



爱尔眼科(300015)

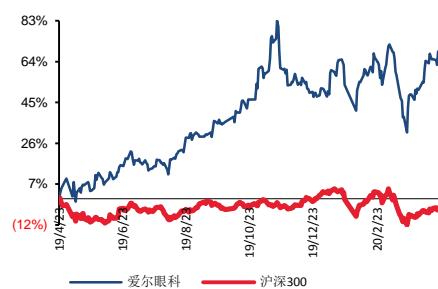
目标价: 60

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: S119051710001

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，市场占有率达到新高；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%(18yyo13%)；手术量60.84万例，同比增长7.76%(18yyo9.07%)；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，*yoY* 25.56%，毛利率 57.38%（同比 +5.00pct）；视光服务 19.30 亿，*yoY* 30.67%，毛利率 55.92%（+0.45pct）；白内障手术收入 17.60 亿，*yoY* 13.97%，毛利率 40.10%（+2.41pct）；眼前段收入 11.07 亿，*yoY* 12.67%，毛利率 47.61%（+3.42pct）；眼后段手术收入 6.96 亿，*yoY* 28.33%，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 | | | | | | |
| 负债合计 | 3656 | 4685 | 6403 | 6685 | 7746 | | | | | | |
| 股本 | 2383 | 3098 | 4706 | 4706 | 4706 | | | | | | |
| 资本公积 | 1337 | 561 | 18744 | 18744 | 18744 | | | | | | |
| 留存收益 | 2123 | 3024 | 3085 | 5359 | 8290 | | | | | | |
| 归母公司股东权益 | 5693 | 6594 | 26446 | 28720 | 31652 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 278 | 429 | 498 | 590 | 709 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 5971 | 7023 | 26944 | 29310 | 32360 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 9627 | #### | 33347 | 35995 | 40106 | | | | | | |
| 现金流量表(百万) | | | | | | | | | | | |
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | | | | | |
| 经营性现金流 | 1400 | 2078 | 2513 | 2762 | 3483 | EPS(X) | 0.43 | 0.45 | 0.36 | 0.48 | 0.62 |
| 投资性现金流 | -1805 | -175 | 9 | 72 | -692 | PE(X) | 61.80 | 88.54 | 80.41 | 59.99 | 46.52 |
| 融资性现金流 | -803 | 164 | 18836 | -732 | -26 | PB(X) | 11.01 | 18.58 | 7.84 | 7.22 | 6.55 |
| | | | | | | PS(X) | 7.83 | 12.27 | 17.28 | 12.80 | 10.00 |

| | | | | | | | | | | |
|-------------------|---|---|---|---|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 现金增加额 | 3 | 4 | 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 | weihjt@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 | zhafzl@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 |



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



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。