

爱尔眼科 (300015)

## 增速环比提升，业绩略超预期

### ——2019年三季度报点评

	赵峻峰 (分析师)	丁丹 (分析师)
	0755-23976629	0755-23976735
	zhaojunfeng@gtjas.com	dingdan@gtjas.com
证书编号	S0880519080017	S0880514030001

#### 本报告导读:

消费升级下眼科医疗服务量价齐升，品牌和规模效应下公司竞争优势不断提升，预计未来5年有望保持30%左右复合增长，维持增持评级。

#### 投资要点:

**维持增持评级。**维持公司2019-2021年EPS预测0.44/0.58/0.76元，考虑板块可比公司估值水平提升，公司作为眼科医疗服务龙头，品牌和规模效应进一步加大，竞争优势不断加强，给予一定估值溢价，给予2020年PE 80X，上调目标价至46.40元，维持增持评级。

**业绩超市场预期。**公司Q1-Q3实现收入77.32亿元(+26.25%)，归母净利润12.31亿元(+37.55%)，扣非净利润12.35亿元(+34.24%)，Q3实现收入29.83亿元(+27.24%)，归母净利润5.36亿元(+38.91%)，扣非净利润5.40亿元(+37.34%)，收入和利润增速环比提升，业绩略超预期。

**品牌和规模效应显著，盈利能力提升。**受益国家近视防控战略、防盲治盲政策大力推进，居民眼健康意识不断加强，医疗消费稳步升级，公司各项业务保持稳健增长。随着高端项目占比提升，毛利率提升0.59pp至48.41%。成熟医院收入平稳增长，盈利能力进一步提升，次新医院处于快速发展阶段，未来将加速贡献业绩。随着公司品牌和规模效应显著，销售/管理费用率下降0.28pp和0.76pp，整体净利率提升1.31pp至16.88%。

**双轮驱动扩张，培育医院注入加速。**公司产业基金培育医院项目储备丰富，且培育期缩短，逐步形成“参与-培育-收购”闭环，助力上市公司业绩高增长持续，公司公告拟收购中信产业基金26家眼科医院（爱尔产业基金培育，中信产业基金先接手后出售），众生药业2家眼科医院，进一步扩大网络版图和强化规模效应，龙头地位日益稳固。

**风险提示：**新医院培育进度低于预期；扩张速度低于预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,963	8,009	10,186	12,982	16,377
(+/-)%	49%	34%	27%	27%	26%
经营利润 (EBIT)	1,122	1,704	2,161	2,770	3,539
(+/-)%	64%	52%	27%	28%	28%
净利润 (归母)	743	1,009	1,364	1,786	2,344
(+/-)%	33%	36%	35%	31%	31%
每股净收益 (元)	0.24	0.33	0.44	0.58	0.76
每股股利 (元)	0.30	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	18.8%	21.3%	21.2%	21.3%	21.6%
净资产收益率 (%)	14.2%	17.7%	20.7%	22.6%	24.0%
投入资本回报率 (%)	24.4%	26.7%	36.5%	43.7%	54.7%
EV/EBITDA	42.3	44.0	33.8	25.8	19.7
市盈率	159.3	117.2	86.7	66.2	50.5
股息率 (%)	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **46.40**

上次预测: 40.60

当前价格: 38.18

2019.10.28

#### 交易数据

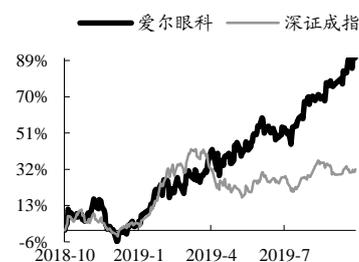
52周内股价区间 (元)	24.40-38.80
总市值 (百万元)	118,274
总股本/流通A股 (百万股)	3,098/2,513
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	81%
日均成交量 (百万股)	11.53
日均成交值 (百万元)	390.24

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,446
每股净资产	2.08
市净率	18.3
净负债率	-12.86%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.07	0.10
Q2	0.09	0.13
Q3	0.12	0.17
Q4	0.04	0.04
全年	0.33	0.44

#### 52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8%	27%	81%
相对指数	8%	24%	53%

#### 相关报告

《拟收购新加坡 ISEC，国际化更进一步》  
2019.08.27

《高增长延续，盈利能力提升》2019.08.26

《业绩符合预期，内生增长稳健持续》  
2019.04.27

《内生增长强劲，龙头地位稳固》2019.02.13

《业绩符合预期，扩张步伐加快》2018.10.29

模型更新时间: 2019.10.28

**股票研究**

必需消费  
医药

爱尔眼科 (300015)

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **46.40**

上次预测: 40.60

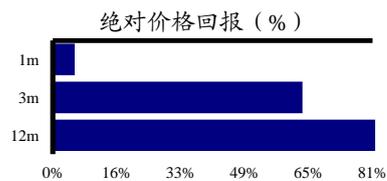
**当前价格:** 38.18

公司网址

www.aierchina.com

**公司简介**

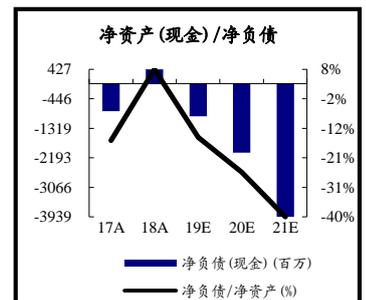
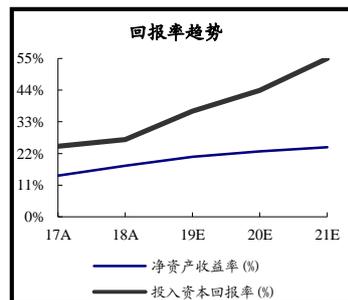
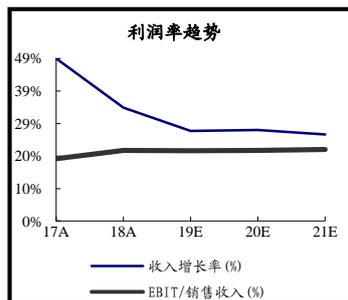
公司是我国最大规模的眼科医疗机构, 致力于引进国际一流的眼科技术与管理方法, 以专业化、规模化、科学化发展战略, 联合国内外战略合作伙伴, 共同推动中国眼科医疗事业的发展。利用人才、技术和管理等方面的优势, 公司通过全国各连锁医院良好的诊疗质量、优质的医疗服务和深入的市场推广, 使自身的市场影响力和渗透力得到迅速的提升, 也使公司成为具有全国影响力的眼科品牌。



52 周价格范围 24.40-38.80  
市值 (百万) 118,274

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	5,963	8,009	10,186	12,982	16,377
营业成本	3,203	4,245	5,426	6,898	8,657
税金及附加	13	13	21	30	38
销售费用	774	826	1,120	1,428	1,802
管理费用	815	1,072	1,457	1,856	2,342
EBIT	1,122	1,704	2,161	2,770	3,539
公允价值变动收益	0	-38	0	0	0
投资收益	40	46	60	0	0
财务费用	43	45	91	62	33
营业利润	1,112	1,558	2,050	2,638	3,417
所得税	234	314	469	613	805
少数股东损益	50	57	72	94	123
净利润	743	1,009	1,364	1,786	2,344
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	2,560	1,290	2,284	3,363	5,259
其他流动资产	21	442	0	0	0
长期投资	1,161	1,522	1,522	1,522	1,522
固定资产合计	1,257	1,668	2,177	2,606	2,845
无形及其他资产	3,171	3,157	3,077	3,055	3,006
资产合计	9,313	9,627	10,698	12,631	15,258
流动负债	2,120	2,042	2,430	2,961	3,598
非流动负债	1,721	1,615	1,320	1,320	1,320
股东权益	5,216	5,693	6,598	7,907	9,774
投入资本(IC)	3,543	4,922	4,461	4,785	4,880
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	866	1,316	1,630	2,089	2,669
折旧与摊销	291	373	499	682	874
流动资金增量	543	-585	17	83	96
资本支出	-603	-809	-1,153	-1,304	-1,299
自由现金流	1,097	295	993	1,550	2,339
经营现金流	1,330	1,400	2,839	2,979	3,790
投资现金流	-2,704	-1,805	-1,093	-1,304	-1,299
融资现金流	2,972	-803	-753	-595	-595
现金流净增加额	1,599	-1,208	994	1,079	1,896
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	49.1%	34.3%	27.2%	27.5%	26.2%
EBIT 增长率	64.0%	51.9%	26.8%	28.2%	27.8%
净利润增长率	33.3%	35.9%	35.2%	30.9%	31.2%
利润率					
毛利率	46.3%	47.0%	46.7%	46.9%	47.1%
EBIT 率	18.8%	21.3%	21.2%	21.3%	21.6%
净利润率	12.5%	12.6%	13.4%	13.8%	14.3%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	14.2%	17.7%	20.7%	22.6%	24.0%
总资产收益率(ROA)	8.0%	10.5%	12.8%	14.1%	15.4%
投入资本回报率(ROIC)	24.4%	26.7%	36.5%	43.7%	54.7%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	27	27	27	27	27
应收账款周转天数	24	32	32	32	32
总资产周转天数	421	432	364	328	311
净利润现金含量	1.79	1.39	2.08	1.67	1.62
资本支出/收入	10%	10%	11%	10%	8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.2%	38.0%	35.1%	33.9%	32.2%
净负债率	-15.6%	7.5%	-14.6%	-25.8%	-40.3%
<b>估值比率</b>					
PE	159.3	117.2	86.7	66.2	50.5
PB	11.6	16.0	13.8	11.5	9.3
EV/EBITDA	42.3	44.0	33.8	25.8	19.7
P/S	10.2	11.4	8.9	7.0	5.6
股息率	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		