

投资评级 优于大市 维持

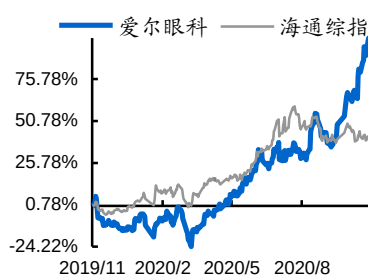
股票数据

11 月 13 日收盘价(元) 68.85
52 周股价波动(元) 34.20-70.36
总股本/流通 A 股(百万股) 4122/3417
总市值/流通市值(百万元) 283767/235228

相关研究

《内生净利润高增长, 20Q1 彰显强大抗风险能力, 未来竞争格局有望优化》2020.05.04

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	18.6	38.1	55.1
相对涨幅 (%)	18.2	33.2	50.3

资料来源: 海通证券研究所

疫情之后业绩恢复强劲, 内生外延高速增长, 竞争力不断加强

投资要点:

- **疫情之后业绩恢复强劲, 三季度归母净利润增速超 60%。**公司近期发布 2020 年三季报, 公司 2020 年前三季度收入 85.65 亿元 (+11%); 归母净利润 15.46 亿元 (+26%), 扣非归母净利润 15.81 亿元 (+28%)。其中 2020 年 Q3 收入 44.02 亿元 (+48%)、归母净利润 8.70 亿元 (+62%), 扣非归母净利润 10.02 亿元 (+85%)。
- **疫情下眼科需求上升+承接 6 月高考延迟需求+并表贡献, 内生增速强劲。**我们认为公司三季度业绩高速增长, 主要来自 Q3 承接 6 月高考延迟的需求, 以及疫情之下居民用药频率提升导致眼科疾病需求上升、眼科消费意识提升都能原因, 彰显出眼科赛道的高景气度, 以及公司作为眼科龙头的强大竞争力。
- **费用端下降明显, 净利率提升明显, 现金流持续充盈, 经营质量稳定提升。**疫情期间各项成本与费用下降, 使公司前三季度销售费用率 8.65% (-1.91pct)、管理费用率 11.56% (-0.73pct), 财务费用率 0.79% (+0.3pct), 净利率 19.62% (+2.74pct)。公司经营性现金流净额 25.5 亿, 同增 38%, 环比 H1 提升明显, 经营质量稳定提升。
- **盈利预测与投资建议:** 我们认为疫情之后公司恢复强劲, 经营趋势持续向好, 长期竞争力与护城河不断增强。预计公司 2020-22 年净利润为 17.89、23.10、30.29 亿元, 同比增 30%、29%、31%。考虑公司内生+外延的确定性增长, 我们采用绝对估值法测算, 给予爱尔眼科合理市值区间 3102-3554 亿元 (永续增长率=1.5%-2.5%), 对应合理价值区间 75.27-86.22 元/股, 对应 2021 年 PE 134-154 倍, 维持“优于大市”评级。
- **风险提示:** 医疗事故的风险; 并购基金医院延迟注入的风险。

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@htsec.com

证书:S0850513110005

联系人:梁广楷

Tel:(010)56760096

Email:lgk12371@htsec.com

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8009	9990	11493	14764	18428
(+/-)YoY(%)	34.3%	24.7%	15.0%	28.5%	24.8%
净利润(百万元)	1009	1379	1789	2310	3029
(+/-)YoY(%)	35.9%	36.7%	29.7%	29.2%	31.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.24	0.33	0.43	0.56	0.73
毛利率(%)	47.0%	49.3%	47.5%	49.4%	49.6%
净资产收益率(%)	17.7%	20.9%	19.0%	19.6%	20.4%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 爱尔眼科 2019 年十大门店收入利润拆分

医院名称	持股比例	收入 (万元)			归母净利润 (万元)		
		2018	2019	同比增 (%)	2018	2019	同比增 (%)
长沙爱尔	100%	34161	39178	15%	11873	13405	13%
武汉爱尔	100%	46578	54603	17%	9535	12335	29%
成都爱尔	100%	31278	37543	20%	8422	11079	32%
沈阳爱尔	100%	34623	37464	8%	6837	6443	-6%
重庆爱尔	100%	25849	25830	0%	4860	5795	19%
衡阳爱尔	100%	14299	16314	14%	3860	4922	28%
东莞爱尔	90%	11680	16253	39%	2345	3939	68%
深圳爱尔	68%	18029	23259	29%	1812	2403	33%
广州爱尔	95%	18437	21676	18%	2505	3375	35%
南宁爱尔	90%	13257	15832	19%	1266	2702	113%
前十合计		248188	287952	16%	53315	66398	25%
非前十合计		461265	608920	32%	38992	62462	60%
国内外总计		800857	999010	25%	100894	137892	37%
海外合计		91404	102138	12%	8587	9032	5%
Clínica Baviera S.A	80%	85525	96085	12%	9337	9887	6%
AW Healthcare	75%	5879	6053	3%	1512	1519	0%

资料来源: 公司 2018-19 年报, 海通证券研究所

表 2 爱尔眼科分项收入预测

	2019	2020E	2021E	2021E
屈光手术收入 (亿元)	35.3	41.2	53.8	66.5
屈光增长率 (%)	25.6%	16.7%	30.6%	23.6%
白内障手术收入 (亿元)	17.6	18.4	21.3	24.6
白内障增长率 (%)	14%	5%	15%	15%
视光业务收入 (亿元)	19.3	24.3	32.8	44.3
视光增长率 (%)	30.7%	26.0%	35.0%	35.0%
眼前段手术收入 (亿元)	11.1	11.8	14.8	17.0
眼前段增长率 (%)	12.7%	7.0%	25.0%	15.0%
眼后段手术收入 (亿元)	7.0	8.0	10.4	13.0
眼后段增长率 (%)	28.3%	15.0%	30.0%	25.0%
其他医疗收入 (亿元)	9.5	10.9	14.2	18.5
其他医疗增长率 (%)	48.7%	15.0%	30.0%	30.0%
其他销售 (亿元)	0.16	0.19	0.29	0.38
其他销售增长率 (%)	43.3%	20.0%	50.0%	30.0%
合计收入 (亿元)	99.9	114.9	147.6	184.3
合计增长率 (%)	24.7%	15.0%	28.5%	24.8%

资料来源: 爱尔眼科 2019 年报, 海通证券研究所

表 3 爱尔眼科股权价值敏感性分析 (亿元)

WACC/永续增长率	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
6.5%	3768	4051	4398	4830	5387
7.0%	3310	3530	3794	4116	4520
7.5%	2929	3102	3307	3554	3854
8.0%	2609	2747	2909	3101	3330
8.5%	2337	2449	2578	2729	2908

资料来源: 爱尔眼科招股说明书, 2009-19 年报, Wind, 海通证券研究所

表 4 可比公司估值比较

		EPS（元）				PE（倍）				PEG（2020）
可比公司		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
通策医疗	242.80	1.44	1.74	2.31	3.01	169	140	105	81	5.0
泰格医药	124.61	1.13	1.70	1.96	2.40	110	73	64	52	2.1
恒瑞医药	85.50	1.20	1.23	1.58	1.98	71	69	54	43	2.7
						117	94	74	59	3.3

资料来源：Wind 一致性预测，海通证券研究所，备注：收盘价日期 20201113

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	9990	11493	14764	18428
每股收益	0.33	0.43	0.56	0.73	营业成本	5065	6034	7477	9296
每股净资产	1.60	2.29	2.86	3.61	毛利率%	49.3%	47.5%	49.4%	49.6%
每股经营现金流	0.50	0.75	0.83	1.03	营业税金及附加	22	26	33	41
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	1049	994	1506	1880
P/E	205.79	158.65	122.83	93.68	营业费用率%	10.5%	8.6%	10.2%	10.2%
P/B	43.03	30.08	24.08	19.09	管理费用	1305	1317	1929	2407
P/S	21.35	24.69	19.22	15.40	管理费用率%	13.1%	11.5%	13.1%	13.1%
EV/EBITDA	42.47	83.87	70.00	56.81	EBIT	2397	2992	3636	4528
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	76	101	85	72
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.8%	0.9%	0.6%	0.4%
毛利率	49.3%	47.5%	49.4%	49.6%	资产减值损失	-314	-692	-622	-560
净利率	13.8%	15.6%	15.6%	16.4%	投资收益	113	196	252	315
净资产收益率	20.9%	19.0%	19.6%	20.4%	营业利润	2022	2522	3310	4425
资产回报率	11.6%	11.5%	12.1%	12.8%	营业外收支	-182	-304	-217	-284
投资回报率	19.5%	19.0%	17.8%	17.8%	利润总额	1840	2218	3093	4141
盈利增长 (%)					EBITDA	2902	3365	4010	4901
营业收入增长率	24.7%	15.0%	28.5%	24.8%	所得税	409	412	711	952
EBIT 增长率	36.5%	24.8%	21.5%	24.5%	有效所得税率%	22.2%	18.6%	23.0%	23.0%
净利润增长率	36.7%	29.7%	29.2%	31.1%	少数股东损益	52	18	71	159
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1379	1789	2310	3029
资产负债率	41.0%	36.4%	35.4%	34.1%					
流动比率	1.40	2.22	2.58	2.91	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.23	2.05	2.41	2.74	货币资金	1840	4445	6526	9357
现金比率	0.64	1.33	1.59	1.84	应收账款及应收票据	1180	1357	1744	2176
经营效率指标					存货	374	446	552	687
应收账款周转天数	43.11	43.11	43.11	43.11	其它流动资产	633	1146	1790	2581
存货周转天数	26.97	26.97	26.97	26.97	流动资产合计	4027	7394	10613	14802
总资产周转率	0.84	0.74	0.78	0.78	长期股权投资	1	1	1	1
固定资产周转率	5.66	5.50	6.08	6.62	固定资产	1765	2091	2429	2783
					在建工程	361	543	780	1087
					无形资产	555	600	645	690
					非流动资产合计	7868	8129	8427	8773
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	11895	15524	19039	23574
净利润	1379	1789	2310	3029	短期借款	580	667	867	1127
少数股东损益	52	18	71	159	应付票据及应付账款	1092	1301	1612	2004
非现金支出	884	1065	996	934	预收账款	151	174	224	279
非经营收益	5	129	29	66	其它流动负债	1056	1192	1411	1680
营运资金变动	-242	71	-6	41	流动负债合计	2879	3334	4114	5090
经营活动现金流	2078	3072	3401	4229	长期借款	1636	1951	2267	2583
资产	-740	-1603	-1473	-1511	其它长期负债	358	358	358	358
投资	-1116	-464	-552	-683	非流动负债合计	1993	2309	2625	2941
其他	96	330	375	440	负债总计	4872	5643	6738	8031
投资活动现金流	-1759	-1736	-1650	-1754	实收资本	3098	4122	4122	4122
债权募资	2846	403	516	576	归属于母公司所有者权益	6594	9433	11783	14866
股权募资	91	1024	0	0	少数股东权益	429	447	518	678
其他	-2772	-157	-186	-220	负债和所有者权益合计	11895	15524	19039	23574
融资活动现金流	164	1270	330	356					
现金净流量	488	2605	2081	2831					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：人福医药,凯莱英,南微医学,华兰生物,片仔癀,迈瑞医疗,贝达药业,鱼跃医疗,泰格医药,万孚生物,贝瑞基因,天宇股份,康弘药业,老百姓,心脉医疗,金域医学,益丰药房,恒瑞医药,通策医疗,吉贝尔,新产业,天坛生物,长春高新,百奥泰-U,爱尔眼科,成都先导,普洛药业,药明康德,国药股份,山东药玻

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。