大事连连，再创佳绩

方正证券研究所证券研究报告

爱尔眼科(300015)　　公司研究

医药生物行业　　公司财报点评

2019.10.26/强烈推荐(维持)

首席医药分析师： 周小刚

执业证书编号： S1220517070001

TEL：

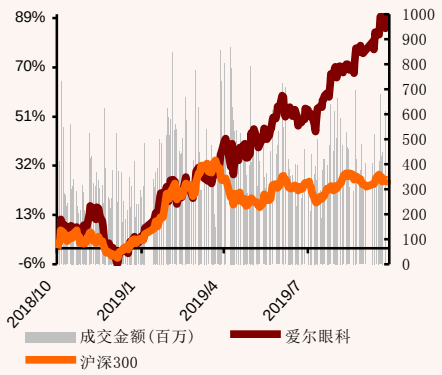
E-mail zhouxiaogang@foundersc.com

联系人： 张一弛

TEL：

E-mail： zhangyichi@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《进军东南亚，国际化战略再下一城》2019.08.27

《业绩符合预期，大视光业务持续高增长》2019.08.23

《业绩符合预期，并购基金助力扩张》2019.07.11

请务必阅读最后特别声明与免责条款

爱尔眼科于 2019 年 10 月 25 日发布 2019 年第三季度报告。公司 2019 年前三季度实现收入 77.32 亿元，同比增长 26.25%；实现归母净利润 12.31 亿元，同比增长 37.55%；实现扣非归母净利润 12.35 亿元，同比增长 34.24%。整体业绩增长亮眼，符合我们的预期。

视光、屈光业务拉动暑期旺季业绩加速。公司 Q1-Q3 单季度收入增速分别为 28.50%、23.18%和 27.24%，Q1-Q3 单季度扣非归母利润增速分别为 30.15%、33.10%和 37.34%，呈现逐季加速的态势。若扣除增速较低的海外医院，**我们预计单季度公司国内医院收入增速接近 30%，扣非利润增速接近 40%。**前三季度毛利率为 48.41%，同比提升 0.58pct；销售费用率为 10.56%，同比下降 0.28pct；管理费用率为 12.29%，同比下降 0.76pct；研发费用率为 1.45%，同比提升 0.46pct。净利率为 16.88%，同比提升 1.31pct。

内生增长强劲，国际化战略+并购基金推动持续外延。

内生增长强劲，口碑效应突显。我们认为，公司成熟医院依然保持了较快的业绩增长，短期虽受白内障医保控费的影响，但公司均衡的业务结构与视光、屈光等近视相关的自费项目的高增长，已经基本抵消了白内障业务的压力。同时，伴随公司品牌能力的加强与激励机制的完善和兑现，销售费用率持续下降，医生加入的意愿持续提升，为公司整体强劲的内生，打下了坚实的基础。

国际化战略推进，进军东南亚市场。公司于 2019 年 8 月 26 日发布了关于向 ISEC 股东发起要约收购的公告，收购东南亚知名连锁眼科机构（11 家），进军 **6.5 亿人口**的东南亚市场。

并购基金弹药充足，再次装入体外医院，业绩持续增长可期。公司分别于 2019 年 7 月 11 日和 8 月 22 日，成立了芜湖远翔和湖南亮视晨星并购基金，规模分别为 10 亿和 15 亿元，为后续体外扩张提供了充足的弹药。公司于 2019 年 10 月 23 日，公告关于筹划发行股份及支付现金购买资产的公告，拟收购 26 家并购基金的医院，以及湛江奥理德视光中心与宣城市眼科医院，为后续持续增长，做好了充足的准备。

引入知名战略投资人，大额慈善捐赠惠及眼科行业。公司于 2019 年 8 月 31 日公告，引入战略投资人高瓴资本与淡马锡；并准备在此次医院收购中，引入中信产业基金，进一步完善了股东结构。同时，公司于 2019 年 8 月 31 日公告，爱尔投资拟分阶段捐赠 1 亿股至湖南省湘江公益基金会。我们认为，公司这一系

列动作：1、将推动公司中心城市医院建设，打造服务能力、学术、人才的制高点；2、将推动合伙人计划，吸引更多的医生与管理人才，稳步推进网点的扩张；3、将推动我国眼科行业人才、技术的进步升级；4、将为更多的患者，提供可及的眼健康服务，真正践行了公司长期以来的使命：使所有人，无论贫穷富裕，都享有眼健康的权利。

盈利预测：我们预计 2019-2021 年归母净利润分别为 13.16 亿元、17.22 亿元、22.54 亿元，同比分别增长 30%、31%、31%，公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.42 元、0.56 元、0.73 元。对应 2019-2021 年 PE 估值分别为 90X、69X 和 52X。维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：医院增长与盈利情况不达预期；医生增加数量不达预期；医疗事故风险；突发事件风险

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8008.57	10076.17	12808.65	16406.05
(+/-)(%)	34.31	25.82	27.12	28.09
净利润	1008.94	1316.38	1722.02	2254.26
(+/-)(%)	35.88	30.47	30.81	30.91
EPS(元)	0.33	0.42	0.56	0.73
P/E	117.23	89.85	68.68	52.47

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3226.17	5196.68	7242.09	10519.89
现金	1289.91	3107.86	4712.10	7418.85
应收账款	882.51	776.12	1052.61	1306.59
其它应收款	146.90	258.05	296.04	399.67
预付账款	105.90	174.44	195.34	266.72
存货	359.05	438.31	545.14	687.46
其他	441.91	441.91	440.86	440.61
非流动资产	6400.41	6777.85	6969.80	7150.64
长期投资	1522.18	1565.28	1609.94	1653.81
固定资产	1668.13	1802.51	1860.04	1859.47
无形资产	3075.34	3275.31	3365.07	3502.61
其他	134.75	134.75	134.75	134.75
资产总计	9626.58	12688.96	14926.32	18384.97
流动负债	2041.50	2965.37	3346.34	4370.56
短期借款	280.00	280.00	280.00	280.00
应付账款	942.61	0.00	0.00	0.00
其他	818.89	2685.37	3066.34	4090.56
非流动负债	1614.53	1614.53	1614.53	1614.53
长期借款	1319.98	1319.98	1319.98	1319.98
其他	294.55	294.55	294.55	294.55
负债合计	3656.03	4579.90	4960.87	5985.09
少数股东权益	277.74	385.44	519.82	699.98
股本	2383.38	3097.81	3097.81	3097.81
资本公积	1336.69	1336.69	1336.69	1336.69
留存收益	2122.65	3439.03	5161.05	7415.30
归属母公司股东权益	5692.81	7723.62	9445.64	11699.90
负债和股东权益	9626.58	12688.96	14926.32	18384.97

现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**1399.87**	**2657.76**	**2348.59**	**3498.82**
净利润	1065.85	1424.08	1856.39	2434.42
折旧摊销	372.79	336.01	404.27	473.99
财务费用	54.88	38.60	38.60	38.60
投资损失	-46.22	-43.09	-44.66	-43.88
营运资金变动	-267.69	771.32	-61.26	452.91
其他	220.26	130.85	155.24	142.77
投资活动现金流	-1804.61	-801.20	-705.75	-753.48
资本支出	-808.62	-801.20	-705.75	-753.48
长期投资	-1042.03	0.00	0.00	0.00
其他	46.04	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-802.76	-38.60	-38.60	-38.60
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	69.68	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-243.28	-116.90	-180.09
其他	-872.44	204.68	78.30	141.49
现金净增加额	-1207.50	1817.96	1604.24	2706.74

利润表	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8008.57	10076.17	12808.65	16406.05
营业成本	4244.81	5344.89	6784.22	8683.54
营业税金及附加	12.92	19.49	22.72	30.42
营业费用	825.55	1244.41	1581.87	2026.15
管理费用	1071.92	1410.66	1793.21	2296.85
财务费用	45.06	-0.10	-54.64	-102.76
资产减值损失	185.56	0.00	1.05	0.25
公允价值变动收益	-38.43	0.00	0.00	0.00
投资净收益	46.22	43.09	44.66	43.88
营业利润	1557.74	1975.41	2558.41	3295.55
营业外收入	5.78	0.00	0.00	0.00
营业外支出	183.30	0.00	0.00	0.00
利润总额	1380.22	1844.57	2404.23	3153.03
所得税	314.37	420.49	547.83	718.61
净利润	1065.85	1424.08	1856.39	2434.42
少数股东损益	56.91	107.70	134.38	180.17
归属母公司净利润	1008.94	1316.38	1722.02	2254.26
EBITDA	2128.67	2241.59	2838.78	3597.00
EPS（元）	0.33	0.42	0.56	0.73

主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	0.34	0.26	0.27	0.28
营业利润	0.40	0.27	0.30	0.29
归属母公司净利润	0.36	0.30	0.31	0.31
获利能力				
毛利率	0.47	0.47	0.47	0.47
净利率	0.13	0.13	0.13	0.14
ROE	0.18	0.17	0.18	0.19
ROIC	0.28	0.28	0.35	0.47
偿债能力				
资产负债率	0.38	0.36	0.33	0.33
净负债比率	0.30	0.22	0.18	0.15
流动比率	1.58	1.75	2.16	2.41
速动比率	1.40	1.60	2.00	2.25
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.90	0.93	0.99
应收账款周转率	11.47	12.15	14.02	13.92
应付账款周转率	9.69	21.38	—	—
每股指标(元)				
每股收益	0.33	0.42	0.56	0.73
每股经营现金	0.45	0.86	0.76	1.13
每股净资产	1.84	2.49	3.05	3.78
估值比率				
P/E	117.23	89.85	68.68	52.47
P/B	20.78	15.31	12.52	10.11
EV/EBITDA	42.95	-0.62	-1.06	-1.59

数据来源：wind 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com