

业绩高速增长，未来成长空间广阔

——爱尔眼科（300015）18年报及19年一季报点评

核心观点：

1. 事件：

公司发布18年年报。公司18年全年实现营业收入80.09亿元，同比增长34.31%。实现归属母公司的净利润10.09亿元，同比增长35.88%；实现扣非归属净利润10.79亿元（本期非经常性损益主要来自其他营业外收支），同比增长39.12%。2018年实现EPS为0.42元。

其中，18Q4实现营业收入18.84亿元，同比增长19.23%。实现归属净利润1.14亿元，同比增长3.90%。实现扣非归属净利润1.59亿元，同比增长33.48%。第四季度实现EPS 0.05元。

此外，公司发布2019年一季报。19Q1实现营业收入20.45亿元，同比增长28.50%。实现归属净利润2.99亿元，同比增长37.84%。实现扣非归属净利润2.72亿元，同比增长30.15%。19Q1实现EPS 0.13元。

2. 我们的分析与判断

（一）各项业务稳健增长，高端术式推动量价齐升

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，各项主要业务也保持稳健增长态势。2018年公司门诊量573.57万人次，同比增长13.00%；手术量56.45万例，同比增长9.07%，（剔除白内障手术量，同比增长18.26%）。平均门诊收入1396元/人次；手术平均客单价10419元/例，均实现持续上升。

2018年主要亚专科业务情况分别为：

屈光手术实现营业收入28.12亿元，同比增长45.59%，该项业务毛利率为52.38%（同比-0.43pp，预计是由于高端手术材料成本较高及欧洲、美国医院并表所致）；屈光业务高速增长主要由于境内各医院手术量快速增长的同时全飞秒、飞秒和ICL等高端手术占比提高，量价齐升，以及欧洲Clínica Baviera S.A去年9月并表，今年收入快速提升所致。未来随着：1.消费升级趋势推动高端术式占比进一步升高；2.高端术式内部多样化；3.不断开发个性化术式乃至实现私人订制化，屈光手术业务仍有较大增长空间。

爱尔眼科(300015.SZ)

推荐 维持评级

分析师

余宇

☎：010-83571335

✉：shayu@chinastock.com.cn

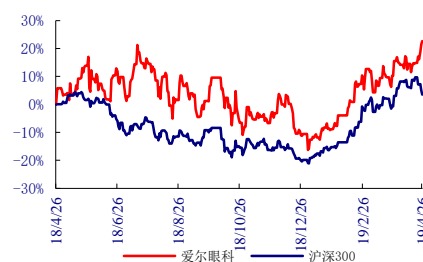
执业证书编号：S0130519010003

市场数据

2019-04-26

A股收盘价(元)	36.07
A股一年内最高价(元)	36.75
A股一年内最低价(元)	24.40
沪深300指数	3889.27
市盈率(TTM)	78.81
总股本(万股)	238338.01
实际流通A股(万股)	190573.94
限售的流通A股(万股)	47764.08
流通A股市值(亿元)	687.40

相对沪深300表现图

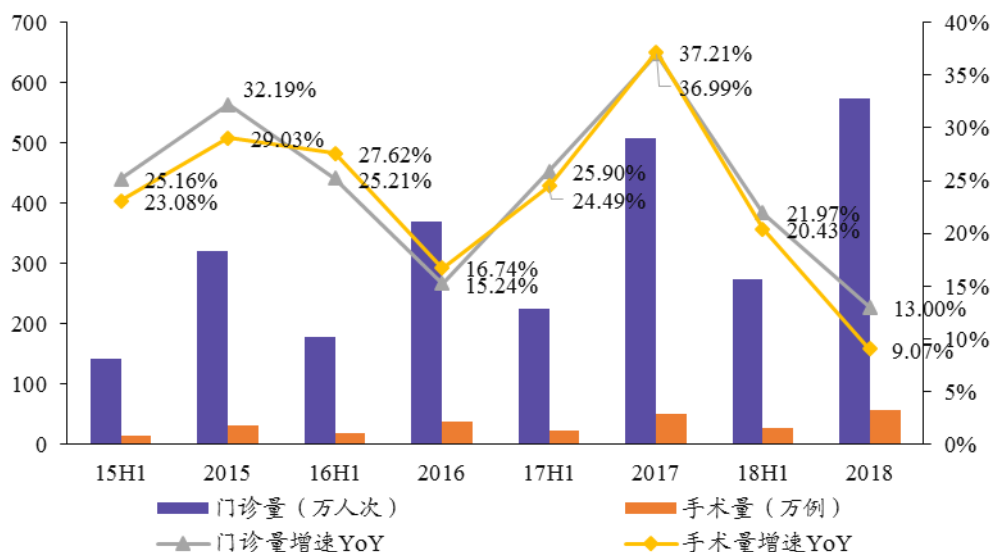


资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

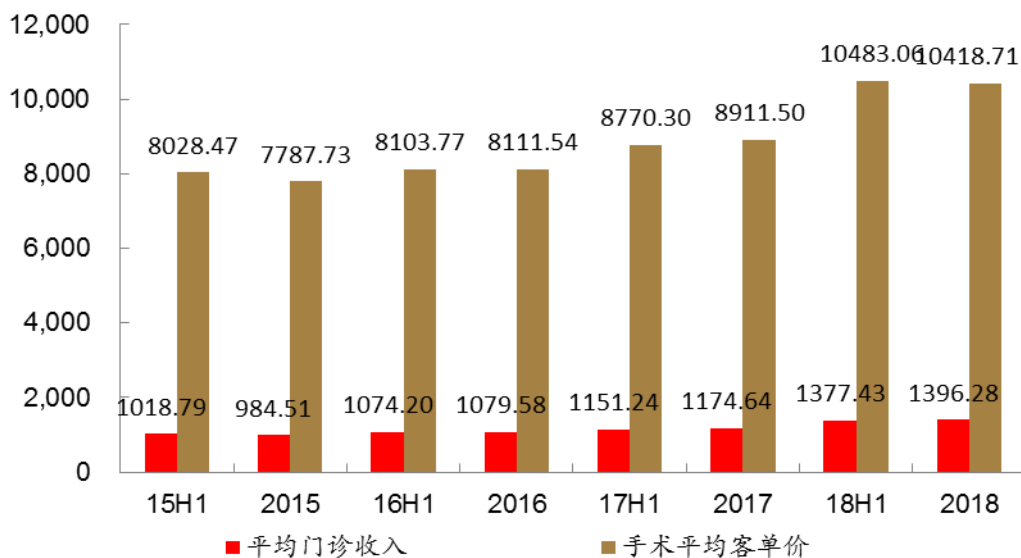
爱尔眼科（300015）三季报点评：内生业绩增长强劲，科研能力不断强化
爱尔眼科（300015）中报点评：各项业务持续发展，业绩增长质量高
爱尔眼科（300015）年报点评：各项业务高速发展，并购项目运转良好
爱尔眼科（300015）三季报点评：业绩超预期，定增获批助力长期盈利

图 1: 门诊量与手术量变化



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

图 2: 公司平均门诊收入及手术平均客单价变化 (元)



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

白内障手术 FY18 实现营业收入 15.45 亿元，同比增长 9.01%，毛利率为 37.69%（同比 -0.52pp）。此为高端晶体占比提升，全飞秒术式增加所致。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。然而白内障手术为刚需，且我国老龄化程度不断加深，我们预测未来白内障业务将继续受益于中国广阔市场空间。

视光业务 FY18 收入为 14.77 亿元，同比增长 26.04%，毛利率 55.47%，同比增长 1.81pp。视光业务高速增长受益于主要是视光配镜量持续上升的同时视光技术和新产品不断创新升级。

眼前段手术业务、眼后段手术业务全年分别实现营业收入 9.83 亿元(同比+24.92%), 5.42pp 亿元 (同比+13.57%), 其毛利率分别为 44.19% (+4.30pp)、34.49% (-2.29pp)。

公司内生业绩增长质量高, Clínica Baviera.S.A 于去年 9 月 1 日并表, 美国医院 AW 去年 4 月 1 日并表, 剔除海外并表影响公司业绩仍能实现同比 35.54% 的高速增长。此外, 报告期内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, 但是经我们统计, 这些收购及新建医院整体来看 18 年尚未实现盈利 (约亏损 0.15 亿左右), 对公司业绩没有正向影响, 因此公司扣非业绩增长仍主要为内生增长。

财务指标方面, 公司 FY18 毛利率为 47%, 较上年同期上升 0.72 个百分点。销售费用率、管理费用率、财务费用及研发费用率分别为 10.31% (同比-2.67pp)、13.38% (同比-0.29 pp)、0.56% (同比-0.15pp) 及 1.22% (同比+0.70pp)。我们估计三费率降低主要是由于公司规模扩大带来的规模效应, 以及去年同期使用央视品牌计划所致。FY18 公司实现经营活动现金流量净额 14 亿元, 同比增长 5.22%。19Q1 公司毛利率为 45.44%, 较去年同期上升 0.78 个百分点; 实现经营活动现金流净额 4.31 亿元, 同比增长 46.33%, 经营活动净现金流十分稳健, 体现利润质量高。

(二) 成熟医院也有高增长, 分级连锁体系持续发挥优势

报告期内, 公司继续加快完善各省区域内分级连锁网络体系, 加快推进以地、县市为重点的医疗网络建设, 覆盖面扩大, 覆盖程度加深; 通过不同层级医院的功能定位, 高资源共享率、医疗水平, 不断拓展医疗网络的广度、深度和密度, 持续增强集团的整体实力和各家医院的竞争力。随着全国医疗网络不断完善, 规模效应进一步体现。18 年公司前十大医院保持高速增长, 总营收增速 21.44%, 净利润增速高达 32.59%, 体现成熟医院也有较高业绩增速。

表 1: 公司部分医院营收和净利润及增速 (元)

		2018		2017		营收增速	净利润增速
		营业收入	净利润	营业收入	净利润		
前十大医院	长沙	341,606,740.43	118,732,591.20	279,443,338.13	99,359,391.27	22.2%	19.5%
	武汉	465,775,108.07	95,350,478.51	397,892,674.55	83,193,126.83	17.1%	14.6%
	成都	312,775,551.69	84,222,264.78	263,254,587.82	68,605,918.59	18.8%	22.8%
	沈阳	346,228,340.12	68,374,910.93	312,996,482.20	55,892,567.12	10.6%	22.3%
	重庆	258,486,660.50	48,595,003.34	216,262,439.84	43,934,186.44	19.5%	10.6%
	衡阳	142,988,692.03	38,604,871.16	123,402,798.33	21,339,572.76	15.9%	80.9%
	东莞	116,797,372.67	27,584,200.36	80,217,559.88	16,345,564.62	45.6%	68.8%
	广州	184,367,937.39	26,364,348.24	135,128,832.39	4,624,752.12	36.4%	470.1%
	深圳	180,287,261.62	26,838,817.44	119,338,959.68	13,142,698.56	51.1%	104.2%
	天津	129,265,637.52	24,146,134.33	113,123,620.14	15,031,693.27	14.3%	60.6%

其他重要医院	株洲三三一	101,997,756.23	23,564,727.42	86,494,904.71	23,204,858.61	17.9%	1.6%
	滨州沪滨	131,410,425.22	22,783,316.73	122,070,806.82	22,569,490.74	7.7%	0.9%
	西安古城	119,018,915.74	15,468,703.50	112,184,891.56	17,754,327.41	6.1%	-12.9%
	石家庄	155,966,766.70	17,606,780.88	129,806,636.11	13,992,128.46	20.2%	25.8%
	昆明	100,090,037.10	9,888,627.85	96,681,105.05	11,647,476.82	3.5%	-15.1%
	娄底	76,939,501.60	15,443,558.40	67,103,116.83	10,271,309.46	14.7%	50.4%
	重庆爱尔麦格	118,189,604.09	14,563,989.18	115,935,773.65	6,889,370.78	1.9%	111.4%
	贵阳	117,924,732.41	14,260,706.56	111,571,626.40	9,837,031.22	5.7%	45.0%
	南宁	132,569,837.66	14,069,235.33	101,441,058.35	8,550,555.25	30.7%	64.5%
	朝阳	43,063,454.80	10,432,287.31	35,800,519.66	9,051,312.80	20.3%	15.3%
	郑州	21,691,582.38	-15,345,769.82	14,567,946.88	-23,347,980.31	48.9%	-34.3%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（三）国际业务稳步发展，欧洲医院业绩稳健增长

报告期内，公司国际业务稳步发展，Clínica Baviera 全年实现业绩增速 20.6%，报告期内新增医院 3 家（西班牙 1、德国 2）。FY18 Clínica Baviera 实现营业收入 10929.4 万欧元，同比增长 9.4%；净利润 1190.8 万欧元，同比增长 20.6%，业绩符合预期，体现被收购后注入动能及对接资源，导致欧洲医院发展的积极性大幅提升。

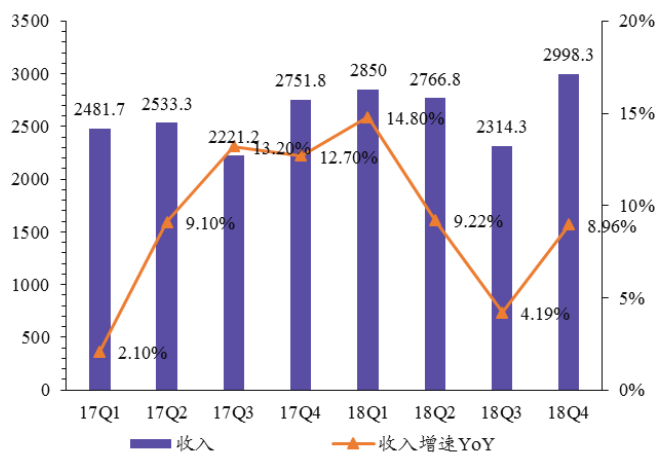
图 2：Clínica Baviera 2018 年布局情况

	Clinics
Spain	56
Germany *	23
Italy	4
Clinics	83



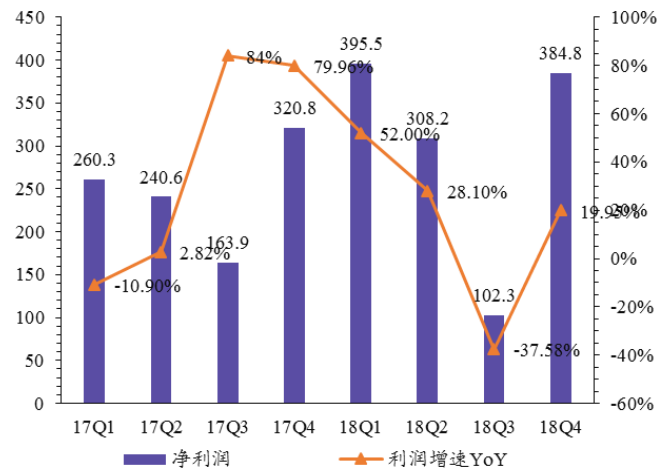
资料来源：公司官网、中国银河证券研究院

图 1: Clínica Baviera 分季度收入变化 (万欧元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 2: Clínica Baviera 分季度净利润变化 (万欧元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

分地区看, 收入增速上意大利 (+20.8%) > 德国 (+14.1%) > 西班牙 (+7.1%), EBITDA 增速上德国 (+58.5%) > 意大利 (+44.3%) > 西班牙 (+8.9%)。我们认为, 欧洲医院增长势头良好体现公司国际化战略成功, 未来国际业务有望持续反哺国内: 1. 标的公司自被收购后业绩加速增长, 未来盈利能力无忧, 有效增厚公司业绩。2. 标的公司的老花镜等手术技术相对国内有很大优势, 可以弥补国内技术劣势: 由于欧元区经济发达、老龄化程度高, 标的公司的老花眼手术技术较为成熟, 许多人工晶体的临床试验都是由标的公司承接, 可资借鉴; 3. “手术中心+诊所”的商业模式可供公司学习其分级连锁体系。4. 公司得以快速地深度融合国际先进的医疗服务理念和最前沿的技术体系, 嫁接高端服务模式和管理经验, 有利于公司发展高端医疗服务, 而且公司的全球优秀专家团队得以大幅壮大和丰富。

(四) 科研能力不断强化, 人才吸引力进一步提升

报告期内, 公司在“两院、两所、两站”的科教研平台基础上, 新设立了“角膜研究所”、“屈光研究所”、“青光眼研究所”及“视网膜研究所”等临床研究所, 眼科医疗科研研究不断深入, 并推动与国际顶尖医疗机构科研合作, 进一步夯实了公司“产、学、研”一体化的战略布局。公司集聚创新资源, 加快科研成果转化, 持续提升整体技术水平。爱尔眼科学院发起并主导的全球近视眼大数据多中心研究项目, 将强化人类近视眼发病机制领域的探索研究; 公司在仿生组织工程角膜的构建和移植研究方面取得进展; 发布《中国青少年用眼行为大数据报告》, 用大数据分析青少年用眼行为, 出科学防控近视的五个维度, 为举国关注的青少年近视防控问题供了新的解决思路 and 方向。此外, 公司依托科教研平台, 申请和开展了多项国家级、省部级、市局级科研课题; 主办了多场有影响力的国际学术会议, 科教研一体化优势稳步提升。

报告期内, 公司在学术科研方面取得了显著成果。公司在各类期刊共计发表论文 174 篇, 其中 SCI/Medline 收录论文 39 篇、中文核心期刊/中国科技论文统计源期刊 105 篇, 其它类收录 30 篇; 公司科技项目获批立项 79 项, 其中国家级项目 3 项, 省级项目 31 项, 市级等其他项目 45 项; 公司主办了“2018 屈光手术国际论坛”、“2018 屈光性白内障手术新进展国际会议”、“橘洲视光国际论坛”等 8 次国际国内大型学术交流会议, 吸引来自全球五大洲的眼科领域权

威专家参会达 2450 人次，为全球专家教授及手术医师们供了学术交流的平台，进一步推动了我国眼科医学行业走向国际化。在第 23 次全国眼科学术大会上，爱尔眼科共有 2388 篇论文被大会录取，占比超 20%，再创历史新高。

。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 12%，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 2019-2021 年归属净利润为 13.72 亿元/17.81 亿元/21.85 亿元，对应 EPS 为 0.58 元/0.75 元/0.92 元，对应 PE 为 62/48/39 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	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4000.40	5962.85	8008.57	11081.22	14695.29	18579.12
减: 营业成本	2155.81	3203.07	4244.81	5887.64	7835.16	9914.50
营业税金及附加	6.55	13.45	12.92	17.87	23.70	29.97
营业费用	512.24	774.03	825.55	1329.75	1616.48	1857.91
管理费用	627.25	845.94	1071.92	1662.18	2498.20	3530.03
财务费用	5.40	42.66	45.06	78.02	39.83	-5.76
资产减值损失	13.84	40.99	185.56	80.13	80.13	80.13
加: 投资收益	21.19	39.97	46.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	-38.43	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-97.49	0.00	0.00	0.00
营业利润	700.50	1082.66	1533.06	2025.62	2601.79	3172.34
加: 其他非经营损益	-16.28	-84.17	-177.52	-91.81	-91.81	-91.81
利润总额	684.22	998.49	1355.53	1933.82	2509.98	3080.53
减: 所得税	117.11	221.28	303.12	483.45	627.50	770.13
净利润	567.11	777.21	1052.41	1450.36	1882.49	2310.40
减: 少数股东损益	9.64	50.25	56.91	78.43	101.80	124.94
归属母公司股东净利润	557.47	726.96	995.50	1371.93	1780.69	2185.46
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	664.99	2236.34	907.90	1773.00	2351.25	3180.77
应收和预付款项	556.57	826.20	1135.31	1646.96	2292.43	3034.65
存货	206.77	273.82	359.05	471.01	587.64	694.02
其他流动资产	58.79	11.58	434.21	434.21	434.21	434.21
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	782.86	1257.00	1668.13	1778.16	1875.52	1960.19
无形资产和开发支出	481.17	2645.11	2573.95	2575.97	2577.91	2579.75
其他非流动资产	1152.29	1687.22	2105.33	1854.64	1603.94	1603.94
资产总计	3903.45	8937.26	9183.88	10533.95	11722.89	13487.52
短期借款	0.00	0.00	280.00	690.85	584.98	0.00
应付和预收款项	779.26	1508.59	1250.72	1723.33	2292.81	2901.12
长期借款	186.06	1467.12	1319.98	693.48	0.00	0.00
其他负债	1.09	489.50	362.62	362.62	362.62	362.62
负债合计	966.41	3465.21	3213.33	3470.28	3240.42	3263.74
股本	1010.32	1585.98	2383.38	2383.38	2383.38	2383.38
资本公积	243.40	2043.04	1203.98	1203.98	1203.98	1203.98
留存收益	1527.43	1587.07	2105.46	3120.14	4437.14	6053.51
归属母公司股东权益	2781.15	5216.09	5692.81	6707.50	8024.50	9640.87
少数股东权益	155.89	255.96	277.74	356.17	457.97	582.91
股东权益合计	2937.04	5472.05	5970.55	7063.67	8482.47	10223.78

负债和股东权益合计	3903.45	8937.26	9183.88	10533.95	11722.89	13487.52
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	683.53	1352.93	1405.68	1765.42	2122.54	2210.70
投资性现金净流量	-743.22	-2704.00	-1804.61	-273.81	-273.81	-273.81
筹资性现金净流量	122.22	2972.26	-802.76	-626.51	-1270.48	-1107.37
现金流量净额	63.56	1613.01	-1199.08	865.10	578.25	829.52

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。

余宇，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

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 wangting@chinastock.com.cn