



业绩高速增长符合预期，白马王子 稳稳的幸福——爱尔眼科（300015）2017年 一季报点评

2017年04月25日

推荐/维持

爱尔眼科

财报点评

张金洋	分析师 zhangjy@dxzq.net.cn 010-66554035	执业证书编号: S1480516080001
孙谊	联系人 sunyi@dxzq.net.cn 010-66554104	

事件：

爱尔眼科发布2017年一季报，2017年一季度公司实现营业收入11.97亿元，同比增30.86%；归属于上市公司股东的净利润1.56亿元，同比增长31.17%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润1.51亿元，同比增长25.28%。实现EPS为0.15元。

观点：

1、业绩符合预期，白内障恢复屈光视光迅猛

一季度公司营收11.97亿元，同比增长30.86%，归母净利润1.56亿元，同比增长31.17%，扣非后归母净利润1.51亿元，同比增长25.28%。扣非后净利润与扣非前净利润差异部分来自于投资收益。

分业务来看：公司屈光手术收入3.27亿元，同比增加36.03%，白内障收入2.83亿元，同比增26.15%；视光业务收入2.79亿元，同比增31.73%，屈光和视光两项业务依旧在保持迅猛增长的势头，高端手术和服务的数量和占比稳中趋升。而之前市场所担心的白内障业务，在2015年一季度29.91%增长的基础上保持了增速（26.15%），业务基本得到恢复。

财务指标方面：2017年Q1公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为11.22%、15.37%和0.16%，同比降低1.17pp、增加0.30pp、降低0.08pp。其中管理费用1.84亿，同比提升33.46%，主要由于员工薪酬、折旧及装修费摊销、房租增加所致。

2、国内不断突破，海外并购逐步落地

截止4月24日，公司旗下开业门店167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，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。

目前公司旗下香港亚洲医疗集团运转良好，美国眼科中心收购也已完成。报告期内，公司公告拟要约收购西班牙眼科集团医院CLINICA BAVIERA（西班牙47家眼科诊所，14家医美诊所，德国、荷兰、意大利、澳大利亚分别有13家、5家、3家、1家眼科诊所）。我们按照过去增长态势推断，CLINICA BAVIERA2017年收入在1亿欧元左右，净利润在1000万欧元左右，未来能够保持10%左右的稳定增长，同时通过技术、商业模式等方面的交流互补，可以提升上市公司本身医院的技术与利润水平。

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%，不考虑增发以及海外收购带来的影响，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+并购基金模式快速培育门店，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，国家及政府部门批准的风险，汇率变动风险。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	单位:百万元					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	EPS (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						总资产净利润 (%)	13.14%	13.71%	15.37%	17.94%	20.35%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	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：

看涨：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。