

# 信义山证汇通天下

证券研究报告

## 医疗服务

报告原因：半年报点评

2019 年 8 月 23 日

## 爱尔眼科（300015.SZ）

内生依然稳健，注入体外医院助力公司持续发展

## 维持评级

增持

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



### 市场数据：2019 年 8 月 22 日

收盘价(元):	32.82
流通 A 股/总股本(亿):	25.13/30.98
流通 A 股市值(亿):	824
总市值(亿):	1016

### 基础数据：2019 年 6 月 30 日

基本每股收益(元):	0.23
每股净资产(元):	1.93
净资产收益率:	11.63%

分析师：王腾蛟

执业证书编号：S0760518090002

Tel: 0351-8686978

Email: wangtengjiao@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 事件描述

- 公司发布 19 年半年报，2019 年上半年公司实现营业收入 47.49 亿，同比增长 25.64%，归母净利润 6.95 亿，同比增长 36.53%，扣非后归母净利润 6.95 亿，同比增长 31.93%。

### 事件点评

- 公司各项指标堪称优秀，盈利能力持续提升。报告期公司门诊量 316.43 万人次，同比增长 15.31%，手术量 29.96 万例，同比增长 7.02%。分产品来看，公司屈光项目收入 17.79 亿，同比增长 21.44%，白内障项目收入 8.47 亿，同比增长 10.92%，视光服务 8.38 亿，同比增长 30.98%，其他项目均有不同程度增长。公司上半年毛利率达 47.14%，比上年下降 0.52pct，净利率 15.39%，比上年提升 0.91pct，销售费用率 24.73%，比上年下降 1.97pct，管理费用率 13.79%，比上年下降 0.39pct，上半年公司实现经营性净现金流 9.97 亿，同比增长 28.15%，公司各项财务指标堪称优秀。
- 核心医院内生依然稳健，并购医院将是未来公司新的增长点。以武汉、长沙为代表的核心医院表现依然稳健，武汉爱尔作为公司第一大医院 19 年上半年实现收入 2.64 亿，增速达 19%，长沙爱尔实现收入 1.92 亿，增速达 16%，公司核心医院大多都实现了较为稳健的增长。欧洲 Clínica Baviera, S.A. 上半年实现收入 4.76 亿，同比增 9.78%，净利润 5352.75 万。同比下滑 1.45%。上半年公司分别收购和新建了湘潭爱尔、普洱爱尔等 13 家医院，报告期合计贡献收入 9840 万，净利润-171 万，可以看出这些医院对于目前公司的净利润并无正贡献，但对于未来公司的业绩持续增长打下了较好的基础，这些医院目前正处于业绩爬坡期，未来将逐步开始释放业绩。

### 投资建议

- 预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.45\0.62\0.83，对应当日收盘价 32.82 元，19-21 年 PE 分别为 72.92\52.94\39.54，维持“增持”评级。

### 风险提示

- 政策风险、医疗事故风险，新建医院盈利不达预期的风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,226	4,907	7,553	10,692	营业收入	8,009	10,111	13,041	16,591
现金	1,290	2,586	4,526	6,739	营业成本	4,245	5,361	6,944	8,808
应收账款	883	901	1,241	1,628	营业税金及附	13	19	25	30
其他应收款	147	318	350	424	销售费用	826	1,323	1,581	1,964
预付账款	106	192	234	277	管理费用	1,072	1,458	1,825	2,312
存货	359	475	599	762	财务费用	45	78	67	59
其他	442	434	603	861	资产减值损失	186	0	0	0
非流动资产	6,400	6,392	6,383	6,357	公允价值变动	(38)	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	46	0	0	0
固定资产	1,465	1,429	1,392	1,355	营业利润	1,558	1,873	2,599	3,418
商誉	2,062	2,062	2,062	2,062	营业外收入	6	13	8	9
其他	2,873	2,902	2,930	2,940	营业外支出	183	106	126	138
资产总计	9,627	11,299	13,936	17,049	利润总额	1,380	1,780	2,481	3,288
流动负债	2,042	2,228	2,810	3,275	所得税	314	372	550	722
短期借款	280	0	0	0	净利润	1,066	1,408	1,931	2,567
应付账款	943	1,142	1,520	1,920	少数股东损益	57	63	104	130
其他	819	1,086	1,289	1,355	归属母公司净利	1,009	1,345	1,827	2,437
非流动负债	1,615	1,693	1,817	1,898	EBITDA	1,792	1,895	2,584	3,385
长期借款	1,320	1,320	1,320	1,320	EPS (元)	0.43	0.45	0.62	0.83
其他非流动负	295	373	497	578					
负债合计	3,656	3,921	4,627	5,173	主要财务比率				
少数股东权益	278	341	444	574	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	2,383	3,098	3,098	3,098	成长能力				
资本公积	1,337	622	622	622	营业收入	34.31%	26.25%	28.98%	27.22%
留存收益	2,123	3,468	5,295	7,732	营业利润	40.18%	20.23%	38.78%	31.50%
归属母公司股东权	5,693	7,038	8,865	11,302	归属于母公司净	35.88%	33.34%	35.82%	33.36%
负债和股东权益	9,627	11,299	13,936	17,049	获利能力				
					毛利率(%)	47.00%	46.98%	46.75%	46.91%
					净利率(%)	13.31%	13.93%	14.81%	15.47%
					ROE(%)	17.85%	19.08%	20.74%	21.61%
					ROIC(%)	16.61%	22.89%	30.92%	38.62%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	37.98%	34.70%	33.20%	30.34%
					净负债比率(%)	43.76%	33.67%	28.53%	25.52%
					流动比率	1.58	2.20	2.69	3.27
					速动比率	1.40	1.99	2.47	3.03
					营运能力				
					总资产周转率	0.85	0.97	1.03	1.07
					应收账款周转	11.47	11.34	12.18	11.56
					应付账款周转	5.14	5.14	5.22	5.12
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.45	0.62	0.83
					每股经营现金流(最新)	0.59	0.52	0.63	0.71
					每股净资产(最新摊薄)	2.51	2.38	3.01	3.83
					估值比率				
					P/E	77.1	72.2	52.6	39.6
					P/B	13.1	13.8	10.9	8.6
					EV/EBITDA	43.88	53.05	38.14	28.47

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	1,400	1,597	1,949	2,210					
净利润	1,066	1,408	1,931	2,567					
折旧摊销	373	37	37	37					
财务费用	55	78	67	59					
投资损失	(43)	0	0	0					
营运资金变动	(268)	54	(106)	(464)					
其他经营现金	217	20	20	11					
投资活动现金流	(1,805)	(25)	(25)	(5)					
资本支出	(811)	0	0	0					
长期投资	(301)	0	0	0					
其他投资现金	(693)	(25)	(25)	(5)					
筹资活动现金流	(803)	(276)	16	8					
短期借款	280	(280)	0	0					
长期借款	(147)	0	0	0					
普通股增加	797	714	0	0					
资本公积增加	(916)	0	0	0					
其他筹资现金	(817)	(710)	16	8					
现金净增加额	(1,208)	1,296	1,939	2,214					

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。