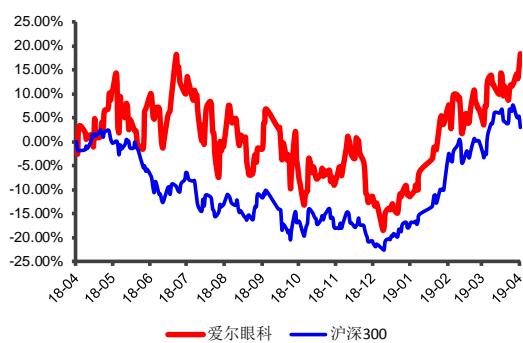


2019年4月25日 爱尔眼科(300015):业绩保持高增长，国内布局加速 推荐(维持)
医药生物
当前股价：35.73元
主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,009	10,056	12,413	15,108
(+/-)	34.3%	25.6%	23.4%	21.7%
营业利润	1,558	2,015	2,594	3,264
(+/-)	40.2%	29.4%	28.7%	25.8%
归属母公司净利润	1,009	1,358	1,778	2,257
(+/-)	35.9%	34.6%	30.9%	27.0%
EPS(元)	0.42	0.57	0.75	0.95
市盈率	84.4	62.7	47.9	37.7

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	238338 / 190574
流通市值（亿元）	680.9
每股净资产（元）	2.51
资产负债率（%）	38.0

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

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(8621) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>
投资要点：

- 公司业绩保持高增长。**公司2018年实现营业收入80.09亿元，同比增长34.31%；归属于上市公司股东净利润10.09亿元，同比增长35.88%；扣非后归属于上市公司股东净利润10.79亿元，同比增长39.12%，对应EPS0.43元。公司同时发布2019一季报，公司2019年第一季度实现营业收入22.45亿元，同比增长28.50%；实现归属于上市公司股东净利润2.99亿元，同比增长37.84%。公司业绩持续高增长，符合预期。

- 屈光业务快速增长，其他业务总体平稳。**报告期内，公司屈光项目实现营收28.12亿元(+45.59%)，营收占比为35.11%，为公司占比最大的业务。高增长一方面是由于全飞秒、ICL等高端手术占比提升，实现量价齐升，另一方面是由于欧洲CB公司的屈光手术快速增长(CB公司从2017年9月开始并表)。白内障项目增速放缓，全年实现营收15.45亿元(+9.01%)，手术量相比去年同期有所减少，但由于高端手术的应用增加，营收总体维持增长。眼前段手术实现营收9.83亿元(+24.92%)，随着规模效应增大，毛利率也同比上升4.30pp；眼后段实现营收5.42亿元(+13.57%)；视光服务实现营收14.77亿元(+26.04%)。公司2018年全年门诊量达575.57万人次，手术量达56.45万例，分别同比增长13.00%和9.07%。

- 国内布局持续加大，期间费用控制良好。**报告期内，长沙爱尔、武汉爱尔和成都爱尔等主要子公司营收持续增长，净利润分别同比增长19.50%、14.61%和22.76%。报告期内，公司收购了陇西爱尔、资阳爱尔、内江爱尔等公司股权实现控股；新设成立了宁乡爱尔、临夏爱尔、广州黄埔爱尔等医院，国内布局持续加大。海外市场方面，公司已拥有香港亚洲医疗、美

国 MINGWANG 眼科中心、欧洲 ClnicaBaviera. S. A 等领先的海外眼科机构。报告期内，公司费用控制良好，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比下降 2.67pp、0.29pp 和 0.15pp，规模效应逐步显现。

- **盈利预测：**我们预测公司 2019–2021 年实现归属于母公司净利润分别为 13.58 亿元、17.78 亿元、22.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.57 元、0.75 元、0.95 元，当前股价对应 PE 分别为 62.7/47.9/37.7 倍，维持“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(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	8,009	10,056	12,413	15,108
货币资金	1,290	2,155	3,252	4,621	营业成本	4,245	5,313	6,539	7,953
应收款	1,037	1,257	1,448	1,595	营业税金及附加	13	13	13	13
存货	359	443	545	663	销售费用	826	1,026	1,254	1,511
其他流动资产	540	570	590	620	管理费用	1,072	1,458	1,738	2,040
流动资产合计	3,226	4,425	5,835	7,498	财务费用	45	59	54	47
非流动资产:					费用合计	1,943	2,543	3,046	3,598
可供出售金融资产	1,522	1,560	1,580	1,610	资产减值损失	186	120	140	160
固定资产+在建工程	1,668	1,888	2,253	2,744	公允价值变动	-38	0	0	0
无形资产+商誉	2,572	2,620	2,670	2,690	投资收益	46	47	48	49
其他非流动资产	638	650	680	700	营业利润	1,558	2,015	2,594	3,264
非流动资产合计	6,400	6,718	7,183	7,744	加: 营业外收入	6	5	6	6
资产总计	9,627	11,143	13,018	15,243	减: 营业外支出	183	170	180	190
流动负债:					利润总额	1,380	1,850	2,420	3,080
短期借款	280	300	350	400	所得税费用	314	422	552	702
应付账款、票据	943	1,107	1,271	1,392	净利润	1,066	1,428	1,868	2,377
其他流动负债	819	930	1,050	1,180	少数股东损益	57	70	90	120
流动负债合计	2,042	2,337	2,671	2,972	归母净利润	1,009	1,358	1,778	2,257
非流动负债:									
长期借款	1,320	1,400	1,450	1,500					
其他非流动负债	295	310	340	370	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
非流动负债合计	1,615	1,710	1,790	1,870	成长性				
负债合计	3,656	4,047	4,461	4,842	营业收入增长率	34.3%	25.6%	23.4%	21.7%
所有者权益					营业利润增长率	40.2%	29.4%	28.7%	25.8%
股本	2,383	2,383	2,383	2,383	归母净利润增长率	35.9%	34.6%	30.9%	27.0%
资本公积金	1,337	1,337	1,337	1,337	总资产增长率	3.4%	15.8%	16.8%	17.1%
未分配利润	1,806	2,789	4,062	5,669	盈利能力				
少数股东权益	278	278	278	278	毛利率	47.0%	47.2%	47.3%	47.4%
所有者权益合计	5,971	7,096	8,557	10,401	营业利润率	19.5%	20.0%	20.9%	21.6%
负债和所有者权益	9,627	11,143	13,018	15,243	三项费用/营收	24.3%	25.3%	24.5%	23.8%
					EBIT/销售收入	21.3%	19.2%	20.1%	21.0%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	13.3%	14.2%	15.0%	15.7%
净利润	1066	1428	1868	2377	ROE	17.9%	20.1%	21.8%	22.9%
折旧与摊销	373	280	335	408	营运能力				
财务费用	55	59	54	47	总资产周转率	83.2%	90.2%	95.4%	99.1%
存货的减少	-85	-84	-102	-118	资产结构				
营运资本变化	-188	-56	-27	-26	资产负债率	38.0%	36.3%	34.3%	31.8%
其他非现金部分	180	22	30	60	现金流质量				
经营活动现金净流量	1400	1651	2159	2749	经营净现金流/净利润	1.31	1.16	1.16	1.16
投资活动现金净流量	-1805	-538	-720	-930	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-803	-247	-342	-451	每股收益	0.42	0.57	0.75	0.95
现金流量净额	-1,205	865	1,097	1,368	每股净资产	2.51	2.98	3.59	4.36

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。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

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提供。

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>