

业绩增长靓丽，打造眼健康服务平台

爱尔眼科（300015）

推荐 首次

核心观点：

1、事件

公司发布半年报，实现营业收入 145,410.72 万元，同比增长 30.27%；实现营业利润 28,185.83 万元，同比增长 40.41%；实现净利润 21,067.26 万元，同比增长 46.39%；实现归属于母公司的净利润 20,206.26 万元，同比增长 40.24%，实现归属于上市公司普通股股东的扣除非经常性损益后的净利润 20,868.97 万元，同比增长 45.20%。实现 EPS 为 0.21 元。

2、我们的判断

（一）业绩增长靓丽，进入高速增长新阶段

公司进入高速发展的新阶段，各项经营指标保持快速增长。公司门诊量达到 143 万人次，同比增长 25.16%。手术量 14.6 万例，同比增长 23.08%。

分业务看，准分子手术实现收入 4 亿，同比增长 24.02%。毛利率 58.89%，同比上升 4.88pp。主要是因为手术升级，选择全飞秒手术患者比例提升以及产品结构调整所致。白内障手术实现收入 3.9 亿，同比增长 40.29%。毛利率 36.48%，同比上升 3.06pp。主要是因为手术量增长，以及飞秒超乳、高端晶体手术量占比提升。视光服务实现收入 2.7 亿，同比增长 29.79%。毛利率 53.23%，同比下滑 0.37pp，主要是就诊量持续上升，视光技术和产品不断创新升级。其他业务也有不同程度增长，眼前段手术实现收入 2.4 亿，同比增长 29.39%。眼后段手术实现收入 1.4 亿，同比增长 27.01%。

三大费用方面，销售费用率同比上升 2.00pp，管理费用率同比降低 2.57pp，财务费用率同比上升 0.18pp。

（二）国内国际同时发力，加速公司医院网络布局

目前公司医院 80 余家。一方面，公司通过自有资金新建了宜章爱尔，收购了娄底眼科医院、荆门爱尔以及孝感爱尔奥视眼科医院。另一方面，爱尔中钰医疗产业并购基金按计划进度设立，通过三大并购基金公司储备了大量的眼科医院项目，并购基金下医院共 20 余家。一般眼科医院盈利

分析师

☎：李平祝

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

全铭

☎：（8610）66568837

✉：quanming@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2015.8.21

A 股收盘价(元)	29.00
A 股一年内最高价(元)	59.78
A 股一年内最低价(元)	24.31
上证指数	3507.74
市净率	13.26
总股本(亿股)	9.82
实际流通 A 股(亿股)	7.79
流通 A 股市值(亿元)	226

相关研究

300 万元左右可以考虑注入上市公司，以公允价格收购。通过并购基金，加快了公司连锁网络战略布局，预计 2017 年公司医院数量可达到 200 家左右。

公司成立爱尔眼科国际（香港）有限公司，作为从事海外医疗服务产业的投资平台，促进公司与国际领先医疗机构的深度合作交流，在全球范围拓展更大的发展空间。在并购标的的选择上，公司主要有两个原则：第一、标的公司有一定成长性，本身是盈利的，对公司财务或者报表影响是正面的；第二、能够利用国际先进的医疗水平服务于国内市场。

（三）省会合伙人计划激发活力，加快医院成长步伐

公司在 14 家省会医院推出“省会医院合伙人计划”，充分激发核心骨干创业激情，加快医院成长步伐。省会医院包括济南爱尔、合肥爱尔、太原爱尔、南昌爱尔、南京爱尔、昆明爱尔、石家庄爱尔、贵阳爱尔、南京爱尔、兰州爱尔、深圳爱尔、天津爱尔、宁波爱尔、重庆爱尔。实行省会合伙人计划后，目标在三年内收入过亿。公司由现在 5 家过亿门店发展到 20 家过亿门店。

（四）探索移动医疗，打造眼健康服务平台

公司结合“专科+连锁”的实际情况，组建了专业队伍研究探索移动医疗。目前，公司正在积极探索通过院内（CRM 系统，电子病历、远程医疗）和院外（社区眼健康小屋、眼健康管理）双向联动，打造爱尔的互联网医疗闭环，搭建眼健康服务平台，并依托此平台，进一步整合各类社会资源，构建眼健康服务生态圈，最终为 14 亿国人提供终身眼健康管理。

3. 盈利预测与投资建议

预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.44 元、0.59 元、0.78 元。我们看好公司的医疗服务龙头地位，公司医院网络布局逐步完善，已进入高速增长的新阶段。我们给予“推荐”的评级。

4、风险提示

新建医院盈利低于预期。

附表 1：公司财务报表（百万元）

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2402.05	3080.33	3965.69	5120.57	毛利率	44.91%	44.91%	44.91%	44.91%
营业成本	1323.21	1696.85	2184.56	2820.75	三费/销售收入	27.04%	25.82%	25.13%	24.54%
营业税金及附加	3.30	4.23	5.44	7.03	EBIT/销售收入	16.60%	18.28%	18.78%	19.28%
营业费用	272.78	385.04	475.88	588.87	EBITDA/销售收入	23.93%	26.75%	25.36%	21.65%
管理费用	380.62	431.25	555.20	716.88	销售净利率	13.03%	14.22%	14.73%	15.18%
财务费用	-3.88	-20.86	-34.45	-49.06	资产获利率				
资产减值损失	13.28	0.00	0.00	0.00	ROE	15.27%	18.42%	20.76%	22.88%
投资收益	16.62	0.00	0.00	0.00	ROA	16.35%	19.63%	21.84%	23.76%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	26.78%	31.00%	49.76%	78.86%

其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	21.01%	28.24%	28.74%	29.12%
营业利润	429.35	583.83	779.05	1036.10	EBIT 增长率	33.76%	41.20%	32.26%	32.56%
其他非经营损益	-22.26	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.20%	43.36%	22.04%	10.23%
利润总额	407.09	583.83	779.05	1036.10	净利润增长率	42.66%	39.95%	33.44%	33.00%
所得税	94.20	145.96	194.76	259.03	总资产增长率	20.26%	17.57%	18.89%	21.85%
净利润	312.88	437.87	584.29	777.08	股东权益增长率	21.52%	16.01%	18.42%	20.69%
少数股东损益	3.70	5.18	6.91	9.18	经营营运资本增长率	75.40%	9.60%	32.09%	16.05%
归属母公司股东净利润	309.19	432.70	577.39	767.89	资产负债率	14.01%	15.38%	15.93%	16.94%
资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E	投资资本/总资产	55.85%	39.14%	27.53%	20.91%
货币资金	639.20	1215.26	1847.13	2513.43	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收和预付款项	296.93	363.10	486.63	610.55	流动比率	3.45	4.23	4.92	5.03
存货	141.28	188.74	236.13	312.47	速动比率	2.74	3.58	4.30	4.44
其他流动资产	100.00	100.00	100.00	100.00	股利支付率	21.02%	25.08%	25.08%	25.08%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	78.98%	74.92%	74.92%	74.92%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.98	1.07	1.16	1.23
固定资产和在建工程	585.31	466.97	348.63	230.28	固定资产周转率	4.18	6.60	11.38	22.24
无形资产和开发支出	274.83	271.67	268.52	265.36	应收账款周转率	17.17	20.75	17.80	19.96
其他非流动资产	401.53	261.93	122.33	122.33	存货周转率	9.37	8.99	9.25	9.03
资产总计	2439.07	2867.67	3409.37	4154.43	业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	398.71	562.97	744.60	987.05
应付和预收款项	341.70	440.93	543.15	703.72	EBITDA	574.84	824.06	1005.70	1108.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	NOPLAT	323.30	422.22	558.45	740.29
负债合计	341.70	440.93	543.15	703.72	净利润	309.19	432.70	577.39	767.89
股本	654.31	654.31	654.31	654.31	EPS	0.315	0.440	0.588	0.782
资本公积	424.52	424.52	424.52	424.52	BPS	2.061	2.391	2.831	3.417
留存收益	945.67	1269.84	1702.43	2277.74	PE	92.15	65.84	49.34	37.10
归属母公司股东权益	2024.50	2348.68	2781.26	3356.57	PB	14.07	12.13	10.24	8.49
少数股东权益	72.88	78.05	84.96	94.14	PS	11.86	9.25	7.18	5.56
股东权益合计	2097.38	2426.73	2866.22	3450.71	PCF	62.18	42.93	38.39	35.18
负债和股东权益合计	2439.07	2867.67	3409.37	4154.43	EV/EBIT	45.93	31.53	23.01	16.70
现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E	EV/EBITDA	31.86	21.54	17.04	14.87
经营性现金净流量	458.18	663.72	742.22	809.83	EV/NOPLAT	56.64	42.04	30.68	22.27
投资性现金净流量	-380.29	0.00	0.00	0.00	EV/IC	13.44	15.81	18.25	18.98
筹资性现金净流量	27.30	-87.65	-110.35	-143.53	ROIC-WACC	26.78%	31.00%	49.76%	78.86%
现金流量净额	105.20	576.06	631.87	666.30	股息率	0.002	0.004	0.005	0.007

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn