



2019-05-08

公司研究报告

买入/维持

爱尔眼科(300015)

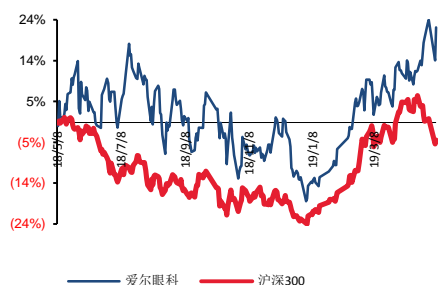
目标价: 50

昨收盘: 36.8

医疗保健 医疗保健设备与服务

向上游产品端延伸，构筑眼健康生态圈

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,383/1,906
总市值/流通(百万元)	87,708/70,131
12 个月最高/最低(元)	50.16/24.62

相关研究报告:

爱尔眼科(300015)《消费与技术升级驱动量价齐升，年报业绩靓丽》
—2019/02/28

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

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:

5月8日,公司公告称,拟以自有资金1020万元与莱美药业合资公司,公司持股比例51%,享60%利润分配,合资公司将进行眼科医疗产品研发、生产、销售。

点评:

1. 爱尔眼健康生态圈战略迈出重要一步

此次合作为强强联合,一方面,爱尔在眼科领域积累了先进临床经验及市场优势;另一方面,莱美药业多年以来专注于新药研究与开发,拥有超过20年的无菌制剂生产经验品种丰富、产能充足,在研发生产体系方面与爱尔优势互补,通过自主研发和搜寻眼科行业的前沿技术、最新产品,既能降低公司成本,又能为眼科患者提供具备良好临床效果的优质产品,提升品牌竞争力。

值得注意的是,虽然爱尔只出资51%,利润分成比例却达到60%,终端话语权较强,我们分析爱尔的渠道优势(眼科医院、视光门诊、健康驿站等分级体系健全)及丰富临床经验、数据在合作中将起到更重要作用,能够反映出终端患者的真实需求,是产业链延伸的关键。

2. 价值凸显,构筑眼健康生态圈

据公告,合资公司将开发儿童青少年近视及干眼症等一系列眼科药品及护理产品,逐步搭建眼科类相关产品平台。考虑国内儿童青少年近视发病率高(全国近6亿近视人群中,儿童青少年为主体;18年全国儿童近视率53.6%,高中生近视率81%),且国家已经将儿童青少年近视防控纳入基本公共卫生服务综合考核目标,上升至国家战略层面,爱尔适时把握发展机遇,已经开始相关布局,例如爱研发人工智能近视防控产品“云夹”、2018年牵头在全球六大洲做近视眼防控研究、探索儿童眼科亚专科等,本次也开始了上游生产领域的尝试,产品前景广阔。

爱尔的生态圈价值越来越凸显,围绕眼健康,分为连锁医院网络生态(旗舰、省会、地市、县市医院体系)、眼健康“互联网”生态(线上线下一体)、国际化生态(收购国外眼科医院,引进资源)、科技

创新生态、医疗金融生态（嫁接保险等）。本次往上游延伸，通过医院等终端来普及新技术、新产品，而新技术、新产品又将为爱尔带来经济与品牌效益，互为依托。

3. 业绩靓丽，18 年&19Q1 延续高增长

2018 年公司收入利润增长延续高增长，Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现收入 17.47 亿（+45.86%）、20.33 亿（+46.00%）、23.44 亿（+30.80%）、18.84 亿（+19.23%），扣非净利润 2.09 亿（+38.34%）、3.18 亿（+48.85%）、3.93 亿（+34.70%）、1.59 亿（+33.48%），2019 年 Q1 实现收入 22.45 亿（+28.50%），扣非净利润 2.72 亿（+30.15%）。一方面各医院核心医疗服务项目增长强劲，优势项目进一步巩固，市场占有率稳步提升。另一方面，公司省会级医院的龙头带动能力进一步提升，收入增长稳定。公司加速医疗网络的战略布局，借助国际化平台优势，整合利用全球资源，加大高端人才引进，提升产学研平台创新能力，促进各学科、全眼科业务协同发展，继续保持高质量的快速增长态势。

盈利预测：预计 19-21 年归母净利润分别为 13.51、17.7、23.12 亿，对应 PE 分别为 65/50/38 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：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,009	10,614	13,997	18,337
(+/-%)	34.31%	32.53%	31.88%	31.00%
归母净利润(百万)	1009	1351	1770	2312
(+/-%)	35.88%	33.87%	31.05%	30.60%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.57	0.74	0.97
市盈率(PE)	86	65	50	38

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)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2560	1290	3098	4874	7303	营业收入	5963	8009	10614	13997	18337
应收和预付款项	643	988	1156	1525	1998	营业成本	3203	4245	5678	7489	9810
存货	274	359	428	564	739	营业税金及附加	13	13	27	28	37
其他流动资产	204	589	675	749	844	销售费用	774	826	1380	1832	2420
流动资产合计	3681	3226	5357	7712	10883	管理费用	846	1072	1714	2290	3002
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	43	45	0	-18	-36
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	41	186	0	0	0
固定资产	1131	1465	1307	1074	821	投资收益	40	46	40	45	50
在建工程	126	203	201	203	205	公允价值变动	0	-38	0	0	0
无形资产开发支出	523	512	515	514	514	营业利润	1111	1558	1855	2422	3154
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	-84	-178	-30	-30	-30
其他非流动资产	5632	6400	6630	6948	7247	利润总额	1027	1380	1825	2392	3124
资产总计	9313	9627	11987	14660	18130	所得税	234	314	420	550	718
短期借款	0	280	280	280	280	净利润	793	1066	1405	1842	2405
应付和预收款项	796	1035	1195	1576	2065	少数股东损益	50	57	55	72	94
长期借款	1467	1320	1320	1320	1320	归母股东净利润	743	1009	1351	1770	2312
其他负债	1578	1021	1815	2266	2842	预测指标					
负债合计	3841	3656	4611	5442	6507		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	1586	2383	2383	2383	2383	毛利率	46.28%	47.00%	46.50%	46.50%	46.50%
资本公积	2252	1337	1337	1337	1337	销售净利率	12.45%	12.60%	12.73%	12.65%	12.61%
留存收益	1590	2123	3473	5243	7555	销售收入增长率	49.06%	34.31%	32.53%	31.88%	31.00%
归母公司股东权益	5216	5693	7044	8814	11125	EBIT 增长率	55.12%	33.23%	28.04%	30.06%	30.09%
少数股东权益	256	278	332	404	498	净利润增长率	33.19%	35.88%	33.87%	31.05%	30.60%
股东权益合计	5472	5971	7376	9218	11623	ROE	14.24%	17.72%	19.18%	20.08%	20.78%
负债和股东权益	9313	9627	11987	14660	18130	ROA	7.97%	10.48%	11.27%	12.07%	12.75%
现金流量表(百万)						ROIC	23.30%	22.36%	31.10%	39.86%	52.12%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS (X)	0.50	0.43	0.57	0.74	0.97
经营性现金流	1330	1400	2399	2475	3123	PE (X)	62.22	61.80	64.94	49.55	37.94
投资性现金流	-2704	-180	-578	-687	-682	PB (X)	9.36	11.01	12.45	9.95	7.88
融资性现金流	2972	-803	-13	-13	-13	PS (X)	8.19	7.83	8.26	6.27	4.78

现金增加额	-8	3	0	0	0	EV/EBITDA(X)	35.30	35.10	39.54	30.67	23.52
-------	----	---	---	---	---	--------------	-------	-------	-------	-------	-------

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	zhafli@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
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



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。