

2015 年 10 月 22 日

证券研究报告·2015 年三季报点评

爱尔眼科 (300015) 医药生物

增持 (维持)

当前价: 32.8 元

目标价: 一一元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

环比增长格外靓丽, 业绩高速爆发前夜

- **业绩总结:** 2015Q1-Q3 年公司实现营业收入、净利润分别为 24.4 亿元 (+32.8%)、3.6 亿元 (+40.6%)。若从单季度看, 2015Q3 年公司实现营业收入、净利润分别为 9.9 亿元 (+36.8%)、1.6 亿元 (+41.1%)
- **各项业务全面发展, 盈利能力进一步增强。** 1) 在新设医院放量与激励机制创新的共同作用下, 公司新老医院共同发力, 各项业务均保持高速增长。其中: 准分子手术收入 7.2 亿元 (+39.2%), 白内障手术收入 5.9 亿元 (+51.1%), 视光业务收入 5 亿元 (+37.3%); 2) 规模效应逐步体现, 盈利能力进一步增强。2015Q1-Q3 净利率提升 1.2 个百分点, 其中毛利率提升 1.4 个百分点, 管理费用率下降 2.7 个百分点; 受新医院初始推广影响, 销售费用率提升 3 个百分点; 3) 若从单季度看, 2015Q3 公司营业收入、净利润环比提升分别为 23.1%、36.8%, 表现格外靓丽。
- **双轮驱动持续发力, 业绩迎来加速爆发。** 2015Q1-Q3 公司携手产业并购基金通过新建与并购方式加快以地级医院为重点的网点布局。在自有资金方面, 公司新建了宜春爱尔、长沙湘江爱尔, 收购了娄底眼科医院、荆门爱尔、孝感爱尔奥视眼科医院及自贡爱尔康立眼耳鼻喉医院, 在长春试点爱尔视光门诊部; 并购基金方面, 公司已分步投资建设多个医院项目, 培育更多优质标的, 进一步加快公司网络战略布局, 按照 2-3 年的扭亏期计算, 我们预计并购基金项目将在 2017-2018 年批量装入上市公司体系, 届时公司业绩将加速爆发。
- **全国网点布局日趋完善, 互联网医疗或将锦上添花。** 随着全国性网点铺设加速展开, 公司的平台优势逐渐凸显, 未来或将在庞大的终端基础上导入互联网因素。我们认为至少可以从四个方面着手谋求突破: 1) 建设信息化平台, 利用移动互联网技术发展远程医疗、远程会诊, 提高医院运作效率; 2) 通过移动终端实践 O2O, 赚取更多客源; 3) 仿照慢性病管理思路进行青少年的近视动态防控工作, 进军眼健康管理市场; 4) 导入并利用国内外可靠的眼科可穿戴设备, 提高诊疗和筛查效率。
- **盈利预测及评级:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.45 元、0.66 元、1.01 元, 对应的 PE 分别为 73 倍、49 倍、32 倍。在并购基金和合伙人模式下, 新老医院共同发力贡献利润增量, 2017-2018 迎来并购基金项目并表高峰, 业绩增速将更上一层楼, 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:** 并购效益或不达预期、核心业务增速或不达预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	2402.05	3311.46	4512.69	6372.42
增长率	21.01%	37.86%	36.28%	41.21%
归属母公司净利润 (百万元)	309.19	443.91	652.43	997.06
增长率	38.34%	43.58%	46.97%	52.82%
每股收益 EPS (元)	0.31	0.45	0.66	1.01
净资产收益率 ROE	14.92%	18.29%	22.10%	26.50%
PE	104	73	49	32
PB	15.36	13.12	10.78	8.46

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: 021-68413530

邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力

执业证号: S1250515090002

电话: 023-67898264

邮箱: hzli@swsc.com.cn

分析师: 施跃

执业证号: S1250515080001

电话: 021-68413878

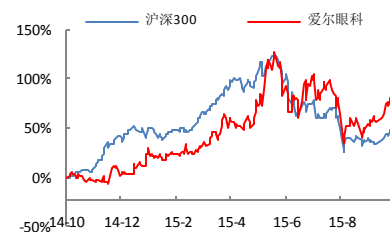
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 张肖星

电话: 021-68415020

邮箱: zxxing@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)	9.82
流通 A 股(亿股)	7.79
52 周内股价区间(元)	16.17-40.96
总市值(亿元)	322.24
总资产(亿元)	28.01
每股净资产(元)	2.19

相关研究

1. 爱尔眼科 (300015): 业绩超预期, 将持续规模效益双增长 (2015-08-20)
2. 爱尔眼科 (300015): 再设并购基金, 加码外延成长 (2015-08-03)
3. 爱尔眼科 (300015): 扩张战略持续推进, 业绩维持高速增长 (2015-06-26)

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	3311.46	4512.69	6372.42	净利润	312.88	449.22	660.24	1008.98
营业成本	1323.21	1792.22	2426.80	3394.51	折旧与摊销	176.13	141.89	145.95	149.83
营业税金及附加	3.30	4.27	6.03	8.45	财务费用	-3.88	2.50	2.75	3.33
销售费用	272.78	430.49	564.09	764.69	资产减值损失	13.28	18.31	24.96	35.24
管理费用	380.62	463.60	609.21	828.41	经营营运资本变动	-217.28	-16.22	-52.06	-85.43
财务费用	-3.88	2.50	2.75	3.33	其他	172.55	-32.57	-36.30	-44.51
资产减值损失	13.28	18.31	24.96	35.24	经营活动现金流净额	453.68	563.14	745.53	1067.44
投资收益	16.62	18.45	20.47	22.73	资本支出	30.87	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-411.16	-21.55	20.47	22.73
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	-61.55	-19.53	-17.27
营业利润	429.35	618.50	899.34	1360.51	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	601.20	880.68	1341.71	股权融资	114.28	0.00	0.00	0.00
所得税	94.20	151.98	220.44	332.72	支付股利	-64.99	-89.91	-129.09	-189.72
净利润	312.88	449.22	660.24	1008.98	其他	-21.99	-2.50	-2.75	-3.33
少数股东损益	3.70	5.31	7.80	11.92	筹资活动现金流净额	27.30	-92.41	-131.83	-193.05
归属母公司股东净利润	309.19	443.91	652.43	997.06	现金流量净额	100.70	409.17	594.17	857.12
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	1129.57	1723.74	2580.86	成长能力				
应收和预付款项	296.93	386.17	529.20	752.37	销售收入增长率	21.01%	37.86%	36.28%	41.21%
存货	141.28	191.44	259.33	362.80	营业利润增长率	34.00%	44.05%	45.41%	51.28%
其他流动资产	101.50	139.93	190.69	269.27	净利润增长率	42.66%	43.58%	46.97%	52.82%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.77%	26.81%	37.38%	44.43%
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	511.77	434.16	352.68	毛利率	44.91%	45.88%	46.22%	46.73%
无形资产和开发支出	274.83	274.40	273.98	273.55	三费率	27.04%	27.08%	26.06%	25.05%
其他非流动资产	430.18	442.26	414.34	386.42	净利率	13.03%	13.57%	14.63%	15.83%
资产总计	2550.43	3075.54	3825.44	4977.96	ROE	14.92%	18.29%	22.10%	26.50%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.27%	14.61%	17.26%	20.27%
应付和预收款项	410.20	561.50	760.66	1064.02	ROIC	24.14%	31.34%	43.98%	61.48%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.05%	23.04%	23.22%	23.75%
其他负债	42.86	57.34	76.94	106.83	营运能力				
负债合计	453.05	618.84	837.60	1170.85	总资产周转率	1.03	1.18	1.31	1.45
股本	654.31	982.43	982.43	982.43	固定资产周转率	4.20	6.13	9.65	16.39
资本公积	424.52	96.41	96.41	96.41	应收账款周转率	18.33	19.26	19.38	19.58
留存收益	945.67	1299.67	1823.02	2630.35	存货周转率	10.26	10.76	10.76	10.91
归属母公司股东权益	2024.50	2378.51	2901.85	3709.19	销售商品/提供劳务收到的现金/营业收入	98.90%	—	—	—
少数股东权益	72.88	78.19	85.99	97.91	资本结构				
股东权益合计	2097.38	2456.69	2987.84	3807.10	资产负债率	17.76%	20.12%	21.90%	23.52%
负债和股东权益合计	2550.43	3075.54	3825.44	4977.96	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.79	2.99	3.23	3.39
					速动比率	2.48	2.68	2.92	3.08
					股利支付率	21.02%	20.25%	19.79%	19.03%
					每股指标				
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股收益	0.31	0.45	0.66	1.01
EBITDA	601.60	762.89	1048.04	1513.67	每股净资产	2.13	2.50	3.04	3.88
PE	104.22	72.59	49.39	32.32	每股经营现金	0.46	0.57	0.76	1.09
PB	15.36	13.12	10.78	8.46	每股股利	0.07	0.09	0.13	0.19
PS	13.42	9.73	7.14	5.06					
EV/EBITDA	34.23	40.51	28.92	19.46					
股息率	0.20%	0.28%	0.40%	0.59%					

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

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 楼

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

蒋诗峰（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@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

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn