

稳健增长继续，网络布局加快推进

——爱尔眼科（300015）年报点评

投资要点：

1. 事件

公司发布 16 年年报。公司 2016 年实现营业收入 40.00 亿元，同比增长 26.38%。实现归属母公司的净利润 5.58 亿元，同比增长 30.3%；实现扣非归属净利润 5.47 亿元（本期非经常性损益主要来源包括政府补助和可供出售金融资产的投资收益），同比增长 18.86%。公司全年实现 EPS 0.56 元。本年度利润分配预案为以 1,011,905,743 股为基数，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）。

其中，第四季度实现营业收入 9.18 亿元，同比增长 26.79%。实现归属净利润 0.89 亿元，同比增长 27.82%。第三季度实现 EPS 0.16 元。

此外，公司同时发布 17 年一季度业绩预告，公告归属净利润 1.54 亿元—1.60 亿元，同比增长 30%-35%，体现快速增长趋势延续。

2. 我们的分析与判断

（一）各项主要业务增长稳健，白内障业务增速四季度恢复

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健增长态势。2016 年度主要亚专科业务情况分别为：

1. 屈光手术：16 年全年实现营业收入为 11.41 亿元，同比增长 35.94%；其中第四季度营业收入为 1.79 亿元，同比增长 54.69%。公司屈光手术业务稳步增长受益于手术量与单价齐升，其中手术量的上升为主要原因，此外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 40%，体现出明显的消费升级趋势。屈光手术业务毛利率为 54.35%（-3.46pp），毛利率下降可能源于高端术式占比的上升（屈光业务耗材成本占比较高），但毛利额仍大幅上升，体现良性发展趋势。

2. 白内障手术：16 年全年实现营业收入 9.81 亿元，同比增长 35.94%，毛利率为 37.28%（+1.31pp）；其中第四季度营业收入为 2.84 亿元，同比增长 32.58%。16 年二、三季度，公司部分地区白内障手术业务受到魏则西事件影响，造成社区筛查暂停，白内障业务收入增速下降至 10% 以下。然而由于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，第四季

爱尔眼科（300015.SZ）

推荐 维持评级

分析师

李平祝

☎：010-83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

职业资格证书编号：S0130515040001

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

2017-04-06

A 股收盘价(元)	31.69
A 股一年内最高价(元)	32.80
A 股一年内最低价(元)	28.89
沪深 300	3514.05
市盈率	57.52
总股本（万股）	101190.57
实际流通 A 股(万股)	79047.37
限售的流通 A 股(万股)	22143.21
流通 A 股市值(亿元)	250.50

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究部

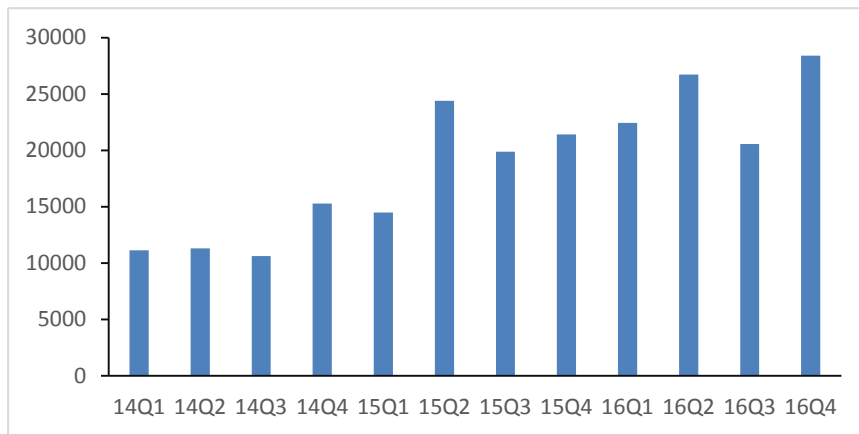
相关研究

爱尔眼科（300015）季报点评：业绩稳健增长，外延布局加快 2016-10-25

爱尔眼科（300015）点评：注入首批体外医院，证实未来广阔发展空间 2016-12-08

度白内障业务收入增速已回升至 30%以上，且收入规模已创近年来单季度新高。受益于中国老龄化进程加速、医保覆盖率提升及国家政策重视，我们预计该项业务 17 年将重回高速增长轨道。15 年我国百万人口白内障手术率（CSR）仅为约 1500，而十三五规划要求 2020 年达到 2000 以上，以中国人口庞大基数计，白内障手术业务市场空间极大。

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.视光服务业务：全年实现营业收入 8.72 亿元，同比增长 36.67%；该项业务毛利率 52.27%（-1.46pp）。其中第四季度营业收入为 1.36 亿元，同比增长 45.54%。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。报告期内，公司于长沙、天津、成都等地布局多家社区爱眼 e 站，通过线上云服务平台和线下爱眼 e 站的协同打造眼打造线上线下结合的社区眼健康服务模式，助力视光服务业务长远发展。

此外，眼前段项目、眼后段项目全年收入增速分别为 5.18%、10.91%，增速不高可能源于较新的医院将主要精力放在打造三大主要亚专科上，导致其他项目业务量和转化率不够高。未来随着次新医院的逐步成熟和主要亚专科的协同带动效应，预计眼前段手术、眼后段手术业务也将有与整体增速相协调的增长。

财务指标方面，公司全年毛利率为 46.11%，与上年基本持平；其中第四季度为 41.95%，较去年同期微降 0.14 个百分点。公司不追求毛利率过快提升，也不打算主动大幅提高价格，而主张自然而然、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。16 年公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 12.80%（同比+0.01pp）、15.68%（同比+0.96pp）及 0.14%（同比+0.27pp），后二者的上升分别由新增/扩建医院及子公司银行贷款利息增加和银行手续费上升所致。

表格 1 部分医院 16 年增速

	2016 年		2015 年		收入增速	净利润增速
	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)		
长沙	23314.06	8223.49	21149.56	6607.50	10.23%	24.46%
武汉	33677.36	6713.19	31646.44	6542.05	6.42%	2.62%
成都	20858.14	5557.63	16868.38	4158.27	23.65%	33.65%
沈阳	27792.71	4639.78	24461.80	3772.99	13.62%	22.97%
重庆	17516.46	4353.92	17809.72	4463.32	-1.65%	-2.45%
衡阳	10121.59	2195.45	8609.16	1712.36	17.57%	28.21%
西安古城	10748.12	2137.59	8640.98	1664.99	24.39%	28.38%
株洲三三一	7424.52	1868.30	6663.08	1796.23	11.43%	4.01%
上海	13190.87	-297.77	12050.46	776.77	9.46%	-138.33%
广州	10069.51	796.51	7856.24	1397.60	28.17%	-43.01%
郴州	2535.02	177.00	2050.77	143.50	23.61%	23.34%
贵阳	8209.21	576.54	6192.66	307.60	32.56%	87.43%
怀化	2406.55	206.00	1815.25	-53.61	32.57%	-484.22%
兰州	4813.32	-371.01	4001.08	-544.92	20.30%	-31.92%
韶关	1489.05	13.22	1172.37	-155.18	27.01%	-108.52%
咸宁	1169.45	-96.28	1036.39	-124.57	12.84%	-22.71%
深圳	8680.39	472.88	6645.27	131.87	30.63%	258.60%
营口	644.11	-119.39	626.79	-275.07	2.76%	-56.60%
吉林	1056.73	-187.27	578.91	-737.39	82.54%	-74.60%
湘西	1476.76	3.60	908.98	-273.22	62.46%	-101.32%
娄底	5265.26	557.71	3213.72	346.55	63.84%	60.93%
孝感	1467.62	44.29	686.93	-13.30	113.65%	-433.08%
自贡	1810.21	-337.99	645.52	-184.42	180.43%	83.27%

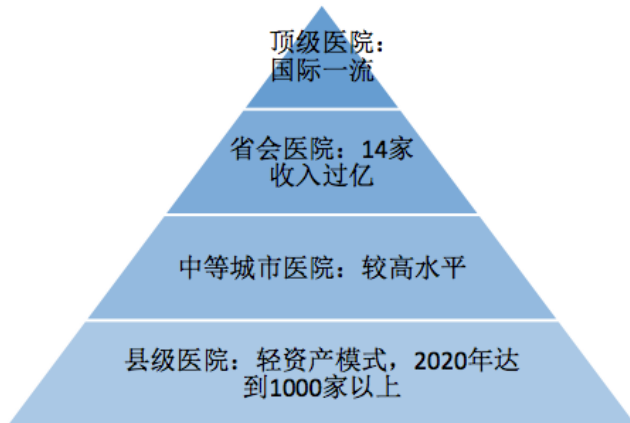
资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

根据公司公布的部分医院的收入与利润增速，多数省会医院都 16 年都保持了稳健增长、收入与利润较为匹配，除了上海爱尔、重庆爱尔由于受到魏则西事件一定影响，广州爱尔受搬迁新院影响等。而地级市医院则体现出高速的收入增长，且部分净利润未能扭亏。预计未来随着新建医院、地级市医院逐步成熟，未来将为公司贡献较大的利润弹性。

（二）医院网络继续完善，首批体外医院注入

重视基层医疗发展，分级连锁医院网络不断完善。公司响应国家发展分级诊疗的医改导向，顺应医疗需求下沉趋势，不断扩大网点建设，报告期内公司逐步兴建地级市医院（目前体内外共 120 余家地级市医院，17 年拟再筹建 80 家），未来将下探到县，计划在 2020 年开到 1000 家县级医院，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。

图 2：公司分级连锁网络建设规划



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

“公司+产业并购基金”双轮驱动，加快推进各省域内地级、县级医疗网络纵向布局。

一方面，公司通过自有资金新建了郑州爱尔眼科医院、泸州爱尔眼科医院以及宁乡爱尔视光门诊部；另一方面，公司通过产业并购基金储备了大量优质并购标的，为公司可持续的快速发展奠定了基础：报告期内，公司及全资子公司分别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，湖南亮视交银投资合伙企业以及华盖信诚医疗健康投资成都合伙企业。其中，南京爱尔安星、湖南亮视交银等医疗产业投资基金专注于并购和培育眼科医院及其相关产业项目，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。

首次收购产业并购基金 9 家医院，增厚业绩同时证实并购基金模式可行。报告期内，公司首次推出了非公开发行预案并获得股东大会审议通过，申请已于 17 年 1 月获得证监会受理。本次募集资金中 5.8 亿元用于眼科医院收购项目，拟将包括滨州沪滨爱尔眼科医院有限公司等在内的 9 家原并购基金内医院的多数股权注入上市公司体内。从医院级别看，本次注入医院基本均为地级市医院，处于爆发式增长时期，可持续为公司贡献业绩，同时也向市场证明公司的并购基金模式切实可行。本次收购 9 家医院对于上市公司而言仅属于牛刀小试，集团旗下目前共有 162 家医院，其中上市公司体内 60 余家，有盈有亏，其余一百家均在体外进行孵化培育。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。

（三）移动医疗与国际化战略加速，模式创新打造未来发展空间

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，为患者做线上线下的无缝对接。长沙、天津、成都等几个城市的爱眼 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。

国际化战略加速实施，通过交流学习国际先进商业模式及运营管理经验反哺国内高端眼科医疗服务需求。报告期内公司以自有资金 5000 万美元在美国设立全资子公司，作为公司的全球资源整合平台，践行共享全球眼科智慧理念，推动眼科生态圈的全球布局。与国际先进医院的交流与合作、引进先进国外机构与资源将有助于公司顺应国内的消费升级大潮，满足高端消费需求。

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 17-19 年归属净利润为 7.65 亿元/10.17 亿元/13.38 亿元，对应 EPS 为 0.76 元/1.01 元/1.32 元，对应 PE 40/30/23 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：

新建医院盈利低于预期。

报表预测 (百万元)

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2402.05	3165.58	4000.40	5322.62	6964.90	8993.90
减: 营业成本	1323.21	1690.66	2155.81	2832.57	3644.13	4627.21
营业税金及附加	3.30	3.45	6.55	7.27	9.52	12.29
营业费用	272.78	404.91	512.24	681.30	919.37	1214.18
管理费用	380.62	465.97	627.25	840.97	1149.21	1528.96
财务费用	-3.88	-4.14	5.40	-2.44	-16.68	-32.12
资产减值损失	13.28	13.94	13.84	13.69	13.69	13.69
加: 投资收益	16.62	9.89	21.19	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	429.35	600.67	700.50	949.26	1245.66	1629.68
加: 其他非经营损益	-22.26	-50.50	-16.28	-29.68	-29.68	-29.68
利润总额	407.09	550.17	684.22	919.57	1215.98	1600.00
减: 所得税	94.20	113.59	117.11	137.94	182.40	240.00
净利润	312.88	436.58	567.11	781.64	1033.58	1360.00
减: 少数股东损益	3.70	8.54	9.64	12.61	16.67	21.93
归属母公司股东净利润	309.19	428.04	557.47	769.03	1016.92	1338.07
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	639.20	618.17	664.99	1349.58	2191.24	3044.03
应收和预付款项	296.93	430.56	556.57	758.93	1005.74	1324.89
存货	141.28	174.44	206.77	250.97	293.72	340.56
其他流动资产	100.00	148.00	58.79	58.79	58.79	58.79
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	585.31	728.74	782.86	682.95	582.17	480.54
无形资产和开发支出	274.83	474.05	481.17	489.09	496.59	503.66
其他非流动资产	401.53	549.20	1152.29	989.42	826.54	826.54
资产总计	2439.07	3123.17	3903.45	4579.73	5454.79	6579.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	341.70	445.99	779.26	922.63	1093.02	1290.01
长期借款	0.00	174.20	186.06	186.06	186.06	186.06
其他负债	0.00	3.77	1.09	1.09	1.09	1.09
负债合计	341.70	623.96	966.41	1109.78	1280.17	1477.16
股本	654.31	985.56	1010.32	1010.32	1010.32	1010.32
资本公积	424.52	134.30	243.40	243.40	243.40	243.40
留存收益	945.67	1275.54	1527.43	2047.73	2735.74	3641.04
归属母公司股东权益	2024.50	2395.41	2781.15	3301.45	3989.46	4894.76
少数股东权益	72.88	103.80	155.89	168.50	185.17	207.10
股东权益合计	2097.38	2499.21	2937.04	3469.95	4174.63	5101.86

负债和股东权益合计	2439.07	3123.17	3903.45	4579.73	5454.79	6579.01
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	458.18	526.53	683.53	970.15	1190.23	1286.16
投资性现金净流量	-380.29	-654.28	-743.22	-48.78	-48.78	-48.78
筹资性现金净流量	27.30	66.52	122.22	-236.78	-299.78	-384.59
现金流量净额	105.20	-61.23	63.56	684.59	841.66	852.79

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，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