



中航证券金融研究所
沈文文, CFA
证券执业证书号: S0640513070003
电话: 0755-83688575
邮箱: wwshenavic@163.com

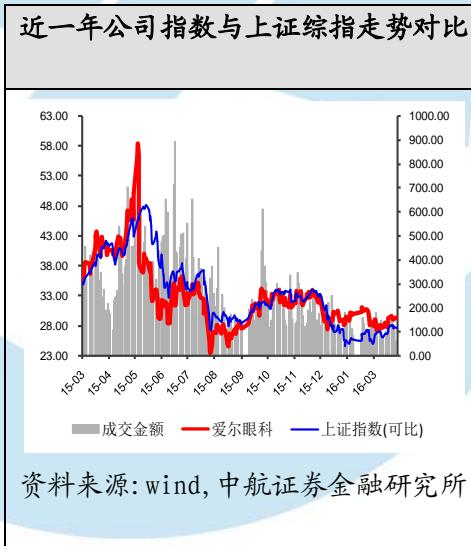
爱尔眼科 (300015) 年报点评: 快速增长, 强者恒强

行业分类: 医药

2016年3月29日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	—
当前股价 (16.3.29)	29.19

基础数据	
上证指数	2919.83
总股本 (亿)	9.86
流通 A 股 (亿)	7.82
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	228
每股净资产 (元)	2.43
ROE (2015)	19.66%
资产负债率 (2015)	23.26%
动态市盈率	51.04
市净率	10.13



2015年年度报告:

- 公司2015年实现营业收入316,558.05万元, 同比增长31.79%; 利润总额55,016.74万元, 同比增长35.15%; 归属于上市公司股东的净利润42,804.40万元, 同比增长38.44%; 归属于上市公司股东扣非后的净利润45,999.18万元, 同比增长45.58%。
- 诊疗服务人次快速增长。**报告期内, 公司门诊服务量达321.54万人次, 同比增长32.19%; 手术量32.32万例, 同比增长29.03%。在内生、外延和医保便利程度不断提高的环境下, 公司的各项业务均保持了快速增长的趋势。公司的准分子、白内障和视光三大核心业务分别实现营业收入83,956.79、80,187.87和63,813.97万元, 同比分增长31.05%、39.56%和29.30%, 毛利率同比分别上升了3.03、2.51和1.42个百分点, 我们判断盈利能力的上升存在统计口径调整的原因, 同时, 可以看出, 公司的医疗消费定价能力在品牌塑造的过程中也在不断增强。
- 渠道下沉符合分级诊疗发展趋势。**通过建设地市、县级医疗网点, 公司进一步下沉网络渠道。2015年, 公司新增宜章爱尔、长沙湘江爱尔、许昌爱尔, 成都东区爱尔、娄底眼科医院、荆门爱尔、孝感爱尔以及自贡爱尔康立眼耳鼻喉医院等网点, 同时, 公司的产业并购基金也在布局基层眼科医院网点。未来, 为了减轻三甲等高等级医院的医疗负担和医保控费, 政府发布了各项政策, 建立并逐步试点分级诊疗制度。在此过程中, 民营基层医疗机构的诊疗服务人次有望借机快速增长。爱尔的渠道下沉战略有望和国家的分级诊疗政策发生共振, 实现快速增长。
- 海外并购实现突破。**通过海外平台香港爱尔, 公司收购了亚洲医疗集团100%股权, 亚洲医疗集团控股亚洲医疗服务香港有限公司和亚洲护眼有限公司, 主要提供视力矫正和视光服务, 和爱尔眼科当前的主营业务完全一致。爱尔眼科自身具备完善的人才激励机制, 海外网点的技术回流和学术互动, 有望促进公司的技术升级, 塑造国际品牌形象。
- 风险因素:** 手术风险; 扩张低于预期的风险。
- 我们预计公司2016-2018年摊薄后的EPS分别为0.57元、0.75元和0.95元, 对应的动态市盈率分别为51.04倍、38.85倍和30.76倍, 医疗服务行业一直是市场的热点, 公司今年一季度业绩继续超出市场预期, 良好的现金流有助于公司快速扩张, 公司业绩有望继续保持高速增长, 维持买入评级。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 0755-83692635
传真: 0755-83688539

图表 1：盈利预测表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1984.97	2402.05	3165.58	4050.00	5100.00	6425.00
增长率(%)	21.02%	21.01%	31.79%	27.94%	25.93%	25.98%
归属母公司股东净利润	223.50	309.19	428.04	563.92	740.86	935.73
增长率(%)	22.43%	38.34%	38.44%	31.74%	31.38%	26.30%
每股收益(EPS)	0.227	0.314	0.434	0.572	0.751	0.949
每股股利(DPS)	0.043	0.066	0.100	0.120	0.158	0.200
每股经营现金流	0.422	0.465	0.534	1.011	0.827	1.046
销售毛利率	45.89%	44.91%	46.59%	44.91%	44.90%	44.80%
销售净利率	11.05%	13.03%	13.79%	14.20%	14.82%	14.85%
净资产收益率(ROE)	13.41%	15.27%	17.87%	19.85%	21.63%	22.47%
投入资本回报率(ROIC)	20.75%	26.78%	35.13%	30.95%	52.32%	69.56%
市盈率(P/E)	128.78	93.09	67.24	51.04	38.85	30.76
市净率(P/B)	17.28	14.22	12.02	10.13	8.40	6.91
股息率(分红/股价)	0.001	0.002	0.003	0.004	0.005	0.007
报表预测						
利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1984.97	2402.05	3165.58	4050.00	5100.00	6425.00
减: 营业成本	1073.98	1323.21	1690.66	2231.15	2810.10	3546.60
营业税金及附加	2.77	3.30	3.45	4.42	5.56	7.00
营业费用	229.20	272.78	404.91	506.25	612.00	771.00
管理费用	346.87	380.62	465.97	596.16	750.71	945.75
财务费用	-3.00	-3.88	-4.14	-6.92	-22.92	-38.35
资产减值损失	14.74	13.28	13.94	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	16.62	9.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	320.41	429.35	600.67	718.96	944.55	1193.00
加: 其他非经营损益	-15.52	-22.26	-50.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	304.90	407.09	550.17	718.96	944.55	1193.00
减: 所得税	85.58	94.20	113.59	143.79	188.91	238.60
净利润	219.32	312.88	436.58	575.17	755.64	954.40
减: 少数股东损益	-4.18	3.70	8.54	11.25	14.78	18.66
归属母公司股东净利润	223.50	309.19	428.04	563.92	740.86	935.73
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	551.31	639.20	618.17	1510.48	2201.40	3085.25
应收和预付款项	226.09	296.93	430.56	441.55	656.71	727.42
存货	116.39	141.28	174.44	255.47	286.00	397.39
其他流动资产	52.74	100.00	148.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	615.52	585.31	728.74	631.58	534.41	437.24
无形资产和开发支出	274.78	274.83	474.05	470.68	467.32	463.96
其他非流动资产	191.39	401.53	549.20	412.24	275.28	275.28
资产总计	2028.22	2439.07	3123.17	3722.01	4421.12	5386.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	289.34	341.70	445.99	588.23	687.49	895.27
长期借款	0.00	0.00	174.20	174.20	174.20	174.20
其他负债	0.09	0.00	3.77	3.77	3.77	3.77
负债合计	289.43	341.70	623.96	766.21	865.46	1073.25
股本	432.65	654.31	985.56	985.56	985.56	985.56
资本公积	531.91	424.52	134.30	134.30	134.30	134.30
留存收益	701.47	945.67	1275.54	1720.89	2305.97	3044.95
归属母公司股东权益	1666.03	2024.50	2395.41	2840.75	3425.84	4164.82
少数股东权益	72.77	72.88	103.80	115.05	129.82	148.49
股东权益合计	1738.79	2097.38	2499.21	2955.80	3555.66	4313.30
负债和股东权益合计	2028.22	2439.07	3123.17	3722.01	4421.12	5386.55
现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	416.48	458.18	526.53	996.97	814.97	1031.17
投资性现金净流量	-309.51	-380.29	-654.28	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-11.18	27.30	66.52	-104.66	-124.05	-147.31
现金流量净额	95.78	105.20	-61.23	892.31	690.92	883.86

资料来源: wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

沈文文，CFA, SAC 执业证书号：S0640513070003，南开大学理学学士、生理学硕士，2011 年 7 月加入中航证券金融研究所，从事医药生物行业的研究。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。