

内生增长强劲，手术量价齐升

——爱尔眼科（300015）中报点评

爱尔眼科(300015.SZ)

推荐维持评级

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2019 年半年报。公司 19H1 实现营业收入 47.49 亿元，同比增长 25.64%。实现归属母公司的净利润 6.95 亿元，同比增长 36.53%；实现扣非归属净利润 6.95 亿元，同比增长 31.93%。19 年上半年实现 EPS 0.22 元。

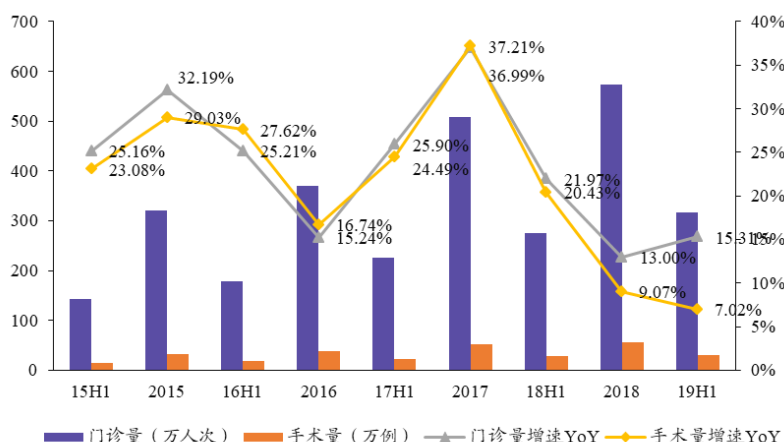
其中，第二季度实现营业收入 25.04 亿元，同比增长 23.18%。实现归属净利润 3.97 亿元，同比增长 35.56%。实现扣非归属净利润 4.23 亿元，同比增长 33.10%。第二季度实现 EPS 0.13 元。

2. 我们的分析与判断

（一）各项业务稳健增长，高端术式提升客单价

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。2019 上半年公司门诊量 316.43 万人次，同比增长 15.31%；手术量 29.96 万例，同比增长 7.02%，（剔除受医保和筛查模式影响较大的白内障手术量，同比增长 20.54%）。平均门诊收入 1501 元/人次；手术平均客单价 11565 元/例，均实现持续上升。

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

分析师

余宇

☎: 010-83571335

✉: sheyu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519010003

特此鸣谢

刘晖

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

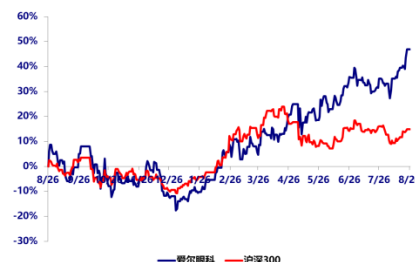
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2019-08-23

A 股收盘价(元)	33.57
A 股一年内最高价(元)	34.16
A 股一年内最低价(元)	18.67
沪深 300 指数	3820.86
市盈率 (TTM)	87.03
总股本 (万股)	309781.12
实际流通 A 股(万股)	251272.73
限售的流通 A 股(万股)	58508.39
流通 A 股市值(亿元)	843.52

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

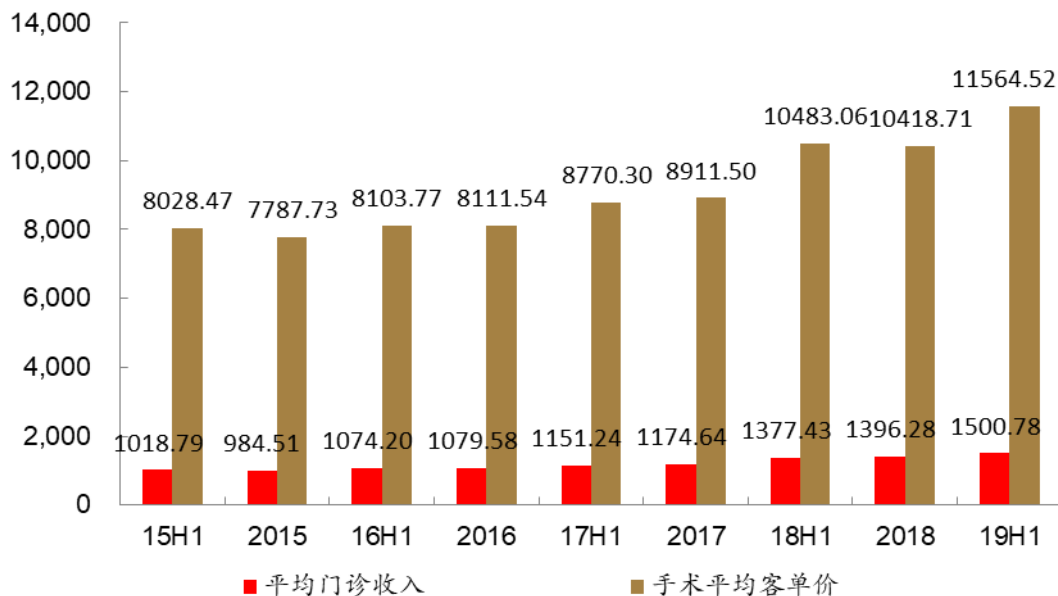
爱尔眼科（300015）年报及一季报点评：业绩高速增长，未来成长空间广阔

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

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

2019 上半年主要亚专科业务情况分别为:

屈光手术实现营业收入 17.79 亿元, 同比增长 21.44%, 该项业务毛利率为 56.14% (同比+1.54pp); 主要是手术量稳定增长的同时全飞秒、ICL 等高端手术占比进一步提高, 形成量价齐升的趋势。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。

白内障手术实现营业收入 8.47 亿元, 同比增长 10.92%, 毛利率为 39.35% (同比+1.89pp)。毛利率提升应该由于白内障手术转型升级以及新技术的运用增加所致。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。

视光业务收入为 8.38 亿元, 同比增长 30.98%, 毛利率 53.06% (同比-0.92pp)。视光业务高速增长受益于视光技术和产品的不断创新升级以及国家近视防控战略的部署实施。

眼前段手术业务、眼后段手术业务分别实现营业收入 5.11 亿元 (同比+18.35%), 3.28 亿元 (同比+19.20%); 其毛利率分别为 40.15% (+0.63pp)、35.96% (-0.77pp)。

公司内生业绩增长质量高, Clínica Baviera.S.A 于 2017 年 9 月 1 日并表, 美国医院 AW 于 2017 年 4 月 1 日并表, 剔除这两家海外收购的公司, 公司归母净利润仍能实现同比 41.84% 的高速增长。此外, 报告期内公司分别收购了晋中爱尔、上海爱尔晴亮、南京爱尔古柏、无锡爱尔、蚌埠爱尔和平、宜春爱尔、淄博康明爱尔、湘潭市爱尔仁和、桂林爱尔、贵港爱尔、重庆

爱尔儿童、达州爱尔博视、普洱爱尔，新建了沈阳爱尔卓越等医院，新设了从事医药生产研发的湖南迈欧医疗科技有限公司。但是经我们统计，这些收购及新建的经营单位整体来看 19 年上半年尚未实现盈利（约亏损 713.81 万左右），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 19H1 毛利率为 47.14%，较上年同期下滑 0.52 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 10.25%（同比-1.97pp）、12.39%（同比-1.05pp）、0.70%（同比+0.32pp）及 1.40%（同比+0.65pp）。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，部分地区白内障筛查减少也导致相应开支降低。19H1 公司实现经营活动现金流量净额 9.97 亿元，同比增长 28.14%。经营活动净现金流十分稳健，体现利润质量高。

（二）成熟医院依然保持较快增长，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，高资源共享效率、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。2019 上半年年公司前五大医院利润保持高速增长，合计总营收增速 14.03%，净利润增速 22.79%，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）

	2019H1		2018H1		营收增速	净利润增速
	营业收入	净利润	营业收入	净利润		
前五大医院						
长沙	191,639,805.59	70,115,838.69	164,634,250.33	59,543,584.33	16.40%	17.76%
武汉	264,437,699.65	54,207,994.85	221,597,092.02	44,093,118.91	19.33%	22.94%
成都	184,608,847.35	53,181,822.26	159,022,294.67	43,822,718.80	16.09%	21.36%
沈阳	187,864,119.00	37,672,434.14	176,818,847.80	31,466,936.30	6.25%	19.72%
重庆	140,209,604.59	33,374,993.19	127,504,013.32	23,498,790.25	9.96%	42.03%
合计	968,760,076.18	248,553,083.13	849,576,498.14	202,425,148.59	14.03%	22.79%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（三）欧洲医院业绩稳健增长，未来有望反哺国内

报告期内，公司国际业务稳步发展，Clínica Baviera 2019 上半年实现业绩增速 10.5%，报告期内在意大利新增医院 1 家。Clínica Baviera 报告期内实现营业收入 6205.9 万欧元，同比增长 10.5%；净利润 720.6 万欧元，同比增长 2.4%。Clínica Baviera 被收购后业绩曾出现快速增长期，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 3: Clínica Baviera 19H1 年布局情况

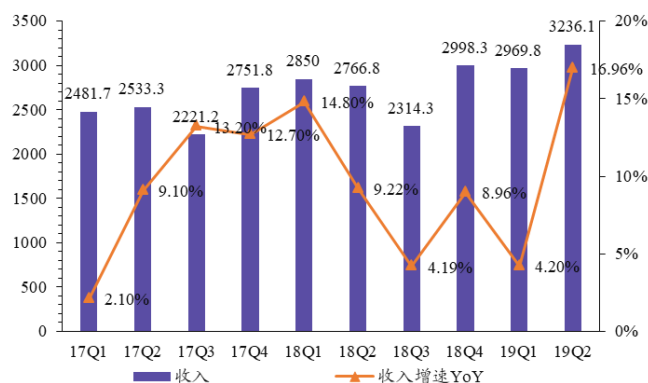
Headcount	Spain	Germany*	Italy	Total
Branch managers	22	11	3	36
Doctors	149	46	16	211
Medical Support	515	187	41	743
Headquarters	64	26	5	95
Headcount	750	270	65	1,085

	Clinics
Spain	56
Germany*	23
Italy	5
Clinics	84



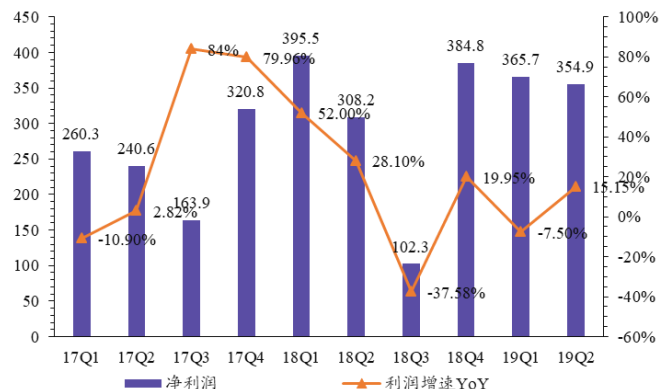
资料来源: 公司官网、中国银河证券研究院

图 4: 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 5: 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 (+88%) > 德国 (+18%) > 西班牙 (+2%), EBITDA 增速上德国 (+37%) > 意大利 (+25%) > 西班牙 (+24%)。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保持增长, 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，公司以“两院”、“六所”、“两站”为核心的科教研体系日趋完善，高水平科研成果不断涌现，平台优势进一步彰显。唐仕波教授和陈建苏教授及其研究团队的论文《利用iPS条件培养基和飞秒角膜透镜联合构建高活性视网膜色素上皮细胞（RPE）的研究》在全球生物材料权威期刊《生物材料学报》（《Acta Biomaterialia》）在线发表；徐和平教授及其研究团队的论文《老化视网膜中的免疫调控》在全球眼科领域顶级期刊《Progress in Retinal and Eye Research》在线发表，彰显了公司的科研实力。

报告期内，公司在各类期刊共计发表论文128篇，其中SCI/Medline收录论文30篇、中文核心期刊/中国科技论文统计源期刊收录64篇，其他期刊论文34篇。公司科研项目获批立项42项，国家级项目2项，省部级项目19项，市级项目21项。公司先后组织专家参与国际国内学术会议，包括美国视觉与眼科研究协会年会（ARVO-2019）、“第二届西湖国际白内障及屈光手术学术大会”、第34届亚太眼科学会大会、美国白内障及屈光年会（ASCRS2019）等学术会议。会议上，爱尔专家参与国际专业会议发言51人，主持2人，展板和壁报50篇；参与国家专业会议发言147人，主持11人，壁报或书面交流362篇。公司专家和国内外知名专家分享临床经验，探讨眼科发展，展示了公司科研学术能力，不断增强公司行业影响力。

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：现在公司旗下眼底病医生就已占全国眼底病医生的三分之一，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0.44元/0.57元/0.71元，对应PE为76/58/48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的风险等。

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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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：翠香兰 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