

爱尔眼科（300015）：加速布局立体医疗网络，夯实业绩增长基础

2019年08月26日

推荐/维持

爱尔眼科 公司报告

报告摘要：

事件：公司2019年半年报实现营业收入47.49亿元，同比增长25.64%；实现归属上市公司股东的净利润6.95亿元，同比增长36.53%，扣非后净利润6.95亿元，同比增长31.93%；实现经营活动产生的现金流净额9.97亿元，同比增长28.14%；EPS为0.23元，业绩符合预期。

眼科医疗消费升级持续拉动行业向上发展。据统计，我国近视人数超过4.5亿人，近视眼发病低龄化、程度深的趋势愈加明显。对此，国家通过部署近视防控政策来强化居民的眼科保健意识，拉动了居民眼科医疗消费升级。公司半年报显示医院门诊量达到316.43万人次，同比增长15.31%，手术量29.96万例，同比增长7.02%，尤其是屈光手术中飞秒、ICL等高端手术的占比稳定提高，业务板块呈现量价齐升的增长趋势。视光服务业务通过对技术、产品的创新升级，不断提升服务的专业性和整体性，实现销售收入8.38亿元，同比增长30.98%。白内障业务虽然受到医保控费政策影响，增长有所减缓，但公司积极进行产品转型升级，实现销售收入8.47亿元，同比增长10.92%。

社会办医红利不断，民营眼科医院发展动力十足。2018年底，民营医院数量超过2万家，占总医院数量比重超过60%。由于眼科领域更加注重服务，其中以服务见长的民营医院占比达到90%。**公司通过加大外延并购，完善立体医疗网络布局。**报告期内，公司共进行5项并购，涉及金额3.93亿元，加速医疗网络体系由平面化向立体化的延伸。其中，公司通过完成收购或新建13家医院、9家诊所，打造地区的分级连锁体系，通过医疗网络的广覆盖面来实现公司经营的规模效应。公司深入挖掘细分领域的增长红利，布局儿童青少年眼病和先天性遗传病，逐步形成具有特色的儿童眼病专科。同时，公司在不断强化客户黏性的基础上，逐步开发高端医疗服务，目前沈阳爱尔卓越眼科医院已开业，形成立足全国，辐射东北亚地区的高端医疗服务品牌。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,962.85	8,008.57	10,446.3	13,334.8	17,128.5
增长率（%）	49.06%	34.31%	30.44%	27.65%	28.45%
净利润（百万元）	742.51	1,008.94	1,361.69	1,822.49	2,446.45
增长率（%）	33.19%	35.88%	34.96%	33.84%	34.24%
净资产收益率（%）	14.24%	17.72%	18.58%	22.13%	25.66%
每股收益（元）	0.50	0.43	0.44	0.59	0.79
PE	66.30	77.11	74.66	55.79	41.56
PB	9.98	13.74	13.87	12.35	10.66

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是全球规模最大的眼科连锁医疗机构，主要从事各类眼科疾病诊疗、手术服务与医学验光配镜，公司独具特色的“分级连锁”发展模式及其配套的经营管理体系，高度适应中国国情和市场环境。

未来3-6个月重大事项提示：

无

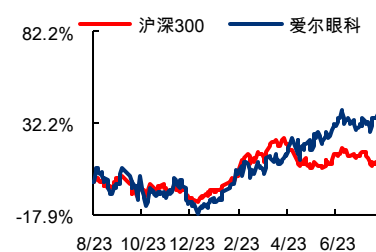
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间（元）	32.82-29.59
总市值（亿元）	1016.7
流通市值（亿元）	824.68
总股本/流通A股（亿股）	309781/251273
流通B股/H股（亿股）	/
52周日均换手率	0.63

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

研究助理：李勇

010-66554041

liyong_yjs@dxzq.net.cn

分级诊疗政策推动眼科医疗资源下沉，县级眼科市场成为业绩增长点。公司积极打通不同层级医院的关卡，形成区域一体化的发展模式，通过完全渗透省会医院，积极引领地级医院，打造独具品牌的视光门诊，实现全面赋能医院体系。根据分级诊疗政策要求“大病不出县”，据统计，县级人口占比超 50% 的省份，眼科门急诊人次为 5.42 万人次/百万人，渗透率远低于其他省份的 8.87 万人次/百万人，公司已经成立全国最大的疑难眼底病分级诊疗平台，覆盖全国 30 个省市区，极大的促进地方医院医疗服务能力的提升，同时也促进公司业务垂直向下渗透。

建设智能化眼健康生态圈，促成全产业链发展。公司作为眼科行业龙头，拥有国际化研发、诊疗、合作平台，通过对产业链的横向延展，集合 5G 领军企业华为，积极开展云计算、大数据、数字化领域的合作，推动医疗网络体系向数字化、智能化发展。另外，公司以国际视野来塑造产业生态，引领国际高端眼科合作，加快新项目的临床转化，形成以国内平台为根基，以国际市场为外延的智能化眼科生态圈，进一步夯实行业地位。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 104.46 亿元、133.35 亿、171.29 亿元；归母净利润分别为 13.62 亿元、18.22 亿元和 24.46 亿元；EPS 分别为 0.44 元、0.59 元和 0.79 元，对应 PE 分别为 74.7X、55.8X 和 41.6X。公司作为千亿市值的眼科龙头企业，所在的眼科赛道处在高景气周期，国内眼科市场规模增长迅速，未来五年有望维持 13%-15% 的复合增速。公司品牌效应显著，通过深挖行业护城河，不断夯实行业地位，目前市占率约为 10%，随着公司在“眼科生态圈”的深入布局，公司全产业链的发展模式也将逐渐完善，预计未来业绩将实现稳健增长，市占率将不断提高，公司估值天花板也将不断增高，维持“推荐”评级。

风险提示：1、新产品销售不及预期；2、行业竞争加剧。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	3681	3226	5001	5498	7535	营业收入	5963	8009	10446	13335	17129
货币资金	2560	1290	3084	3042	4482	营业成本	3203	4245	5612	7163	9201
应收账款	514	883	1026	1389	1733	营业税金及附加	13	13	20	24	32
其他应收款	183	147	192	245	314	营业费用	774	826	1358	1867	2312
预付款项	129	106	124	116	125	管理费用	846	1072	1440	1812	2344
存货	274	359	477	608	781	财务费用	43	45	36	36	19
其他流动资产	12	434	99	99	99	资产减值损失	40.99	185.56	80.13	28.85	30.85
非流动资产合计	5632	6400	6861	7135	7460	公允价值变动收益	0.00	-38.43	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	39.97	46.22	16.50	8.49	3.49
固定资产	1131	1465	1372	1280	1187	营业利润	1111	1558	1917	2414	3193
无形资产	520	510	459	408	357	营业外收入	4.77	5.78	2.75	2.75	2.75
其他非流动资产	118	82	82	31	31	营业外支出	88.94	183.30	105.94	5.77	20.34
资产总计	9313	9627	11862	12633	14995	利润总额	1027	1380	1814	2411	3175
流动负债合计	2120	2042	2709	3083	3586	所得税	234	314	414	549	724
短期借款	0	280	623	623	623	净利润	793	1066	1401	1861	2452
应付账款	711	943	1228	1568	2014	少数股东损益	50	57	39	39	5
预收款项	85	93	136	170	227	归属母公司净利润	743	1009	1362	1822	2446
一年内到期的非流动	280	116	116	116	116	EBITDA	1856	2352	2097	2593	3356
非流动负债合计	1721	1615	1509	961	1513	EPS (元)	0.50	0.43	0.44	0.59	0.79
长期借款	1467	1320	1320	1320	1320	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	3841	3656	4218	4043	5099	成长能力					
少数股东权益	256	278	317	356	361	营业收入增长	49.06%	34.31%	30.44%	27.65%	28.45%
实收资本 (或股本)	1586	2383	3098	3098	3098	营业利润增长	58.64%	40.18%	23.09%	25.89%	32.28%
资本公积	2252	1337	1337	1337	1337	归属于母公司净利	33.19%	35.88%	34.96%	33.84%	34.24%
未分配利润	1349	1806	2141	2470	2992	获利能力					
归属母公司股东权益	5216	5693	7328	8234	9535	毛利率 (%)	46.28%	47.00%	46.46%	46.58%	46.68%
负债和所有者权益	9313	9627	11862	12633	14995	净利率 (%)	13.30%	13.31%	13.41%	13.96%	14.31%
现金流量表						总资产净利润 (%)	7.81%	7.97%	10.48%	11.48%	14.43%
单位: 百万元						ROE (%)	14.24%	17.72%	18.58%	22.13%	25.66%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	1330	1400	1936	1896	2548	资产负债率 (%)	41%	38%	36%	32%	34%
净利润	793	1066	1401	1861	2452	流动比率		1.58	1.85		2.10
折旧摊销	702	749	144	144	144	速动比率		1.40	1.67		1.88
财务费用	43	45	36	36	19	营运能力					
应收账款减少	0	0	-143	-364	-344	总资产周转率	0.89	0.85	0.97	1.09	1.24
预收账款增加	0	0	43	34	57	应收账款周转率	15	11	11	11	11
投资活动现金流	-2704	-1805	-660	-438	-496	应付账款周转率	10.54	9.69	9.62	9.54	9.56
公允价值变动收益	0	-38	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊)	0.50	0.43	0.44	0.59	0.79
投资收益	40	46	17	8	3	每股净现金流 (最新)	1.01	-0.51	0.58	-0.01	0.46
筹资活动现金流	2972	-803	518	-1500	-612	每股净资产 (最新摊)	3.29	2.39	2.37	2.66	3.08
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	66.30	77.11	74.66	55.79	41.56
普通股增加	576	797	714	0	0	P/B	9.98	13.74	13.87	12.35	10.66
资本公积增加	1723	-916	0	0	0	EV/EBITDA	27.61	33.43	48.00	38.83	29.57
现金净增加额	1599	-1208	1794	-42	1440						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业点评	高值耗材降价更趋合理化，关注创新型高成长企业	2019-05-31
行业	产业报告系列（二）之医药篇：医疗器械发展朝气蓬勃，注重高成长性细分领域	2019-05-09

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：胡博新

药学专业，9 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

研究助理简介

研究助理：李勇

医药生物行业分析师，上海社会科学院世界经济学硕士、山东大学药学学士，曾就职于基业常青经济研究院，2019 年加盟东兴证券研究所，主要覆盖医疗器械、医疗服务领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。