

# 爱尔眼科（300015）：收购国际领先眼科集团，完善全球化眼科生态圈

2019年08月27日

推荐/维持

爱尔眼科 公司报告

## 报告摘要：

**事件：**爱尔眼科拟通过全资子公司爱尔眼科国际（新加坡）有限公司以 6707 万新元收购新加坡上市公司 ISEC Healthcare Ltd.（简称“ISEC”，股票代码：40T）35%股份，收购价格为每股 0.36 新元。完成 35%股权交割后，将在公开市场发起要约收购，收购价格为每股 0.36 新元。通过本次收购，新加坡爱尔最低持有 ISEC 35%股权，最高持股比例为 78.22%，对应的收购金额最高约为 1.5 亿新元。

## 点评：

**建设全球化眼健康生态圈，打造全产业链国际化发展模式。**公司作为全球眼科行业龙头，拥有国际化研发、诊疗、合作平台，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全球化眼科生态圈，不断扩容公司发展空间，进一步夯实行业地位。

**ISEC 业务深入覆盖东南亚地区，专家级创始人享誉国际。**ISEC 是东南亚领先的连锁眼科医疗机构，于 2014 年在新加坡凯利板上市，目前已经拥有包含新加坡（6 家）、马来西亚（4 家）和缅甸（1 家）在内的共 11 家眼科及全科诊所，为东南亚地区提供涵盖高中低端不同档次的专业眼科服务。公司创始人 Lee Hung Ming 医生以 LASIK 屈光和白内障手术享誉业内，曾获受亚太白内障及屈光委员会颁发的 A.C.E 奖项；创始人 Wong Jun Shyan 医生作为著名的玻璃体视网膜专家，曾担任马来西亚医学委员会眼科学会副主席。ISEC 由业内专家领衔，从业医生经验丰富，实现对眼科的全领域覆盖，已在东南亚地区形成良好的品牌效应。

## 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

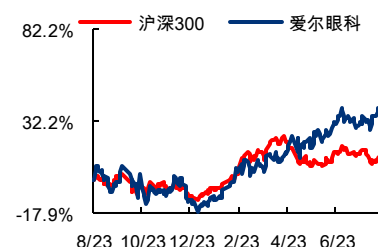
## 发债及交叉持股介绍：

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

ISEC 作为头部眼科龙头企业，业绩呈现稳步增长趋势。从 2014 年到 2018 年，公司营业收入由 1.02 亿元增加到 1.92 亿元（按汇率折算为人民币），年复合增长率达 17.1%，归母净利润从 928 万元增加到 4000 万元（按汇率折算为人民币），年复合增长率达 44.1%。

图 1：2014-2018 年 ISEC 营业收入及增速

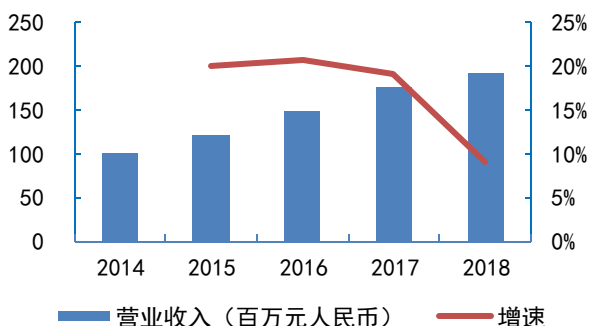
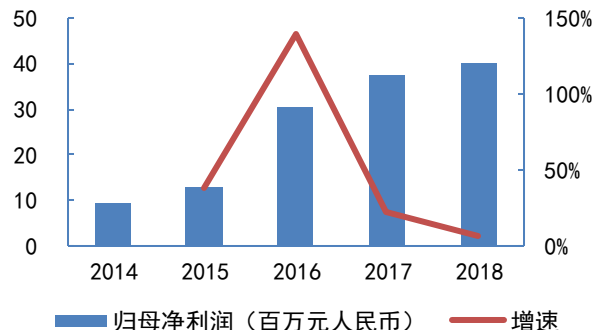


图 2：2014-2018 年 ISEC 归母净利润及增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

资料来源：Wind，东兴证券研究所

**补缺东南亚，加速国际化进程。**在 2017 年，爱尔眼科通过收购美国 MING WANG 眼科中心、欧洲最大的连锁眼科医疗机构巴伐利亚，开始进行国际化布局；在 2019 年，沈阳爱尔卓越眼科医院开业，对外提供辐射东北亚地区的高端眼科医疗服务；如今，通过收购 ISEC 进一步强化了在东南亚地区的布局。目前为止，爱尔眼科已经在国内大陆的 30 个省市区内，建成覆盖全国医保人口超过 70%，年门诊量超过 650 万人次的 300 余家专业眼科医院，在美国、欧洲、东南亚和中国香港分散布局约 90 余家眼科医院，加深加快全球化的前进步伐。

图 3：爱尔眼科全球业务布局情况



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

**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，公司国际化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  |
| <b>流动资产合计</b>   | 3681  | 3226  | 5001  | 5498  | 7535  | <b>营业收入</b>    | 5963   | 8009   | 10446  | 13335  | 17129  |
| 货币资金            | 2560  | 1290  | 3084  | 3042  | 4482  | <b>营业成本</b>    | 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  |
| <b>非流动资产合计</b>  | 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  | <b>营业利润</b>    | 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  |
| <b>资产总计</b>     | 9313  | 9627  | 11862 | 12633 | 14995 | <b>利润总额</b>    | 1027   | 1380   | 1814   | 2411   | 3175   |
| <b>流动负债合计</b>   | 2120  | 2042  | 2709  | 3083  | 3586  | 所得税            | 234    | 314    | 414    | 549    | 724    |
| 短期借款            | 0     | 280   | 623   | 623   | 623   | <b>净利润</b>     | 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   |
| <b>非流动负债合计</b>  | 1721  | 1615  | 1509  | 961   | 1513  | <b>EPS（元）</b>  | 0.50   | 0.43   | 0.44   | 0.59   | 0.79   |
| 长期借款            | 1467  | 1320  | 1320  | 1320  | 1320  | <b>主要财务比率</b>  |        |        |        |        |        |
| 应付债券            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |                | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>负债合计</b>     | 3841  | 3656  | 4218  | 4043  | 5099  | <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 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  | <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 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% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 9313  | 9627  | 11862 | 12633 | 14995 | 净利率（%）         | 13.30% | 13.31% | 13.41% | 13.96% | 14.31% |
| <b>现金流量表</b>    |       |       |       |       |       | 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 | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| <b>经营活动现金流</b>  | 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    | <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 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     |
| <b>投资活动现金流</b>  | -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     | <b>每股指标（元）</b> |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 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     | <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 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  |
| <b>现金净增加额</b>   | 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         |
|------|---------------------------------------|------------|
| 公司报告 | 爱尔眼科（300015）半年报点评：加速布局立体医疗网络，夯实业绩增长基础 | 2019-08-26 |
| 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 |
| 行业深度 | 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。