爱尔眼科（300015）

经营业绩逐季向好，利润率水平有所提升

买入（维持）

2020 年 10 月 26 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,990	11,793	15,768	20,522
同比（%）	24.7%	18.1%	33.7%	30.2%
归母净利润（百万元）	1,379	1,663	2,278	3,063
同比（%）	36.7%	20.6%	37.0%	34.5%
每股收益（元/股）	0.33	0.40	0.55	0.74
P/E（倍）	169.77	140.77	102.78	76.44

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭
执业证号：S0600517010002
021-60199793
quanm@dwzq.com.cn

投资要点

- **事件：**2020 年前三季度公司实现营业收入 85.65 亿元，同比增长 10.78 %，实现归母净利润 15.46 亿元，同比增长 25.60%，实现扣非归母净利润 15.81 亿元，同比增长 27.99%。经营性现金流净额 25.53 亿元，同比增长 37.76%。

- **疫情影响大幅减弱，Q3 业绩快速增长。**上半年，受国内外新冠肺炎疫情影响，公司收入与归母净利润分别同比下降 12.32%、2.72%。但由于眼科医疗服务具有刚性，延迟的需求随着疫情缓解而逐步恢复；另一方面，日常活动逐渐转移至线上也提高了用眼程度，进一步催生眼科医疗服务需求。同时公司通过增加门诊时间、推进在线门诊和互联网医院经营等，加速恢复公司正常经营活动，公司业绩逐步回升。2020 年 Q1、Q2、Q3，公司收入分别同比变化-26.86%、+0.72%、+47.55%，归母净利润分别同比变化-73.41%、+50.51%、+62.34%，整体业绩逐季加速。尽管海外疫情持续，但海外业务占公司整体收入仅 11%左右，我们预计在公司积极采取疫情防护措施及恢复业务工作的情形下，公司有望稳步推进规模扩张与业绩增长。

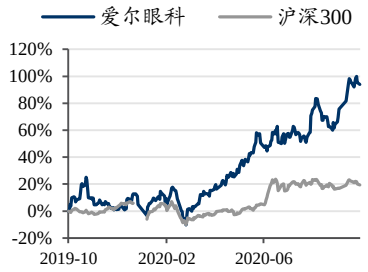
- **销售费用显著减少，利润率水平明显提升。**前三季度，**费用端来看**，销售费用率 8.65%，同比下降 1.91 个百分点；销售费用 7.41 亿元，同比下降 9.29%，主要由于疫情导致公司市场推广活动减少。管理费用率 11.56%，同比下降 0.73 个百分点。研发费用率 1.14%，同比下降 0.31 个百分点。财务费用率 0.79%，同比提升 0.30 个百分点；财务费用同比增长 79.35%，主要由于利息支出增加及外币汇兑损益的影响。**综合来看，**公司整体毛利率 47.65%（-0.76pct）、净利率 19.62%（+2.74pct），伴随需求恢复及消费升级，公司营收结构随之变化，净利率水平提升。

- **持续发挥并购基金优势，30 家眼科医院在下半年并表。**2020 年 6 月公司实施重大资产并购重组，定向增发获得国内外知名投资机构的支持，证明公司的并购基金模式受到市场的认可。此次重组收购了 30 家眼科医院，进一步完善全国服务网络布局，其中 26 家为爱尔并购基金旗下医院，2 家来自众生药业，2 家来自爱瑞阳光。此外，根据公司披露，该 30 家医院将在下半年纳入并表范围，对公司业绩起到提振作用。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 16.63 亿和 22.78 亿元、30.63 亿元，2020-2022 年 EPS 分别为 0.40 元、0.55 元、0.74 元。当前股价对应估值分别为 141 倍、103 倍、76 倍。考虑到眼科医疗服务为刚需，公司眼科连锁模式不断在国内外成功复制，长期业绩有望保持稳健增长。维持“买入”评级。

- **风险提示：**疫情不确定性风险，医疗事故风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	56.80
一年最低/最高价	26.23/59.22
市净率(倍)	24.64
流通 A 股市值(百万元)	194058.62

基础数据

每股净资产(元)	2.30
资产负债率(%)	38.17
总股本(百万股)	4121.52
流通 A 股(百万股)	3416.52

相关研究

1、《爱尔眼科（300015）：短期经营受疫情扰动，二季度业绩显著回升》2020-08-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

爱尔眼科三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4,027**	**6,246**	**8,493**	**11,404**
现金	1,840	3,878	5,065	7,571
应收账款	1,180	1,255	2,000	2,236
存货	374	578	644	883
其他流动资产	633	535	783	715
非流动资产	**7,868**	**8,006**	**8,500**	**9,034**
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	1,765	1,910	2,370	2,849
在建工程	361	360	389	433
无形资产	555	638	738	856
其他非流动资产	5,186	5,096	5,002	4,895
资产总计	**11,895**	**14,251**	**16,993**	**20,438**
流动负债	**2,879**	**3,243**	**3,833**	**4,318**
短期借款	580	580	580	580
应付账款	1,092	1,550	1,841	2,396
其他流动负债	1,207	1,113	1,412	1,342
非流动负债	**1,993**	**1,689**	**1,447**	**1,198**
长期借款	1,636	1,332	1,089	840
其他非流动负债	358	358	358	358
负债合计	**4,872**	**4,933**	**5,279**	**5,516**
少数股东权益	429	503	620	765
归属母公司股东权益	6,594	8,816	11,094	14,156
负债和股东权益	**11,895**	**14,251**	**16,993**	**20,438**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,078	2,368	2,430	3,874
投资活动现金流	-1,759	-596	-1,065	-1,259
筹资活动现金流	164	266	-178	-109
现金净增加额	488	2,038	1,186	2,506
折旧和摊销	504	458	571	726
资本开支	746	138	495	533
营运资本变动	-245	161	-494	53

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**9,990**	**11,793**	**15,768**	**20,522**
减:营业成本	5,065	6,577	8,441	10,547
营业税金及附加	22	26	35	46
营业费用	1,049	1,324	1,895	2,639
管理费用	1,305	1,648	2,358	3,284
财务费用	76	13	-42	-113
资产减值损失	-314	0	0	0
加:投资净收益	113	0	0	0
其他收益	-56	0	0	0
营业利润	**2,022**	**2,205**	**3,081**	**4,120**
加:营业外净收支	-182	0	0	0
利润总额	**1,840**	**2,205**	**3,081**	**4,120**
减:所得税费用	409	468	686	912
少数股东损益	52	74	117	146
归属母公司净利润	**1,379**	**1,663**	**2,278**	**3,063**
EBIT	1,928	2,203	3,022	3,997
EBITDA	2,432	2,661	3,593	4,723

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.33	0.40	0.55	0.74
每股净资产(元)	1.60	2.14	2.69	3.43
发行在外股份(百万股)	3098	4122	4122	4122
ROIC(%)	16.1%	15.4%	17.6%	19.3%
ROE(%)	20.4%	18.6%	20.4%	21.5%
毛利率(%)	49.3%	44.2%	46.5%	48.6%
销售净利率(%)	13.8%	14.1%	14.4%	14.9%
资产负债率(%)	41.0%	34.6%	31.1%	27.0%
收入增长率(%)	24.7%	18.1%	33.7%	30.2%
净利润增长率(%)	36.7%	20.6%	37.0%	34.5%
P/E	169.77	140.77	102.78	76.44
P/B	35.50	26.55	21.10	16.54
EV/EBITDA	96.65	87.49	64.46	48.48

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn