

2015年03月31日

证券研究报告·公司研究·医药生物

爱尔眼科(300015) 2014年年报点评

增持(维持)

当前价: 35.85元

目标价: 39.00元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 白内障和视光拉动高增长, 扩张战略有序展开

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-50755297

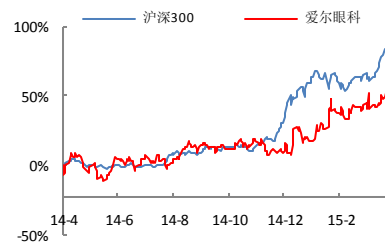
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	6.54
流通A股(亿股)	5.24
52周内股价区间(元)	20.33-36.88
总市值(亿元)	234.57
总资产(亿元)	25.50
每股净资产(元)	3.09

### 相关研究

1. 爱尔眼科(300015): 政策利好, 14年手术量有望增加 (2014-03-24)
2. 爱尔眼科(300015): 整体盈利逐渐提升, 医学配镜市场空间大 (2014-01-21)

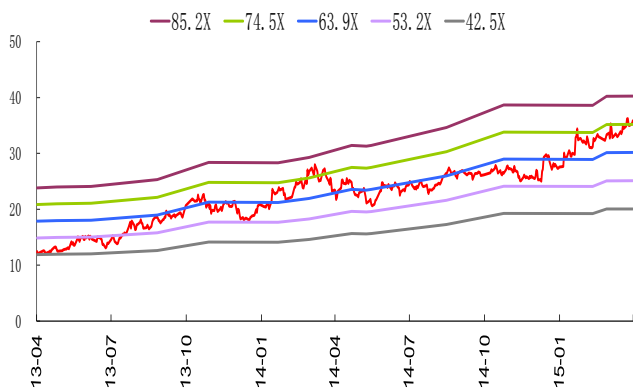
- **事件:** 2014年营业收入、扣非后净利润分别为24亿元、3.2亿元, 同比增长21%、33.8%。2014Q4营业收入、扣非后净利润分别为5.6亿元、5809万元, 同比增长18.1%、32.7%。同时预告2015Q1业绩, 净利润为8198-8854万元, 同比增长25%-35%。
- **2014年白内障和视光业务拉动高增长, 盈利能力继续提高。** 2014年营业收入同比增长21%, 主要增长动力来自于白内障业务和视光业务, 增速分别达到了29.9%和30.7%。公司准分子、白内障、视光业务“三足鼎立”的格局已经成熟, 期间内白内障业务收入占比达20.1%, 同比上升1.4个百分点, 视光业务收入占比达19.7%, 同比上升1.5个百分点。整体毛利率由于业务结构变化导致下滑约1个百分点, 但由于规模效应下期间费用率下降约1.3个百分点, 使得扣非净利润达到33.8%的高速增长。从单季度数据来看, 2014Q1-Q4的收入增速分别为25.6%、22.3%、19.1%、18.1%, Q3、Q4的收入增速下滑主要缘于征兵要求降低导致的准分子业务收入下滑。由于准分子手术在公司整体业务结构中属于高毛利率业务, 其收入下滑也带动Q4毛利率下滑至39.6%, 同比降低约5个百分点, 但在期间费用降低约4个百分点作用下, Q4扣非后净利润仍增长了32.7%。预计2015年在公司业务结构继续优化及规模效应的双驱动下, 收入增速将维持在20%以上, 净利润增速将达到30%左右。
- **政策红利+消费升级, 白内障业务量价齐飞。** 1) 在基层需求层面, 随着“全民医保”政策的推行和相关公益服务的逐步到位, 白内障手术潜在市场容量正在逐步转化为需求, 公司2014年白内障手术收入增速高达29.9%, 预计该增长趋势仍将持续。2) 在高端需求层面, 随着人均可支配收入的增加及城镇化的加速, 越来越多的白内障手术消费者正在向高端需求转移, 在选择手术用人工晶体时更倾向于选用高端晶体。使用高端晶体的手术在定价上不受医保限制, 因此高端市场的扩张将推动白内障手术市场的毛利率上行, 公司2014年白内障手术毛利率达37.2%, 同比增长1.5个百分点。预计未来3年公司白内障业务收入增速在30%左右, 毛利率稳定在40%左右。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2402.05	2975.05	3699.06	4616.32
增长率	21.01%	23.85%	24.34%	24.80%
归属母公司净利润(百万元)	309.19	403.54	513.07	662.47
增长率	38.34%	30.52%	27.14%	29.12%
每股收益EPS(元)	0.47	0.62	0.78	1.01
净资产收益率ROE	14.92%	16.81%	18.20%	19.64%
PE	76	58	46	35
PB	11.19	9.61	8.17	6.83

数据来源: Wind, 西南证券

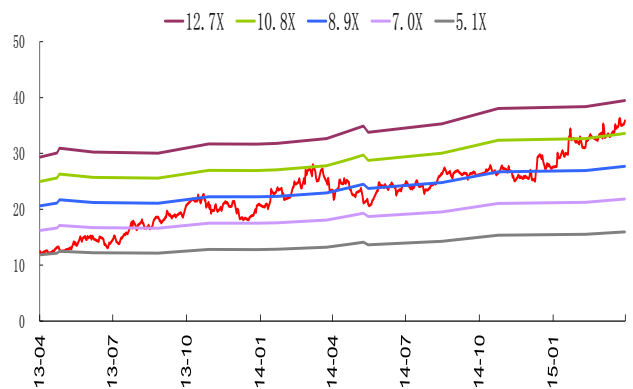
- **视光业务占比继续扩大，渠道下沉带来想象空间。** 1) 视光业务近几年在收入中的占比直线攀升，2014 年已达到 19.7%，毛利占比达到 22.4%。未来随着医院扩张和渠道下沉，极有可能成为公司第一大业务。2) 公司 2014 年已经在长沙和沈阳开设了视光门诊试点，目前经营状况良好。长沙视光门诊于 2013 年 7 月开业，每天有 10 余个门诊，旺季收入约 20 多万/月，淡季约 10 多万/月，贡献年收入 1000 多万。门诊是实现视光业务渠道下沉的绝佳模式，可在医院的支持下将视光门诊开进社区，预计未来 3 年收入的年均复合增速将在 30%-35%，毛利率稳定在 50% 以上。
- **征兵要求降低影响准分子手术量，预计 2015 年增速回升。** 2014 年度公司准分子业务收入同比增长 8.8%。其中上半年增速为 18.8%，下半年增速为 0.4%，下半年增速下滑的主要原因是 2014 的征兵条件中对视力要求有所降低，导致手术量下滑。公司大力推广飞秒、全飞秒等盈利能力高的手术方式，预计 2015 年增速有望回升至 15% 左右。
- **并购基金、合伙人计划进展顺利，移动医疗正在布局。** 1) 公司在 2014 年投资成立了三家并购基金，对于并购基金所并购的项目有优先收购权。公司目前已投资了 20 余家医院，预计 2015 年投资规模将达到 70 多家；2) 公司于 2014 年首推合伙人计划，该计划已吸引了大批骨干医生，广东、江西、云南已成立公司并开始运作。随着该计划的实施，核心人才的积极性将提高；3) 公司目前品牌授权的医院已达 80 余家。前期由于医保资质而盈利受限的上海爱尔已于 2014 年扭亏，贡献利润 790 万元，石家庄爱尔、深圳爱尔等医院也逐步开始发力，2015-2016 年是新设医院扭亏集中期，多家医院都将进一步贡献业绩。未来公司扩张方向主要集中在地级市，配合“三级连锁”商业模式；4) 公司目前正积极布局移动医疗市场，预计具体战略将于 2015 年上半年出台。公司拥有线下患者资源、医生资源和眼科病例的数据资源，且背靠资本市场，现金流充裕。互联网医疗有望成为新的增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预测 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别为 0.62 元、0.78 元、1.01 元，对应的 PE 分别为 58 倍、46 倍、35 倍。短期来看估值较高，但考虑到公司在并购基金和合伙人模式下，外延式扩张预期强烈，且互联网医疗也有望成为公司新的增长点，故维持“增持”评级。
- **风险提示：** 并购项目投资回报率或不达预期；准分子、白内障手术增速或不达预期。

图 1: 公司 PE-Band



数据来源: Wind, 西南证券

图 2: 公司 PB-Band



数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2402.05	2975.05	3699.06	4616.32	净利润	312.88	410.54	523.07	675.47
营业成本	1323.21	1621.86	2013.71	2499.40	折旧与摊销	176.13	148.39	164.79	183.45
营业税金及附加	3.30	4.08	5.08	6.34	财务费用	-3.88	2.49	2.61	2.79
销售费用	272.78	337.07	418.36	521.64	资产减值损失	13.28	1.67	5.66	6.69
管理费用	380.62	461.13	562.26	692.45	经营营运资本变动	-217.28	-2.43	-31.22	-42.71
财务费用	-3.88	2.49	2.61	2.79	其他	172.55	-20.00	-25.00	-30.00
资产减值损失	13.28	1.67	5.66	6.69	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>453.68</b>	<b>540.66</b>	<b>639.92</b>	<b>795.68</b>
投资收益	16.62	20.00	25.00	30.00	资本支出	18.96	-170.18	-190.00	-210.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-399.25	20.00	25.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-380.29</b>	<b>-150.18</b>	<b>-165.00</b>	<b>-180.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>429.35</b>	<b>566.74</b>	<b>716.37</b>	<b>917.02</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-22.26	-17.30	-18.66	-18.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>407.09</b>	<b>549.43</b>	<b>697.71</b>	<b>898.21</b>	股权融资	114.28	0.00	0.00	0.00
所得税	94.20	138.89	174.65	222.74	支付股利	-42.72	-64.99	-91.73	-110.61
净利润	312.88	410.54	523.07	675.47	其他	-44.26	-2.49	-2.61	-2.79
少数股东损益	3.70	7.00	10.00	13.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>27.30</b>	<b>-67.48</b>	<b>-94.35</b>	<b>-113.39</b>
归属母公司股东净利润	309.19	403.54	513.07	662.47	<b>现金流量净额</b>	<b>100.70</b>	<b>323.00</b>	<b>380.58</b>	<b>502.28</b>
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	720.40	1043.40	1423.98	1926.26	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	296.93	347.66	435.06	547.03	销售收入增长率	21.01%	23.85%	24.34%	24.80%
存货	141.28	173.76	215.98	267.87	营业利润增长率	34.00%	32.00%	26.40%	28.01%
其他流动资产	101.50	125.71	156.31	195.07	净利润增长率	42.66%	31.21%	27.41%	29.14%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.77%	19.28%	23.16%	24.83%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	585.31	636.45	690.99	746.87	毛利率	44.91%	45.48%	45.56%	45.86%
无形资产和开发支出	274.83	273.41	272.00	270.58	三费率	27.04%	26.91%	26.58%	26.36%
其他非流动资产	430.18	402.26	374.34	346.42	净利率	13.03%	13.80%	14.14%	14.63%
<b>资产总计</b>	<b>2550.43</b>	<b>3002.67</b>	<b>3568.65</b>	<b>4300.11</b>	ROE	14.92%	16.81%	18.20%	19.64%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.35%	12.27%	18.96%	20.15%
应付和预收款项	410.20	507.64	630.19	781.79	ROIC	24.14%	27.98%	32.68%	38.09%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.05%	24.12%	23.89%	23.90%
其他负债	42.86	52.08	64.18	79.18	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>453.05</b>	<b>559.72</b>	<b>694.38</b>	<b>860.97</b>	总资产周转率	1.03	1.07	1.13	1.17
股本	654.31	654.31	654.31	654.31	固定资产周转率	4.18	4.83	5.56	6.42
资本公积	424.52	424.52	424.52	424.52	应收账款周转率	18.33	18.36	18.63	18.57
留存收益	945.67	1284.22	1705.55	2257.42	存货周转率	10.26	10.28	10.32	10.32
归属母公司股东权益	2024.50	2363.05	2784.39	3336.25	销售毛利率/净利率	98.90%	--	--	--
少数股东权益	72.88	79.88	89.88	102.88	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2097.38</b>	<b>2442.93</b>	<b>2874.27</b>	<b>3439.13</b>	资产负债率	17.76%	18.64%	19.46%	20.02%
负债和股东权益合计	2550.43	3002.66	3568.64	4300.10	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.79	3.03	3.22	3.42
					速动比率	2.48	2.72	2.91	3.11
					股利支付率	21.02%	22.73%	21.56%	21.86%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	601.60	717.61	883.78	1103.26	每股收益	0.47	0.62	0.78	1.01
PE	75.92	58.17	45.75	35.43	每股净资产	3.20	3.73	4.39	5.25
PB	11.19	9.61	8.17	6.83	每股经营现金	0.69	0.83	0.98	1.22
PS	9.77	7.89	6.35	5.08	每股股利	0.10	0.14	0.17	0.22
EV/EBITDA	37.54	31.02	24.76	19.38					
股息率	0.28%	0.39%	0.47%	0.62%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

### 重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

## 西南证券机构销售团队

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn