



2018 年 08 月 27 日

买入(维持)

当前价: 31.72 元

## 医药行业研究组

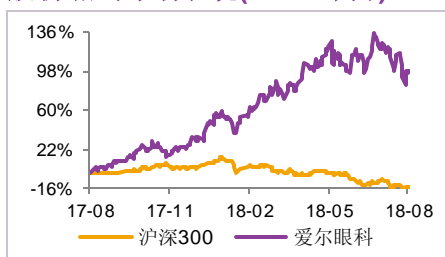
分析师: 李志新

执业编号: S0300518010002

电话: 010-66235703

邮箱: lizhixin@lxsec.com

## 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

## 盈利预测

| 百万元    | 2017A  | 2018E  | 2019E   | 2020E   |
|--------|--------|--------|---------|---------|
| 主营收入   | 5962.8 | 8207.5 | 10890.0 | 14481.0 |
| (+/-)  | 49.1%  | 37.6%  | 32.7%   | 33.0%   |
| 归母净利润  | 742.5  | 1007.4 | 1347.0  | 1882.6  |
| (+/-)  | 33.2%  | 35.7%  | 33.7%   | 39.8%   |
| EPS(元) | 0.31   | 0.42   | 0.57    | 0.79    |
| P/E    | 101.8  | 75.0   | 56.1    | 40.2    |

资料来源: 联讯证券研究院

## 相关研究

《爱尔眼科 (300015) —【联讯医药公司点评】爱尔眼科: 中报业绩稳健增长, 眼科连锁首选白马》2017-07-17

《爱尔眼科 (300015) —【联讯医药公司点评】爱尔眼科 (300015): 国内外并购纵横捭阖, 全球化连锁眼科医院巨头雏形初成》2017-10-25

《爱尔眼科 (300015) —【联讯医药公司点评】爱尔眼科 (300015): 行业绝对龙头确立, 内生外延双轮驱动业绩高速增长》2018-04-26

## 爱尔眼科(300015.SZ)

## 【联讯医药公司点评】爱尔眼科 (300015): 中报业绩超预期, 眼科连锁舍我其谁

## 投资要点

## ◇ 事件

公司公告 2018H1 中报, 期内实现营业收入 37.80 亿元, 同比增长 45.94%; 实现净利润 5.09 亿元, 同比增长 40.61%; 实现扣非净利润 5.27 亿元, 同比增长 44.50%; 其中 2018Q2 单季度营收 20.33 亿元, 同比增长 46.00%, 归母净利润 2.92 亿元, 同比增 41.71%。

## 点评:

## ◇ 中报业绩增速超预期, 各细分业务齐头并进

上半年, 公司实现营业收入为 37.80 亿元 (+45.94%), 扣非归母净利润为 5.27 亿元 (+44.5%), 营收和扣非净利润双双实现近 45% 的高增长; 自 2009 年完成上市以来, 营收和归母净利润已双双连续多年保持稳定高速增长, 最近五年 CAGR (2013-2017 年) 分别为 31.7% 和 35.1% 左右, 今年中报业绩增速超预期。上半年公司门诊量和手术量分别为 274.4 万人次 (+21.97%) 和 28.0 万人次 (+20.43%), 预计全年将实现超 600 万人次的门诊量; 分主要细分项目看, 期内高毛利率的屈光 (毛利率 54.6%) 和视光 (53.98%) 项目增速较快, 分别同比增长 84.11% 和 28.50%, 屈光业务超常增长主要由于手术量快速增长的同时全飞秒、ICL 等高端手术占比提高, 形成量价齐升的趋势以及欧洲 Clínica Baviera S.A 的贡献所致, 但毛利率有所下降, 幅度约 1.6 个百分点, 白内障手术和眼前段手术增速 17% 左右, 眼后段手术增速 24.1%, 公司各项业务高速增长, 整体毛利率约 47.66%, 保持基本稳定。

## ◇ 内生增长强劲, 仍有大量体系外眼科医院待注入

公司内生增长强劲, 外延拓展成绩斐然。内生方面, 中报披露的前十大主要子公司合计收入增长 24.2%, 净利润增长 28.6%, 成熟医院仍然增长强劲, 其中长沙爱尔、武汉爱尔和成都爱尔盈利能力较强, 三者合计贡献净利润率占公司整体利润的 28% 左右, 公司在湖南和湖北两省连锁医院网点布局下沉充分, 分级连锁模式成熟, 长沙和武汉爱尔眼科盈利能力也相应较强。外延拓展方面, 大部分通过公司参与产业或并购基金预先成立或并购眼科医院, 体系外运营成熟后再启动注入上市公司。目前国内上市公司体系内外医院约超 200 余家, 其中上市公司约 80 家, 预期后期陆续注入上市公司, 未来两年爱尔眼科将迎来并购高潮。国际化方面, 爱尔眼科已经完成并购香港眼科连锁医疗龙头亚洲医疗集团、美国高端眼科中心 Wang Vision 和欧洲最大眼科连锁医疗机构 Clínica Baviera S.A. 86.8% 的要约收购, 公司从中国本土走向世界, 全球化、国际范连锁眼科医院巨头雏形初成。



### ✧ 行业龙头地位无可撼动，产学研巩固医生资源护城河

制约民营医院发展的两大桎梏分别是**医生资源**和**患者来源**。爱尔眼科已经在**医生资源**拥有量上建立了宽广的护城河，去年底公司拥有全职医生达 3000 余名，占全国眼科医生数量约 10%，同时在眼科医生人才培养和引进方面形成了正循环，外部引进专家团队、内部集团内交流培养、与医科院校合作共建培养后备人才，越来越多的眼科医生纷纷加盟，为后续全国连锁门店拓展奠定坚实医生资源基础。**患者来源上**，视光门诊和爱眼 e 站进一步扩大试点，连锁医院进一步下沉，分级连锁模式成熟，集团内下级医院疑难患者转诊上级医院，获得集团专家会诊，提高诊疗质量和就医好感度；同时各地连锁眼科医院积极参与医保定点机构认定，扩大医保患者来源。目前全国性连锁医疗机构还没有真正的全国性竞争对手，具有较强竞争实力的公立医院如北京同仁医院、广州中山大学中山眼科中心以及上海复旦大学附属眼耳鼻喉科医院等，囿于体制限制无法复制扩张，公司行业龙头地位无可撼动。

### ✧ 盈利预测与投资评级

我们预测 2018-2020 年，公司营业收入为 82.1/108.9/144.8 亿元，归母净利润分别为 10.1/13.5/18.8 亿元，对应 EPS 为 0.42/0.57/0.79 元，今日收盘价对应市盈率分别为 75/56/40 倍。

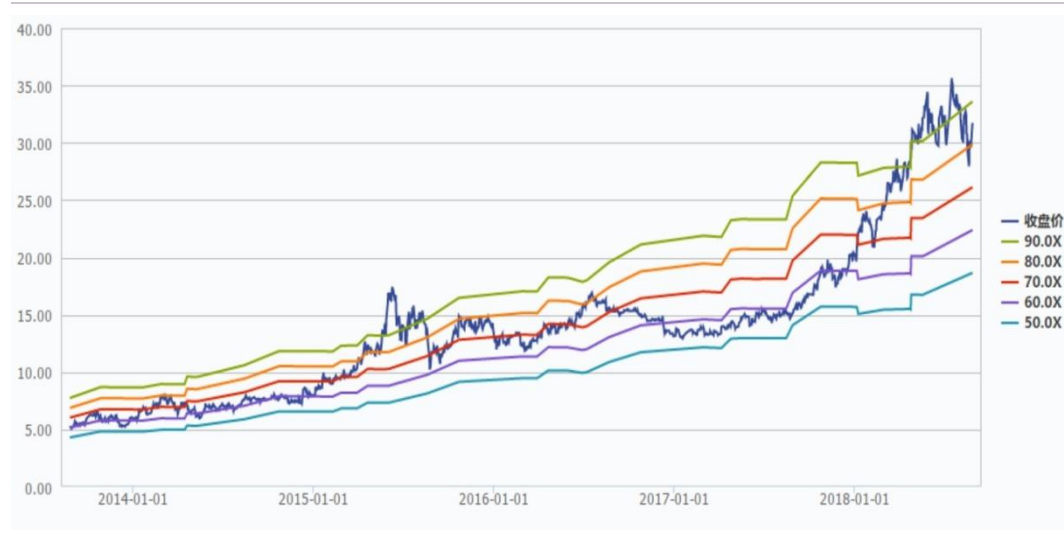
公司在眼科专科连锁医院绝对龙头地位，中报增速超预期，以及未来三年仍大概率维持净利润年复合 35%左右的增速，公司 5 年 PE-Band 波动区间下沿为 50 倍，我们维持“买入”评级。

### ✧ 风险提示

医疗安全事故风险；新医院盈利不及预期；监管风险。



图表1： 5 年 PE-Band 历史波动区间



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



## 附录：公司财务预测表（百万元）

| 资产负债表     | 2017A  | 2018E   | 2019E   | 2020E   | 现金流量表     | 2017A   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------|--------|---------|---------|---------|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 流动资产      | 3681.0 | 5461.3  | 7573.2  | 9997.5  | 经营活动现金流净额 | 1330.4  | 1993.6 | 2481.7 | 3082.7 |
| 货币资金      | 2560.0 | 3763.6  | 5341.2  | 7359.2  | 净利润       | 792.8   | 1060.4 | 1417.9 | 1981.7 |
| 应收账款      | 513.7  | 656.6   | 871.2   | 1086.1  | 折旧与摊销     | 291.0   | 284.5  | 270.2  | 264.5  |
| 其他应收款     | 183.3  | 369.3   | 490.1   | 579.2   | 财务费用      | 42.7    | 88.0   | 90.0   | 100.0  |
| 存货        | 273.8  | 410.4   | 544.5   | 651.6   | 资产减值损失    | 41.0    | 28.0   | 28.0   | 28.0   |
| 预付账款      | 129.2  | 180.6   | 239.6   | 289.6   | 经营营运资本变动  | 217.8   | 512.7  | 657.3  | 734.9  |
| 其他流动资产    | 21.0   | 80.9    | 86.5    | 31.7    | 其他        | -54.8   | 20.0   | 18.3   | -26.3  |
| 非流动资产     | 5631.8 | 4614.5  | 3953.9  | 3544.1  | 投资活动现金流净额 | -2704.0 | -540.0 | -500.0 | -500.0 |
| 可供出售金融资产  | 1160.8 | 458.2   | 0.0     | 0.0     | 资本支出      | -603.0  | -500.0 | -500.0 | -500.0 |
| 固定资产和在建工程 | 1257.0 | 1131.3  | 1018.2  | 916.4   | 投资支出      | -213.4  | 200.0  | 0.0    | 0.0    |
| 无形资产和商誉   | 2641.0 | 2625.0  | 2609.0  | 2593.0  | 其他        | -1887.6 | -240.0 | 0.0    | 0.0    |
| 其他非流动资产   | 573.0  | 400.0   | 326.7   | 34.7    | 筹资活动现金流净额 | 2972.3  | -250.0 | -404.1 | -564.8 |
| 资产总计      | 9312.9 | 10075.8 | 11527.0 | 13541.5 | 吸收投资      | 1785.5  | 19.3   | 0.0    | 0.0    |
| 流动负债      | 2120.1 | 2090.9  | 2517.7  | 3106.8  | 可转债       | 1281.0  | 32.9   | 0.0    | 0.0    |
| 应付账款      | 710.6  | 943.9   | 1252.4  | 1665.3  | 分配股利      | -94.2   | -302.2 | -404.1 | -564.8 |
| 预收款项      | 84.9   | 106.7   | 141.6   | 188.3   | 现金流量净额    | 1590.5  | 1203.6 | 1577.6 | 2018.0 |
| 其他流动负债    | 1324.6 | 1040.3  | 1123.7  | 1253.2  |           |         |        |        |        |
| 非流动负债     | 1720.7 | 1754.7  | 1765.3  | 1773.8  | 主要财务比率    | 2017A   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 长期借款      | 1467.1 | 1500.0  | 1500.0  | 1500.0  | 成长能力      |         |        |        |        |
| 其他非流动负债   | 253.6  | 254.7   | 265.3   | 273.8   | 营业收入      | 49.06%  | 37.64% | 32.69% | 32.97% |
| 负债合计      | 3840.8 | 3845.6  | 4283.0  | 4880.6  | 营业利润      | 54.60%  | 25.94% | 32.75% | 38.91% |
| 归属母公司股东权益 | 5216.1 | 5921.3  | 6864.2  | 8182.0  | 归属母公司净利润  | 33.16%  | 35.67% | 33.71% | 39.76% |
| 少数股东权益    | 256.0  | 309.0   | 379.9   | 479.0   | 获利能力      |         |        |        |        |
| 股东权益合计    | 5472.1 | 6230.3  | 7244.1  | 8661.0  | 毛利率       | 46.42%  | 46.46% | 46.53% | 46.66% |
|           |        |         |         |         | 净利率       | 13.30%  | 12.92% | 13.02% | 13.68% |
| 利润表       | 2017A  | 2018E   | 2019E   | 2020E   | ROE       | 14.23%  | 17.01% | 19.62% | 23.01% |
| 营业收入      | 5962.8 | 8207.5  | 10890.4 | 14481.0 | ROIC      | 14.21%  | 16.15% | 17.67% | 19.97% |
| 营业成本      | 3194.8 | 4394.4  | 5823.4  | 7724.5  | 偿债能力      |         |        |        |        |
| 营业税金及附加   | 13.5   | 13.1    | 17.4    | 23.2    | 资产负债率     | 41.24%  | 38.17% | 37.16% | 36.04% |
| 营业费用      | 774.0  | 1067.0  | 1415.8  | 1882.5  | 净负债比率     | 70.19%  | 61.72% | 59.12% | 56.35% |
| 管理费用      | 845.9  | 1247.5  | 1688.0  | 2172.1  | 流动比率      | 1.74    | 2.61   | 3.01   | 3.22   |
| 财务费用      | 42.7   | 88.0    | 90.0    | 100.0   | 速动比率      | 1.55    | 2.42   | 2.79   | 3.01   |
| 资产减值损失    | 41.0   | 28.0    | 28.0    | 28.0    | 营运能力      |         |        |        |        |
| 公允价值变动损益  | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 总资产周转率    | 0.89    | 0.85   | 1.01   | 1.16   |
| 投资净收益     | 40.0   | 30.0    | 30.0    | 30.0    | 应收账款周转率   | 14.95   | 14.03  | 14.26  | 14.80  |
| 营业利润      | 1111.3 | 1399.5  | 1857.8  | 2580.6  | 应付账款周转率   | 13.3    | 12.8   | 12.2   | 12.9   |
| 营业外收入     | 4.8    | 10.0    | 10.0    | 10.0    | 每股指标(元)   |         |        |        |        |
| 营业外支出     | 88.9   | 50.0    | 50.0    | 50.0    | 每股收益      | 0.31    | 0.42   | 0.57   | 0.79   |
| 利润总额      | 1027.1 | 1359.5  | 1817.8  | 2540.6  | 每股净资产     | 2.19    | 2.48   | 2.88   | 3.43   |
| 所得税       | 234.3  | 299.1   | 399.9   | 558.9   | 每股经营现金    | 0.56    | 0.84   | 1.04   | 1.29   |
| 净利润       | 792.8  | 1060.4  | 1417.9  | 1981.7  | 估值比率      |         |        |        |        |
| 少数股东损益    | 50.3   | 53.0    | 70.9    | 99.1    | P/E       | 101.8   | 75.0   | 56.1   | 40.2   |
| 归属母公司净利润  | 742.5  | 1007.4  | 1347.0  | 1882.6  | P/B       | 14.5    | 12.8   | 11.0   | 9.2    |
| EBITDA    | 1360.8 | 1732.0  | 2178.0  | 2905.1  | EV/EBITDA | 57.15   | 45.05  | 35.97  | 27.11  |
| EPS（元）    | 0.31   | 0.42    | 0.57    | 0.79    |           |         |        |        |        |

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

**李志新**：2015 年 11 月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

## 研究院销售团队

|    |     |              |             |                      |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------|
| 北京 | 周之音 | 010-66235704 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@lxsec.com   |

## 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。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)