



## 中國：醫療保健技術

2016 年 5 月 30 日

## 投資建議：

買進 (初次報告)

目標價隱含漲/跌幅： 25.4%

日期 2016/05/26

收盤價	RMB31.89
十二個月目標價	RMB40.00
前次目標價	RMBN.A.
深圳 A 股指數	1,892.3

公司簡介：愛爾眼科為中國眼科醫療機構，提供眼科醫療服務。

## 股價相對深圳 A 股指數表現



市值	RMB31,109.6 百萬元
六個月平均日成交	RMB116.3 百萬元
總股本股數 (百萬)	985.0
流通 A 股股數比例	79.3%
大股東：持股比率	西藏愛爾醫療投資有限公司, 42.1%
淨負債比率	(14.3%)
每股淨值 (2016F)	RMB2.89
股價淨值比 (2016F)	11.04 倍

## 簡明損益表(RMB 百萬元)

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F
營業收入	2,402	3,166	4,194	5,531
營業利益 **	422	601	776	1,092
稅後純益 *	309	428	587	816
每股盈餘(元)	0.47	0.44	0.60	0.83
每股盈餘年增率 (%)	(63.3)	(6.9)	35.3	39.0
每股股利(元)	0.00	0.13	0.18	0.23
本益比 (倍)	67.5	72.5	53.6	38.5
殖利率(%)	0.0	0.4	0.6	0.7
股東權益報酬率 (%)	15.3	17.9	20.6	23.6

\* 歸屬母公司稅後純益

\*\* 經研究員調整

## 資訊更新：

- ▶ 本中心初次將愛爾眼科納入研究範圍，給予買進評等，係因我們看好其在中國眼科服務市場的領導地位。
- ▶ 愛爾眼科 2015 年/2016 年第一季每股盈餘為人民幣 0.44/0.12 元，稅後純益年增 38%/35%。

## 本中心觀點：

- ▶ 本中心目標價人民幣 40.0 元，係以 60 倍 2016 年預估每股盈餘與現金流量折現法評價推估其價值，取平均而得。
- ▶ 愛爾眼科未來數年稅後純益可望維持年成長逾 35% 的水準，主要受惠於眼科服務需求增溫及其醫院規模擴張。

## 愛爾眼科 (300015 CH)

## 乘雷射光迅速擴展之眼科領導品牌

初次納入研究範圍，給予買進評等目標價人民幣 40.0 元：本中心預估愛爾眼科將積極擴大市佔率，由目前的 20–25% 擴大至 2017 年的 40%，加上中國眼科醫院需求增溫，可望支撐營收強勁成長。除了毛利率擴增外，本中心預估 2015–18 年稅後純益年複合成長率將達 39%。本中心目標價係以下列兩者之平均推得：**1)** 以產業平均本益比 60 倍乘上本中心 2016 年預估每股盈餘，得出本益比目標價人民幣 36.0 元；及 **2)** 現金流量折現評價目標價人民幣 43.1 元。

**醫院積極擴張計畫：**愛爾眼科 2015 年財報表現亮眼，2016 年第一季營收/稅後純益分別年增 40%/35%，顯示其持續實行醫院擴張策略。愛爾眼科目前旗下經營 105 家醫院，公司預估至 2017 年將增加一倍至 200 家，範圍將涵蓋中國 20 個省份，主要由併購基金/省會合夥人計畫所支撐。考量 **1) 2017 年以前醫院持續迅速擴張；及 2) 白內障手術受惠中國政府醫保政策支持及需求增溫，我們預估 2016/17/18 年營收將分別年增 33%/32%/35%。**

**單價上揚帶動毛利率擴增：**準分子飛秒雷射手術在中國漸受青睞，由於這類手術需要高品質與高技術水準的醫療設備，因此愛爾眼科可望受惠，係因準分子手術的毛利率高於公司平均水準。本中心預估高單價/高毛利率的準分子雷射手術與視光服務需求將增溫，毛利率可望從 2015 年的 46.5% 升至 2016/17/18 年的 47.2%/48.6%/48.8%。

**憑藉在中國的領導地位擴張海外版圖：**愛爾眼科收購香港的亞洲醫療服務集團 (2015 年營收相當於愛爾眼科總營收的 5%)，作為進一步海外收購計畫的跳板。

**切入 O2O 醫療保健市場：**考量網路醫療保健服務趨勢，愛爾眼科與支付寶合作，建立電子付費與掛號系統，為患者提供即時線上服務。

## 分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。本報告為摘要版；請聯繫本中心取得完整英文版。

## 報告分析師：

李珮菁

+886 2 3518 7984

Peggy.Lee@yuanta.com

以下研究人員對本報告有重大貢獻：

劉柏毅

+886 2 3518 7949

eddie.liu@yuanta.com

<http://research.yuanta.com>

Bloomberg code: YUTA

### 資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
現金與短期投資	620	720	655	598	898
存貨	116	141	174	211	246
應收帳款及票據	108	140	213	259	332
其他流動資產	172	259	432	426	430
<b>流動資產</b>	<b>1,016</b>	<b>1,260</b>	<b>1,474</b>	<b>1,493</b>	<b>1,906</b>
長期投資	0	0	0	0	0
固定資產	568	575	646	834	1,084
什項資產	535	715	1,137	1,410	1,410
<b>其他資產</b>	<b>1,103</b>	<b>1,290</b>	<b>1,783</b>	<b>2,244</b>	<b>2,494</b>
<b>資產總額</b>	<b>2,119</b>	<b>2,550</b>	<b>3,257</b>	<b>3,737</b>	<b>4,400</b>
應付帳款及票據	235	279	361	425	481
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	143	172	219	183	183
<b>流動負債</b>	<b>378</b>	<b>451</b>	<b>579</b>	<b>608</b>	<b>664</b>
長期借款	0	0	174	174	174
其他負債及準備	2	2	4	4	4
<b>長期負債</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>178</b>	<b>178</b>	<b>178</b>
<b>負債總額</b>	<b>380</b>	<b>453</b>	<b>757</b>	<b>786</b>	<b>842</b>
股本	433	654	986	986	986
資本公積	532	425	151	159	159
保留盈餘	701	946	1,275	1,723	2,336
換算調整數	0	0	(17)	(20)	(26)
<b>額歸屬母公司之權益</b>	<b>1,666</b>	<b>2,025</b>	<b>2,395</b>	<b>2,848</b>	<b>3,455</b>
少數股權	73	73	104	103	103
<b>股東權益總額</b>	<b>1,739</b>	<b>2,097</b>	<b>2,499</b>	<b>2,951</b>	<b>3,558</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

### 損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
營業收入	1,985	2,402	3,166	4,194	5,531
銷貨成本	(1,077)	(1,327)	(1,694)	(2,216)	(2,849)
<b>營業毛利</b>	<b>908</b>	<b>1,076</b>	<b>1,471</b>	<b>1,978</b>	<b>2,681</b>
營業費用	(576)	(653)	(871)	(1,202)	(1,590)
<b>營業利益</b>	<b>332</b>	<b>422</b>	<b>601</b>	<b>776</b>	<b>1,092</b>
利息收入	0	0	0	0	0
利息費用	3	4	4	1	4
利息收入淨額	3	4	4	1	4
投資利益(損失)淨額	0	17	10	10	9
其他業外收入(支出)淨額	(30)	(36)	(64)	(34)	(32)
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	305	407	550	753	1,073
所得稅費用	(86)	(94)	(114)	(156)	(241)
少數股權淨利	4	(4)	(9)	(9)	(16)
歸屬母公司之淨利	223	309	428	587	816
稅前息前折舊攤銷前淨利	332	422	601	776	1,092
每股盈餘 (RMB)	1.29	0.47	0.44	0.60	0.83
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	1.29	0.47	0.44	0.60	0.828

資料來源：公司資料、元大投顧

### 主要財務報表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	21.0	21.0	31.8	32.5	31.9
營業利益	30.7	27.1	42.3	29.2	40.8
稅前息前折舊攤銷前淨	30.7	27.1	42.3	29.2	40.8
稅後純益	22.4	38.3	38.4	37.2	39.0
每股盈餘	22.43	(63.30)	(6.89)	35.32	38.99
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	45.8	44.8	46.5	47.2	48.5
營業利率	16.7	17.6	19.0	18.5	19.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	16.7	17.6	19.0	18.5	19.7
稅後純益率	11.3	12.9	13.5	14.0	14.8
資產報酬率	10.8	13.4	15.0	17.1	20.5
股東權益報酬率	13.4	15.3	17.9	20.6	23.6
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	0.0	0.0	7.0	5.9	4.9
淨負債比率 (%)	35.6	34.3	19.2	20.2	25.3
利息保障倍數 (倍)	(100.7)	(104.1)	(132.1)	(924.7)	(267.2)
利息及短期債	(100.7)	(104.1)	(132.1)	(924.7)	(267.2)
現金流量對利息保障倍數 (倍)	(137.6)	(117.1)	(126.3)	(784.7)	(224.5)
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	(137.6)	(117.1)	(126.3)	(784.7)	(224.5)
流動比率 (倍)	2.7	2.8	2.5	2.5	2.9
速動比率 (倍)	2.4	2.5	2.2	2.1	2.5
淨負債 (RMB 百萬元)	(620)	(720)	(481)	(423)	(724)
每股淨值 (RMB)	9.60	3.09	2.43	2.89	3.50
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	24.8	67.5	72.5	53.6	38.5
股價自由現金流量比	53.7	284.3	(237.9)	477.5	64.4
股價淨值比	3.3	10.3	13.1	11.0	9.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	16.7	49.4	52.3	40.5	28.8
股價營收比	2.8	8.7	9.9	7.5	5.7
資料來源：公司資料、元大投顧					

## 附錄 A：重要披露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 愛爾眼科 (300015 CH) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：*Bloomberg*，元大投顧

註：*A* = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；*B* = 未調整之目標價；*C* = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於*A*、*B* 或 *C*。

### 目前元大研究分析個股評等分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	223	47%
持有 - 超越同業	116	24%
持有 - 落後同業	44	9%
賣出	12	3%
評估中	79	17%
限制評等	1	0%
總計：	475	100%

資料來源：元大投顧

### 投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有 - 超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有 - 落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

## 總聲明

© 2016 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名  
元大證券投資顧問股份有限公司  
台灣台北市 104 南京東路三段  
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大證券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 號  
海富中心 1 座 23 樓