

爱尔眼科 (300015) 年报点评：业绩符合预期，优质医疗服务龙头，业绩持续高增长

核心观点：

1、事件

爱尔眼科发布 2015 年年报，实现营业收入 31.66 亿，同比增长 31.79%。实现归属母公司的净利润 4.28 亿，同比增长 38.44%。实现 EPS 为 0.44 元。同时，公司公告一季度业绩预告，实现归属母公司净利润 1.14 亿 -1.23 亿，同比增长 30%-40%。

2、我们的观点

(一) 业绩符合预期，公司各项业务均实现高速增长。

公司各项业务均实现高速增长。公司门诊量达 3,215,379 人次，同比增长 32.19%。手术量 323,154 例，同比增长 29.03%。准分子手术实现收入 8.40 亿，同比增长 26.52%；白内障手术实现收入 8.02 亿，同比增长 25.33%；视光业务实现收入 6.38 亿，同比增长 20.16%。主要是因为公司规模和品牌效应进一步扩大，客户进一步增多，各项收入持续增长。

从子公司角度看，公司大型眼科医院实现了 25% 的收入增速，24% 的利润增速。考虑到大型眼科医院承担了邻近下级新建医院的部分费用，实际的盈利水平会更高。

爱尔眼科 (300015)

推荐 维持

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 2016.03.29
A股收盘价(元)	29.41
A股一年内最高价(元)	59.78
A股一年内最低价(元)	22.32
上证指数	2957.82
市净率	14.36
总股本 (亿股)	9.86
实际流通 A股 (亿股)	7.82
流通 A股市值(亿元)	229

相关研究

表 1：重要子公司 2015/2014 业绩对比

	营业收入			净利润		
	2015	2014	同比	2015	2014	同比
武汉爱尔医院	316,464,398.28	290,479,493.77	8.95%	65,420,522.51	63,544,292.84	2.95%
沈阳爱尔医院	244,618,015.81	207,895,361.07	17.66%	37,729,850.70	33,191,442.10	13.67%
长沙爱尔医院	211,495,639.71	177,046,766.57	19.46%	66,074,970.37	55,960,437.82	18.07%
重庆爱尔医院	178,097,153.60	120,600,957.75	47.67%	44,633,248.25	26,187,306.56	70.44%
成都爱尔医院	168,683,818.68	130,131,268.16	29.63%	41,582,679.18	27,638,153.04	50.45%
北京爱尔医院	103,561,626.41	81,011,199.42	27.84%	8,073,751.19	8,000,259.10	0.92%
西安爱尔医院	86,409,796.25	65,236,080.89	32.46%	16,649,890.21	12,302,939.68	35.33%
衡阳爱尔医院	86,091,611.97	76,381,597.02	12.71%	17,123,611.79	19,526,508.86	-12.31%
广州爱尔医院	78,562,421.90	58,443,871.39	34.42%	13,975,993.16	10,540,376.32	32.59%
株洲爱尔医院	66,630,766.60	58,299,980.36	14.29%	17,962,297.03	14,672,293.78	22.42%
平均	154,061,524.92	126,552,657.64	24.51%	32,922,681.44	27,156,401.01	23.46%

资料来源：银河证券研究部

目前公司包含并购基金一共 100 多家医院，其中上市公司 60 多家。2015 年上市公司体内新增 8 家，并购基金也已经分步投资建设了多个医院项目，为公司培育更多优质标的，进一步加快公司网络战略布局。随着爱尔眼科品牌影响力不断扩大，公司目前老医院保持良好增幅，次新医院进入发力阶段，规模效应得到体现。我们预计公司 2017 年完成 200 家医院布局的目标将提前实现。

表 2：2015 年新增医院列表

1	宜章爱尔（新建）
2	长沙湘江爱尔眼科医院（自建）
3	许昌爱尔医院（自建）
4	成都东区爱尔医院（自建）
5	娄底眼科医院（收购）
6	荆门爱尔（收购）

7 孝感爱尔奥视眼科医院（收购）

8 自贡爱尔康立眼耳鼻喉医院（收购）

资料来源：银河证券研究部

（二）毛利率提升，规模效应进一步显现。

公司 2015 年医疗服务毛利率达到 46.58%，同比增长 1.72%。其中准分子、白内障、视光服务的毛利率分别提升 3.03%、2.51%、1.42%。公司毛利率的提升表明规模效应进一步显现，公司盈利能力逐年增强。

（三）与互联网巨头合作，“互联网+医疗”战略将提速发展。

公司 2015 年 12 月公告和支付宝的合作，合作内容包括：1) 通过支付宝的大数据提供精准的市场营销，实现客户导流；2) 通过移动支付和门诊业务线上化提升客户体验，激发客户的消费需求；3) 配合支付宝“村淘计划”，加快公司进军基层医疗市场；4) 结合支付宝的线上优势和公司线下优势，探索眼科 O2O 模式，搭建眼健康服务平台。

未来，公司计划将和更多的互联网巨头开展合作，互联网+眼科将加速公司的全国布局，未来可能打造全国人民的眼科服务平台。

3、盈利预测与投资建议

预计公司 16-17 年 EPS 分别为 0.59 元、0.78 元，对应 PE 为 50 倍、38 倍。我们看好公司医疗服务的龙头地位，公司品牌力不断提升，网络布局不断完善，盈利能力不断加强，同时公司积极探索新业务和国际化路径，前景广阔。我们认为公司已进入高速增长的新阶段，维持“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	2015A	2016E	2017E		2014A	2015A	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