

2017年01月04日

 王睿哲
 C0062@capital.com.tw
 目标价(元)

38.5

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2017/1/4)	31.09
深证成指(2017/1/4)	10384.87
股价 12 个月高/低	39.29/26.3
总发行股数(百万)	1010.40
A 股数(百万)	790.23
A 市值(亿元)	245.68
主要股东	西藏爱尔医疗投资有限公司 (41.00%)
每股净值(元)	2.62
股价/账面净值	11.87
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-5.9 -12.3 5.1

近期评等

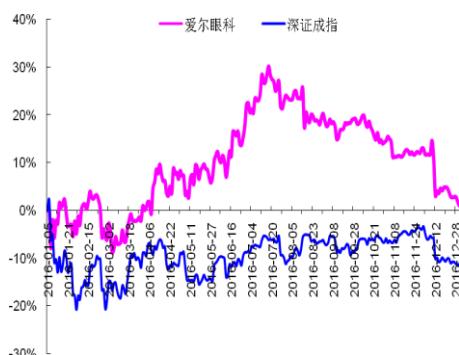
2016-12-08	买入	33.05
2016-10-25	买入	34.39

产品组合

医疗服务-准分子手术	30.1%
医疗服务-白内障手术	22.7%
视光服务	20.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.8%
一般法人	41.8%

股价相对大盘走势

爱尔眼科(300015.SZ)

Buy 买入

眼科连锁医院龙头，业绩高速增长，收购美国眼科中心，提升高端领域的影响力

结论及建议：

- **公司业绩快速增长：**公司 2015 年实现营收 31.7 亿元，YOY+31.8%，录得净利润 4.3 亿元，YOY+38.4%。2016 前三季度实现营收 30.8 亿元，YOY+26.3%，录得净利润 4.7 亿元，YOY+30.7%。公司近 8 年的净利润复合增速为 35%，实现了较快的增长。
- **分级连锁布局，内外联动扩张：**经过多年的发展，公司目前已经形成了分级连锁的商业模式。临床及科研能力最强的上海总部定位为公司的技术中心和疑难眼病患者的会诊中心，并对二级医院进行技术支持；具有一定规模和较强临床能力的省会城市的连锁医院作为二级医院，定位为着力开展全眼科服务、代表省级水平的疑难眼病会诊中心，并对三级医院提供技术支持；建立在地市级城市的医院作为三级医院，侧重于眼视光及常见眼科疾病的诊疗服务。公司采取了内外联动的扩张模式，除了自建培养及直接收购外，还设立了多家并购基金，通过体外培养成熟后并入的方式加快了公司扩张的步伐。12 月份，体外培养的 9 家医院已实现并入，这 9 家医院已基本达到盈利点，未来将步入高速发展期，将会推动公司业绩的增长。目前已步入收获期，预计未来将会不断有并购基金培育成熟的医院并入。
- **屈光、视光业务持续快速增长，白内障业务有望恢复：**前三季度，公司屈光、视光业务分别实现营收 9.6 亿元、6.7 亿元，分别同比增长 32.9% 和 34.3%，Q4 这两项业务预计也将实现 30% 以上的增长，并且随着全飞秒激光手术渗透率的提升，将会带动公司毛利率有所提升。白内障业务受“魏则西事件”影响，重庆、上海白内障筛查受到了一定程度的影响，目前来看，Q4 恢复仍不算明显，但我们认为随着事件影响的逐步淡化，公司白内障业务将会逐步得到恢复。
- **海外战略持续推进：**在继 2015 年收购了香港的亚洲医疗集团 100% 的股权后，公司又于昨日公告宣布收购美国 Wang Vision Institution 眼科中心 75% 的股权。我们认为公司通过收购海外优质眼科医疗服务资源，一方面可以切入快速当地市场，另一方面，公司可以通过眼科中心进一步提升公司整体的技术水平，并在国内嫁接其高端服务模式和管理经验，将有利于公司加速发展高端医疗服务，满足中国日益增长的多层次眼科医疗服务需求。
- **人才建设体系完善，激励机制健全实现绑定：**公司通过合作成立眼科医院和眼视光学院，搭建医疗教学平台，持续引进高层次专家并培养高素质人才，实现了人才匹配规模的共同增长。并且公司对管理层推行股权激励计划，2011 年的股权激励计划已实现第五期行权，2016 年公司又推行新的股权激励计划，激励人数由上一次的 193 人大幅增加至 1578 人，绩效考核目标为，2016、2017、2018、2019 净利润增长相较 2015 年分别不低于 20%、40%、60%、80%，将可保障公司业绩的稳步增长。另外，公司在医院建设层面实行合伙人计划，极大的激发了创业激情，加速了公司的区域网络布局，并且将可保障大量新设医院能够尽快盈利，推动公司规模与效益的同步提高。
- **盈利预计：**我们预计公司 2016/2017 年实现净利润 5.6 和 7.5 亿元，yoy 分别为 +31.7% 及 +33.3%，折合 EPS0.57 及 0.77 元。目前股价对应的 2016/2017 年 PE 为 54 及 41 倍。我们认为在目前人口老龄化加剧，老年人对眼病认知的提升以及青少年儿童近视问题的加重，眼科医疗服务市场整体将会继续维持较快的增长。公司作为眼科医药连锁龙头，区域布局完善，但在纵向深耕仍具备较为广阔的空间，我们认为公司在国家鼓励社会办医，分急诊诊疗的政策红利下将有望实现快于行业的发展增速。我们看好公司的长远发展，维持“买入”投资建议。

.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	224	309	428	564	752
同比增减	%	22.44%	38.34%	38.43%	31.73%	33.30%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.52	0.47	0.44	0.57	0.77
同比增减	%	20.93%	-8.71%	-7.31%	10.37%	33.30%
市盈率(P/E)	X	60	65	71	54	41
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.12	0.22	0.11	0.15
股息率 (Yield)	%	0.48%	0.37%	0.69%	0.37%	0.49%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER $\geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

人民币百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
营业额	1,985	2,402	3,166	4,010	5,152
经营成本	1,074	1,323	1,691	2,127	2,699
主营业务利润	911	1,079	1,475	1,883	2,454
销售费用	229	273	405	521	685
管理费用	347	381	466	613	788
财务费用	-3	-4	-4	-6	-9
营业利润	320	429	601	750	985
补贴收入	5	8	5	20	20
税前利润	305	407	550	732	967
所得税	86	94	114	179	237
少数股东损益	-4	4	9	-11	-22
净利润	224	309	428	564	752

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
货币资金	620	720	1,099	1,099	1,718
存货净额	116	141	241	241	309
应收帐款净额	108	140	200	200	258
流动资产合计	1,016	1,260	1,661	1,661	2,418
长期投资净额	0	0	0	0	0
固定资产合计	568	575	650	650	730
无形资产及其他资产合计	14	15	15	15	16
资产总计	2,119	2,550	2,876	2,876	3,774
流动负债合计	378	451	638	638	785
长期负债合计	2	2	59	59	81
负债合计	380	453	697	697	866
少数股东权益	73	73	-44	-44	-87
股东权益合计	1,739	2,097	2,179	2,179	2,909
负债和股东权益总计	2,119	2,550	2,876	2,876	3,774

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
经营活动所得现金净额	413	454	771	771	969
投资活动所用现金净额	-310	-380	-370	-370	-420
融资活动所得现金净额	-11	27	78	78	70
现金及现金等价物净增加额	92	101	479	479	619

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。