太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-26

公司点评报告

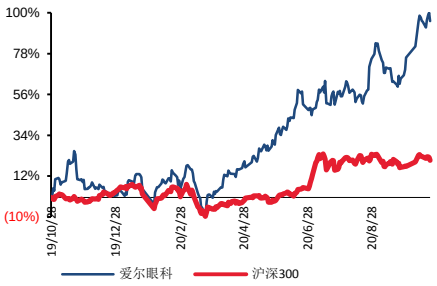
买入/维持

爱尔眼科(300015)

医疗保健 医疗保健设备与服务

分级连锁优势显著，“内生+并购”双驱动，Q3 业绩实现强复苏

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,122/3,417
总市值/流通(百万元)	235,721/195,391
12 个月最高/最低(元)	58.50/34.20

相关研究报告：

爱尔眼科(300015)《视光成第二大业务，成熟医院增速依然稳定》--2020/04/23

爱尔眼科(300015)《2020 年有望延续稳定增长，目前医院开诊率快速提升》--2020/02/29

爱尔眼科(300015)《六成医院陆续开诊或急诊，业绩有望较快恢复》--2020/02/23

证券分析师：盛丽华

E-MAIL：shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

证券分析师助理：曹聪聪

E-MAIL：caocc@tpyzq.com

事件：近日，公司发布 2020 年三季报：前三季度公司实现营收 85.65 亿元（+10.78%），归母净利润 15.46 亿元（+25.60%），扣非净利润 15.81 亿元(+27.99%),经营现金流净额 25.53 亿元(+37.76%)。EPS 0.38 元/股。

其中，Q3 单季度公司实现营收 44.02 亿元（+47.55%），归母净利润 8.70 亿元（+62.34%），扣非净利润 10.02 亿元（+85.49%），经营现金流净额 18.83 亿元（+120.07%）。EPS 0.21 元/股。

分级连锁优势显著，各等级控股医院已成为公司业绩的重要驱动

分季度看，Q3 业绩实现强劲复苏：2020 年 Q1、Q2 和 Q3 的收入同比增速分别为-26.86%、+0.72%和+47.55%；扣非净利润同比增速分别为-90.50%、+30.69%和+85.49%。2020 年前三季度，公司业绩增速呈现持续升高的趋势，并在 Q3 单季度实现强劲复苏。

分级连锁优势显著，国内业务持续扩张：2020 年 Q1、Q2 和 Q3，公司归母净利润分别为-0.12 亿元（-73.74%）、0.14 亿元（+50.51%）和 1.06 亿元(+62.34%)；少数股东损益分别为-0.12 亿元(-182.57%)、0.14 亿元（+94.94%）和 1.06 亿元（+176.86%）。据 2020 年半年报，公司*“收购了 30 家医院，进一步完善了公司全国网络战略布局”*，国内业务持续扩张。我们认为，以上显示了公司分级连锁优势显著，各等级控股医院已成为公司业绩的重要驱动。

财务分析：盈利水平较为稳定，三季度持续实现降本增效

2020 年前三季度，公司毛利率 47.65%（同比下滑 0.76 pp），净利率 19.62%（同比上升 2.74 pp），ROE（摊薄）16.27%（同比下滑 2.83 pp），主要系并表范围增加导致资产周转率下滑；Q3 单季度毛利率 51.35%(同比上升 0.91 pp)，净利率 22.16%(同比上升 2.92 pp)，ROE 10.37%（同比上升 1.74 pp），三季度依旧取得优异的降本增效成果。

盈利预测：公司是国内眼科医疗服务龙头，分级连锁优势显著，已在全国多个省区形成“横向成片、纵向成网”的布局。考虑发行股份收购带来的股本变动，我们预计 20-22 年归母净利润分别为 16.90、22.44、30.58 亿，对应 PE 分别为 139/104/77 倍，维持“买入”评级。

风险提示：医院扩张进度不及预期；行业竞争加剧；恶性医疗事故；海外医院受疫情影响业绩有不确定性。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9990	11260	14825	18913
(+/-%)	24.73	12.71	31.66	27.58
净利润(百万元)	1379	1690	2244	3058
(+/-%)	36.67	22.58	32.78	36.25
摊薄每股收益(元)	0.33	0.41	0.54	0.74
市盈率(PE)	118.24	138.50	104.31	76.56

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1290	1840	4175	6782	10536
应收和预付款项	988	1282	1231	1673	2129
存货	359	374	402	524	652
其他流动资产	540	438	578	633	708
流动资产合计	3226	4027	6354	9593	14004
长期股权投资	0	1	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1465	1765	1544	1288	993
在建工程	203	361	487	616	748
无形资产	510	555	539	524	509
长期待摊费用	501	578	578	578	578
其他非流动资产	82	121	121	121	121
资产总计	9627	11895	14114	17209	21443
短期借款	280	580	580	580	580
应付和预收款项	1035	1243	1519	1977	2477
长期借款	1320	1636	1686	1736	1786
其他长期负债	295	358	358	358	358
负债合计	3656	4872	5207	5809	6607
股本	2383	3098	3098	3098	3098
资本公积	1337	561	561	561	561
留存收益	1806	2608	4045	5952	8552
归母公司股东权益	5693	6594	8310	10555	13613
少数股东权益	256	278	429	596	845
股东权益合计	5971	7023	8906	11400	14836
负债和股东权益	9627	11895	14114	17209	21443

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	1400	2078	2790	3059	4202
投资性现金流	-1805	-1759	-475	-445	-439
融资性现金流	-803	164	20	-7	-9
现金增加额	-1208	484	2335	2606	3754

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8009	9990	11260	14825	18913
营业成本	4245	5065	5893	7417	9305
营业税金及附加	13	22	23	30	39
销售费用	826	1049	1126	1779	2175
管理费用	1072	1305	1408	1927	2459
财务费用	45	76	46	36	25
资产减值损失	-186	314	0	0	0
投资收益	46	113	0	0	0
公允价值变动	-38	-56	0	0	0
营业利润	1558	2022	2647	3436	4650
其他非经营损益	-178	-182	-250	-220	-220
利润总额	1380	1840	2397	3216	4430
所得税	314	409	540	722	994
净利润	1066	1431	1857	2494	3436
少数股东损益	57	52	167	249	378
归母股东净利润	1009	1379	1690	2244	3058

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	47.00%	49.30%	47.67%	49.97%	50.80%
销售净利率	13.31%	14.33%	16.50%	16.82%	18.17%
销售收入增长率	34.31%	24.74%	12.72%	31.66%	27.57%
EBIT 增长率	55.89%	36.54%	11.38%	29.17%	34.85%
净利润增长率	35.88%	36.67%	22.58%	32.78%	36.25%
ROE	17.72%	20.91%	20.34%	21.26%	22.46%
ROA	10.48%	11.59%	11.98%	13.04%	14.26%
ROIC	27.82%	25.17%	29.54%	38.52%	54.05%
EPS(X)	0.24	0.33	0.41	0.54	0.74
PE(X)	107.44	118.24	138.50	104.31	76.56
PB(X)	19.04	24.73	28.17	22.18	17.20
PS(X)	7.83	12.27	15.63	11.87	9.30
EV/EBITDA(X)	29.65	42.47	58.04	44.99	33.30

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。