

爱尔眼科 (300015.SZ)**保健产品及服务行业**

评级：增持 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：20.32元

准分子影响较大，其他业务持续增长；

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 已上市流通 A股(百万股) | 119.68 |
| 总市值(百万元) | 86.81 |
| 年内股价最高最低(元) | 26.66/19.40 |
| 沪深 300 指数 | 2301.79 |

**相关报告**

1. 《新建两家医院,连锁网络稳步拓展;》, 2012.7.27
2. 《准分子全年影响可控,配镜业务值得期待;》, 2012.5.2
3. 《准分子全年影响可控,配镜业务值得期待;》, 2012.4.27

燕智

联系人
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingli@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.451 | 0.402 | 0.500 | 0.685 | 0.959 |
| 每股净资产(元) | 4.78 | 3.20 | 3.70 | 4.39 | 5.34 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.90 | 0.60 | 0.93 | 1.22 | 1.52 |
| 市盈率(倍) | 98.18 | 61.99 | 40.68 | 29.68 | 21.19 |
| 行业优化市盈率(倍) | 38.33 | 22.01 | 26.01 | 26.01 | 26.01 |
| 净利润增长率(%) | 30.08% | 42.90% | 24.13% | 37.07% | 40.02% |
| 净资产收益率(%) | 9.42% | 12.57% | 13.50% | 15.61% | 17.94% |
| 总股本(百万股) | 267.00 | 427.20 | 427.20 | 427.20 | 427.20 |

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2012年上半年，爱尔眼科实现营业收入 7.43 亿元，同比增长 27.25%；实现营业利润 1.17 亿元，同比增长 2.87%；实现归属于母公司的净利润 9158.90 万元，较去年同期增长 14.73%；实现每股 EPS 0.21 元。

经营分析

- **眼科医疗需求保持旺盛：**门诊量达 883,214 人次，同比增长 40.63%，；手术量 89,385 例，同比增长 23.76%，增速较上年同期下滑 15 个 PP，准分子手术下降和眼后段手术增速下滑是主要原因。
- **二季度准分子手术量下滑：**上半年准分子手术实现收入 2.07 亿元，增长 6.7%；二季度准分子手术量受台湾“封刀”事件影响，预计下滑 15% 左右，随着影响逐步淡化，预计准分子手术全年收入增速将恢复到 10%。
- **其他业务持续高增长：**公司白内障手术实现收入 1.5 亿元，同比增长 44%；眼前段手术实现收入 4871 万元，同比增长 35%；眼后段手术实现收入 3725 万元，同比增长 22%，增速较上年翻番增长出现大幅下滑。
- **各费用率整体保持稳定：**公司上半年销售费用率为 11.53%，较上年基本持平；营业成本+管理费用率合计上升 4 个 PP，主要由于高毛利的准分子手术增速下滑所致，所得税费用率为 20.3%，较上年同期下降 9 个 PP。
- **已营业连锁医院达 42 家：**上半年，公司新建了永州爱尔眼科医院、宜昌爱尔眼科医院以及韶关爱尔眼科医院，扩建了南充爱尔麦格眼科医院，全资收购了益阳新欧视眼科医院；新建了兰州爱尔眼科医院，收购了成都康桥眼科医院 51% 的股权。其中，南充爱尔麦格眼科、兰州爱尔、韶关爱尔、宜昌爱尔以及永州爱尔已于今年上半年开业。

盈利调整

- 我们维持盈利预测不变，预计公司 2012-2014 年 EPS 为 0.50 元、0.69 元、0.96 元，同比增长 24%，37%，40%，我们继续看好公司作为民营专科连锁医疗服务公司的投资价值，维持“增持”评级。
- 风险提示：准分子手术后遗症的负面报道，准分子手术需求恢复低于预期

图表1：爱尔眼科分业务产品预测

| | 2010 | 2011H1 | 2011 | 2012H1 | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------|--------|--------|---------|-----------|-----------|---------|---------|
| 医疗服务 | 64,075 | 43,900 | 97,304 | 53,695 | 120,668 | 159,996 | 219,045 |
| YOY | 43% | 59% | 52% | 22% | 24% | 33% | 37% |
| 毛利率 | 60% | 59% | 59% | 57% | 58% | 58% | 58% |
| 准分子手术 | 28,127 | 19,404 | 43,935 | 20,712 | 48,438 | 61,032 | 83,309 |
| YOY | 43% | 63% | 56% | 7% | 10% | 26% | 37% |
| 毛利率 | 71% | 73% | 72% | 71% | 71% | 72% | 72% |
| 准分子手术量 | 41,880 | 24,051 | 54,554 | 24,450.13 | 57,281 | 68,737 | 89,359 |
| YOY | 14% | 31% | 30% | 2% | 5% | 20% | 30% |
| 准分子均价 | 6,716 | 8,068 | 8,054 | 8,471 | 8,456 | 8,879 | 9,323 |
| YOY | 24.9% | 20.1% | 20% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| 白内障手术 | 17,208 | 10,571 | 23,593 | 15,183 | 33,443 | 46,352 | 64,244 |
| YOY | 57% | 49% | 37% | 44% | 42% | 39% | 39% |
| 毛利率 | 51% | 46% | 48% | 48% | 48% | 48% | 48% |
| 白内障手术量 | 45165 | 24643 | 57874 | 33709 | 78130 | 103132 | 136134 |
| YOY | 50% | 30% | 28% | 37% | 35% | 32% | 32% |
| 白内障均价 | 3810 | 4290 | 4077 | 4504 | 4280 | 4494 | 4719 |
| YOY | 5% | 13% | 7% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| 眼前段手术 | 5,426 | 3,610 | 7,770 | 4,871 | 10,489 | 14,160 | 19,116 |
| YOY | 47% | 44% | 43% | 35% | 35% | 35% | 35% |
| 毛利率 | 29% | 30% | 26% | 26% | 26% | 26% | 26% |
| 眼后段手术 | 3,147 | 3,043 | 6,214 | 3,725 | 7,767 | 9,709 | 12,136 |
| YOY | 48% | 113% | 97% | 22% | 25% | 25% | 25% |
| 毛利率 | 37% | 40% | 38% | 37% | 37% | 37% | 37% |
| 检查治疗 | 10,168 | 7,273 | 15,793 | 9,204 | 20,531 | 28,743 | 40,240 |
| YOY | 24% | 56% | 55% | 27% | 30% | 40% | 40% |
| 毛利率 | 67% | 67% | 65% | 65% | 65% | 65% | 65% |
| 药品销售 | 9,256 | 6,481 | 14,408 | 9,012 | 20,172 | 28,240 | 39,536 |
| YOY | 36% | 60% | 56% | 39% | 40% | 40% | 40% |
| 毛利率 | 28% | 28% | 27% | 27% | 27% | 27% | 27% |
| 配镜服务 | 13,149 | 7,972 | 19,331 | 11,548 | 28,030 | 43,446 | 69,514 |
| YOY | 43% | 47% | 47% | 45% | 45% | 55% | 60% |
| 毛利率 | 59% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% |
| 其他收入 | 7 | 13 | 18 | 15 | 22 | 18 | 26 |
| YOY | | | 151% | 12% | 20% | 20% | 20% |
| 毛利率 | 85% | 94% | 93% | 90% | 90% | 90% | 90% |
| 销售收入合计 | 86,488 | 58,366 | 131,061 | 74,270 | 168,891 | 231,700 | 328,121 |
| YOY | 43% | | 52% | 27% | 29% | 37% | 42% |
| 毛利 | 48,753 | 32,484 | 72,519 | 39,765 | 91,112.91 | 124,989 | 177,452 |
| | 41% | | 49% | 22% | 26% | 37% | 42% |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 2 | 2 | 2 | 21 |
| 增持 | 0 | 1 | 2 | 3 | 20 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 1.33 | 1.43 | 1.50 | 1.49 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2011-07-21 | 增持 | 20.79 | 50.00 |
| 2 2011-08-08 | 增持 | 22.79 | 50.00 ~ 50.00 |
| 3 2012-03-07 | 增持 | 21.55 | N/A |
| 4 2012-03-15 | 增持 | 21.18 | N/A |
| 5 2012-04-27 | 增持 | 20.11 | 22.00 ~ 25.00 |
| 6 2012-05-02 | 增持 | 20.36 | 22.00 ~ 25.00 |
| 7 2012-07-27 | 增持 | 20.03 | N/A |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B