

医药/必需消费

爱尔眼科(300015)

Q2 强势复苏，短期无惧长期无忧

——2020 年中报点评

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

本报告导读：

整体看 Q2 业务回升的拐点日益显著，验证了眼科医疗市场短期无惧、长期无忧的发展趋势，维持增持评级。

投资要点：

维持增持评级。眼科医疗服务市场短期无惧、长期无忧，整体看 Q2 业务回升拐点显著，维持 2020-2022 年 EPS 预测 0.41/0.54/0.72 元，参考可比公司估值，给予 2021 年 PE120 X，上调目标价至 63.6 元，维持增持评级。

业绩符合预期。公司 2020 年 H1 实现收入 41.64 亿元 (-12.32%)，归母净利润 6.76 亿元 (-2.72%)，扣非归母净利润 5.79 亿元 (-16.69%)，其中 Q2 实现收入 25.22 亿元(+0.72%)，归母净利润 5.97 亿元(+50.51%)，扣非归母净利润 5.53 亿元(+30.69%)，环比加速恢复，符合市场预期。2020H1 整体毛利率下降 3.41pp 至 43.73% (收入下降且结构发生变化，但人工、折旧等支出相对稳定导致)，疫情影响下市场推广活动、差旅费等有所减少，H1 期间费用率微降 0.44pp，销售净利率同比提升 1.54pp 至 16.93%。

刚需彰显韧性，视光业务快速恢复。应对疫情，公司紧跟患者需求开设特色服务 (开放夜间视光门诊、节假日正常门诊、专家在线/电话专线问诊)，加快数字化转型，推进互联网医院建设 (已累计 57 家)，加强线上线下联动，Q2 随各中小学的陆续返校，视光项目刚性需求得以释放快速恢复，境内 6 月的传统高考季高峰延迟，但 7 月整体业绩快速提升，整体看 Q2 业务回升的拐点日益显著，全年各项目有望恢复收入正增长。

实施完成并购重组，进一步完善全国网络布局。上半年完成并购重组收购 30 家医院，进一步完善了公司全国网络战略布局，加固了公司行业地位，扩大了服务范围，为公司的“二次创业”提供坚实的基础。

风险提示：疫情反复业务恢复不及预期，医院扩张低于预期。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,009	9,990	11,813	15,248	19,734
(+/-)%	34%	25%	18%	29%	29%
经营利润 (EBIT)	1,756	2,397	2,809	3,613	4,748
(+/-)%	56%	37%	17%	29%	31%
净利润 (归母)	1,009	1,379	1,675	2,226	2,956
(+/-)%	36%	37%	21%	33%	33%
每股净收益 (元)	0.24	0.33	0.41	0.54	0.72
每股股利 (元)	0.20	0.15	0.11	0.11	0.11

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	21.9%	24.0%	23.8%	23.7%	24.1%
净资产收益率 (%)	17.7%	20.9%	18.9%	20.9%	22.4%
投入资本回报率 (%)	17.6%	19.5%	18.8%	20.4%	22.0%
EV/EBITDA	29.65	42.47	61.18	47.90	36.76
市盈率	189.34	138.54	114.03	85.82	64.62
股息率 (%)	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：63.60

上次预测：41.41

当前价格：46.35

2020.08.27

交易数据

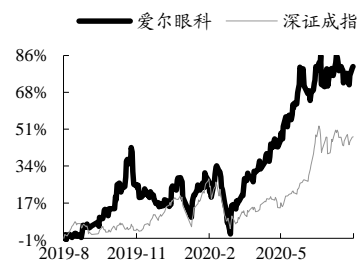
52 周内股价区间 (元)	33.29-50.02
总市值 (百万元)	191,032
总股本/流通 A 股 (百万股)	4,122/3,417
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	83%
日均成交量 (百万股)	26.68
日均成交值 (百万元)	1183.77

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,285
每股净资产	1.77
市净率	26.2
净负债率	1.61%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.07	0.02
Q2	0.10	0.14
Q3	0.13	0.20
Q4	0.04	0.05
全年	0.33	0.41

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	24%	80%
相对指数	-0%	-5%	34%

相关报告

阶段性受疫情影响，刚需恢复加速 2020.05.05

持续量价齐升，业绩符合预期 2020.05.04

增速环比提升，业绩略超预期 2019.10.28

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

模型更新时间: 2020.08.27

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: 63.60

上次预测: 41.41

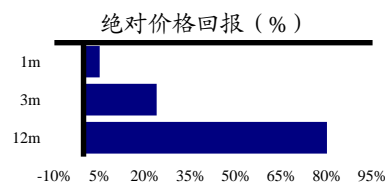
当前价格: 46.35

公司网址

www.aierchina.com

公司简介

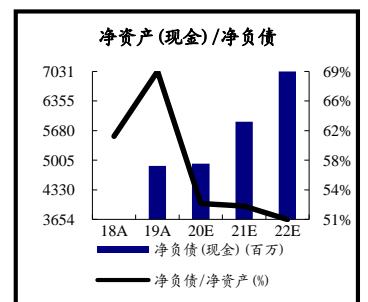
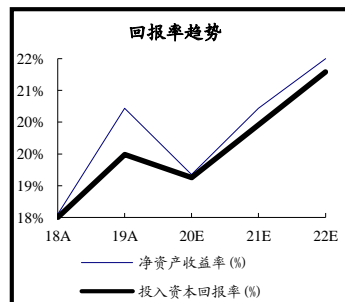
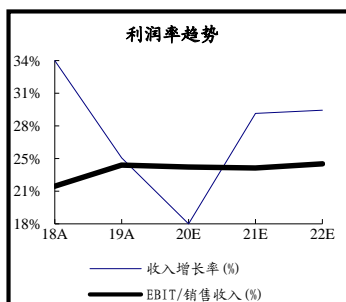
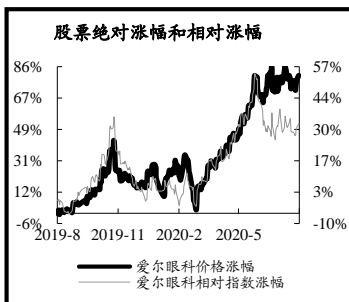
公司是我国最大规模的眼科医疗机构,致力于引进国际一流的眼科技术与管理方法,以专业化、规模化、科学化作为发展战略,联合国内外战略合作伙伴,共同推动中国眼科医疗事业的发展。利用人才、技术和管理等方面的优势,公司通过全国各连锁医院良好的诊疗质量、优质的医疗服务和深入的市场推广,使自身的市场影响力和渗透力得到迅速的提升,也使公司成为具有全国影响力的眼科品牌。



52 周内价格范围 33.29-50.02
市值 (百万) 191,032

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,009	9,990	11,813	15,248	19,734
营业成本	4,245	5,065	5,965	7,636	9,802
税金及附加	13	22	26	34	44
销售费用	826	1,049	1,240	1,601	2,072
管理费用	1,072	1,305	1,595	2,135	2,763
EBIT	1,756	2,397	2,809	3,613	4,748
公允价值变动收益	-38	-56	-60	-78	-101
投资收益	46	113	118	152	118
财务费用	45	76	89	104	119
营业利润	1,558	2,022	2,432	3,169	4,146
所得税	314	409	502	667	886
少数股东损益	57	52	64	86	114
净利润	1,009	1,379	1,675	2,226	2,956
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,290	2,140	3,414	5,314	8,069
其他流动资产	434	36	36	36	36
长期投资	0	1	1	1	1
固定资产合计	1,465	1,765	2,100	2,439	2,785
无形及其他资产	2,114	676	703	736	767
资产合计	9,627	11,895	14,267	17,106	20,898
流动负债	2,042	2,879	2,628	3,289	4,138
非流动负债	1,615	1,993	2,293	2,593	2,893
股东权益	5,971	7,023	9,346	11,224	13,867
投入资本(IC)	7,686	9,548	11,591	13,769	16,712
现金流量表					
NOPLAT	1,356	1,865	2,180	2,804	3,684
折旧与摊销	373	504	299	324	315
流动资金增量	587	6	5	-31	-29
资本支出	-809	-740	-1,458	-1,095	-1,083
自由现金流	1,507	1,635	1,025	2,002	2,888
经营现金流	1,400	2,078	2,555	3,261	4,176
投资现金流	-1,805	-1,759	-1,471	-1,091	-1,137
融资现金流	-803	164	189	-269	-284
现金流净增加额	-1,208	484	1,273	1,901	2,755
财务指标					
成长性					
收入增长率	34.3%	24.7%	18.2%	29.1%	29.4%
EBIT 增长率	55.9%	36.5%	17.2%	28.6%	31.4%
净利润增长率	35.9%	36.7%	21.5%	32.9%	32.8%
利润率					
毛利率	47.0%	49.3%	49.5%	49.9%	50.3%
EBIT 率	21.9%	24.0%	23.8%	23.7%	24.1%
净利润率	12.6%	13.8%	14.2%	14.6%	15.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	17.7%	20.9%	18.9%	20.9%	22.4%
总资产收益率(ROA)	11.1%	12.0%	12.2%	13.5%	14.7%
投入资本回报率(ROIC)	17.6%	19.5%	18.8%	20.4%	22.0%
运营能力					
存货周转天数	30.9	27.0	28.3	27.8	28.0
应收账款周转天数	40.2	43.1	42.1	42.5	42.4
总资产周转率	438.7	434.6	440.8	409.5	386.5
净利润现金含量	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4
资本支出/收入	10.1%	7.4%	12.3%	7.2%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	38.0%	41.0%	34.5%	34.4%	33.6%
净负债率	61.2%	69.4%	52.7%	52.4%	50.7%
估值比率					
PE	189.34	138.54	114.03	85.82	64.62
PB	19.04	24.73	21.58	17.95	14.50
EV/EBITDA	29.65	42.47	61.18	47.90	36.76
P/S	13.79	14.37	16.17	12.53	9.68
股息率	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%



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		