



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩符合预期，看好眼科白马持续发展——爱尔眼科（300015）2016 年年报点评

2017 年 04 月 06 日

推荐/维持

爱尔眼科

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001	
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035	
孙谊	联系人		
	sunyi@dxzq.net.cn		

事件：

爱尔眼科发布 2016 年年度报告，2016 年全年公司实现营业收入 40.00 亿元，同比增长 26.37%；归属于上市公司股东的净利润 5.57 亿元，同比增长 30.24%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 5.47 亿元，同比增长 18.86%。实现 EPS 为 0.56 元。

公司 2016 年 Q4 实现营业收入 9.18 亿元，同比增长 26.79%；实现归属于上市公司股东的净利润 8901.41 万元，同比增长 27.82%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 7394.02 万元，同比减少 16.53%。实现 EPS 为 0.09 元。

公司董事会审议通过利润分配预案：向全体股东每 10 股派发现金红利 1.8 元（含税），送红股 5 股（含税）。

公司发布 2017 年一季度业绩预告，预计 2017 年一季度归母净利润 1.54-1.60 亿元，同比增长 30%-35%。

观点：

1、业绩符合预期，视光业务增速迅猛

公司全年营收 40.00 亿元，同比增长 26.37%，归母净利润 5.57 亿元，同比增长 30.24%，符合市场预期。扣非净利润 5.47 亿元，同比增长 18.86%，扣非后净利润与扣费前净利润差异主要来自：①政府补助同比增加 0.22 亿元，②交易性金融资产/负债公允价值变动同比增加 0.13 亿元。Q4 收入端增速 26.79%，业绩增速为 27.82%，较二、三季度有所回升。2016 年公司门诊量 371 万人次（+15.24%），手术量 37 万例（+16.74%），实现业务的量价齐升。

分业务来看：

- ◆ **屈光手术：**实现收入 11.41 亿元，同比增长 35.94%，2016 年 Q1-Q4 屈光手术营收分别为 2.40 亿元，3.21 亿元，4.01 亿元，1.79 亿元，手术量增长的同时全飞秒、ICL 等高端手术占比不断提高（我们估测全飞秒+ICL 手术占比超过 40%）。报告期屈光手术毛利率 54.35%，同比下降 3.46%，主要原因有两点：①人工成本费用上升，② ICL 等高端术式所需材料费较高，因此我们认为毛利率略有下降实际是屈光手术良性发展的必然过程。
- ◆ **白内障手术：**实现收入 9.81 亿元，同比增长 22.36%。2016 年二季度起，上海、重庆地区医疗机构受

到视觉筛查规范的影响, 线下筛查受到一定阻力, 截止 2016 年底, 白内障手术基本回升, 造成的影响逐步减小。

- ◆ **视光业务:** 收入 8.72 亿元, 同比增长 36.67%。同时, 公司积极探索视光发展模式 and 社区眼健康服务模式, 设立爱尔视光研究所, 在社区内尝试探索爱眼 e 站等。
- ◆ **眼前段、眼后段手术**收入分别为 6.06 亿元 (+5.18%)、3.31 亿元 (10.91%)。2016 年公司新开门店速度加快 (三季报统计只有 120 多家, 目前有 162 家), 我们认为对于新开门店, 必然是屈光、视光、白内障等高毛利或者需求量巨大的业务发展速度较快, 随着新开门店的不断成熟, 以及 2017 年新开门店数量的积累, 眼前段、眼后段手术增速也将不断提升。

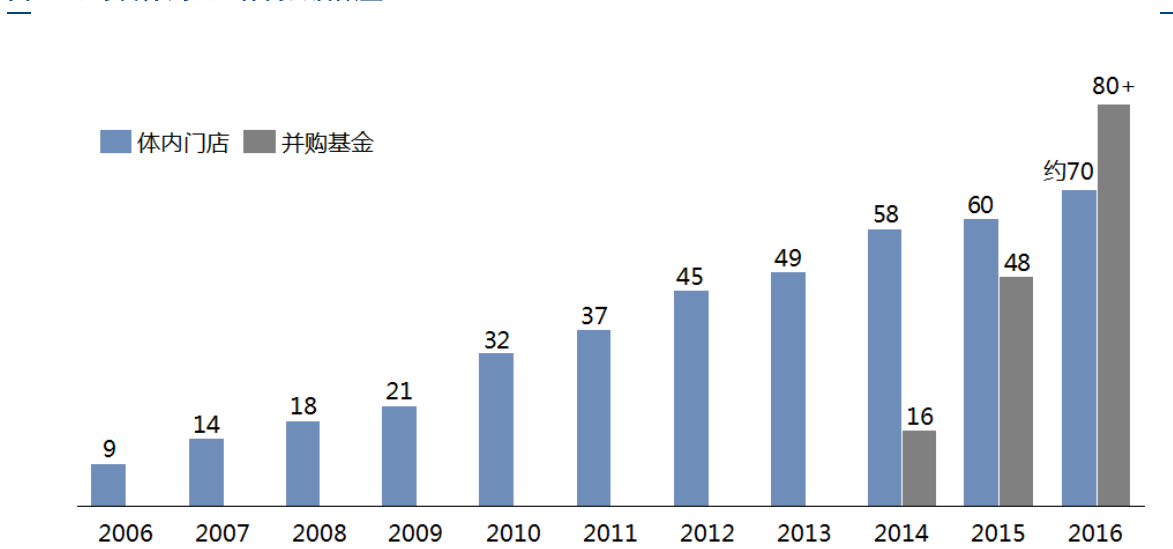
财务指标方面:

2016 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 12.80%、15.68%和 0.14%, 同比增加 0.01pp、增加 0.96pp、增加 0.27pp。其中管理费用 6.27 亿, 同比提升 34.61%, 主要由于新设立医院 (郑州爱尔、成都东区医院, 广州爱尔、衡阳爱尔扩建等) 导致人工费用等增加, 同时股权激励等费用较 2015 年增加较多。

2、省会级以上门店高速增长, 2017 年布局 200 家地级门店

目前公司旗下开业门店超过 160 家, 其中上市公司与并购基金体内大致分别有约 70 家和 80 余家, 按照地区划分目前 160 余家门店中, 约 120 家在地级市。公司目标在 2017 年底达到 200 家地级市医院, 同时到 2020 年底, 覆盖全国 1000 个县级地区。

图 1: 公司及并购基金体内门店数量



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- ◆ **前十大门店基数大增速迅猛，省会医院发展迅速：**从门店增长来看，成都爱尔营收增速 23.65%，净利润增速 33.65%。衡阳、西安爱尔古城增速也接近 30%，重庆爱尔略受白内障拖累。我们认为前十大门店本身贡献利润的基数大，同时远未达到天花板，经过场地扩建、业务调整等依然保持高增速。同时我们估算非十大门店净利润增速超过 45%，其中省会合伙人门店增长贡献较大。


表 1:公司部分门店 2016 年营收与净利润增长

医院	股权比例	营业收入 (百万)	净利润 (百万)	营业收入 增长率	净利润 增长率
武汉爱尔	100%	336.77	67.13	6.42%	2.62%
沈阳爱尔	100%	277.93	46.40	13.62%	22.97%
长沙爱尔	100%	233.14	82.23	10.23%	24.46%
成都爱尔	100%	208.58	55.58	23.65%	33.65%
重庆爱尔	100%	175.16	43.54	-1.65%	-2.45%
西安爱尔古城	70%	107.48	21.38	24.39%	28.38%
衡阳爱尔	100%	101.22	21.95	17.57%	28.21%
株洲三三一爱尔	75.87%	74.25	18.68	11.43%	4.01%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所



3.国际化为势，科技创新为态，引领眼科打造眼健康生态圈

海外收购探索高端医疗，增厚业绩：报告期内，子公司爱尔（美国）国际控股有限责任公司以1800万美元的价格收购Dr. Ming Wang所持有的AW Healthcare Management, LLC 75%的股权，截至4月1日已经完成交割。眼科中心的收购有利于帮助公司探索美国高端医疗模式，提升公司技术水平，打造爱尔眼科更完善的高端医疗服务体系，同时帮助公司快速切入美国医疗市场，增厚业绩。

科技创新引领眼健康业态发展：报告期内，公司公告拟出资 1 亿元发起设立“爱尔全球科技创新投资孵化基金”，全方位提升爱尔眼科医疗技术水平与科研创新能力，培育新的业务增长点，全面提升公司的核心竞争力，巩固和加强公司在眼科行业的领先地位，搭建眼科及视觉科学相关领域创新创业的生态圈。同时，公司发布了“爱尔眼科移动医疗发展规划及实施进展”，立足公司医疗团队的雄厚实力，整合各类技术资源，构建贯穿线上与线下、医疗与预防、院内与院外协同的全时空“眼健康保障系统”，主要内容包括了①提高医疗可行性与患者体验的云平台的搭建，②智能远程设备的开发，以及③医疗大数据与智慧医疗等领域的布局三方面

结论：

我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 7.36、9.62、12.39 亿元，同比增长 32.14%、30.71%、28.7%，不考虑增发带来的影响，EPS 分别为 0.73、0.95、1.23，对应 PE 分别为 42x、32x、25x。公司是国内最大的眼科连锁医院，也是医疗服务行业的龙头白马，护城河在于最早具有战略性的广泛门店布局，采用公司+并购基金模式快速繁育门店，占领中心城市与省会城市制高点后，开始纵深布局，同时在国际化与业态创新方面始终走在行业前端。强大的“研-产-学”平台与人才激励政策驱动公司内生增长。我们看好公司长期发

展，维持“推荐”评级。

风险提示：

外延拓展低于预期

公司盈利预测表

资产负债表					单位: 百万元		利润表			单位: 百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1474	1602	2643	3259	4033	营业收入	3166	4000	5032	6360	8026
货币资金	721	776	1736	2244	2884	营业成本	1691	2156	2657	3333	4182
应收账款	213	284	357	451	570	营业税金及附加	3	7	8	10	13
其他应收款	146	182	228	289	364	营业费用	405	512	644	814	1028
预付款项	72	91	115	144	181	管理费用	466	627	765	960	1212
存货	174	207	255	320	401	财务费用	-4	5	0	0	0
其他流动资产	148	59	-51	-193	-371	资产减值损失	13.94	13.84	13.69	13.69	13.69
非流动资产合计	1783	2464	2146	2100	2055	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	9.89	21.19	15.54	15.54	15.54
固定资产	646	769	690	630	578	营业利润	601	701	960	1244	1594
无形资产	17	24	21	19	17	营业外收入	4.82	29.31	14.10	14.10	14.10
其他非流动资产	11	23	23	23	23	营业外支出	55.33	45.59	43.78	43.78	43.78
资产总计	3257	4066	4789	5359	6088	利润总额	550	684	930	1214	1564
流动负债合计	579	941	1037	1173	1345	所得税	114	117	186	243	313
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	437	567	744	972	1251
应付账款	361	420	511	641	804	少数股东损益	9	10	8	10	12
预收款项	33	42	47	53	61	归属母公司净利润	428	557	736	962	1239
一年内到期的非	3	1	1	1	1	EBITDA	719	848	1008	1290	1639
非流动负债合计	178	187	187	187	187	BPS (元)	0.44	0.56	0.73	0.95	1.23
长期借款	174	186	186	186	186	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	757	1129	1225	1361	1532	成长能力					
少数股东权益	104	156	164	174	186	营业收入增长	31.79%	26.37%	25.79%	26.40%	26.19%
实收资本 (或股	986	1010	1010	1010	1010	营业利润增长	39.90%	16.62%	36.98%	29.66%	28.09%
资本公积	151	529	529	529	529	归属于母公司净利润	32.01%	30.67%	32.01%	30.67%	28.87%
未分配利润	1132	1352	1431	1535	1669	获利能力					
归属母公司股东	2395	2781	3401	3824	4370	毛利率 (%)	46.59%	46.11%	47.20%	47.60%	47.90%
负债和所有者权	3257	4066	4789	5359	6088	净利率 (%)	13.79%	14.18%	14.78%	15.28%	15.59%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润 (%)	13.14%	13.71%	15.37%	17.94%	20.35%
						ROE (%)	17.87%	20.04%	21.64%	25.14%	28.36%
经营活动现金流	522	675	804	1045	1331	偿债能力					
净利润	437	567	744	972	1251	资产负债率 (%)	23%	28%	26%	25%	25%
折旧摊销	123	142	48	46	45	流动比率	2.54	1.70	2.55	2.78	3.00
财务费用	-4	5	0	0	0	速动比率	2.24	1.48	2.30	2.50	2.70
应收账款减少	0	-71	-73	-94	-118	营运能力					
预收帐款增加	0	8	5	6	8	总资产周转率	1.09	1.09	1.14	1.25	1.40
投资活动现金流	-654	-743	271	2	2	应收账款周转率	18	16	16	16	16
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.89	10.24	10.80	11.04	11.11
长期股权投资减	0	-539	270	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	10	21	16	16	16	每股收益 (最新摊薄)	0.44	0.56	0.73	0.95	1.23
筹资活动现金流	67	122	-116	-538	-694	每股净现金流 (最新	-0.07	0.05	0.95	0.50	0.63
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	2.43	2.75	3.37	3.79	4.33
长期借款增加	0	12	0	0	0	估值比率					
普通股增加	331	25	0	0	0	P/E	69.11	54.30	41.75	31.95	24.79
资本公积增加	-273	378	0	0	0	P/B	12.51	11.05	9.03	8.03	7.03
现金净增加额	-66	54	960	509	640	EV/EBITDA	40.91	35.53	28.95	22.22	17.10

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长, 3 年证券行业研究经验, 3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员, 2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

孙谊

2016 年水晶球最佳分析师医药行业第一名, 北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士。曾就职于强生(上海)医疗器材有限公司。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。