

**爱尔眼科(300015)/医疗服务**
**3季报业绩靓丽，高研发投入助力长期成长**
**评级：买入(维持)**

市场价格：38.18

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师：王超

执业证书编号：S0740519060001

Email: wangchao@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	3098
流通股本(百万股)	2513
市价(元)	38.18
市值(亿元)	1182
流通市值(亿元)	778

**股价与行业-市场走势对比**
**相关报告**

1 爱尔眼科(300015)-公司点评：业绩符合预期，经营旺季延续高增长-买入-(中泰证券\_江琦\_王超)20191015

2 爱尔眼科(300015)-公司点评：加速医疗网络布局，半年报业绩靓丽-买入-(中泰证券\_江琦\_王超)20190823

3 爱尔眼科(300015)-公司点评：业绩保持高增长，渠道下沉是本年度新看点-买入-(中泰证券\_江琦\_王超)20190712

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5962.85	8008.57	10175.16	12742.3	15800.2
增长率 yoy%	49.06%	34.31%	27.05%	25.23%	24.00%
净利润	742.51	1008.94	1387.42	1870.11	2445.07
增长率 yoy%	33.31%	35.88%	37.51%	34.79%	30.74%
每股收益(元)	0.47	0.42	0.45	0.60	0.79
每股现金流量	0.43	0.45	0.68	0.68	0.92
净资产收益率	14.24%	17.72%	17.48%	19.63%	21.08%
P/E	159.32	117.25	85.26	63.26	48.38
PEG	4.78	3.27	2.27	1.82	1.57
P/B	11.61	15.98	14.91	12.42	10.20

备注：

**投资要点**

- **事件：公司发布 2019 年 3 季报**，报告期内公司实现营业收入 **77.32 亿元**，同比增长 **26.3%**，实现归属股东净利润 **12.31 亿元**，同比增长 **37.6%**，经营性现金流 **18.53 亿元**，同比增长 **50.6%**；**Q3 单季度实现收入 29.83 亿元**，同比增长 **27.2%**，实现归母扣非净利润 **5.40 亿元**，同比增长 **37.3%**。
- **点评：公司 Q3 业绩符合市场预期**。公司当季度毛利率 **50.4%**，较去年同期提高 **2.3%**，销售费用率和管理费用率分别为 **11.1%**和 **13.6%**，分别较去年同期变化**+2.5%**和**-0.2%**；值得注意的是 **1-9 月公司研发费用 1.12 亿元**，同比增长 **84.5%**；系期间加大眼科临床应用研究和加大人才引进和培训所致，研发费用的快速增长有利于进一步提升公司的整体学术实力，提升行业地位和影响力奠定良好基础。
- **公司上市十年，千亿市值起点开启二次创业**。公司上市十年来实现了飞跃式的发展，已成为国内眼科医疗内当之无愧的龙头。公司近期提出全面构建“眼健康生态圈”的战略目标，并发出再战十年的响亮创业口号。为布局长远，公司近期做出了一系列的部署。引进了高瓴和淡马锡两大知名投资机构作为战略投资人，正在进行对东南亚 ISEC 眼科多数股权的收购，公司董事长也对国内眼科医疗事业进行了大手笔的捐赠。
- **“扩大朋友圈”，上市公司医院网络有望快速扩大**。近日公司公告拟从中信产业基金、众生药业收购 28 家眼科医院，拟通过现金配套发行股份的方式完成；本次收购一方面将引入知名的投资机构作为公司的战略投资者，同时公司的医院网络将快速扩大，将为持续快速增长添加新鲜动能；与众生药业的战略合作也将大为完善公司的眼科医疗生态建设。
- **盈利预测和投资建议**：预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 13.9 亿元、18.7 亿元、24.5 亿元，同比分别增长 37.5%、34.8%和 30.7%；对应 EPS 分别为 0.45 元、0.60 元和 0.79 元。维持买入评级。
- **风险提示事件**：医院经营不达预期和市场竞争风险，体外医院的运营和注入进度不及预期的风险，白内障、屈光、视光等业务市场规模发展不及预期的风险。

**图表 1：爱尔眼科分季度主要财务数据情况**

	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q
营业收入	1,197.5	1,392.6	1,792.3	1,580.4	1,746.6	2,033.2	2,344.5	1,884.3	2,244.5	2,504.4	2,983.0
营收同比增长	30.9%	38.6%	54.1%	72.2%	45.9%	46.0%	30.8%	19.2%	28.5%	23.2%	27.2%
营收环比增长	30.5%	16.3%	28.7%	-11.8%	10.5%	16.4%	15.3%	-19.6%	19.1%	11.6%	19.1%
营业成本	669.9	704.0	885.0	944.2	966.6	1,011.9	1,216.7	1,049.7	1,224.6	1,285.4	1,478.5
营业费用	134.3	208.2	216.2	215.3	155.8	306.2	201.9	161.7	220.6	266.0	330.1
管理费用	184.0	174.6	233.7	253.6	275.6	260.5	291.3	272.7	339.5	248.8	361.6
财务费用	1.9	3.9	37.3	-0.5	22.4	-8.2	14.2	16.6	17.6	15.7	4.3
营业利润	210.0	291.8	404.7	204.7	331.5	438.6	554.5	233.1	453.5	580.9	749.8
利润总额	203.3	279.3	389.0	155.5	321.5	391.3	529.4	138.1	431.4	537.3	734.6
所得税	41.3	49.6	86.3	57.1	85.0	80.5	123.2	25.6	117.9	119.7	160.6
归母净利润	155.6	206.4	270.7	109.8	216.6	292.5	385.8	114.1	298.5	396.5	535.9
同比增速	31.2%	33.9%	38.3%	23.4%	39.2%	41.7%	42.5%	3.9%	37.8%	35.6%	38.9%
少数股东损益	6.4	23.3	32.0	-11.4	19.9	18.2	20.4	-1.6	14.9	21.1	38.2
毛利率	44.1%	49.4%	50.6%	40.3%	44.7%	50.2%	48.1%	44.3%	45.4%	48.7%	50.4%
销售费用率	11.2%	15.0%	12.1%	13.6%	8.9%	15.1%	8.6%	8.6%	9.8%	10.6%	11.1%
管理费用率	15.4%	12.5%	13.0%	16.0%	15.8%	12.8%	13.8%	16.4%	16.5%	11.3%	13.6%

来源：中泰证券研究所

图表 2: 爱尔眼科财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3226	5662	6975	9634	<b>营业收入</b>	8009	10175	12742	15800
现金	1290	3364	4231	6325	营业成本	4245	5445	6804	8425
应收账款	883	966	1267	1536	营业税金及附加	13	20	23	29
其他应收款	155	254	271	365	营业费用	826	1109	1376	1691
预付账款	106	178	196	259	管理费用	1072	1404	1758	2212
存货	359	462	576	715	财务费用	45	-13	-90	-160
其他流动资产	434	437	435	436	资产减值损失	186	90	80	60
<b>非流动资产</b>	6400	6626	6983	7123	公允价值变动收益	-38	-40	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	46	50	70	90
固定资产	1465	1297	1065	801	<b>营业利润</b>	1558	2050	2781	3553
无形资产	510	590	660	730	营业外收入	6	5	5	5
其他非流动资产	4425	4739	5258	5592	营业外支出	183	120	160	100
<b>资产总计</b>	9627	12288	13958	16757	<b>利润总额</b>	1380	1935	2626	3458
<b>流动负债</b>	2042	2736	3057	3562	所得税	314	441	598	788
短期借款	280	400	500	500	<b>净利润</b>	1066	1494	2028	2670
应付账款	943	1209	1511	1870	少数股东损益	57	106	158	225
其他流动负债	819	1128	1046	1192	<b>归属母公司净利润</b>	1009	1387	1870	2445
<b>非流动负债</b>	1615	1232	832	832	EBITDA	1976	2447	3134	3853
长期借款	1320	920	520	520	EPS (元)	0.42	0.45	0.60	0.79
其他非流动负债	295	312	312	312	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	3656	3969	3889	4395	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	278	384	542	766	<b>成长能力</b>				
股本	2383	3098	3098	3098	营业收入	34.3%	27.1%	25.2%	24.0%
资本公积	1337	1337	1337	1337	营业利润	40.1%	31.6%	35.6%	27.8%
留存收益	2123	3510	5103	7174	归属于母公司净利润	35.9%	37.5%	34.8%	30.7%
归属母公司股东权益	5693	7935	9528	11596	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	9627	12288	13958	16757	毛利率(%)	47.0%	46.5%	46.6%	46.7%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	12.6%	13.6%	14.7%	15.5%
单位: 百万元					ROE(%)	17.7%	17.5%	19.6%	21.1%
<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	ROIC(%)	22.7%	29.5%	36.6%	44.8%
<b>经营活动现金流</b>	1400	2113	2115	2860	<b>偿债能力</b>				
净利润	1066	1494	2028	2670	资产负债率(%)	38.0%	32.3%	27.9%	26.2%
折旧摊销	373	409	443	460	净负债比率(%)	46.93%	36.18%	29.20%	25.84%
财务费用	45	-13	-90	-160	流动比率	1.58	2.07	2.28	2.70
投资损失	-46	-50	-70	-90	速动比率	1.40	1.90	2.09	2.50
营运资金变动	-274	165	-216	-46	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	236	107	20	26	总资产周转率	0.85	0.93	0.97	1.03
<b>投资活动现金流</b>	-1805	-628	-759	-550	应收账款周转率	11	11	11	11
资本支出	811	0	0	0	应付账款周转率	5.14	5.06	5.00	4.98
长期投资	643	78	200	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	-350	-550	-559	-550	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.45	0.60	0.79
<b>筹资活动现金流</b>	-803	589	-488	-216	每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.68	0.68	0.92
短期借款	280	120	100	0	每股净资产(最新摊薄)	1.84	2.56	3.08	3.74
长期借款	-147	-400	-400	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	797	715	0	0	P/E	117.25	85.26	63.26	48.38
资本公积增加	-916	0	0	0	P/B	20.78	14.91	12.42	10.20
其他筹资现金流	-817	154	-188	-216	EV/EBITDA	46	37	29	23
<b>现金净增加额</b>	-1205	2074	867	2093					

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。