

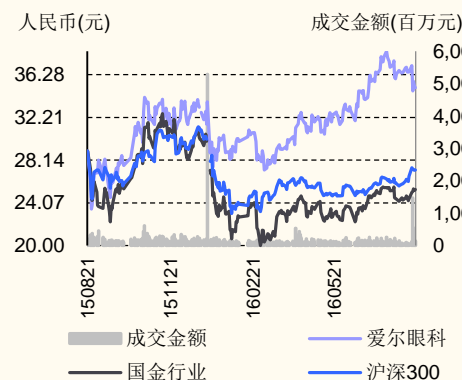
爱尔眼科 (300015.SZ) 保健产品及服务行业
评级：买入 维持评级
公司点评

市场价格 (人民币): 35.05 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) | 35,301.64 |
| 年内股价最高最低(元) | 38.51/23.49 |
| 沪深 300 指数 | 3365.02 |



上半年业绩保持高速增长，医疗服务民营连锁企业的典范

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 | 61.36 | 45.92 | 33.68 |
| 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

业绩简评

- 2016 年上半年公司实现营业收入 19.2 亿元，同比增长 32%；实现归属母公司净利润 2.7 亿元，同比增长 35%；实现扣非后归属母公司净利润 2.7 亿元，同比增长 30%；实现经营活动现金流量净额 3.2 亿元，同比增长 50%；上半年门诊量达到 179 万人次，同比增长 25%；手术量完成 18.7 万例，同比增长 28%。公司各方面业务继续保持高速增长，上半年业绩符合预期。

相关报告

1. 《民营连锁，复制经典-爱尔眼科公司深度研究》，2016.8.17

经营分析

- 上半年公司各项业务均高速发展，毛利率维持稳定：上半年屈光手术实现营业收入 5.6 亿，同比增长 30%；白内障手术 4.9 亿，同比增长 26%；眼前段手术实现营业收入 3 亿，同比增长 23%；眼后段手术 1.6 亿，同比增长 9%；视光业务 3.8 亿，同比增长 20%。上半年公司的各项业务均实现了高速发展。
- 公司各项业务的毛利率也维持稳定，其中白内障手术、眼后段手术、视光业务毛利率略有增长，屈光手术、眼前段手术毛利率同比略有下降，公司整体毛利率达到 46.6%，和去年同期持平。
- 2. 公司继续执行分级连锁，完善各省域纵深布局：公司积极响应国家分级诊疗、基层首诊的政策号召，继续加快地市级、县区级的医疗网络建设，新建郑州爱尔眼科医院、泸州爱尔眼科医院、宁乡爱尔视光门诊部，继续完善各省的纵深布局。公司目前已在湖南、湖北实现了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，商业模式由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。我们预计未来这一模式将持续开展异地复制。
- 3. 体外并购基金是上市公司发展的加速器：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。此前东方爱尔、爱尔中

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

钰产业基金已按照规划并购和新建眼科医院，为公司储备了大量优质并购标的。上半年公司参与设立了南京爱尔安星眼科医疗产业投资基金、宁波弘晖股权投资并购基金、深圳市达晨创坤股权投资并购基金、天津欣新盛股权投资合伙企业，其中，南京爱尔安星眼科医疗产业投资基金专注于并购和培育眼科医院，其他投资并购基金在兼顾公司战略发展布局的同时，投资其他相关行业的优质项目，实现资本增值收益，增强公司的盈利能力。

- **4.良好的激励体系进一步激发核心人员的积极性，为上市公司未来的业绩高速增长奠定基础：**公司于 2011 年、2013 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。通过股权激励计划，公司有效地促进了核心管理人员、技术人员的积极性，激励作用明显。报告期内，公司在实施多层次激励措施的基础上，进一步推出 2016 年限制性股票激励计划，激励对象达 1557 人（不含预留人员），不仅激励对象覆盖面广，而且倾斜于基层一线核心人员。目前公司股票期权的第四期行权已完毕，2013 年限制性股票激励计划已经全部解锁，2016 年限制性股票激励计划已授予登记。
- **5.公司持续推进“省会合伙人计划”，焕发体系内医院新的增长活力：**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。公司的“合伙人计划”和“省会合伙人计划”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。

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、34 倍。给予“买入”评级，目标价 45 元。
- 爱尔眼科是我们持续看好的民营连锁服务企业里的优秀代表，详细观点参考我们上周发布的公司深度报告《爱尔眼科：民营连锁，复制经典》。

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。

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% |

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 |

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 |
| 应收款项 | 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% |
| 增长率 | | | | | | |
| 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 |
| 4 | 2016-08-17 | 买入 | 35.66 | 45.00~45.00 |

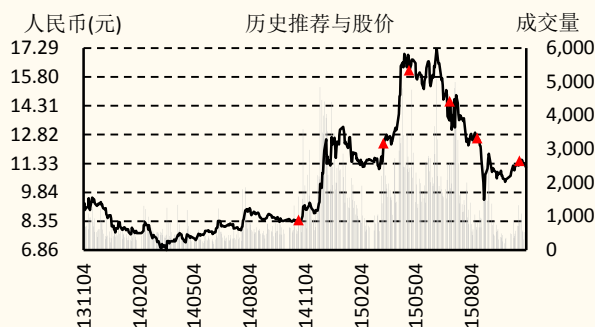
来源：国金证券研究所

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