

爱尔眼科 (300015)

—中长期稳健收益类投资品种

投资评级 增持 评级调整 评级不变 收盘价 30.00 元

投资要点:

公司业绩靓丽, 各项业务优势不断累积。去年实现营业收入 31.6 亿元, 较去年同期增长 31.79%; 实现归属于母公司的净利润 4.28 亿元, 较去年同期增长 38.44%。受益患者就诊和手术总量快速增长, 高端业务占比提升, 各细分业务同比均加速增长, 盈利能力得到不断提升。公司规模效应逐步体现, 经营质量提升显著, 管理费用率下降明显。在投资加大的背景下, 财务费用近几年均为负值体现了公司业务强大的现金流获取能力。得益于利润高增长以及充沛的现金流, 2015 年现金分红比例大幅提高到 68%。

公司所处行业增长空间大、确定性强。行业主要的推动力来至我国人口老龄化趋势和电子产品高频使用习惯导致患病率提升。基于人口基数, 爱尔眼科所面对的患者规模在全球最为庞大。受限医保覆盖深度有限和医疗服务人才不足, 当前仍有巨大的需求并未得到满足。国内眼科行业现状是优质医疗资源集中在大城市、省会城市, 而大量人口数量则主要分布在地级市、县级市等基层, 由此形成基层眼科医疗需求旺盛而技术水平薄弱的不对称格局。在百万人口的市, 分院可实现 5-6000 万元收入。全国地、县级市共计 600 多个, 这是行业未来的发展重点所在。

凭借医疗资源优势, 加速基层市场扩张, 内生外延驱动成长。十多年的发展, 公司在业内已经具有良好的知名度和美誉度, 成为国内最大的眼科连锁医疗服务机构。在业内首推合伙人计划, 发展具有自己特色的医生集团, 聚集了业内 1000 多名专家从而在面向基层市场中积累了显著的医疗资源优势。使业务模式具有很强的可复制性。过去十年前十大分院支撑了公司快速成长。截至 2015 年, 42 家次新分院经过 2-3 年的培育, 度过了盈亏平衡点实现盈利。预计未来 5-7 年有望达到目前成熟医院的盈利水平。现已拥有 120 家分院, 2017 年底将完成 200 多个地级市分院的投资, 扩大基层市场布局。

我们判断爱尔眼科当前估值合理, 未来一年期收益率在 30%左右。中期 (5-7 年) 处于快速成长期, 是难得的成长型标的, 可有效战胜通胀。基于良好的现金流, 利润基数的扩大, 分红率的提高, 未来高分红值得期待, 会成为标准的价值型标的。预计 16-17 年公司 EPS 将分别为 0.59/0.79 元, 对应 16-17 年动态 PE 分别 54/40 倍。给予“增持”评级。

风险因素:颠覆性技术出现导致患者能不借助医院可自行治愈近视。否则爱尔的医疗资源和渠道优势难以动摇。

发布时间: 2016 年 4 月 18 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	58.41/23.49
上证指数/深圳成指	3009.53/10379.65
50 日均成交额(百万元)	115.86
市净率(倍)	12.35
股息率	1.00%

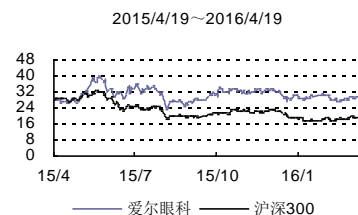
基础数据

流通股(百万股)	786.12
总股本(百万股)	986.04
流通市值(百万元)	23583.60
总市值(百万元)	29581.26
每股净资产(元)	2.43
净资产负债率	31.62%

股东信息

大股东名称	西藏爱尔医疗投资有限公司
持股比例	42.00%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

- 《国元证券公司研究-爱尔眼科 (300015) —中期财报点评》, 2015-8-25
- 《国元证券公司研究-爱尔眼科 (300015) —预增公告点评》, 2015-6-30

联系方式

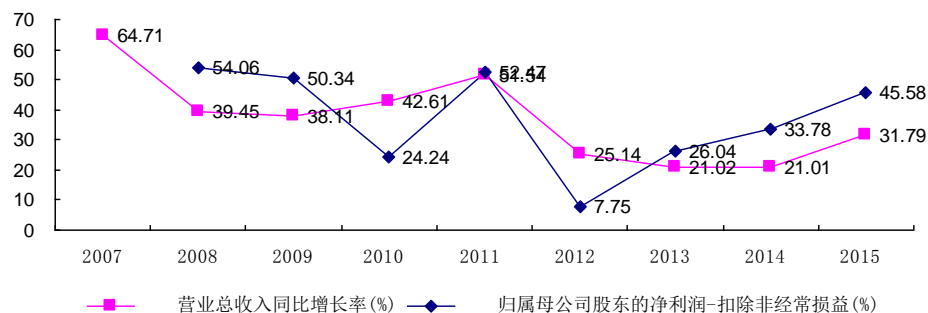
研究员: 蒙俊江
执业证书编号: S0020514050004
电 话: 021-51097188-1815
电 邮: mengjunjiang@gyzq.com.cn
地 址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

一、公司 2015 年业绩回顾分析、2016 年业务发展展望。

1、过去的一年业绩靓丽。各项业务优势不断累积，广阔前景依稀可见。

过去的一年，公司实现营业收入 31.6 亿元，较去年同期增长 31.79%；实现归属于母公司的净利润 4.28 亿元，较去年同期增长 38.44%。除了 2012 年受“封刀门”事件影响，公司经营业绩又恢复到近十年约 40%的年复合增速。

图 1、公司历年业绩增速



数据来源：国元证券研究中心

从细分业务结构看，白内障、准分子、眼前后段、视光业务构成了公司四大块业务，是推动业绩增长的主力。白内障业务最为亮眼，占业务权重超过 25%，基数不小，增速高达 39%。其他业务增速也比较均衡，增速接近 30%。表明随着就诊患者增加以及公司各项业务技术水平持续提升，眼科疾病各系列业务均获得全面发展。凸显公司在业内的技术竞争实力。

公司各细分业务增长与 2014 年同比均出现显著加快。主要是受两方面因素推动，一方面就诊患者总量增长加快，手术量也相应显著增涨。去年报告期内总诊疗量达 3,215,379 人次，同比增长 32.19%（2014 年增长 25%）；手术量 323,154 例，同比增长 29.03%，就诊量提升不仅推动了准分子和白内障等主力业务高增长，也带来了前后段为代表的其他眼部疾病业务总量的增长。二是业务结构提升推动。准分子项目方面，飞秒和全飞秒治疗方式占比提升到 60%，受单价提升推动，收入总量和毛利率提升显著。白内障项目方面，飞秒乳化和高端晶体植入满足了患者方便快捷、安全高效、更清晰的高端需求，业务占比不断提高也同样提升了收入总量和盈利能力。

表 1、各项业务经营数据

细分业务	2015 年收入	占比	15 年增速	14 年增速	毛利率	毛利率变动
准分子项目	839,567,887.80	26.52%	31.05%	16.04%	57.81%	3.03%
白内障项目	801,878,690.60	25.33%	39.56%	26.9%	35.96%	2.51%
眼前段项目	576,490,953.59	18.21%	29.08%	24.44%	40.16%	-
眼后段项目	298,696,894.30	9.44%	22.66%	20.15%	39.41%	-
视光服务项目	638,139,691.61	20.16%	29.30%	33.09%	53.74%	1.42%

数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

2015 年，公司共拥有约 120 家分院，其中股份公司拥有已开业分院 63 家，42 家实现盈利，11 家还在培育期。其余主要通过医疗并购基金设立。通过对占利润总额 10%的

分院经营数据的分析，我们认为公司业绩的高增长主要还是受益内生性增长的推动，过去十年复合 40% 的增长得益于前十家分院的贡献。2015 年他们收入占比 48.6%，净利润占比高达 75.4%。利润占比显著高于收入占比，大多数成熟分院的净利润率超过了 20%。这十大分院依然保持了 15-30% 的业绩增速。除此之外，15 年底又有 42 家分院经过 2-3 年的培育，业绩超越了盈亏平衡实现盈利。经过测算，他们平均年收入约 3000 万元，年增速超过 30%。参照过去十年的发展经验，未来通过 7 年左右的时间发展，将达到目前成熟医院的盈利水平。

表 2、公司净利润影响超过 10% 的十家分院

收入单位：元

十大眼科分院	2015 年收入	2015 年净利润	收入增 速	利润增 速	净利润 率
武汉爱尔眼科医院有限公司	316,464,398.28	65,420,522.51	8.9%	3.0%	20.7%
沈阳爱尔眼视光医院(有限公司)	244,618,015.81	37,729,850.70	17.7%	13.7%	15.4%
长沙爱尔眼科医院	211,495,639.71	66,074,970.37	19.5%	18.1%	31.2%
重庆爱尔眼科医院有限公司	178,097,153.60	44,633,248.25	47.7%	70.4%	25.1%
成都爱尔眼科医院有限公司	168,683,818.68	41,582,679.18	29.6%	50.5%	24.7%
北京爱尔英智眼科医院有限公司	103,561,626.41	8,073,751.19	27.8%	0.9%	7.8%
西安爱尔古城眼科医院有限责任公司	86,409,796.25	16,649,890.21	32.5%	35.3%	19.3%
衡阳爱尔眼科医院有限公司	86,091,611.97	17,123,611.79	12.7%	-12.3%	19.9%
广州爱尔眼科医院有限公司	78,562,421.90	13,975,993.16	34.4%	32.6%	17.8%
株洲三三一爱尔眼科医院有限公司	66,630,766.60	17,962,297.03	14.3%	22.4%	27.0%

数据来源：国元证券研究中心

公司盈利能力逐步提升。由于 2012 年封刀门事件形成的低谷，同时新增分院数量较大，初期折旧比例较高导致近 5 年总体毛利率下降了 10 个百分点。但 13 年以来，得益于收入高增长，规模扩大，折旧摊销占比下降，毛利率呈现恢复趋势，2015 年公司毛利率提升到 46.59%，与 5 年前 55% 的盈利水平比较仍有差距，公司细分业务结构中盈利能力低于准分子业务的白内障业务占比提升较快，也拉低了总体毛利率的增速。我们判断未来随着白内障业务毛利率的提升，以及视光业务占比的较快提升，总体毛利率仍保持增长趋势。

公司规模效应逐步体现，经营质量提升显著。在收入规模持续 20% 以上增长的同时，管理费用占比逐步下降了约 10 个百分点。最终推动净利润率持续提升，去年净利润率 13.79%，ROE 19.66%，即将创出新高。另外值得注意的是：近 6 年在新院布局数量快速扩张，投资加大的背景下，财务费用由正变负体现了公司业务强大充沛的现金流能力。得益于利润高增长以及充沛的现金流，2015 年现金分红比例大幅提高到 68%。

2、2016 年公司经营不乏亮点。

展望 2016 年，公司业务保持 35-40% 增长的确性非常高。内生外延都能发力。一方面主力门店依然保持了 15-30% 的增长，另一方面度过培育期的次新店逐渐成为成长的主力。另外通过分析历年季度财务数据，过去一般 1 和 4 季度的业绩水平基本一致，2015 年 4 季度相比 1 季度存在约 3000 万的差额，占全年业绩近 8%。我们认为公司 4 季度财报上有平滑业绩的迹象，2016 年的业绩更有保障。

外延扩张方面，未来一年 20 家左右爱尔眼科医院开业。并购基金将占到 70-75% 比

重，其余 25%由股份公司直接投资。

业务创新方面。通过推出新型可穿戴设备，与互联网企业战略合作，探索视光业务商业模式创新转型。这很可能是 2016 年公司业务超预期的领域。战略合作方面已经与支付宝开展了支付合作；又新近参股了 360，不排除后面进一步合作的安排。

2016 年公司将正式推出全球首款近视防控可穿戴智能设备“云夹”。该设备小巧便携，两个指甲盖大小，仅重 6g、可佩戴在眼镜上。内置有红外测距传感器、集成芯片、紫外线传感器、三轴加速度等传感器，它们可以分别测量视物距离、周围环境的照度、室内和户外环境。当佩戴者视物时间过长、视距过短、视光过强或过弱时，“云夹”就会启动震动模式提醒佩戴者，调整用眼行为或周围环境，以达到规范用眼习惯，控制近视度数增加的可能。与此同时，父母也可根据“云夹”传送至手机 APP 的数据，随时掌握孩子的用眼情况，及时提醒孩子保持良好用眼习惯等。通过对青少年的帮助，有利于扩大公司影响力，成为一个有力的客流导入渠道。

图 2、智能可穿戴设备“云夹”



资料来源：爱尔眼科公司网站

二、公司未来 5-7 年处于快速成长阶段。

1、市场空间决定业内能产生大市值公司

公司所处行业景气度持续提高，中长期增长空间大、确定性强。主要的推动力来至我国人口老龄化趋势导致眼疾患病率显著提升，电子产品高频使用习惯的形成导致眼疾患者更年轻化。基于庞大的人口基数，爱尔眼科所面对的患者规模在全球最为庞大。我们判断受限于医保覆盖深度有限和医疗服务人才不足，当前仍有巨大的需求并未得到满足。虽然过去的十年，公司取得了飞快的成长，但基本只是依靠了十家分院从初创到发展成熟就取得了今天的业绩。

巨大的近视眼人群为视力矫正手术和视光业务提供了千亿级别的市场空间。我国近视眼人数约 4 亿人，近视发生率为 33%，约为世界平均水平 22% 的 1.5 倍。而近视高发群体主要集中青少年群体，发病率高达 50% 至 60%。其中 18-24 周岁占到了总患者人数的 61.9%。我国已成为世界上近视发病率和近视眼人数最多的国家。国内视光业务存量规模就已经超过千亿元。在视力矫正业务中，准分子手术是比较理想的医疗手段。方便快捷、效果良好。以美国和日本每年手术比例作为未来普及率参照，成熟期我国近视眼

手术 320 万例/年，以人均花费约 1 万元计算，则每年市场规模超过 300 亿元。当前全国每年约有 100 万例近视眼激光矫正手术。与美日韩等国家比较，我国准分子业务普及率还有 3-4 倍的增长空间。截至 2015 年，公司准分子手术业务超过 8 亿元，每年约 8 万例近视眼矫正手术，占比接近 10%。

表 3、中美日近视手术治疗需求比较

	中国	美国	日本
近视人口数量	4 亿	1 亿	0.6 亿
近视发生率	33%	24%	47%
近视手术数量	100 万例/年	80 万例/年	60 万例/年

数据来源：产业信息网、国元证券研究中心

白内障疾病业务存在几个特点：需求量大，现有医疗服务只能满足部分需求，老龄化推动需求快速增长，高端需求逐步形成。

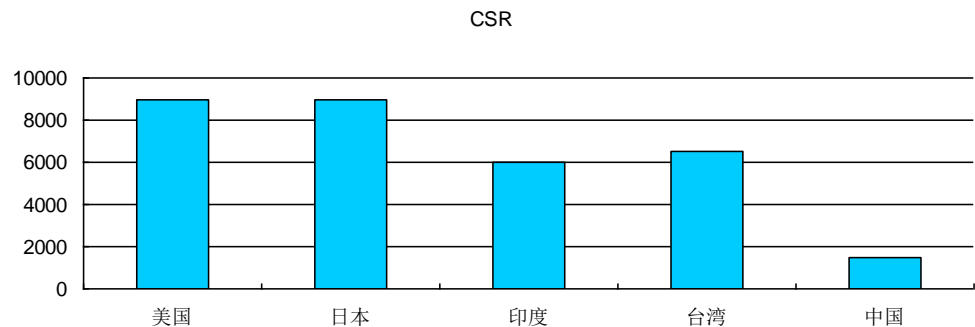
我国拥有世界上最大的白内障患者群体，现有约 6000 万人，占全球总数的 1/3。65 岁以上的老人白内障发病率超过了 40%。随着我国人口老龄化的加剧，白内障患者群体还将较快增长。与此相对应的是，国内仅有 26000 名眼科医师，而其中只有约 10-15% 即 3000 余人可以做白内障手术。医疗服务的供给存在缺口。国内眼科行业现状是主要优质医疗资源集中在大城市、省会城市，而大量人口数量则主要分布在地级市、县级市等基层，由此导致基层眼科医疗需求旺盛而技术水平薄弱的不对称格局。

全国地、县级市共计 600 多个，每个市的城市户籍平均人口超过 100 万，下面覆盖的县人口总量还很巨大，全国共 1400 多个县，平均下来每个县户籍人口超过 50 万。根据行业经营数据分析，在百万人口城市设立分院盈亏平衡点在 1000 万年收入，盈利成熟期可实现 5000 万元收入，后续还能取得年 20% 的增长。在 300 万人口的城市分院收入可达到 2 亿元。可见行业未来的发展重点在地级市、县。随着基层首诊、分级转诊的逐步推进，医疗需求的重心将不断下沉，基层的市场机遇和空间将逐步扩大。

最新数据显示，发达国家如美国和日本的 CSR 已经超过 9000 例/百万人群/年。发展中国家印度防治白内障盲人的水平较高，CSR 已经超过 6000 例/百万人群/年。与大陆生活习惯比较接近的台湾省，其 CSR 达到 6520 例/百万人群/年。我国在 2000 年时 CSR 仅为 370 例/百万人群/年。随着我国防盲治盲工作的积极开展和眼科服务能力的提高，CSR 快速增加，2005 年、2010 年和 2014 年分别达 440、915 和 1500 例/百万人群/年。爱尔眼科 2015 年白内障手术量同比增长 50%，实现 16 万例，占全国白内障手术比重约 10%。相比全国潜在的每年 840 万例需求，增长的空间还很大。从爱尔眼科的经营数据中我们也看到两个特点：得益于医保对白内障疾病保障程度的提升，白内障手术的渗透率在加速提高；需求结构有提升趋势，体现在高端晶体的运用和飞秒乳化等新技术的运用。

图 3、各国白内障每年每百万人手术量

单位：例



数据来源：国元证券研究中心

2、爱尔眼科凭借医疗资源优势，加速基层市场扩张，内生外延驱动成长。

我们认为爱尔眼科的优势在于通过十多年的发展，在业内已经具有良好的知名度和美誉度，成为国内最大的眼科连锁医疗服务机构。公司在业内首推合伙人计划，发展具有自己特色的医生集团，聚集了业内 1000 多名专家从而在面向基层市场中积累了显著的医疗资源优势。使业务模式具有很强的可复制性。此外，合伙人计划通过发挥核心团队的积极性，有效控制经营成本，显著缩短新开分院的盈利时间。

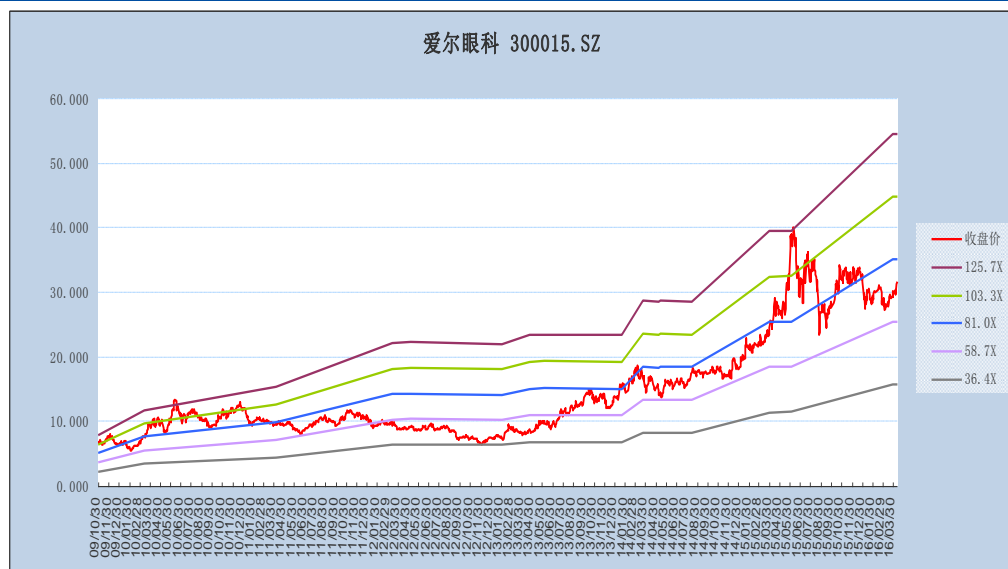
行业的未来在人口众多的地级市、县。爱尔眼科决定借助分级诊疗医改政策的东风，加快外延扩张，深入基层，掌握终端，扩大基层市场布局。公司计划到 2017 年底建立 200 多个地级市分院。分院网络覆盖绝大部分省会城市及大多数地市级，市场占有率大幅度提高；通过合伙人计划聚集业内优秀专家，成为本区域的疑难眼病中心；加快信息化建设，积极探索移动医疗，建立覆盖全国的立体化、多业态眼科医疗网络。

公司计划每家地级医院的投资金额在 1000 万-2000 万之间，预计在实现一定盈利额后，约 3 年注入上市公司。如果是收购的医院，注入的时间将更早。横向扩张方面，公司也有布局，比如向五官科其他科室发展，耳鼻喉专科、眶周整形等都有试点在运行，目前业务包括除皱、割双眼皮等。时机成熟不排除爱尔眼科会进入医美行业。

三、投资建议

为什么现在推荐爱尔眼科？我们认同业内宏观同行的观点：目前的经济周期处于通胀时代，资产配置抗通胀是主线！在股票方面，能抗通胀的被分成两大类，一类是真正的优质公司，能够保证每年 3、40%的业绩增速来战胜通胀的，另一类是业务或产品能够涨价。我们认为爱尔眼科属于前者。当前估值合理，未来一年期收益预期在 30%左右。中期处于快速成长期，是难得的成长型标的。公司高分红值得期待。多年来，公司现金分红比例约 30%，2015 年提高到了 68%。长期看，基于良好的现金流，利润基数的扩大，分红率的提高，会是标准的价值型标的。预计 16-17 年公司 EPS 将分别为 0.59/0.79 元，对应 16-17 年动态 PE 分别 54/40 倍。给予“增持”评级。

图 4、PEB



数据来源：WIND 国元证券研究中心

表 4、主要财务数据预测

报告期	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	3165.58	4076.68	5273.88
YOY	31.79%	28.78%	29.37%
净利润	428.04	580.38	780.56
YOY	38.44%	35.59%	34.49%
EPS	0.43	0.59	0.79
ROE	17.87%	20.31%	20.55%

数据来源：国元证券研究中心

表 5、主要医疗服务公司估值水平

公司名称	股价 10-15	EPS			PE			PB
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	
爱尔眼科	32.13	0.43	0.59	0.79	74.0	54.6	40.6	13.2
通策医疗	33.74	0.49	0.62	0.82	56.2	54.3	41.0	13.2
信邦制药	10.28	0.11	0.19	0.25	121.1	53.9	41.7	2.9
金陵药业	13.09	0.43	0.50	0.60	31.7	26.0	21.9	2.7
恒康医疗	14.90	0.14	0.21	0.23	109.5	71.1	64.9	7.6
凤凰医疗	10.86	0.28	0.35	0.42	45.4	31.2	26.1	
HCA	80.60				15.0			

数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

风险因素：颠覆性技术出现导致患者能在家自行治愈近视。否则爱尔的医疗服务和渠道优势难以动摇。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn