

拟要约收购 ISEC，开拓东南亚布局 ——爱尔眼科（300015）事件点评

核心观点：

1. 事件：

公司拟通过全资子公司爱尔眼科国际（新加坡）有限公司收购新加坡上市公司 ISEC Healthcare Ltd. 35%股份，收购价格为每股 0.36 新元。ISEC 的 7 位共持有公司 58.78% 股权的股东拟向新加坡爱尔转让其持有的共计 35% 的股权。在完成 35% 股权交割后，新加坡爱尔将在公开市场发起公开要约收购，要约收购价格为每股 0.36 新元。本次收购不以 ISEC 退市为目的。

通过本次收购，新加坡爱尔最低持股比例为 35%。若公开市场股东全部接受要约，新加坡爱尔最高持股比例为 78.22%，按照要约价格每股 0.36 新元计算，本次收购的总价最高约为 1.5 亿新元。本次项目相关费用(包括中介费用、银行融资费用及其他相关费用) 为 0.1 亿新元。

2. 我们的分析与判断

（一）拟收购标的是东南亚知名连锁眼科医疗机构

ISEC 成立于 2014 年，是东南亚位居前列的知名连锁眼科医疗服务机构，新加坡凯利板上市公司（股票代码：40T），共经营 11 家眼科及全科诊所，分别位于新加坡（6 家）、马来西亚（4 家）和缅甸（1 家），配备最先进的技术和设施，提供全面的专业医疗服务。ISEC 团队由 24 名眼科医生和 6 名全科医生组成，专业领域涵盖白内障和屈光手术(包括 LASIK 等)、玻璃体视网膜疾病、角膜病、青光眼、葡萄膜炎、眼整形及全科门诊等。

ISEC 创始人 Lee Hung Ming 医生是著名的 LASIK 屈光和白内障手术专家，曾获得亚太白内障及屈光委员会颁发的 A.C.E 奖项。ISEC 联合创始人 Wong Jun Shyan 医生是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。为表彰其为防盲工作做出的贡献，2017 年亚太眼科学会为其颁发卓越服务奖。

2018 年，ISEC 实现收入 4044.4 万新元，同比增长 9.38%；实现净利润 867.7 万新元，同比增长 10.04%。2019 上半年，ISEC 实现收入 2042.9 万新元，实现利润 331.5 万新元，净资产 6133 万新元。本次收购方案估值对应标的 2018 年净利润的 PE 约为 22 倍。

爱尔眼科(300015.SZ)

推荐 维持评级

分析师

余宇

✉: 010-83571335

✉: sheyu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519010003

特此鸣谢

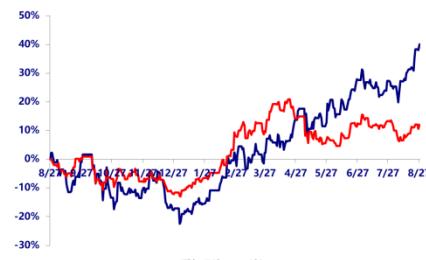
刘晖

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息。

市场数据	2019-08-27
A股收盘价(元)	34.01
A股一年内最高价(元)	34.48
A股一年内最低价(元)	18.67
沪深 300 指数	3816.95
市盈率 (TTM)	88.17
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)	854.58

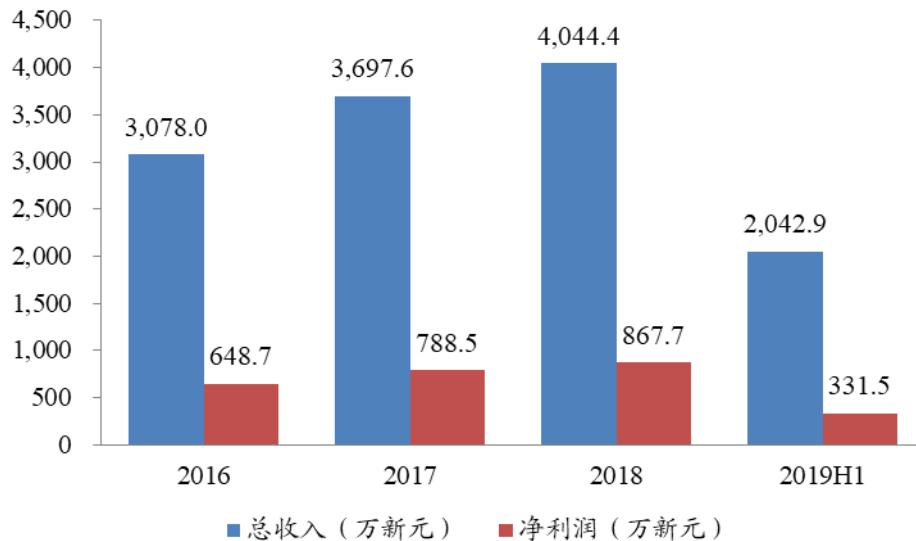
相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 爱尔眼科（300015）中报点评：内生增长强劲，手术量价齐升
- 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

图 1：ISEC 近三年收入和利润


资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

(二) 开辟东南亚市场，国际化布局再下一城

东南亚是全世界人口最稠密的地区，总人口超过 6.5 亿，市场需求巨大。通过本次收购 ISEC，搭建东南亚市场的桥头堡，公司将进一步实现临床、科研、人才的全球一体化，有力地推进全球化眼健康生态圈战略；通过深化“共享全球眼科智慧”，引进 ISEC 优质医疗团队资源，以及新加坡等地的国际领先眼科医疗经验，完善公司平台共享、优势互补的医疗体系，持续扩大领先优势。

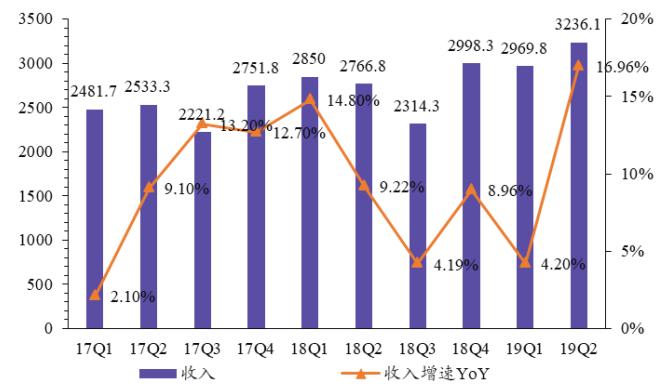
此次收购东南亚头部眼科医疗集团 ISEC，快速切入该地区最发达的新加坡和马来西亚等市场，是公司国际化战略的重要落子，奠定了覆盖欧洲、北美、东南亚、中国的全球发展网络格局，进一步增强公司在全球眼科领域的领先地位。首先，ISEC 在东南亚地区有非常高的知名度和声望，其医生团队人才储备充分，业务层次丰富，覆盖眼科全科领域。其次，ISEC 本身有着非常丰富的跨国经营管理团队和高效的运营经验，将进一步夯实公司国际医疗管理体系，提升公司国际综合实力和竞争优势。另外，ISEC 为公开上市公司，管理规范、财务透明，在经济意义上具有良好发展前景，通过对 ISEC 的有机整合，将进一步提高公司的盈利能力。

(三) 公司海外整合经验丰富，有望带动 ISEC 快速增长

借鉴公司以往海外整合经验，ISEC 被收购后有望迎来快速增长。公司曾于 2017 年 9 月收购了欧洲最大的连锁眼科龙头 Clínica Baviera.S.A. 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。我们认为

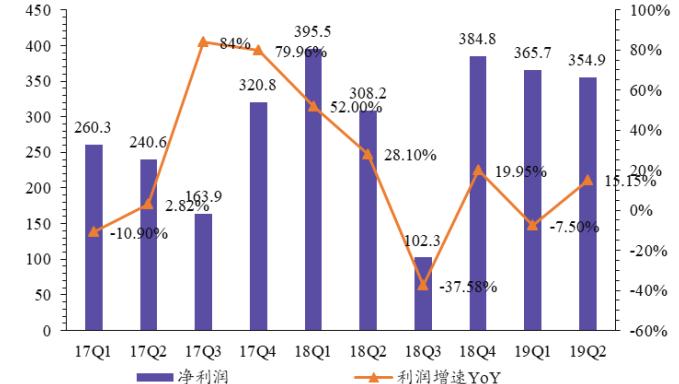
公司具有强大的整合能力，在收购 ISEC 后，有望带动 ISEC 业绩快速增长。

图 2：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 3：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

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：

收购方案未获批准的风险、整合效果低于预期的风险、汇率变动的风险等。

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						
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