

市场研究部 证券研究报告

2014 年 1 月 22 日

爱尔眼科 (300015)：医疗服务领军企业，专注眼科领域

④ 看点：

公司是医疗服务领域中难得的投资标的，在国家发布 40 号文之后，医疗服务行业将迎来大发展，公司基本面较好，专注于眼科领域做大做强，主业突出，封刀门事件负面影响基本消除，高端全飞秒的普及值得期待，盈利能力有改善空间，唯一不足之处是估值偏高。

④ 开店计划

未来以二三线城市为主，先把省会二级城市的市场做扎实之后再谋求下沉到三级县市，大型城市会考虑建两家爱尔眼科医院，其余每个城市仅建一家医院，接待患者饱和后再扩建。2013 年新开 5 家，截至目前一共有 49 家店，其中 60% 为 2010 年后新开店。在所有店面中，2013 年上半年一半盈利一半亏损，三季度新增 2-3 家盈利店面。

④ 新店面投资情况

一般地级市人口达到 150-300 万人就可以建设一家店面，按照流行病统计数据，建设一家眼科医院平均投入成本在 1000-1500 万元之间，面积 3000-4000 平米，年收入 800-900 万元就可实现盈亏平衡。省会城市平均每家店面投入 3000-4000 万元，年收入 2500-3000 万元基本可以达到盈亏平衡。

④ 深圳爱尔眼科医院经营状况

这是 2013 年 9 月份刚开业的一家店，也是公司投资额较大的医院，前两年亏损在预料之中，目前还处于打基础的阶段，市场营销工作陆续开展，预计开业 3-4 年可以实现盈亏平衡。目前经营数据还未统计出来，因此我们只能等年报公布以后才能知晓。

④ 医保在公司收入占比情况

目前医保可以占到公司收入的 20% 左右，比重虽然不高，但对公司影响不可忽视，进入医保就可以提高居民来公司就诊率，目前进入医保的店面有 40 家，绝大多数店都取得了医保资格。

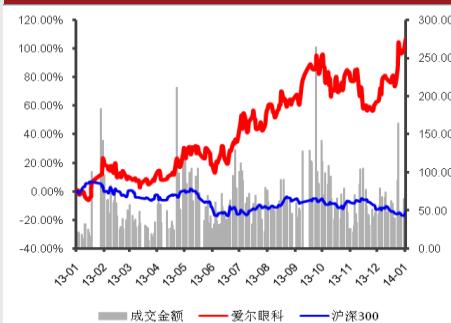
④ 新店扩张后人员配备问题

新建地级市有 5-6 个主治医师就可开业，根据业务发展再扩充后续人员，核心团队一般采取当地招聘或者派驻的模式，选址和营销活动必须提前做，这是决定新开医院能否盈利的关键因素之一。

④ 全飞秒手术发展状况

目前公司有 5 家医院可以做全飞秒近视手术，每台全飞秒设备价格为 1000 万元左右，手术费用在 2.4 万元左右，正式手术时间比较短，

爱尔眼科 (300015)

投资评级：推荐
一年来市场表现 截至 2014/1/22

市场数据 2014/1/22

A 股收盘价 (元)	35.94
A 股一年内最高价 (元)	36.90
A 股一年内最低价 (元)	16.24
上证指数	2,051.75
市净率	9.4
总股本 (万股)	43,327
实际流通 A 股 (万股)	34,545
限售的流通 A 股 (万股)	8,782
流通 A 股市值 (亿元)	124.2

分析师 张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

但前期准备工作至少有 2 个小时，国内全飞秒手术占比较低，日本此种手术已经占比高达 70%，这是未来发展的方向。

⑤ 未来增长点

公司本着稳中求进的思路，开展视光门诊和眼科整形美容，其中视光门诊在 2013 年上半年收入增速为 30%，未来仍可保持这一增长。近视眼本身是一种病，如果屈光不正会有越来越多的人选择去专业的眼科医院就诊，商业配镜质量上很难把控也是一个主要原因；眼科整形美容短期很难贡献收入，是完善公司眼科医院必须配备的一个科室，整容和一般治疗还是有区分的，会陆续推出。

⑥ 盈利预测和投资建议

我们预测公司 2013-2015 年每股收益分别为 0.55 元、0.74 元和 0.95 元，对应 PE 分别为 65 倍、49 倍和 38 倍，公司基本面逐渐改善，但估值较高，给予推荐评级。

财务数据与估值

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	1,310.6	1,640.1	2,083.0	2,666.2	3,412.7
同比增长 (+/-%)	51.5%	25.1%	27.0%	28.0%	28.0%
营业利润（百万元）	242.3	252.4	322.7	434.2	559.2
同比增长 (+/-%)	41.7%	4.2%	27.9%	34.5%	28.8%
净利润（百万元）	171.7	182.1	238.8	321.2	412.2
同比增长 (+/-%)	38.3%	6.0%	31.2%	34.5%	28.3%
每股收益（元）	0.40	0.43	0.55	0.74	0.95
PE	89.30	84.11	65.26	48.53	37.82
PB	11.23	10.24	9.15	8.09	7.01

⑦ 风险提示

封刀门事件余温尚存，手术安全事件，新开店面盈利状况欠佳等。

资产负债表

单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	871.6	881.9	1,003.3	1,158.1	1,370.7
现金	636.0	556.5	537.9	588.6	676.0
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项	49.2	86.1	82.2	112.1	145.8
其他应收款	21.4	46.4	95.7	111.7	139.0
存货	78.1	95.1	130.4	170.2	215.9
其他	86.9	97.9	157.1	175.5	194.0
非流动资产	850.2	1,047.9	1,288.5	1,513.8	1,746.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	505.4	578.1	740.3	902.5	1,079.6
无形资产	15.4	15.0	20.9	23.3	27.1
其他	329.4	454.8	527.3	587.9	639.5
资产总计	1,721.8	2,977.7	3,580.4	4,185.6	4,863.1
流动负债	242.2	358.6	539.0	693.8	841.4
短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	150.9	189.4	317.1	394.4	467.5
预收账款	9.4	10.4	16.7	20.8	25.0
其他	81.9	158.7	205.2	278.7	348.8
长期负债	66.3	2.4	2.2	2.3	2.4
长期借款	64.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	2.3	2.4	2.2	2.3	2.4
负债合计	308.6	360.9	541.3	696.2	843.8
股本	427.2	427.2	427.2	427.2	427.2
资本公积金	537.4	551.1	551.1	551.1	551.1
留存收益	403.0	520.7	698.8	919.1	1,210.4
少数股东权益	45.7	69.9	73.4	78.3	84.4
母公司所有者权益	1,367.6	1,499.0	1,677.1	1,897.4	2,188.7
负债及权益合计	1,721.8	1,929.8	2,291.8	2,671.8	3,116.9

利润表

单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,310.6	1,640.1	2,083.0	2,666.2	3,412.7
营业成本	585.4	902.5	1,104.0	1,413.1	1,808.7
营业税金及附加	0.9	1.4	2.1	2.7	3.4
营业费用	161.3	197.8	233.3	319.9	409.5
管理费用	326.0	284.4	364.5	466.6	597.2
财务费用	-11.0	-2.5	-4.3	-9.0	-10.1
资产减值损失	5.8	4.1	60.9	39.1	44.9

公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.3	0.3	0.1
营业利润	242.3	252.4	322.7	434.2	559.2
营业外收入	3.1	3.9	5.1	5.9	4.5
营业外支出	5.5	9.8	5.1	6.1	6.6
利润总额	239.9	246.4	322.8	434.0	557.0
所得税	68.2	64.3	83.9	112.8	144.8
净利润	171.7	182.1	238.8	321.2	412.2
少数股东权益	-0.2	-0.5	3.6	4.8	6.2
归属母公司所有者净利润	171.9	182.5	235.3	316.4	406.0
EPS (元)	0.40	0.43	0.55	0.74	0.95

现金流量表

单位: 百万元

经营活动现金流	251.3	297.7	302.1	389.8	451.9
净利润	171.7	182.1	238.8	321.2	412.2
折旧摊销	110.1	142.7	32.9	34.3	36.0
财务费用	3.7	3.6	-4.3	-9.0	-10.1
投资收益	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2
营运资金变动	-41.6	-33.2	-20.5	11.7	-22.7
其他	7.2	2.1	55.0	31.4	36.2
投资活动现金流	-358.5	-329.4	-267.7	-252.0	-260.0
资本支出	-319.6	-237.2	-267.6	-251.9	-259.8
其他投资	-38.9	-92.2	-0.1	-0.2	-0.2
筹资活动现金流	-77.6	-110.5	-53.0	-87.0	-104.5
借款变动	0.0	-64.0	0.0	0.0	0.0
普通股增加	160.2	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-201.5	13.8	0.0	0.0	0.0
股利分配	-40.1	-64.1	-57.2	-96.1	-114.7
其他	3.8	3.8	4.2	9.1	10.2

主要财务比率

单位: 百万元

2011 2012 2013E 2014E 2015E

同比增长率

营业收入	51.5%	25.1%	27.0%	28.0%	28.0%
营业利润	41.7%	4.2%	27.9%	34.5%	28.8%
净利润	38.3%	6.0%	31.2%	34.5%	28.3%
盈利能力					
毛利率	55.3%	45.0%	47.0%	47.0%	47.0%
净利率	13.1%	11.1%	11.5%	12.0%	12.1%
ROE	12.6%	12.2%	14.0%	16.7%	18.6%

ROIC	15.5%	14.9%	17.3%	20.3%	22.6%
偿债能力					
资产负债率	17.9%	18.7%	23.6%	26.1%	27.1%
流动比率	3.60	2.46	1.86	1.67	1.63
速动比率	3.11	2.06	1.53	1.35	1.31
营运能力					
资产周转率	0.76	0.85	0.91	1.00	1.09
存货周转率	7.49	9.49	8.46	8.30	8.38
应收账款周转率	26.64	19.05	25.35	23.79	23.40
每股资料 (元)					
每股收益	0.40	0.43	0.55	0.74	0.95
每股经营现金	0.60	0.71	0.71	0.91	1.06
每股净资产	3.20	3.51	3.93	4.44	5.12
每股股利	0.09	0.15	0.13	0.21	0.23
估值比率					
PE	89.30	84.11	65.26	48.53	37.82
PB	11.23	10.24	9.15	8.09	7.01

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

张科然，在此声明，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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受到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给公司客户有偿使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为公司客户。本报告版权归公司所有。未获得公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询公司的投资顾问。公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn