

# 爱尔眼科（300015）：引进世界级战投资本，深入推动国际化进程

2019年09月02日

推荐/维持

爱尔眼科 公司报告

## 报告摘要：

**事件：**2019年8月30日，爱尔投资及实际控制人陈邦通过大宗交易系统共计转让公司的无限售条件股份6194万股，共占公司总股本的2%，其中爱尔投资转让4040万股，占公司总股本的1.3%；实际控制人陈邦转让2154万股，占公司总股本的0.7%。本次股份受让方为高瓴资本(HillHouse)及淡马锡(Temasek Fullerton Alpha Pte. Ltd)，其中，高瓴资本受让1%股权，淡马锡受让1%股权。

2019年8月30日，爱尔眼科控股股东爱尔投资拟捐赠1亿股（占总股本的3.23%）公司股权给湖南省湘江公益基金会（以下简称“基金会”）。爱尔投资将依据相关法规的要求，分阶段捐赠。基金会接受捐赠后，将根据业务发展的实际需求，通过所持股票现金分红或未来10年分阶段减持（包括但不限于集中竞价、大宗交易以及换购ETF等方式）获得发展资金。

## 点评：

**引入世界级战略投资人，以更开放的全球思维推进国际化进程。**公司以千亿美元为分水岭，将2019年作为“二次创业”元年，本次通过转让股权引入高瓴资本、淡马锡两大世界级战略投资人，以更加开放的态度推行外延国际化的发展战略。

高瓴资本在2018年1月，已认购公司4086万股非公开发行股份，合计出资10.26亿元，在2019年一季度解禁期满后，高瓴资本减持1827万股。本次重新入局爱尔眼科，也说明高瓴资本对公司未来发展的充满坚定信心。同时，高度全球化发展的淡马锡对引导企业国际化发展有着丰富的运作经验，本次与爱尔眼科的合作将有望充分调动全球范围内的医疗资源，加速公司国际化布局。本次股权转让资金主要有以下三个用途：一是用于购置核心城市物业，为爱尔眼科的旗舰医院提供永久性的医疗用房；二是加快筹建专业的眼健康保险公司，推动爱尔眼科建设眼健康生态圈；三是更好地实施合伙人计划。

## 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

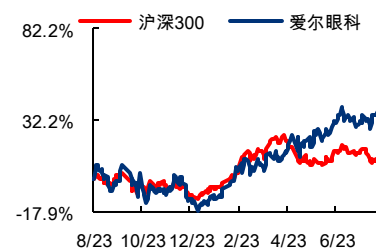
## 发债及交叉持股介绍：

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

更大范围地支持中国眼科行业发展，赋予企业更深远社会意义。公司在不断发展壮大的同时，也承担起更多的社会责任，本次捐赠 1 亿股公司股权给基金会来支持中国眼科行业的发展，也赋予了爱尔眼科更深远的社会意义。为提升国内眼科行业的整体发展实力，基金会将从人才培养、学术研究、眼科医疗机构建设、普及眼健康知识等方面展开，实现优秀医生的“供给侧”突破，提升国内眼科研究水准，缩小与国外先进水平的差距，全面提高居民眼健康意识，为患者提供更大范围、更高水平的医疗服务。

**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。

表 1：股东本次转让前后持股情况

股东名称	股份性质	本次转让前持有股份		本次转让后持有股份	
		股数（股）	占总股本比例	股数（股）	占总股本比例
爱尔投资	无限售条件股份	1,211,629,185	39.11%	1,171,229,185	37.81%
陈邦	无限售条件股份	528,694,559	17.07%	507,154,559	16.37%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2：股权转让目的

资金使用规划	战略目标
购置核心城市物业，以公允价格租赁给爱尔眼科的旗舰医院，为其提供永久性医疗用房	打造国际领先、国内一流的眼科机构
增加爱尔投资资本实力，加快筹建专业的眼健康保险公司	推动爱尔眼科建设眼健康生态圈
为合伙人出资提供借款	更好地实施合伙人计划

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 3：高瓴资本持股变动情况

时间	持有股份（股）	占比	变动情况
2018 年 1 月	40860071	2.58%	非公开发行认购
2018 年 12 月	55770615	2.34%	无减持/增持
2019 年 3 月	37498937	1.57%	减持
2019 年 6 月	48748618	1.57%	无减持/增持
2019 年 8 月 30 日	79718618	2.57%	增持

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 4：捐赠计划的主要内容

股东名称	计划捐赠数量	占总股本比例	捐赠方式	捐赠期间	拟捐赠股份来源
爱尔投资	1 亿股	3.23%	协议转让	以实际捐赠日为准	首次公开发行前已发行的公司股份及公司资本公积金转增的股份

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 5：基金会的资金使用情况

资金使用规划	战略目标
持续、大力培训眼科医疗人才，特别是基层眼科医生	为分级诊疗体系奠定坚实的人才基础
开展前沿性、原创性的眼科学及视光科学的学术研究	实现眼科新技术的重大突破，提升中国眼科的整体水平
创设高水平眼科教育科研机构，引进世界顶尖眼科人才，设立具有全球影响力的眼科奖项，输出高素质的眼科人才	实现优秀眼科医生“供给侧”突破
普及眼科知识，提升居民眼健康意识，为更大范围的贫困眼病患者提供资助	提升眼健康普及力度与更大范围的医疗服务水平

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

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）事件点评：收购国际领先眼科集团，完善全球化眼科生态圈	2019-08-27
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。