

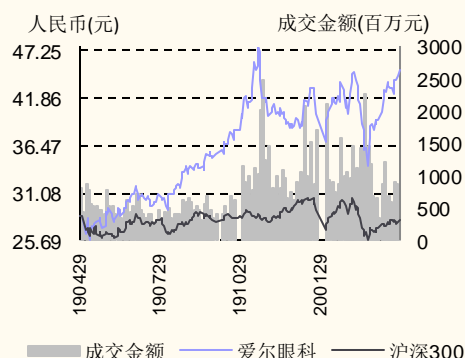
爱尔眼科 (300015.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 45.09 元

业绩短期承压, 全年有望逐步恢复**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	30.98
已上市流通 A 股(亿股)	25.15
总市值(亿元)	1,396.80
年内股价最高最低(元)	45.09/38.15
沪深 300 指数	3849
创业板指	2031

**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,009	9,990	11,664	14,750	18,509
营业收入增长率	34.31%	24.74%	16.75%	26.46%	25.49%
归母净利润(百万元)	1,009	1,379	1,689	2,259	2,929
归母净利润增长率	35.88%	36.67%	22.47%	33.78%	29.63%
摊薄每股收益(元)	0.423	0.445	0.545	0.729	0.945
每股经营性现金流净额	0.59	0.65	0.77	1.05	1.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.72%	20.91%	22.30%	24.95%	26.13%
P/E	62.13	88.87	82.71	61.83	47.69
P/B	11.01	18.58	18.45	15.42	12.46

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件:

- 爱尔眼科发布 2020 年一季度报告。2020 年 Q1 实现营业收入 16.42 亿元, 同比减少 26.86%; 实现归母净利润为 7936.34 万元, 同比减少 73.41%。

经营分析:

- **业绩短期承压, 长期成长逻辑未变。**根据公告, 受疫情影响, 2020 年 2 月各地医院停诊导致 2 月收入同比下降 62%; 3 月中旬, 境内各地医院陆续复工复诊, 而海外疫情加剧, 公司境外医疗机构开始阶段性停诊, 导致 3 月境外收入同比下降 45%, 公司整体营业收入同比下降 34%。
- **公司积极应对疫情影响, 我们预计, 随疫情防控常态化, 公司的经营表现也将逐步恢复。**根据一季报披露, 除湖北省区外, 公司各地医院恢复门诊及手术服务, 受各地疫情实际情况恢复程度有所不同。截止 4 月 19 日, 前十大医院, 除武汉外, 基本接近或恢复至同期水平。
- **在行业层面, 我们维持对眼科需求长期景气度的判断, 体现在:** 1) 在视觉健康赛道扩容下, 视光、屈光等细分行业上行。2) 现代用眼行为使各类眼患病率呈高发态势, 退行性病变突出; 3) 新致盲性眼部疾病谱具有中国特色, 代谢相关眼底病发病率增长迅速, 认知度与诊疗率低。
- **在公司层面, 公司业绩的可持续性主要来自以下驱动因素:** 1) 分级连锁与异地扩张兑现复制, 多层次的服务体系有效提升了整体竞争力。2) 量价驱动老院内生持续增长, 已进入新老院业绩贡献良性循环。3) 并购基金助力, 体系外医院储备丰富, 有序注入使成长路径充分验证, 维持稳健增长; 4) 模式创新完善多层次医疗服务需求, 协同国际化战略, 探索未来新增长点; 5) 启动全球引才引智计划, 完善的中长期激励机制与人才建设与培养机制对公司的可持续发展起到重要的支撑作用。

盈利预测和投资建议:

- 我们预计 2020-2022 年实现归属母公司净利润分别为 16.9 亿元、22.6 亿元、29.3 亿元, 对应 EPS 分别为 0.55/0.73/0.95 元, 对应当前股价给予估值 P/E82.7 倍、61.8 倍、47.7 倍, 维持“买入”评级。

风险提示:

- 眼科诊疗需求量短期波动的风险; 医患社会问题风险; 网络下沉进度风险; 医疗事故风险; 并购基金医院延迟注入的风险; 商誉减值风险; 县级医院建设进度低于预期的风险等。

相关报告

1. 《内生增长突出, 眼科龙头壁垒稳固-爱尔眼科 2019 年报点评》, 2020.4.24
2. 《定增草案发布, 商业模式充分验证-爱尔眼科定增草案发布点评》, 2020.1.9
3. 《国际化战略推进, 成长路径继续验证-爱尔眼科 2019 三季报点评》, 2019.10.28
4. 《业绩符合预期, 眼科龙头稳步前行-爱尔眼科 2019H 半年报点评》, 2019.8.23
5. 《半年报预告符合预期, 业绩持续高增长-爱尔眼科 2019 半年报预...》, 2019.7.12

曾秋林 分析师 SAC 执业编号: S1130519100001
(8621)60230221
zengqiulin@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	5,963	8,009	9,990	11,664	14,750	18,509
增长率		34.3%	24.7%	16.8%	26.5%	25.5%
主营业务成本	-3,203	-4,245	-5,065	-5,899	-7,452	-9,328
%销售收入	53.7%	53.0%	50.7%	50.6%	50.5%	50.4%
毛利	2,760	3,764	4,926	5,764	7,298	9,181
%销售收入	46.3%	47.0%	49.3%	49.4%	49.5%	49.6%
营业税金及附加	-13	-13	-22	-26	-32	-41
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-774	-826	-1,049	-1,306	-1,696	-2,147
%销售收入	13.0%	10.3%	10.5%	11.2%	11.5%	11.6%
管理费用	-846	-1,072	-1,305	-1,575	-2,006	-2,554
%销售收入	14.2%	13.4%	13.1%	13.5%	13.6%	13.8%
研发费用	0	-97	-152	-187	-236	-315
%销售收入	0.0%	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	1,126	1,756	2,397	2,671	3,327	4,124
%销售收入	18.9%	21.9%	24.0%	22.9%	22.6%	22.3%
财务费用	-43	-45	-76	-129	-144	-133
%销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	1.1%	1.0%	0.7%
资产减值损失	-41	-186	-314	-295	-202	-88
公允价值变动收益	0	-38	-56	-86	-94	-124
投资收益	40	46	113	117	124	128
%税前利润	3.9%	3.3%	6.2%	5.1%	4.0%	3.2%
营业利润	1,111	1,558	2,022	2,498	3,309	4,263
营业利润率	18.6%	19.5%	20.2%	21.4%	22.4%	23.0%
营业外收支	-84	-178	-182	-203	-245	-278
税前利润	1,027	1,380	1,840	2,295	3,064	3,985
利润率	17.2%	17.2%	18.4%	19.7%	20.8%	21.5%
所得税	-234	-314	-409	-523	-699	-909
所得税率	22.8%	22.8%	22.2%	22.8%	22.8%	22.8%
净利润	793	1,066	1,431	1,772	2,365	3,077
少数股东损益	50	57	52	83	106	148
归属于母公司的净利润	743	1,009	1,379	1,689	2,259	2,929
净利率	12.5%	12.6%	13.8%	14.5%	15.3%	15.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	793	1,066	1,431	1,772	2,365	3,077
少数股东损益	50	57	52	83	106	148
非现金支出	332	558	818	733	734	609
非经营收益	2	43	5	109	135	127
营运资金变动	204	-268	-242	-231	30	91
经营活动现金净流	1,330	1,400	2,013	2,382	3,264	3,904
资本开支	-603	-809	-740	-976	-1,011	-1,082
投资	-2,087	-1,042	-1,116	-1,023	-1,032	-1,088
其他	-14	46	96	117	124	128
投资活动现金净流	-2,704	-1,805	-1,759	-1,882	-1,919	-2,042
股权募资	1,785	70	91	63	0	0
债权募资	1,477	-93	798	629	201	-160
其他	-299	-777	-720	-944	-968	-970
筹资活动现金净流	2,964	-800	169	-252	-767	-1,130
现金净流量	1,590	-1,205	422	248	578	732

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,560	1,290	1,840	2,088	2,666	3,398
应收款项	706	1,037	1,375	1,377	1,707	2,132
存货	274	359	374	416	526	658
其他流动资产	141	540	438	793	836	894
流动资产	3,681	3,226	4,027	4,674	5,734	7,081
%总资产	39.5%	33.5%	33.9%	33.8%	35.3%	37.0%
长期投资	1,161	1,522	1,755	2,685	3,615	4,565
固定资产	1,257	1,668	2,126	2,352	2,540	2,782
%总资产	13.5%	17.3%	17.9%	17.0%	15.6%	14.5%
无形资产	3,054	3,075	3,771	3,846	4,038	4,381
非流动资产	5,632	6,400	7,868	9,150	10,499	12,071
%总资产	60.5%	66.5%	66.1%	66.2%	64.7%	63.0%
资产总计	9,313	9,627	11,895	13,824	16,233	19,152
短期借款	280	396	889	1,307	1,249	889
应付款项	1,516	1,255	1,434	1,597	1,964	2,464
其他流动负债	324	390	555	593	764	971
流动负债	2,120	2,042	2,879	3,497	3,977	4,324
长期贷款	1,467	1,320	1,636	1,816	2,051	2,329
其他长期负债	254	295	358	429	532	523
负债	3,841	3,656	4,872	5,741	6,559	7,176
普通股股东权益	5,216	5,693	6,594	7,571	9,056	11,210
其中：股本	1,586	2,383	3,098	3,098	3,098	3,098
未分配利润	1,349	1,806	2,608	3,522	5,007	7,161
少数股东权益	256	278	429	512	618	766
负债股东权益合计	9,313	9,627	11,895	13,824	16,233	19,152

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.468	0.423	0.445	0.545	0.729	0.945
每股净资产	3.289	2.389	2.129	2.444	2.923	3.619
每股经营现金净流	0.839	0.587	0.650	0.769	1.054	1.260
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	14.24%	17.72%	20.91%	22.30%	24.95%	26.13%
总资产收益率	7.97%	10.48%	11.59%	12.22%	13.92%	15.29%
投入资本收益率	11.97%	17.53%	19.38%	18.26%	19.59%	20.72%
增长率						
主营业务收入增长率	49.06%	34.31%	24.74%	16.75%	26.46%	25.49%
EBIT增长率	61.24%	55.89%	36.54%	11.42%	24.56%	23.95%
净利润增长率	33.19%	35.88%	36.67%	22.47%	33.78%	29.63%
总资产增长率	129.05%	3.37%	23.56%	16.22%	17.42%	17.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.4	31.8	37.7	38.0	38.3	38.5
存货周转天数	27.4	27.2	26.4	26.0	26.0	26.0
应付账款周转天数	64.4	71.1	73.3	73.5	73.6	73.7
固定资产周转天数	69.3	66.8	64.5	56.7	45.5	38.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.85%	7.13%	5.48%	9.01%	3.30%	-4.25%
EBIT利息保障倍数	26.4	39.0	31.7	20.7	23.1	31.1
资产负债率	41.24%	37.98%	40.96%	41.53%	40.41%	37.47%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	33
增持	0	0	0	1	9
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.50	1.26

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-10-28	买入	27.50	N/A
2	2019-02-28	买入	31.00	N/A
3	2019-04-27	买入	36.07	N/A
4	2019-07-12	买入	30.50	N/A
5	2019-08-23	买入	32.82	N/A
6	2019-10-28	买入	38.18	N/A
7	2020-01-09	买入	38.81	N/A
8	2020-04-24	买入	44.03	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH