

## 业绩超预期，核心业务快速增长

爱尔眼科 (30015.SH)

**推荐** (维持评级)

### 核心观点:

- **事件**公司发布 2020 年报及 2021 年一季报，2020 年实现营收 119.12 亿元 (+19.24%)，归母净利润 17.24 亿元 (+25.01%)，扣非归母净利润 21.31 亿元 (+49.12%)，EPS 为 0.42 元/股；经营性现金流净额 33.44 亿元 (+60.87%)。拟每 10 股派发股利 1.5 元 (含税)，以资本公积金每 10 股转增 3 股。2021 年一季度实现营收 35.11 亿元 (+113.90%)，归母净利润 4.84 亿元 (509.88%)，扣非归母净利润 5.09 亿元 (+1870.84%)，EPS 为 0.12 元/股。
- **20 年业绩符合预期，下半年恢复明显，盈利能力提升**分季度来看，20Q1-Q4 收入增速分别为 -26.9%/0.7%/47.6%/48.2%，疫情影响逐季减弱，下半年恢复明显。全年业绩稳定增长，盈利能力提升。毛利率方面，20 年毛利率 51%，同比提升 1.7pp。期间费用控制良好，销售费用率 8.95% (-1.55pp)，管理费用率 11.97% (-1.09pp)，财务费用率 0.76% (同比持平)，研发费用率 1.38% (-0.14pp)。
- **21 年一季度业绩超预期，剔除疫情影响仍实现高增长**与 2019 年同期业绩相比，21Q1 收入增速 56.4%，归母净利增速 62.1%，扣非归母净利增速 87.2%，剔除疫情影响，公司业绩仍实现高速增长，超出我们预期。整体来看，公司是眼科医疗服务连锁龙头，眼科医疗服务市场广阔，公司品牌优势与规模效应持续加强，业绩有望持续快速增长。
- **屈光、视光项目快速增长，核心业务持续发力**2020 年，公司门诊量 754.87 万人次 (+13.89%)，手术量 69.47 万例 (+14.19%)。(1)分业务来看：公司各业务均实现收入增长，屈光和视光服务项目增速较快，分别创收 43.49 亿元 (+23.17%)、24.54 亿元 (+27.15%)，占营业收入的比重分别为 36.51%和 20.60%。屈光项目增速加快，一方面是公司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；另一方面是公司加大对各地、县级医院屈光科室的建设投入，更好地满足患者需求。视光服务项目收入大增的原因在于公司视光产品完善促进视光配镜量的稳定增长、青少年近视防控推动爱尔视光品牌影响力的提升。(2)分地区来看，华中地区营业收入为 38.69 亿元 (+10.61%)，受湖北省区疫情影响而增速低于公司整体水平；华南、华东地区分别收入 14.55 亿元 (+37.52%)、15.89 亿元 (+34.37%)，主要是公司核心医院广州爱尔、东莞爱尔、合肥爱尔、上海爱尔等快速稳定增长以及并购增加所致。

### 分析师

孟令伟

☎: 010-80927652

✉: menglingwei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070001

刘晖

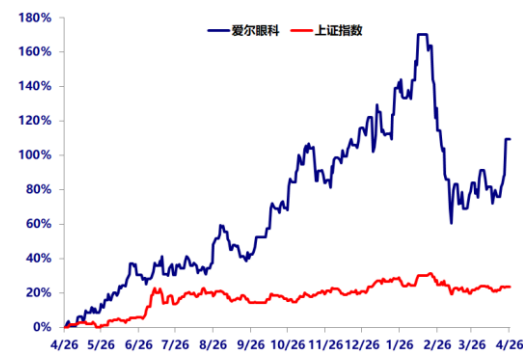
☎: 010-80927655

✉: liuhui\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080003

### 行业数据

2021.04.23



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- 完善全国网络布局,规模效应凸显**公司加快医疗网络布局,推进眼健康生态圈建设。2020年7月9日,爱尔眼科并购重组收购30家医院,为公司“二次创业”提供坚实基础。同时不断完善各省区域内的纵向分级连锁网络体系,加快以省会城市一城多院、眼视光门诊部(诊所)以及爱眼e站的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。截止2020年底,公司境内医院146家,门诊部88家。随着医疗网络不断完善,分级连锁优势和规模效应进一步凸显。
- 创新驱动,科技爱尔,数字化转型稳步推进**2020年,公司推进实施“创新驱动,科技爱尔”发展战略,全力打造“科技爱尔”,助推公司高质量发展。(1)校企合作方面:公司与暨南大学共建3家大湾区核心区域医院、着手成立“暨南大学爱尔眼视光医学院”;与安徽医科大学在附属医院共建、教学科研等领域全面合作;与中国科学院计算技术研究所签署了合作协议,在公司数字化转型、智能设备研发等方面加强合作。(2)科研平台方面:公司首个国家级创新平台“博士后科研工作站”获批成立,同时新增两个省级创新平台:湖南省眼视光工程技术研究中心和湖南省眼视光国际科技合作基地,有利于促进公司研究成果转化;(3)人才体系建设方面:我国著名神经生物学家、中国科学院院士、上海复旦大学杨雄里教授受聘成为爱尔眼科教育与科技发展委员会首席顾问,促进以临床为导向的基础科学研究,提升公司科技创新能力。2021Q1,公司下属子公司深圳爱尔获批设立深圳市博士后创新实践基地,标志着深圳爱尔在人才队伍、学科专业和科研平台建设上的重大突破。
- 投资建议**我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为23.92/31.53/40.27亿元,对应EPS分别为0.58/0.76/0.98元,当前股价对应PE为68/54/44X,维持“推荐”评级。
- 风险提示**医疗事故风险;扩张整合进度不及预期的风险;市场竞争加剧的风险。

表1: 主要财务指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11912.41	15064.87	19052.34	23817.79
增长率(%)	19.24%	26.46%	26.47%	25.01%
归母净利润(百万元)	1723.81	2392.04	3152.86	4026.68
增长率(%)	25.01%	38.76%	31.81%	27.71%
EPS(元)	0.42	0.58	0.76	0.98
PE	179.06	121.70	92.33	72.29
EV/EBITDA(X)	78.04	67.59	54.43	44.20

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 2: 利润表财务数据

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11912.41	15064.87	19052.34	23817.79
营业成本	5833.83	7256.98	9027.70	11109.22
营业税金及附加	30.41	38.46	48.64	60.81
营业费用	1066.46	1657.14	2191.02	2858.14
管理费用	1425.46	2109.08	2762.59	3572.67
财务费用	90.35	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-362.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-380.41	0.00	0.00	0.00
投资净收益	159.04	150.65	190.52	238.18
营业利润	2674.18	3994.05	5010.56	6206.46
营业外收入	14.84	10.00	10.00	10.00
营业外支出	325.74	600.00	550.00	500.00
利润总额	2363.27	3404.05	4470.56	5716.46
所得税	486.11	775.44	1005.88	1291.54
净利润	1877.17	2628.61	3464.68	4424.92
少数股东损益	153.36	236.57	311.82	398.24
归属母公司净利润	1723.81	2392.04	3152.86	4026.68
EBITDA	3942.37	4262.77	5239.69	6363.97
EPS (元)	0.42	0.58	0.76	0.98

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 3: 资产负债表财务数据

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>5645.49</b>	<b>8212.37</b>	<b>11886.30</b>	<b>16607.07</b>
现金	3063.11	5071.21	8012.86	11873.31
应收账款	1416.38	1787.22	2261.96	2827.03
其它应收款	185.75	254.45	313.56	395.42
预付账款	139.31	164.25	208.08	254.51
存货	494.56	588.87	743.48	910.42
其他	346.37	346.37	346.37	346.37
<b>非流动资产</b>	<b>9895.10</b>	<b>10479.11</b>	<b>11076.71</b>	<b>11669.77</b>
长期投资	0.83	0.83	0.83	0.83
固定资产	2097.55	2419.29	2744.76	3068.99
无形资产	545.71	554.43	557.13	561.84
其他	7251.01	7504.56	7773.98	8038.11
<b>资产总计</b>	<b>15540.59</b>	<b>18691.48</b>	<b>22963.01</b>	<b>28276.84</b>
<b>流动负债</b>	<b>3334.29</b>	<b>3856.56</b>	<b>4663.41</b>	<b>5552.32</b>
短期借款	487.10	487.10	487.10	487.10

应付账款	1453.98	1727.20	2182.43	2671.77
其他	1393.21	1642.27	1993.89	2393.45
<b>非流动负债</b>	<b>1554.13</b>	<b>1554.13</b>	<b>1554.13</b>	<b>1554.13</b>
长期借款	1381.96	1381.96	1381.96	1381.96
其他	172.17	172.17	172.17	172.17
<b>负债合计</b>	<b>4888.42</b>	<b>5410.69</b>	<b>6217.54</b>	<b>7106.45</b>
少数股东权益	798.30	1034.87	1346.69	1744.93
归属母公司股东权益	9853.88	12245.92	15398.78	19425.45
<b>负债和股东权益</b>	<b>15540.59</b>	<b>18691.48</b>	<b>22963.01</b>	<b>28276.84</b>

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 4: 现金流量表财务数据

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3343.61</b>	<b>3501.71</b>	<b>4374.67</b>	<b>5185.87</b>
净利润	1877.17	2628.61	3464.68	4424.92
折旧摊销	550.37	470.55	486.70	481.31
财务费用	96.69	0.00	0.00	0.00
投资损失	-159.04	-150.65	-190.52	-238.18
营运资金变动	171.92	-36.50	74.57	28.60
其它	806.50	589.70	539.25	489.22
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1057.16</b>	<b>-1493.61</b>	<b>-1433.02</b>	<b>-1325.42</b>
资本支出	-888.26	-1644.26	-1623.54	-1563.60
长期投资	-347.23	0.00	0.00	0.00
其他	178.33	150.65	190.52	238.18
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-851.62</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
短期借款	-92.90	0.00	0.00	0.00
长期借款	-253.75	0.00	0.00	0.00
其他	-504.97	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1424.91</b>	<b>2008.10</b>	<b>2941.65</b>	<b>3860.45</b>

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 表格目录

表 1: 主要财务指标.....	2
表 2: 利润表财务数据.....	3
表 3: 资产负债表财务数据.....	3
表 4: 现金流量表财务数据.....	4

### 分析师承诺及简介

本人承诺，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本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

孟令伟：北京大学生物医药专业博士。专业能力突出，博士期间从事创新药研发工作，深度参与创新药临床前研究与临床申报，熟悉创新药研发与创新服务产业链，对医药行业景气度及产业链变化理解深入。2018年加入中国银河证券。

刘晖：北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@ChinaStock.com.cn