爱尔眼科(300015)/医疗服务 业绩复合预期，内生延续高增长

评级：买入(维持)

市场价格：30.16

分析师：江琦
执业证书编号：S0740517010002
电话：021-20315150
Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn
研究助理：王超
Email：wangchao@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)
流通股本(百万股)
市价(元)
市值(百万元)
流通市值(百万元)

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 内生增长强劲，成熟和非成熟医院成长动力充足
2 二季度扣非业绩超预期，内生性增长良好
3 业绩保持高增长，产学研水平稳步提高

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4000.40	5962.85	8162.16	10361.3	12979.2
增长率 yoy%	26.37%	49.06%	36.88%	26.94%	25.27%
净利润	556.99	742.51	1050.77	1407.31	1816.55
增长率 yoy%	30.12%	33.31%	41.52%	33.93%	29.08%
每股收益（元）	0.23	0.31	0.44	0.59	0.76
每股现金流量	0.33	0.56	0.55	0.75	0.85
净资产收益率	18.24%	14.24%	13.64%	16.06%	17.96%
P/E	129.09	96.84	68.43	51.09	39.58
PEG	4.29	2.91	1.65	1.51	1.36
P/B	23.55	13.78	9.34	8.21	7.11

备注：

投资要点

- **事件：公司发布 2018 年前三季度业绩预告，预计 2018 年 1-9 月实现归母净利润 8.54-9.17 亿元，同比增长 35-45%；三季度实现 3.45-4.08 亿元，同比增长 27.5-50.9%。**

- **业绩复合预期，内生延续高增长：**参考业绩预告 2018Q3 单季度净利润中值为 3.8 亿，2017Q3 业绩基数较高为 2.7 亿，2018Q3 单季度的新增利润有望过亿，3 季度与去年同期相比仅有欧洲 CB 眼科 7-8 月的额外并表收入，扣除此部分及对部分合伙人医院少数股权收购的影响，我们预计公司的内生增速依然保持在 25%-30%，延续了上半年的优异表现。

- **“合伙人计划”运行良好，“千人计划”继往开来：**公司合伙人制推出 4 年来，已覆盖了 129 家医院，惠及千余名医生，他们的个人年收入相较加入爱尔以前收入平均超过了 3 倍，“合伙人医院”近年来整体收入和利润增长显著提速；2018 公司继续推出“千人计划”，计划引进和培养 1000 名具有潜力的骨干医生，首批人才已经入围，公司的人才体系进一步完善，软实力持续快速提升。

- **公司业务增长动能充沛，长期市占率提升空间广阔：**需求端公司白内障、屈光、及医学配镜业务在国内渗透率较发达国家仍然很低；公司的医院网点数已达 80 家在国内大幅领先，2018 年含集团门诊量有望接近千万；受益于消费升级，民营医疗长期有望占据眼科医疗市场主导，公司综合实力正快速提升，尤其在学术和医技水平上公司已在大多数地区不弱雨当地公立医院；公司作为行业龙头市占率低于 10%，我们认为长期仍有广阔提升空间。

- **盈利预测和投资建议：**预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 10.5 亿元、14.1 亿元、18.2 亿元，同比分别增长 41.5%、33.9%和 29.1%；**对应 EPS 分别为 0.44 元、0.59 元和 0.76 元。基于公司的龙头地位和良好的发展前景，我们给予公司 2019 年 60-65 倍 PE，对应价格区间 35.4-38.4 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：爱尔眼科财务预测模型

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3681	5860	6608	7493
现金	2560	4269	4660	5024
应收账款	514	691	878	1099
其他应收款	183	311	357	471
预付账款	129	181	223	280
存货	274	398	481	609
其他流动资产	21	10	10	10
非流动资产	5632	6106	6914	7875
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1131	1008	847	669
无形资产	520	645	815	1030
其他非流动资产	3981	4453	5252	6176
资产总计	9313	11966	13522	15368
流动负债	2120	2195	2553	2879
短期借款	0	0	0	0
应付账款	711	914	1175	1442
其他流动负债	1410	1281	1378	1436
非流动负债	1721	1727	1727	1727
长期借款	1467	1467	1467	1467
其他非流动负债	254	260	260	260
负债合计	3841	3922	4280	4606
少数股东权益	256	343	481	648
股本	1586	2384	2384	2384
资本公积	2252	3155	3155	3155
留存收益	1590	2162	3223	4575
归属母公司股东权益	5216	7701	8762	10114
负债和股东权益	9313	11966	13522	15368

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1330	1314	1789	2015
净利润	793	1138	1545	1984
折旧摊销	291	342	362	379
财务费用	43	-5	-48	-64
投资损失	-40	-40	-50	-50
营运资金变动	218	-147	-35	-261
其他经营现金流	26	27	15	27
投资活动现金流	-2704	-766	-1100	-1250
资本支出	606	30	40	50
长期投资	-253	139	200	100
其他投资现金流	-2352	-597	-860	-1100
筹资活动现金流	2972	1161	-299	-401
短期借款	0	0	0	0
长期借款	1281	0	0	0
普通股增加	576	798	0	0
资本公积增加	1450	903	0	0
其他筹资现金流	-334	-540	-299	-401
现金净增加额	1590	1709	391	364

利润表 单位：百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5963	8162	10361	12979
营业成本	3203	4386	5461	6810
营业税金及附加	13	16	21	26
营业费用	774	1045	1337	1661
管理费用	846	1196	1539	1921
财务费用	43	-5	-48	-64
资产减值损失	41	20	25	25
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	40	40	50	50
营业利润	1111	1544	2077	2650
营业外收入	5	20	25	30
营业外支出	89	90	100	110
利润总额	1027	1474	2002	2570
所得税	234	336	457	586
净利润	793	1138	1545	1984
少数股东损益	50	87	138	167
归属母公司净利润	743	1051	1407	1817
EBITDA	1445	1881	2391	2966
EPS（元）	0.47	0.44	0.59	0.76

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	49.1%	36.9%	26.9%	25.3%
营业利润	59.2%	38.9%	34.5%	27.6%
归属于母公司净利润	33.3%	41.5%	33.9%	29.1%
获利能力				
毛利率(%)	46.3%	46.3%	47.3%	47.5%
净利率(%)	12.5%	12.9%	13.6%	14.0%
ROE(%)	14.2%	13.6%	16.1%	18.0%
ROIC(%)	22.7%	27.2%	31.4%	32.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	41.2%	32.8%	31.6%	30.0%
净负债比率(%)	45.50%	37.41%	34.28%	31.85%
流动比率	1.74	2.67	2.59	2.60
速动比率	1.61	2.49	2.40	2.39
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.77	0.81	0.90
应收账款周转率	14	13	12	12
应付账款周转率	5.66	5.40	5.23	5.20
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.44	0.59	0.76
每股经营现金流(最新摊	0.56	0.55	0.75	0.85
每股净资产(最新摊薄)	2.19	3.23	3.68	4.24
估值比率				
P/E	108.01	76.32	56.99	44.15
P/B	15.38	10.41	9.15	7.93
EV/EBITDA	65	50	39	32

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。