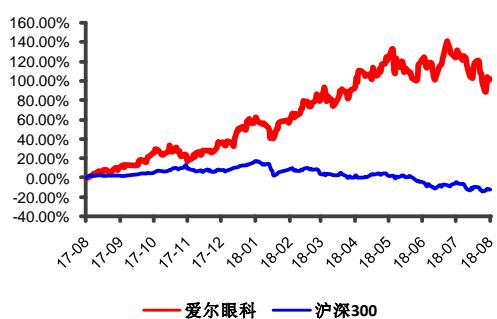


爱尔眼科 (300015) : 屈光业务快速增长, 公司业绩表现靓丽
推荐 (首次)
医药生物
当前股价: 31.73 元
报告日期: 2018 年 8 月 28 日
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,963	8,048	10,420	13,214
(+/-)	49.1%	35.0%	29.5%	26.8%
营业利润	1,111	1,559	2,056	2,606
(+/-)	58.6%	40.3%	31.8%	26.8%
归属母公司				
净利润	743	1,048	1,408	1,809
(+/-)	33.2%	41.1%	34.3%	28.5%
EPS (元)	0.31	0.44	0.59	0.76
市盈率	101.9	72.2	53.7	41.8

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	238338 / 183601
流通市值 (亿元)	582.6
每股净资产 (元)	2.10
资产负债率 (%)	28.1

股价表现 (最近一年)

资料来源: wind, 华鑫证券研发部
分析师: 杜永宏
执业证书编号: S1050517060001
电话: 021-54967706
邮箱: duyh@cfsc.com.cn
投资要点:

- 公司业绩表现靓丽。**公司 2018 上半年实现营收 37.80 亿元, 同比增长 45.94%; 归属上市公司股东净利润 5.09 亿元, 同比增长 40.61%; 扣非后归属上市公司股东净利润 5.27 亿元, 同比增长 44.50%, 对应 EPS 0.21 元。报告期内, 公司门诊量达 274.41 万次 (+21.97%), 手术量达 28.00 万例 (+20.43%), 公司业绩呈快速增长态势。
- 屈光手术快速增长。**报告期内, 屈光手术业务实现营收 14.65 亿元, 同比增长 84.11%, 占总营业收入的 38.75%。屈光手术毛利率为 54.60%, 是公司毛利率最高的业务。高价位的全飞秒、ICL 等手术的占比提高使得屈光手术业务的收入大幅增长。此外, 公司收购的欧洲最大连锁眼科集团 CB 在报告期内收入达 4.34 亿元, 为该业务的快速增长做出了贡献。在量价齐升的发展趋势下, 屈光手术的营收将维持高增速。
- 其他业务发展势头良好。**报告期内, 白内障手术实现营收 7.64 亿元 (+17.13%), 高端产品占比增加助力营收增长。眼前段和眼后段手术分别实现营收 4.32 亿元 (+16.77%) 和 2.75 亿元 (+24.06%)。配镜量的持续上升以及技术创新拉动了公司视光服务业务, 报告期内实现营收 6.40 亿元 (+28.50%)。总体来看, 随着公司眼科技术的不断更新以及高端产品的顺利推广, 公司各项业务均保持稳定增长。
- 内生增长强劲, 外延并购持续。**报告期内, 主要子公司的业绩均保持良好增长态势, 长沙爱尔、武汉爱尔以及成都



爱尔子公司的净利润增速分别达到 29.11%、19.08% 和 27.34%。

报告期内，公司外延并购不断推进，收购了陇西爱尔、太原爱尔、东莞爱尔等公司的部分股权；产业并购基金也继续加快在各省区域内医院项目的投资建设，公司的规模效应和影响力逐步提升。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2018-2020 年实现归属于母公司净利润分别为 10.48 亿元、14.08 亿元、18.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.44 元、0.59 元、0.76 元，当前股价对应 PE 分别为 72.2/53.7/41.8 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**医疗事故的风险；新建医院盈利不达预期的风险；外延并购不达预期的风险。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表				利润表				
(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产:					营业收入	5,963	8,048	10,420
货币资金	2,560	3,383	4,270	5,305	营业成本	3,203	4,258	5,443
应收账款	697	894	1,100	1,358	营业税金及附加	13	13	13
存货	274	343	423	513	销售费用	774	1,038	1,355
其他流动资产	150	160	170	190	管理费用	846	1,127	1,480
流动资产合计	3,681	4,781	5,963	7,367	财务费用	43	37	52
非流动资产:					费用合计	1,663	2,202	2,876
可供出售金融资产	1,161	1,161	1,161	1,161	资产减值损失	41	55	72
固定资产+在建工程	1,257	1,816	2,502	3,299	公允价值变动	0	0	0
无形资产+商誉	2,642	2,642	2,642	2,642	投资收益	40	40	40
其他非流动资产	572	720	900	1,100	营业利润	1,111	1,559	2,056
非流动资产合计	5,632	6,339	7,204	8,202	加: 营业外收入	5	5	5
资产总计	9,313	11,119	13,167	15,568	减: 营业外支出	89	90	90
流动负债:					利润总额	1,027	1,474	1,971
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	234	346	463
应付账款、票据	711	934	1,179	1,464	净利润	793	1,128	1,508
其他流动负债	1,410	2,080	2,680	3,280	少数股东损益	50	80	100
流动负债合计	2,120	3,015	3,860	4,744	归母净利润	743	1,048	1,408
非流动负债:								
长期借款	1,467	1,467	1,467	1,467	主要财务指标			
其他非流动负债	254	260	270	280	2017A	2018E	2019E	2020E
非流动负债合计	1,721	1,727	1,737	1,747	成长性			
负债合计	3,841	4,742	5,597	6,492	营业收入增长率	49.1%	35.0%	29.5%
所有者权益					营业利润增长率	58.6%	40.3%	31.8%
股本	2,384	2,384	2,384	2,384	归母净利润增长率	33.2%	41.1%	34.3%
资本公积金	2,252	2,252	2,252	2,252	总资产增长率	129.0%	19.4%	18.4%
未分配利润	1,349	2,141	3,183	4,497	盈利能力			
少数股东权益	256	256	256	256	毛利率	46.3%	47.1%	47.8%
所有者权益合计	5,472	7,175	8,368	9,875	营业利润率	18.6%	19.4%	19.7%
负债和所有者权益	9,313	11,917	13,965	16,366	三项费用/营收	27.9%	27.4%	27.6%
现金流量表					EBIT/销售收入	18.3%	18.8%	19.3%
(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	净利润率	13.3%	14.0%	14.5%
净利润	793	1128	1508	1929	ROE	14.5%	15.7%	18.0%
折旧与摊销	291	241	314	403	营运能力			
财务费用	28	37	42	52	总资产周转率	64.0%	72.4%	79.1%
存货的减少	-67	-69	-80	-90	资产结构			
营运资本变化	285	27	39	26	资产负债率	41.2%	42.6%	42.5%
其他非现金部分	0	520	420	390	现金流质量			
经营活动现金净流量	1330	1883	2242	2709	经营净现金流/净利润	1.68	1.67	1.49
投资活动现金净流量	-2704	-800	-1000	-1200	每股数据 (元/股)			
筹资活动现金净流量	2972	-259	-356	-474	每股收益	0.31	0.44	0.59
现金流量净额	1,590	823	886	1,035	每股净资产	2.30	3.01	3.51
								4.14

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>