

爱尔眼科 (300015)

证券研究报告

2019年10月15日

三季度业绩预告稳健，眼科龙头稳步发展

业绩预告稳健，营收利润稳步上升

公司发布2019年三季度业绩预告，2019年前三季度预计业绩同向上升。前三季度预计业绩实现归母净利润11.6-12.5亿元，去年同期实现归母净利润8.9亿元，同比增长30.0%-40.0%。第三季度预计业绩实现归母净利润4.7-5.6亿元，去年同期实现归母净利润3.9亿元，同比增长21.39%-44.58%。预计本报告期内非经常性损益对净利润的影响金额为-400万元左右。公司品牌影响力持续增强，各项业务经营规模不断扩大，市场占有率持续提高，再加上国家近视防控战略、防盲治盲等政策的大力推进促进了居民眼健康意识的不断加强，医疗消费稳步升级，共同促进了公司业绩的稳定增长。

推进多层次医疗服务，形成核心竞争力

公司继续加快医疗网络布局，不断完善省内区域和同城分级连锁体系，扩大网络覆盖范围，多层次眼科医疗服务逐步落地。在医疗网络布局方面、医疗服务深化细分方面和高端医疗方面均加快布局。大力推进眼健康生态圈建设，以合作投资设立的湖南迈欧医疗科技有限公司为基础，稳步延伸拓展产业链。同时公司以“两院”、“六所”、“两站”为核心的科教研体系日趋完善，形成高水平科研成果，发挥独特平台优势，形成自身核心竞争力。在业务布局上，公司加强国际化战略的推进。公司致力于打造全球眼科健康“生态圈”，坚持国际化的战略计划，构建全球化的发展平台。与世界一流眼科医疗机构新加坡国立眼科中心(SNEC)、新加坡眼科研究所(AERI)签署战略合作框架协议备忘录，加强在学术科研、人才培养以及技术转化等多方面开展密切的合作，推动公司产学研水平向国际一流水准发展。同时公司拥有较为完善的激励机制，在人才招聘与培养等方面优势突出。

加强人才队伍建设，完善医疗管理体系

公司创新人才培养方式，全面推进实施“光子计划”、“博才计划”等眼科高层次人才培养项目，优化医疗人才结构。同时，公司设立爱尔管理学院培养眼科高端管理人才，加强人才队伍建设。医疗管理方面，公司推行医疗质量省区管理，加强医疗质量管理。同时在布局方面做大做强省会医院，重点发展地级医院，加快眼视光门诊(诊所)布局，与省区管理形成呼应协同发展，实现医疗管理体系的完善。

估值与评级

作为全国眼科龙头，公司规模效应逐渐显现，营业规模与业绩有望保持稳步提升，预计2019-2021年净利润分别为13.42/17.68/23.33亿元，对应EPS为0.43/0.57/0.75元/股，维持“买入”评级。

风险提示：政策风险，人才流失风险，市场竞争风险，海外市场发展不及预期风险，经营管理风险等

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	36.6元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,097.81
流通A股股本(百万股)	2,512.73
A股总市值(百万元)	113,379.89
流通A股市值(百万元)	91,965.82
每股净资产(元)	1.93
资产负债率(%)	44.42
一年内最高/最低(元)	38.80/24.40

作者

郑薇 分析师
SAC执业证书编号: S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《爱尔眼科-半年报点评:半年报业绩喜人,眼科龙头稳健成长》2019-08-22
- 2 《爱尔眼科-公司深度研究:十年十倍,通过爱尔看优秀公司成长记》2019-07-23
- 3 《爱尔眼科-年报点评报告:全国眼科连锁服务龙头,2019继续稳步前行》2019-04-27

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,962.85	8,008.57	10,250.97	13,121.25	16,795.20
增长率(%)	49.06	34.31	28.00	28.00	28.00
EBITDA(百万元)	1,321.89	1,938.41	1,984.53	2,568.42	3,384.98
净利润(百万元)	742.51	1,008.94	1,342.08	1,768.14	2,332.70
增长率(%)	33.19	35.88	33.02	31.75	31.93
EPS(元/股)	0.24	0.33	0.43	0.57	0.75
市盈率(P/E)	152.70	112.38	84.48	64.12	48.60
市净率(P/B)	21.74	19.92	15.63	14.03	12.24
市销率(P/S)	19.01	14.16	11.06	8.64	6.75
EV/EBITDA	35.22	31.59	55.24	42.19	31.72

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,560.03	1,289.91	2,562.74	3,936.37	5,038.56
应收票据及应收账款	513.72	882.51	594.32	654.39	943.95
预付账款	129.17	105.90	255.86	186.23	364.27
存货	273.82	359.05	502.97	558.21	843.25
其他	204.25	588.81	661.77	454.70	933.01
流动资产合计	3,680.99	3,226.17	4,577.66	5,789.90	8,123.04
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,131.40	1,465.28	1,508.60	1,537.10	1,543.72
在建工程	125.60	202.85	157.71	142.63	115.58
无形资产	523.07	512.31	489.07	465.82	442.57
其他	3,851.77	4,219.96	4,085.97	3,981.82	3,853.51
非流动资产合计	5,631.84	6,400.41	6,241.34	6,127.36	5,955.37
资产总计	9,312.83	9,626.58	10,819.00	11,917.26	14,078.41
短期借款	0.00	280.00	68.94	220.97	108.37
应付票据及应付账款	710.62	942.61	1,058.62	1,516.55	1,830.67
其他	1,409.51	818.89	1,622.60	1,412.53	2,072.73
流动负债合计	2,120.13	2,041.50	2,750.16	3,150.05	4,011.78
长期借款	1,467.12	1,319.98	290.85	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	253.54	294.55	183.15	243.75	240.48
非流动负债合计	1,720.66	1,614.53	474.00	243.75	240.48
负债合计	3,840.78	3,656.03	3,224.16	3,393.80	4,252.26
少数股东权益	255.96	277.74	340.38	440.89	565.20
股本	1,585.98	2,383.38	3,097.81	3,097.81	3,097.81
资本公积	2,252.23	1,336.69	1,336.69	1,336.69	1,336.69
留存收益	3,842.70	3,459.34	4,156.65	4,984.76	6,163.14
其他	(2,464.82)	(1,486.60)	(1,336.69)	(1,336.69)	(1,336.69)
股东权益合计	5,472.05	5,970.55	7,594.84	8,523.46	9,826.16
负债和股东权益总	9,312.83	9,626.58	10,819.00	11,917.26	14,078.41

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	792.76	1,065.85	1,342.08	1,768.14	2,332.70
折旧摊销	291.02	372.79	85.08	89.83	93.68
财务费用	28.49	54.88	25.22	(10.20)	(30.55)
投资损失	(39.97)	(46.22)	(35.79)	(40.66)	(40.89)
营运资金变动	590.95	(562.92)	846.95	530.25	(96.85)
其它	(332.84)	515.49	62.64	100.52	124.31
经营活动现金流	1,330.40	1,399.87	2,326.18	2,437.87	2,382.40
资本支出	2,582.48	561.77	171.39	19.41	53.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(5,286.48)	(2,366.37)	(195.60)	(58.75)	(62.37)
投资活动现金流	(2,704.00)	(1,804.61)	(24.21)	(39.34)	(9.11)
债权融资	1,747.47	1,715.65	492.16	397.09	249.75
股权融资	2,338.96	(100.52)	839.12	10.20	30.55
其他	(1,114.17)	(2,417.89)	(2,360.41)	(1,432.20)	(1,551.42)
筹资活动现金流	2,972.26	(802.76)	(1,029.13)	(1,024.90)	(1,271.11)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,598.66	(1,207.50)	1,272.84	1,373.63	1,102.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,962.85	8,008.57	10,250.97	13,121.25	16,795.20
营业成本	3,203.07	4,244.81	5,433.35	6,954.26	8,901.45
营业税金及附加	13.45	12.92	23.58	30.18	38.63
营业费用	774.03	825.55	1,322.79	1,724.03	2,099.40
管理费用	845.94	1,071.92	1,437.54	1,769.77	2,255.41
研发费用	41.10	97.49	125.06	160.08	204.90
财务费用	42.66	45.06	25.22	(10.20)	(30.55)
资产减值损失	40.99	185.56	45.00	45.00	45.00
公允价值变动收益	0.00	(38.43)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	39.97	46.22	35.79	40.66	40.89
其他	(149.63)	(40.27)	(71.58)	(81.32)	(81.78)
营业利润	1,111.26	1,557.74	1,874.23	2,488.79	3,321.85
营业外收入	4.77	5.78	9.84	10.29	13.03
营业外支出	88.94	183.30	105.94	126.06	138.43
利润总额	1,027.09	1,380.22	1,778.13	2,373.02	3,196.44
所得税	234.33	314.37	373.41	504.37	739.43
净利润	792.76	1,065.85	1,404.72	1,868.65	2,457.01
少数股东损益	50.25	56.91	62.64	100.52	124.31
归属于母公司净利润	742.51	1,008.94	1,342.08	1,768.14	2,332.70
每股收益(元)	0.24	0.33	0.43	0.57	0.75

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	49.06%	34.31%	28.00%	28.00%	28.00%
营业利润	58.64%	40.18%	20.32%	32.79%	33.47%
归属于母公司净利润	33.19%	35.88%	33.02%	31.75%	31.93%
获利能力					
毛利率	46.28%	47.00%	47.00%	47.00%	47.00%
净利率	12.45%	12.60%	13.09%	13.48%	13.89%
ROE	14.24%	17.72%	18.50%	21.88%	25.19%
ROIC	77.56%	42.25%	35.41%	55.77%	82.57%
偿债能力					
资产负债率	41.24%	37.98%	29.80%	28.48%	30.20%
净负债率	-14.85%	7.13%	-27.26%	-41.52%	-48.74%
流动比率	1.74	1.58	1.66	1.84	2.02
速动比率	1.61	1.40	1.48	1.66	1.81
营运能力					
应收账款周转率	14.95	11.47	13.88	21.02	21.02
存货周转率	24.81	25.31	23.78	24.73	23.97
总资产周转率	0.89	0.85	1.00	1.15	1.29
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.33	0.43	0.57	0.75
每股经营现金流	0.43	0.45	0.75	0.79	0.77
每股净资产	1.68	1.84	2.34	2.61	2.99
估值比率					
市盈率	152.70	112.38	84.48	64.12	48.60
市净率	21.74	19.92	15.63	14.03	12.24
EV/EBITDA	35.22	31.59	55.24	42.19	31.72
EV/EBIT	41.38	36.54	57.71	43.72	32.62

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com