

扩张战略持续推进，业绩维持高速增长

- 事件:**公司公告业绩预告，预计2015年上半年归属于母公司的净利润为1.9亿元~2.1亿元，同比增长35%~45%。
- 收入稳定增长+规模效应，业绩持续高速增长。**我们认为公司2015年上半年业绩增速达到35%~45%的原因主要有以下两点：1)各业务收入稳定增长。准分子业务消费趋势往飞秒方向发展，手术均价呈上升趋势，估计收入增速在20%左右；白内障手术在基层市场受益政府推动，在高端市场受益消费升级，量价齐飞估计收入增速在30%左右；视光业务为公司现阶段战略重点，渠道下沉带来想象空间，估计收入增速在30%以上；2)规模效应体现。并购基金旗下体外孵化的医院陆续装入上市公司，带来利润增量。截止2014年底，爱尔眼科旗下共有70家医院(股份公司和并购基金合计)，预计2017年医院数量达200家，2020年网点布局到绝大多数地级市，1000家县级医院或门诊部。同时，规模效应使得近几年公司期间费用率呈持续下降趋势，盈利能力不断走强。
- “合伙人”计划为中长期增长保驾护航，战略布局移动医疗。**1)公司于2014年在业内首推合伙人计划，2015年推出省会合伙人计划。其中省会医院作为分级连锁中的中枢，合伙人计划的激励措施有助于它们尽快达到成熟医院的标准，对于地级市医院合伙人计划亦是有望通过激励来提升绩效。随着该计划的实施，医院核心人才的积极性将得以提高，为公司中长期的增长保驾护航。2)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，目前正积极布局移动医疗市场。移动医疗可提高患者粘性，通过远程会诊、培训提高基层技术水平，还可以利用大数据开拓出更多具有针对性的产品和服务，互联网医疗有望成为公司的新增长点。
- 业绩预测与估值:**由于公司2015上半年的业绩表现超出了我们预期，我们调整了盈利预测。预计2015-2017年EPS分别为0.44元、0.62元、0.88元，对应的PE分别为73倍、52倍、37倍。相比同行业来看估值较高，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，新医院不断贡献利润增量，且互联网医疗也有望成为公司新的增长点，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。

| 指标年度 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2402.05 | 3004.87 | 3816.63 | 4929.28 |
| 增长率 | 21.01% | 25.10% | 27.01% | 29.15% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 309.19 | 436.36 | 612.08 | 860.20 |
| 增长率 | 38.34% | 41.13% | 40.27% | 40.54% |
| 每股收益EPS(元) | 0.31 | 0.44 | 0.62 | 0.88 |
| 净资产收益率ROE | 14.92% | 18.08% | 21.07% | 23.90% |
| PE | 104 | 73 | 52 | 37 |
| PB | 15.27 | 13.06 | 10.85 | 8.77 |

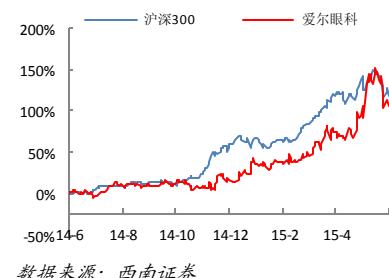
数据来源: Wind, 西南证券

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



基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 9.82 |
| 流通A股(亿股) | 7.79 |
| 52周内股价区间(元) | 14.53-40.96 |
| 总市值(亿元) | 320.27 |
| 总资产(亿元) | 26.68 |
| 每股净资产(元) | 3.24 |

相关研究

- 爱尔眼科(300015): 白内障和视光拉动高增长，扩张战略有序展开 (2015-04-01)
- 爱尔眼科(300015): 政策利好，14年手术量有望增加 (2014-03-24)
- 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)

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 | 3004.87 | 3816.63 | 4929.28 | 净利润 | 312.88 | 443.36 | 622.08 | 873.20 |
| 营业成本 | 1323.21 | 1636.16 | 2063.25 | 2653.32 | 折旧与摊销 | 176.13 | 148.39 | 164.79 | 183.45 |
| 营业税金及附加 | 3.30 | 4.13 | 5.24 | 6.77 | 财务费用 | -3.88 | 2.61 | 2.41 | 2.03 |
| 销售费用 | 272.78 | 330.54 | 400.75 | 492.93 | 资产减值损失 | 13.28 | 2.08 | 6.31 | 8.11 |
| 管理费用 | 380.62 | 438.71 | 515.25 | 616.16 | 经营营运资本变动 | -217.28 | -3.28 | -36.23 | -50.84 |
| 财务费用 | -3.88 | 2.61 | 2.41 | 2.03 | 其他 | 172.55 | -20.00 | -25.00 | -30.00 |
| 资产减值损失 | 13.28 | 2.08 | 6.31 | 8.11 | 经营活动现金流净额 | 453.68 | 573.16 | 734.36 | 985.95 |
| 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 | 投资活动现金流净额 | -380.29 | -150.18 | -165.00 | -180.00 |
| 营业利润 | 429.35 | 610.66 | 848.44 | 1179.96 | 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 |
| 利润总额 | 407.09 | 593.35 | 829.78 | 1161.15 | 股权融资 | 114.28 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 94.20 | 149.99 | 207.70 | 287.95 | 支付股利 | -64.99 | -88.28 | -121.61 | -173.21 |
| 净利润 | 312.88 | 443.36 | 622.08 | 873.20 | 其他 | -21.99 | -2.61 | -2.41 | -2.03 |
| 少数股东损益 | 3.70 | 7.00 | 10.00 | 13.00 | 筹资活动现金流净额 | 27.30 | -90.89 | -124.02 | -175.24 |
| 归属母公司股东净利润 | 309.19 | 436.36 | 612.08 | 860.20 | 现金流量净额 | 100.70 | 332.09 | 445.34 | 630.71 |
| 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 | 1052.49 | 1497.83 | 2128.54 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 296.93 | 350.85 | 448.03 | 583.18 | 销售收入增长率 | 21.01% | 25.10% | 27.01% | 29.15% |
| 存货 | 141.28 | 174.75 | 220.45 | 283.54 | 营业利润增长率 | 34.00% | 42.23% | 38.94% | 39.07% |
| 其他流动资产 | 101.50 | 126.97 | 161.28 | 208.29 | 净利润增长率 | 42.66% | 41.70% | 40.31% | 40.37% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 24.77% | 26.60% | 33.35% | 34.44% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 585.31 | 636.44 | 690.98 | 746.86 | 毛利率 | 44.91% | 45.55% | 45.94% | 46.17% |
| 无形资产和开发支出 | 274.83 | 273.41 | 272.00 | 270.58 | 三费率 | 27.04% | 25.69% | 24.06% | 22.54% |
| 其他非流动资产 | 430.18 | 402.26 | 374.34 | 346.42 | 净利率 | 13.03% | 14.75% | 16.30% | 17.71% |
| 资产总计 | 2550.43 | 3017.18 | 3664.91 | 4567.42 | ROE | 14.92% | 18.08% | 21.07% | 23.90% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 10.35% | 12.27% | 20.33% | 23.22% |
| 应付和预收款项 | 410.20 | 512.20 | 646.27 | 830.56 | ROIC | 24.14% | 30.11% | 38.44% | 48.16% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 25.05% | 25.35% | 26.61% | 27.70% |
| 其他负债 | 42.86 | 52.52 | 65.71 | 83.94 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 453.05 | 564.72 | 711.99 | 914.50 | 总资产周转率 | 1.03 | 1.08 | 1.14 | 1.20 |
| 股本 | 654.31 | 654.31 | 654.31 | 654.31 | 固定资产周转率 | 4.18 | 4.88 | 5.73 | 6.85 |
| 资本公积 | 424.52 | 424.52 | 424.52 | 424.52 | 应收账款周转率 | 18.33 | 18.45 | 18.81 | 18.85 |
| 留存收益 | 945.67 | 1293.75 | 1784.21 | 2471.21 | 存货周转率 | 10.26 | 10.34 | 10.43 | 10.52 |
| 归属母公司股东权益 | 2024.50 | 2372.58 | 2863.05 | 3550.04 | 销售商品提供劳务经营现金收入 | 98.90% | -- | -- | -- |
| 少数股东权益 | 72.88 | 79.88 | 89.88 | 102.88 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2097.38 | 2452.46 | 2952.92 | 3652.92 | 资产负债率 | 17.76% | 18.72% | 19.43% | 20.02% |
| 负债和股东权益合计 | 2550.43 | 3017.18 | 3664.91 | 4567.42 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 业绩和估值指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 流动比率 | 2.79 | 3.03 | 3.28 | 3.51 |
| EBITDA | 601.60 | 761.65 | 1015.64 | 1365.44 | 速动比率 | 2.48 | 2.72 | 2.97 | 3.20 |
| PE | 103.59 | 73.40 | 52.33 | 37.23 | 股利支付率 | 21.02% | 20.23% | 19.87% | 20.14% |
| PB | 15.27 | 13.06 | 10.85 | 8.77 | 每股指标 | | | | |
| PS | 13.33 | 10.66 | 8.39 | 6.50 | 每股收益 | 0.31 | 0.44 | 0.62 | 0.88 |
| EV/EBITDA | 34.01 | 26.43 | 19.38 | 13.95 | 每股净资产 | 2.13 | 2.50 | 3.01 | 3.72 |
| 股息率 | 0.20% | 0.28% | 0.38% | 0.54% | 每股经营现金 | 0.46 | 0.58 | 0.75 | 1.00 |
| | | | | | 每股股利 | 0.07 | 0.09 | 0.12 | 0.18 |

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

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼
邮编: 200120
邮箱: research@swsc.com.cn

北京

地址: 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

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编: 400023

深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼
邮编: 518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

北京地区

赵佳 (地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn