

医药生物

2019年10月28日

爱尔眼科 (300015)

——扣非净利润增长 34%，持续扩大医院网络布局

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

市场数据：2019年10月25日

收盘价(元)	38.18
一年内最高/最低(元)	38.8/24.4
市净率	18.4
息率(分红/股价)	0.52
流通A股市值(百万元)	95936
上证指数/深证成指	2954.93/9660.44

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产(元)	2.08
资产负债率%	40.78
总股本/流通A股(百万)	3098/2513
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《爱尔眼科(300015)点评：拟要约收购东南亚头部眼科集团，巩固全球领先地位》
2019/08/27

《爱尔眼科(300015)点评：19H1 净利润增长 36.5%，持续加大视光业务布局》
2019/08/23

证券分析师

熊超逸 A0230518110001
xiongcy@swsresearch.com
闫天一 A0230517060001
yantyan@swsresearch.com

联系人

熊超逸
(8621)23297818×转
xiongcy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **2019 年前三季度收入增长 26.3%，归母净利润增长 37.6%。**Q1-3 公司营收 77.3 亿元(+26.25%)，归母净利润 12.3 亿元(+37.6%)，扣非净利润 12.35 亿元(+34.2%)，基本 EPS0.40 元(+37.3%)，符合预期。Q3 单季收入 29.8 亿元(+27.2%)，归母净利润 5.36 亿元(+38.9%)，扣非净利润 5.4 亿元(+37.3%)，在去年高基数基础上再创新高。
- **高端术式占比预计持续提升，加强定制化服务能力。**前三季度各业务预计延续稳健增长，市占率也预计稳步增长。同时，屈光和白内障手术的高端术式预计增速明显快于传统术式，屈光手术中高端手术全飞秒、ICL、睛逸等手术收入占比预计超过 60%，ICL 收入增速预计近 50%；同时根据公司近期公布的最新规划，屈光手术的下一步重点将是突出其全程定制的服务能力，公司将根据其行业内独一无二的百万级手术案例数据库，为患者提供基于大数据和人工智能技术的定制化手术方案，我们认为这将成为公司未来在屈光领域内的核心竞争力之一。白内障领域内同样呈现高端术式占比提升的趋势，公司飞秒白内障手术设备的装机量和手术量均为全国第一，屈光、非球面等高端晶体收入占比预计超过 60%。另外，公司今年将持续加大视光诊所的投入和布局，预计到年底视光诊所将超过 100 家。
- **拟收购中信产业基金、众生药业 28 家医院，进一步扩大网络布局。**公司近期公告拟以发行股份及支付现金方式购买中信产业基金及众生药业持有的共 28 家医院：1) 天津中视信(中信产业基金旗下基金为本次交易设立的公司)拟从爱尔的 3 家产业基金收购包括乌鲁木齐、安庆等地 26 家眼科医院的多数股权，公司再拟以发行股份方式购买中视信 100% 股权，中信产业基金将通过这种“先接手、后出售”的方式成为公司战略投资者；2) 公司拟以发行股份及支付现金方式购买众生药业持有的湛江奥理德视光 100% 股权与宣城眼科医院 80% 股权，2019H1 奥理德视光收入约 2214 万元，净利润约 360 万元；宣城眼科医院收入约 1888 万元，净利润约 397 万元，此次收购将进一步巩固公司地级市医院的布局。
- **前三季度毛利率提升 0.58 个百分点，研发费用率提升 0.14 个百分点。**前三季度公司毛利率 48.41%，同比提升 0.58pp，主要由于高端术式和晶体占比提升，预计随着医院的规模经济效应不断提升，毛利率将维持稳中有升。期间费用率 24.78% (-0.56pp)，其中销售费用率 10.56% (-0.28pp)，主要由于品牌效应增强及白内障上门筛查服务减少；管理费用率 13.73% (-0.31pp)，其中研发费用率 1.5% (+0.14pp)，主要由于公司加大医疗人才自主培养和临床应用研究；财务费用率 0.49% (+0.03pp)，每股经营性现金流 0.6 元(+15.9%)。
- **医疗服务皇冠上的明珠，优秀商业模式得到认可，维持增持评级。**随着公司经营能力和品牌声誉增强，省会和地级市医院盈利能力不断提升，公司优秀的商业模式得到验证，未来发展空间巨大。我们维持公司 19-21 年的 EPS 预测为 0.44 元、0.59 元、0.78 元，分别增长 35.4%、33.3%、32.9%，对应 PE 分别为 87 倍、65 倍、49 倍；维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	8,009	7,732	10,574	13,805	18,015
同比增长率(%)	34.3	26.3	32.0	30.6	30.5
归母净利润(百万元)	1,009	1,231	1,366	1,821	2,421
同比增长率(%)	35.9	37.6	35.4	33.3	32.9
每股收益(元/股)	0.42	0.40	0.44	0.59	0.78
毛利率(%)	47.0	48.4	47.2	47.6	47.9
ROE(%)	17.7	19.1	19.3	20.5	21.4
市盈率	90		87	65	49

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,963	8,009	10,574	13,805	18,015
其中: 营业收入	5,963	8,009	10,574	13,805	18,015
减: 营业成本	3,203	4,245	5,581	7,233	9,380
减: 税金及附加	13	13	17	22	29
主营业务利润	2,746	3,751	4,976	6,550	8,606
减: 销售费用	774	826	1,089	1,448	1,928
减: 管理费用	815	1,072	1,533	2,016	2,659
减: 研发费用	31	97	159	221	306
减: 财务费用	43	45	80	75	53
经营性利润	1,084	1,711	2,115	2,790	3,660
减: 资产减值损失	41	186	49	50	0
减: 信用减值损失	0	0	50	50	50
加: 投资收益及其他	40	46	46	46	46
营业利润	1,112	1,558	1,956	2,593	3,461
加: 营业外净收入	-85	-178	-83	-90	-130
利润总额	1,027	1,380	1,873	2,503	3,331
减: 所得税	234	314	431	579	774
净利润	793	1,066	1,443	1,924	2,557
少数股东损益	50	57	77	103	137
归属于母公司所有者的净利润	743	1,009	1,366	1,821	2,421
全面摊薄总股本	1,586	2,383	3,098	3,098	3,098
每股收益 (元)	0.32	0.43	0.44	0.59	0.78

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。