

爱尔眼科(300015.SZ)

各大区收入和毛利率均稳步提升，实现平

衡可持续的高速发展

评级：**增持** 前次：**增持**

目标价(元)：**37.2**

分析师

联系人

孙建

毛元江

S0740515080002

021-20315160

sunjian@r.qlzq.com.cn

maoyj@r.qlzq.com.cn

2016年04月01日

基本状况

总股本(百万股)	986
流通股本(百万股)	781
市价(元)	30
市值(百万元)	29,567
流通市值(百万元)	23,444

业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2402.05	3165.58	4109.31	5424.69	7052.09
营业收入增速	21.01%	31.79%	29.81%	32.01%	30%
净利润增长率	38.34%	41.10%	40.58%	39.14%	34.87%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.44	0.62	0.87	1.17
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	63.83	68.18	48.38	34.48	25.64
PEG	1.66	1.66	1.19	0.88	0.73
每股净资产(元)	3.09	2.36	2.98	3.85	4.21
每股现金流量(元)	0.69	0.38	0.66	0.55	0.71
净资产收益率	15.27%	18.86%	20.95%	22.57%	23.95
市净率	8.90	13.40	10.59	8.20	6.40
总股本(百万元)	654.31	982.43	982.43	982.43	982.43

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 事件：**3月29日爱尔眼科公布年报和一季报盈利预测，公司2015年收入31.66亿元，同比增31.79%，归母净利润4.28亿元，同比增38.44%，拟10派3元，2016年1季度归母净利润预计1.14-1.23亿元，同比增30%-40%。
- 产、学、研同步发展，形成全国领先的眼科临床和学术平台，是实现收入和利润快速增长的根本原因。**2015年爱尔眼科旗下医院实现手术量32万人次，同期广州中山大学中山眼科中心、上海复旦大学附属眼耳鼻喉科医院年手术量在5万例左右，首都医科大学附属北京同仁医院大约1.5万人次，爱尔眼科在手术量上已经领先于这些全国知名眼科一样。在产业领先的同时也在学术上积极向这几家医院看齐。近年来，公司不断完善了以爱尔眼科学院、眼视光学院、眼科研究所、视光研究所以及中心实验室组成的医教研平台，医教研一体化优势逐步彰显特别是2015年3项国家自然科学基金项目成功立项，实现了公司承担国家级项目零的突破，标志着公司在科研能力与水平上迈上了新的台阶。同时公司不断招募在全国范围内具有影响力的眼科专家，旗下已经有唐仕波、杨智宽、喻长泰、林丁、郭海科、王铮等多位重量级专家，依托这些专家，2015发表SCI论文10篇。未来“产学研”平台的良性循环机制，将使得爱尔眼科的品牌和医疗能力得到持续提升。
- 依托具有核心竞争力的医疗能力和学术能力，爱尔眼科在全国各个大区积极拓展，并且在各个大区都实现了收入和毛利率的提升。**爱尔眼科依托母公司和产业基金在2015年在全国范围内新设和收购了10家眼科医院。其中收购了香港眼科行业的领先机构亚洲医疗集团100%股权，公司由此快速切入香港医疗市场，实现了海外发展的第一步。同时通过亚洲医疗集团与深圳爱尔眼科医院的有机联动，有助于加快提升公司在华南和香港的品牌知名度和市场占有率，为今后成功加快海外布局打下坚实基础，进一步增强

公司核心竞争力和国际影响力。在数量扩张的同时，爱尔眼科在全国各大区的收入和毛利率都获得了提升，为平稳可持续的高速增长提供了坚实的基础。

图表 1：爱尔眼科 2012-2015 门诊量和手术量 单位：万人

门诊量	2012年	2013年	2014年	2015年
人次	184.40	201.89	243.25	321.54
增长率	28.77%	9.49%	20.48%	32.19%
手术量	2012年	2013年	2014年	2015年
人次	19.99	22.29	25.05	32.32
增长率	22.45%	11.53%	12.34%	29.03%

来源：公司公告、中泰证券研究所

由图表 1 可以发现在 2015 年爱尔眼科的门诊患者和手术量都取得了快速的增长，产、学、研同步发展，形成全国领先的眼科临床和学术平台的外在表现。

图表 2：爱尔眼科现有主要专家学术成就和行业地位

<p>唐仕波教授，博士生导师，中华眼科学会眼底病学组副组长。原广州中山大学中山眼科中心副院长，眼底外科学科带头人，原眼科学国家重点实验室玻璃体视网膜研究室主任。共承担 33 项课题，包括国家科技攻关项目 2 项、国家自然科学基金创新群体项目 1 项、国家杰出青年科学基金 1 项、海外杰青 1 项及国家自然科学基金面上项目 9 项。自 1995 年以来在国内外学术期刊上共发表论文 200 多篇，其中 SCI 收录 40 多篇(单篇最高影响因子：15.05)。</p>
<p>杨智宽教授，博士生导师，中华医学会眼科学分会视光学组委员，中国医师协会眼科医师分会眼视光学专业委员会副主任委员。原中山大学中山眼科中心屈光科教授、眼视光学系副主任，国家自然科学基金及广东省自然科学基金评审专家，发表论文五十余篇（其中 SCI 系列文章 13 篇，包括眼科领域最高 IF 值的 Ophthalmology 和 IOVS）。</p>
<p>喻长泰教授，湖北省眼科学会第四届、第五届委员会主任委员。现任中国医师协会眼科分会副主任委员。</p>
<p>林丁教授，博士生导师，中华医学会眼科学分会青光眼学组委员，湖南省眼科专业委员会副主任委员。原北京同仁医院大眼科行政副主任、青光眼学科带头人。</p>
<p>郭海科教授，中华医学会眼科学分会专家会员，现任河南省医学会眼科专业委员会主任委员，河南省防盲办主任，美国白内障学会会员。是国内人工晶状体眼视光学研究的发起人之一，开发了国内第一个人工晶状体计算软件，并在眼科国际权威杂志 Journal of Cataract Refractive Surgery 发表了人工晶状体屈光力计算的标准公式，也是我国乃至世界实施白内障手术最多的眼科医生。</p>
<p>王铮教授，博士研究生导师，中华医学会眼科分会角膜病学组组长，广东省医学会眼科分会常务委员，国务院政府特殊津贴专家，。是我国最早开展准分子激光手术医师之一(1994年)，中华人民共和国卫生部《准分子激光角膜屈光手术质量控制标准》行业标准第一起草人。主要从事角膜病及角膜屈光手术的临床和基础研究，在角膜屈光手术方面有深厚的造诣。</p>

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 爱尔眼科各大区主要医院发展情况 单位 万元

长沙爱尔眼科医院 100%	2013年	2014年	2015年
营业收入	14974.17	17704.68	21149.56
YOY		18.23%	19.46%
净利润	5108.52	5596.04	6607.49
YOY		9.54%	18.07%
净利润率	34.12%	31.61%	31.24%
株洲三三一爱尔医院 75.87%	2013年	2014年	2015年
营业收入	5239.77	5830	6663.08
YOY		11.26%	14.29%
净利润	1381.91	1467.23	1796.23
YOY		6.17%	22.42%
净利润率	26.37%	25.17%	26.96%
武汉爱尔眼科医院 100%	2013年	2014年	2015年
营业收入	25045.9	29047.95	31646.44
YOY		15.98%	8.95%
净利润	5679.2	6354.43	6542.05
YOY		11.89%	2.95%
净利润率	22.68%	21.88%	20.67%
成都爱尔眼科医院 100%	2013年	2014年	2015年
营业收入	11669.76	13013.13	16868.38
YOY		11.51%	29.63%
净利润	2718.68	2763.82	4158.27
YOY		1.66%	50.45%
净利润率	23.30%	21.24%	24.65%
重庆爱尔眼科医院 100%	2013年	2014年	2015年
营业收入	9780.73	12060.1	17809.71
YOY		23.30%	47.67%
净利润	1843.96	2618.73	4463.32
YOY		42.02%	70.44%
净利润率	18.85%	21.71%	25.06%
沈阳爱尔眼视光医院 100%	2013年	2014年	2015年
营业收入	20208.82	20789.54	24461.8
YOY		2.87%	17.66%
净利润	3809	3319.14	3772.9
YOY		-12.86%	13.67%
净利润率	18.85%	15.97%	15.42%
北京爱尔英智眼科医院 100%	2013年	2014年	2015年
营业收入		8101.12	10356.16
YOY			27.84%
净利润		800.03	807.38
YOY			0.92%
净利润率		9.88%	7.80%
广州爱尔眼科医院 95%	2013年	2014年	2015年
营业收入	4960.64	5844.39	7856.24
YOY		17.82%	34.42%
净利润	859.03	1054.04	1397.6
YOY		22.70%	32.59%
净利润率	17.32%	18.04%	17.79%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 爱尔眼科在全国各大区发展情况

单位 万元

华中区（包括湖北、湖南、河南、江西）	2012	2013	2014	2015
收入	596.79	745.07	896.54	1126.6
增速	17.43%	24.85%	20.33%	25.66%
成本	249.57	334.57	423.29	513.22
毛利	347.22	410.5	473.25	613.38
毛利率%	58.18	55.1	52.79	54.45
西南（包括四川、云南、贵州、西藏、重庆）	2012	2013	2014	2015
收入	361.09	402.35	478.59	640.11
增速	58.72%	11.43%	18.95%	33.75%
成本	223.02	237.63	280.52	374.23
毛利	138.06	164.72	198.07	265.87
毛利率(%)	38.24	40.94	41.39	41.54
东北（包括辽宁、吉林、黑龙江）	2012	2013	2014	2015
收入	258.79	302.14	317.1	393.08
增速	10.52%	16.75%	4.95%	23.96%
成本	140.48	152.43	171.3	206.31
毛利	118.32	149.71	145.79	186.76
毛利率(%)	45.72	49.55	45.98	47.51
华东（包括山东、江苏、安徽、浙江、福建、上海）	2012	2013	2014	2015
收入	184.4	222.56	294.37	412.24
增速	8.07%	20.69%	32.27%	40.04%
成本	126.69	145.29	181.86	235.76
毛利	57.71	77.28	112.51	176.48
毛利率(%)	31.3	34.72	38.22	42.81
华北（包括北京、天津、河北、山西、内蒙古）	2012	2013	2014	2015
收入	116	143.2	187.74	249.79
增速	16.45%	23.45%	31.10%	33.05%
成本	81.69	96.6	122.72	157.4
毛利	34.31	46.6	65.03	92.39
毛利率(%)	29.57	32.54	34.64	36.99
华南（包括广东、广西、海南）	2012	2013	2014	2015
收入	68.18	86.93	133.5	217.35
增速	52.40%	27.50%	53.57%	62.81%
成本	41.43	56.76	86.03	126.92
毛利	26.75	30.17	47.48	90.43
毛利率(%)	39.24	34.71	35.56	41.61
西北（包括宁夏、新疆、青海、陕西、甘肃）	2012	2013	2014	2015
收入	54.46	80.93	94.21	126.42
增速	111.16%	48.60%	16.41%	34.19%
成本	39.6	50.6	57.49	76.82
毛利	14.86	30.33	36.71	49.6
毛利率(%)	27.29	37.48	38.97	39.23

来源：公司公告，中泰证券研究所

由图表 4，我们可以清晰的发现，爱尔眼科在各地的收入和毛利率都取得了较快的增长，表明爱尔眼科的成长是均衡和可持续的。

- **盈利预测：**预计 2016-2018 年销售收入为 41.09 亿元，54.25 亿元，70.52 亿元；归属母公司股东净利润 6.13 亿元，8.53 亿元，11.51 亿元；对应 EPS 为 0.62、0.87 和 1.17 元。目前股价对应 2016-2018 预测市盈率分别为 48 倍、34 倍和 26 倍。

图表 5: 2015-2017 爱尔眼科营业收入、成本、以及三项费用预测 单位 百万元

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1640.13	1984.97	2402.05	3165.58	4109.31	5424.69	7052.09
增速		21.03%	21.01%	31.79%	29.81%	32.01%	30%
营业成本	902.50	1073.98	1323.21	1690.66	2191.61	2873.72	3763.63
毛利率	44.97%	45.89%	44.91%	46.59%	46.67%	47.03%	46.63%
销售费用	197.80	229.20	272.78	404.91	513.66	656.39	874.46
销售费用占收入比	12.06%	11.55%	11.36%	12.79%	12.50%	12.10%	12.40%
管理费用	284.41	346.87	380.62	465.97	620.51	792.00	1054.29
管理费用占收入比	17.34%	17.47%	15.85%	14.72%	15.10%	14.60%	14.95%
财务费用	-2.47	-3.00	-3.88	-4.14	1.00	-2.00	-6.00
财务费用占收入比	-0.15%	-0.15%	-0.16%	-0.13%	0.02%	-0.04%	-0.09%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 投资建议:** 我们估计 2015 年上市公司并表的 60 家医院中有 15 家收入超过 5000 万元的成熟医院, 还有 25 家左右盈亏平衡或微利的医院, 还有 20 家左右的医院尚在亏损, 基于爱尔眼科大部分医院尚在快速发展期或者是将步入快速发展期, **我们认为爱尔眼科能够在未来五年维持收入 35%左右复合增长率以及净利润 40%左右的复合增长率。** 公司净利润增速高于营业收入增速除了来源于前期新建或并购的医院进入盈利周期。还有一个因素是规模扩张的协同效应带来的公司盈利能力增强, 主要体现为毛利率提升和管理费用率的下降。

医疗服务行业有一个非常稀缺的特点就是壁垒自我强化性。我们认为爱尔眼科通过长期的积累在规模上已经实现全国领先, 近几年在学院建设、科研投入和专家引进上也有了长足的进步, **总而言之, “爱尔”的品牌影响力和医疗能力已经通过量变的积累实现了质变, 对于经营活动产生了直观的帮助。** 随着时间的积累, 形成强者恒强的竞争格局。综合考虑, 我们给予 60X2016PE, 目标价 37.2 元, 维持“增持”评级。

- 风险提示:** 眼科医疗服务行业增速不达预期风险, 部分省级医院成熟进度不达预期, 分级诊疗网络建设不达预期。

投资评级说明

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%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。