

**医疗服务**
**署名人:** 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

**参与人:** 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 28.00元

当前股价: 22.69元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2455.80
总股本(百万)	427
流通股本(百万)	119
流通市值(亿)	27
EPS	0.45
每股净资产(元)	4.78
资产负债率	18.86%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
爱尔眼科	1.02	-3.72	2.05
医药生物	8.29	-3.73	-12.29
沪深300指数	4.77	6.03	-3.51


**相关报告**

 爱尔眼科 - 韶关、益阳爱尔进一步完善三级  
医院布局 2012-03-06

爱尔眼科 - 业绩快报点评 2012-02-28

 爱尔眼科 - 与医药行业政策利空无关的优  
质医疗服务企业 2012-01-18

**爱尔眼科**
**300015**
**强烈推荐**
**年报及一季报预增在预期范围内，维持强烈推荐评级**

爱尔眼科2011年营业收入13.11亿，同比增长51.54%，营业利润2.42亿，同比增长41.70%；归属于母公司的净利润1.72亿，同比增42.9%，实现EPS0.40，拟10派1.5元。一季报业绩预增30-45%，在预期之内。

**投资要点：**

➤ **主要盈利指标表现出色。**相比10年，公司的利润增速已加快，与收入增速的差距在减小，这符合我们11年初的预测。营业费用率上升0.26个百分点，管理费用率下降0.14个百分点，波动不大。从季度数据来看，一般而言，三季度是旺季。四季度的收入环比下降属于正常现象。管理费用较大影响了四季度利润。

➤ **从业务结构来看，各项收入量保持了快速增长。**准分子激光收入增长56.20%，手术量增长30.26%，相对10年的14.43%有明显提升。单价同比提高19.9%，较2010年同比增速24.9%有所放缓，主要是飞秒激光的比例已经超过了50%。**白内障手术收入增长37.11%，手术量增长28.14%，仍然保持了较高增速。**单价同比增长7%，毛利率下降了3.1%。**眼前段手术增长43.19%；眼后段手术增速达到97.46%，远高于2010年48%的增速，主要是北京英智的纳入加强了公司眼后段业务；检查治疗和药品收入增速分别为55%、56%，高于2010年水平。****配镜业务增长势头迅猛，收入同比增长47.01%，维持了去年的较高增速。**公司引进了该领域的顶级专家，配镜业务有望成为公司下一个大力培育的领域。

➤ **从单店增长来看，成熟老店增速仍然可观，且未来精细化发展的空间还很大，目前不会遭遇天花板效应，新店增长空间大。**对于新店而言，目前阶段把握收入增速是第一关键。随着新开店的逐渐扭亏到走向盈利，利润将会释放。

➤ **从扩张层面来看，未来主要是三级医院的布点，投资规模相对小，前期投入也会逐步显现成效。**09年-11年的扩张以二级医院为主，投资额较大；12-13年公司将会争取布完5个省会城市及两湖的三级医院，深圳医院也将于2012年开业。相较09-10年，投资规模相对小一些。

➤ **我们预测11-13年业绩0.40、0.59、0.84，维持强烈推荐的投资评级。**

**风险提示:**医疗服务事故风险，房屋租赁是否到位的风险。

**主要财务指标**

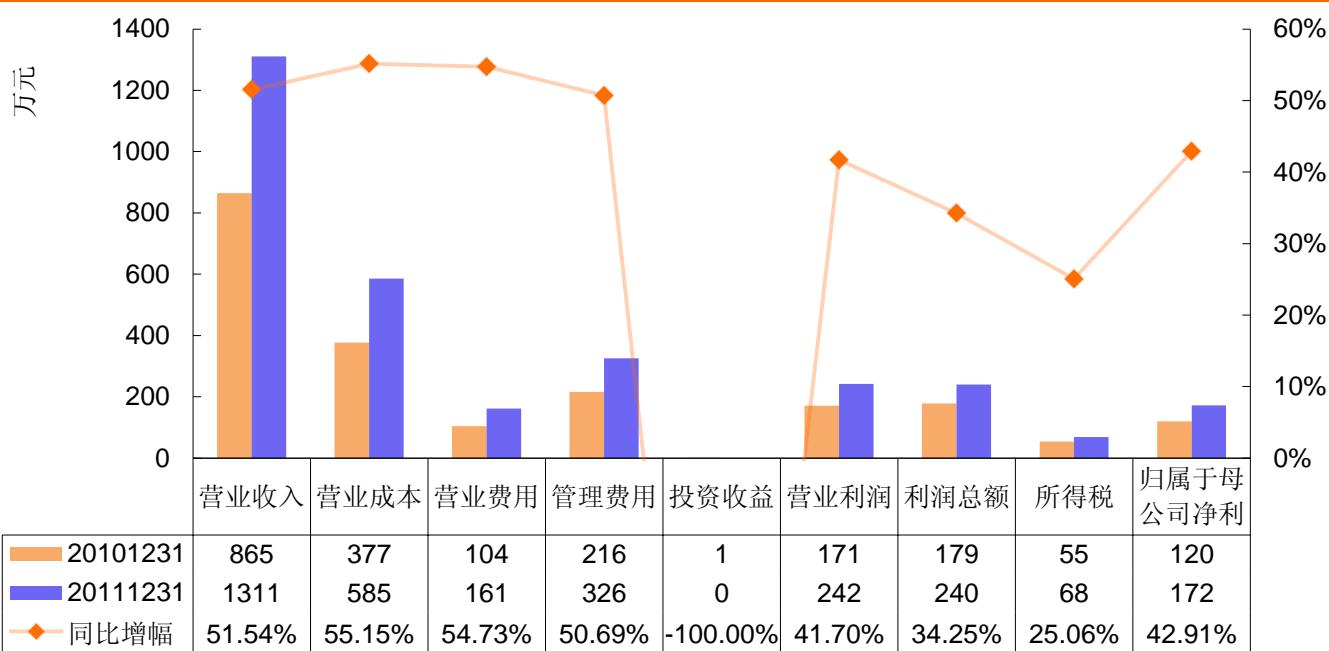
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1311	1902	2729	3834
收入同比(%)	52%	45%	43%	40%
归属母公司净利润	172	250	358	523
净利润同比(%)	43%	46%	43%	46%
毛利率(%)	55.3%	55.6%	55.9%	56.5%
ROE(%)	12.6%	15.5%	18.1%	20.9%
每股收益(元)	0.40	0.59	0.84	1.22
P/E	53.92	37.06	25.86	17.73
P/B	6.78	5.73	4.69	3.71
EV/EBITDA	26	20	15	10

资料来源: 中投证券研究所

## 一、主要盈利性指标表现出色

爱尔眼科2011年营业收入13.11亿，同比增长51.54%，营业利润2.42亿，同比增长41.70%；归属于母公司的净利润1.72亿，同比增42.9%。营业费用率和管理费用率略有上升，主要是因为10、11年开的店面还处于前期投入期，对收入贡献小，摊销较大。

图1 爱尔眼科主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司年报，中投证券研究所

表1：爱尔的季度盈利性数据

财务指标	10年 1Q	10年 2Q	10年 3Q	10年 4Q	11年 1Q	11年 2Q	11年 3Q	11年 4Q	4Q 同比	4Q 环比
营业收入	175	195	259	235	261	323	383	344	46.10%	-10.24%
营业成本	76	84	111	107	114	144	169	158	48.38%	-6.17%
营业费用	14	25	39	26	32	35	49	45	72.36%	-9.22%
管理费用	50	48	56	63	62	78	89	97	54.02%	9.65%
财务费用	0	1	1	-7	0	0	0	-12	64.20%	-3064.10%
营业利润	36	37	53	45	51	62	76	53	15.68%	-30.72%
利润总额	40	38	54	48	51	62	76	50	5.98%	-33.71%
所得税	13	10	17	14	14	20	21	14	0.58%	-32.87%
归属母公司净利	26	26	36	32	36	43	55	38	16.36%	-31.13%
<b>EPS</b>	<b>0.20</b>	<b>0.10</b>	<b>0.13</b>	<b>0.12</b>	<b>0.14</b>	<b>0.16</b>	<b>0.13</b>	<b>0.09</b>	<b>0.07</b>	<b>0.03</b>
毛利率(%)	56.5	57.1	57.2	54.7	56.1	55.3	56.0	54.0	-0.71	-0.04
营业费用率(%)	8.1	12.7	15.2	11.0	12.4	11.0	12.8	13.0	1.98	0.01
管理费用率(%)	28.5	24.4	21.5	26.9	23.7	24.2	23.2	28.3	1.46	0.22
财务费用率(%)	-0.3	0.3	0.3	-3.0	0.1	0.0	0.1	-3.4	-0.37	-34.60

资料来源：爱尔历年报表、中投证券研究所 除了比例以外都是万元 每股收益按最新股本摊薄

一般而言，三季度是旺季。四季度的收入环比下降属于正常现象。管理费用较大影响了四季度利润。

## 二、各项手术量保持较快增速

爱尔眼科各项业务中最大的一类是医疗服务，2011年占比约74%，其中又以准分子手术和白内障手术为主。配镜业务和药品收入分别占到15%、11%。

准分子激光收入增长56.20%，手术量增长30.26%，相对10的14.43%有明显提升。单价同比提高19.9%，较2010年同比增速24.9%有所放缓，主要是飞秒激光的比例已经超过了50%。同期，准分子激光的毛利率增长0.2%，基本维持在相对稳定的高位水平。这印证了我们于2010年3月5日爱尔眼科深度报告中的观点：飞秒激光对普通激光手术的替代，是爱尔未来的主要增长动力之一。

白内障手术收入增长37.11%，手术量增长28.14%，仍然保持了较高增速。单价同比增长7%，毛利率下降了3.1个百分点。

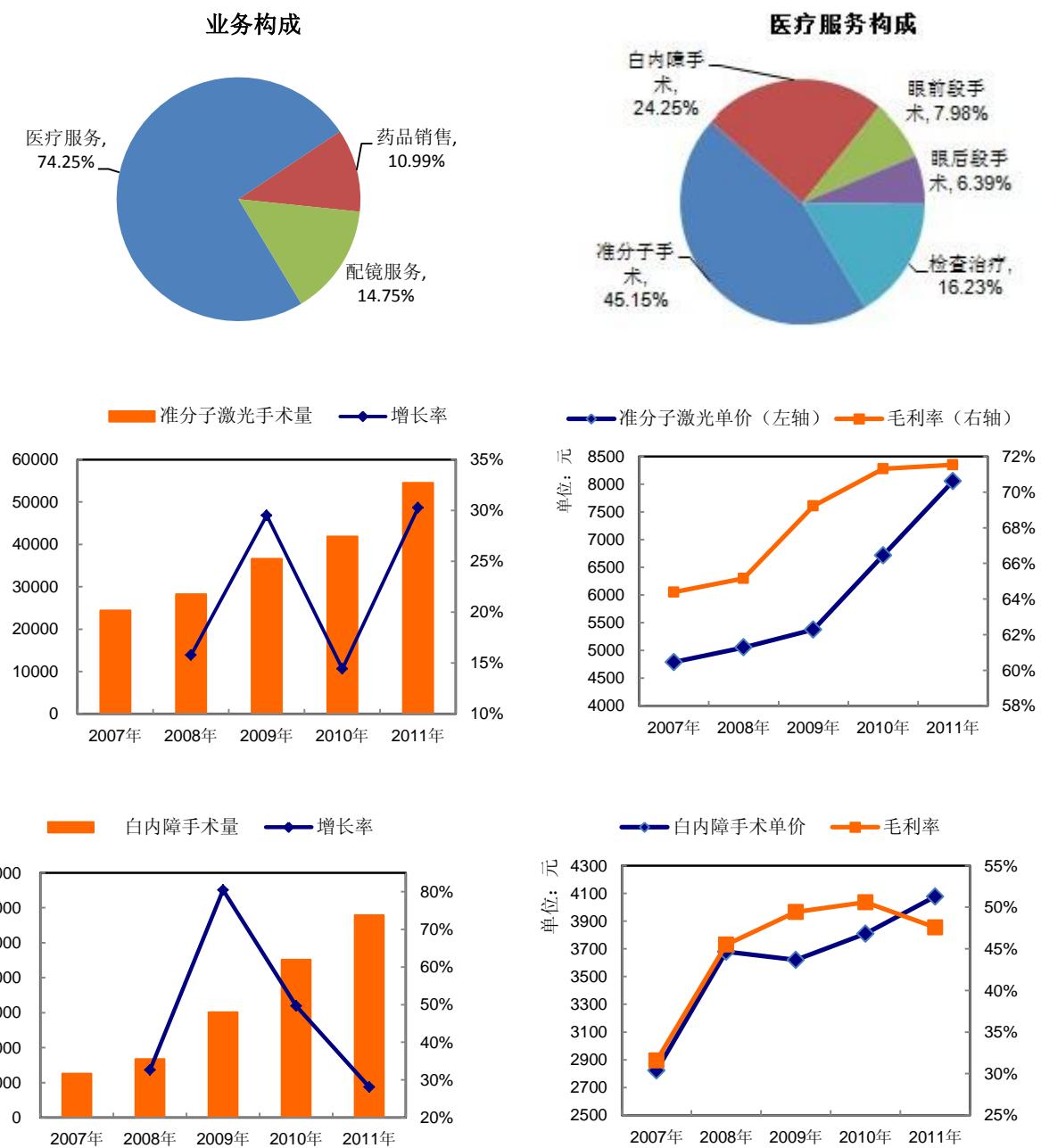
眼前段手术收入同比增长43.19%，增速较去年稍有下降，仍维持在高位水平，毛利率下降了3.2个百分点。眼后段手术收入同比增速达到97.46%，远高于2010年48%的增速，主要是北京英智的纳入加强了公司眼后段业务。毛利率同比下降1.4%。

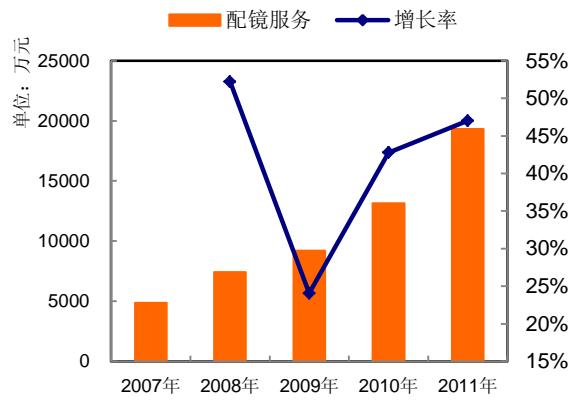
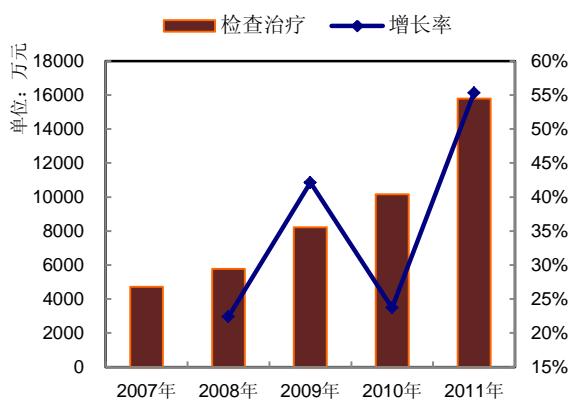
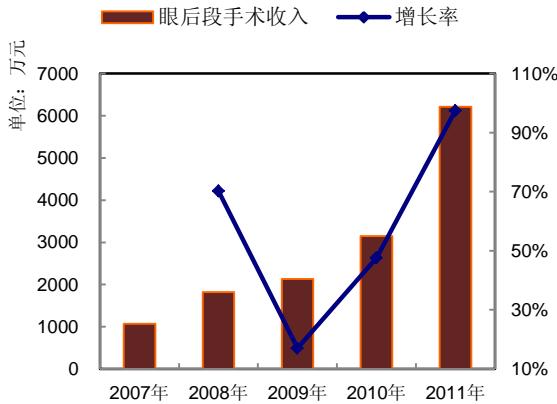
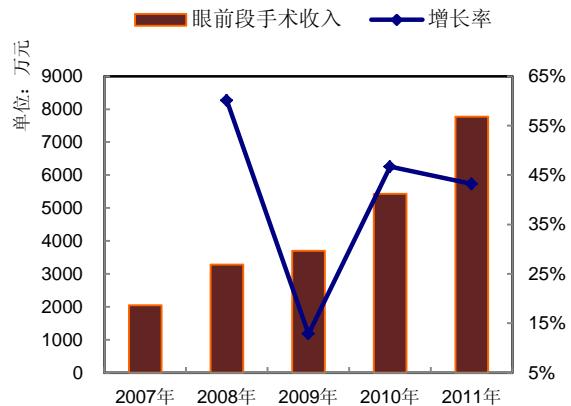
检查治疗的收入增长速度为55.33%，高于2010年24%的增速。

医疗服务以外，公司的配镜业务增长势头迅猛，收入同比增长47.01%，维持了去年的较高增速。公司引进了该领域的顶级专家，配镜业务有望成为公司下一个大力培育的领域。

药品销售收入同比增长55.66%，较2010年36.5%的增长率上升。

图 2：爱尔眼科历年主要业务的增长情况





资料来源：公司历年报表、中投证券研究所

#### 四、成熟老店增速仍然可观，目前不会遭遇天花板效应，

#### 新店增长空间大

在爱尔公布的旗下主要子公司 11 年中，老店中武汉、沈阳、长沙、成都等的收入增速仍然可观，利润增速较慢的原因主要是 10 年各店收到取消 5% 营业税税收返还导致 10 年基数高，剔除此影响后，各店实际的收入和利润保持了同步增长。成都、衡阳、重庆、株洲爱尔、哈尔滨爱尔等收入增速很快。我们曾多次调研爱尔

下属门店，未来精细化的空间还很大。

新店（2008年之后）也展现了良好的增长，长春爱尔、贵阳爱尔、菏泽爱尔、南京爱尔、南宁爱尔、广州爱尔均保持了不错的增长。利润未达预期的济南、昆明、南昌爱尔等收入增速也符合预期，前期由于市场费用的投入较大未能完全实现当期预计效益。我们认为，在爱尔目前阶段，把握收入增速是第一关键。随着新开店的逐渐扭亏到走向盈利，利润将会释放。高成长仍将持续。

表：爱尔下属主要医院11年经营情况

公司	开业时间	2010年收入(万元)	收入同比增速	2010年利润(万元)	利润同比增速	2011年收入(万元)	收入同比增速	2011年利润(万元)	利润同比增速
武汉爱尔	2003	14,843.31	25.30%	5,045.03	99.13%	17905.51	20.63%	5346.86	5.98%
沈阳爱尔	2005	13,486.24	31.85%	3,487.55	43.76%	16168.16	19.89%	3808.56	9.20%
长沙爱尔	2004	9,904.20	27.40%	3,469.83	31.90%	11853.74	19.68%	4023.98	15.97%
成都爱尔	2002	6,127.90	27.34%	1,718.20	34.06%	8903.71	45.30%	1988.69	15.74%
衡阳爱尔	2003	3,248.66	31.98%	1,067.95	49.59%	4274.30	31.57%	1450.44	35.82%
重庆爱尔	2006	5,390.94	35.31%	720.20	225.75%	7406.11	37.38%	1573.65	118.50%
株洲三三一爱尔	2004	3,220.98	18.91%	718.41	3.14%	3973.82	23.37%	1066.34	48.43%
常德爱尔	2004	1,942.33	18.29%	565.79	28.13%	2260.36	16.37%	696.55	23.11%
黄石爱尔	2004	1,916.62	18.75%	425.23	52.10%				
广州爱尔	2008	2,636.96	37.68%	412.15	31.36%	3747.26	42.11%	652.93	58.42%
合肥爱尔	2007	2,853.71	6.02%	322.79	20.25%				
汉口爱尔	2008	1,805.10	77.09%	209.10	72.67%			290.35	38.86%
哈尔滨爱尔	2007	2,900.06	42.77%	159.36	223.65%				
邵阳爱尔	2008	994.09	55.96%	111.32	1336.77%				
北京英智爱尔	2010	5,597.30	10.54%	1,250.31	11.18%	6344.42	13.35%	1211.90	-3.07%

数据来源：公司历年年报，中投证券研究所

### 三、连锁扩张速度 2010 年达到高点，11 年扩张速度略有

#### 减慢，利润增速加快

爱尔 2009 年 10 月上市时为 19 家店，包括 1 家一级医院，12 家二级医院，7 家三级医院。

2010 年 1 年之内，爱尔扩张了 13 家店，含 8 家二级医院，5 家三级医院，达到阶段性高点，当年收入增长 42.6%，利润增长 30.1%，主要原因就是销售费用、管理费用的大幅上涨。由于新开店需要品牌推广宣传，10 年销售费用同比增长了 43.9%；由于扩张使得人工费用、房租费、折旧及长期待摊费用摊销以及办公、水

电费增加，管理费用同比增长了 58.5%。

2011 年，公司扩张速度略有减慢，新增 2 家二级医院，4 家三级医院达 38 家。一般而言，新建的二级医院需要 2-3 年可以盈利、三级医院 1-2 年达到盈利。11 年总投入相对较小，而前期的医院逐步减亏，使得 11 年利润增速逐步向收入增速靠拢：收入增长 51.54%，净利润增 42.9%，管理费用增长 50.69%，营业费用增长 55%。

12 年新建韶关、收购益阳爱尔达 40 家。目前公司共有 1 家一级医院，21 家二级医院，18 家三级医院(包括未开业的宜昌、永州)。12-14 年公司将会争取布完甘肃、福建、浙江、河南、新疆 5 个省会城市及湖南湖北的三级医院，并在局部探索新的模式。同时也考虑四川等的三级医院及深圳、宁波、大连等经济发达地区的医院布点。相较 09-10 年投资规模相对小一些，前期投入也逐步进入收获期。

我们曾在 2011 年 2 月的深度报告中做过单店模型的测算，认为 2010 年将成为爱尔的业绩低点，未来几年增速都将超过 2010 年。在我们构建的单店模型中，2012 年时爱尔的利润增速会超过收入增速。

我们维持一贯观点：在医保控费、招标降价、鼓励民营资本进入医疗服务等的大政策背景下，医院板块是唯一只有利好没有利空政策的子板块，爱尔是医疗服务中的龙头企业。我们预测 12-14 年业绩 0.59、0.84、1.22，维持强烈推荐评级。

风险提示：物业租赁风险；医疗事故风险；准分子受到媒体报道短期影响风险。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	872	1305	1759	2449
现金	636	1023	1356	1888
应收账款	49	71	102	144
其他应收款	21	31	45	63
预付账款	46	67	95	131
存货	78	113	161	223
其他流动资产	41	0	0	0
<b>非流动资产</b>	850	703	706	666
长期投资	0	0	0	0
固定资产	505	492	481	450
无形资产	15	15	15	15
其他非流动资产	329	195	209	202
<b>资产总计</b>	1722	2008	2465	3115
<b>流动负债</b>	242	280	379	506
短期借款	0	0	0	0
应付账款	151	218	310	430
其他流动负债	91	63	69	77
<b>非流动负债</b>	66	64	64	64
长期借款	64	64	64	64
其他非流动负债	2	0	0	0
<b>负债合计</b>	309	344	443	570
少数股东权益	46	46	46	46
股本	427	427	427	427
资本公积	537	537	537	537
留存收益	403	653	1012	1535
归属母公司股东权益	1368	1618	1976	2499
<b>负债和股东权益</b>	1722	2008	2465	3115

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	257	292	438	607
净利润	172	250	358	523
折旧摊销	110	85	97	110
财务费用	-11	5	5	5
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-42	-51	-26	-35
其他经营现金流	28	3	4	5
<b>投资活动现金流</b>	-359	100	-100	-70
资本支出	261	80	100	70
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-98	180	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-50	-5	-5	-5
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	160	0	0	0
资本公积增加	-201	0	0	0
其他筹资现金流	-8	-5	-5	-5
<b>现金净增加额</b>	-151	387	333	532

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	1311	1902	2729	3834
营业成本	585	844	1203	1667
营业税金及附加	1	1	2	3
营业费用	161	233	337	470
管理费用	326	463	675	955
财务费用	-11	5	5	5
资产减值损失	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	242	350	500	729
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	240	347	498	726
所得税	68	97	139	203
<b>净利润</b>	172	250	358	523
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	172	250	358	523
EBITDA	341	439	602	843
EPS (元)	0.40	0.59	0.84	1.22

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	51.5%	45.1%	43.5%	40.5%
营业利润	41.7%	44.4%	43.0%	45.7%
归属于母公司净利润	42.9%	45.5%	43.3%	45.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	55.3%	55.6%	55.9%	56.5%
净利率	13.1%	13.2%	13.1%	13.6%
ROE	12.6%	15.5%	18.1%	20.9%
ROIC	17.1%	29.1%	40.3%	59.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	17.9%	17.2%	18.0%	18.3%
净负债比率	20.74	18.58%	14.45	11.22%
流动比率	3.60	4.65	4.64	4.84
速动比率	3.27	4.25	4.22	4.39
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.79	1.02	1.22	1.37
应收账款周转率	30	30	30	29
应付账款周转率	4.08	4.58	4.56	4.51
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.59	0.84	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.68	1.02	1.42
每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.79	4.63	5.85
<b>估值比率</b>				
P/E	53.92	37.06	25.86	17.73
P/B	6.78	5.73	4.69	3.71
EV/EBITDA	26	20	15	10

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上

推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%

中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

### 行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上

中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

## 研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007—2011年连续5年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008年和2011在卖方分析师水晶球奖中获得第2名；2010年和2011年财经风云榜最佳证券分析师；团队成员余文心获得2011年度医药信息达人称号（证券行业唯一一个）；

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3年医药行业从业经验，8年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009年加入中投证券研究所，2年证券行业从业经验，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，工学硕士，5年医疗器械行业从业经验，2010年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医股研究。

## 免责条款

本报告由中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心A座19楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦15层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434