



2020-04-23

公司研究报告

买入/维持

爱尔眼科(300015)

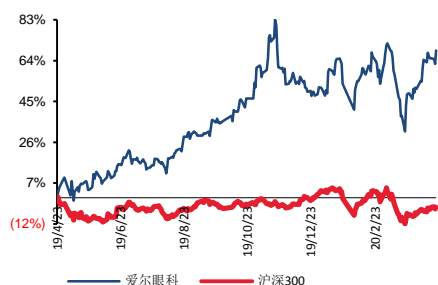
目标价: 60

昨收盘: 44.03

医疗保健 医疗保健设备与服务

## 视光成第二大业务，成熟医院增速依然稳定

### ■ 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)	136,397/110,635
12 个月最高/最低(元)	47.75/27.84

### 相关研究报告：

爱尔眼科(300015)《2020 年有望延续稳定增长，目前医院开诊率快速提升》  
--2020/02/29

爱尔眼科(300015)《六成医院陆续开诊或急诊，业绩有望较快恢复》  
--2020/02/23

爱尔眼科(300015)《业绩符合预期，2020 年有望延续稳健增速》--2020/01/20

### 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：S1190518050001

### 事件：

1) 4 月 23 日，公司发布 2019 年年报：全年公司实现营收 99.90 亿(+24.74%)；归母净利润 13.79 亿(+36.67%)；扣非净利润 14.29 亿(+32.42%)；经营现金流净额 20.78 亿(+48.47%)。EPS 0.45 元/股。公司整体业绩增长符合我们之前的预期。

2) 公司利润分配预案为：以最新股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.5 元(含税)，送红股 3 股(含税)。

### 点评：

**1. 全年维持量价齐升趋势，视光成为增长最快、收入占比第二大业务**  
分季度看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别为 22.45、25.04、29.83、22.58 亿，同比增长 28.50%、23.18%、27.24%、19.84%；归母净利润分别为 2.99、3.97、5.36、1.48 亿，同比增长 37.84%、35.56%、38.91%、29.74%；扣非净利润分别为 2.72、4.23、5.40、1.94 亿，同比增长 30.15%、33.10%、37.34%、21.88%。Q4 剔除捐赠及费用因素后增速依然稳健。公司 19 年业绩延续历史稳定增速水平，一方面公司品牌影响力持续增强，眼健康生态圈建设稳步推进，各项经营业务规模不断扩大，市场占有率持续提高；另一方面，国家近视防控战略、防盲治盲等政策加快落地，居民眼健康意识日益提高，先进医疗技术应用逐步扩大，医疗消费稳步升级，促进了公司业绩的稳定增长。

据官网统计，截止 2020 年 1 月，公司合计拥有 590 家眼科医疗机构，其中中国内地 484 家(截止 19 年底境内医院 105 家+门诊部 65 家+并购基金旗下医院 275 家+门诊部 37 家)，欧洲 86 家，东南亚 12 家，中国香港 7 家，美国 1 家；拥有 5000 多名专业眼科医生；受益消费、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，公司内生增速预计稳定在 20-25%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。

公司 19 年延续量价齐升的趋势：一方面，全年门诊量 662.82 万人次，同比增长 15.56%(18yoy13%)；手术量 60.84 万例，同比增长 7.76%(18yoy9.07%)；按总收入计算出 19 年平均客单价 1380 元(门诊与

手术均值)，yoy 约 9%。

另一方面，公司 5 大业务保持快速增长，屈光手术收入 35.31 亿，yoy25.56%，毛利率 57.38%（同比+5.00pct）；视光服务 19.30 亿，yoy30.67%，毛利率 55.92%（+0.45pct）；白内障手术收入 17.60 亿，yoy13.97%，毛利率 40.10%（+2.41pct）；眼前段收入 11.07 亿，yoy12.67%，毛利率 47.61%（+3.42pct）；眼后段手术收入 6.96 亿，yoy28.33%，毛利率 30.96%（-3.53pct）。视光已超越白内障成为第二大业务，增速也超越了屈光。

公司手术量增速较 18 年略有放缓，以及白内障收入增速放缓，主要原因是白内障项目受医保政策的控制，手术量的增速阶段性放缓。但这只是阶段性因素，国内白内障 CSR 不到欧美发达国家的 25%，随着消费升级，复明性白内障向屈光性白内障升级，如高端多焦晶体、飞秒白内障术式等应用增加，将确保白内障业务的稳定增长。

屈光业务增长 25.56%，主要是手术量增加以及全飞秒、ICL 等高端手术占比进一步提高，形成量价齐升的局面；另一方面也源于公司加快了对各地县级医院屈光科室的建设。

视光业务在 19H1 还是第三大业务，19 年报中已跃居第二，30.67%的增速超过屈光，一方面持续消费升级，另一方面受国家近视防控战略的推动，公司在青少年近视防控方面投入大量的科研，品牌影响力逐步提升。

展望 2020 年，我们判断：绝大部分眼科医疗需求偏刚性，以及 Q1 疫情期间青少年及白领等用眼过度，Q2 开始预计视光、屈光、干眼等需求将爆发性增长，看好全年业绩增长。

## 2. 规模效应带来销售、管理费用率下降，盈利能力持续提升

全年公司销售费用率为 10.50%，同比增加了 0.19pct；管理费用率为 14.59%，同比减少了 0.01pct。毛利率 49.30%（+2.30pct），净利率 14.33%（+1.02pct）。ROE（摊薄）为 20.91%，同比增加了 3.19pct。在营业成本构成中，公司医用材料占成本比重下降 3.15pct 至 48%，人工工资提升 0.79pct 至 30.9%，也印证了高端耗材带来客单价提升更明显，以及爱尔对人才的培育和激励举措更加完善。

## 3. 成熟医院增速稳定，成长期医院高速增长

从内生和外延拆分看，19 年内生收入贡献 95.49 亿，净利润贡献 14.23 亿，较去年同期的内生收入和净利润，分别同比增长了 18.21%、32.59%。内生保持稳健增长趋势。

公司成熟医院全年仍保持平稳快速增长：长沙爱尔实现营收 3.92 亿（+14.62%），净利润 1.34 亿（+12.61%）；武汉爱尔实现营收 5.46 亿（+17.17%），净利润 1.23 亿（+29.47%）；长沙、武汉、成都、沈阳、重庆、深圳、东莞等规模过亿医院平均收入增速 17.85%，净利润增速 26.81%，平均净利率 23.88%。后起之秀衡阳爱尔实现营收 1.63 亿（+13.99%），净利润 0.49 亿（+25.64%），净利率 30.06%；东莞爱尔实现营收 1.63 亿（+39.32%），净利润 0.44 亿（+57.14%），净利率 26.99%。

**盈利预测：**考虑发行股份收购带来的股本变动，预计 20-22 年归母净利润分别为 16.96、22.73、29.32 亿，对应 PE 分别为 80/60/47 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**医院业绩增长不及预期；海外医院受疫情影响业绩有不确定性。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,990	11,988	16,184	20,715
(+/-%)	24.74%	20.00%	35.00%	28.00%
归母净利润(百万)	1379	1696	2274	2932
(+/-%)	36.67%	23.02%	34.04%	28.94%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.36	0.48	0.62
市盈率(PE)	89	80	60	47

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)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1290	1840	23261	24598	27363	营业收入	8009	9990	11988	16184	20715
应收和预付款项	988	1282	1288	1739	2226	营业成本	4245	5065	6054	8173	10461
存货	359	374	456	616	788	营业税金及附加	13	22	48	65	83
其他流动资产	589	360	623	715	814	销售费用	826	1049	1767	2430	3086
流动资产合计	3226	3857	25628	27668	31191	管理费用	1072	1305	1798	2428	3107
长期股权投资	0	1	1	1	1	财务费用	45	76	26	26	26
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	186	-314	0	0	0
固定资产	1465	0	135	195	235	投资收益	46	113	30	30	30
在建工程	203	0	-2	0	2	公允价值变动	-38	-56	0	0	0
无形资产开发支出	512	555	556	552	548	营业利润	1558	2022	2325	3093	3982
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	-178	-182	-20	-20	-20
其他非流动资产	6400	3988	3856	4464	5052	利润总额	1380	1840	2305	3073	3962
资产总计	9627	7844	29484	32132	36243	所得税	314	409	539	707	911
短期借款	280	580	580	580	580	净利润	1066	1431	1765	2366	3051
应付和预收款项	1035	1243	1281	1729	2213	少数股东损益	57	52	69	92	119
长期借款	1320	1636	1636	1636	1636	归母股东净利润	1009	1379	1696	2274	2932
其他负债	1021	1226	2906	2740	3317	预测指标					
负债合计	3656	4685	6403	6685	7746		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	2383	3098	4706	4706	4706	毛利率	47.00%	49.30%	49.50%	49.50%	49.50%
资本公积	1337	561	18744	18744	18744	销售净利率	12.60%	13.80%	14.15%	14.05%	14.15%
留存收益	2123	3024	3085	5359	8290	销售收入增长率	34.31%	24.74%	20.00%	35.00%	28.00%
归母公司股东权益	5693	6594	26446	28720	31652	EBIT 增长率	33.23%	34.41%	21.67%	32.94%	28.70%
少数股东权益	278	429	498	590	709	净利润增长率	35.88%	36.67%	23.02%	34.04%	28.94%
股东权益合计	5971	7023	26944	29310	32360	ROE	17.72%	20.91%	6.41%	7.92%	9.26%
负债和股东权益	9627	7023####	33347	35995	40106	ROA	10.48%	11.78%	5.09%	6.32%	7.31%
现金流量表(百万)						ROIC	22.36%	19.92%	29.85%	34.04%	42.09%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS(X)	0.43	0.45	0.36	0.48	0.62
经营性现金流	1400	2078	2513	2762	3483	PE(X)	61.80	88.54	80.41	59.99	46.52
投资性现金流	-1805	-1759	72	-692	-692	PB(X)	11.01	18.58	7.84	7.22	6.55
融资性现金流	-803	164	18836	-732	-26	PS(X)	7.83	12.27	17.28	12.80	10.00

现金增加额	3	4	0	0	0	EV/EBITDA(X)	35.10	50.92	77.69	57.99	44.46
-------	---	---	---	---	---	--------------	-------	-------	-------	-------	-------

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	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。