

内生业绩增长强劲，科研能力不断强化

——爱尔眼科（300015）三季报点评

核心观点：

1. 事件：

公司发布18年三季报。公司前三季度实现营业收入61.24亿元，同比增长39.75%。实现归属母公司的净利润8.95亿元，同比增长41.43%；实现扣非归属净利润9.20亿元（前三季度非经常性损益为-0.25万元，主要来自其他营业外支出），同比增长40.14%，增速位于公司业绩预告中位数。18年前三季度实现EPS为0.38元。

其中，第三季度实现营业收入23.44亿元，同比增长30.80%，环比增长15.31%。实现归属净利润3.86亿元，同比增长42.53%，环比增长31.89%。实现扣非归属净利润3.93亿元，同比增长34.70%，环比增长23.67%。第三季度实现EPS0.16元。

2. 我们的分析与判断

（一）内生增长质量高，经营性现金流稳健

报告期内，随着眼科市场需求持续增加，公司经营规模和品牌影响力不断扩大及分级连锁体系的完善，规模效应优势显现，公司总体营业收入与净利润均保持持续增长，且增长以内生为主。公司去年收购欧洲眼科连锁机构 Clínica Baviera.S.A 96.83%股权并于去年9月1日并表，该公司17Q3共实现净利润163.9万欧元。刨除这一因素（暂不考虑公司18H1收购部分医院少数股权），估计公司18Q3内生增速仍在34%以上，体现内生增长延续强劲势头。

财务指标方面，公司18年前三季度毛利率为47.83%，较上年同期微降0.63个百分点。销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为10.84%（同比-1.91pp，销售费用率下降主要由于公司收入增速更快所致）、13.05%（同比-0.47 pp）及0.46%（同比-0.52pp，主要因利息收入增速大于利息费用所致）。三大费用率普遍下降体现公司规模优势日益显现。前三季度研发费用6,056.34万元，较上年同期增长108.55%，主要是公司持续加大临床应用研究及医疗人才自主培养所致。报告期内公司实现经营活动现金流量净额12.31亿，增速达到62.06%，超过利润增速，体现业绩的超高增长质量。其中18Q3经营性现金流净额4.52亿元，超过净利润，体现公司财务稳健。

爱尔眼科(300015.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李平祝

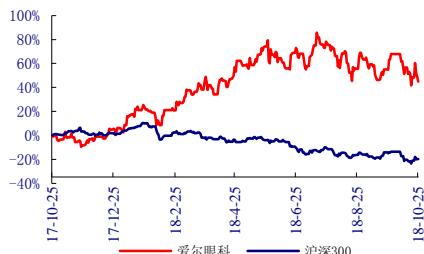
✉: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

市场数据	2018-10-26
A股收盘价(元)	27.50
A股一年内最高价(元)	51.10
A股一年内最低价(元)	26.35
沪深300指数	3194.31
市盈率(TTM)	74.62
总股本(万股)	238338.01
实际流通A股(万股)	183601.06
限售的流通A股(万股)	54736.96
流通A股市值(亿元)	511.33

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 爱尔眼科（300015）半年报点评：各项业务稳健发展，继续看好
- 爱尔眼科（300015）年报点评：各项业务高速发展，并购项目运转良好
- 爱尔眼科（300015）三季报点评：业绩超市场预期，定增获批助力长期盈利
- 爱尔眼科（300015）半年报点评：业务增长加速，各项布局全面落地

(二) 公司科研能力不断强化，人才吸引力进一步提升

公司重视发挥科教研平台优势，持续提升公司在行业内的学术地位。在今年 9 月召开的“2018 中华眼科学术大会 CCOS”上，爱尔眼科专家作了百余场学术演讲和主持发言；此次大会共收录学术论文 10597 篇，公司共有 2388 篇论文被大会录取，占比超 20%。此外，公司报告期内还有 7 家医院及 7 名导师成为国际眼科学会培训基地及培训导师，标志着公司的实力和水平进一步受到来自国际的认可。公司报告期内还新设旨在培养高水平的临床与科研复合型人才的“博才班”，有助于公司培养及抓住高端人才。

公司科研实力不断强化，一方面可以提升公司的医技水平，从而提升公司旗下医院在大众中的口碑及盈利能力；另一方面也有利于吸引更多眼科医生人才加盟：现在公司旗下眼科医生已占全国的 10%，眼科医生加入公司旗下可以获得更高的薪酬收入和提高自身技术实力早已是共识，而未来公司科研能力、影响力也不断强化，更将大幅提升人才吸引力，保证公司长远发展。

3. 投资建议：

公司是国内医疗服务龙头企业，其经营规模和品牌影响力不断提升，网络布局不断完善，盈利能力持续增长；同时公司积极探索新业务和国际化路径，前景广阔。预计公司 2018-2020 年归属净利润为 10.73 亿元/14.84 亿元/19.55 亿元，对应 EPS 为 0.45 元/0.62 元/0.82 元，对应 PE 为 61/44/34 倍。我们认为公司已进入高速增长的新阶段，维持“推荐”评级。

4. 风险提示：

新建医院盈利低于预期。

报表预测（百万元）

利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3165.58	4000.40	5962.85	8042.61	10827.33	14077.67
减：营业成本	1690.66	2155.81	3203.07	4323.57	5825.34	7591.53
营业税金及附加	3.45	6.55	13.45	13.36	17.99	23.38
营业费用	404.91	512.24	774.03	1044.00	1405.49	1827.41
管理费用	465.97	627.25	845.94	1195.30	1609.17	2092.24
财务费用	-4.14	5.40	42.66	45.36	31.18	12.35
资产减值损失	13.94	13.84	40.99	22.92	22.92	22.92
加：投资收益	9.89	21.19	39.97	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	600.67	700.50	1082.66	1398.09	1915.24	2507.83
加：其他非经营损益	-50.50	-16.28	-84.17	-48.77	-48.77	-48.77
利润总额	550.17	684.22	998.49	1349.32	1866.47	2459.06
减：所得税	113.59	117.11	221.28	202.40	279.97	368.86
净利润	436.58	567.11	777.21	1146.92	1586.50	2090.20
减：少数股东损益	8.54	9.64	50.25	74.15	102.57	135.13
归属母公司股东净利润	428.04	557.47	726.96	1072.77	1483.93	1955.07
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	618.17	664.99	2236.34	2973.47	4095.96	5347.13
应收和预付款项	430.56	556.57	826.20	1263.87	1802.53	2528.64
存货	174.44	206.77	273.82	335.02	406.75	494.16
其他流动资产	148.00	58.79	11.58	11.58	11.58	11.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	728.74	782.86	1257.00	1351.83	1438.80	1517.93
无形资产和开发支出	474.05	481.17	2645.11	2648.37	2651.49	2654.45
其他非流动资产	549.20	1152.29	1687.22	1482.92	1278.63	1278.63
资产总计	3123.17	3903.45	8937.26	10067.07	11685.74	13832.53
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	445.99	779.26	1508.59	1763.28	2171.43	2723.37
长期借款	174.20	186.06	1467.12	1467.12	1467.12	1467.12
其他负债	3.77	1.09	489.50	489.50	489.50	489.50
负债合计	623.96	966.41	3465.21	3719.90	4128.05	4679.98
股本	985.56	1010.32	1585.98	1585.98	1585.98	1585.98
资本公积	134.30	243.40	2043.04	2043.04	2043.04	2043.04
留存收益	1275.54	1527.43	1587.07	2388.04	3496.00	4955.72
归属母公司股东权益	2395.41	2781.15	5216.09	6017.06	7125.02	8584.75
少数股东权益	103.80	155.89	255.96	330.10	432.67	567.80
股东权益合计	2499.21	2937.04	5472.05	6347.17	7557.69	9152.55

负债和股东权益合计	3123.17	3903.45	8937.26	10067.07	11685.74	13832.53
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	526.53	683.53	1352.93	1205.30	1673.90	1895.26
投资性现金净流量	-654.28	-743.22	-2704.00	-170.47	-170.47	-170.47
筹资性现金净流量	66.52	122.22	2972.26	-297.70	-380.95	-473.61
现金流量净额	-61.23	63.56	1613.01	737.13	1122.49	1251.18

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，医药行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn