

业绩维持高增长，高端业务占比进一步提升

爱尔眼科 (300015)

事件

公司发布三季报，预计前三季度收入、归母净利润和扣非归母净利润分别同比增长 26%、37%和 34%。

简评

业绩维持高增长，符合我们的预期

爱尔眼科 2019 年前三季度实现营业收入同比增长 26.25%，扣非净利润同比增长 34.24%。2019 年前三季度实现收入 77.32 亿，同比增长 26.25%，归母净利润 12.31 亿，同比增长 37.55%，扣非净利润 12.35 亿，同比增长 34.24%，EPS0.40 元，符合我们的预期。三季度单季实现营业收入 29.83 亿，同比增长 27.24%，归母净利润 5.36 亿，同比增长 38.91%，扣非净利润 5.4 亿，同比增长 37.34%。

高端业务占比进一步提升，期间费用率有所下降

2019 年前三季度公司毛利率 48.41%，提升 0.59 个百分点，主要受益于消费升级以及爱尔品牌影响力的增强，屈光手术的市占率稳步上升，高端手术占比进一步提升；政府、学校、家长合力推动青少年近视防控，为视光业务强劲增长提供了坚实保障；白内障业务高端转型升级已展现成效。公司期间费用率 24.78%，下降 0.56 个百分点，其中销售费用率 10.56%，下降 0.28 个百分点，研发+管理费用率 13.73%，下降 0.31 个百分点，财务费用率 0.49%，提升 0.02 个百分点。随着公司品牌和规模效应加强，净利率水平进一步提升。

引入知名基金，拟收购 28 家眼科医院

今年三季度，创始人和控股股东为支持爱尔眼科和眼科行业发展，转让 2% 股权引入高瓴资本、淡马锡作为战略投资人，并捐赠 1 亿股股权用于前沿科研、眼科教育及人才培养。近期，公司拟通过发行股份形式引入中信产业基金，并收购 26 家体外医院；此外，公司拟收购众生药业旗下 2 家眼科医院（2018 年营收超过 8000 万元），进一步完善广东和安徽两省网络布局。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

执业证书编号：S1440517050001

发布日期：2019 年 10 月 28 日

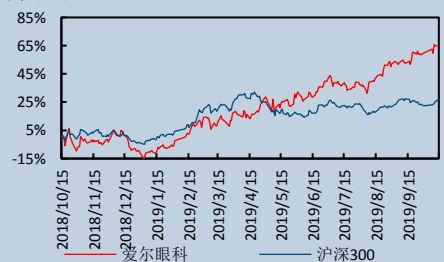
当前股价：38.2 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	8.06/8.54	20.79/17.0	58.86/34.18
12 月最高/最低价 (元)			38.8/24.4
总股本 (万股)			309,781.12
流通 A 股 (万股)			251,272.73
总市值 (亿元)			1,182.7
流通市值 (亿元)			919.66
近 3 月日均成交量 (万)			1,167.88
主要股东			
爱尔医疗投资集团有限公司			39.11%

股价表现



相关研究报告

- 19.08.27 【中信建投医疗服务 II】爱尔眼科 (300015): 拟收购东南亚眼科集团 ISEC, 进一步拓展全球化业务布局
- 19.08.26 【中信建投医疗服务 II】爱尔眼科 (300015): 中报业绩符合预期, 前十大门店实现高增长
- 19.04.26 【中信建投医疗服务 II】爱尔眼科 (300015): 利润高增长突破十亿元, 前十大医院维持快速增长

其他财务指标基本正常

公司前三季度经营活动产生的现金流量净额为 185,317.53 万元，同比增长 50.59%，主要是由于公司的收入规模增长以及费用支出合理控制所致；公司前三季度研发费用 11,175.12 万元，较上年同期增长 84.52%，主要是公司持续加大眼科临床应用研究投入及引进行业专家、人才教育培养增加所致。预付账款期末余额较年初增长 86.07%，主要是公司预付股权投资、经营场地租金所致。

看好公司长期发展前景

今年为爱尔眼科上市十周年，公司发布了二次创业“新十年”战略，提出全面构建“全球眼健康生态圈”的目标，通过打造分级连锁、同城网络、“互联网+”、全球化以及医疗金融五大生态，全面专注于构建眼健康生态圈。公司一方面在收购香港和欧美眼科医院后布局东南亚市场，加快全球网络布局；另一方面加快人才布局，发布未来 10 年人才战略发展规划，启动“全球引智”系列人才培养计划。公司我们看好公司内生和外延共同驱动下的成长逻辑，激励机制到位、纵向横向下沉、国际化高端化专业化持续推进为公司长远发展提供了保障。我们预计公司 2019 - 2021 年实现 EPS 0.43、0.57 和 0.74，同比增长 32.9%、31.0%、30.1%，PE 分别为 88、67 和 52 倍，维持买入评级。

风险提示

并购整合不及预期，医保控费超预期。

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	8,008.6	10,495.2	13,666.9	17,634.4
营业收入增长率	34.3%	31.1%	30.2%	29.0%
净利润（百万）	1,008.9	1,340.4	1,756.0	2,285.0
净利润增长率	35.9%	32.9%	31.0%	30.1%
EPS（元）	0.33	0.43	0.57	0.74
P/E	112	88	67	52

报表预测

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	8,008.6	10,495.2	31.1%	13,666.9	30.2%	17,634.4	29.0%
营业成本	4,244.8	5,555.1	30.9%	7,225.7	30.1%	9,302.1	28.7%
营业税金及附加	12.9	22.0	70.6%	27.2	23.4%	44.1	62.1%
营业费用	825.5	1,330.8	61.2%	1,743.9	31.0%	2,255.4	29.3%
管理费用	1,071.9	1,573.2	46.8%	2,029.5	29.0%	2,639.9	30.1%
财务费用	45.1	46.5	3.3%	48.2	3.6%	49.6	2.8%
资产减值损失	185.6	82.1	-55.7%	105.9	28.9%	125.3	18.3%
公允价值变动收益	-38.4	-	-100.0%	-	-	-	-
投资净收益	46.2	35.8	-22.6%	40.7	13.6%	40.9	0.6%
营业利润	1,557.7	1,921.2	23.3%	2,527.1	31.5%	3,258.9	29.0%
营业外收入	5.8	6.6	13.4%	5.7	-13.0%	6.0	5.4%
营业外支出	183.3	105.9	-42.2%	126.1	19.0%	138.4	9.8%
利润总额	1,380.2	1,821.8	32.0%	2,406.8	32.1%	3,126.5	29.9%
所得税	314.4	418.8	33.2%	550.9	31.5%	719.7	30.6%
净利润	1,065.8	1,402.9	31.6%	1,855.9	32.3%	2,406.8	29.7%
少数股东损益	56.9	62.6	9.9%	99.8	59.6%	121.8	22.0%
归属母公司净利润	1,008.9	1,340.4	32.9%	1,756.0	31.0%	2,285.0	30.1%
EBITDA	1,938.4	2,236.4	15.4%	2,881.1	28.8%	3,641.9	26.4%
EPS（摊薄）	0.42	0.56	32.9%	0.74	31.0%	0.96	30.1%
资产负债表（百万元）							
流动资产	3,226.2	4,959.4	53.7%	7,257.0	46.3%	10,867.8	49.8%
现金	1,289.9	2,810.8	117.9%	4,694.4	67.0%	7,389.2	57.4%
应收账款	882.5	1,210.3	37.1%	1,484.8	22.7%	2,005.8	35.1%
其它应收款	-	-	-	-	-	-	-
预付账款	105.9	191.9	81.2%	219.5	14.4%	262.1	19.4%
存货	359.0	522.3	45.5%	580.3	11.1%	847.1	46.0%
其他	588.8	224.1	-61.9%	278.0	24.0%	363.6	30.8%
非流动资产	6,400.4	6,446.1	0.7%	6,391.3	-0.9%	6,108.9	-4.4%
长期投资	-	-	-	-	-	-	-
固定资产	1,465.3	1,419.9	-3.1%	1,338.4	-5.7%	1,178.3	-12.0%
无形资产	510.2	486.9	-4.6%	463.6	-4.8%	440.4	-5.0%
其他	4,424.9	4,539.3	2.6%	4,589.2	1.1%	4,490.2	-2.2%
资产总计	9,626.6	11,405.5	18.5%	13,648.3	19.7%	16,976.7	24.4%
流动负债	2,041.5	2,725.6	33.5%	3,131.9	14.9%	4,050.5	29.3%
短期借款	280.0	395.0	41.1%	385.0	-2.5%	389.0	1.0%
应付账款	942.6	1,103.5	17.1%	1,572.2	42.5%	1,925.7	22.5%
其他	818.9	1,227.1	49.9%	1,174.7	-4.3%	1,735.9	47.8%
非流动负债	1,614.5	1,413.2	-12.5%	1,363.7	-3.5%	1,292.5	-5.2%
长期借款	1,320.0	1,230.0	-6.8%	1,120.0	-8.9%	1,052.0	-6.1%
其他	294.5	183.2	-37.8%	243.7	33.1%	240.5	-1.3%

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
负债合计	3,656.0	4,138.8	13.2%	4,495.7	8.6%	5,343.0	18.8%
少数股东权益	277.7	340.3	22.5%	440.1	29.3%	561.9	27.7%
归属母公司股东权益	5,970.5	7,266.8	21.7%	9,152.6	26.0%	11,633.6	27.1%
负债和股东权益	9,626.6	11,405.5	18.5%	13,648.3	19.7%	16,976.7	24.4%
现金流量表（百万元）							
经营活动现金流	1,399.9	2,079.2	48.5%	2,269.2	9.1%	2,911.4	28.3%
净利润	1,065.8	1,340.4	25.8%	1,756.0	31.0%	2,285.0	30.1%
折旧摊销	372.8	268.7	-27.9%	305.7	13.8%	333.4	9.0%
财务费用	54.9	46.5	-15.2%	48.2	3.6%	49.6	2.8%
投资损失	-46.2	-35.8	-22.6%	-40.7	13.6%	-40.9	0.6%
营运资金变动	-709.7	396.8	-155.9%	100.1	-74.8%	162.5	62.4%
其它	662.3	62.6	-90.6%	99.8	59.6%	121.8	22.0%
投资活动现金流	-1,804.6	-409.6	-77.3%	-316.0	-22.9%	-138.3	-56.2%
资本支出	-361.4	-300.4	-16.9%	-205.6	-31.6%	-74.2	-63.9%
长期投资	60.4	55.0	-8.9%	50.0	-9.1%	45.0	-10.0%
其他	-1,503.7	-164.2	-89.1%	-160.3	-2.4%	-109.1	-32.0%
筹资活动现金流	-802.8	-148.7	-81.5%	-69.7	-53.1%	-78.2	12.2%
短期借款	280.0	115.0	-58.9%	-10.0	-108.7%	4.0	-140.0%
长期借款	-147.1	-90.0	-38.8%	-110.0	22.2%	-68.0	-38.2%
其他	-935.6	-173.7	-81.4%	50.3	-129.0%	-14.2	-128.3%
现金净增加额	-1,207.5	1,520.9	-226.0%	1,883.6	23.8%	2,694.8	43.1%

资料来源：公司公告，中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖：医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年医药行业研究经验。2012-2013 年新财富医药行业第 6 名和第 3 名；2007-2011 年，新财富医药行业第 4、2、5、2 名（团队），负责整体投资方向判断。

报告贡献人

王在存 010-86451382 wangzaicun@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859