

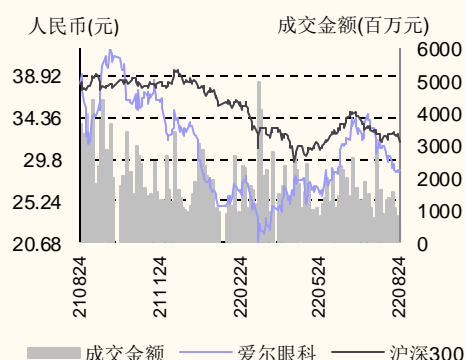
## 爱尔眼科 (300015.SZ) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 28.50 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	70.43
已上市流通 A 股(亿股)	57.88
总市值(亿元)	2,007.27
年内股价最高最低(元)	41.89/20.68
沪深 300 指数	4082
创业板指	2679



## 相关报告

- 1.《发布募集说明书，省区重点医院建设有望提速-爱尔眼科-发布募集...》，2022.5.26
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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: S1130518080002  
(8621)60230221  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

**徐雨涵** 分析师 SAC 执业编号: S1130522060002  
xuyuhan@gjzq.com.cn

## 利润端略超预期，分级连锁推进顺利

## 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	17,398	22,131	27,581
营业收入增长率	19.24%	25.93%	15.98%	27.20%	24.63%
归母净利润(百万元)	1,724	2,323	2,914	3,833	4,949
归母净利润增长率	25.01%	34.78%	25.44%	31.51%	29.12%
摊薄每股收益(元)	0.418	0.430	0.414	0.544	0.703
每股经营性现金流净额	0.81	0.76	0.75	0.95	1.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.49%	20.54%	22.25%	23.85%	24.69%
P/E	179.06	98.38	68.88	52.37	40.56
P/B	31.32	20.21	15.32	12.49	10.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 8月24日，公司发布2022年半年度报告。2022H1公司实现收入81.1亿元，同比+10.3%；实现归母净利润12.9亿元，同比+15.7%；实现扣非归母净利润13.8亿元，同比+12.7%。
- 从单二季度看，2022年Q2公司实现收入39.4亿元，同比+2.7%，归母净利润6.8亿元，同比+7.7%；扣非归母净利润7.6亿元，同比+5.7%。

## 点评

- **局部疫情反复不改发展趋势，门诊量、门店数量持续拓展。**受短期疫情影响，公司旗下多家医院诊疗节奏被迫打断，从单体医院角度观察，深圳爱尔、沈阳爱尔2022年H1净利润分别下滑22%、16%，而受疫情影响相对较小的重庆爱尔、东莞爱尔则分别实现了21%、13%的净利润增速。公司医疗机构布局持续开拓中，截至6月底，公司拥有境内医院187家，门诊部132家，较21年底分别增加13家、14家，共实现门诊量554万人次(+16%)，手术量44万例(+10%)。
- **屈光、视光板块延续快速增长，眼病类收入小幅下滑。**2022年H1公司实现屈光收入34.4亿元(+20.9%)、视光收入17.6亿元(+15.7%)、白内障收入10.4亿元(-2.6%)、眼前段收入6.8亿元(-4.2%)、眼后段收入5.2亿元(+8.5%)、其他项目收入6.5亿元(-7.7%)。受益于高客单价术式、产品占比提升，以及整体客流的增长，屈光、视光收入实现快速增长；由于医保结算变化和疫情导致的非紧急手术延期，以及疫情反复导致患者流通不畅，健康教育活动开展难度增加，白内障收入、眼前段收入出现小幅下滑。
- **费用率水平保持平稳，医教研一体化平台进一步完善。**公司三费支出水平均保持平稳，其中销售费用率为9.7%、管理费用率为15.1%。公司与河南大学达成战略合作，共建河南大学附属爱尔眼科医院、河南大学爱尔眼科临床学院、河南大学爱尔眼科研究院，将进行医疗、教学、科研全方面合作。

## 盈利调整与投资建议

- 考虑到疫情反复对公司医院业务的影响，下调2022-2024年盈利预测8%、9%、11%，预计公司2022-2024年归母净利润29.14、38.33、49.49亿元，同比增长25%、32%、29%，EPS分别为0.75、0.95、1.13元，现价对应PE为69、52、41倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 政策性风险；疫情反弹风险；市场竞争加剧风险；人才短缺风险；跨区发展风险；医疗安全性事故纠纷风险；合规监管风险等。

## 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
主营业务收入	9,990	11,912	15,001	17,398	22,131	27,581
增长率	36.7%	19.2%	25.9%	16.0%	27.2%	24.6%
主营业务成本	-5,065	-5,834	-7,212	-8,682	-10,933	-13,100
%销售收入	50.7%	49.0%	48.1%	49.9%	49.4%	47.5%
毛利	4,926	6,079	7,789	8,716	11,198	14,481
%销售收入	49.3%	51.0%	51.9%	50.1%	50.6%	52.5%
营业税金及附加	-22	-30	-41	-49	-62	-80
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-1,049	-1,066	-1,447	-1,705	-2,125	-2,924
%销售收入	10.5%	9.0%	9.6%	9.8%	9.6%	10.6%
管理费用	-1,305	-1,425	-1,958	-2,540	-3,320	-4,192
%销售收入	13.1%	12.0%	13.1%	14.6%	15.0%	15.2%
研发费用	-152	-164	-223	-282	-356	-441
%销售收入	1.5%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	2,397	3,392	4,120	4,141	5,336	6,844
%销售收入	24.0%	28.5%	27.5%	23.8%	24.1%	24.8%
财务费用	-76	-90	-106	-149	-117	-139
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-380	-457	-317	0	0	0
公允价值变动收益	-56	-380	-448	-121	-100	-80
投资收益	113	159	141	145	152	160
%税前利润	6.2%	6.7%	4.5%	3.9%	3.1%	2.5%
营业利润	2,022	2,674	3,494	4,118	5,381	6,906
营业利润率	20.2%	22.4%	23.3%	23.7%	24.3%	25.0%
营业外收支	-182	-311	-346	-400	-500	-600
税前利润	1,840	2,363	3,148	3,718	4,881	6,306
利润率	18.4%	19.8%	21.0%	21.4%	22.1%	22.9%
所得税	-409	-486	-678	-781	-1,035	-1,343
所得税率	22.2%	20.6%	21.5%	21.0%	21.2%	21.3%
净利润	1,431	1,877	2,470	2,937	3,846	4,963
少数股东损益	52	153	147	23	13	15
归属于母公司的净利润	1,379	1,724	2,323	2,914	3,833	4,949
净利率	13.8%	14.5%	15.5%	16.8%	17.3%	17.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,431	1,877	2,470	2,937	3,846	4,963
少数股东损益	52	153	147	23	13	15
非现金支出	884	1,007	1,442	887	969	1,028
非经营收益	5	287	400	502	509	568
营运资金变动	-242	172	-227	-261	-195	-463
经营活动现金净流	2,078	3,344	4,084	4,065	5,129	6,097
资本开支	-740	-888	-1,488	-2,640	-2,699	-3,887
投资	-1,116	-347	-1,196	-621	-900	-940
其他	96	178	169	145	152	160
投资活动现金净流	-1,759	-1,057	-2,514	-3,115	-3,447	-4,667
股权募资	91	826	1,344	-313	0	0
债权募资	798	-434	7	-481	-104	871
其他	-724	-1,244	-1,591	-1,033	-1,036	-1,171
筹资活动现金净流	164	-852	-240	-1,827	-1,140	-300
现金净流量	488	1,425	1,340	-878	542	1,129

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,840	3,063	4,402	2,664	2,554	3,182
应收款项	1,375	1,602	1,784	1,883	2,480	3,113
存货	374	495	571	656	791	951
其他流动资产	438	486	458	733	1,191	1,620
流动资产	4,027	5,645	7,215	5,936	7,016	8,867
%总资产	33.9%	36.3%	33.0%	26.5%	27.7%	29.3%
长期投资	1,755	1,757	1,466	1,766	2,166	2,726
固定资产	2,126	2,760	3,204	4,127	4,934	6,692
%总资产	17.9%	17.8%	14.7%	18.4%	19.5%	22.1%
无形资产	3,771	5,124	6,096	6,654	7,194	7,787
非流动资产	7,868	9,895	14,634	16,478	18,308	21,376
%总资产	66.1%	63.7%	67.0%	73.5%	72.3%	70.7%
资产总计	11,895	15,541	21,849	22,414	25,323	30,243
短期借款	889	700	2,321	1,710	1,473	2,231
应付款项	1,282	1,614	2,884	2,788	3,101	3,132
其他流动负债	707	1,020	1,071	1,273	1,642	2,132
流动负债	2,879	3,334	6,276	5,771	6,216	7,495
长期贷款	1,636	1,382	58	68	80	93
其他长期负债	358	172	3,291	2,538	2,009	1,646
负债	4,872	4,888	9,625	8,377	8,305	9,235
普通股股东权益	6,594	9,854	11,310	13,100	16,068	20,043
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	6,425	9,392	13,368
少数股东权益	429	798	914	937	950	965
负债股东权益合计	11,895	15,541	21,849	22,414	25,323	30,243

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.445	0.418	0.430	0.414	0.544	0.703
每股净资产	2.129	2.391	2.092	1.860	2.281	2.846
每股经营现金净流	0.671	0.811	0.755	0.752	0.949	1.128
每股股利	0.150	0.150	0.120	0.150	0.160	0.180
回报率						
净资产收益率	20.91%	17.49%	20.54%	22.25%	23.85%	24.69%
总资产收益率	11.59%	11.09%	10.63%	13.00%	15.13%	16.36%
投入资本收益率	19.38%	21.03%	22.01%	20.58%	22.55%	23.02%
增长率						
主营业务收入增长率	24.74%	19.24%	25.93%	15.98%	27.20%	24.63%
EBIT增长率	36.54%	41.48%	21.47%	0.49%	28.86%	28.27%
净利润增长率	36.67%	25.01%	34.78%	25.44%	31.51%	29.12%
总资产增长率	23.56%	30.65%	40.59%	2.59%	12.98%	19.43%
资产管理能力						
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	52.8	34.5	21.4
偿债能力						
净负债/股东权益	5.48%	-12.02%	-19.01%	-8.45%	-7.64%	-5.51%
EBIT利息保障倍数	31.7	37.5	38.7	27.8	45.7	49.4
资产负债率	40.96%	31.46%	44.05%	37.37%	32.80%	30.54%

### 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	0	9	22	41	88
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.04	1.05	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
8	2022-05-26	买入	34.10	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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

**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