

## 爱尔眼科 (300015.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 38.18 元

## 国际化战略推进, 成长路径继续验证

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	30.98
已上市流通 A 股(亿股)	25.13
总市值(亿元)	1,182.74
年内股价最高最低(元)	38.18/35.43
沪深 300 指数	3897

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.468	0.423	0.434	0.578	0.772
每股净资产(元)	3.29	2.39	2.56	2.84	3.31
每股经营性现金流(元)	0.84	0.59	0.74	0.93	1.13
市盈率(倍)	65.79	62.13	88.06	66.00	49.46
净利润增长率(%)	33.19%	35.88%	33.12%	33.42%	33.45%
净资产收益率(%)	14.24%	17.72%	16.92%	20.36%	23.30%
总股本(百万股)	1,585.98	2,383.38	3,097.81	3,097.81	3,097.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司发布 2019 年三季度报告, 公司实现营业收入 77.32 亿元, 同比增长 26.25%; 实现归属于母公司的净利润 12.31 亿元, 同比增长 37.55%。
- 公司公告拟发行股份及支付现金购买: 1) 天津中视信企业管理有限公司 100% 股权, 交易标的包括 26 家原爱尔产业基金旗下医院股权 (控股); 2) 众生药业旗下的奥理德视光学 100% 和宣城眼科 80% 股权。

## 简评:

- 2019 年 1-9 月总体业绩符合预期, 维持高增长, 单三季度表现靓丽。我们预计, 剔除海外业务, 国内业务增速依旧强劲。
- 公司各业务板块表现优秀。我们预计, 受暑期旺季拉动, 公司屈光、视光服务板块成为主要驱动, 带动单三季度收入端增速提速。利润端方面, 在营收加速下, 叠加旺季屈光与视光业务的高附加值属性与量价趋势, 使单三季度整体规模效应更为凸显, 单三季度毛利率与管理费用率 (含研发费用口径) 较 2018 年同期均有所改善, 2019 年单三季度净利润率上行。
- 并购基金助力, 公司体系外医院储备丰富, 体外项目的有序注入下使得公司外延成长路径得到充分验证。公司于 2019 年 10 月 23 日公告关于筹划发行股份及支付现金购买资产的公告, 交易标的包括 26 家爱尔产业基金旗下医院, 以及众生药业旗下的奥理德视光学 100% 和宣城眼科医院 80% 股权。
- 国际化战略推进, 国内模式创新完善多层次医疗服务需求, 有望成为未来增长基础。国际化方面, 公司于 2019 年 8 月 26 日公告向 ISEC Healthcare Ltd. 股东发起要约收购, 启动东南亚市场拓展。国内业务方面, 针对视光行业的快速扩容, 眼视光门诊部模式将逐步拓展至全国。在医疗服务深化细分方面, 公司分别针对儿童眼科与高端眼科医疗服务做出尝试。

## 盈利预测和投资建议:

- 由于本次收购资产暂未披露相关财务信息, 此次盈利预测暂不考虑相关收购项目。根据 2019 年前三季度表现, 我们略微调整收入端及费用率等参数, 预计公司 2019 年至 2021 年归属母公司净利润分别为 13.43 亿、17.92 亿、23.92 亿, 对应当前 EPS 为 0.43、0.58、0.77, 维持“买入”评级。

## 风险提示:

- 医患社会问题风险; 网络下沉进度风险; 医疗事故风险; 并购基金医院延迟注入的风险; 商誉减值风险; 县级医院建设进度低于预期的风险等。

## 相关报告

1. 《业绩符合预期, 眼科龙头稳步前行-爱尔眼科 2019H 半年报点评》, 2019.8.22
2. 《半年报预告符合预期, 业绩持续高增长-爱尔眼科 2019 半年报预...》, 2019.7.12
3. 《业绩持续高增长, 眼科再迎黄金发展期-爱尔眼科 2018 年报 20...》, 2019.4.27
4. 《业绩符合预期, 高增长态势延续-爱尔眼科 2018 年业绩快报点评》, 2019.2.28
5. 《三季度业绩持续高增长, 内生增速强劲-爱尔眼科 2018 三季报点...》, 2018.10.28

曾秋林 分析师 SAC 执业编号: S1130519100001  
(8621)60230221  
zengqiulin@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,000</b>	<b>5,963</b>	<b>8,009</b>	<b>10,169</b>	<b>12,713</b>	<b>15,970</b>	货币资金	776	2,560	1,290	2,000	2,455	2,977
增长率		49.1%	34.3%	27.0%	25.0%	25.6%	应收账款	466	697	1,029	1,276	1,623	2,170
主营业务成本	-2,156	-3,203	-4,245	-5,349	-6,649	-8,321	存货	207	274	359	410	510	638
%销售收入	53.9%	53.7%	53.0%	52.6%	52.3%	52.1%	其他流动资产	154	150	548	1,384	1,530	1,435
毛利	1,845	2,760	3,764	4,820	6,064	7,650	流动资产	1,602	3,681	3,226	5,071	6,118	7,220
%销售收入	46.1%	46.3%	47.0%	47.4%	47.7%	47.9%	%总资产	39.4%	39.5%	33.5%	41.1%	42.1%	42.5%
营业税金及附加	-7	-13	-13	-25	-25	-32	长期投资	803	1,161	1,522	2,042	2,625	3,400
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	固定资产	783	1,257	1,668	1,892	2,260	2,655
营业费用	-512	-774	-826	-1,074	-1,373	-1,741	%总资产	19.3%	13.5%	17.3%	15.3%	15.5%	15.6%
%销售收入	12.8%	13.0%	10.3%	10.6%	10.8%	10.9%	无形资产	807	3,054	3,075	3,192	3,420	3,564
管理费用	-627	-846	-1,169	-1,485	-1,847	-2,316	非流动资产	2,464	5,632	6,400	7,255	8,431	9,753
%销售收入	15.7%	14.2%	14.6%	14.6%	14.5%	14.5%	%总资产	60.6%	60.5%	66.5%	58.9%	57.9%	57.5%
息税前利润 (EBIT)	699	1,126	1,756	2,236	2,818	3,561	<b>资产总计</b>	<b>4,066</b>	<b>9,313</b>	<b>9,627</b>	<b>12,326</b>	<b>14,549</b>	<b>16,973</b>
%销售收入	17.5%	18.9%	21.9%	22.0%	22.2%	22.3%	短期借款	1	280	396	0	546	579
财务费用	-5	-43	-45	-69	-71	-85	应付款项	779	1,509	1,251	1,808	2,300	2,695
%销售收入	0.1%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	其他流动负债	161	331	395	572	711	985
资产减值损失	-14	-41	-186	-145	-114	-66	流动负债	941	2,120	2,042	2,380	3,557	4,259
公允价值变动收益	0	0	-38	0	0	0	长期贷款	186	1,467	1,320	1,388	1,466	1,554
投资收益	21	40	46	72	99	134	其他长期负债	1	254	295	272	297	330
%税前利润	3.1%	3.9%	3.3%	3.9%	4.0%	4.1%	<b>负债</b>	<b>1,129</b>	<b>3,841</b>	<b>3,656</b>	<b>4,040</b>	<b>5,320</b>	<b>6,143</b>
营业利润	701	1,111	1,558	2,095	2,733	3,544	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,781</b>	<b>5,216</b>	<b>5,693</b>	<b>7,940</b>	<b>8,803</b>	<b>10,265</b>
营业利润率	17.5%	18.6%	19.5%	20.6%	21.5%	22.2%	少数股东权益	156	256	278	346	426	565
营业外收支	-16	-84	-178	-250	-286	-236	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,066</b>	<b>9,313</b>	<b>9,627</b>	<b>12,326</b>	<b>14,549</b>	<b>16,973</b>
税前利润	684	1,027	1,380	1,845	2,447	3,308							
利润率	17.1%	17.2%	17.2%	18.1%	19.2%	20.7%	<b>比率分析</b>						
所得税	-117	-234	-314	-433	-575	-777		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	17.1%	22.8%	22.8%	23.5%	23.5%	23.5%	<b>每股指标</b>						
净利润	567	793	1,066	1,411	1,872	2,531	每股收益	0.552	0.468	0.423	0.434	0.578	0.772
少数股东损益	10	50	57	68	80	139	每股净资产	2.753	3.289	2.389	2.564	2.842	3.314
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>557</b>	<b>743</b>	<b>1,009</b>	<b>1,343</b>	<b>1,792</b>	<b>2,392</b>	每股经营现金净流	0.668	0.839	0.587	0.744	0.933	1.127
净利率	13.9%	12.5%	12.6%	13.2%	14.1%	15.0%	每股股利	0.200	0.200	0.200	0.300	0.300	0.300
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	20.04%	14.24%	17.72%	16.92%	20.36%	23.30%
净利润	567	793	1,066	1,411	1,872	2,531	总资产收益率	13.71%	7.97%	10.48%	10.90%	12.32%	14.09%
少数股东损益	10	50	57	68	80	139	投入资本收益率	18.52%	11.97%	17.53%	17.68%	19.18%	21.02%
非现金支出	231	332	558	482	559	649	<b>增长率</b>						
非经营收益	-33	2	43	256	309	234	主营业务收入增长率	26.37%	49.06%	34.31%	26.97%	25.02%	25.62%
营运资金变动	-90	204	-268	156	151	77	EBIT增长率	16.31%	61.24%	55.89%	27.35%	26.04%	26.36%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>675</b>	<b>1,330</b>	<b>1,400</b>	<b>2,306</b>	<b>2,891</b>	<b>3,491</b>	净利润增长率	30.24%	33.19%	35.88%	33.12%	33.42%	33.45%
资本开支	-314	-603	-809	-946	-1,330	-1,356	总资产增长率	24.85%	129.05%	3.37%	28.04%	18.04%	16.66%
投资	-450	-2,087	-1,042	-1,201	-783	-797	<b>资产管理能力</b>						
其他	21	-14	46	72	99	134	应收账款周转天数	22.6	24.4	31.8	39.0	39.0	39.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-743</b>	<b>-2,704</b>	<b>-1,805</b>	<b>-2,075</b>	<b>-2,014</b>	<b>-2,019</b>	存货周转天数	32.3	27.4	27.2	28.0	28.0	28.0
股权募资	436	1,785	70	1,834	0	0	应付账款周转天数	66.1	64.4	71.1	86.0	86.0	86.0
债权募资	-2	1,477	-93	-322	624	122	固定资产周转天数	70.2	69.3	66.8	57.4	52.8	46.4
其他	-311	-299	-777	-1,032	-1,046	-1,071	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>123</b>	<b>2,964</b>	<b>-800</b>	<b>479</b>	<b>-422</b>	<b>-949</b>	净负债/股东权益	-20.05%	-14.85%	7.13%	-15.59%	-14.34%	-16.12%
<b>现金净流量</b>	<b>55</b>	<b>1,590</b>	<b>-1,205</b>	<b>710</b>	<b>455</b>	<b>522</b>	EBIT利息保障倍数	129.3	26.4	39.0	32.4	39.9	41.7
							资产负债率	27.76%	41.24%	37.98%	32.78%	36.57%	36.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	11	29	62
增持	0	1	2	10	15
中性	0	0	0	2	3
减持	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.14	1.15	1.34	1.30

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-08-27	买入	29.88	N/A
2	2018-10-28	买入	27.50	N/A
3	2019-02-28	买入	31.00	N/A
4	2019-04-27	买入	36.07	N/A
5	2019-07-12	买入	30.50	N/A
6	2019-08-23	买入	32.82	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH