

市场价格 (人民币): 63.65 元

## 全国网络布局进一步完善

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	41.22
已上市流通 A 股(亿股)	34.34
总市值(亿元)	2,623.35
年内股价最高最低(元)	91.10/33.71
沪深 300 指数	5089
创业板指	2939



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,990	11,912	15,499	19,874	26,055
营业收入增长率	24.74%	19.24%	30.11%	28.23%	31.10%
归母净利润(百万元)	1,379	1,724	2,411	3,283	4,411
归母净利润增长率	36.67%	25.01%	39.84%	36.19%	34.36%
摊薄每股收益(元)	0.445	0.418	0.585	0.797	1.070
每股经营性现金流净额	0.45	0.61	0.77	1.08	1.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.91%	17.49%	21.33%	24.74%	27.71%
P/E	88.87	179.06	108.83	79.91	59.47
P/B	18.58	31.32	23.22	19.77	16.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2020年4月22日, 公司公布年度报告, 2020年实现营业收入119.12亿元, 同比增长19%, 实现归母净利润17.24亿元, 同比增长25%, 实现扣非净利润21.31亿元, 同比增长49%。年报拟10转3派1.5元。
- 2020Q4 实现营收33.47亿元, 同比增长48%, 实现归母净利润1.78亿元, 同比增长20%, 实现扣非净利润5.5亿元, 同比增长184%。
- 2021Q1 实现营收35.11亿元, 同比增长114%, 较2019年同期增长56%; 实现归母净利润4.84亿元, 同比增长510%, 较2019年同期增长62%。

## 经营分析

- 屈光、视光项目维持快速增长:** 2020年公司门诊量754.87万人次, 同比增长14%, 手术量69.47万例, 同比增长14%, 超过1000万人进行眼健康建档。分业务来看: 1) 屈光项目实现营收43.49亿元(+23%), 占比37%; 2) 视光服务项目实现营收24.54亿元(+27%), 占比21%; 3) 白内障项目实现营收19.61亿元(+11%), 占比16%; 4) 眼前段项目实现营收12亿元(+8%), 占比10%; 5) 眼后段项目实现营收8.17亿元(+17%), 占比7%。
- 眼科机构数量快速增长, 进一步完善全国网络布局, 同时, 顺势加快数字化转型:** 2020年7月9日, 公司并购重组收购医院30家, 进一步完善了公司全国网络战略布局, 截止2020年底, 全球共有645家眼科机构, 其中, 中国内地537家(上市公司旗下234家, 产业并购基金旗下303家)、中国香港7家、美国1家、欧洲88家、东南亚12家。同时, 公司加快推进数字化转型, 截止2020年底, 已有89家医院上线智慧医院系统, 全年累计为近60万患者提供高效快捷的线上预约挂号、缴费、报告查询等服务。

## 盈利调整与投资建议

- 考虑到公司分级连锁体系不断完善, 屈光、视光高毛利率项目占比提升, 带动公司盈利能力提升, 我们分别上调2021年、2022年公司归母净利润7%、6%, 预计2021-2023年归母净利润分别为24.11亿元、32.83亿元、44.11亿元, 分别同比增长40%、36%、34%, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 医疗事故风险; 疫情反复影响业务开展; 新医院整合不及预期风险。

## 相关报告

- 《推出激励方案, 广覆盖长锁定体现信心-爱尔眼科公司点评》, 2021.4.9
- 《发布定增预案, 打造七家区域性眼科中心-爱尔眼科公司点评》, 2021.3.29
- 《业绩短期承压, 全年有望逐步恢复-爱尔眼科2020Q1季报点评》, 2020.4.29
- 《内生增长突出, 眼科龙头壁垒稳固-爱尔眼科2019年报点评》, 2020.4.24

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
(8621)60230221  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

## 屈光、视光项目维持高速增长

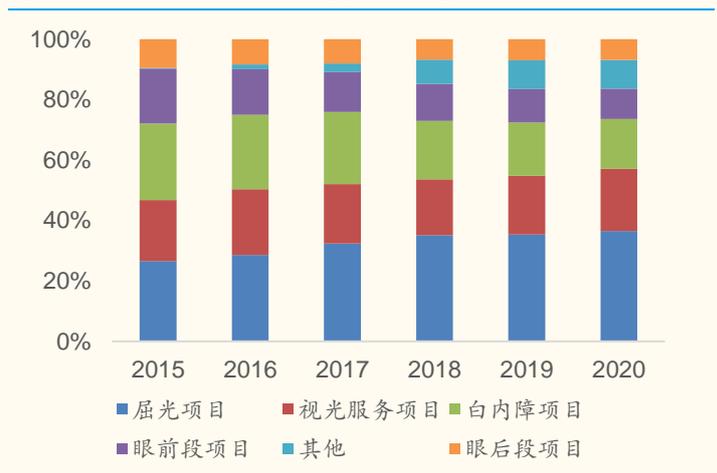
- 2020年4月22日，公司公布年度报告，2020年实现营业收入119.12亿元，同比增长19%，实现归母净利润17.24亿元，同比增长25%，实现扣非净利润21.31亿元，同比增长49%。年报拟10转3派1.5元。上半年受疫情影响公司收入呈阶段性下降，随下半年眼科消费需求释放，保障了公司全年业绩稳定提升。
- 公司利润端增长高于收入端增长，主要是公司高毛利率项目屈光、视光业务占比提升，毛利率提升，带动公司整体盈利能力提升；扣非净利润增长高于归母净利润增速，主要系公司出于谨慎原则计提3.63亿元商誉减值准备，对外捐赠支出3.26亿元、公允价值变动损益3.80亿元。
- 2020Q4 实现营收33.47亿元，同比增长48%，实现归母净利润1.78亿元，同比增长20%，实现扣非净利润5.5亿元，同比增长184%。
- 2021Q1 实现营收35.11亿元，同比增长114%，较2019年同期增长56%；实现归母净利润4.84亿元，同比增长510%，较2019年同期增长62%。
- 消费升级背景下，屈光、视光服务项目维持高速增长。分业务来看：1) 屈光项目实现营收43.49亿元(+23%)，占比37%；2) 视光服务项目实现营收24.54亿元(+27%)，占比21%；3) 白内障项目实现营收19.61亿元(+11%)，占比16%；4) 眼前段项目实现营收12亿元(+8%)，占比10%；5) 眼后段项目实现营收8.17亿元(+17%)，占比7%。
- 屈光项目收入同比增长23%：一方面，各医院手术量快速增长，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、县级医院屈光科室的建设投入，更好地满足了地、县患者的手术需求。
- 视光项目收入同比增27%：一方面，各医院视光服务不断提升，视光产得到不断的完善补充，以及消费升级，促进了视光配镜量稳定增长，另一方面，受国家近视防控推动，公司在青少年近视防控方面投入大量的科研，爱尔视光的品牌影响力逐步提升。

图表1：2012-2020 营收及归母净利润情况 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：2015-2020 年公司收入结构



来源：公司公告，国金证券研究所

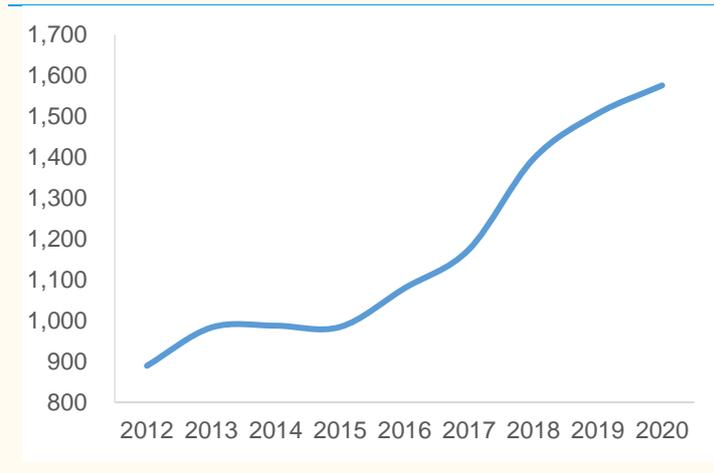
- 公司门诊量、手术量不断增长，客单价稳步提升。
- 2020年公司门诊量754.87万人次，同比增长14%，手术量69.47万例，同比增长14%，超过1000万人进行眼健康建档。
- 2019年客单价为1507元，2020年客单价提升至1576元。

图表 3: 2012-2020 年公司门诊量及手术量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

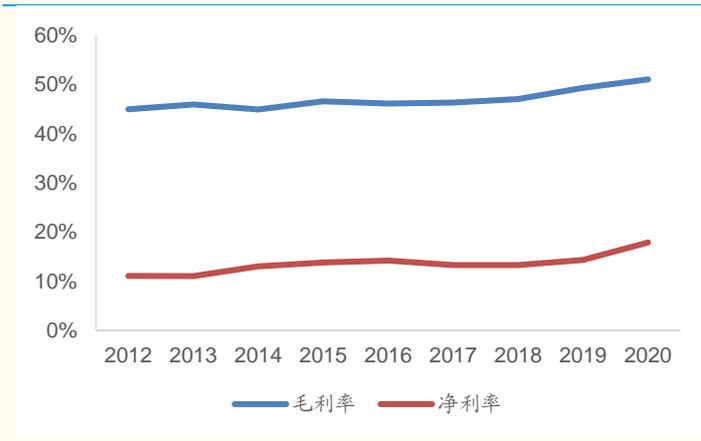
图表 4: 2012-2020 年公司客单价 (单位: 元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

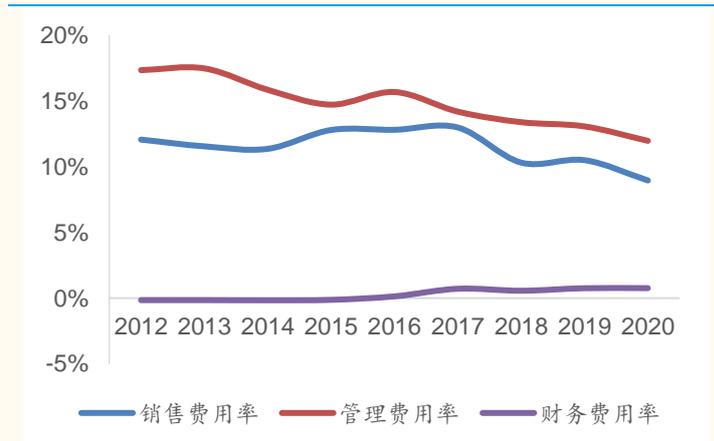
- 公司费用控制优异, 毛利率、净利率稳步提升, 一方面, 公司期间费用率呈下降趋势, 另一方面, 公司屈光、视光高毛利率项目占比提升。
  - 2020 年公司毛利率 51.03% (+1.7pt), 净利率 15.76% (+3.6%)。
  - 期间费用率逐呈下降趋势, 2020 年公司管理费用率 12% (-1.1pt), 销售费用率 9% (-1.5%)。

图表 5: 2012-2020 年公司毛利率净利率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

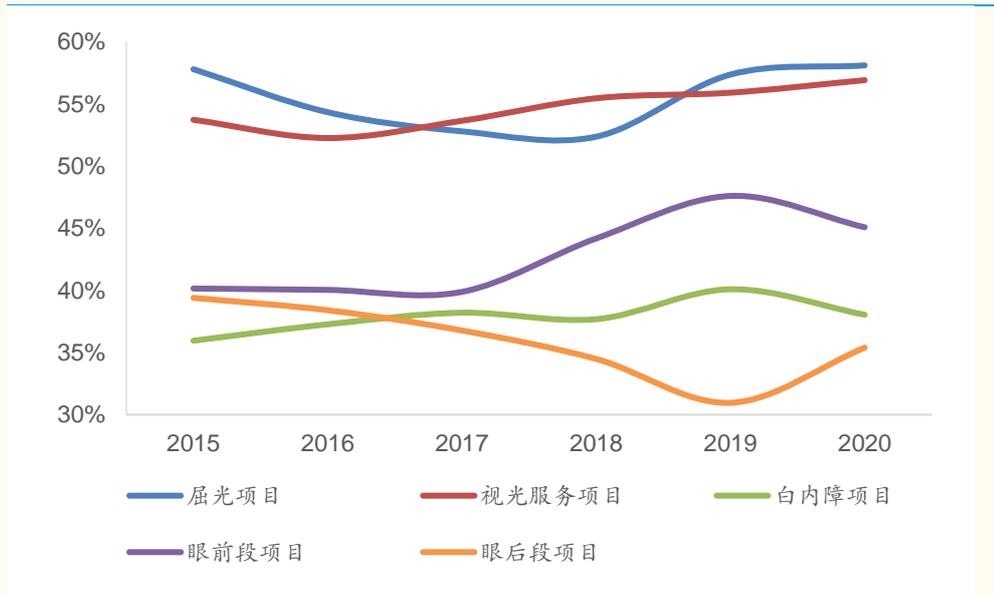
图表 6: 2012-2020 年公司期间费用情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 屈光、视光项目毛利率进一步提升。2020 年屈光项目毛利率 58.1% (+0.7%), 视光项目毛利率 56.9% (+1.0%), 白内障项目毛利率 38.1%, 眼前段项目毛利率 45.1%, 眼后段项目毛利率 35.4%。

图表 7: 2015-2020 年公司分业务毛利率

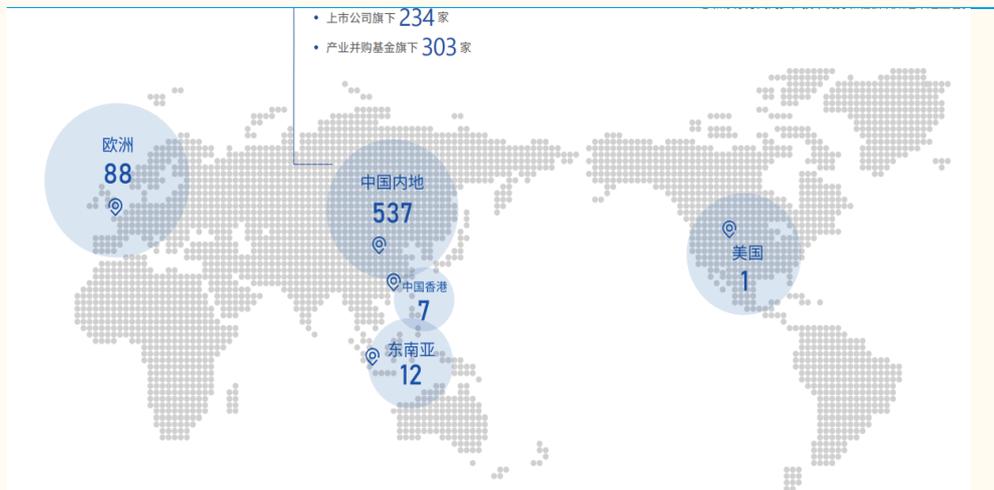


来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 全国网络布局、同城网络生态、眼科互联网生态逐步完善

- 眼科机构数量快速增长, 进一步完善全国网络布局, 同时, 顺势加快数字化转型。
  - 截止 2020 年底, 全球共有 645 家眼科机构, 其中, 中国内地 537 家 (上市公司旗下 234 家, 产业并购基金旗下 303 家)、中国香港 7 家、美国 1 家、欧洲 88 家、东南亚 12 家。
  - 同城网络生态: 为实现分级诊疗、有序就诊、患者便利的目的, 公司结合“健康中国”“青少年近视防控”的国家战略, 建立“以眼科医院为龙头, 眼科(视光)门诊为主体, 爱眼 e 站为触角”的同城网络诊疗体系。
  - 眼科互联网生态: 公司加快推进数字化转型, 截止 2020 年底, 已有 89 家医院上线智慧医院系统, 全年累计为近 60 万患者提供高效快捷的线上预约挂号、缴费、报告查询等服务。

图表 8: 截止 2020 年报, 公司眼科医院布局



来源: 公司公告, 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,009</b>	<b>9,990</b>	<b>11,912</b>	<b>15,499</b>	<b>19,874</b>	<b>26,055</b>
增长率		24.7%	19.2%	30.1%	28.2%	31.1%
主营业务成本	-4,245	-5,065	-5,834	-7,857	-10,036	-13,157
<b>%销售收入</b>	<b>53.0%</b>	<b>50.7%</b>	<b>49.0%</b>	<b>50.7%</b>	<b>50.5%</b>	<b>50.5%</b>
毛利	3,764	4,926	6,079	7,642	9,838	12,898
%销售收入	47.0%	49.3%	51.0%	49.3%	49.5%	49.5%
营业税金及附加	-13	-22	-30	-45	-44	-58
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
销售费用	-826	-1,049	-1,066	-1,705	-2,007	-2,632
%销售收入	10.3%	10.5%	9.0%	11.0%	10.1%	10.1%
管理费用	-1,072	-1,305	-1,425	-2,092	-2,683	-3,530
%销售收入	13.4%	13.1%	12.0%	13.5%	13.5%	13.6%
研发费用	-97	-152	-164	-248	-298	-391
%销售收入	1.2%	1.5%	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	1,756	2,397	3,392	3,551	4,806	6,288
%销售收入	21.9%	24.0%	28.5%	22.9%	24.2%	24.1%
财务费用	-45	-76	-90	-118	-232	-291
%销售收入	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	1.2%	1.1%
资产减值损失	-186	380	457	65	70	70
公允价值变动收益	-38	-56	-380	-70	-80	-85
投资收益	46	113	159	120	130	130
%税前利润	3.3%	6.2%	6.7%	3.7%	3.0%	2.2%
营业利润	1,558	2,022	2,674	3,547	4,693	6,110
营业利润率	19.5%	20.2%	22.4%	22.9%	23.6%	23.5%
营业外收支	-178	-182	-311	-300	-300	-300
税前利润	1,380	1,840	2,363	3,247	4,393	5,810
利润率	17.2%	18.4%	19.8%	21.0%	22.1%	22.3%
所得税	-314	-409	-486	-747	-1,011	-1,336
所得税率	22.8%	22.2%	20.6%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	1,066	1,431	1,877	2,501	3,383	4,474
少数股东损益	57	52	153	90	100	63
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,009</b>	<b>1,379</b>	<b>1,724</b>	<b>2,411</b>	<b>3,283</b>	<b>4,411</b>
净利率	12.6%	13.8%	14.5%	15.6%	16.5%	16.9%

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,290	1,840	3,063	4,134	6,005	8,295
应收款项	1,037	1,375	1,602	1,986	2,559	3,498
存货	359	374	495	581	742	973
其他流动资产	540	438	486	755	1,148	1,683
流动资产	3,226	4,027	5,645	7,457	10,454	14,449
%总资产	33.5%	33.9%	36.3%	42.8%	50.5%	57.8%
长期投资	1,522	1,755	1,757	1,778	1,803	1,830
固定资产	1,668	2,126	2,760	2,835	2,907	3,004
%总资产	17.3%	17.9%	17.8%	16.3%	14.0%	12.0%
无形资产	3,075	3,771	5,124	5,336	5,527	5,702
非流动资产	6,400	7,868	9,895	9,949	10,237	10,536
%总资产	66.5%	66.1%	63.7%	57.2%	49.5%	42.2%
<b>资产总计</b>	<b>9,627</b>	<b>11,895</b>	<b>15,541</b>	<b>17,405</b>	<b>20,691</b>	<b>24,985</b>
短期借款	396	889	700	300	320	330
应付款项	1,163	1,282	1,614	2,079	2,650	3,475
其他流动负债	483	707	1,020	1,001	1,272	1,651
流动负债	2,042	2,879	3,334	3,380	4,242	5,456
长期贷款	1,320	1,636	1,382	1,697	2,012	2,327
其他长期负债	295	358	172	139	179	234
<b>负债</b>	<b>3,656</b>	<b>4,872</b>	<b>4,888</b>	<b>5,217</b>	<b>6,433</b>	<b>8,017</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,693</b>	<b>6,594</b>	<b>9,854</b>	<b>11,300</b>	<b>13,270</b>	<b>15,917</b>
其中：股本	2,383	3,098	4,122	4,122	4,122	4,122
未分配利润	1,806	2,608	2,768	4,214	6,184	8,830
少数股东权益	278	429	798	888	988	1,051
<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,627</b>	<b>11,895</b>	<b>15,541</b>	<b>17,405</b>	<b>20,691</b>	<b>24,985</b>

**比率分析**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.423	0.445	0.418	0.585	0.797	1.070
每股净资产	2.389	2.129	2.391	2.742	3.220	3.862
每股经营现金净流	0.587	0.447	0.612	0.772	1.080	1.350
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.234	0.319	0.428
<b>回报率</b>						
净资产收益率	17.72%	20.91%	17.49%	21.33%	24.74%	27.71%
总资产收益率	10.48%	11.59%	11.09%	13.85%	15.87%	17.65%
投入资本收益率	17.53%	19.38%	21.03%	19.28%	22.31%	24.67%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	34.31%	24.74%	19.24%	30.11%	28.23%	31.10%
EBIT 增长率	55.89%	36.54%	41.48%	4.70%	35.33%	30.83%
净利润增长率	35.88%	36.67%	25.01%	39.84%	36.19%	34.36%
总资产增长率	3.37%	23.56%	30.65%	12.00%	18.88%	20.75%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	31.8	37.7	39.8	39.8	40.0	42.0
存货周转天数	27.2	26.4	27.2	27.0	27.0	27.0
应付账款周转天数	71.1	73.3	79.6	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	66.8	64.5	64.3	46.9	33.7	22.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	7.13%	5.48%	-12.02%	-22.13%	-32.14%	-41.37%
EBIT 利息保障倍数	39.0	31.7	37.5	30.0	20.8	21.6
资产负债率	37.98%	40.96%	31.46%	29.97%	31.09%	32.09%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,066	1,431	1,877	2,501	3,383	4,474
少数股东损益	57	52	153	90	100	63
非现金支出	558	190	188	515	587	657
非经营收益	43	5	287	457	379	406
营运资金变动	-268	-242	172	-292	103	27
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,400</b>	<b>1,384</b>	<b>2,524</b>	<b>3,180</b>	<b>4,453</b>	<b>5,565</b>
资本开支	-809	-740	-888	-1,006	-1,151	-1,231
投资	-1,042	-1,116	-347	-51	-454	-585
其他	46	96	178	120	130	130
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,805</b>	<b>-1,759</b>	<b>-1,057</b>	<b>-937</b>	<b>-1,475</b>	<b>-1,686</b>
股权募资	70	91	826	0	0	0
债权募资	-93	798	-434	-86	335	325
其他	-777	-720	-1,254	-1,087	-1,442	-1,915
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-800</b>	<b>169</b>	<b>-862</b>	<b>-1,173</b>	<b>-1,107</b>	<b>-1,590</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-1,205</b>	<b>-206</b>	<b>605</b>	<b>1,071</b>	<b>1,871</b>	<b>2,290</b>

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	0	14	20	27	72
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.07	1.09	1.10	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	2019-07-12	买入	30.50	N/A
2	2019-08-23	买入	32.82	N/A
3	2019-10-28	买入	38.18	N/A
4	2020-01-09	买入	38.81	N/A
5	2020-04-24	买入	44.03	N/A
6	2020-04-29	买入	45.09	N/A
7	2021-03-29	买入	62.05	N/A
8	2021-04-09	买入	61.30	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