

2021年04月23日

爱尔眼科 (300015.SZ)

公司快报

医药 | 医疗服务 III

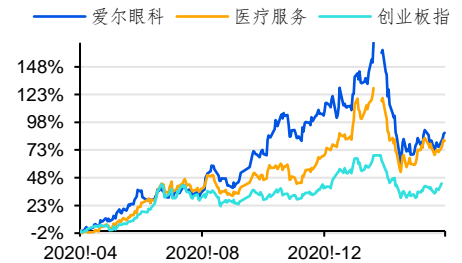
 投资评级 **增持-A(维持)**

 股价(2021-04-22) **63.65 元**

交易数据

总市值(百万元)	262,334.62
流通市值(百万元)	218,604.14
总股本(百万股)	4,121.52
流通股本(百万股)	3,434.47
12个月价格区间	0.00/92.69 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.1	-7.44	53.87
绝对收益	9.53	-21.13	95.75

分析师

王睿
 SAC 执业证书编号: S0910519080003
 wangrui@huajinsec.cn
 021-20377036

报告联系人

徐梓煜
 xuziyou@huajinsec.cn
 02120377063

相关报告

爱尔眼科: Q3 业绩复合预期, 全年可期
 2020-10-27

爱尔眼科: Q2 业务恢复明显向好, 下半年业绩明朗
 2020-08-26

爱尔眼科: 业绩维持高增长, 龙头地位进一步稳固
 2018-04-24

爱尔眼科: 国内外布局稳步推进, 业绩增长符合预期
 2017-10-13

爱尔眼科: 业绩维持高增长, 高端手术占比不断提升
 2017-08-29

业绩符合预期, 疫情不改眼科龙头业绩高增速

投资要点

- ◆ **事件:** 公司公布 2020 年报, 公司全年实现营业收入 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 49.21%; 经营性现金流净额 33.44 亿元, 同比增长 60.87%。公司同时公布 2021 一季报, 2021 Q1 公司实现营收 35.11 亿元, 同比增长 113.90%; 归母净利润 4.84 亿元, 同比增长 509.9%。业绩总体符合预期。
- ◆ **疫情不改业绩高增长, 盈利能力持续提升。** 公司 2020 一季度受到疫情影响较大, 随着国内疫情的稳定, 7、8 月暑期高峰公司业绩呈现加速增长的态势, 高毛利的手术类业务和视光业务恢复良好。公司 2020 全年门诊量达 755 万人次, 同比增加 13.89%, 手术量 69.5 万例, 同比增长 14.19%。公司 2020 Q3-Q4 营收和净利润对比 2019 年同期分别增长 32.60% 和 52.21%, 业务保持强劲恢复态势。剔除 2020Q1 低基数因素, 公司 2021Q1 营收和净利润对比 2019Q1 分别增长 56.43% 和 62.15%; 在吉林、北京等地区疫情反弹的情况下, 延续了 2020Q2 开始的业绩高增速。
- ◆ **屈光、视光业务强劲增长, 持续强化盈利能力。** 分业务来看, 公司屈光手术、白内障手术、眼前段手术、眼后段手术、视光服务分别实现收入 43.49、19.61、12.00、8.17、24.54 亿元, 同比增长 36.5%、16.5%、10.08%、6.86%、20.6%。屈光手术受益于医院手术量增加和项目高端化, 保持高增速。视光业务受益于学生放假时间增加、产品线补全、健康意识提升等因素, 保持快速增长。公司白内障、眼前后段手术在 Q1 和 Q2 受到疫情较大影响, 2020 下半年开始加速恢复, 叠加白内障手术的政策控制, 总体业绩增长受限。随着国内疫情的稳定, 公司国内业务有望保持稳定高速增长态势。**盈利能力方面,** 依托于屈光手术和视光服务两大高毛利率业务的占比提升, 公司 2020 全年毛利率恢复至 51.03%, 实现同比增长 1.73%; 其中 2020Q4 毛利率达到 59.68%, 同比增长 7.33pct。毛利持续增长主要因为屈光、视光等高附加值业务占比提升。**期间费用方面,** 依托于优秀的分级管理模式和规模效应优势, 公司期间费用率保持稳定, 费用率对比去年同比下降 2.78pct。**总的来看,** 公司净利率同比增长 1.03pct 至 14.33%, 盈利能力稳步提升。
- ◆ **定增破除龙头医院产能问题, 激励计划激活内部积极性。** 公司于 2021 年 3 月 27 日公布定增预案, 拟非公开发行不超过 2.06 亿股, 募集不超过 36.5 亿元, 主要用于对长沙、上海、沈阳、南宁等 7 家重点省会城市龙头医院的新建和扩建工作, 破除产能瓶颈, 更好地满足市场需求, 加强行业龙头地位。此外, 公司 2021 年发布新一轮股权激励计划, 本次激励对象为 9 名高管和 4900 名中层管理人员和技术骨干; 合计授予 6000 万股, 占公司股本的 1.46%, 授予价格 27 元/股, 新一轮激励计划可有效调动员工积极性。
- ◆ **公司持续加大研发投入, 完成医教研闭环。** 继与武汉大学深度合作之后, 公司在今年与暨南大学签署战略合作协议, 在医教研等方面进行资源互补; 双方将共建暨南

大学附属广州、深圳、东莞爱尔眼科医院。2020 年公司在 SCI/Medline 发表论文 92 篇，中文核心期刊发表 122 篇；获批纵向项目 98 项、横向项目 17 项。

◆ **投资建议：**我们预计公司 2021 年至 2023 年营收分别为 148.60、184.36、225.44 亿元，同比增速分别为 24.7%、24.1%、22.3%；归母净利润分别为 23.48、31.43、41.64 亿元，同比增速分别为 36.2%、33.9%、32.5%，对应 112X、84X、63X 倍 PE。公司为眼科服务领域绝对龙头，业绩恢复弹性好，2021 年业绩有望继续超预期，我们维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**医疗事故风险，海外新冠疫情影响、外延并购速度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,990	11,912	14,860	18,436	22,544
YoY(%)	24.7	19.2	24.7	24.1	22.3
净利润(百万元)	1,379	1,724	2,348	3,143	4,164
YoY(%)	36.7	25.0	36.2	33.9	32.5
毛利率(%)	49.3	51.0	49.1	49.7	50.1
EPS(摊薄/元)	0.33	0.42	0.57	0.76	1.01
ROE(%)	20.4	17.6	19.9	22.5	24.2
P/E(倍)	190.2	152.2	111.7	83.5	63.0
P/B(倍)	39.8	26.6	22.6	19.2	15.5
净利率(%)	13.8	14.5	15.8	17.0	18.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4027	5645	7780	9622	13447	营业收入	9990	11912	14860	18436	22544
现金	1840	3063	4529	5820	8792	营业成本	5065	5834	7564	9268	11239
应收票据及应收账款	1180	1416	1822	2196	2718	营业税金及附加	22	30	34	44	53
预付账款	102	139	162	212	245	营业费用	1049	1066	1651	1985	2328
存货	374	495	632	748	925	管理费用	1305	1425	2029	2443	2945
其他流动资产	531	532	635	646	766	研发费用	152	164	153	237	294
非流动资产	7868	9895	10217	10563	10798	财务费用	76	90	-3	-31	-97
长期投资	1	1	1	1	0	资产减值损失	-314	-363	-84	-138	-234
固定资产	1765	2098	2563	2987	3360	公允价值变动收益	-56	-380	-215	-244	-257
无形资产	555	546	629	728	752	投资净收益	113	159	90	102	116
其他非流动资产	5547	7251	7024	6847	6687	营业利润	2022	2674	3391	4486	5873
资产总计	11895	15541	17997	20185	24245	营业外收入	8	15	8	9	10
流动负债	2879	3334	4168	4352	5227	营业外支出	190	326	197	224	234
短期借款	580	487	487	487	487	利润总额	1840	2363	3202	4272	5649
应付票据及应付账款	1092	1454	1847	2197	2707	所得税	409	486	708	936	1226
其他流动负债	1207	1393	1834	1667	2033	税后利润	1431	1877	2494	3335	4423
非流动负债	1993	1554	1301	1041	740	少数股东损益	52	153	147	192	259
长期借款	1636	1382	1129	869	568	归属母公司净利润	1379	1724	2348	3143	4164
其他非流动负债	358	172	172	172	172	EBITDA	2439	2948	3697	4854	6305
负债合计	4872	4888	5469	5393	5967	主要财务比率					
少数股东权益	429	798	945	1137	1396	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	3098	4122	5358	5358	5358	成长能力					
资本公积	561	2377	1140	1140	1140	营业收入(%)	24.7	19.2	24.7	24.1	22.3
留存收益	3024	3356	4973	7129	9990	营业利润(%)	29.8	32.3	26.8	32.3	30.9
归属母公司股东权益	6594	9854	11584	13655	16882	归属于母公司净利润(%)	36.7	25.0	36.2	33.9	32.5
负债和股东权益	11895	15541	17997	20185	24245	获利能力					
						毛利率(%)	49.3	51.0	49.1	49.7	50.1
						净利率(%)	13.8	14.5	15.8	17.0	18.5
						ROE(%)	20.4	17.6	19.9	22.5	24.2
						ROIC(%)	16.2	16.0	18.2	21.3	23.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	41.0	31.5	30.4	26.7	24.6
						流动比率	1.4	1.7	1.9	2.2	2.6
						速动比率	1.2	1.5	1.7	2.0	2.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
						应收账款周转率	9.7	9.2	9.2	9.2	9.2
						应付账款周转率	5.0	4.6	4.6	4.6	4.6
						估值比率					
						P/E	190.2	152.2	111.7	83.5	63.0
						P/B	39.8	26.6	22.6	19.2	15.5
						EV/EBITDA	140.3	115.5	91.7	69.6	53.1

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2078	3344	3208	3735	5299
净利润	1431	1877	2494	3335	4423
折旧摊销	504	550	535	674	820
财务费用	76	90	-3	-31	-97
投资损失	-113	-159	-90	-102	-116
营运资金变动	-245	171	55	-385	12
其他经营现金流	426	814	215	244	257
投资活动现金流	-1759	-1057	-983	-1161	-1197
筹资活动现金流	164	-852	-759	-1282	-1131
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.42	0.57	0.76	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.81	0.78	0.91	1.29
每股净资产(最新摊薄)	1.60	2.39	2.81	3.31	4.10

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn