

公司研究

业绩符合预期，眼科巨轮疫情后再启航

——爱尔眼科（300015.SZ）2020年年报&2021年一季报点评

买入（维持）

当前价：63.65元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：黄卓

执业证书编号：S0930520030002

021-52523676

huangz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	41.22
总市值(亿元):	2623.35
一年最低/最高(元):	32.45/92.69
近3月换手率:	51.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.90	-13.52	55.95
绝对	9.53	-22.15	88.50

资料来源：Wind

相关研报

股权激励覆盖面广，定增助力分级诊疗体系搭建——爱尔眼科（300015.SZ）股权激励及定增公告点评（2021-04-10）

Q3业绩大幅提速，眼科赛道宽广未来仍有无限可能——爱尔眼科（300015.SZ）2020年三季报点评（2020-10-27）

Q2业绩强势回升，屈光视光双轮驱动——爱尔眼科（300015.SZ）2020年半年报点评（2020-08-26）

要点

事件：

公司发布2020年年报，报告期内实现营业收入119.12亿元，同比增长19.24%；归母净利润17.24亿元，同比增长25.01%；扣非归母净利润为21.31亿元，同比增长49.12%；基本每股收益0.42元。公司拟每10股，派息1.5元（含税），同时以2020年末资本公积金转增股本，每10股转增3股。

公司发布2021年一季报，报告期内实现营业收入35.11亿元，同比增长113.90%；归母净利润4.84亿元，同比增长509.88%；扣非归母净利润为5.09亿元，同比增长1,870.84%；基本每股收益0.12元。

点评：

下半年业绩强势回升，21年Q1业绩维持高增长。报告期内实现营业收入119.12亿元，同比增长19.24%；归母净利润17.24亿元，同比增长25.01%；扣非归母净利润21.31亿元，同比增长49.12%。单季度看20年Q4，实现收入、归母净利润、扣非归母净利润33.47/1.78/5.50亿元，分别同比增长48.21%/20.09%/183.77%。Q4业绩延续三季度强劲反弹势头，上半年受疫情影响公司门诊及手术服务阶段性暂停，疫情缓解后全年消费需求于下半年集中释放。若剔除年内30家并表医院影响，全年内生营收增速仍有15%以上。20年Q1，受疫情影响公司门诊和手术量直线下滑，业绩收入大幅下降，造成可比较基数较低，谨慎分析公司业绩，用19年Q1作为比较口径，21年Q1公司收入、归母净利润、扣非归母净利润分别同比增长56.43%/62.14%/87.18%，业绩依旧维持高增长。

屈光、视光服务维持高增长，量价齐升具备空间。公司2020年屈光收入同比增长23.17%，一方面由于各医院手术量快速增长的同时全飞秒、ICL等高端手术占比进一步提高，形成量价齐升的局面；另一方面公司加大对各地县级医院加快屈光科室的建设力度；视光收入同比增27.15%，受益于公司大力发展角膜塑形镜验配等视光业务，各医院视光服务能力不断提升，同时在国家近视防控战略的推动下，品牌影响力进一步提升；报告期内公司门诊量754.87万人次，同比增长13.89%；手术量69.47万例，同比增长14.19%，随着居民眼健康意识的不断加强和医疗消费稳步升级，长期看具备量价齐升空间。

毛利率和净利率不断上升，盈利能力持续提高。20年公司毛利率同比增长1.72pct至51.03%；销售净利率增长1.43pct至15.76%。受益于屈光、视光高毛利业务快速增长及毛利率提升，屈光、视光业务毛利率分别提升0.74/1.01pct至58.12%/56.93%。此外费用端管理加强，销售和管理费用率分别为8.95%/11.97%，同比下降1.55pct/1.09pct，主要由于疫情期间营销推广活动减少，同时公司管理经营管理体系持续优化。

国内区域业绩多点开花，华南、华东地区表现突出。2020 年公司国内业务和海外业务分别实现收入同比增长 19.98%和 13.63%，海外业务主要受新开辟的东南亚市场贡献增量，欧美等地区受疫情影响均出现不同程度下滑。国内区域，西北地区收入增速最快，同比增速 57.65%，华南、华东地区表现亮眼收入分别同比增长 37.52%、34.37%，得益于区域内成长期的医院业绩快速爬坡同时老医院内生稳定增长。

激励计划草案近期公布，加强学术投入打造百年爱尔。公司近期公布 2021 年限制性股票激励计划，拟以 27 元/股价格向公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干在内的 4,909 人授予限制性股票 4,800 万股，预留 1,200 万股。激励计划 2021-2025 年解锁条件依据为公司层面业绩和个人绩效。其中公司层面以 2020 年净利润为基数，要求 2021-2025 年净利润增长分别不低于 20%、40%、60%、80%和 100%。此外，公司计划加大学术投入，建设精品眼科医院，加强对优质医师的吸引力，打造可持续发展的百年爱尔。

盈利预测、估值与评级：公司作为眼科专科医院的绝对龙头，屈光、视光及多项业务均处在高速增长期，且在疫情压力下依旧保持业绩高增长。考虑到公司未来几年并购速度趋于平缓，略下调公司 2021~22 年 EPS 预测为 0.57(下调 3.39%)/0.71(下调 6.58%) 元，给予公司 2023 年 EPS 预测为 0.91 元，现价对应 21~23 年 PE 为 111/89/70 倍。维持“买入”评级

风险提示：海外疫情蔓延对国际业务短期带来不确定性；并购项目整合不达预期；白内障筛查政策继续收严的风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	9,990	11,912	15,028	18,629	23,153
营业收入增长率	24.74%	19.24%	26.15%	23.96%	24.29%
净利润 (百万元)	1,379	1,724	2,355	2,945	3,733
净利润增长率	36.67%	25.01%	36.63%	25.04%	26.76%
EPS (元)	0.45	0.42	0.57	0.71	0.91
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.91%	17.49%	20.32%	21.62%	23.01%
P/E	143	152	111	89	70
P/B	29.9	26.6	22.6	19.3	16.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-22，公司 2019 年总股本为 30.98 亿股，2020 年因定向增发增加至 41.22 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,990	11,920	15,028	18,629	23,153
营业成本	5,065	5,830	7,388	9,116	11,279
折旧和摊销	352	416	231	270	308
税金及附加	22	30	33	41	51
销售费用	1,049	1,066	1,728	2,105	2,616
管理费用	1,305	1,425	2,029	2,422	3,010
研发费用	152	164	240	298	370
财务费用	76	90	54	52	48
投资收益	113	159	170	190	209
营业利润	2,022	2,674	3,811	4,730	5,928
利润总额	1,840	2,363	3,428	4,270	5,412
所得税	409	486	823	1,025	1,299
净利润	1,431	1,877	2,605	3,245	4,113
少数股东损益	52	153	250	300	380
归属母公司净利润	1,379	1,724	2,355	2,945	3,733
EPS(元)	0.45	0.42	0.57	0.71	0.91

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,078	344	2,256	3,199	4,035
净利润	1,379	1,724	2,355	2,945	3,733
折旧摊销	352	416	231	270	308
净营运资金增加	103	231	1,210	1,021	1,284
其他	245	973	-1,539	-1,037	-1,291
投资活动产生现金流	-1,759	-1,057	-664	-772	-753
净资本支出	-740	-888	-963	-962	-62
长期投资变化	1	1	0	0	0
其他资产变化	-1,02	-17	299	190	209
融资活动现金流	164	-852	-898	-861	-958
股本变化	714	1,024	0	0	0
债务净变化	809	-443	-225	103	226
无息负债变化	406	459	405	616	771
净现金流	488	1,425	694	1,566	2,323

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	49.3%	51.0%	50.8%	51.1%	51.3%
EBITDA 率	32.4%	36.6%	26.8%	27.5%	27.6%
EBIT 率	27.4%	31.9%	25.3%	26.1%	26.3%
税前净利润率	18.4%	19.8%	22.8%	22.9%	23.4%
归母净利润率	13.8%	14.5%	15.7%	15.8%	16.1%
ROA	12.0%	12.1%	14.7%	15.6%	16.6%
ROE (摊薄)	20.9%	17.5%	20.3%	21.6%	23.0%
经营性 ROIC	26.1%	28.5%	23.0%	25.8%	28.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41%	31%	29%	28%	27%
流动比率	1.40	1.69	2.14	2.43	2.71
速动比率	1.27	1.54	1.94	2.22	2.49
归母权益/有息债务	2.61	4.73	6.24	6.95	7.42
有形资产/有息债务	3.18	4.93	6.61	7.73	8.66

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	11,895	15,510	17,707	20,760	24,734
货币资金	1,840	3,060	3,757	5,323	7,646
交易性金融资产	300	300	300	300	300
应收帐款	1,180	1,416	1,978	2,452	3,047
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	195	186	274	339	421
存货	374	495	664	820	1,014
其他流动资产	36	46	46	46	46
流动资产合计	4,027	5,645	7,167	9,462	12,010
其他权益工具	37	5	5	5	5
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	1,765	2,098	2,825	3,477	4,062
在建工程	361	662	564	491	436
无形资产	555	546	531	523	506
商誉	2,638	3,878	3,878	3,878	3,878
其他非流动资产	121	97	97	97	97
非流动资产合计	7,868	9,895	10,540	11,297	12,033
总负债	4,872	4,888	5,068	5,787	6,784
短期借款	580	487	91	0	0
应付账款	1,092	1,454	1,625	2,006	2,481
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	151	0	195	242	301
其他流动负债	-92	-97	-97	-97	-97
流动负债合计	2,879	3,334	3,356	3,898	4,685
长期借款	1,636	1,382	1,532	1,702	1,902
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	283	97	97	97	97
非流动负债合计	1,993	1,554	1,712	1,890	2,099
股东权益	7,023	10,652	12,639	14,972	17,950
股本	3,098	4,122	4,122	4,122	4,122
公积金	977	2,965	3,200	3,495	3,868
未分配利润	2,608	2,768	4,269	6,008	8,232
归属母公司权益	6,594	9,854	11,591	13,624	16,222
少数股东权益	429	798	1,048	1,348	1,728

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	10.50%	8.95%	11.50%	11.30%	11.30%
管理费用率	13.06%	11.97%	13.50%	13.00%	13.00%
财务费用率	0.76%	0.76%	0.36%	0.28%	0.21%
研发费用率	1.52%	1.38%	1.60%	1.60%	1.60%
所得税率	22%	21%	24%	24%	24%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.15	0.22	0.28	0.35
每股经营现金流	0.67	0.81	0.55	0.78	0.98
每股净资产	2.13	2.39	2.81	3.31	3.94
每股销售收入	3.22	2.89	3.65	4.52	5.62

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	143	152	111	89	70
PB	29.9	26.6	22.6	19.3	16.2
EV/EBITDA	65.1	62.9	66.0	51.9	41.6
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE