

市场研究部 证券研究报告

2014 年 3 月 24 日

爱尔眼科 (300015)：2013年准分子业务恢复增长，视光服务表现突出

⑤ 2013 年年报业绩情况

营业收入 19.85 亿元，同比增长 21.02%；归属母公司净利润 2.23 亿元，同比增长 22.43%；扣非后净利润为 2.36 亿元，同比增长 26.04%，每股收益 0.52 元，略低于此前预期。分配方案为每 10 股转增 5 股派发现金红利 1.5 元。同时公布 2014 年一季度业绩预增 30-35%，

2013 年门诊量达到 202 万人次，同比增长 9.49%；手术量 22.3 万例，同比增长 11.53%。

⑥ 分产品来看，收入主要来自于医疗服务和视光服务增长

分产品来看，有四个项目——医疗服务、视光服务、药品销售和其他收入。

医疗服务实现收入 13.96 亿元，占收入比重 70.34%，同比增长 19.33%。其中准分子手术收入 5.48 亿元，同比增长 22.14%；白内障手术 3.72 亿元，同比增长 11.63%；眼前段手术 1.37 亿元，同比增长 24.25%；眼后段手术 0.91 亿元，同比增长 16.92%；检查治疗 2.48 亿元，同比增长 24.06%。从医疗服务细分项可以看出，准分子业务得到恢复性增长，主要是全飞秒和 ICL 新技术的推广，准分子手术量和手术单价均有所增长所致；白内障手术增速相对较低，使得医疗服务收入增速低于公司总收入增速。

视光服务实现收入 3.62 亿元，同比增长 31.32%，主要是视光技术和产品不断创新，市场影响力持续扩大所致。

药品销售 2.25 亿元，同比增长 16.02%；其他收入 178 万元，同比增长 317.36%。

⑦ 新建与收购并行，进一步完善医疗连锁网络

2013 年新建了咸宁爱尔并于当年 6 月开业、深圳爱尔并于当年 9 月开业、湖北爱尔预计在 2014 年 4 月开业以及 2 家在长沙、沈阳试点的眼视光门诊部，收购了成都康桥 49% 的股权，成功竞拍宁波光明眼病医院 100% 股权，控股子公司成都爱尔收购成都麦格 100% 的股权，其中宁波爱尔光明和成都麦格已经完成工商变更手续。

截至目前，公司连锁医院网络覆盖 23 个省（直辖市、自治区），医院网点达到 49 家，为今后快速发展奠定了基础。

⑧ 2014 年计划

2014 年公司将借鉴复制湖南、湖北的成功模式，在其他省份拓展地市级、县级网络；并进一步提升医疗服务质量和提升患者口碑；探索 O2O 的服务体验营销模式。

爱尔眼科 (300015)

投资评级：推荐

一年来市场表现

截至 2014/3/24



市场数据

2014/3/24

A 股收盘价 (元)	37.55
A 股一年内最高价 (元)	42.81
A 股一年内最低价 (元)	17.53
上证指数	2,066.28
市净率	10.3
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)	129.7

分析师 张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

2014 年资本开支计划：继续通过兼并收购与新建相结合的方式推进网络建设，与战略合作伙伴共同成立产业基金，为公司储备更多的并购标的。

⑤ 盈利预测和投资建议

我们预测公司 2014-2016 年公司营业收入分别为 24.81 亿元、31.41 亿元和 39.83 亿元，净利润分别为 3.14 亿元、4.01 亿元和 5.13 亿元，每股收益分别为 0.72 元、0.91 元和 1.17 元，对应 PE 分别为 53 倍、41 倍和 32 倍，医疗服务行业估值偏高，但鉴于公司基本面良好，且未来走并购路线，符合当下医疗服务行业规则，继续给予推荐评级。

⑥ 风险提示

封刀门事件余温尚存；手术安全事件；新开店面及并购店面盈利状况欠佳等。

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	1,640.1	1,985.0	2,481.2	3,141.2	3,983.1
同比增长(+/-%)	25.1%	21.0%	25.0%	26.6%	26.8%
营业利润（百万元）	252.4	320.4	428.5	549.4	701.3
同比增长(+/-%)	4.2%	26.9%	33.7%	28.2%	27.6%
净利润（百万元）	182.1	219.3	314.1	401.4	512.9
同比增长(+/-%)	6.0%	20.5%	43.2%	27.8%	27.8%
每股收益（元）	0.42	0.52	0.72	0.91	1.17
PE	89.00	72.69	52.51	41.09	32.15
PB	10.84	9.75	8.62	7.47	6.39

附表：

资产负债表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	881.9	1,015.8	1,311.8	1,649.0	2,127.8
现金	556.5	619.7	679.3	881.9	1,172.9
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	86.1	107.9	113.9	149.5	199.5
其他应收款	46.4	58.9	206.8	259.2	330.7
存货	95.1	116.4	155.2	193.6	236.5
其他	97.9	112.9	156.6	164.8	188.2
非流动资产	1,047.9	1,103.0	1,182.5	1,229.8	1,270.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	578.1	567.8	590.0	585.8	586.0
无形资产	15.0	14.3	13.7	13.1	12.5
其他	454.8	521.0	578.8	631.0	671.6
资产总计	1,929.8	2,118.8	2,494.3	2,878.9	3,397.9
流动负债	358.6	377.9	529.2	617.6	762.4
短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	189.4	235.4	344.6	394.9	490.0
预收账款	10.4	19.0	20.3	24.6	31.8
其他	158.7	123.5	164.2	198.1	240.6
长期负债	2.4	2.1	2.2	2.3	2.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	2.4	2.1	2.2	2.3	2.3
负债合计	360.9	380.0	531.4	619.8	764.7
股本	427.2	432.6	432.6	432.6	432.6
资本公积	551.1	531.9	531.9	531.9	531.9
留存收益	520.7	701.5	920.9	1,211.0	1,577.4
少数股东权益	69.9	72.8	77.5	83.5	91.2
母公司所有者权益	1,499.0	1,666.0	1,885.5	2,175.5	2,542.0
负债及权益合计	1,929.8	2,118.8	2,494.3	2,878.9	3,397.9

利润表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,640.1	1,985.0	2,481.2	3,141.2	3,983.1
营业成本	902.5	1,074.0	1,315.0	1,664.8	2,111.0
营业税金及附加	1.4	2.8	2.5	3.1	4.0
营业费用	197.8	229.2	297.7	376.9	478.0
管理费用	284.4	346.9	434.2	549.7	697.0
财务费用	-2.5	-3.0	-10.4	-12.5	-16.4

资产减值损失	4.1	14.7	13.9	9.7	8.3
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	0.1	0.1
营业利润	252.4	320.4	428.5	549.4	701.3
营业外收入	3.9	4.5	5.8	4.3	4.6
营业外支出	9.8	20.0	9.8	11.3	12.8
利润总额	246.4	304.9	424.4	542.4	693.2
所得税	64.3	85.6	110.4	141.0	180.2
净利润	182.1	219.3	314.1	401.4	512.9
少数股东权益	-0.5	-4.2	4.7	6.0	7.7
归属母公司所有者净利润	182.5	223.5	309.4	395.4	505.3
EPS (元)	0.42	0.52	0.72	0.91	1.17

现金流量表

单位：百万元

经营活动现金流	297.7	397.9	336.2	472.8	600.6
净利润	182.1	219.3	314.1	401.4	512.9
折旧摊销	142.7	164.8	124.1	137.3	152.5
财务费用	3.6	2.7	-10.4	-12.5	-16.4
投资收益	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
营运资金变动	-33.2	0.2	-99.0	-55.9	-51.3
其他	2.1	10.7	7.2	2.3	2.5
投资活动现金流	-329.4	-309.5	-197.1	-177.5	-187.3
资本支出	-237.2	-277.5	-196.8	-177.2	-187.0
其他投资	-92.2	-32.0	-0.2	-0.3	-0.3
筹资活动现金流	-110.5	-54.0	-79.5	-92.7	-122.3
借款变动	-64.0	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	5.4	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	13.8	-19.2	0.0	0.0	0.0
股利分配	-64.1	-42.7	-90.0	-105.3	-138.8
其他	3.8	2.5	10.5	12.6	16.5

主要财务比率

单位：百万元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	25.1%	21.0%	25.0%	26.6%	26.8%
营业利润	4.2%	26.9%	33.7%	28.2%	27.6%
净利润	6.0%	20.5%	43.2%	27.8%	27.8%
盈利能力					
毛利率	45.0%	45.9%	47.0%	47.0%	47.0%
净利率	11.1%	11.0%	12.7%	12.8%	12.9%

ROE	12.2%	13.4%	16.4%	18.2%	19.9%
ROIC	14.9%	17.4%	21.1%	23.5%	25.9%
偿债能力					
资产负债率	18.7%	17.9%	21.3%	21.5%	22.5%
流动比率	2.46	2.69	2.48	2.67	2.79
速动比率	2.06	2.24	2.09	2.27	2.41
营运能力					
资产周转率	0.85	0.94	0.99	1.09	1.17
存货周转率	9.49	9.23	8.47	8.60	8.93
应收账款周转率	19.05	18.40	21.78	21.02	19.97
每股资料(元)					
每股收益	0.42	0.52	0.72	0.91	1.17
每股经营现金	0.71	0.95	0.78	1.09	1.39
每股净资产	3.46	3.85	4.36	5.03	5.88
每股股利	0.15	0.10	0.21	0.22	0.27
估值比率					
PE	89.00	72.69	52.51	41.09	32.15
PB	10.84	9.75	8.62	7.47	6.39

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