

2017 年 01 月 03 日

证券研究报告·动态跟踪报告

爱尔眼科 (300015) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 29.98 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

收购美国优秀眼科资产，国际化战略再进一步

投资要点

- **事件:** 公司全资子公司美国爱尔拟以 1800 万美元的价格收购 Dr. Ming Wang 所持有的管理公司 75% 的股权。同时, Dr. Ming Wang 将 Wang Vision Institution, PLLC (眼科中心) 的目标资产注入管理公司。交割完成后, 管理公司将持有眼科中心的目标资产, 美国爱尔将持有管理公司 75% 的股权。
- **Wang Vision 为全球领先的眼科中心, 将在增厚公司利润的同时为国内医院提供发展样板。** Wang Vision 眼科中心由 Dr. Ming Wang 于 2002 年 4 月创建, 主要业务为屈光手术和白内障手术, 占总收入的 85% 左右, 其中屈光手术占 35%, 白内障手术占 50%。预计眼科中心 2016 年全年营业收入为 963.2 万美元, 息税折摊前利润为 418.7 万美元, 将增厚公司利润。该眼科中心拥有全球前沿的屈光手术技术, 并拥有全面的角膜成像技术。服务对象面向全球, 已服务超过来自全世界 55 个国家以及全美 40 多个地区的病人, 其中包括多位国家政要及好莱坞影视明星。我们看好公司与优秀的海外资产的联动, Wang Vision 将在技术、业务模式等方面为公司的国内资产形成联动, 巩固公司的国内龙头地位。
- **Dr. Ming Wang 为国际眼科大咖, 公司学术团队进一步强大。**在学术上, Dr. Ming Wang 是美国范得比尔大学教授、美国田纳西大学眼科学教授, 曾任 FDA 准分子激光新技术和仪器设备审批委员, 曾在角膜、白内障和 Lasik 领域出版过 5 部专业教科书, 并在《自然》等世界权威科学杂志上发表多篇论著。在实务中, Dr. Ming Wang 是国际著名屈光手术和角膜病治疗专家, 成功主刀世界首例人工角膜激光植入术, 也是美国植入新 Intacs 治疗晚期圆锥角膜的第一人, 进行了世界首例人工角膜激光植入术、首例角膜基质环植入治疗圆锥角膜的手术, 在全世界拥有 55000 多例成功眼科激光手术经验, 先后为美国 4000 多名执业医师施行了飞秒激光 LASIK 手术。我们认为: 公司目前已在国内打造了一流的眼科专家团队, 此次国际化中吸纳国际领先的眼科专家, 将进一步强化公司的学术实力, 提升公司的品牌形象。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到公司非公开发行已通过股东大会, 此次收购的美国资产亦能增厚公司业绩, 我们调整了盈利预测: 假设非公开发行事项于 2017 年上半年完成, 收购的美国资产于 2017 年 1 季度交割, 则预计 2016-2018 年摊薄后 EPS 分别为 0.5 元、0.68 元、0.92 元, 对应 PE 分别为 59 倍、44 倍、33 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 并购项目推进或不及预期风险, 非公开发行事项不及预期风险, 核心业务增速不及预期风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	3165.58	4004.46	5298.18	7031.87
增长率	31.79%	26.50%	32.31%	32.72%
归属母公司净利润 (百万元)	428.04	558.07	749.26	1013.23
增长率	38.44%	30.38%	34.26%	35.23%
每股收益 EPS (元)	0.39	0.50	0.68	0.92
净资产收益率 ROE	17.47%	19.41%	12.85%	15.33%
PE	78	59	44	33
PB	13.28	11.32	5.58	4.92

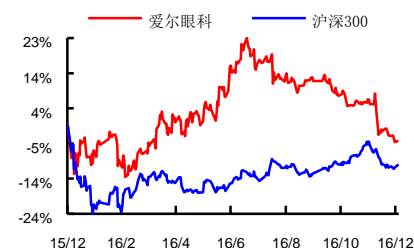
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhuguo@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.10
流通 A 股(亿股)	7.90
52 周内股价区间(元)	27.22-38.51
总市值(亿元)	302.74
总资产(亿元)	38.85
每股净资产(元)	2.61

相关研究

1. 爱尔眼科 (300015): 注入 9 家并购基金医院, 夯实未来发展基础 (2016-12-11)
2. 爱尔眼科 (300015): 双轮驱动持续发力, 业绩保持高速增长 (2016-10-24)
3. 爱尔眼科 (300015): 多角度布局移动医疗, 打造眼健康管理平台 (2016-08-29)
4. 爱尔眼科 (300015): 业绩维持高速增长, 网点布局进一步完善 (2016-08-21)
5. 爱尔眼科 (300015): 业绩高速增长, 健康管理布局值得期待 (2016-04-21)
6. 爱尔眼科 (300015): 牵手支付宝, 拉开互联网序幕 (2016-02-02)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3165.58	4004.46	5298.18	7031.87	净利润	436.58	569.20	764.20	1033.44
营业成本	1690.66	2115.96	2790.77	3695.54	折旧与摊销	187.77	166.00	196.69	247.79
营业税金及附加	3.45	4.95	6.41	8.43	财务费用	-4.14	1.71	-2.44	-5.71
销售费用	404.91	520.40	688.76	914.14	资产减值损失	13.94	0.00	13.00	13.00
管理费用	465.97	600.67	794.73	1054.78	经营营运资本变动	-63.74	-21.69	-79.07	-91.04
财务费用	-4.14	1.71	-2.44	-5.71	其他	-48.25	4.27	-23.36	-23.21
资产减值损失	13.94	0.00	13.00	13.00	经营活动现金流净额	522.17	719.49	869.03	1174.27
投资收益	9.89	10.97	12.18	13.52	资本支出	-343.19	-130.00	-630.00	-630.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-311.08	10.97	12.18	13.52
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-654.28	-119.03	-617.82	-616.48
营业利润	600.67	771.75	1019.13	1365.20	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-50.50	-35.26	-38.17	-39.26	长期借款	174.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	550.17	736.49	980.95	1325.95	股权融资	58.21	0.00	2426.63	0.00
所得税	113.59	167.29	216.75	292.51	支付股利	-98.22	-135.97	-177.28	-238.01
净利润	436.58	569.20	764.20	1033.44	其他	-67.67	-4.41	2.44	5.71
少数股东损益	8.54	11.13	14.94	20.21	筹资活动现金流净额	66.52	-140.38	2251.79	-232.30
归属母公司股东净利润	428.04	558.07	749.26	1013.23	现金流量净额	-65.59	460.08	2503.00	325.49
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	720.81	1180.89	3683.89	4009.37	成长能力				
应收和预付款项	430.56	506.07	683.42	907.71	销售收入增长率	31.79%	26.50%	32.31%	32.72%
存货	174.44	218.37	288.05	381.49	营业利润增长率	39.90%	28.48%	32.05%	33.96%
其他流动资产	148.12	187.37	247.90	329.02	净利润增长率	39.53%	30.38%	34.26%	35.23%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	30.37%	19.78%	29.16%	32.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	728.74	720.64	1181.83	1591.92	毛利率	46.59%	47.16%	47.33%	47.45%
无形资产和开发支出	474.05	473.55	473.06	472.56	三费率	27.38%	28.04%	27.95%	27.92%
其他非流动资产	579.90	552.51	525.12	497.72	净利率	13.79%	14.21%	14.42%	14.70%
资产总计	3256.63	3839.39	7083.26	8189.81	ROE	17.47%	19.41%	12.85%	15.33%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.41%	14.83%	10.79%	12.62%
应付和预收款项	525.05	664.27	873.93	1157.36	ROIC	27.59%	29.79%	33.26%	34.74%
长期借款	174.20	174.20	174.20	174.20	EBITDA/销售收入	24.78%	23.46%	22.90%	22.86%
其他负债	58.17	68.54	89.19	116.88	营运能力				
负债合计	757.42	907.01	1137.32	1448.44	总资产周转率	1.09	1.13	0.97	0.92
股本	985.56	1007.18	1107.18	1107.18	固定资产周转率	5.19	6.10	6.42	6.01
资本公积	151.48	129.86	2456.49	2456.49	应收账款周转率	17.57	17.13	17.76	17.66
留存收益	1275.49	1697.59	2269.57	3044.79	存货周转率	10.70	10.76	11.01	11.03
归属母公司股东权益	2395.41	2817.45	5816.06	6591.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.90%	—	—	—
少数股东权益	103.80	114.93	129.87	150.08	资本结构				
股东权益合计	2499.21	2932.38	5945.94	6741.36	资产负债率	23.26%	23.62%	16.06%	17.69%
负债和股东权益合计	3256.63	3839.39	7083.26	8189.81	带息债务/总负债	23.00%	19.21%	15.32%	12.03%
					流动比率	2.54	2.87	5.11	4.43
					速动比率	2.24	2.57	4.81	4.13
					股利支付率	22.95%	24.36%	23.66%	23.49%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	784.30	939.45	1213.38	1607.29	每股收益	0.39	0.50	0.68	0.92
PE	77.55	59.48	44.30	32.76	每股净资产	2.26	2.65	5.37	6.09
PB	13.28	11.32	5.58	4.92	每股经营现金	0.47	0.00	0.00	0.00
PS	10.49	8.29	6.27	4.72	每股股利	0.09	0.12	0.16	0.21
EV/EBITDA	36.59	30.74	24.21	18.08					
股息率	0.30%	0.41%	0.53%	0.72%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn