



爱尔眼科(300015)

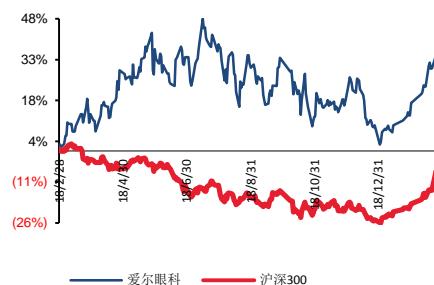
目标价: 50

昨收盘: 31.0

医疗保健 医疗保健设备与服务

消费与技术升级驱动量价齐升，年报业绩靓丽

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,383/1,831
总市值/流通(百万元)	73,885/56,759
12 个月最高/最低(元)	50.16/24.62

相关研究报告:

爱尔眼科(300015)《Q3延续高增长，合伙人计划互利共赢》--2018/10/10

爱尔眼科(300015)《业绩超出市场预期，内生+外延持续高增长》--2018/08/26

爱尔眼科(300015)《有序推进、步步为营，中报延续高增长》--2018/07/15

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 蔡明子

电话: 010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518050001

事件: 2月28日，公司发布2018年报业绩快报：公司实现收入80.15亿，同比增长34.42%；归母净利润10.09亿，同比增长35.82%；扣非净利润10.88亿，同比增长40.20%。公司整体业绩超出我们之前的预期。

1. 扣除捐赠因素，利润保持稳健高增长

公司四个季度分别实现收入17.47亿(+46%)、20.33亿(+46%)、23.44亿(+30.80%)、18.99亿(+20%)，归母净利润2.17亿(+39%)、2.92亿(+42%)、3.86亿(+42.53%)、1.14亿(+3.6%)，扣非净利润2.09亿(+38%)、3.18亿(+49%)、3.93亿(+34.70%)、1.68亿(+41%)；其中四季度利润增速有所下降，主要与公司12月向湖南爱眼公益基金会捐赠人民币8000万元有关，营业外支出增加，从扣非增速来看，仍保持高速稳定增长。2018年爱尔眼科在各学科协同发展、医教研一体化、分级连锁网络扩张、服务体系升级、合伙人激励等方面均取得了显著成效，公司品牌影响力持续增强，龙头优势进一步巩固，市场占有率稳步增加；同时，随着经营规模不断扩大，集团连锁运营效率持续优化，经营业绩亮点频现。从三季报看，经营现金流大幅增长，与营业利润额相匹配，反映出公司应收账款管理能力高，资金运转正常。

2. 构建多层级网络布局，并购基金助力持续扩张

爱尔运营效率高、具备快速复制的能力，2017年医院数已超过200家，截止18年9月底，公司及并购基金旗下眼科医院超过270家(年初超200家，6月底超250家)，覆盖了全国30个省市。在扩张方式上，公司和产业并购基金持续通过新建或并购方式加快以地级、县级医院为重点的网点布局，深入探索同城分级诊疗体系建设，纵向推进省域内分级连锁体系建设，横向拓展眼视光中心(诊所)以及社区眼健康服务模式，进一步下沉医疗渠道，扩大核心医院的辐射半径。产业并购基金加快在各省区域内的医院项目投资建设，储备更多优质标的，强效助力公司的可持续发展和扩张。

3. 股权激励+合伙人充分调动医生积极性，医生培养体系成熟

医师资源是眼科医疗机构最为稀缺的核心竞争资源，爱尔采取多层次

股权激励+合伙人制度+打造一流医科教平台，将核心医疗人员与公司连接为长期利益共同体——目前，爱尔眼科医生超过 4000 人，为医院扩张及下沉奠定基础。公司的激励计划也逐步进入了收获期，2011 年实施的分 6 期行权的股票期权计划于 2018 年 5 月全部完成行权，合伙人计划已经覆盖了 129 家医院超过 1000 名医生，第一批合伙人的年均收入较加入爱尔前超过 3 倍以上。

盈利预测：预计 18-20 年净利润分别为 10.09、13.25、17.24 亿，对应 PE 分别为 73/56/43 倍，维持“买入”评级。

风险提示：医院业绩增长不及预期；行业“黑天鹅”事件。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,963	8,015	10,570	13,953
(+/-%)	49.06%	34.42%	31.88%	32.01%
归母净利润(百万)	743	1009	1325	1724
(+/-%)	33.19%	35.90%	31.30%	30.16%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.42	0.56	0.72
市盈率(PE)	100	73	56	43

资料来源：Wind，太平洋证券注：17-20 年摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	776	2560	3077	3490	5095	营业收入	4000	5963	8015	10570	13953
应收和预付款项	375	643	742	1005	1365	营业成本	2156	3203	4292	5623	7422
存货	207	274	353	462	610	营业税金及附加	7	13	38	63	84
其他流动资产	244	204	306	397	518	销售费用	512	774	1122	1533	2037
流动资产合计	1602	3681	4478	5354	7588	管理费用	627	846	1234	1607	2135
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	5	43	-26	-31	-35
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	14	41	0	0	0
固定资产	769	1131	1040	874	688	投资收益	21	40	40	45	50
在建工程	14	126	124	126	128	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	33	523	523	522	521	营业利润	701	1111	1394	1820	2360
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	-16	-84	-30	-30	-30
其他非流动资产	2464	5632	5958	6343	6707	利润总额	684	1027	1364	1790	2330
资产总计	4066	9313	10436	11697	14295	所得税	117	234	314	412	536
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	567	793	1050	1379	1794
应付和预收款项	462	796	903	1184	1563	少数股东损益	10	50	41	54	70
长期借款	186	1467	1467	1467	1467	归母股东净利润	557	743	1009	1325	1724
其他负债	481	1578	2259	1861	2286						
负债合计	1129	3841	4629	4512	5316						
股本	1010	1586	2384	2384	2384						
资本公积	529	2252	2252	2252	2252						
留存收益	1537	1590	1087	2412	4136						
归母公司股东权益	2781	5216	5510	6835	8559						
少数股东权益	156	256	297	351	420						
股东权益合计	2937	5472	5807	7186	8980						
负债和股东权益	4066	9313	10436	11697	14295						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	675	1330	1126	1815	2287	毛利率	46.11%	46.28%	46.45%	46.81%	%
投资性现金流	-743	-270	-609	-687	-682	销售净利率	13.94%	12.45%	12.59%	12.53%	%
融资性现金流	122	2972	0	-715	0	销售收入增长率	26.37%	49.06%	34.42%	31.88%	%
现金增加额	1	-8	0	0	0	EBIT 增长率	26.30%	55.12%	25.08%	31.51%	%
						净利润增长率	30.24%	33.19%	35.90%	31.30%	%
						ROE	20.04%	14.24%	18.31%	20.15%	
						ROA	13.71%	7.97%	9.67%	11.33%	%
						ROIC	36.97%	23.30%	30.66%	39.14%	

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。