

战略布局眼科药物, 爱尔数百家医院有助放量

投资要点

- **事件:** 公司拟以自有资金 980 万元与爱尔眼科共同投资设立湖南迈欧医疗科技有限公司, 合资公司注册资本 2000 万元, 公司持股占比 49%。
- **与爱尔眼科合作成立合资公司, 开发眼科药品及护理产品。** 合资公司的主营范围为眼科医疗产品研发、生产和销售, 其中爱尔眼科股权占比为 51%, 莱美药业占比为 49%。由于莱美药业多年以新药研究与开发为主, 历史案例如艾司奥美拉唑、纳米炭悬混注射液等均为其重磅独家产品, 研究能力较为突出。且其子公司湖南康源拥有超过 20 年的无菌制剂生产历史, 经验丰富且产能充足。爱尔眼科为全球规模最大、且拥有近 300 家眼科连锁医疗机构, 目前在连锁网络、专业品牌、技术人才、学术科研、管理体系和激励机制等方面均形成领先优势, 其 2018 年门诊量为 573.6 万人次, 同比增长 13%。本次公司与爱尔眼科合作将能达到优势互补, 把眼科领域先进临床经验和莱美在产品开发和生产经验相结合, 借助爱尔眼科医院院内体系开发儿童青少年近视及干眼症等眼科药品及护理产品, 逐步搭建公司的眼科平台, 形成新的盈利增长点。
- **国内近视率高居不下, 眼科治疗市场空间或超百亿。** 受东亚地区经济飞速发展的影响, 社会对儿童及青少年的教育投资逐步增加, 长时间高强度近距离用眼导致韩国、新加坡、中国香港以及中国台湾等地区近视率居高不下。东亚地区国家在 1950-2000 年的 50 年时间里, 近视率从 20%-30% 快速增长至 80% 左右。根据国家卫健委调查显示, 我国儿童青少年总体近视发病形势严峻, 2018 年全国儿童青少年总体近视率为 53.6%, 高中生近视率已高达 81%。我们估计国内 6-15 岁的儿童及青少年近视人群数量约 8000 万, 目前每年约有 110 万台近视治疗手术以及 75 万副角膜塑形镜, 且从治疗渗透率来看不足 3%, 潜在市场空间巨大。本次公司公告其眼科开发主要是围绕近视及干眼症等眼科药品、护理产品, 我们分析主要是三大方向: 1) 假性近视, 目前治疗方法主要为屈光手术疗法和非手术疗法(角膜塑形镜)为主, 如开发药品治疗假性近视, 其市场空间或超百亿元; 2) 干眼症眼科药物主要看点是其人群发病率高, 且以长期使用电脑人群为主, 其市场空间较大; 3) 护理产品中预计为冲洗液, 主要是针对隐形眼镜及角膜镜用户, 仅按照角膜塑形镜每年 75 万副估算, 其市场空间或达十亿元。本次与爱尔眼科合作, 能将公司在产品研发的优势充分发挥, 产品前期可以用院内制剂形式迅速推广, 同时加速新药申报, 完成眼科平台构建。
- **盈利预测与评级。** 我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.19 元、0.30 元和 0.46 元, 对应估值分别为 32 倍、20 倍和 13 倍, 预计艾司奥美拉唑和纳米炭悬混液快速增长, 他达拉非贡献业绩增量或超预期, 本次与爱尔眼科合作为新赢利点, 我们看好公司未来三年业绩增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销量或低于预期、药品降价风险、子公司亏损幅度加大风险、合作项目进度或低于预期、其他不可预知风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1562.37	2122.69	2829.36	3741.26
增长率	21.86%	35.86%	33.29%	32.23%
归属母公司净利润(百万元)	98.00	151.60	245.85	373.40
增长率	76.39%	54.69%	62.17%	51.88%
每股收益 EPS(元)	0.12	0.19	0.30	0.46
净资产收益率 ROE	5.29%	8.21%	11.92%	15.57%
PE	51	32	20	13
PB	2.88	2.69	2.41	2.07

数据来源: Wind, 西南证券

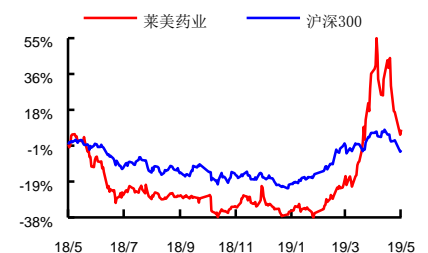
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.12
流通 A 股(亿股)	6.71
52 周内股价区间(元)	3.55-8.8
总市值(亿元)	49.71
总资产(亿元)	35.39
每股净资产(元)	2.11

相关研究

1. 莱美药业(300006): 收入增速符合预期, 专科药高速增长 (2019-04-25)
2. 莱美药业(300006): 扣非业绩稳定增长, 专科药贡献占比提升 (2019-04-10)
3. 莱美药业(300006): 欣炜歌放量或超预期, 公司发展进入快车道 (2019-03-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1562.37	2122.69	2829.36	3741.26	净利润	91.13	151.60	245.85	373.40
营业成本	612.51	796.54	1039.51	1351.71	折旧与摊销	108.85	3.22	3.22	3.22
营业税金及附加	28.69	38.99	51.96	68.71	财务费用	52.52	65.84	89.08	104.61
销售费用	602.23	827.85	1089.30	1421.68	资产减值损失	32.17	10.00	10.00	10.00
管理费用	136.23	201.66	254.64	336.71	经营营运资本变动	-40.78	-403.58	-350.33	-434.36
财务费用	52.52	65.84	89.08	104.61	其他	-18.01	-7.44	-10.70	-10.07
资产减值损失	32.17	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	225.89	-180.37	-12.88	46.80
投资收益	32.23	0.00	0.00	0.00	资本支出	748.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1067.41	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-319.19	0.00	0.00	0.00
营业利润	109.50	181.82	294.86	447.84	短期借款	414.36	374.07	202.95	185.88
其他非经营损益	-0.20	0.00	0.00	0.00	长期借款	2.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	109.30	181.82	294.86	447.84	股权融资	-2.75	0.00	0.00	0.00
所得税	18.17	30.22	49.01	74.44	支付股利	0.00	-24.50	-30.32	-36.88
净利润	91.13	151.60	245.85	373.40	其他	-306.92	-271.57	-89.08	-104.61
少数股东损益	-6.87	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	107.38	77.99	83.55	44.39
归属母公司股东净利润	98.00	151.60	245.85	373.40	现金流量净额	20.00	-102.37	70.67	91.19
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	314.64	212.27	282.94	374.13	成长能力				
应收和预付款项	619.23	793.29	1067.89	1415.10	销售收入增长率	21.86%	35.86%	33.29%	32.23%
存货	311.74	402.86	527.22	686.19	营业利润增长率	126.70%	66.05%	62.17%	51.88%
其他流动资产	41.66	7.67	10.22	13.52	净利润增长率	97.85%	66.34%	62.17%	51.88%
长期股权投资	234.40	234.40	234.40	234.40	EBITDA 增长率	36.65%	-7.38%	54.32%	43.52%
投资性房地产	11.09	11.09	11.09	11.09	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	60.80%	62.47%	63.26%	63.87%
无形资产和开发支出	517.98	514.82	511.65	508.49	三费率	50.63%	51.60%	50.65%	49.80%
其他非流动资产	1090.02	1089.96	1089.90	1089.84	净利率	5.83%	7.14%	8.69%	9.98%
资产总计	3140.78	3266.35	3735.31	4332.76	ROE	5.29%	8.21%	11.92%	15.57%
短期借款	632.46	1006.52	1209.47	1395.35	ROA	2.90%	4.64%	6.58%	8.62%
应付和预收款项	110.82	211.08	261.57	336.61	ROIC	9.24%	15.42%	18.03%	20.51%
长期借款	48.00	48.00	48.00	48.00	EBITDA/销售收入	17.34%	11.82%	13.68%	14.85%
其他负债	625.46	154.32	154.32	154.32	营运能力				
负债合计	1416.74	1419.92	1673.36	1934.28	总资产周转率	0.53	0.66	0.81	0.93
股本	812.24	812.24	812.24	812.24	固定资产周转率	4.02	—	—	—
资本公积	580.47	580.47	580.47	580.47	应收账款周转率	3.48	3.55	3.64	3.58
留存收益	302.12	429.22	644.74	981.26	存货周转率	1.85	2.22	2.22	2.22
归属母公司股东权益	1699.54	1821.93	2037.46	2373.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.99%	—	—	—
少数股东权益	24.50	24.50	24.50	24.50	资本结构				
股东权益合计	1724.04	1846.43	2061.96	2398.48	资产负债率	45.11%	43.47%	44.80%	44.64%
负债和股东权益合计	3140.78	3266.35	3735.31	4332.76	带息债务/总负债	48.03%	74.27%	75.15%	74.62%
					流动比率	1.06	1.16	1.28	1.44
					速动比率	0.80	0.83	0.93	1.04
					股利支付率	0.00%	16.16%	12.33%	9.88%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	270.87	250.88	387.17	555.67	每股收益	0.12	0.19	0.30	0.46
PE	51	32	20	13	每股净资产	2.12	2.27	2.54	2.95
PB	2.88	2.69	2.41	2.07	每股经营现金	0.28	-0.22	-0.02	0.06
PS	3.18	2.34	1.76	1.33	每股股利	0.00	0.03	0.04	0.05
EV/EBITDA	22.42	25.30	16.74	11.83					
股息率	0.00%	0.37%	0.46%	0.56%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn