

收购欧洲最大连锁眼科机构气拔山河，共享智慧服务全球地阔天长

——爱尔眼科（300015）事件点评

2017年04月12日

推荐/维持

爱尔眼科 事件点评

事件：

爱尔眼科发布公告，拟通过全资子公司爱尔眼科国际（香港）有限公司设立的爱尔眼科国际（欧洲）有限公司，向持有 Clínica Baviera, S.A. 股东发起自愿收购要约，本次要约对应股本（即 90% 股权）的对价约为 1.52 亿欧元，其中 59.35% 的股权签署了不可撤销转让承诺，公司收购资金来源计划为银行贷款。

主要观点：

1. 收购欧洲最大连锁眼科医疗机构，国际品牌影响提升

Clínica Baviera, S.A. 是欧洲最大的连锁眼科医疗机构，在西班牙、德国、意大利、奥地利等国家共经营 76 家眼科医疗中心，创立至今已有 25 年的运营历史，在欧洲具有广泛的影响力，并已在南欧地区具备显著的领先地位，其中屈光手术在西班牙、德国市场占有率第一。目前集团已有 174 名眼科医生和 110 名视光医生，包括创始人 Julio Baviera 医生在内的骨干医生在欧洲享有很高声誉。我们认为，本次收购将从四个方面为上市公司带来益处：①增厚业绩，提升上市公司盈利能力；②获取全球领先的医疗技术和服务理念，打造国内高端医疗；③通过技术、模式的交流探索，强大公司人才团队提升服务水平；④提升国际化品牌形象，人才虹吸。

2. 收购标的人才团队稳定，保持稳定增长

根据协议，Clínica Baviera, S.A. 3 位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，集团原有人才均保持稳定，充分保障了标的良好运行。在要约完成三年后，剩余 10% 股权可按照约定的条件转让给欧洲爱尔。公司对于后续 CEO 以及公司人才的培养也已经做了充分的计划。

2016 年，标的实现营业收入 9157.2 万欧元，净利润 795.4 万欧元。我们按照过去增长态势推断标的 2017 年收入在 1 亿欧元左右，净利润在 1000 万欧元左右，未来标的能够保持 10% 左右的稳定增长，同时通过技术、商业模式等方面的交流互补，可以提升上市公司本身医院的技术与利润水平。

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

联系人：孙谊

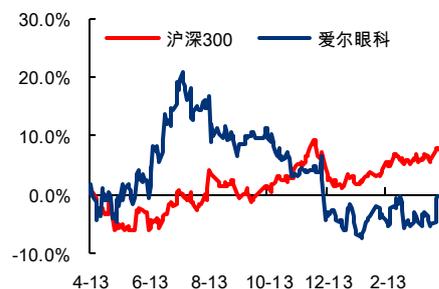
010-66554104

sunyi@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	31.82-31.6
总市值（亿元）	321.48
流通市值（亿元）	251.02
总股本/流通 A 股（万股）	101032/78889
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.42

52 周股价走势图

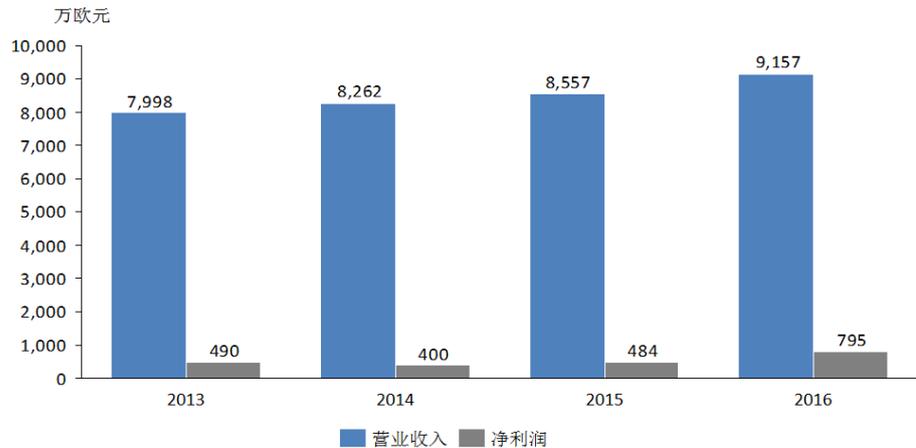


资料来源：WIND, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《爱尔眼科（300015）年报点评：业绩符合预期，看好眼科白马持续发展》2017-04-06
- 2、《爱尔眼科（300015）：拟定增 24.3 亿收买 9 家医院，外延拓展内部提升双驱动》2016-12-08
- 3、《爱尔眼科（300015）季报点评：业绩增长符合预期，一体两翼领航学科》2016-10-25

图 1:收购标的 2013-2016 年营收利润情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 三步走放眼全球提升水平，共享智慧发展中国眼科

目前，公司在国际化方向已经实现了三步走：**第一站香港**：2015 年底，公司设立全资子公司香港爱尔，并以其为主体收购了香港眼科行业的领先机构亚洲医疗集团 100% 股权。亚洲医疗集团旗下亚洲医疗服务公司专注于屈光、白内障治疗领域，在香港有 2 家眼科诊所；集团旗下亚洲护眼在眼底专业和医学配镜方面提供服务，在香港拥有 5 家眼科检查及医学视光中心。经过 1 年的磨合，目前香港爱尔运行良好。**第二站美国**：2016 年底，公司收购了美国田纳西州的眼科中心，3 月 31 日已经完成交割。该眼科中心由国际著名屈光手术和角膜病治疗专家 Dr. Ming Wang 于 2002 年 4 月创建，2015 年度营业收入为 7,943.80 千美元，预计 2016 年全年营业收入为 9,632 千美元，息税折摊前利润为 4,187 千美元。屈光手术和白内障手术为主要业务，分别占总收入的 35% 和 50%。**第三站**本次欧洲收购最大眼科连锁眼科医疗机构。未来，公司仍将继续放眼全球，通过深度“共享全球眼科智慧”，更快地提升医疗水平和服务品质，满足中国日益增长的高端医疗服务需求。

结论：

我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 7.36、9.62、12.39 亿元，同比增长 32.14%、30.71%、28.7%，不考虑增发摊薄以及本次收购标的带来业绩贡献的影响下，EPS 分别为 0.73、0.95、1.23 元，对应 PE 分别为 42x、32x、25x。公司是国内最大的眼科连锁医院，也是医疗服务行业的龙头白马，护城河在于最早具有战略性的广泛门店布局，采用公司+并购基金模式快速孵育门店，占领中心城市与省会城市制高点后，开始纵深布局，同时在国际化与业态创新方面始终走在行业前端。强大的“研-产-学”平台与人才激励政策驱动公司内生增长。我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

风险提示：

国家及政府部门批准的风险，汇率变动风险。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1474	1602	2645	3260	4034	营业收入	3166	4000	5032	6360	8026
货币资金	721	776	1737	2246	2885	营业成本	1691	2156	2657	3333	4182
应收账款	213	284	357	451	570	营业税金及附加	3	7	8	10	13
其他应收款	146	182	228	289	364	营业费用	405	512	644	814	1028
预付款项	72	91	115	144	181	管理费用	466	627	765	960	1212
存货	174	207	255	320	401	财务费用	-4	5	0	0	0
其他流动资产	148	59	-51	-193	-371	资产减值损失	13.94	13.84	13.69	13.69	13.69
非流动资产合计	1783	2464	2146	2100	2055	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	9.89	21.19	15.54	15.54	15.54
固定资产	646	769	690	630	578	营业利润	601	701	960	1244	1594
无形资产	17	24	21	19	17	营业外收入	4.82	29.31	14.10	14.10	14.10
其他非流动资产	11	23	23	23	23	营业外支出	55.33	45.59	43.78	43.78	43.78
资产总计	3257	4066	4791	5361	6089	利润总额	550	684	930	1214	1564
流动负债合计	579	941	1037	1173	1345	所得税	114	117	186	243	313
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	437	567	744	972	1251
应付账款	361	420	511	641	804	少数股东损益	9	10	8	10	12
预收款项	33	42	47	53	61	归属母公司净利润	428	557	736	962	1239
一年内到期的非	3	1	1	1	1	EBITDA	719	848	1008	1290	1639
非流动负债合计	178	187	187	187	187	BPS (元)	0.44	0.56	0.73	0.95	1.22
长期借款	174	186	186	186	186	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	757	1129	1225	1361	1532	成长能力					
少数股东权益	104	156	164	174	186	营业收入增长	31.79%	26.37%	25.79%	26.40%	26.19%
实收资本 (或股	986	1010	1012	1012	1012	营业利润增长	39.90%	16.62%	36.98%	29.66%	28.09%
资本公积	151	529	529	529	529	归属于母公司净利	32.01%	30.67%	32.01%	30.67%	28.87%
未分配利润	1132	1352	1431	1535	1669	获利能力					
归属母公司股东	2395	2781	3402	3826	4371	毛利率 (%)	46.59%	46.11%	47.20%	47.60%	47.90%
负债和所有者权	3257	4066	4791	5361	6089	净利率 (%)	13.79%	14.18%	14.78%	15.28%	15.59%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
单位: 百万元						ROE (%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	522	675	804	1045	1331	偿债能力					
净利润	437	567	744	972	1251	资产负债率 (%)	23%	28%	26%	25%	25%
折旧摊销	123	142	48	46	45	流动比率	2.54	1.70	2.55	2.78	3.00
财务费用	-4	5	0	0	0	速动比率	2.24	1.48	2.30	2.51	2.70
应收账款减少	0	-71	-73	-94	-118	营运能力					
预收帐款增加	0	8	5	6	8	总资产周转率	1.09	1.09	1.14	1.25	1.40
投资活动现金流	-654	-743	271	2	2	应收账款周转率	18	16	16	16	16
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.89	10.24	10.80	11.04	11.11
长期股权投资减	0	-539	270	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	10	21	16	16	16	每股收益 (最新摊	0.44	0.56	0.73	0.95	1.22
筹资活动现金流	67	122	-115	-538	-694	每股净现金流 (最新	-0.07	0.05	0.95	0.50	0.63
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	2.43	2.75	3.36	3.78	4.32
长期借款增加	0	12	0	0	0	估值比率					
普通股增加	331	25	2	0	0	P/E	69.11	54.30	41.82	32.00	24.83
资本公积增加	-273	378	0	0	0	P/B	12.51	11.05	9.04	8.04	7.04
现金净增加额	-66	54	961	509	640	EV/EBITDA	40.91	35.53	29.00	22.26	17.13

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师医药行业第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

孙谊

2016 年水晶球最佳分析师医药行业第一名，北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士。曾就职于强生（上海）医疗器材有限公司。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。

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。

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。