2020 年 08 月 26 日
公司研究●证券研究报告

爱尔眼科（300015.SZ）

公司快报

Q2 业务恢复明显向好，下半年业绩明朗

投资要点

- **事件：**公司公布 2020 年半年报，2020 上半年公司实现营收 41.64 亿元，同比下降 12.32%；归母净利润 6.76 亿元，同比下降 2.72%；扣非后归母净利润 5.79 亿元，同比下降 16.69%；经营性现金流净额 6.70 亿元，同比下降 32.85%。公司上半年业绩下降主要系新冠疫情影响所致。

- **新冠影响基本消除，下半年有望恢复高增速：**新冠疫情对公司上半年营业造成较大影响，上半年门诊量为 264 万人次，同比减少 16.5%；手术量 23.6 万例，同比减少 21.1%。**国内方面，**疫情影响主要在 2-4 月，公司积极推出互联网医疗、夜间视光门诊等举措弥补业绩损失。公司国内业务从 3 月下旬开始陆续恢复，4 月基本恢复去年同期水平。5、6、7 月收入分别增长 22%、-8%、48%；其中 6 月收入同比降低主要因为高考推迟导致的业务热季推迟。从 7 月收入的高增长中可以看出眼科项目弹性强，下半年有望保持高速增长。**海外方面，**疫情影响主要在 3-6 月，欧洲和美国地区从 5 月初开始陆续复工，6 月境外收入增长达 33%。截止 6 月 30 日，除部分地区外，公司主要医院均复产复工；Q2 营收和归母净利润增速分别为 0.7%和 50.5%。疫情在短期内对公司业绩造成影响，但长期来看不影响公司经营计划；二季度作为明确拐点，下半年公司海内外业务有望重新恢复高增速。

- 高**毛利视光服务恢复良好，公司盈利能力加强：分业务看，**公司上半年屈光手术、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 15.4、6.3、4.3、3.2、8.23 亿元，同比增长-13.4%、-26.2%、-15.9%、-3.7%。由于新冠疫情影响，公司手术类业务受影响较大，出现一定程度的下滑，尤其是白内障等非刚需手术。公司上半年视光服务因中小学放假，业务恢复良好。随着 7、8 月暑期高峰开始，屈光手术和视光服务两大高毛利率业务将加速恢复。**盈利能力方面，**上半年受到疫情影响，公司毛利率下降 3.4pct 至 43.7%。二季度视光、屈光等高毛利业务恢复好，毛利率上升 4.1pct 至 52.8%，恢复明显。费用率方面，由于疫情影响，上半年差旅费用、推广费用均出现明显减少，公司销售费用、管理费用、财务费用分别下降 27.7%、1.3%、17.6%。 依托成本的控制，公司 2020 上半年净利率提升 1.5 个 pct 至 16.9%，盈利能力在疫情影响下仍保持增长。

- **公司持续加钱研发投入，完成医教研闭环：**继与武汉大学深度合作之后，公司在上半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。上半年公司在各类期刊发表论文 132 篇，其中 SCI/Medline 收录论文 52 篇，中文核心期刊收录 60 篇。公司同时加强互联网医院建设，目前已上线 57 家网上医院。

- **募资计划核准，公司将收购 30 家医院：**5 月 27 日证监会核准了公司的募资计划，将非公开募集不超过 7.1 亿元的资金，发行价改为 21.25 元/股，用于收购天津中视信 100%、奥理德视光 100%、宣城眼科医院 80%、开州爱瑞 90%、万州爱瑞 90%的股份，其中天津中视信旗下拥有 26 家眼科医院。公司收购体外基金公司为公司

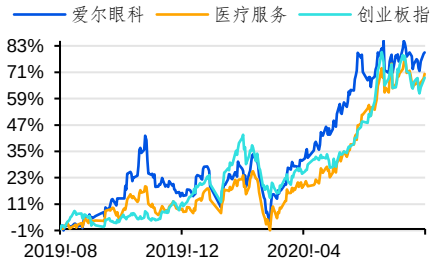
医药 | 医疗服务 III

投资评级	增持-A(维持)
股价(2020-08-25)	46.35 元

交易数据

总市值（百万元）	191,032.36
流通市值（百万元）	158,355.93
总股本（百万股）	4,121.52
流通股本（百万股）	3,416.52
12 个月价格区间	0.00/50.37 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.53	-7.56	12.81
绝对收益	5.34	24.08	80.04

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

报告联系人 徐梓煜
xuziyu@huajinsc.cn
02120377063

相关报告

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

爱尔眼科：布局高端医疗服务市场，国际化战略再下一城 2017-01-04

战略中的一环，将进一步完善公司在各省市的医院布局。

- **投资建议：**我们预计公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 16.19、22.06、30.04 亿元，同比增速分别为 17.4%、36.3%、36.2%。公司为眼科服务领域绝对龙头，业绩弹性强，下半年业绩有望恢复高增速，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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,009	9,990	11,585	15,064	19,005
YoY(%)	34.3	24.7	16.0	30.0	26.2
净利润(百万元)	1,009	1,379	1,619	2,206	3,004
YoY(%)	35.9	36.7	17.4	36.3	36.2
毛利率(%)	47.0	49.3	47.1	47.7	48.3
EPS(摊薄/元)	0.24	0.33	0.39	0.54	0.73
ROE(%)	17.9	20.4	20.5	23.9	26.3
P/E(倍)	189.3	138.5	118.0	86.6	63.6
P/B(倍)	33.6	29.0	24.7	21.0	17.0
净利率(%)	12.6	13.8	14.0	14.6	15.8

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)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3226	4027	6263	7579	9644
现金	1290	1840	3853	4226	5917
应收票据及应收账款	883	1180	1212	1898	2025
预付账款	106	102	139	174	221
存货	359	374	513	627	796
其他流动资产	589	531	547	652	684
非流动资产	6400	7868	7981	8398	8804
长期投资	0	1	2	3	4
固定资产	1465	1765	1946	2379	2779
无形资产	512	555	638	738	856
其他非流动资产	4423	5547	5395	5279	5165
资产总计	9627	11895	14244	15977	18447
流动负债	2042	2879	3324	3887	4406
短期借款	280	580	580	580	580
应付票据及应付账款	943	1092	1370	1794	2155
其他流动负债	819	1207	1374	1513	1671
非流动负债	**1615**	**1993**	**1648**	**1353**	**1042**
长期借款	1320	1636	1291	996	685
其他非流动负债	295	358	358	358	358
负债合计	3656	4872	4972	5241	5448
少数股东权益	278	429	501	614	757
股本	2383	3098	4122	4122	4122
资本公积	1337	561	561	561	561
留存收益	2123	3024	4068	5536	7512
归属母公司股东权益	5693	6594	8772	10122	12242
负债和股东权益	9627	11895	14244	15977	18447

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1400	2078	2267	2386	3815
净利润	1066	1431	1691	2319	3147
折旧摊销	373	504	441	547	681
财务费用	45	76	8	-39	-92
投资损失	-46	-113	-55	-64	-70
营运资金变动	-274	-245	163	-400	122
其他经营现金流	236	426	19	23	27
投资活动现金流	-1805	-1759	-519	-923	-1044
筹资活动现金流	-803	164	265	-1090	-1080

每股指标（元）

每股收益(最新摊薄)	0.24	0.33	0.39	0.54	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.50	0.55	0.58	0.93
每股净资产(最新摊薄)	1.38	1.60	1.88	2.21	2.72

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8009	9990	11585	15064	19005
营业成本	4245	5065	6128	7876	9831
营业税金及附加	13	22	22	30	37
营业费用	826	1049	1376	1761	2180
管理费用	1072	1305	1646	2125	2621
研发费用	97	152	165	219	275
财务费用	45	76	8	-39	-92
资产减值损失	186	-314	15	10	2
公允价值变动收益	-38	-56	-19	-23	-27
投资净收益	46	113	55	64	70
营业利润	1558	2022	2261	3123	4194
营业外收入	6	8	12	8	8
营业外支出	183	190	127	147	162
利润总额	1380	1840	2146	2983	4041
所得税	314	409	456	664	894
税后利润	1066	1431	1691	2319	3147
少数股东损益	57	52	72	114	143
归属母公司净利润	1009	1379	1619	2206	3004
EBITDA	1824	2439	2588	3483	4634

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	34.3	24.7	16.0	30.0	26.2
营业利润(%)	40.2	29.8	11.8	38.1	34.3
归属于母公司净利润(%)	35.9	36.7	17.4	36.3	36.2
获利能力					
毛利率(%)	47.0	49.3	47.1	47.7	48.3
净利率(%)	12.6	13.8	14.0	14.6	15.8
ROE(%)	17.9	20.4	20.5	23.9	26.3
ROIC(%)	14.8	16.2	16.6	20.3	23.5
偿债能力					
资产负债率(%)	38.0	41.0	34.9	32.8	29.5
流动比率	1.6	1.4	1.9	1.9	2.2
速动比率	1.1	1.2	1.7	1.7	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	11.5	9.7	9.7	9.7	9.7
应付账款周转率	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0
估值比率					
P/E	189.3	138.5	118.0	86.6	63.6
P/B	33.6	29.0	24.7	21.0	17.0
EV/EBITDA	105.2	78.7	73.3	54.3	40.5

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.huajinsc.cn