

市场价格（人民币）：34.73元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 已上市流通 A股(百万股) | 787.01 |
| 总市值(百万元) | 34,979.34 |
| 年内股价最高最低(元) | 38.51/23.49 |
| 沪深 300 指数 | 3294.23 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.473 | 0.434 | 0.571 | 0.763 | 1.041 |
| 每股净资产(元) | 3.09 | 2.43 | 2.90 | 3.55 | 4.49 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.69 | 0.53 | 1.01 | 0.97 | 1.25 |
| 市盈率(倍) | 58.30 | 72.71 | 55.63 | 41.63 | 30.54 |
| 行业优化市盈率(倍) | 65.78 | 151.35 | 129.83 | 129.83 | 129.83 |
| 净利润增长率(%) | 38.34% | 38.44% | 34.41% | 33.62% | 36.34% |
| 净资产收益率(%) | 15.27% | 17.87% | 20.12% | 21.96% | 23.71% |
| 总股本(百万股) | 654.31 | 985.56 | 1,007.18 | 1,007.18 | 1,007.18 |

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司业绩发展进入良性循环期：**公司众多 2006 年前成立的医院增长强劲，净利润率高；新开医院 2013 年开始不再拖累上市公司业绩，公司已进入成熟医院增长强劲、新开医院逐年减亏的良性发展时期。
- **良好的激励体系奠定公司发展基石：**公司于 2011 年、2013 年、2016 年分别进行股权激励，公司历史业绩发展远超设定的行权/解锁条件。公司通过三期股权激励计划，促进核心管理人员、技术人员的积极性，激励作用明显。
- **“合伙人计划”是公司发展的催化剂：**“合伙人计划”针对新开医院，“省会合伙人计划”针对体系内已有医院做激励。两种“合伙人计划”相得益彰，既能保证公司不断有新医院开设为未来创造新的盈利增长点，又能保证现有医院盈利能力最大化为上市公司贡献当期利润。
- **并购基金是上市公司业绩的“加速器”：**当前公司并购基金在体外储备有 60 多家医院，预计未来将分批注入上市公司体系内，体外并购基金开设医院速度快于上市公司，有利于未来公司业绩持续高增长。
- **多方人才储备是公司长足发展的根本：**公司通过与中南大学和湖北科技大学合作，打通医疗、教育、科研一体化的通道，解决高层次专家的引进和高素质人才的培养难题。
- **多级连锁，分级诊疗：**公司已在湖南湖北实现三级连锁的商业模式，使患者可以在爱尔眼科的连锁医院体系内享受到多层次的眼科医疗服务。随着网络下沉，公司逐步渗透到县级、社区服务中心，原来的三级连锁发展成为多级连锁。与单点的公立医院相比，公司的多层次服务体系提升了整体竞争力。未来这一模式将持续开展异地复制。

盈利预测

- 预计公司 2016~2018 年归属母公司净利润分别为 5.75 亿、7.69 亿、10.48 亿，对应 EPS 分别为 0.57 元、0.76 元、1.04 元，当前股价分别对应 2016~2018 年 P/E 61 倍、46 倍、33 倍。给予“买入”评级，目标价 45 元。

风险提示

- 运营风险；网络下沉进度；并购基金资产注入进度；行业风险。

孙笑悦

联系人
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 过去：阶梯式开店，稳步推进连锁化 | 3 |
| 成熟医院增长依然强劲，净利润率高 | 5 |
| 新开医院减亏，进入滚动贡献业绩的良性循环期..... | 5 |
| 未来：连锁制业态+并购基金贡献带来业绩持续高增长 | 6 |
| 以重庆爱尔为例，寻找新建医院成长路径共性 | 6 |
| 偏保守的假设下预计单个眼科医院的成长周期 | 7 |
| 未来五年公司业绩有望保持高速增长 | 7 |
| 良好的激励体系奠定公司发展的基石 | 8 |
| 2011 年 5 月推出股票期权计划 | 8 |
| 2013 年 1 月推出首期限制性股票激励计划 | 9 |
| 2016 年推出第二期限制性股票激励计划..... | 10 |
| 两个“合伙人计划”相得益彰，是公司发展的催化剂 | 11 |
| 合伙人计划以股权为纽带，吸引人才、新建医院..... | 11 |
| “省会合伙人计划”焕发已有医院增长新活力 | 11 |
| 并购基金是爱尔眼科的“加速器” | 12 |
| 多方人才储备是公司长足发展的根本 | 12 |
| 多级连锁，分级诊疗 | 13 |
| 市场空间与标准化商业模式是连锁服务业态发展的基础 | 14 |
| 中国眼科市场庞大，行业发展潜力大 | 15 |
| 标准化、可复制是连锁服务业态发展的基础..... | 15 |
| 盈利预测 | 16 |
| 风险提示 | 16 |

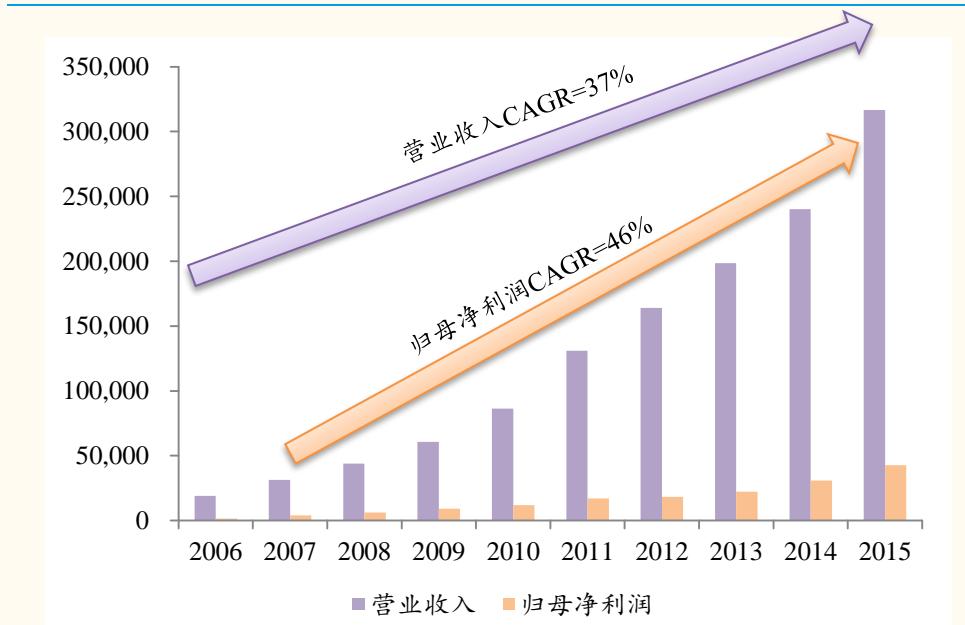
图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1: 爱尔眼科历史业绩高成长..... | 4 |
| 图表 2: 爱尔眼科上市公司体系内稳步推进连锁化 | 5 |
| 图表 3: 长沙爱尔实现收入高增长..... | 5 |
| 图表 4: 长沙爱尔实现利润高增长..... | 5 |
| 图表 5: 新店结束亏损, 滚动带动业绩良性发展..... | 6 |
| 图表 6: 重庆爱尔营业收入高速增长..... | 7 |
| 图表 7: 重庆爱尔经历两年亏损期后净利润大幅增长 | 7 |
| 图表 8: 眼科医院成长周期假设—当年盈利 (万) | 7 |
| 图表 9: 眼科医院成长周期假设—累计盈利 (万) | 7 |
| 图表 10: 公司未来 5 年净利润将继续保持高速增长 | 8 |
| 图表 11: 期权激励计划 6 年行权完成 | 8 |
| 图表 12: 首期期权激励计划覆盖人员 | 9 |
| 图表 13: 首期期权激励计划行权条件 | 9 |
| 图表 14: 首期限制性股票激励计划覆盖人员 | 9 |
| 图表 15: 首期限制性股票激励计划解锁时间 | 10 |
| 图表 16: 首期限制性股票激励计划解锁条件 | 10 |
| 图表 17: 第二期限制性股票激励计划覆盖人员 | 10 |
| 图表 18: 第二期限制性股票激励计划解锁条件 | 11 |
| 图表 19: 公司体外并购基金..... | 12 |
| 图表 20: 湖南地区三级连锁基本搭建完毕..... | 13 |
| 图表 21: 湖北地区三级连锁基本搭建完毕..... | 14 |
| 图表 22: 公司主营业务 | 14 |
| 图表 23: 主营业务 2015 年收入构成情况 | 15 |

过去：阶梯式开店，稳步推进连锁化

- 爱尔眼科是中国规模最大的眼科连锁机构，主营业务为向患者提供各种眼科疾病的诊断、治疗及医学验光配镜等眼科医疗服务。
- 同时，公司也是我国第一家 IPO 上市的医疗机构。公司相继开创了股权激励、合伙人计划、省会合伙人计划等激励措施，并充分利用上市公司资本平台进行体外资金运作，实现迅速发展：截止 2016 年 7 月，已在全国 27 个省(市、区)建立了 120 余家专业眼科医院，其中上市公司并表 60 余家，体外并购基金储备 60 余家医院。未来公司将延续“三级连锁”商业模式，实现网点下沉。
- 2015 年公司实现营业收入 31.7 亿，同比增长 31.8%；实现归属母公司净利润 4.3 亿，同比增长 38%。门诊量超过 320 万人次，同比增长 32%；手术量超过 32 万例，同比增长 29%。
- 公司是连锁制医疗服务业态中高成长公司的典型代表，2006 年~2015 年公司实现营业收入年复合增长率 37%，归属母公司净利润年复合增长率 46%。

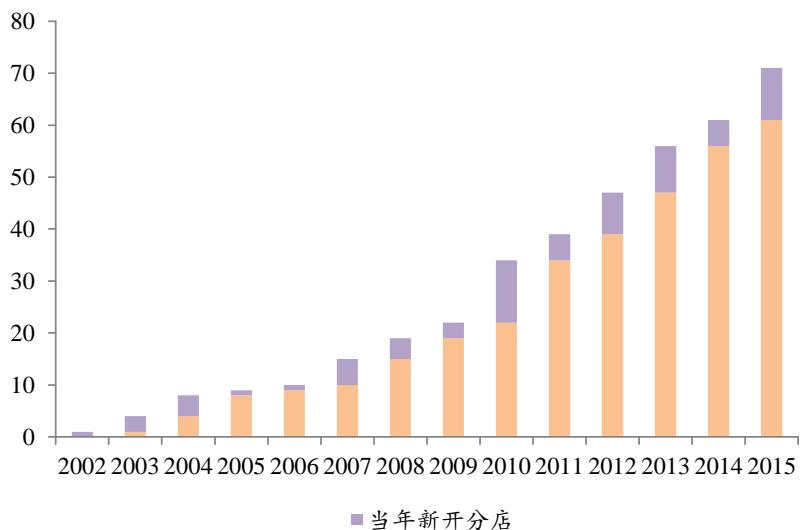
图表 1：爱尔眼科历史业绩高成长



来源：Wind, 国金证券研究所

- 公司从 2002 年成立第一家医院，到目前，上市公司体系内有 60 多家医院，并购基金有 50 多家医院。阶梯式开店，稳步推进连锁化。上市公司体系内平均每年新开 5 家店，其中 10 年和 15 年通过并购加速了开店进程。

图表 2：爱尔眼科上市公司体系内稳步推进连锁化

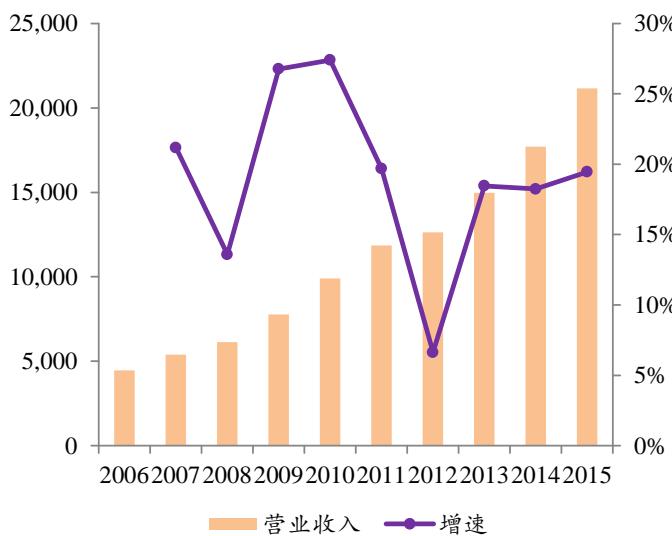


来源：根据公司公告整理，国金证券研究所

成熟医院增长依然强劲，净利润率高

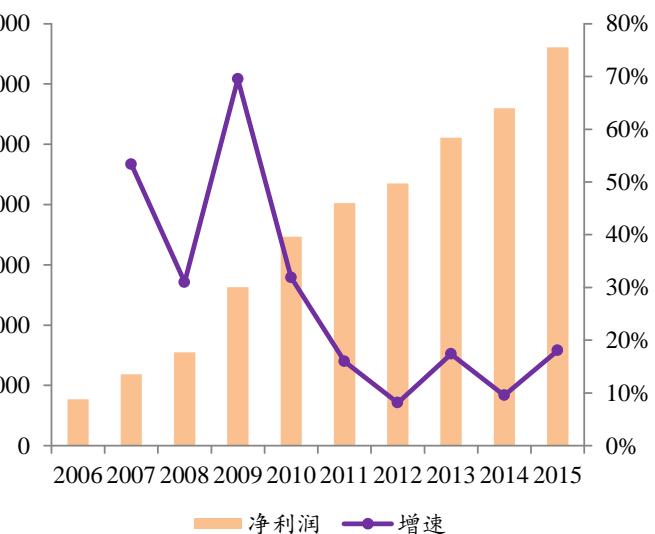
- 长沙爱尔、武汉爱尔、成都爱尔、衡阳爱尔、株洲爱尔、重庆爱尔等 2006 年之前开的医院当前增长依然强劲，稳态期净利率高。
- 长沙爱尔成立于 2004 年 12 月，2015 年公司实现收入 2.1 亿，同比增长 19%；净利润 6,607 万，同比增长 18%，是公司收入第二大、利润第一大的分支机构。
- 长沙爱尔 2006 年~2015 年营业收入年复合增速达到 19%，净利润年复合增长达到 27%。长沙爱尔净利率保持在 31%~35% 之间，净利率高。

图表 3：长沙爱尔实现收入高增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：长沙爱尔实现利润高增长



来源：公司公告，国金证券研究所

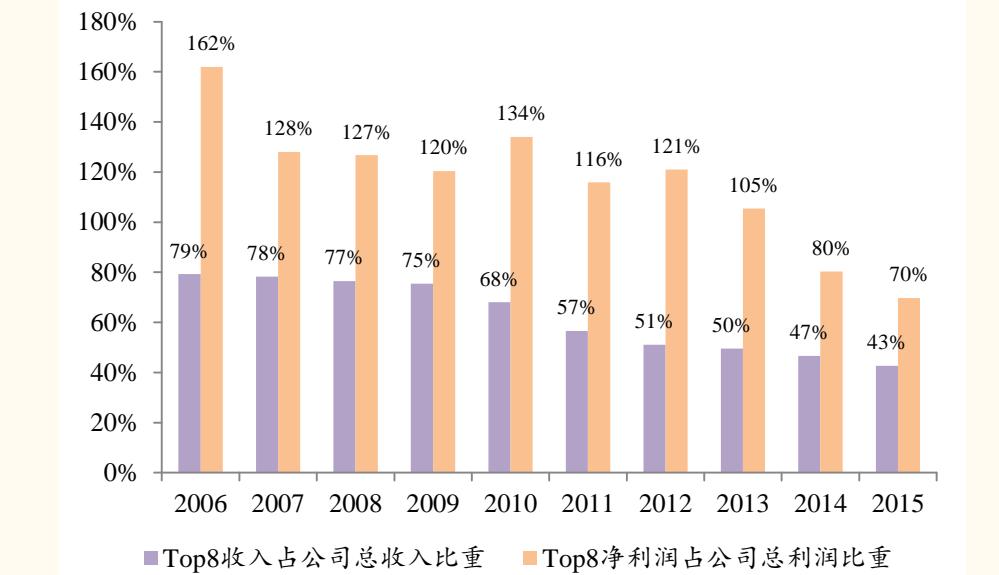
新开医院减亏，进入滚动贡献业绩的良性循环期

- 我们统计了长沙、武汉、成都、重庆、沈阳、广州等 8 个体量较大的爱尔医院，发现前 8 大医院 2006 年时共计贡献收入 1.5 亿，占公司总收入比重

达到 79%，贡献利润 2,147 万，占公司总利润比重 162%，说明其他医院正经历亏损期。

- 大约 2013 年左右，公司前 8 大医院利润合计占到公司总利润的 100%，说明其他医院整体实现了盈亏平衡，新建医院不再拖累上市公司业绩。
- 2015 年前 8 大医院实现收入 13.5 亿，占公司总收入的 43%，净利润 3 亿多，占公司总利润的 70%。我们认为，随着更多的新医院实现盈亏平衡并步入稳定发展期，叠加体外并购基金成熟资产注入因素，公司的净利润率将逐年提升。

图表 5：新店结束亏损，滚动带动业绩良性发展



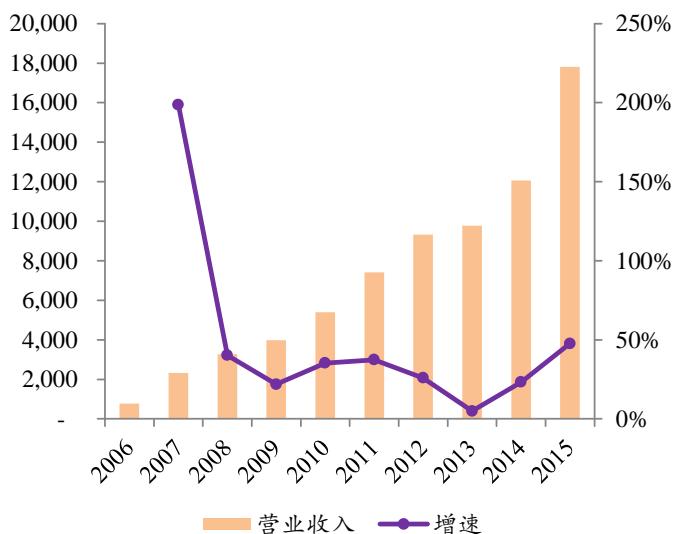
来源：公司公告，国金证券研究所

未来：连锁制业态+并购基金贡献带来业绩持续高增长

以重庆爱尔为例，寻找新建医院成长路径共性

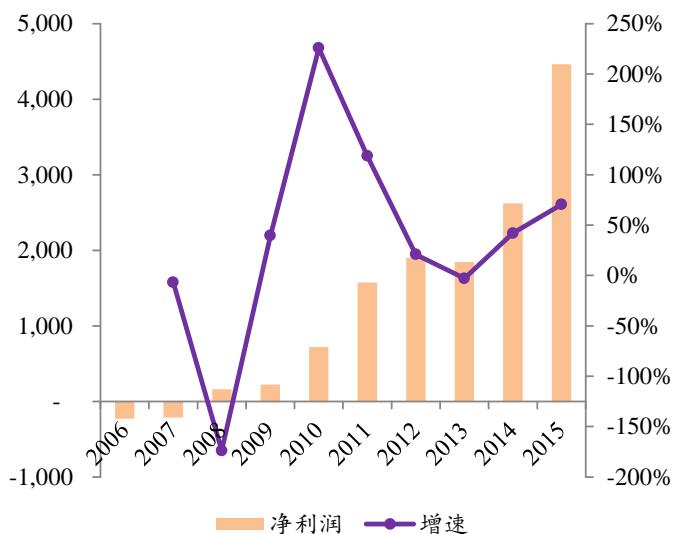
- 重庆爱尔成立于 2006 年 7 月，注册资本 3000 万，经历两年亏损期后，第三年实现盈利，净利润率在第五年达到 13%，第六年达到 21%，目前稳定在 25% 左右。
- 2006 年成立至今，重庆爱尔实现收入端年均复合增长 42%，利润端年均复合增长 61%。2015 年实现营业收入 1.78 亿，实现净利润 4,463 万。

图表 6：重庆爱尔营业收入高速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：重庆爱尔经历两年亏损期后净利润大幅增长

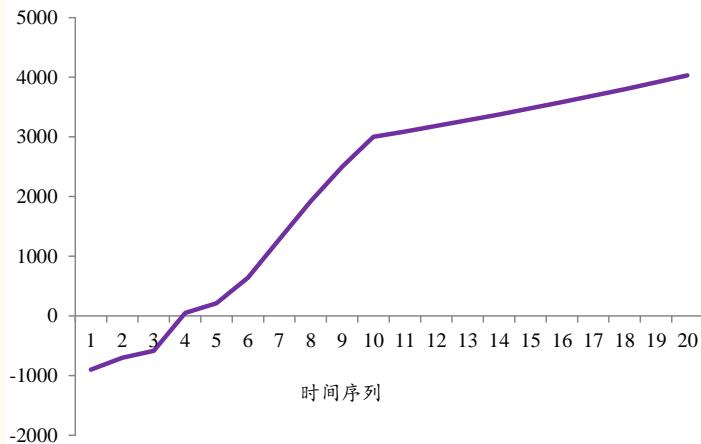


来源：公司公告，国金证券研究所

偏保守的假设下预计单个眼科医院的成长周期

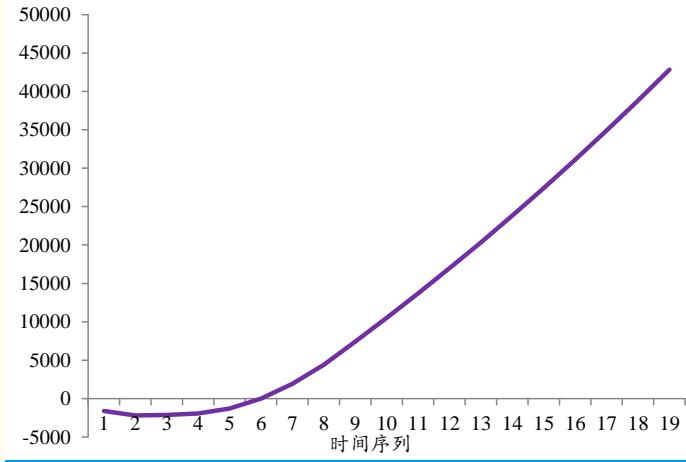
- 保守假设新开一家医院亏损3年，第4年盈利，6-7年达到盈亏平衡。（假设保守，如合肥爱尔于2007年成立当年实现盈利100万，邵阳爱尔、广州爱尔、贵阳爱尔第二年盈利，哈尔滨爱尔第三年盈利，因此实际情况要比我们假设乐观很多。）
- 假设第5年~第9年为业绩释放期，利润年复合增速达到100%。
- 假设第10年达到3000万净利润。（假设保守，重庆爱尔成立第10年实现净利润4,463万）
- 假设从第10年开始，设定3%的永续增长率。（假设保守，重庆爱尔第9年实现42%增长，第10年实现70%增长；且从爱尔眼科很多医院来看，3000万的净利润不是公司的产能瓶颈，长沙爱尔成立12年，去年实现6,607万净利润，同比增长18%。）

图表 8：眼科医院成长周期假设—当年盈利 (万)



来源：国金证券研究所

图表 9：眼科医院成长周期假设—累计盈利 (万)



来源：国金证券研究所

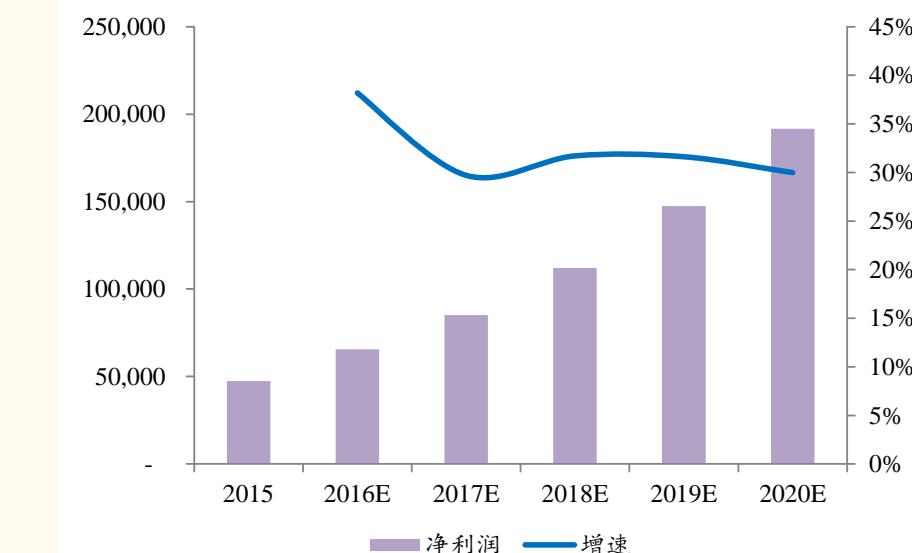
未来五年公司业绩有望保持高速增长

■ 通过我们的模拟测算，公司未来五年业绩有望保持高速增长，年化增速在32%以上。（在此我们只提供一种研究方法，说明连锁制医疗服务业态可长期保持高增长；但由于假设因素很多、估算保守、具体影响因子也与实际情况存在偏差，具体的预测数字不代表实际实现情况）。

■ 假设：

- 上文中的单个眼科医院的成长周期假设
- 假设体外并购基金当前的50多家医院未来有序注入上市公司，注入的当期利润在300万-500万
- 假设2016~2020年，体外并购基金注入上市公司的医院分别为0个、3个、5个、15个、20个。
- 基于以上保守假设，我们拟合出公司未来5年业绩发展情况，年化增速在32%以上。

图表10：公司未来5年净利润将继续保持高速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

良好的激励体系奠定公司发展的基石

2011年5月推出股票期权计划

- 公司在2011年5月推出股票期权，授予对象194人、891万股，行权价格41.43元/股。授予日满1年后可行权，6年行权完成。

图表11：期权激励计划6年行权完成

| 行权期 | 行权时间 | 可行权比例 |
|--------|---------------|-------|
| 第一个行权期 | 2012.5-2013.5 | 20% |
| 第二个行权期 | 2013.5-2014.5 | 16% |
| 第三个行权期 | 2014.5-2015.5 | 16% |
| 第四个行权期 | 2015.5-2016.5 | 16% |
| 第五个行权期 | 2016.5-2017.5 | 16% |
| 第六个行权期 | 2017.5-2018.5 | 16% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 首期期权激励计划覆盖194位核心管理人员、技术人员。

图表 12：首期期权激励计划覆盖人员

| 姓名 | 职务 | 获授数量（万份） | 占本次授予的比例 | 占总股本的比例 |
|---------------------------|------------|----------|----------|---------|
| 李力 | 副董事长、总裁 | 100 | 11.23% | 0.37% |
| 郭宏伟 | 董事、副总裁 | 80 | 8.98% | 0.30% |
| 韩忠 | 董事、财务总监、董秘 | 52.08 | 5.85% | 0.20% |
| 万伟 | 副总裁 | 20 | 2.25% | 0.07% |
| 李爱明 | 副总裁 | 20 | 2.25% | 0.07% |
| 其他核心管理人员、核心技术（业务）人员（189人） | | 618.72 | 69.46% | 2.32% |
| 合计（194人） | | 890.80 | 100% | 3.34% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 行权条件：以 2010 年净利润为基数，公司 2011-2016 年相对于 2010 年的净利润增长率分别不低于 20%、40%、65%、90%、110%、140%；2011-2013 年和 2014-2016 年的净资产收益率分别不低于 9.6% 和 10%。如下表：

图表 13：首期期权激励计划行权条件

| 时间 | 净利润增长率条件 | 净利润增长率实际值 | 是否达到 | 净资产收益率条件 | 净资产收益率实际值 | 是否达到 |
|------|----------|-----------|------|----------|-----------|------|
| 2011 | 20% | 42.9% | 是 | 9.6% | 13.2% | 是 |
| 2012 | 40% | 52.0% | 是 | 9.6% | 13.1% | 是 |
| 2013 | 65% | 85.8% | 是 | 9.6% | 14.8% | 是 |
| 2014 | 90% | 157.0% | 是 | 10.0% | 17.3% | 是 |
| 2015 | 110% | 255.8% | 是 | 10.0% | 21.1% | 是 |
| 2016 | 140% | — | — | 10.0% | — | — |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 股票期权激励计划推出以来，公司 2011 年~2015 年业绩全部大幅超过行权条件。良好的激励体系奠定了公司发展的基石。

2013 年 1 月推出首期限制性股票激励计划

- 2013 年 1 月公司推出首期限制性股票激励计划，授予 249 位激励对象 545 万股。授予价格 8.68 元/股。

图表 14：首期限制性股票激励计划覆盖人员

| 姓名 | 职务 | 获授数量（万股） | 占本次授予的比例 | 占总股本的比例 |
|-------------------------|------------|---------------|---------------|-------------|
| 李力 | 副董事长、总裁 | 9.2 | 1.5% | 0.0% |
| 韩忠 | 董事、财务总监、董秘 | 10 | 1.7% | 0.0% |
| 万伟 | 副总裁 | 5 | 0.8% | 0.0% |
| 李爱明 | 副总裁 | 6 | 1.0% | 0.0% |
| 唐仕波 | 副总裁 | 5 | 0.8% | 0.0% |
| 刘多元 | 财务总监 | 4 | 0.7% | 0.0% |
| 中层管理人员、核心业务（技术）人员（243人） | | 505.45 | 83.3% | 1.2% |
| 首次授予合计 | | 544.65 | 89.7% | 1.3% |
| 预留 | | 62.5 | 10.3% | 0.2% |
| 合计 | | 607.2 | 100.0% | 1.4% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 分三年解锁：

图表 15：首期限制性股票激励计划解锁时间

| 解锁安排 | 解锁时间 | 可解锁比例 |
|-------|---------------|-------|
| 第一次解锁 | 2014.1-2015.1 | 40% |
| 第二次解锁 | 2015.1-2016.1 | 30% |
| 第三次解锁 | 2016.1-2017.1 | 30% |

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 解锁条件：

- 以 2012 年净利润为固定基数，2013 年、2014 年、2015 年净利润增长率分别不低于 20%、40%、65%；
- 2013 年、2014 年、2015 年净资产收益率均不低于 10%。
- 锁定期净利润不低于最近三个会计年度的平均水平且不得为负。如下表：

图表 16：首期限制性股票激励计划解锁条件

| 时间 | 净利润增长率条件 | 净利润增长率实际值 | 是否达到 | 净资产收益率条件 | 净资产收益率实际值 | 是否达到 |
|------|----------|-----------|------|----------|-----------|------|
| 2013 | 20% | 26.0% | 是 | 10% | 14.8% | 是 |
| 2014 | 40% | 68.6% | 是 | 10% | 17.3% | 是 |
| 2015 | 65% | 145.5% | 是 | 10% | 21.1% | 是 |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 限制性股票激励计划推出以来，公司 2011 年~2015 年业绩全部大幅超过解锁条件。

2016 年推出第二期限制性股票激励计划

- 2016 年公司推出第二期限制性股票激励计划，授予 1585 人 2,009 万股。授予价格：14.26 元/股。

图表 17：第二期限制性股票激励计划覆盖人员

| 姓名 | 职务 | 获授数量（万股） | 占本次授予的比例 | 占总股本的比例 |
|--------------------------|----------|----------|----------|---------|
| 李力 | 副董事长、总经理 | 10.01 | 0.46% | 0.01% |
| 韩忠 | 董事、副总经理 | 8.58 | 0.39% | 0.01% |
| 万伟 | 副总经理 | 8.58 | 0.39% | 0.01% |
| 李爱明 | 副总经理 | 8.58 | 0.39% | 0.01% |
| 唐仕波 | 副总经理 | 8.58 | 0.39% | 0.01% |
| 刘多元 | 财务总监 | 8.58 | 0.39% | 0.01% |
| 吴士君 | 董事会秘书 | 8.58 | 0.39% | 0.01% |
| 中层管理人员、核心业务（技术）人员（1578人） | | 1947.5 | 88.52% | 1.98% |
| 首次授予合计 | | 2008.99 | 91.32% | 2.05% |
| 预留 | | 191.01 | 8.68% | 0.19% |
| 合计 | | 2200 | 100% | 2.23% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司第二期限制性股票激励计划分四期解锁，业绩考核目标为，以 2015 年净利润为基数，2016 年~2019 年净利润增长率分别不低于 20%、40%、60%、80%。

图表 18：第二期限制性股票激励计划解锁条件

| 解锁期 | 业绩考核目标 |
|--------|--------------------------------|
| 第一个解锁期 | 以2015年净利润为基数，2016年净利润增长率不低于20% |
| 第二个解锁期 | 以2015年净利润为基数，2017年净利润增长率不低于40% |
| 第三个解锁期 | 以2015年净利润为基数，2018年净利润增长率不低于60% |
| 第四个解锁期 | 以2015年净利润为基数，2019年净利润增长率不低于80% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 股权激励计划的实施，给公司带来的管理费用成本有限，但激励作用明显。以 2016 年 6 月推出的第二期限制性股票激励首次授予 2,009 万股来说，其股权激励费用产生的管理总费用 2740 万元，分摊到五年的管理费用中，对上市公司业绩影响非常有限。
- 但激励作用明显，公司前两次股权激励计划顺利实施后，公司后来业绩都大幅超过激励条件，我们认为此次限制性股票激励计划实施后，公司业绩同样将保持高速增长。
- 公司通过三期股权激励计划，促进核心管理人员、技术人员的积极性，从历年业绩增长情况看，激励作用明显。公司充分利用上市公司平台，是二级市场上激励机制最为健全的医药公司之一，可以说良好的激励体系奠定了公司上市以来发展的坚实基石。

两个“合伙人计划”相得益彰，是公司发展的催化剂

合伙人计划以股权为纽带，吸引人才、新建医院

- 2014 年 4 月，公司推出“合伙人计划”。合伙人计划是指符合一定资格的核心技术人才与核心管理人才，成立合伙企业，作为合伙人股东与爱尔眼科共同投资设立新医院(含新设、并购及扩建)。在新医院达到一定盈利水平后，上市公司通过发行股份、支付现金或两者结合等方式，以公允价格收购合伙人持有的医院股权。
- 合伙企业经营期限一般为 3 至 5 年，期满后上市公司以股权或现金的形式收购其持有的股份。合伙人计划激励的对象分为以下几类：
 - 对新医院发展具有较大支持作用的上级医院核心人才；
 - 新医院（含地市级医院、县级医院、门诊部、视光中心）的核心人才
 - 公司认为有必要纳入计划及未来拟引进的重要人才。
 - 公司总部、大区、省区的核心人才
- 人才是医疗服务行业持续发展最关键的推动力。该计划以股权为纽带、以长期激励为导向，不仅有效提高现有核心人才的积极性，而且有助于引进大批发展所需的人才，从而占据更多行业核心资源，为公司加快发展提供有力的人才保障。
- “合伙人计划”的实质是“公司搭台、骨干唱戏，资源共享、高效激励”。该计划有利于激发核心骨干的创造力和能动性，使大量新医院尽早盈利，推动公司规模与效益同步提高。

“省会合伙人计划”焕发已有医院增长新活力

- 2015 年 4 月，公司推出省会医院合伙人计划，以公允价值出让(或者受让人增资方式)体系内 14 家医院的 10-20% 股权给省会医院的核心团队，并承

诺在 4-6 年左右的时间里，上市公司以股权或现金方式回购合伙人所持的省会医院股权。

- 14 家省会医院包括：济南爱尔、合肥爱尔、太原爱尔、南昌爱尔、南京爱尔、昆明爱尔、石家庄爱尔、贵阳爱尔、南宁爱尔、兰州爱尔等十家省会医院及深圳爱尔、天津爱尔、宁波光明爱尔、重庆爱尔麦格等四家被赋予同等定位的眼科医院。
- 我们认为，公司设立省会合伙人计划是为了焕发已有医院新的增长动力，提升除了前文我们汇总过的体系内前 8 大医院以外的其他医院的盈利能力。
- 与“合伙人计划”针对新开医院不同，“省会合伙人计划”针对体系内已有医院做激励。两种“合伙人计划”相得益彰，既能保证公司不断有新医院开设为未来创造新的盈利增长点，又能保证现有医院盈利能力最大化为上市公司贡献当期利润。

并购基金是爱尔眼科的“加速器”

- 考虑到直接由上市公司新建医院，要承受 2~3 年左右的亏损期，因此直接由上市公司新建医院可能对当期业绩造成一定拖累，公司于 2014 年开始设立并购基金，在体外开设医院。体外医院达到一定成熟期后，再分批注入上市公司。

图表 19：公司体外并购基金

| 并购基金名称 | 规模(亿) | 上市公司出资 |
|------------------|-------|--------|
| 爱尔东方合伙并购基金 | 2 | 10% |
| 湖南爱尔中钰眼科医疗产业并购基金 | 10 | 10% |
| 华泰并购基金 | 20 | 10% |
| 南京爱尔安星眼科医疗产业投资中心 | 10 | 19% |
| 华泰瑞联二期产业并购基金 | 100 | 2% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 上文我们测算爱尔眼科未来业绩时，假设了并购基金体外资产分批注入上市公司体内，带来公司未来业绩持续高速增长。当前公司并购基金储备 60 多家医院，爱尔东方基金、中钰眼科基金、爱尔安星眼科医疗基金专注于投资眼科医院，其他基金投资与眼科相关的潜力项目。体外并购基金开设医院速度快于上市公司，我们认为并购基金的设立为上市公司提供了长远发展和业绩释放的“加速器”。

多方人才储备是公司长足发展的根本

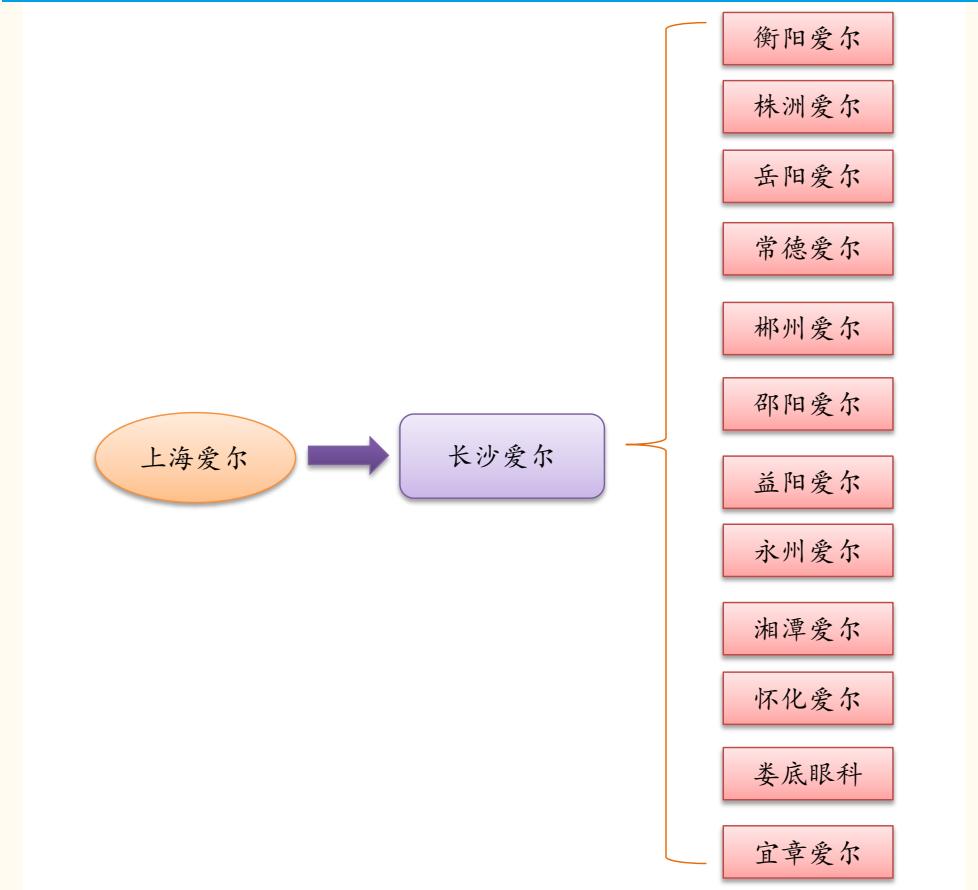
- 在引进成熟人才与新入门人才方面，公司都有布局：通过“合伙人计划”已储备了业内有影响力的眼科医生人才，此外，公司还通过与中南大学、湖北科技大学合作，为未来长足发展储备新进人才。
- 2013 年 5 月，公司与中南大学签订合作协议书，双方协商确立共同设立“中南大学爱尔眼科学院”，这是国内首家由产业资本与优质教育资源携手打造的眼科学院，双方在医疗、科研、教育多领域建立长期的战略关系。爱尔眼科学院计划每年培养 40 名硕士和博士研究生，已是国内眼科研究所招生规模最大的学校之一。
- 2014 年，公司与湖北科技大学联合成立爱尔眼视光学院，旨在培养眼视光学的专门技术人才。

- 以与中南大学的合作为例，此举旨在解决民营医院的人才瓶颈问题。中南大学是国家“985”工程部省重点建设大学，公司打通了医疗、教育、科研一体化的通道，从解决了高层次专家的引进和高素质人才的培养难题。同时，为搭建高水准的医疗教育科研平台，学院还组建了权威的专家导师团队，聘任了中国科学院杨雄里院士、苏国辉院士、德国图宾根眼科研究所 Frank Schaeffel 教授、香港中文大学彭智培教授以及中华医学会眼科学分会主任委员王宁利教授等一批知名专家教授，极大提升了眼科学院的科研实力及学术影响力。

多级连锁，分级诊疗

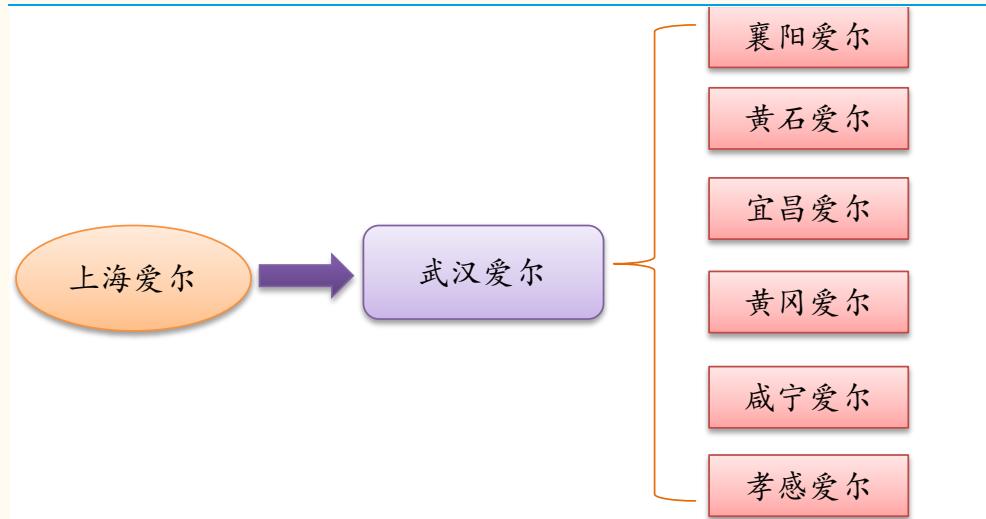
- 之前爱尔眼科的分级连锁模式，将旗下医院分为三个等级：
 - 上海爱尔为一级医院，定位于技术中心和眼科疑难杂症会诊中心
 - 省会医院多为二级医院，开展全眼科服务，同时担任省级眼科疑难杂症会诊中心
 - 地市级医院多为三级医院，侧重于视光业务和常见眼科疾病诊疗服务
- 三级连锁的商业模式，使公司得以实现眼科医疗服务方面的“分级诊疗，上下转诊”模式，使病院突破地理位置局限。使得患者可以在爱尔眼科的连锁医院体系内享受到多层次的眼科医疗服务。与单点的公立医院相比，公司的多层次服务体系提升了整体竞争力。
- 当前，公司在湖南和湖北地区的三级连锁基本搭建完毕，基本辐射整个湖南省和湖北省。其他省份三级连锁也在稳步推进中。

图表 20：湖南地区三级连锁基本搭建完毕



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：湖北地区三级连锁基本搭建完毕



来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们预计到 2017 年年底，公司有望拥有 200 家左右的医院（上市公司+并购基金），渗透到地级市。而未来，公司也可能通过门诊形式或者医院形式在县级地区布点，或者与社区医院合作，将网络逐级往下渗透。“三级连锁”的模式未来有望发展成为四级连锁甚至五级连锁，形成国内最大的可执行分级诊疗的眼科治疗集团。

市场空间与标准化商业模式是连锁服务业态发展的基础

- 公司主营业务大致分为医疗服务业务和视光服务。其中医疗服务包括准分子手术、白内障手术、眼前段手术、眼后段手术。

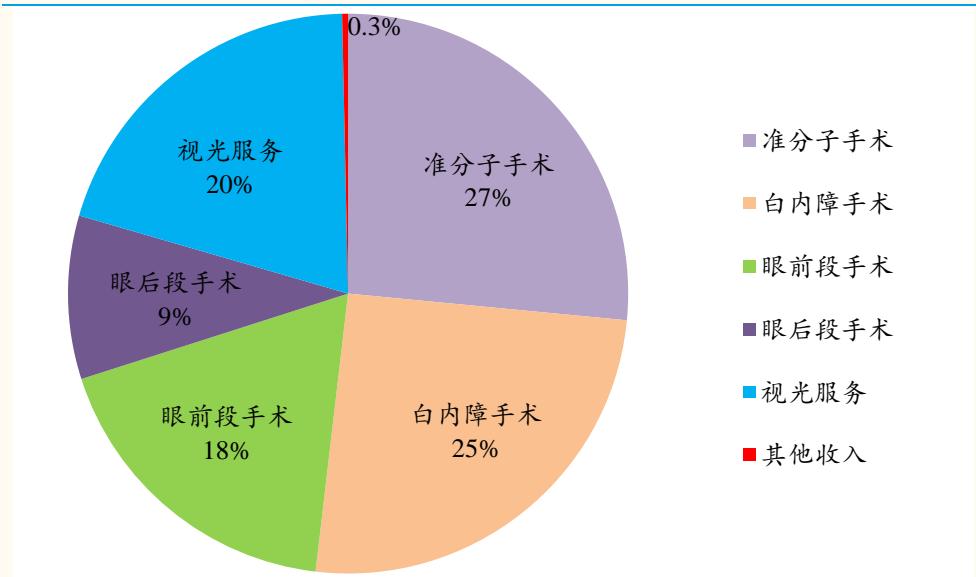
图表 22：公司主营业务

| | |
|-------------|---|
| 准分子激光角膜屈光手术 | 应用准分子激光改变角膜前表面的形态，来矫治屈光不正的手术，可以矫治近视、远视和散光 |
| 白内障手术 | 晶状体混浊导致视力下降，摘除浑浊的晶体后，置入人工晶体以恢复视力 |
| 眼前段手术 | 涉及眼球前段结构，如角膜、虹膜、睫状体、晶状体等疾病所施行的手术 |
| 眼后段手术 | 涉及眼球后段结构如玻璃体、视网膜等等部位疾病所进行的手术 |
| 医学验光配镜 | 验屈光度、散光轴位、调节力、双眼、单视功能、辐辏集合功能、双眼调节平衡、主视眼的辨别等，最后综合上述情况出具科学的验光处方，达到配镜的清晰舒适和医疗保健的目的 |

来源：国金证券研究所

- 各个服务业态业绩贡献较为均匀，公司去年实现营业收入 31.7 亿，其中准分子手术、白内障手术、视光服务分别占比 27%、25%、20%。

图表 23：主营业务 2015 年收入构成情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司 2006 年~2015 年收入端年复合增速达到 37%，净利润复合增速达到 46%。各业务板块过往均保持高增长，除了 2012 年准分子手术板块受“封刀门”事件影响出现个位数增长。
- 2005~2012 年全国眼科医院收入复合增速达到 27%，视光配镜行业增速在 10% 左右。
- 眼科医院与综合性医院的不同主要体现在两点：
 - 药占比低：与公立综合医院 40% 以上药占比相比，眼科医院药占比在 10%~20% 左右，眼病大多以手术治疗为主，对设备依赖程度较高
 - 综合性医院对眼科重视程度不足：大多数综合医院将眼科放在五官科下，对眼科重视程度不足。

中国眼科市场庞大，行业发展潜力大

- 准分子市场现状：
 - 美国近视手术治疗每年在 80 万例左右，累计治疗人口占其近视总人口的 15%；我国有 6 亿多的近视人口，每年约有 100 万人进行近视手术治疗。
- 白内障市场现状：
 - 我国约有白内障患者 9000 万左右，每年新发病例在 40 万左右，当前全国累计白内障手术约 1000 万。
- 我们以准分子市场和白内障市场为例，可见中国的眼科市场庞大，行业发展潜力大，供需远未达到天花板。

标准化、可复制是连锁服务业态发展的基础

- 公司主业准分子激光手术、白内障手术和视光业务有标准的治疗流程，可复制性强，这是连锁制服务业态得以发展壮大的基础。相比眼前段手术、眼后段手术，准分子手术和视光业务更依赖仪器。
- 准分子手术技术从传统的板层刀技术（金属刀片制作角膜瓣）、到半飞秒技术（激光制作角膜瓣）、到全飞秒技术（无需制作角膜瓣），技术日渐成熟。
- 眼科行业主流设备厂商主要有德国蔡司，美国爱尔康、科医人、博士伦、威视等。德国蔡司 VisuMax 全飞秒设备，单台价格在 1200 万元左右，全

国所有医院拥有 100 多台，其中爱尔眼科拥有 27 套全飞秒手术系统，是全国乃至全球全飞秒装机量最大的医疗机构。当前国内飞秒手术量超过 18 万例，其中爱尔眼科开展了 2.5 万例。

盈利预测

- 预计公司 2016~2018 年归属母公司净利润分别为 5.75 亿、7.69 亿、10.48 亿，对应 EPS 分别为 0.57 元、0.76 元、1.04 元，当前股价分别对应 16~18 年 P/E 61 倍、46 倍、33 倍。给予“买入”评级。

风险提示

- 运营风险；网络下沉进度；并购基金资产注入进度；行业风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入 | 1,985 | 2,402 | 3,166 | 4,063 | 5,222 | 6,721 |
| 增长率 | 21.0% | 31.8% | 28.3% | 28.5% | 28.7% | |
| 主营业务成本 | -1,074 | -1,323 | -1,691 | -2,169 | -2,794 | -3,568 |
| %销售收入 | 54.1% | 55.1% | 53.4% | 53.4% | 53.5% | 53.1% |
| 毛利 | 911 | 1,079 | 1,475 | 1,893 | 2,428 | 3,153 |
| %销售收入 | 45.9% | 44.9% | 46.6% | 46.6% | 46.5% | 46.9% |
| 营业税金及附加 | -3 | -3 | -3 | -4 | -6 | -8 |
| %销售收入 | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 营业费用 | -229 | -273 | -405 | -508 | -653 | -840 |
| %销售收入 | 11.5% | 11.4% | 12.8% | 12.5% | 12.5% | 12.5% |
| 管理费用 | -347 | -381 | -466 | -589 | -731 | -907 |
| %销售收入 | 17.5% | 15.8% | 14.7% | 14.5% | 14.0% | 13.5% |
| 息税前利润（EBIT） | 332 | 422 | 601 | 792 | 1,038 | 1,398 |
| %销售收入 | 16.7% | 17.6% | 19.0% | 19.5% | 19.9% | 20.8% |
| 财务费用 | 3 | 4 | 4 | 1 | -4 | 0 |
| %销售收入 | -0.2% | -0.2% | -0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.0% |
| 资产减值损失 | -15 | -13 | -14 | -12 | -11 | -11 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 17 | 10 | 5 | 5 | 5 |
| %税前利润 | 0.0% | 4.1% | 1.8% | 0.7% | 0.5% | 0.4% |
| 营业利润 | 320 | 429 | 601 | 785 | 1,029 | 1,392 |
| 营业利润率 | 16.1% | 17.9% | 19.0% | 19.3% | 19.7% | 20.7% |
| 营业外收支 | -16 | -22 | -51 | -30 | -20 | -20 |
| 税前利润 | 305 | 407 | 550 | 755 | 1,009 | 1,372 |
| 利润率 | 15.4% | 16.9% | 17.4% | 18.6% | 19.3% | 20.4% |
| 所得税 | -86 | -94 | -114 | -174 | -232 | -315 |
| 所得税率 | 28.1% | 23.1% | 20.6% | 23.0% | 23.0% | 23.0% |
| 净利润 | 219 | 313 | 437 | 581 | 777 | 1,056 |
| 少数股东损益 | -4 | 4 | 9 | 6 | 8 | 8 |
| 归属于母公司的净利润 | 223 | 309 | 428 | 575 | 769 | 1,048 |
| 净利率 | 11.3% | 12.9% | 13.5% | 14.2% | 14.7% | 15.6% |
| | | | | 34% | 34% | 36% |

现金流量表（人民币百万元）

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 净利润 | 219 | 313 | 437 | 581 | 777 | 1,056 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 179 | 189 | 202 | 153 | 142 | 147 |
| 非经营收益 | 0 | -23 | -9 | 64 | 27 | 27 |
| 营运资金变动 | 14 | -26 | -107 | 194 | 6 | 2 |
| 经营活动现金净流 | 413 | 454 | 522 | 993 | 952 | 1,233 |
| 资本开支 | -195 | -177 | -261 | -632 | -309 | -460 |
| 投资 | -115 | -204 | -404 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 10 | 5 | 5 | 5 |
| 投资活动现金净流 | -310 | -380 | -654 | -628 | -304 | -455 |
| 股权募资 | 74 | 97 | 64 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -64 | 0 | 174 | -4 | 0 | 1 |
| 其他 | -21 | -70 | -171 | 5 | -140 | -140 |
| 筹资活动现金净流 | -11 | 27 | 67 | 1 | -140 | -139 |
| 现金净流量 | 92 | 101 | -66 | 366 | 508 | 638 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 620 | 720 | 721 | 1,087 | 1,595 | 2,233 |
| 应收账款 | 167 | 245 | 359 | 398 | 512 | 659 |
| 存货 | 116 | 141 | 174 | 208 | 268 | 342 |
| 其他流动资产 | 113 | 154 | 220 | 89 | 114 | 145 |
| 流动资产 | 1,016 | 1,260 | 1,474 | 1,782 | 2,489 | 3,379 |
| %总资产 | 47.9% | 49.4% | 45.3% | 44.7% | 51.4% | 56.1% |
| 长期投资 | 0 | 120 | 264 | 265 | 264 | 264 |
| 固定资产 | 616 | 585 | 729 | 727 | 880 | 1,179 |
| %总资产 | 29.0% | 22.9% | 22.4% | 18.2% | 18.2% | 19.6% |
| 无形资产 | 466 | 554 | 748 | 1,210 | 1,205 | 1,200 |
| 非流动资产 | 1,103 | 1,290 | 1,783 | 2,204 | 2,351 | 2,645 |
| %总资产 | 52.1% | 50.6% | 54.7% | 55.3% | 48.6% | 43.9% |
| 资产总计 | 2,119 | 2,550 | 3,257 | 3,986 | 4,840 | 6,024 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 289 | 342 | 446 | 522 | 672 | 858 |
| 其他流动负债 | 89 | 109 | 131 | 321 | 376 | 445 |
| 流动负债 | 378 | 451 | 579 | 843 | 1,047 | 1,303 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 174 | 174 | 174 | 175 |
| 其他长期负债 | 2 | 2 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 380 | 453 | 757 | 1,017 | 1,222 | 1,478 |
| 普通股股东权益 | 1,666 | 2,025 | 2,395 | 2,860 | 3,500 | 4,421 |
| 少数股东权益 | 73 | 73 | 104 | 110 | 118 | 126 |
| 负债股东权益合计 | 2,119 | 2,550 | 3,257 | 3,986 | 4,840 | 6,024 |

比率分析

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.517 | 0.473 | 0.434 | 0.571 | 0.763 | 1.041 |
| 每股净资产 | 3.851 | 3.094 | 2.431 | 2.902 | 3.552 | 4.485 |
| 每股经营现金净流 | 0.954 | 0.693 | 0.530 | 1.007 | 0.966 | 1.251 |
| 每股股利 | 0.350 | 0.150 | 0.150 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 13.41% | 15.27% | 17.87% | 20.12% | 21.96% | 23.71% |
| 总资产收益率 | 10.55% | 12.12% | 13.14% | 14.43% | 15.88% | 17.40% |
| 投入资本收益率 | 13.72% | 15.45% | 17.79% | 19.39% | 21.08% | 22.80% |
| 增长 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 21.02% | 21.01% | 31.79% | 28.34% | 28.53% | 28.71% |
| EBIT 增长率 | 30.74% | 27.09% | 42.27% | 31.84% | 31.12% | 34.63% |
| 净利润增长率 | 22.25% | 38.34% | 38.44% | 34.41% | 33.62% | 36.34% |
| 总资产增长率 | 9.79% | 20.37% | 27.69% | 22.41% | 21.41% | 24.47% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 17.8 | 18.8 | 20.3 | 21.0 | 21.0 | 21.0 |
| 存货周转天数 | 35.9 | 35.5 | 34.1 | 35.0 | 35.0 | 35.0 |
| 应付账款周转天数 | 72.2 | 71.0 | 69.1 | 70.0 | 70.0 | 70.0 |
| 固定资产周转天数 | 104.4 | 87.4 | 74.5 | 49.2 | 31.2 | 19.0 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -35.64% | -34.35% | -21.77% | -30.75% | -39.27% | -45.27% |
| EBIT 利息保障倍数 | -110.7 | -108.9 | -145.2 | -1,488.9 | 277.3 | 6,358.7 |
| 资产负债率 | 17.94% | 17.76% | 23.26% | 25.51% | 25.24% | 24.53% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-----|
| 1 | 2014-10-14 | 买入 | 27.27 | N/A |
| 2 | 2014-10-24 | 买入 | 26.61 | N/A |
| 3 | 2014-12-12 | 买入 | 27.16 | N/A |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD