

# 科技创新助力爱尔“二次创业”新发展

## ——爱尔眼科（300015）点评报告

买入(维持)

2021年04月25日

### 事件:

1) 4月23日, 爱尔眼科发布了2020年年度报告, 公司全年实现营业收入119.12亿元(+19.24%), 分别实现归母净利润及扣非归母净利润17.24亿元(+25.01%)、21.31亿元(+49.12%); 2) 4月23日, 爱尔眼科发布了2021年一季度报告, 公司于报告期内实现营业收入35.11亿元(+113.90%), 分别实现归母净利润及扣非归母净利润4.84亿元(+509.88%)、5.09亿元(+1870.84%)。

### 投资要点:

#### ● 眼科需求释放, 自主消费升级下量价齐升

2020年一季度, 公司业绩受疫情影响较为严重, 后随着疫情好转, 业绩逐步企稳回升并保持了较为稳定的增长。公司全年门诊量达到755万人次, 同比增长13.89%; 手术量达到69万例, 同比增长14.19%。分业务来看, 屈光项目实现营收43.49亿元, 同比增长23.17%; 白内障项目实现营收19.61亿元, 同比增长11.41%; 视光服务项目实现营收24.54亿元, 同比增长27.15%。2021年一季度, 在品牌影响力和经营规模不断提升的驱动下, 公司业绩表现十分亮眼: 营业收入较2019年同期相比增长56.43%; 归母净利润及扣非归母净利润较2019年同期相比分别增长62.14%、87.18%。眼科医疗服务需求的释放导致医院手术量快速增长, 叠加自主消费升级背景下高端手术占比的提升及国家近视防控、防盲防治政策的推进, 公司部分主营业务形成了量价齐升的局面。

#### ● 并购重组持续推进, 分级连锁优势进一步凸显

近几年, 公司持续提高全国医疗网络的广度、深度以及密度, 不断完善各省区域内的纵向分级连锁网络体系。2020年公司并购重组收购了30家医院, 扩大了服务范围, 加固了公司行业龙头的地位。截止到2021年3月31日, 公司境内医院数量已经达到149家, 门诊部数量已经达到93家。我们认为全国医疗网络布局的推进有利于提高公司盈利能力和可持续发展能力, 可为“新十年”发展奠定坚实的基础。

#### ● 全球资源+医教研平台+多层次服务

公司拥有多家领先的海外眼科机构, 通过国际化平台积极推进海外人才引进、国际专家合作, 嫁接高端服务模式及先进的医疗技术。此外, 公

### 基础数据

总股本(百万股)	4,121.52
流通A股(百万股)	3,434.47
收盘价(元)	70.63
总市值(亿元)	2,911.03
流通A股市值(亿元)	2,425.77

### 个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

### 相关研究

定增助力“新十年”发展, “最强”股权激励彰显信心

万联证券研究所 20210119\_公司首次覆盖  
\_AAA\_爱尔眼科(300015)首次覆盖报告

分析师: 徐飞

执业证书编号: S0270520010001

电话: 021-60883488

邮箱: xufei@wlzq.com.cn

研究助理: 史玉琢

电话: 021-60883490

邮箱: shiyuz@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11912.41	15009.00	18611.00	22706.00
增长比率(%)	19	26	24	22
净利润(百万元)	1723.81	2404.07	3139.17	4013.90
增长比率(%)	25	39	31	28
每股收益(元)	0.42	0.58	0.76	0.97
市盈率(倍)	168.87	121.09	92.73	72.52
市净率(倍)	29.54	23.75	18.91	15.00

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

公司的医教研体系也正日趋完善：2020年，公司分别与暨南大学、安徽医科大学签署了战略合作协议，在人才培养和教学科研等领域进行全方面的合作；同时，公司首个国家级创新平台“博士后科研工作站”获批成立。公司积极探索多层次多样化医疗服务，一方面根据医疗消费升级的趋势，积极开发个性化的高端服务；另一方面，通过爱尔特色的“交叉补贴”模式和高效的工作机制，为缺乏支付能力的贫困群体提供公益慈善医疗服务。“全球资源+医教研平台+多层次服务”模式不仅可以持续提升公司科技创新能力，同样也将提升爱尔的品牌形象和社会影响力。

● **加快互联网医疗建设及数字化转型**

近几年，公司加快推进“互联网智慧医院”建设，不断拓展线上服务功能。截至2020年12月31日，公司旗下已累计89家医院上线智慧医院系统，患者可通过网上医院进行预约挂号、诊间结算等服务，极大提升了医院的诊疗效率。此外，公司医疗业务云平台顺利通过信息安全三级等保测评，人工智能技术在眼科医疗服务方面的应用也在探索稳步推进。“互联网+医疗”不仅强化了公司分级连锁的优势，在医药电商、慢病管理系统等模式不断涌现的环境下，为公司发展提供了新的方向。

**盈利预测与投资建议：**预计2021-2023年，公司分别实现归母净利润24.04、31.39、40.14亿元，对应EPS分别为0.58、0.76、0.97元，对应当前股价PE分别为121、93、73倍，维持“买入”评级。

**风险因素：**医疗事故风险、并购整合进度不及预期风险、疫情持续蔓延及反复风险。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>11912</b>	<b>15009</b>	<b>18611</b>	<b>22706</b>
%同比增速	19%	26%	24%	22%
营业成本	5834	7805	9306	10899
毛利	6079	7204	9306	11807
%营业收入	51%	48%	50%	52%
税金及附加	30	47	60	75
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	1066	1651	2140	2725
%营业收入	9%	11%	12%	12%
管理费用	1425	2101	2643	3292
%营业收入	12%	14%	14%	15%
研发费用	164	203	253	311
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	90	29	60	79
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-363	0	0	0
信用减值损失	-94	-70	-70	-70
其他收益	50	75	102	136
投资收益	159	180	242	318
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-380	20	0	0
资产处置收益	1	2	2	2
<b>营业利润</b>	<b>2674</b>	<b>3381</b>	<b>4426</b>	<b>5711</b>
%营业收入	22%	23%	24%	25%
营业外收支	-311	-195	-244	-293
<b>利润总额</b>	<b>2363</b>	<b>3186</b>	<b>4182</b>	<b>5418</b>
%营业收入	20%	21%	22%	24%
所得税费用	486	682	878	1148
净利润	1877	2504	3304	4270
%营业收入	16%	17%	18%	19%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1724</b>	<b>2404</b>	<b>3139</b>	<b>4014</b>
%同比增速	25%	39%	31%	28%
少数股东损益	153	100	165	256
EPS (元/股)	0.42	0.58	0.76	0.97

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.42	0.58	0.76	0.97
BVPS	2.39	2.97	3.74	4.71
PE	168.87	121.09	92.73	72.52
PEG	7.16	3.07	3.03	2.60
PB	29.54	23.75	18.91	15.00
EV/EBITDA	78.04	77.23	58.99	45.90
ROE	17%	20%	20%	21%
ROIC	21%	16%	17%	18%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3063	4900	8289	12508
交易性金融资产	300	400	400	400
应收票据及应收账款	1416	1779	2209	2693
存货	495	633	744	893
预付款项	139	179	208	251
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	232	323	381	441
流动资产合计	5645	8214	12231	17186
长期股权投资	1	301	301	301
固定资产	2098	2498	2898	3298
在建工程	662	963	963	963
无形资产	546	352	320	287
商誉	3878	3872	3872	3872
递延所得税资产	158	158	158	158
其他非流动资产	2553	2603	2603	2603
<b>资产总计</b>	<b>15541</b>	<b>18961</b>	<b>23345</b>	<b>28668</b>
短期借款	487	800	1200	1500
应付票据及应付账款	1454	1787	2152	2577
预收账款	0	134	149	128
合同负债	161	72	114	179
应付职工薪酬	539	679	835	963
应交税费	254	247	323	417
其他流动负债	925	1332	1757	2119
流动负债合计	3334	4250	5330	6383
长期借款	1382	1382	1382	1382
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	74	74	74	74
其他非流动负债	98	98	98	98
<b>负债合计</b>	<b>4888</b>	<b>5804</b>	<b>6885</b>	<b>7937</b>
归属于母公司的所有者权益	9854	12258	15397	19411
少数股东权益	798	898	1064	1320
<b>股东权益</b>	<b>10652</b>	<b>13156</b>	<b>16461</b>	<b>20731</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>15541</b>	<b>18961</b>	<b>23345</b>	<b>28668</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3344</b>	<b>3067</b>	<b>4079</b>	<b>5100</b>
投资	-347	-400	0	0
资本性支出	-888	-1229	-1242	-1391
其他	178	150	242	318
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1057</b>	<b>-1479</b>	<b>-1000</b>	<b>-1073</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	826	0	0	0
银行贷款增加(减少)	2610	313	400	300
筹资成本	-600	-64	-90	-108
其他	-3687	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-852</b>	<b>249</b>	<b>310</b>	<b>192</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1425</b>	<b>1837</b>	<b>3389</b>	<b>4220</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场