

## 医药健康研究中心

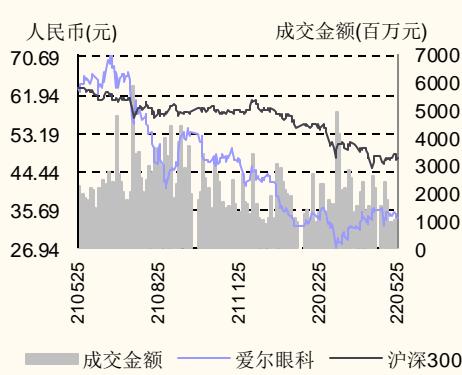
**爱尔眼科 (300015.SZ) 买入 (维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 34.10元

#### 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	54.22
已上市流通 A 股(亿股)	44.57
总市值(亿元)	1,848.79
年内股价最高最低(元)	71.28/26.94
沪深 300 指数	3983
创业板指	2326



相关报告

- 1.《定增项目顺利过会，服务能力有望加速提升-爱尔眼科定增过会点评》，  
2022.5.12
  - 2.《业绩持续稳健增长，分级连锁有序推进-爱尔眼科 2021 年年报 &...》，  
2022.4.26
  - 3.《业务结构持续优化，新业务增长动力充足-爱尔眼科三季报点评》，2021.10.26
  - 4.《高质量发展阶段，盈利能力进一步提升-爱尔眼科中报点评》，2021.8.27

袁维 分析师 SAC 执业编号: S113051808000  
18221180330004

徐雨涵 联系人  
xuyuhan@gjzq.com.cn

发布募集说明书，省区重点医院建设有望提速

### 公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,912	15,001	19,298	24,931	32,381
营业收入增长率	19.24%	25.93%	28.65%	29.19%	29.88%
归母净利润(百万元)	1,724	2,323	3,166	4,210	5,555
归母净利润增长率	25.01%	34.78%	36.26%	33.00%	31.93%
摊薄每股收益(元)	0.418	0.430	0.584	0.777	1.025
每股经营性现金流净额	0.81	0.76	0.84	1.03	1.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.49%	20.54%	23.17%	24.75%	25.66%
P/E	179.06	98.38	58.40	43.91	33.28
P/B	31.32	20.21	13.53	10.87	8.54

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 5月25日，公司发布创业板向特定对象发行股票募集说明书（注册稿）。  
**简评**
  - **发布募集说明书(注册稿)，资本结构有望得到优化。**预计本次发行对象为不超过35名特定投资者，发行股票数量不超过本次发行前公司总股本的5%，即270,305,392股（含本数），募集资金总额不超过353,555.37万元。
  - **助力公司新十年发展战略，区域重点医院医疗服务供给能力有望实现显著提升。**本次定增项目募集资金将用于多座重点医院的扩建、新建项目以及补充流动资金。拟建项目主要包括长沙爱尔迁址扩建项目、湖北爱尔新建项目、安徽爱尔新建项目、沈阳爱尔眼视光迁址扩建项目、上海爱尔迁址扩建项目、贵州爱尔新建项目、南宁爱尔迁址扩建项目。各个医院新建/迁址扩建项目建成后，加总有望达到每年360万人次的设计最大接诊能力，较2020年实际接诊量增加280%，将显著改善核心省会医院的眼科服务水平，促进公司在各省区影响力的进一步提升。除以上项目外，本次募集资金中的8.9亿元拟用于补充流动资金。在2020年实际接诊量基础上，假设各募投项目未来接诊量能够与16%的行业整体增速保持一致，则设计接诊容量预计将在各医院投入使用后的3-8年内得到充分利用。
  - **引领眼健康生态圈建设，护航行业可持续发展。**近期公司重磅发布《2022中、欧国际近视手术白皮书》大数据报告。根据《白皮书》，2021年公司中、欧近视手术量同比2018年增长96%，全飞秒、ICL等近视手术新技术愈发受到患者青睐，2021年约有47%的低度、中度近视患者选择全飞秒术式，约94%的超高度近视患者选择ICL术式，高客单价的高端术式推广进展顺利。目前公司仅有个别医院因疫情影响暂停营业，对公司整体的影响预计较为有限。考虑到眼科医疗需求刚性较强，叠加暑期是消费医疗服务传统旺季，届时公司业绩有望实现快速提升，建议持续关注。

## 盈利调整与投资建议

- 公司作为国内眼科医疗服务行业龙头，有望借力本次定增项目进一步扩充医疗服务容量，暂不考虑本次增发对总股本和财务费用产生的影响，预计公司22-24年实现归母净利润31.66、42.10、55.55亿元，同比增长36%、33%、32%。对应PE为58、44、33倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 疫情反弹风险；海外拓展不及预期风险；市场竞争加剧风险；并购速度不及预期风险；医疗安全性事故纠纷风险等。

### 附录：三张报表预测摘要

**损益表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>9,990</b>	<b>11,912</b>	<b>15,001</b>	<b>19,298</b>	<b>24,931</b>	<b>32,381</b>
增长率	24.7%	19.2%	25.9%	28.6%	29.2%	29.9%
<b>主营业务成本</b>	<b>-5,065</b>	<b>-5,834</b>	<b>-7,212</b>	<b>-9,243</b>	<b>-11,891</b>	<b>-15,380</b>
%销售收入	50.7%	49.0%	48.1%	47.9%	47.7%	47.5%
<b>毛利</b>	<b>4,926</b>	<b>6,079</b>	<b>7,789</b>	<b>10,055</b>	<b>13,040</b>	<b>17,001</b>
%销售收入	49.3%	51.0%	51.9%	52.1%	52.3%	52.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-22</b>	<b>-30</b>	<b>-41</b>	<b>-54</b>	<b>-70</b>	<b>-94</b>
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>销售费用</b>	<b>-1,049</b>	<b>-1,066</b>	<b>-1,447</b>	<b>-2,200</b>	<b>-2,792</b>	<b>-3,659</b>
%销售收入	10.5%	9.0%	9.6%	11.4%	11.2%	11.3%
<b>管理费用</b>	<b>-1,305</b>	<b>-1,425</b>	<b>-1,958</b>	<b>-2,818</b>	<b>-3,740</b>	<b>-4,922</b>
%销售收入	13.1%	12.0%	13.1%	14.6%	15.0%	15.2%
<b>研发费用</b>	<b>-152</b>	<b>-164</b>	<b>-223</b>	<b>-313</b>	<b>-401</b>	<b>-518</b>
%销售收入	1.5%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>2,397</b>	<b>3,392</b>	<b>4,120</b>	<b>4,671</b>	<b>6,037</b>	<b>7,808</b>
%销售收入	24.0%	28.5%	27.5%	24.2%	24.2%	24.1%
<b>财务费用</b>	<b>-76</b>	<b>-90</b>	<b>-106</b>	<b>-177</b>	<b>-119</b>	<b>-92</b>
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	0.5%	0.3%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-56</b>	<b>-380</b>	<b>-448</b>	<b>-121</b>	<b>-100</b>	<b>-80</b>
<b>投资收益</b>	<b>113</b>	<b>159</b>	<b>141</b>	<b>145</b>	<b>152</b>	<b>160</b>
%销售收入	6.2%	6.7%	4.5%	3.4%	2.7%	2.2%
<b>营业利润</b>	<b>2,022</b>	<b>2,674</b>	<b>3,494</b>	<b>4,621</b>	<b>6,079</b>	<b>7,916</b>
<b>营业利润率</b>	<b>20.2%</b>	<b>22.4%</b>	<b>23.3%</b>	<b>23.9%</b>	<b>24.4%</b>	<b>24.4%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>-182</b>	<b>-311</b>	<b>-346</b>	<b>-400</b>	<b>-500</b>	<b>-600</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,840</b>	<b>2,363</b>	<b>3,148</b>	<b>4,221</b>	<b>5,579</b>	<b>7,316</b>
<b>利润率</b>	<b>18.4%</b>	<b>19.8%</b>	<b>21.0%</b>	<b>21.9%</b>	<b>22.4%</b>	<b>22.6%</b>
<b>所得税</b>	<b>-409</b>	<b>-486</b>	<b>-678</b>	<b>-886</b>	<b>-1,183</b>	<b>-1,558</b>
<b>所得税率</b>	<b>22.2%</b>	<b>20.6%</b>	<b>21.5%</b>	<b>21.0%</b>	<b>21.2%</b>	<b>21.3%</b>
<b>净利润</b>	<b>1,431</b>	<b>1,877</b>	<b>2,470</b>	<b>3,334</b>	<b>4,397</b>	<b>5,758</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>52</b>	<b>153</b>	<b>147</b>	<b>168</b>	<b>186</b>	<b>203</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,379</b>	<b>1,724</b>	<b>2,323</b>	<b>3,166</b>	<b>4,210</b>	<b>5,555</b>
<b>净利率</b>	<b>13.8%</b>	<b>14.5%</b>	<b>15.5%</b>	<b>16.4%</b>	<b>16.9%</b>	<b>17.2%</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>1,840</b>	<b>3,063</b>	<b>4,402</b>	<b>3,673</b>	<b>3,513</b>	<b>3,800</b>
<b>应收账款</b>	<b>1,375</b>	<b>1,602</b>	<b>1,784</b>	<b>2,088</b>	<b>2,794</b>	<b>3,655</b>
<b>存货</b>	<b>374</b>	<b>495</b>	<b>571</b>	<b>699</b>	<b>860</b>	<b>1,116</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>438</b>	<b>486</b>	<b>458</b>	<b>740</b>	<b>1,203</b>	<b>1,650</b>
<b>流动资产</b>	<b>4,027</b>	<b>5,645</b>	<b>7,215</b>	<b>7,201</b>	<b>8,369</b>	<b>10,221</b>
%总资产	33.9%	36.3%	33.0%	30.9%	31.4%	32.5%
<b>长期投资</b>	<b>1,755</b>	<b>1,757</b>	<b>1,466</b>	<b>1,766</b>	<b>2,166</b>	<b>2,728</b>
<b>固定资产</b>	<b>2,126</b>	<b>2,760</b>	<b>3,204</b>	<b>3,728</b>	<b>4,879</b>	<b>6,530</b>
%总资产	17.9%	17.8%	14.7%	16.0%	18.3%	20.8%
<b>无形资产</b>	<b>3,771</b>	<b>5,124</b>	<b>6,096</b>	<b>6,654</b>	<b>7,194</b>	<b>7,781</b>
<b>非流动资产</b>	<b>7,868</b>	<b>9,895</b>	<b>14,634</b>	<b>16,080</b>	<b>18,253</b>	<b>21,210</b>
%总资产	66.1%	63.7%	67.0%	69.1%	68.6%	67.5%
<b>资产总计</b>	<b>11,895</b>	<b>15,541</b>	<b>21,849</b>	<b>23,280</b>	<b>26,622</b>	<b>31,431</b>
<b>短期借款</b>	<b>889</b>	<b>700</b>	<b>2,321</b>	<b>1,500</b>	<b>1,000</b>	<b>409</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,282</b>	<b>1,614</b>	<b>2,884</b>	<b>3,011</b>	<b>3,410</b>	<b>3,684</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>707</b>	<b>1,020</b>	<b>1,071</b>	<b>1,402</b>	<b>1,823</b>	<b>2,447</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,879</b>	<b>3,334</b>	<b>6,276</b>	<b>5,913</b>	<b>6,233</b>	<b>6,540</b>
<b>长期贷款</b>	<b>1,636</b>	<b>1,382</b>	<b>58</b>	<b>68</b>	<b>80</b>	<b>93</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>358</b>	<b>172</b>	<b>3,291</b>	<b>2,552</b>	<b>2,029</b>	<b>1,680</b>
<b>负债</b>	<b>4,872</b>	<b>4,888</b>	<b>9,625</b>	<b>8,533</b>	<b>8,343</b>	<b>8,313</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>6,594</b>	<b>9,854</b>	<b>11,310</b>	<b>13,665</b>	<b>17,010</b>	<b>21,646</b>
其中：股本	3,098	4,122	5,406	5,406	5,406	5,406
未分配利润	2,608	2,768	4,321	6,676	10,022	14,657
少数股东权益	429	798	914	1,083	1,269	1,472
<b>负债股东权益合计</b>	<b>11,895</b>	<b>15,541</b>	<b>21,849</b>	<b>23,280</b>	<b>26,622</b>	<b>31,431</b>

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.445	0.418	0.430	0.584	0.777	1.025
每股净资产	2.129	2.391	2.092	2.520	3.137	3.992
每股经营现金净流	0.671	0.811	0.755	0.836	1.032	1.257
每股股利	0.150	0.148	0.120	0.150	0.160	0.170
<b>回报率</b>						
净资产收益率	20.91%	17.49%	20.54%	23.17%	24.75%	25.66%
总资产收益率	11.59%	11.09%	10.63%	13.60%	15.82%	17.67%
投入资本收益率	19.38%	21.03%	22.01%	22.51%	24.48%	25.94%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	24.74%	19.24%	25.93%	28.65%	29.19%	29.88%
EBIT增长率	36.54%	41.48%	21.47%	13.36%	29.24%	29.35%
净利润增长率	36.67%	25.01%	34.78%	36.26%	33.00%	31.93%
总资产增长率	23.56%	30.65%	40.59%	6.55%	14.35%	18.06%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	37.7	39.8	35.7	33.0	35.0	35.0
存货周转天数	26.4	27.2	27.0	27.6	26.4	26.5
应付账款周转天数	73.3	79.6	71.7	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	64.5	64.3	58.0	40.1	27.1	16.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	5.48%	-12.02%	-19.01%	-16.31%	-14.95%	-15.56%
EBIT利息保障倍数	31.7	37.5	38.7	26.4	50.7	84.6
资产负债率	40.96%	31.46%	44.05%	36.65%	31.34%	26.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	35	41	47	74
增持	0	4	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.10	1.09	1.08	1.00

来源：聚源数据

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-03-29	买入	62.05	N/A
2	2021-04-09	买入	61.30	N/A
3	2021-04-23	买入	63.65	N/A
4	2021-08-27	买入	48.71	N/A
5	2021-10-26	买入	47.32	N/A
6	2022-04-26	买入	33.58	N/A
7	2022-05-12	买入	33.47	N/A

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

### 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



### 投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号  
嘉里建设广场T3-2402