

业绩稳健增长，外延布局加快

——爱尔眼科（300015）三季报点评

投资要点：

1. 事件

公司发布三季报。公司前三季度实现营业收入 30.83 亿元，同比增长 26.25%。实现归属母公司的净利润 4.68 亿元，同比增长 30.71%。前三季度实现 EPS 0.47 元。

其中，第三季度实现营业收入 11.63 亿元，同比增长 17.76%，环比增长 15.78%。实现归属净利润 1.96 亿元，同比增长 25.18%，环比增长 26.99%。第三季度实现 EPS 0.20 元。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩稳健增长，白内障业务暂时性受限

报告期内，随着眼科市场需求持续增加，公司经营规模和品牌影响力不断扩大，规模效应优势显现，公司总体营业收入与净利润均保持持续增长，各项主要业务也保持稳定增长态势。前三季度主要亚专科业务情况分别为：

1.屈光手术：前三季度实现营业收入为 9.62 亿元，同比增长 32.94%；其中第三季度营业收入为 4.01 亿元，同比增长 24.53%，环比增长 24.78%。公司屈光手术业务稳步增长受益于手术量与单价齐升，其中手术量提高约 20%，手术平均单价约 1w 元以上且每年增幅较大，主要原因：公司可提供术式选择较多，从最基础的板层刀（单价数千元）到高级的全飞秒（单价 2w 左右），给予患者较大选择空间，随着选择高端术式的患者数量上升，公司手术平均单价不断上升。目前公司高端术式全飞秒和 ICL 占比已经超过了 30%，增长十分迅速。

预计公司未来屈光手术仍有较大发展空间，原因有二：一是中国人口多、近视患病率高，潜在手术患者多；二是国内手术率较美国等发达国家低很多。因此屈光手术行业天花板远未达到。

2.白内障手术：前三季度实现营业收入 6.97 亿元，同比增长 18.63%；其中第三季度营业收入为 2.06 亿元，同比增长 3.35%，环比下降 23.09%。公司第三季度白内障手术同比增速放缓，主要因为公司白内障业务重镇上海、重庆两地自“魏则西事件”后对医疗机构的社区筛查活动进行了规范限制，对公司渠道门诊量造成了阶段性的负面影响。第三季度环比下滑则主要因为白内障手术受气温影响，本身具有季节性，历年夏季均为业务量低点。目前事件影响逐渐消退，区内筛查已经放开，区外筛查需事先报备登记。白内障手术属于刚性需求，随着公司旗下医院进入医保速度加快及公司良好口碑扩散，未来该项业务预计逐步恢复。

爱尔眼科(300015.SZ)

推荐 维持

分析师

李平祝

✉: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

职业证书编号: S0130515040001

霍辰伊

✉: 010-83574699

✉: huochenyi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080003

特此鸣谢

余宇 010-83571335

(sheyu@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息。

市场数据

2016-10-25

A股收盘价(元)	33.97
A股一年内最高价(元)	39.29
A股一年内最低价(元)	26.51
沪深 300	3367.58
市盈率	68.60
总股本(万股)	100717.94
实际流通 A股(万股)	78700.87
限售的流通 A股(万股)	22017.07
流通 A股市值(亿元)	267.35

相对沪深 300 表现图

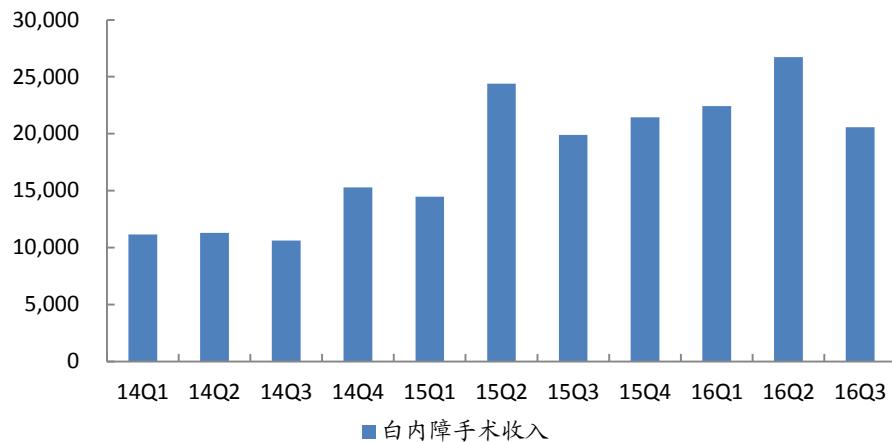


资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

爱尔眼科(300015)年报点评：业绩符合预期，优质医疗服务龙头，业绩持续高增长 2016-03-29

图 1：公司单季度白内障手术情况



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

3. 视光业务：前三季度实现营业收入 6.75 亿元，同比增长 34.27%；其中第三季度营业收入为 2.93 亿元，同比增长 28.41%，环比增长 71.51%。公司提供的视光服务为更具科学性、所需仪器更尖端的双眼视功能医学验光，与商业配镜相比独具竞争优势，尤其对青少年有较大黏性。公司视光业务产品线不断丰富，目前公司配镜平均单价 900+ 元，如考虑角膜接触镜等则视光服务平均单价 1000+ 元。

未来视光业务有望成为公司最大的亚专科，提升空间充足，原因：1. 其人群覆盖面是所有服务中最广的，各年龄段都有需求。2. 借鉴发达国家经验，门槛较低的商业配镜会被医学配镜取代（美国配眼镜是需要处方的，即 100% 医学配镜）；随着我国医疗水平和患者收入上涨，会有更多人选择医学配镜。3. 美国眼科医院中视光服务为占比最大的业务。

财务指标方面，公司前三季度毛利率为 47.35%，较去年同期微降 0.58 个百分点；其中第三季度为 48.52%，较去年同期下降 1.34 个百分点。公司不追求毛利率过快提升，主张普惠大众，靠深入群众、扩大规模实现毛利率稳中有升，为长期盈利打下坚实基础。前三季度公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 12.59%（同比 -1.71 pp）、14.64%（同比 +1.43 pp）及 0.23%（同比 +0.3 pp），后二者的上升分别由经营规模扩大和期借款利息支出增加及 POS 刷卡手续费增加而导致。

（二）移动医疗全面发力，孵化基金助推发展

报告期内公司发布“爱尔眼科移动医疗发展规划及实施进展”，在移动医疗的诸多方面已做出成绩：

1) 投资成立极视互联，打造基于社区的爱眼 e 站，患者能够在社区做基础眼病筛查、配镜，为患者做线上线下无缝对接。长沙等几个城市的爱眼 e 站已经良好运行。

2) 推出可穿戴设备——云夹，针对青少年全天用眼环境监测，24h 监控小患者用眼情况，例如户外活动多少小时、光线如何、看书角度等，家长通过后台 app 可以实时观测，医生也可以了解小孩日常生活状态从而提出更具针对性的治疗策略。云夹通过积累大数据可以增加患者的黏性，也受到家长的欢迎。

3)公司发起设立爱尔全球科技创新投资孵化基金，用以把握最前沿的眼科技术的发展，全方位提升公司医疗技术水平与科研创新能力，培育新的业绩增长点；且公司直接服务终端，能更了解患者真实需求、能击中痛点。目前仍处在逐步探索阶段，未来会积极推进。

4)与春雨医生合作，拟向其投资2000万元，未来公司将积极借鉴其优势和经验，在技术、运营和客户导流上进行深度合作，从而实现公司在移动医疗领域布局的快速推进。

5)与国防科技大学进行项目合作，共同开发“爱尔AR眼镜试戴系统”，通过VR做线上眼镜佩戴选择，引领眼镜供应销售模式的创新。

6)公司未来打算逐步向上游有战略意义的器械和药品发展，目前已与台湾晋弘科技、台湾交通大学达成合作协议投资开发眼底远程诊疗设备，研发“眼科智能阅片管理系统”，可解决医生阅片量大和阅片水平参差不齐的痛点，对于扩大眼科筛查面和缩短病症确诊时间有重要的作用。

(三) 下探基层眼科需求，次新医院与并购基金保证持久增长

随着居民收入水平持续增长，对高端医疗的需求量上升，而优质医疗资源多分布于中心城市，但是大部分人口都在地级市或县，存在医疗资源分布不均。因此，国家提倡分级诊疗，需求下沉将成为未来趋势。公司把握发展机遇，逐步扩大网点建设，目前120+家医院在大部分省会城市已布局完成，现在公司正逐步兴建地级市医院，未来将下探到县，计划在2020年开到1000家（目前数量只有10+家），从而将优质眼科资源带到基层。公司将通过分级连锁系统自下而上地将各类疑难患者输送到上级医院，自上而下对下级医院进行技术指导和品牌规划。

满足基层需求将有助于增厚公司盈利：基层普遍存在优质医生不足、竞争对手水平较弱的情况，从而凸显公司的医生队伍、学术、技术相对更强，因此公司的优势越明显。并且，虽然基层主要承担基础眼病诊疗工作，但利润不薄，在手术单价相差不多的前提下，基层医生工资较低、且成本摊销远少于一线城市。

公司目前有120多家医院，其中上市公司体系内约64家，其余在并购基金中（不体现在报表中）。其中上市公司体内的60+家医院中有30多家盈利，20多家亏损，部分为在盈亏平衡点附近徘徊。未来随着公司：1) 体内次新医院发力增长、2) 体内亏损医院扭亏为盈、3) 并购基金内医院逐步成熟并分批分期装入，公司长远持久成长可期。

3. 投资建议：

公司是国内医疗服务龙头企业，其经营规模和品牌影响力不断提升，网络布局不断完善，盈利能力持续增长；同时公司积极探索新业务和国际化路径，前景广阔。预计公司16-18年净利润为5.83亿元/8.09亿元/10.85亿元，对应EPS为0.57元/0.80元/1.07元，对应PE61/44/33倍。我们认为公司已进入高速增长的新阶段，维持“推荐”的评级。

4. 风险提示：

白内障业务恢复缓慢；新建医院盈利低于预期。

报表预测 (单位: 百万元)

利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1984.97	2402.05	3165.58	4179.23	5468.55	7027.37
减: 营业成本	1073.98	1323.21	1690.66	2234.22	2879.46	3668.99
营业税金及附加	2.77	3.30	3.45	4.60	6.02	7.73
营业费用	229.20	272.78	404.91	534.94	699.97	899.50
管理费用	346.87	380.62	465.97	585.09	765.60	983.83
财务费用	-3.00	-3.88	-4.14	-1.52	-5.44	-23.23
资产减值损失	14.74	13.28	13.94	13.61	13.61	13.61
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	808.29	1109.32	1476.93
加: 其他非经营损益	-15.52	-22.26	-50.50	-30.34	-30.34	-30.34
利润总额	304.90	407.09	550.17	777.95	1078.99	1446.60
减: 所得税	85.58	94.20	113.59	194.49	269.75	361.65
净利润	219.32	312.88	436.58	583.46	809.24	1084.95
减: 少数股东损益	-4.18	3.70	8.54	8.00	8.00	8.00
归属母公司股东净利润	223.50	309.19	428.04	575.46	801.24	1076.95
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	551.31	639.20	618.17	603.66	1610.52	2424.48
应收和预付款项	226.09	296.93	430.56	557.61	748.18	961.50
存货	116.39	141.28	174.44	242.78	294.94	390.22
其他流动资产	52.74	100.00	148.00	100.00	100.00	100.00
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	695.13	648.94	590.18
无形资产和开发支出	274.78	274.83	474.05	480.70	486.76	492.23
其他非流动资产	191.39	401.53	549.20	1045.78	598.42	556.28
资产总计	2028.22	2439.07	3123.17	3725.67	4487.77	5514.90
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	575.97	712.67	901.96
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	1.13	1.13	1.13
负债合计	289.43	341.70	623.96	751.30	888.00	1077.29
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	1718.97	2336.36	3166.20
归属母公司股东权益	1666.03	2024.50	2395.41	2838.83	3456.22	4286.06
少数股东权益	72.77	72.88	103.80	111.80	119.80	127.80
股东权益合计	1738.79	2097.38	2499.21	2950.63	3576.02	4413.86

负债和股东权益合计	2028.22	2439.07	3123.17	3701.93	4464.02	5491.15
现金流量表						
经营性现金净流量	416.48	458.18	526.53	781.18	928.02	1183.11
投资性现金净流量	-309.51	-380.29	-654.28	-672.37	247.82	-157.40
筹资性现金净流量	-11.18	27.30	66.52	-123.31	-168.97	-211.75
现金流量净额	95.78	105.20	-61.23	-14.50	1006.86	813.96

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，霍辰伊，生物医药行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn