

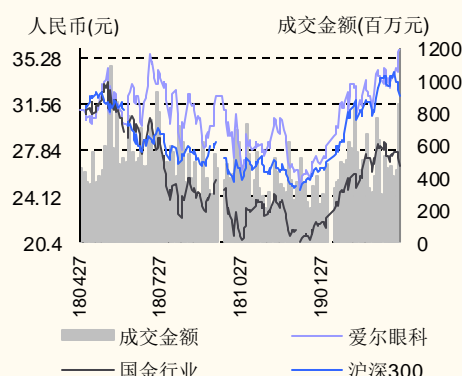
爱尔眼科 (300015.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 36.07 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,905.74
总市值(百万元)	85,968.52
年内股价最高最低(元)	36.07/24.62
沪深 300 指数	3889.28



相关报告

- 1.《业绩符合预期, 高增长态势延续-爱尔眼科 2018 年业绩快报点评》, 2018.2.28
- 2.《三季度业绩持续高增长, 内生增速强劲-爱尔眼科 2018 三季报点...》, 2018.10.28
- 3.《新老医院发展步入良性循环, 内生增长强势-爱尔眼科中报点评》, 2018.8.27

曾秋林 联系人
(8621)60230221
zengqiulin@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

业绩持续高增长, 眼科再迎黄金发展期

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.468	0.423	0.565	0.757	1.008
每股净资产(元)	3.29	2.39	2.78	3.37	4.20
每股经营性现金流(元)	0.84	0.59	1.35	1.30	1.57
市盈率(倍)	65.79	62.13	63.88	47.67	35.80
净利润增长率(%)	33.19%	35.88%	33.39%	33.99%	33.17%
净资产收益率(%)	14.24%	17.72%	20.20%	22.17%	23.49%
总股本(百万股)	1,585.98	2,383.38	2,383.38	2,383.38	2,383.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2018 年年度报告, 业绩符合预期, 持续高增长。2018 年公司实现收入 80.1 亿元, 同比增长 34.31%; 2018 年实现归属于上市公司股东净利润 10.1 亿元, 同比增长 35.9%;
- 公司发布 2019 年一季报, 利润端超预期, 高增长态势延续。2019 年 Q1 公司实现收入 22.4 亿元, 同比增长 28.5%; 2019Q1 实现归属于上市公司股东净利润 2.99 亿元, 同比增长 37.8%

简评:

- 2018 年全年公司业绩维持高速增长, 剔除海外并表因素, 内生增长强势。各业务板块均保持稳健增长态势, 其中屈光业务发展强劲。2018 年毛利率略有提升, 规模效应与消费升级带来屈光视光业务收入结构优化。
- 2018 年公司老医院依然保持快速的内生增长, 成熟期释放利润; 新医院占比提升, 新老医院发展良性循环, 分级诊疗模式下沉得以验证。
- 分级连锁模式兑现复制, 成长路径充分验证。并购基金助力下, 公司体系外医院储备丰富, 体外项目的有序注入下使得公司成长路径得到充分验证, 维持稳定增长。
- 公司历来重视视教研平台的建设与人才培养, 完善的中长期激励机制对公司的快速连锁复制扩展, 起到重要的支撑作用。
- 2019 年 Q1 利润端超预期, 高增长态势延续。我们预计 2019 年 Q1 延续 2018 年发展态势, 公司各业务板块增速良好, 2019 年公司持续在屈光、视光、白内障等核心业务进行医疗技术迭代升级, 综合实力持续提升。随着经营规模不断的扩大, 公司品牌影响力持续增强, 各核心业务竞争优势稳固, 诊疗人次不断提升, 内生增长维持良好态势。

盈利预测和投资建议

- 我们持续看好爱尔眼科的异地复制能力, 同时看好未来公司将继续围绕眼科专科业务打造生态平台、服务于国民眼科健康管理。我们预计公司 2019 年至 2021 年归属母公司净利润分别为 13.46 亿、18.0 亿、24.0 亿, 对应 EPS 分别为 0.57 元、0.76 元、1.01 元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 医患社会问题风险; 网络下沉进度风险; 医疗事故风险; 并购基金医院延迟注入的风险; 商誉减值风险; 县级医院建设进度低于预期的风险等。

事件：

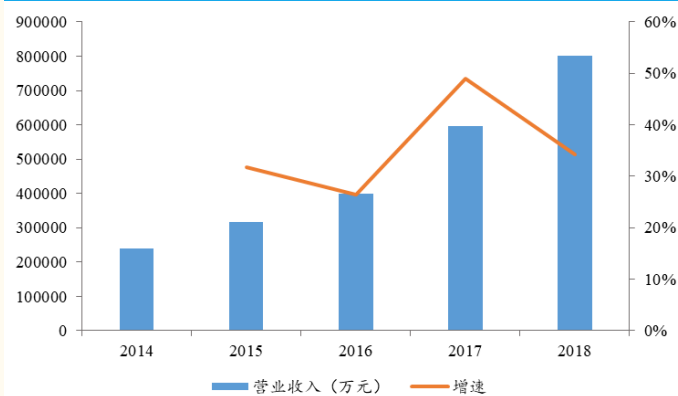
- 1. 公司发布 2018 年年度报告。2018 年公司实现收入 80.1 亿元，同比增长 34.31%；2018 年实现归属于上市公司股东净利润 10.1 亿元，同比增长 35.9%；
- 2. 公司发布 2019 年一季报，利润端超预期，高增长态势延续。2019 年 Q1 公司实现收入 22.4 亿元，同比增长 28.5%；2019Q1 实现归属于上市公司股东净利润 2.99 亿元，同比增长 37.8%

事件一：发布 2018 年年报，业绩符合预期，持续高增长。

1. 2018 年全年公司业绩维持高速增长，内生增长强势。

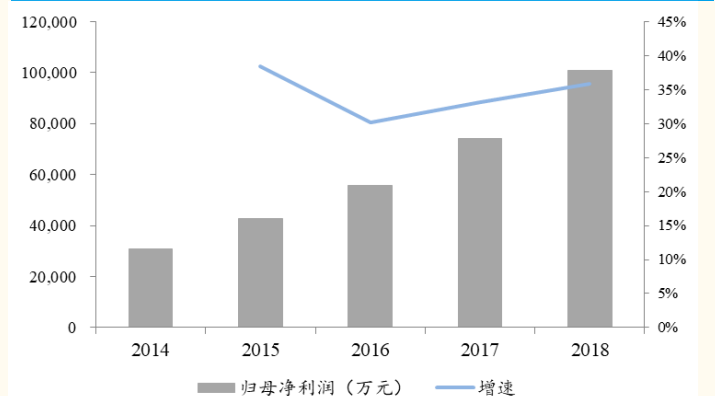
- 2018 年公司实现收入 80.1 亿元，同比增长 34.31%。；2018 年实现归属于上市公司股东净利润 10.1 亿元，同比增长 35.9%。
- 门诊量、手术量均维持稳健增长。报告期内，公司实现门诊量 573.6 万人次，同比增 13%，手术量 56.5 万例，同比增 9.1%。
- 剔除海外并购，内生增长依旧强势。我们预计内生收入端同比增长约 26.1%，利润端同比增长约 29.8%。

图表 1：爱尔眼科 2014-2018 营业收入（万元）



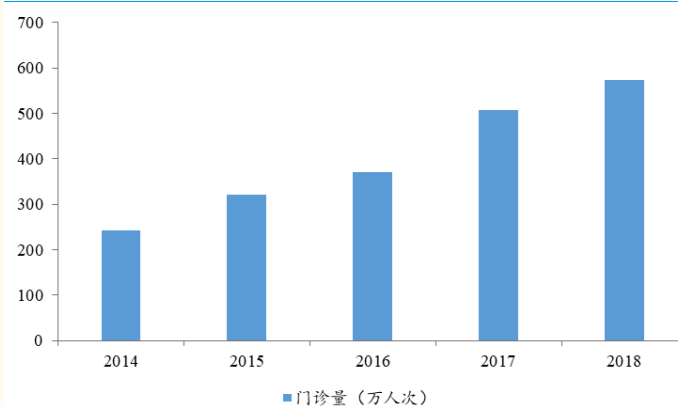
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：爱尔眼科 2014-2018 归母净利润（万元）



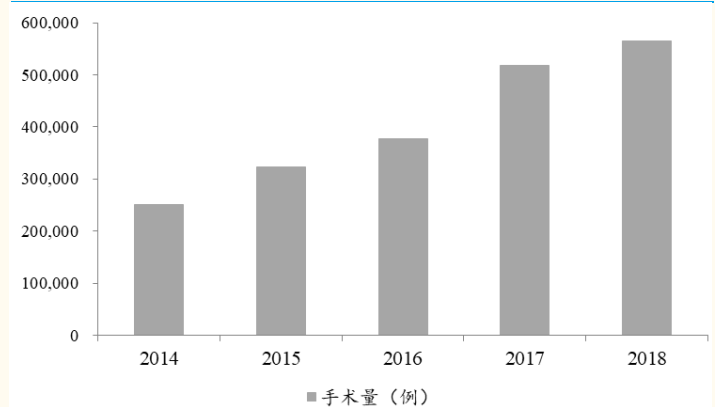
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：爱尔眼科 2014-2018 门诊量（万人次）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：爱尔眼科 2014-2018 手术量（例）

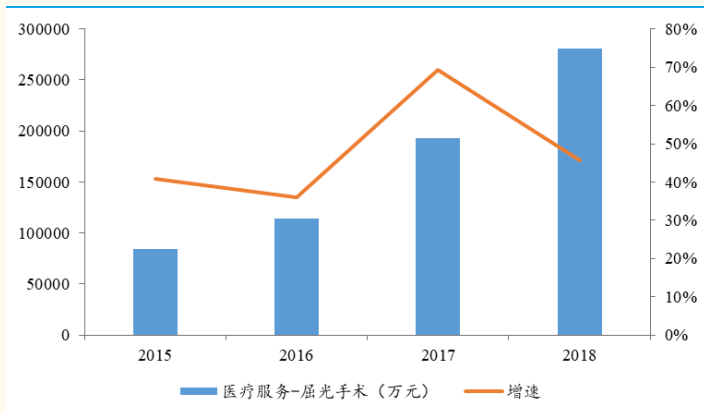


来源：公司公告，国金证券研究所

2. 各业务板块均保持稳健增长态势，其中屈光业务发展强劲。

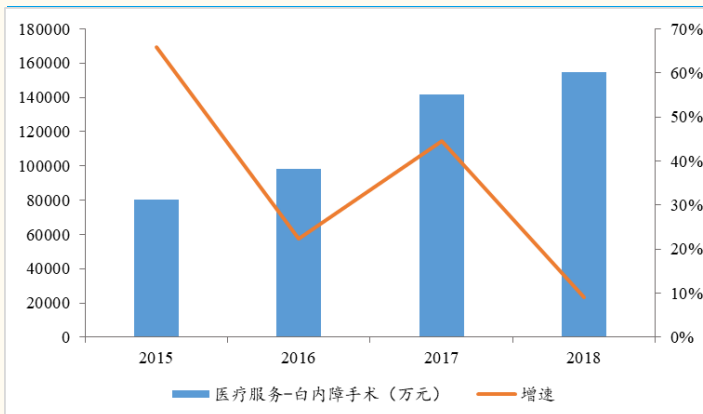
- 屈光手术实现 28.1 亿收入，同比增长 46%，占营业收入的比重提升至 35%（去年同期 32%）。屈光业务高增长主要原因为：1）国内市场因全飞秒、ICL 等高端手术占比提高所形成的量价齐升；2）欧洲 ClínicaBaviera.S.A 经营规模扩大所致。
- 白内障手术实现 15.4 亿，同比增长 9%，占主营业的比重下降至 19%（去年同期 24%）。白内障业务增速放缓的主要原因为：受国家实施城镇居民与农村合作医疗的医保政策整合调整过渡，以及部分省区医保优化调整支出结构影响，白内障业务手术量增长率出现阶段性放缓。高端多焦晶体、飞秒白内障术式等应用的增加有待进一步放量。
- 眼前段手术实现 9.8 亿，同比增长 25%。
- 眼后段手术实现 5.4 亿，同比增长 14%。
- 视光服务实现 14.8 亿元，同比增长 26%。
- 屈光手术、白内障手术、眼前段手术、眼后段手术、视光服务、其他项目，分别占爱尔眼科 2018 年上半年收入的 35%、19%、12%、7%、18%、8%。

图表 5：2015-2018 屈光手术收入（万元）



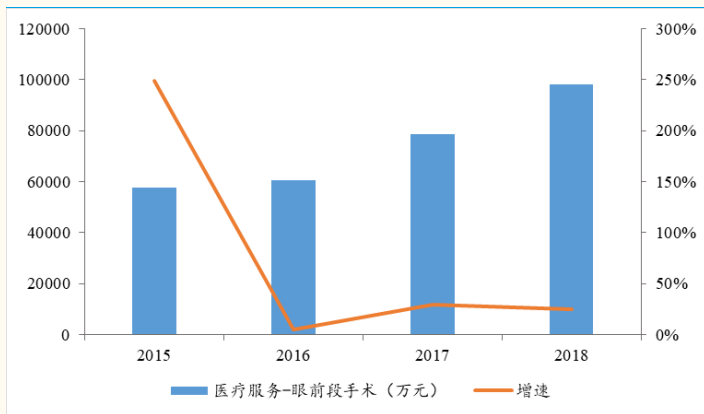
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2015-2018 白内障手术收入（万元）



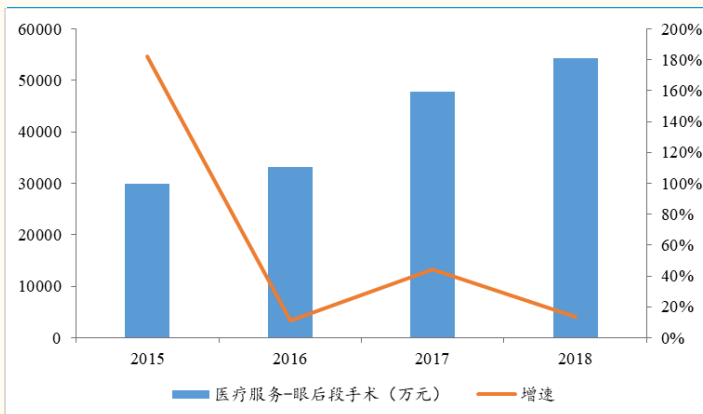
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：2015-2018 眼前段手术收入（万元）



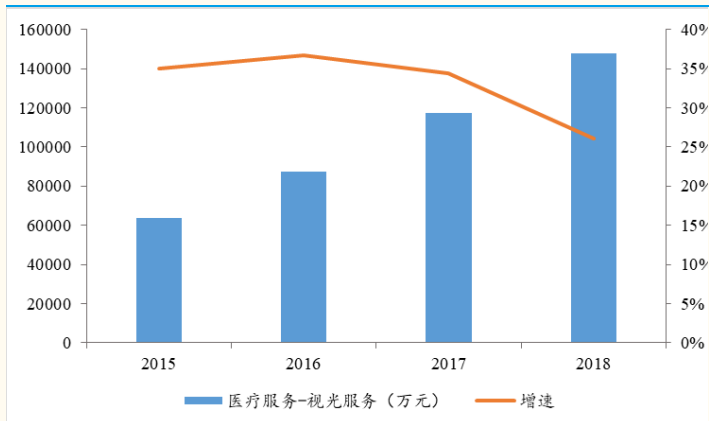
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：2015-2018 眼后段手术收入（万元）



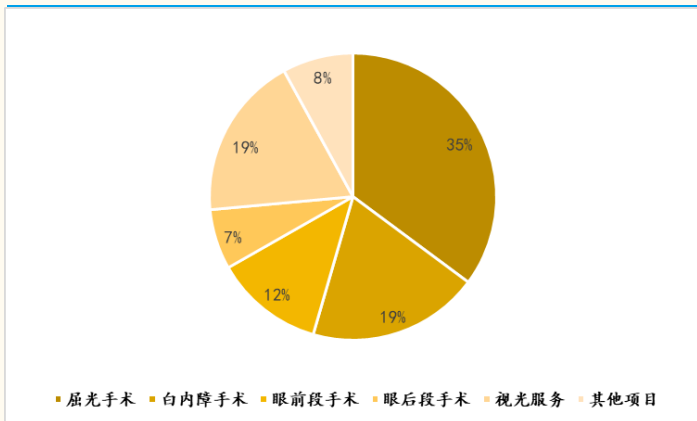
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：2015-2018 视光服务收入（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：2018 年收入结构占比（按业务种类）

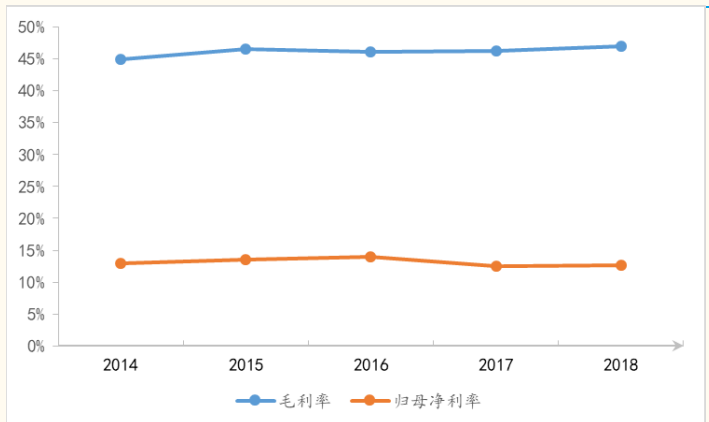


来源：公司公告，国金证券研究所

3. 2018 年毛利率略有提升，规模效应与消费升级带来屈光视光业务收入结构优化。

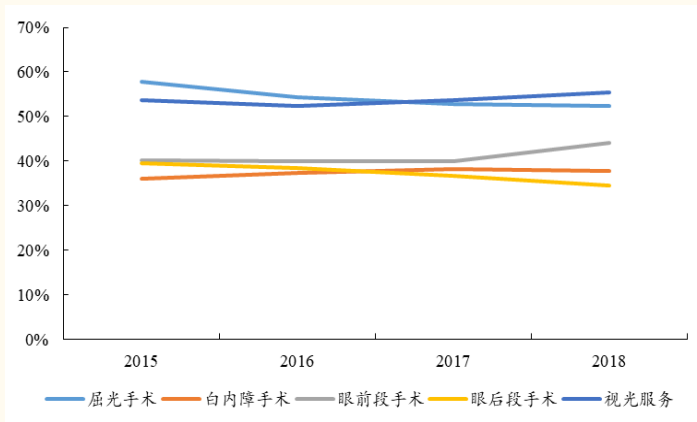
- 公司 2018 年年毛利率达到 47%，同比上升 0.7 个百分点。
- 屈光业务与白内障业务毛利率基本稳定，视光业务与眼前段业务毛利率提升明显，改善幅度分别为 1.8%与 4.3%。

图表 11：爱尔眼科 2014-2018 利润率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：2015-2018 各项业务毛利率情况

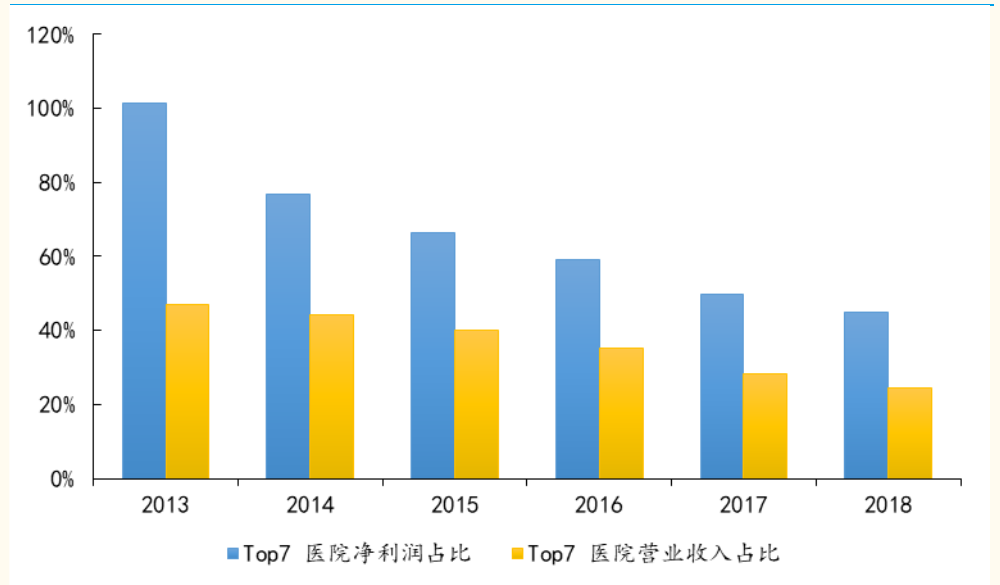


来源：公司公告，国金证券研究所

4. 公司老医院依然保持快速的内生增长，成熟期释放利润；新医院占比提升，新老医院发展良性循环，分级诊疗模式下沉得以验证。

- 2018 年公司前 7 大门店合计贡献收入 19.7 亿元 (YOY=17%)，归母净利润 4.77 亿元 (YOY=19.7%)。
- 从历年数据追踪来看，公司 7 家核心医院的收入、利润占比在逐年下降，新医院占比提升，实现了新老医院发展的良性循环，分级连锁模式下渠道下沉得以验证。

图表 13：2013-2017 七大医院收入及利润占比



来源：公司公告，国金医药测算，国金证券研究所

- 2018 年长沙爱尔收入端医院增长 22%（成立于 2004 年 12 月）、利润增长 19%。
- 武汉爱尔收入端增长 17%（成立于 2003 年 7 月），利润端增长 15%。
- 成都爱尔收入端增长 19%（成立于 2002 年 12 月），利润端增长 23%。
- 衡阳爱尔收入端增长 16%（成立于 2003 年 9 月）；利润端增长 81%。
- 株洲爱尔收入端增长 18%（成立于 2004 年 9 月）；利润端增长 2%。
- 重庆爱尔收入增长 20%（成立于 2006 年 7 月），利润端增长 11%。
- 沈阳爱尔增长 11%（于 2007 年 7 月并购），利润增长 22%。

5. 分级连锁模式兑现复制，成长路径充分验证。

- 公司异地扩张与网络布局延续。随着网络下沉，公司逐步渗透到基层，多层次的服务体系有效提升了整体竞争力。并购基金助力下，公司体系外医院储备丰富，体外项目的有序注入下使得公司成长路径得到充分验证，维持稳定增长。
- 公司分别收购了陇西爱尔、资阳爱尔、内江爱尔和宜宾爱尔 51%股权，宣城爱尔的 55%股权、醴陵三三一爱尔 81%股权，新建了宁乡爱尔、临夏爱尔、白银爱尔、沈阳爱尔、沈阳爱尔卓越，广州黄埔爱尔等医院；公司下

属子公司娄底爱尔新建了双峰爱尔，其他全国各地子公司新建了眼视光门诊部（诊所）23家。

6. 公司历来重视科教研平台的建设与人才培养，完善的中长期激励机制对公司的快速连锁复制扩展，起到重要的支撑作用。

- 报告期内，公司在“两院、两所、两站”的基础上，新获批湖南省科学技术协会“海智计划爱尔眼科医院集团股份有限公司工作基地”，将为公司引进海外智力开辟新渠道，招引海外高端项目提供新途径；新设立“角膜研究所”、“屈光研究所”、“青光眼研究所”及“视网膜研究所”等临床多中心研究所。随着科研平台的完善与加强，公司科研创新能力稳步提升，在国内乃至国际上眼科界的影响力日益凸显。
- 报告期内，长期利益共同体的形成下，公司各项激励措施都实现了较好的收益。
- 报告期内，公司实施了合伙人计划，合伙人范围进一步扩大，不仅为不断壮大的核心骨干搭建事业发展平台，更为公司发展提供源源不断的新动力。同时，公司多层次激励计划分别步入收获期，公司2011年实施的分6期行权的股票期权计划于2018年5月5日全部完成行权，2016年限制性股票激励计划首次授予第二期和预留授予第一期已完成解锁，合伙人计划以及省会合伙人计划也实现部分医院合伙人的激励兑现。

7. 社会办医政策再利好，眼科医疗迎新一轮黄金发展期：

- 近日，国家发展改革委等十八部门联合印发《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量 促进形成强大国内市场的行动方案》。文件提出，支持社会力量深入包括眼科专科医疗在内的12项细分服务领域。文件重点指出将督促各地落实社会办医疗机构跨部门全流程综合审批指引，精简优化审批流程，有望提升眼科专科医疗的扩张复制效率。

事件二：发布2019年一季报，高增长态势延续，利润端超预期。

1. 2019年Q1维持高增长态势，利润端超预期

- 公司发布2019年一季报，利润端超预期，高增长态势延续。2019年Q1公司实现收入22.4亿元，同比增长28.5%；2019Q1实现归属于上市公司股东净利润2.99亿元，同比增长37.8%。
- 我们预计2019年Q1延续2018年发展态势，公司各业务板块增速良好，2019年公司持续在屈光、视光、白内障等核心业务进行医疗技术迭代升级，综合实力持续提升。随着经营规模不断的扩大，公司品牌影响力持续增强，各核心业务竞争优势稳固，诊疗人次不断提升。剔除海外业务，我们预计公司内生增长维持良好态势。
- 我们认为，2019Q1公司毛利率持续提升与屈光与视光业务的比重持续提升密切相关。报告期内，公司注重市场推广与创新研发，虽然期间费用率略有上升，规模效应下，使整体净利率仍有1%的提升。

投资建议与盈利预测：

- 我们持续看好爱尔眼科的异地复制能力，同时看好未来公司将继续围绕眼科专科业务打造生态平台、服务于国民眼科健康管理。
- 我们预计公司 2019 年至 2021 年归属母公司净利润分别为 13.46 亿、18.0 亿、24.0 亿，对应 EPS 分别为 0.57 元、0.76 元、1.01 元，维持“买入”评级。

风险提示：

- 医患社会问题风险；网络下沉进度风险；医疗事故风险；商誉减值风险；并购基金医院延迟注入的风险；县级医院建设进度低于预期的风险等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,000	5,963	8,009	10,656	13,858	18,101
增长率		49.1%	34.3%	33.1%	30.1%	30.6%
主营业务成本	-2,156	-3,203	-4,245	-5,615	-7,234	-9,430
%销售收入	53.9%	53.7%	53.0%	52.7%	52.2%	52.1%
毛利	1,845	2,760	3,764	5,040	6,624	8,670
%销售收入	46.1%	46.3%	47.0%	47.3%	47.8%	47.9%
营业税金及附加	-7	-13	-13	-21	-28	-36
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-512	-774	-826	-1,151	-1,524	-1,991
%销售收入	12.8%	13.0%	10.3%	10.8%	11.0%	11.0%
管理费用	-627	-846	-1,169	-1,705	-2,287	-3,041
%销售收入	15.7%	14.2%	14.6%	16.0%	16.5%	16.8%
息税前利润 (EBIT)	699	1,126	1,756	2,163	2,785	3,602
%销售收入	17.5%	18.9%	21.9%	20.3%	20.1%	19.9%
财务费用	-5	-43	-45	-88	-89	-73
%销售收入	0.1%	0.7%	0.6%	0.8%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-14	-41	-186	-116	-110	-126
公允价值变动收益	0	0	-38	0	0	0
投资收益	21	40	46	68	95	118
%税前利润	3.1%	3.9%	3.3%	3.7%	3.9%	3.6%
营业利润	701	1,111	1,558	2,027	2,682	3,521
营业利润率	17.5%	18.6%	19.5%	19.0%	19.4%	19.5%
营业外收支	-16	-84	-178	-179	-220	-200
税前利润	684	1,027	1,380	1,848	2,462	3,321
利润率	17.1%	17.2%	17.2%	17.3%	17.8%	18.3%
所得税	-117	-234	-314	-434	-579	-780
所得税率	17.1%	22.8%	22.8%	23.5%	23.5%	23.5%
净利润	567	793	1,066	1,414	1,883	2,540
少数股东损益	10	50	57	68	80	139
归属于母公司的净利润	557	743	1,009	1,346	1,803	2,401
净利率	13.9%	12.5%	12.6%	12.6%	13.0%	13.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	567	793	1,066	1,414	1,883	2,540
少数股东损益	10	50	57	68	80	139
非现金支出	231	332	558	484	621	791
非经营收益	-33	2	43	206	262	210
营运资金变动	-90	204	-268	1,129	382	278
经营活动现金净流	675	1,330	1,400	3,233	3,148	3,819
资本开支	-314	-603	-809	-1,198	-1,297	-1,462
投资	-450	-2,087	-1,042	-1,201	-783	-797
其他	21	-14	46	68	95	118
投资活动现金净流	-743	-2,704	-1,805	-2,331	-1,985	-2,141
股权募资	436	1,785	70	103	150	177
债权募资	-2	1,477	-93	4	102	70
其他	-311	-299	-777	-599	-616	-625
筹资活动现金净流	123	2,964	-800	-492	-363	-378
现金净流量	55	1,590	-1,205	410	800	1,300

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	776	2,560	1,290	1,700	2,500	3,800
应收账款	466	697	1,029	1,081	1,331	1,681
存货	207	274	359	426	549	716
其他流动资产	154	150	548	849	1,098	1,186
流动资产	1,602	3,681	3,226	4,057	5,478	7,383
%总资产	39.4%	39.5%	33.5%	35.0%	38.7%	42.3%
长期投资	803	1,161	1,522	2,042	2,625	3,400
固定资产	783	1,257	1,668	2,186	2,523	2,977
%总资产	19.3%	13.5%	17.3%	18.8%	17.8%	17.1%
无形资产	807	3,054	3,075	3,189	3,418	3,561
非流动资产	2,464	5,632	6,400	7,547	8,691	10,074
%总资产	60.6%	60.5%	66.5%	65.0%	61.3%	57.7%
资产总计	4,066	9,313	9,627	11,604	14,169	17,457
短期借款	1	280	396	496	520	502
应付款项	779	1,509	1,251	1,691	2,302	2,788
其他流动负债	161	331	395	595	769	1,100
流动负债	941	2,120	2,042	2,782	3,591	4,390
长期贷款	186	1,467	1,320	1,388	1,466	1,554
其他长期负债	1	254	295	426	554	724
负债	1,129	3,841	3,656	4,596	5,611	6,668
普通股股东权益	2,781	5,216	5,693	6,662	8,132	10,224
少数股东权益	156	256	278	346	426	565
负债股东权益合计	4,066	9,313	9,627	11,604	14,169	17,457

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.552	0.468	0.423	0.565	0.757	1.008
每股净资产	2.753	3.289	2.389	2.778	3.366	4.198
每股经营现金净流	0.668	0.839	0.587	1.348	1.303	1.568
每股股利	0.800	1.080	1.100	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	20.04%	14.24%	17.72%	20.20%	22.17%	23.49%
总资产收益率	13.71%	7.97%	10.48%	11.60%	12.73%	13.76%
投入资本收益率	18.52%	11.97%	17.53%	18.61%	20.21%	21.45%
增长率						
主营业务收入增长率	26.37%	49.06%	34.31%	33.05%	30.06%	30.61%
EBIT增长率	16.31%	61.24%	55.89%	23.19%	28.78%	29.31%
净利润增长率	30.24%	33.19%	35.88%	33.39%	33.99%	33.17%
总资产增长率	24.85%	129.05%	3.37%	20.54%	22.10%	23.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.6	24.4	31.8	33.0	33.0	33.0
存货周转天数	32.3	27.4	27.2	27.7	27.7	27.7
应付账款周转天数	66.1	64.4	71.1	72.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	70.2	69.3	66.8	64.8	55.3	47.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.05%	-14.85%	7.13%	-7.08%	-16.29%	-24.52%
EBIT利息保障倍数	129.3	26.4	39.0	24.5	31.4	49.3
资产负债率	27.76%	41.24%	37.98%	39.61%	39.60%	38.20%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	7	11	19	37
增持	3	4	8	11	17
中性	1	3	3	3	4
减持	0	0	0	1	3
评分	1.83	1.71	1.64	1.59	1.56

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-08-27	买入	29.88	N/A
2	2018-10-28	买入	27.50	N/A
3	2019-02-28	买入	31.00	N/A

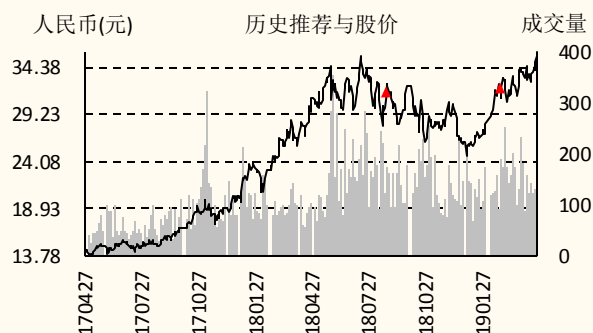
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH