

2017年04月12日

# 爱尔眼科 (300015)

## ——拟收购欧洲最大上市眼科机构，奠定全球领先地位

报告原因：有信息公布需要点评

### 增持 (维持)

市场数据:	2017年04月11日
收盘价(元)	31.82
一年内最高/最低(元)	39.29/28.89
市净率	11.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	25153
上证指数/深证成指	3288.97/10655.79

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2016年12月31日
每股净资产(元)	2.75
资产负债率%	27.76
总股本/流通A股(百万)	1012/791
流通B股/H股(百万)	-/-

#### 一年内股价与大盘对比走势:



#### 相关研究

《爱尔眼科(300015)点评:业绩继续30%高速增长,屈光和视光业务实现量价齐升》  
2017/04/06

《爱尔眼科(300015)点评:定增24亿,体外模式首次注入,跨越发展新纪元》  
2016/12/08

#### 证券分析师

杜舟 A0230514080008  
duzhou@swsresearch.com

#### 研究支持

熊超逸 A0230117010002  
xiongcy@swsresearch.com

#### 联系人

熊超逸  
(8621)23297818 × 转  
xiongcy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

#### 投资要点:

**事件:** 公司发布收购要约,拟以 10.35 欧元/股的价格向持有 Clí nica Baviera, S.A.100% 股份的股东发起自愿收购要约,要约对应股本 (90% 股权) 的对价约为 1.52 亿欧元。

● **拟要约收购欧洲最大连锁眼科医疗上市公司,强强携手缔造国际眼科典范。** 公司拟通过孙公司欧洲爱尔收购标的公司 90% 股权,其中持有标的公司 69.353% 股权的 6 位售股股东不可撤销地向欧洲爱尔转让其持有的 59.353% 的股权,3 位标的公司创始人及核心高管持有的剩余 10% 股权承诺不接受本次要约,在要约完成三年后可按照约定条件转让给欧洲爱尔,同时公司后续将收购其他流通股东 30.647% 的股权,预计总共收购标的公司 90% 股权,对价约为 1.52 亿欧元,收购资金来源计划为银行贷款。公司与 Clí nica 强强携手有望缔造国际眼科典范: **1) 规模欧洲最大:** Clí nica 是欧洲最大的连锁眼科医疗上市公司,拥有 25 年历史,目前在西班牙、德国、意大利等国家共经营 76 家眼科机构,屈光业务在西班牙、德国市占率第一。管理层未来 3 年发展至 90 多家; **2) 人才实力雄厚:** Clí nica 目前共有 174 名眼科医生和 110 名视光医生,包括创始人在内的骨干医生在欧洲享有很高声誉,并购后核心团队及医生将继续留任; **3) 运营模式先进:** Clí nica 自主开发高效实时医疗管理和信息系统,为旗下连锁机构的远程诊断、会诊、临床科研交流提供良好平台。

● **标的公司国外业务增速稳中有升,助力爱尔整体增速。** Clí nica 14-16 年的业绩稳中有升: 16 年 Clí nica 收入 9157 万欧元 (+7%), 净利润 795 万欧元 (+64%)。由于 Clí nica 在两个主要市场西班牙和德国的服务收费和收入提升; 营销模式逐渐从线下转为线上线下同时进行,有效降低成本提高净利率,我们预计未来可保持 8-10% 增速。管理层给出业绩承诺,2017 年收入约可达 1 亿欧元,净利润达到 1000 万欧元。本次要约收购对价约 1.52 亿欧元,对应 16 年收购的 PE 约 21 倍,相较爱尔 16 年 58 倍估值明显偏低,随着 17 年净利上升,对应 17 年收购 PE 降至 17 倍。Clí nica 国外业务较为稳定,随着与爱尔的资源整合和互补,在采购方面形成协同效应,有望进一步提升爱尔的盈利能力,助力上市公司整体业绩实现 35% 左右的高增速。

● **引入先进诊疗技术与商业模式,强化公司核心竞争力。** 公司通过此次要约收购,有望引入 Clí nica 先进的诊疗技术和创新商业模式,满足中国日益增长的高度按医疗服务需求。与美国 AW Healthcare Management 的合作模式类似,预计爱尔将通过在国内的诊疗机构设立 VIP 区,引入 Clí nica 的先进技术,例如老花眼技术和屈光手术等,夯实公司核心竞争力。同时,Clí nica 的主要商业模式为手术中心+门诊诊所的导流闭环形式,有利于分级连锁诊疗机构的扩张并同时保障服务质量,有助于爱尔借鉴和完善其分级连锁体系,尤其是正在着力打造的社区眼健康小屋模式。

● **医疗服务皇冠上的明珠,打造全球眼科领先地位,维持增持评级。** “三大驱动力”是公司高速增长的动力源泉,“一梁八柱”保证公司持续稳健增长,随着公司国际化战略的快速实施,引入国际资源,共享全球眼科智慧,打造全球最大眼科集团,未来发展空间巨大。暂不考虑增发影响,我们维持 17-19 年 EPS0.75 元、0.97 元、1.28 元,分别增长 35%、31%、32%,对应市盈率分别为 42 倍、33 倍、25 倍;维持“增持”评级。

● **风险提示:** 无法获得相关国家及政府部门批准的风险;交割时间不确定的风险;欧洲宏观环境风险;汇率变动风险;收购后的运营管理风险

#### 财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,166	4,000	5,152	6,680	8,622
同比增长率(%)	31.79	26.37	28.79	29.66	29.07
净利润(百万元)	428	557	754	985	1,297
同比增长率(%)	38.44	30.24	35.25	30.64	31.68
每股收益(元/股)	0.43	0.55	0.75	0.97	1.28
毛利率(%)	46.6	46.1	46.5	46.1	46.1
ROE(%)	17.9	20.0	21.3	21.7	22.3
市盈率	73	58	42	33	25

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,166	4,000	5,152	6,680	8,622
屈光手术	641	839	1,141	1,541	2,080
白内障项目	575	802	981	1,275	1,658
眼前段项目	447	577	606	638	671
眼后段项目	244	299	331	367	408
视光服务	494	638	872	1,134	1,474
营业总成本	2,575	3,321	4,204	5,447	7,003
营业成本	1,691	2,156	2,758	3,598	4,649
屈光手术	290	354	521	706	998
白内障项目	382	513	615	800	1,040
眼前段项目	268	345	363	382	402
眼后段项目	148	181	204	226	251
视光服务	235	295	416	541	703
营业税金及附加	3	7	8	11	14
销售费用	405	512	649	835	1,069
管理费用	466	627	799	1,029	1,319
财务费用	(4)	5	(10)	(26)	(48)
资产减值损失	14	14	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	10	21	0	0	0
营业利润	601	701	947	1,233	1,619
营业外收支	(51)	(16)	(16)	(16)	(16)
利润总额	550	684	931	1,216	1,603
所得税	114	117	164	215	283
净利润	437	567	767	1,002	1,320
少数股东损益	9	10	13	17	22
归属于母公司所有者的净利润	428	557	754	985	1,297

资料来源:申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	437	567	767	1,002	1,320
加: 折旧摊销减值	202	231	74	96	119
财务费用	0	4	(10)	(26)	(48)
非经营损失	(11)	(39)	0	0	0
营运资本变动	(116)	(106)	34	54	65
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	522	675	865	1,126	1,455
资本开支	261	314	226	226	226
其它投资现金流	(184)	(429)	0	0	0
投资活动现金流	(654)	(743)	(226)	(226)	(226)
吸收投资	64	436	0	0	0
负债净变化	174	(2)	12	13	13
支付股利、利息	105	312	(10)	(26)	(48)
其它融资现金流	(66)	0	0	0	0
融资活动现金流	67	122	22	39	61
净现金流	(66)	55	661	939	1,291

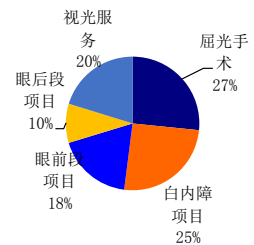
资料来源:申万宏源研究

### 关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
屈光手术增长	36%	35%	35%	35%
白内障增长	22%	30%	30%	30%
视光服务增长	37%	30%	30%	30%
毛利率	46%	46%	46%	46%
销售费用率	13%	13%	13%	12%
管理费用率	16%	16%	15%	15%

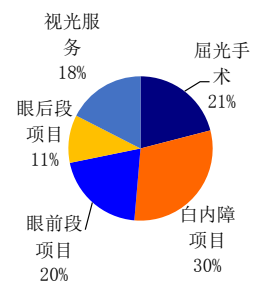
### 收入结构

2016年收入结构

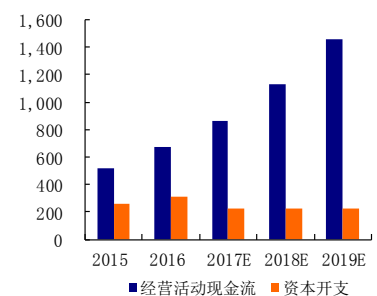


### 成本结构

2016年成本结构



### 资本开支与经营活动现金流

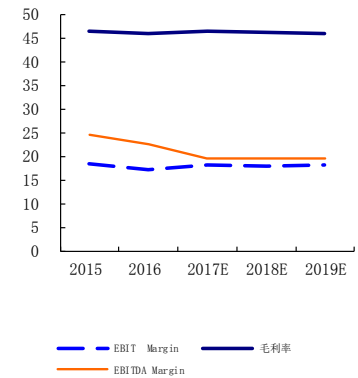


合并资产负债表

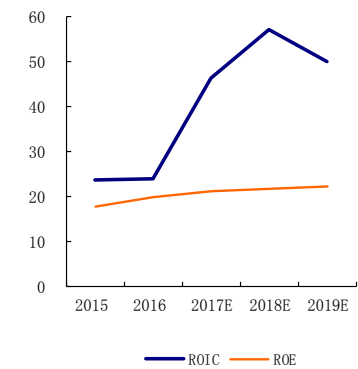
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,474	1,602	2,402	3,530	5,059
现金及等价物	721	776	1,437	2,376	3,666
应收款项	431	560	642	751	888
存货净额	174	207	265	345	446
其他流动资产	148	59	59	59	59
长期投资	264	803	803	803	803
固定资产	729	783	935	1,065	1,171
无形资产及其他资产	790	878	878	878	878
资产总计	3,257	4,066	5,018	6,276	7,912
流动负债	579	941	1,114	1,357	1,660
短期借款	3	1	0	0	0
应付款项	525	623	797	1,039	1,343
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	178	187	200	213	226
负债合计	757	1,129	1,315	1,570	1,887
股本	986	1,010	1,010	1,010	1,010
资本公积	134	243	243	243	243
盈余公积	143	185	242	317	415
未分配利润	1,132	1,352	2,049	2,959	4,158
少数股东权益	104	156	169	186	208
股东权益	2,499	2,937	3,713	4,715	6,035
负债和股东权益合计	3,257	4,066	5,028	6,285	7,922

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

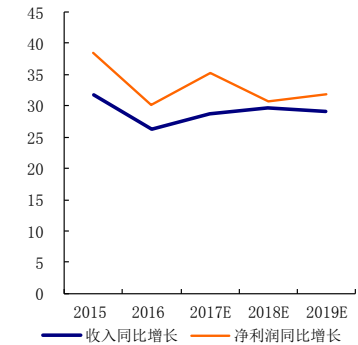


重要财务指标

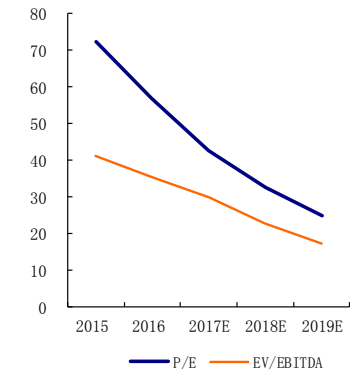
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.44	0.56	0.75	0.97	1.28
每股经营现金流	0.52	0.67	0.86	1.11	1.44
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.37	2.75	3.50	4.48	5.76
关键运营指标(%)					
ROIC	23.7	24.0	46.4	57.1	50.0
ROE	17.9	20.0	21.3	21.7	22.3
毛利率	46.6	46.1	46.5	46.1	46.1
EBITDA Margin	24.5	22.5	19.6	19.5	19.6
EBIT Margin	18.5	17.1	18.2	18.1	18.2
收入同比增长	31.8	26.4	28.8	29.7	29.1
净利润同比增长	38.4	30.2	35.2	30.6	31.8
资产负债率	23.3	27.8	26.2	25.0	23.8
净资产周转率	1.32	1.44	1.45	1.47	1.48
总资产周转率	0.97	0.98	1.03	1.06	1.09
有效税率	21.0	17.7	17.7	17.7	17.7
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	72.3	56.8	42.7	32.7	24.8
P/B	13.4	11.6	9.1	7.1	5.5
EV/Sale	10.0	7.9	5.9	4.4	3.4
EV/EBITDA	41.0	35.2	30.0	22.6	17.1

资料来源:申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。