

爱尔眼科（300015）：业绩稳健增长，推进全球化眼健康生态圈战略

2020年04月23日

推荐/维持

爱尔眼科 公司报告

报告摘要：

事件：公司2019年实现营业收入99.90亿元，同比增长24.74%；实现归属于上市公司股东的净利润13.79亿元，同比增长36.67%，扣非后净利14.29亿元，同比增长32.42%；实现经营活动产生的现金流净额20.78亿元，同比增长48.47%；EPS为0.45元，业绩符合预期。

眼科医疗消费升级持续拉动行业向上发展。据统计，我国近视人数超过4.5亿人，近视眼发病低龄化、程度深的趋势愈加明显。对此，国家通过部署近视防控政策来强化居民的眼科保健意识，拉动了居民眼科医疗消费升级。公司年报显示医院门诊量达到662.82万人次，同比增长15.56%，手术量60.84万例，同比增长7.76%，尤其是屈光手术中飞秒、ICL等高端手术的占比稳定提高，业务板块量价齐升，实现收入35.31亿元，同比增长25.56%。视光服务业务通过对技术、产品的创新升级，不断提升服务的专业性和整体性，实现销售收入19.30亿元，同比增长30.67%。白内障业务虽然受到医保控费政策影响，增长有所放缓，但公司积极进行产品转型升级，实现销售收入17.60亿元，同比增长13.97%。

公司通过外延并购加快全球医疗网络战略布局。报告期内，公司加快全国医疗网络战略布局，公司通过完成收购或新建18家医院、31家诊所，打造地区的分级连锁体系，通过医疗网络的广覆盖面来实现公司经营的规模效应。公司深入挖掘细分领域的增长红利，布局儿童青少年眼病和先天性遗传病，逐步形成具有特色的儿童眼病专科。同时，公司在不断强化客户黏性的基础上，积极探索省会级中心医院新模式，目前沈阳爱尔卓越眼科医院已开业，形成立足全国，辐射东北亚地区的高端医疗服务品牌。报告期内，公司要约收购了新加坡上市公司ISEC Healthcare Ltd，快速切入人口数量达6亿的东南亚市场，奠定了覆盖欧洲、北美、东南亚、中国的全球发展网络格局。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,008.57	9,990.10	12,737.3	16,221.0	20,509.9
增长率（%）	34.31%	24.74%	27.50%	27.35%	26.44%
净利润（百万元）	1,008.94	1,378.92	1,819.45	2,365.91	3,059.71
增长率（%）	35.88%	36.67%	31.95%	30.03%	29.32%
净资产收益率（%）	17.72%	20.91%	21.96%	22.79%	23.33%
每股收益（元）	0.43	0.45	0.59	0.76	0.99
PE	61.80	88.54	74.97	57.65	44.58
PB	18.43	20.68	16.47	13.14	10.40

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

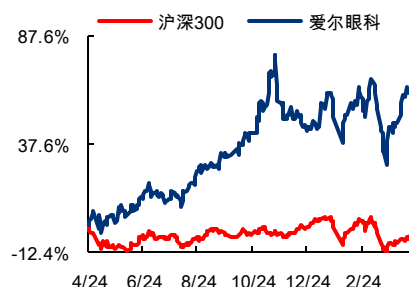
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间（元）	44.03-34.15
总市值（亿元）	1363.97
流通市值（亿元）	1107.57
总股本/流通A股（亿股）	309781/251549
流通B股/H股（亿股）	/
52周日均换手率	0.71

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

分级诊疗政策推动眼科医疗资源下沉。公司积极打通不同层级医院的关卡，形成区域一体化的发展模式，通过完全渗透省会医院，积极引领地级医院，打造独具品牌的视光门诊，实现全面赋能医院体系。根据分级诊疗政策要求“大病不出县”，据统计，县级人口占比超 50% 的省份，眼科门急诊人次为 5.42 万人次/百万人，渗透率远低于其他省份的 8.87 万人次/百万人。公司已经成立全国最大的疑难眼底病分级诊疗平台，覆盖全国 30 个省市区，极大的促进地方医院医疗服务能力的提升，同时也促进公司业务垂直向下渗透。

推进全球化眼健康生态圈战略。公司作为眼科行业龙头，拥有国际化研发、诊疗、合作平台，通过对产业链的横向延展，集合 5G 领军企业华为，积极开展云计算、大数据、数字化领域的合作，推动医疗网络体系向数字化、智能化发展。公司以国际视野来塑造产业生态，引领国际高端眼科合作，加快新项目的临床转化，形成以国内平台为根基，以国际市场为外延的智能化眼科生态圈，进一步夯实行业地位。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 127.37 亿元、162.21 亿、205.10 亿元；归母净利润分别为 18.19 亿元、23.66 亿元和 30.59 亿元；EPS 分别为 0.59 元、0.76 元和 0.99 元，对应 PE 分别为 74.97X、57.65X 和 44.58X。公司所在的眼科赛道发展趋势向好，预计未来五年有望维持 13%-15% 的复合增速。公司作为眼科龙头企业，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：新产品销售不及预期、行业竞争加剧。

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					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	3226	4027	5863	8715	12303	营业收入	8009	9990	12737	16221	20510
货币资金	1290	1840	3114	5460	8069	营业成本	4245	5065	6819	8665	10936
应收账款	883	1180	1454	1884	2361	营业税金及附加	13	22	28	31	39
其他应收款	147	170	217	277	350	营业费用	826	1049	1847	2320	2912
预付款项	106	102	81	64	36	管理费用	1072	1305	1681	2141	2666
存货	359	374	540	663	852	财务费用	45	76	0	0	0
其他流动资产	434	36	448	360	627	研发费用	97	152	152	152	152
非流动资产合计	6400	7868	7492	7252	7024	资产减值损失	185.56	-314.14	-314.14	-314.14	-314.14
长期股权投资	0	1	1	1	1	公允价值变动收益	-38.43	-56.41	0.00	0.00	0.00
固定资产	1465	1765	1623	1482	1341	投资净收益	46.22	113.41	50.00	50.00	50.00
无形资产	510	555	522	490	461	加:其他收益	23.66	23.82	23.82	23.82	23.82
其他非流动资产	82	121	0	0	0	营业利润	1558	2022	2596	3299	4191
资产总计	9627	11895	13355	15967	19327	营业外收入	5.78	8.03	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2042	2879	2719	3179	3757	营业外支出	183.30	189.64	189.64	189.64	189.64
短期借款	280	580	0	0	0	利润总额	1380	1840	2407	3109	4001
应付账款	943	1092	1472	1856	2351	所得税	314	409	535	691	890
预收款项	93	151	195	270	353	净利润	1066	1431	1872	2418	3112
一年内到期的非流动负债	116	309	309	309	309	少数股东损益	57	52	52	52	52
非流动负债合计	1615	1993	1872	1872	1872	归属母公司净利润	1009	1379	1819	2366	3060
长期借款	1320	1636	1636	1636	1636	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	3656	4872	4591	5050	5628	成长能力					
少数股东权益	278	429	481	533	585	营业收入增长	34.31%	24.74%	27.50%	27.35%	26.44%
实收资本(或股本)	2383	3098	3098	3098	3098	营业利润增长	40.18%	29.79%	28.41%	27.06%	27.04%
资本公积	1337	561	561	561	561	归属于母公司净利润增长	35.88%	36.67%	31.95%	30.03%	29.32%
						长					
未分配利润	1806	2608	4110	6047	8563	获利能力					
归属母公司股东权益合计	5693	6594	8284	10384	13113	毛利率(%)	47.00%	49.30%	46.46%	46.58%	46.68%
负债和所有者权益	9627	11895	13355	15967	19327	净利率(%)	13.31%	14.33%	14.69%	14.91%	15.17%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	10.48%	11.59%	13.62%	14.82%	15.83%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	17.72%	20.91%	21.96%	22.79%	23.33%
经营活动现金流	1400	2078	1240	2254	2582	偿债能力					
净利润	1066	1431	1872	2418	3112	资产负债率(%)	38%	41%	34%	32%	29%
折旧摊销	372.79	504.34	261.10	247.15	235.12	流动比率					
							1.58	1.40	2.16	2.74	3.27
财务费用	45	76	0	0	0	速动比率					
							1.40	1.27	1.96	2.53	
应收账款减少	-369	-297	-274	-430	-478	营运能力					
预收帐款增加	8	59	44	75	83	总资产周转率	0.85	0.93	1.01	1.11	1.16
投资活动现金流	-1805	-1759	786	349	349	应收账款周转率	11	10	10	10	10
公允价值变动收益	-38	-56	0	0	0	应付账款周转率	9.69	9.82	9.94	9.75	9.75
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	46	113	50	50	50	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.45	0.59	0.76	0.99
筹资活动现金流	-803	164	-752	-257	-321	每股净现金流(最新摊薄)	-0.51	0.16	0.41	0.76	0.84
						薄)					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.39	2.13	2.67	3.35	4.23
长期借款增加	-147	316	0	0	0	估值比率					
普通股增加	797	714	0	0	0	P/E	61.80	88.54	74.97	57.65	44.58
资本公积增加	-916	-775	0	0	0	P/B	18.43	20.68	16.47	13.14	10.40
现金净增加额	-1208	484	1274	2345	2609	EV/EBITDA	56.48	55.96	48.80	38.28	29.87

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
行业	国家级近视防控政策催化，OK 镜 20 倍市场空间可期	2020-01-16
公司	引进世界级战投资本，深入推动国际化进程	2019-09-01
公司	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	加速布局立体医疗网络，夯实业绩增长基础	2019-08-23
行业	高值耗材降价更趋合理化，关注创新型高成长企业	2019-05-31

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。