

2020 年报&2021Q1 季报点评：业绩超预期，眼科龙头韧性增长 买入（维持）

2021 年 04 月 23 日

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,912	15,154	19,312	24,364
同比（%）	19.2%	27.2%	27.4%	26.2%
归母净利润（百万元）	1,724	2,358	3,014	3,959
同比（%）	25.0%	36.8%	27.8%	31.4%
每股收益（元/股）	0.42	0.57	0.73	0.96
P/E（倍）	168.9	123.4	96.6	73.5

投资要点

- **事件：**2020 年公司实现营业收入 119.12 亿元（+19.24%），实现归母净利润 17.24 亿元（+25.01%），扣非归母净利润 21.31 亿元（+49.12%）；经营性现金流净额 33.44 亿元（+60.87%）。公司 2021 Q1 实现营收 35.11 亿元，归母净利润 4.84 亿元，扣非归母净利润 5.09 亿元，分别同比于 2019 年增长 56%、62%、87%。业绩超我们预期。
- **下半年强势恢复，支撑全年业绩稳健较快增长，一季度业绩亮眼。**受疫情影响，上半年公司收入呈现阶段性下跌，但二季度起稳步提升，Q1-Q4 单季度公司营收增速分别为-26.86%/+0.72%/+47.55%/+48.21%。整体来看，即使在疫情与舆情双重影响下，公司业绩依然保持快速增长；公司牢牢占眼科医疗服务连锁龙头地位，品牌优势与规模效应持续加强。
- **屈光与视光业务着重发力，核心医院业绩继续快增。**收入方面，1）**分服务类型来看：**屈光手术和视光服务收入占比分别为 36.51%、20.60%，分别同比增长 23.17%、27.15%。屈光业务表现靓丽，一方面各医院手术量快速增长的同时，高端手术占比进一步提高，带来量价齐升；另一方面公司加大屈光科室的建设投入，更好地满足患者手术需求。视光项目收入提升主要系视光配镜量的稳定增长及消费升级，近视防控国家战略促进眼健康需求等。2）**分子公司来看，**核心医院长沙爱尔、成都爱尔、武汉爱尔营业收入分别变化+13.25%、+1.5%、-11.21%，武汉爱尔营业收入呈现出负增长，主要系由于湖北省区疫情严重影响，剔除武汉医院数据，前九大医院营业利润额同比增长 18.08%。盈利方面，公司销售/管理/研发费用率分别为 8.95%/11.97%/ 1.38%，各项费用率略有下降；整体毛利率 51.03%（+1.73pp）、净利率 15.76%（+1.43pp），疫情影响下营收结构有所变化，也在一定程度上带来利润率水平提升。
- **经历疫情考验，眼科龙头继续稳健前行。**疫情影响下，公司依然实现稳健经营及继续扩张，2020 年公司加快横向同城分级诊疗网络建设，多个省区形成“横向成片、纵向成网”的布局。截至 2020 年底，公司于全球共有 645 家爱尔眼科医疗机构，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），国际化战略继续推进。此外，公司以“五院”“多所”“两站”为核心的医教研体系继续升级，医疗管理体系持续完善，将有助于提升医疗质量与服务水平，提升品牌影响力。
- **盈利预测与投资评级：**公司稳居民营眼科医疗服务行业龙头，根基深厚，稳健扩张，我们将公司 2021-2022 年归母净利润 22.78/30.63 亿元，调整至 23.58/30.14 亿元，预计 2023 年归母净利润约 39.59 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 123X/97X/74X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**单院增长或不及预期的风险；医疗事故风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	70.63
一年最低/最高价	32.59/92.69
市净率(倍)	28.32
流通 A 股市值(百万元)	242576.76

基础数据

每股净资产(元)	2.49
资产负债率(%)	41.99
总股本(百万股)	4121.52
流通 A 股(百万股)	3434.47

相关研究

- 1、《爱尔眼科（300015）：经营业绩逐季向好，利润率水平有所提升》2020-10-27
- 2、《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

爱尔眼科三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,645	7,626	9,967	13,642	营业收入	11,912	15,154	19,312	24,364
现金	3,063	4,747	6,100	9,208	减:营业成本	5,834	7,215	9,024	11,176
应收账款	1,416	1,562	2,234	2,555	营业税金及附加	30	39	49	62
存货	495	505	745	804	营业费用	1,066	1,584	2,134	2,693
其他流动资产	671	812	888	1,076	管理费用	1,425	2,344	3,083	3,890
非流动资产	9,895	10,252	10,679	11,133	研发费用	164	163	208	263
长期股权投资	1	1	0	0	财务费用	90	110	100	120
固定资产	2,098	2,526	3,012	3,526	资产减值损失	363	462	588	742
在建工程	662	708	779	869	加:投资净收益	159	136	148	142
无形资产	546	520	494	469	其他收益	50	37	39	40
其他非流动资产	6,589	6,498	6,393	6,269	资产处置收益	1	0	0	0
资产总计	15,541	17,878	20,646	24,775	营业利润	2,674	3,411	4,311	5,601
流动负债	3,334	3,999	4,394	5,142	加:营业外净收支	-311	-246	-257	-262
短期借款	487	534	510	522	利润总额	2,363	3,165	4,055	5,339
应付账款	1,454	1,695	2,243	2,633	减:所得税费用	486	651	834	1,098
其他流动负债	1,393	1,771	1,640	1,987	少数股东损益	153	156	207	282
非流动负债	1,554	1,331	1,101	860	归属母公司净利润	1,724	2,358	3,014	3,959
长期借款	1,382	1,159	929	688	EBIT	2,392	3,121	3,958	5,167
其他非流动负债	172	172	172	172	EBITDA	2,942	3,698	4,696	6,096
负债合计	4,888	5,330	5,495	6,002	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	798	954	1,161	1,443	每股收益(元)	0.42	0.57	0.73	0.96
归属母公司股东权益	9,854	11,594	13,989	17,330	每股净资产(元)	2.39	2.81	3.39	4.20
负债和股东权益	15,541	17,878	20,646	24,775	发行在外股份(百万股)	4122	4122	4122	4122
					ROIC(%)	28.3%	37.1%	42.0%	54.7%
					ROE(%)	17.6%	20.0%	21.3%	22.6%
现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	51.0%	52.4%	53.3%	54.1%
经营活动现金流	3,344	3,310	3,325	5,301	销售净利率(%)	14.5%	15.6%	15.6%	16.2%
投资活动现金流	-1,057	-798	-1,016	-1,241	资产负债率(%)	31.5%	29.8%	26.6%	24.2%
筹资活动现金流	-852	-828	-956	-952	收入增长率(%)	19.2%	27.2%	27.4%	26.2%
现金净增加额	1,425	1,684	1,353	3,108	净利润增长率(%)	31.2%	33.9%	28.1%	31.7%
折旧和摊销	550	577	738	929	P/E	168.9	123.4	96.6	73.5
资本开支	894	357	427	455	P/B	29.5	25.1	20.8	16.8
营运资本变动	171	245	-585	154	EV/EBITDA	98.8	78.1	61.2	46.7

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>