

2017年07月14日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目標價(元)

26

公司基本信息

產業別	醫藥生物		
A 股價(2017/7/13)	22.07		
深證成指(2017/7/13)	10466.10		
股價 12 個月高/低	26.06/19.16		
總發行股數(百萬)	1520.72		
A 股數(百萬)	1194.89		
A 市值(億元)	263.71		
主要股東	愛爾醫療投資集團有限公司 (40.94%)		
每股淨值(元)	1.84		
股價/賬面淨值	11.97		
股價漲跌(%)	一個月	三個月	一年
	-2.8	4.1	-11.3

近期評等

2017-07-14	買入	31.48
2017-03-01	買入	31.48

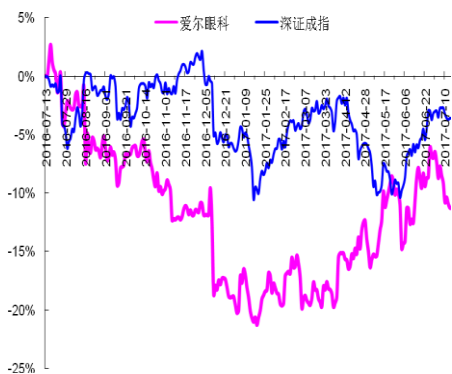
產品組合

醫療服務-准分子手術	30.1%
醫療服務-白內障手術	22.7%
視光服務	20.2%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	6.6%
一般法人	42.4%

股價相對大盤走勢



愛爾眼科(300015.SZ)

Buy 買入

2017H1 業績預增 25%-35%，符合預期

結論及建議：

- **公司業績快速增長：**公司發布業績預增公告，預計 2017H1 淨利潤為 3.4 億至 3.7 億元，同比增長 25%-35%，公司業績符合預期。以此測算，公司 Q2 單季淨利潤為 1.9 億至 2.1 億元，同比增長 20%至 38%。
- **外延、內生共助業績增長：**公司業績在去年較高的基期下 (YOY+35%) 仍然維持快速增長，預計主要是公司原有醫院的屈光、視光業務維持高速增長，我們預計增速均在 30%以上，白內障業務預計也在不斷恢復，剔除 9 家醫院的并表利潤，我們預計公司內生增速在 26%以上；另外，9 家由體外基金培育的醫院實現注入并表，增厚了業績，預計上半年貢獻利潤 1000 萬左右。
- **分級連鎖布局，內外聯動擴張：**經過多年的發展，公司目前已經形成了分級連鎖的商業模式。臨床及科研能力最強的上海總部定位為公司的技術中心和疑難眼病患者的會診中心，并對二級醫院進行技術支持；具有一定規模和較強臨床能力的省會城市的連鎖醫院作為二級醫院，定位為著力開展全眼科服務、代表省級水平的疑難眼病會診中心，并對三級醫院提供技術支持；建立在地市級城市的醫院作為三級醫院，側重于眼視光及常見眼科疾病的診療服務。公司采取了內外聯動的擴張模式，除了自建培養及直接收購外，還設立了多家并購基金，通過體外培養成熟後并入的方式加快了公司擴張的步伐。目前已步入收穫期，預計未來將不斷有并購基金培育成熟的醫院并入上市公司內。
- **盈利預計：**我們預計公司 2017/2018 年實現淨利潤 7.3 和 9.76 億元，yoy 分別為+31.6%及+33.0%，折合 EPS0.48 及 0.64 元。目前股價對應的 2017/2018 年 PE 為 46 及 33 倍。我們認為在目前人口老齡化加劇，老年人對眼病認知的提升以及青少年兒童近視問題的加重，眼科醫療服務市場整體將會繼續維持較快的增長。公司作為眼科醫藥連鎖龍頭，區域布局完善，但在縱向深耕仍具備較為廣闊的空間，我們認為公司在國家鼓勵社會辦醫，分急診療的政策紅利下將有望實現快于行業的發展增速。我們看好公司的長遠發展，目前估值合理，維持“買入”投資建議。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016E	2017E	2018E
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	309	428	557	733	976
同比增減	%	38.34	38.44	30.24	31.57	33.04
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.47	0.44	0.56	0.48	0.64
同比增減	%	-8.71	-7.31	27.27	-13.87	33.04
市盈率 (P/E)	X	46.49	50.16	39.41	45.76	34.39
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.29	0.18	0.06	0.08
股息率 (Yield)	%	0.68	1.33	0.82	0.26	0.35

預期報酬(Expected Return ; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；買入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

賣出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；強力賣出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并損益表

人民幣百萬元	2,014	2,015	2016E	2017E	2018E
營業收入	2402	3166	4000	5146	6645
經營成本	1323	1691	2156	2734	3488
營業稅金及附加	3	3	7	8	10
銷售費用	273	405	512	659	854
管理費用	381	466	627	792	1023
財務費用	-4	-4	5	7	9
資產減值損失	13	14	14	15	15
投資收益	17	10	21	15	15
營業利潤	429	601	701	946	1261
營業外收入	8	5	29	15	10
營業外支出	30	55	46	40	45
利潤總額	407	550	684	921	1226
所得稅	94	114	117	175	233
少數股東損益	4	9	10	13	17
歸母公司淨利潤	309	428	557	733	976

附二：合并資產負債表

人民幣百萬元	2,014	2,015	2016E	2017E	2018E
貨幣資金	720	721	776	892	1026
存貨淨額	140	213	284	341	409
應收帳款淨額	141	174	207	196	187
流動資產合計	1260	1474	1602	1922	2307
長期投資淨額	0	0	0	0	0
固定資產合計	575	646	769	846	931
無形資產及其他資產合計	10	83	14	17	20
資產總計	1290	1783	2464	2834	3259
流動負債合計	2550	3257	4066	4756	5565
長期負債合計	451	579	941	1130	1356
負債合計	2	178	187	195	203
少數股東權益	453	757	1129	1325	1558
股東權益合計	73	104	156	203	466
負債和股東權益總計	2025	2395	2781	3229	3541

附三：合并現金流量表

(人民幣百萬元)	2,014	2,015	2016E	2017E	2018E
經營活動所得現金淨額	454	522	675	743	817
投資活動所用現金淨額	-380	-654	-743	-1400	-1400
融資活動所得現金淨額	27	67	122	-2000	-2000
現金及現金等價物淨增加額	101	-66	55	-2657	-2583

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之數據和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。