



2020-01-12

公司研究报告

买入/维持

爱尔眼科(300015)

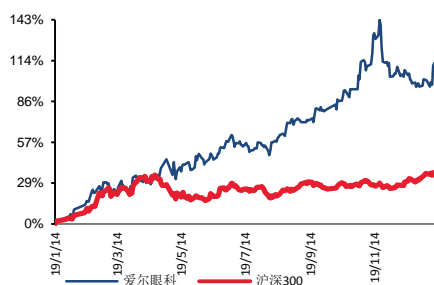
目标价: 60

昨收盘: 41.76

医疗保健 医疗保健设备与服务

## 拟收购 30 家优质基层医院，夯实全国网络

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,098/2,513
总市值/流通(百万元)	129,365/104,931
12 个月最高/最低(元)	47.75/25.69

### 相关研究报告:

爱尔眼科(300015)《盈利能力大幅提升，量价稳定提升》--2019/10/27

爱尔眼科(300015)《盈利能力持续提升，内生增速稳健》--2019/08/22

爱尔眼科(300015)《向上游产品端延伸，构筑眼健康生态圈》--2019/05/08

### 证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

### 证券分析师：蔡明子

电话：010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

执业资格证书编码：

### 事件：

1月9日，公司发布定增草案，拟以发行股份及支付现金方式购买天津中视信100%股权、奥理德视光100%股权、宣城眼科医院80%股权、万州爱瑞90%股权与开州爱瑞90%股权，合计30家眼科医院，交易作价合计18.7亿元，其中发行股份对价16.53亿元，发行价27.78元/股。同时拟向不超过5名特定投资者发行股份募集配套资金不超过7.1亿元。

### 点评：

**1. 拟收购医院处于快速成长期，并表后将提升公司盈利能力及市占率**  
本次收购的30家眼科医院，主要分布于三四线基层地区，如银川、西宁、烟台、玉林、湛江、宣城等，成长性良好，在管理、人才、口碑、技术等方面优势突出，在当地具备一定知名度，有利于公司加快全国网络建设步伐，增强区域联动，提升区域市占率。其中：

天津中视信的26家眼科医院均收购自爱尔眼科参与设立的产业基金，管理运作规范、成熟，部分医院于2019年达到盈亏平衡或首次盈利，处于快速增长期；涉及地区人口基数大，但优质眼科医疗服务资源对比一二线城市较为有限，各医院在当地占据着头部优势地位。标的2018年收入6.8亿，yoy63%；2019年前三季度收入7.08亿，预计全年收入yoy40%。业务结构上，屈光视光合计占比达到48%，并逐年提升，18年白内障、屈光、视光收入yoy分别为59%、79%、77%，毛利率、门诊量、手术量等也保持快速、稳定提升，预计并表后对上市公司盈利能力及基层布局起到很好的提升作用。

本次交易标的预计2020年归母净利润合计1.28亿元，同比增长达30%，预计增厚利润约5%（考虑摊薄，假设Q2并表）。以各标的2020年预计净利润为基础计算，天津中视信、奥理德视光、宣城眼科医院、万州爱瑞、开州爱瑞动态市盈率分别为14.79倍、14.56倍、12.08倍、15.00倍和13.39倍，估值较为合理。

其他方面，本次拟募集配套资金7.1亿元，其中2.17亿元拟用于支付本次收购的现金对价，另外4.67亿元拟用于补充流动资金，预计完成后上市公司的资产负债率有所下降，流动比率和速动比率有所提升，偿债能力有所增强、财务风险有所下降。预计交易完成后（不考虑配套融资），实控人陈邦先生合计持有公司53.61%股份，实控人地位不

变。

## 2. 步入“二次创业”新阶段，全球化持续加码

19年8月底，公司引进世界级战投高瓴资本、淡马锡，分别持有公司1%的股权；12月公司完成了要约收购新加坡头部眼科集团 ISEC，合计持有其 56.63% 的股份，助力爱尔国际化布局。ISEC 在东南亚（新加坡、马来西亚、缅甸）共 11 家诊所，配备最先进的技术和设施，专业领域覆盖全面，创始人团队在屈光、白内障、眼底病等领域国际知名度高，爱尔将进一步实现临床、科研、人才的全球一体化，优势互补、平台共享，提升国际综合实力和竞争优势。爱尔已成为国内拥有 453 家医疗机构（其中医院 355 家，截止 10 月底），中国香港 7 家、欧美 86 家、东南亚 11 家眼科/视光中心，覆盖人口超 20 亿的国际眼科医疗集团。

## 3. 长期成长空间巨大，十年有望达到百亿利润级别

消费、技术升级持续推动医院增长，成熟医院增速稳定（20%左右）+ 成长期医院高速增长，公司业绩增速有望稳定在 30% 左右（内生 yoy20-25% 左右），确定性高。经测算，十年收入、利润 CAGR 有望维持 22-24%，2029 年归母体量预计超 100 亿。

**盈利预测：**假设拟收购医院 Q2 并表，则上调 2020-2021 年业绩，考虑发行股份收购带来的股本变动，预计 19-21 年归母净利润分别为 13.87、19.55、25.5 亿，对应 PE 分别为 88/62/47 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**医院业绩增长不及预期；行业“黑天鹅”事件。

### ■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,009	10,171	13,731	17,850
(+/-%)	34.31%	27.00%	35.00%	30.00%
归母净利润(百万)	1009	1385	1941	2531
(+/-%)	35.88%	37.27%	40.16%	30.37%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.45	0.61	0.80
市盈率(PE)	93	93	66	51

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2560	1290	3077	6680	9308	营业收入	5963	8009	10171	13731	17850
应收和预付款项	643	988	1105	1492	1940	营业成本	3203	4245	5391	7277	9460
存货	274	359	406	548	713	营业税金及附加	13	13	51	41	54
其他流动资产	204	589	665	743	833	销售费用	774	826	1322	1799	2320
<b>流动资产合计</b>	<b>3681</b>	<b>3226</b>	<b>5254</b>	<b>9463</b>	<b>12794</b>	管理费用	846	1072	1546	2018	2660
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	43	45	0	-18	-54
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	41	186	0	0	0
固定资产	1131	1465	1307	1074	821	投资收益	40	46	30	30	30
在建工程	126	203	201	203	205	公允价值变动	0	-38	0	0	0
无形资产开发支出	523	512	515	514	514	<b>营业利润</b>	<b>1111</b>	<b>1558</b>	<b>1892</b>	<b>2643</b>	<b>3440</b>
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	-84	-178	-20	-20	-20
其他非流动资产	5632	6400	6630	6948	7247	<b>利润总额</b>	<b>1027</b>	<b>1380</b>	<b>1872</b>	<b>2623</b>	<b>3420</b>
<b>资产总计</b>	<b>9313</b>	<b>9627</b>	<b>11883</b>	<b>16412</b>	<b>20041</b>	所得税	234	314	430	603	787
短期借款	0	280	280	280	280	<b>净利润</b>	<b>793</b>	<b>1066</b>	<b>1441</b>	<b>2020</b>	<b>2633</b>
应付和预收款项	796	1035	1136	1533	1993	少数股东损益	50	57	56	79	103
长期借款	1467	1320	1320	1320	1320	<b>归母股东净利润</b>	<b>743</b>	<b>1009</b>	<b>1385</b>	<b>1941</b>	<b>2531</b>
其他负债	1578	1021	1739	2197	2733	<b>预测指标</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3841</b>	<b>3656</b>	<b>4474</b>	<b>5330</b>	<b>6326</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	1586	2383	3098	3157	3157	毛利率	46.28%	47.00%	47.00%	47.00%	47.00%
资本公积	2252	1337	620	2213	2213	销售净利率	12.45%	12.60%	13.62%	14.14%	14.18%
留存收益	1590	2123	3508	5449	7980	销售收入增长率	49.06%	34.31%	27.00%	35.00%	30.00%
归母公司股东权益	5216	5693	7075	10669	13200	EBIT 增长率	55.12%	33.23%	31.29%	39.22%	29.20%
少数股东权益	256	278	334	413	515	净利润增长率	33.19%	35.88%	37.27%	40.16%	30.37%
<b>股东权益合计</b>	<b>5472</b>	<b>5971</b>	<b>7409</b>	<b>11082</b>	<b>13715</b>	ROE	14.24%	17.72%	19.58%	18.19%	19.17%
<b>负债和股东权益</b>	<b>9313</b>	<b>9627</b>	<b>11883</b>	<b>16412</b>	<b>20041</b>	ROA	7.97%	10.48%	11.65%	11.83%	12.63%
<b>现金流量表(百万)</b>						ROIC	23.30%	22.36%	31.51%	43.20%	55.76%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(X)	0.50	0.43	0.45	0.61	0.80
经营性现金流	1330	1400	2380	2654	3333	PE(X)	53.13	92.95	92.69	66.13	50.72
投资性现金流	-2704	-1805	-578	-692	-692	PB(X)	8.00	16.56	18.14	12.26	9.91
融资性现金流	2972	-803	-15	1640	-13	PS(X)	7.00	11.77	12.62	9.53	7.33

现金增加额	-8	3	0	0	0	EV/EBITDA(X)	30.06	52.67	56.96	42.12	32.70
-------	----	---	---	---	---	--------------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com

华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq. com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq. com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq. com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。