



# 眼科连锁服务平台持续搭建

## ——爱尔眼科（300015）三季报点评

2015年10月23日

强烈推荐/维持

爱尔眼科

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	
刘阳	分析师	执业证书编号: S1480515080003
	liu_yang@dxzq.net.cn 010-66554029	

### 事件:

2015年前三季度，公司实现营业收入24.4亿元(+32.8%);归属于上市公司股东的净利润3.58亿元(+40.6%),基本每股收益0.36元,符合预期。

### 公司分季度财务指标

指标	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
营业收入(百万元)	519.35	596.88	722.13	563.69	651.97	802.14	987.7
增长率(%)	25.64%	22.34%	19.09%	18.09%	25.54%	34.39%	36.78%
毛利率(%)	43.91%	46.08%	48.84%	39.57%	44.06%	48.69%	49.86%
期间费用率(%)	26.36%	27.88%	26.88%	26.98%	25.24%	28.04%	28.42%
营业利润率(%)	17.43%	18.47%	21.23%	13.36%	18.52%	20.09%	21.89%
净利润(百万元)	63.78	80.13	114.01	54.96	89.44	121.23	161.96
增长率(%)	31.54%	50.07%	44.15%	43.35%	40.24%	51.28%	42.07%
每股盈利(季度,元)	0.15	0.12	0.17	0.08	0.13	0.12	0.16
资产负债率(%)	17.31%	18.26%	18.93%	17.76%	17.66%	19.98%	20.11%
净资产收益率(%)	3.52%	4.26%	5.62%	2.62%	4.07%	5.41%	6.63%
总资产收益率(%)	2.91%	3.48%	4.56%	2.16%	3.35%	4.33%	5.30%

### 观点:

- **眼科连锁服务平台龙头持续大力扩张。**公司是我国最大规模的眼科连锁医疗机构,今年以来通过新建或并购方式加快以地级医院为重点的网点布局,通过自有资金新建了长沙湘江爱尔眼科医院,收购了自贡爱尔康立眼耳鼻喉医院,同时通过爱尔中钰医疗产业并购基金已分步投资建设多个医院项目。目前在全国范围内一共有80余家医院,并购基金旗下还有20多家医院正在培育中。
- **技术进步促进业绩持续增长。**公司从准分子手术、白内障手术和视光服务为主,到目前眼前后段手术等亚专科全面发展,依托中南大学打通了眼科的产、学、研三大领域,将使公司的科研及临床水平得到显著提高。公司前三季度门诊与手术增长稳定,主要业务中准分子手术收入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%),其他医疗服务项目较上年同期也保持稳定增长。得益于手术升级,全飞秒手术、高端晶体手术量提升明显,使得公司综合毛利率提升1.4个百分点

至47.9%，量价齐升带动公司业绩高速增长。

- **内生外延值得期待。**公司作为国内最大的眼科连锁医疗机构，技术国内领先，通过与中南大学合作成立眼科学院和眼视光学院，搭建了医疗教学科研平台，解决高层次专家的引进和高素质人才的培养问题，今年以来公司的临床与科研学术成果在国内外多个专业学术会议上得到了认可。公司已成立爱尔眼科国际（香港）有限公司，作为从事海外医疗服务产业的投资平台，将促进医疗技术、管理体系、服务机构等方面进一步提升。持续看好“公司+产业并购基金”扩大医院网络的辐射区域的增长模式，预计未来2-3年的时间，公司将建成200家左右的地级市医院，随着医院建设的加速，公司医疗服务平台的搭建值得期待。

### 结论：

随着连锁规模的扩大以及技术的提升，公司的竞争力不断增强，搭建我国眼科服务平台的进度值得关注。预计公司2015-2016年EPS为0.45、0.60、0.79元，对应PE分别为73、55、42倍。看好公司在眼科领域的长期发展，给予“强烈推荐”投资评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表					单位:百万元					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E					2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
<b>流动资产合计</b>	1016	1260	3076	3709	4507	营业收入				1985	2402	3049	3925	4963	
货币资金	620	720	2448	2955	3602	营业成本				1074	1323	1616	2071	2626	
应收账款	108	140	178	229	289	营业税金及附加				3	3	4	5	7	
其他应收款	59	105	133	171	217	营业费用				229	273	406	498	596	
预付款项	59	52	43	32	18	管理费用				347	381	442	561	700	
存货	116	141	173	222	281	财务费用				-3	-4	0	2	5	
其他流动资产	0	100	100	100	100	资产减值损失				14.74	13.28	0.00	0.00	0.00	
<b>非流动资产合计</b>	1103	1290	1087	1016	944	公允价值变动收益				0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益				0.00	16.62	10.00	0.00	0.00	
固定资产	567.76	574.94	515.79	446.27	376.75	营业利润				320	429	592	787	1030	
无形资产	14	15	14	12	11	营业外收入				4.53	8.16	30.00	30.00	30.00	
其他非流动资产	0	2	0	0	0	营业外支出				20.04	30.42	26.96	28.12	27.73	
<b>资产总计</b>	2119	2550	4162	4725	5451	利润总额				305	407	595	789	1033	
<b>流动负债合计</b>	378	451	511	610	731	所得税				86	94	148	191	252	
短期借款	0	0	0	0	0	净利润				219	313	448	598	780	
应付账款	235	279	336	431	546	少数股东损益				-4	4	5	6	8	
预收款项	19	22	25	29	35	归属母公司净利润				223	309	443	592	773	
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA				441	555	663	860	1106	
<b>非流动负债合计</b>	2	2	0	0	0	BPS (元)				0.52	0.47	0.45	0.60	0.79	
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>									
应付债券	0	0	0	0	0	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E					
<b>负债合计</b>	380	453	511	610	731	<b>成长能力</b>									
少数股东权益	73	73	78	84	91	营业收入增长	21.02%	21.01%	26.95%	28.70%	26.46%				
实收资本(或股本)	433	654	982	982	982	营业利润增长	26.94%	34.00%	37.94%	32.88%	30.92%				
资本公积	532	425	1302	1302	1302	归属于母公司净利润	43.30%	33.54%	43.30%	33.54%	30.62%				
未分配利润	623	836	1020	1267	1590	盈利能力									
归属母公司股东权	1666	2025	3573	4031	4629	毛利率 (%)	45.89%	44.91%	47.02%	47.24%	47.10%				
<b>负债和所有者权</b>	2119	2550	4162	4725	5451	净利率 (%)	11.05%	13.03%	14.68%	15.23%	15.73%				
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>					<b>总资产净利润 (%)</b>					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E						10.55%	12.12%	10.65%	12.52%	14.18%
<b>经营活动现金流</b>	413	454	478	643	826	<b>偿债能力</b>					13.41%	15.27%	12.40%	14.68%	16.70%
净利润	219	313	448	598	780	资产负债率 (%)	18%	18%	12%	13%					
折旧摊销	123.92	129.77	0.00	71.07	71.07	流动比率	2.69	2.79	6.01	6.08	6.16				
财务费用	-3	-4	0	2	5	速动比率	2.38	2.48	5.68	5.71	5.78				
应收账款减少	0	0	-38	-51	-60	<b>营运能力</b>									
预收帐款增加	0	0	3	4	5	总资产周转率	0.98	1.03	0.91	0.88	0.98				
<b>投资活动现金流</b>	-310	-380	144	0	0	应收账款周转率	20	19	19	19	19				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.34	9.33	9.91	10.23	10.16				
长期股权投资减少	0	0	120	0	0	<b>每股指标(元)</b>									
投资收益	0	17	10	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.52	0.47	0.45	0.60	0.79				
<b>筹资活动现金流</b>	-11	27	1106	-136	-180	每股净现金流(最新)	0.21	0.15	1.76	0.52	0.66				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.85	3.09	3.64	4.10	4.71				
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>									
普通股增加	5	222	328	0	0	P/E	63.08	69.10	72.73	54.46	41.70				
资本公积增加	-19	-107	878	0	0	P/B	8.52	10.60	9.02	7.99	6.96				
<b>现金净增加额</b>	92	101	1728	507	646	EV/EBITDA	30.75	37.35	44.91	34.03	25.87				

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

### 刘阳

理学硕士，曾就职于国际著名医药研发机构，2011年进入金融领域，2013年开始任联讯证券医药组长，2015年加盟东兴证券研究所。

## 联系人简介

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。