

白内障业务所受影响消除，国际化战略推进 ——爱尔眼科（300015）一季报点评

投资要点：

1. 事件

公司发布 17 年一季报。公司 17Q1 实现营业收入 11.97 亿元，同比增长 30.86%。实现归属母公司的净利润 1.56 亿元，同比增长 31.17%；实现扣非归属净利润 1.51 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 25.28%。一季度共实现 EPS 0.15 元。

2. 我们的分析与判断

（一）白内障业务所受影响消除，收购医院并表

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。17Q1 主要亚专科业务情况分别为：

屈光手术实现营业收入 3.27 亿元，同比增长 36.03%，持续高速增长主要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。

白内障手术一季度实现营业收入 2.83 亿元，同比增长 26.15%，环比与 16Q4 基本持平。这已经是魏则西事件后连续第二个季度同比增速回升至 20% 以上（16Q4 增速回升至 32.58%），从绝对数值上看这两个季度也超过以往的单季度收入额，因此可充分证实白内障业务所受不利影响已得到完全消除，未来白内障业务将继续受益于中国广阔市场空间。

视光业务收入为 2.79 亿元，同比增长 31.73%。未来公司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，维持高速增长是大概率事件。

一季度公司将收购的沪滨、泰安、九江、朝阳、东莞、佛山、湖州、太原康明和清远 9 家医院并表，对营收及净利润都造成了正面影响。9 家医院具备较高的营收增速和较大的净利润增长潜力，有望为公司全年贡献盈利能力。

财务指标方面，公司 16Q1 毛利率为 44.06%，较上年同期降低 1.43 个百分点。销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 11.22%（同比 -1.17pp）、15.37%（同比 +0.30pp）及 0.16%（同比 -0.08pp）。

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

2017-04-26

A 股收盘价(元)	32.56
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	3445.18
市盈率	55.43
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)	257.38

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）年报点评：稳健增长继续，网络布局加快推进 2017-04-06
- 爱尔眼科（300015）三季报点评：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

(二) 国际化战略加速实施，有望推动公司高端业务发展

报告期内国际化战略加速实施，通过交流学习国际先进技术、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。国内目前各行业都呈现明显的消费升级趋势，而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：商业模式方面，公司可借鉴国外运营管理经验，在国内大型、省会城市医院设立高端 VIP 区，收费标准为目前的 1-2 倍乃至 3-5 倍，满足高端医疗需求，具备较高的利润空间；引进先进技术方面，欧洲的老花、眼底、角膜病等手术技术方面均有可供我们国内学习之处。此外，国际化战略加速布局对于公司并购的国外机构而言也能受益，发挥重要协同效应：一方面眼科耗材可采用全球统一采购，提高议价能力，降低采购成本；另一方面方便医生双向交流，、多点执业，待遇能够有所提高。

图 1：公司 17 年国际化战略进展

17.01	17.02	17.04
美国 Wang Vision Institution 眼科中心 75% 股权	香港爱尔投资设立 Rimonci 基金，储备眼科投资项目	拟要约收购欧洲最大连锁眼科医疗机构 Clinica Baviera 90% 股权

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

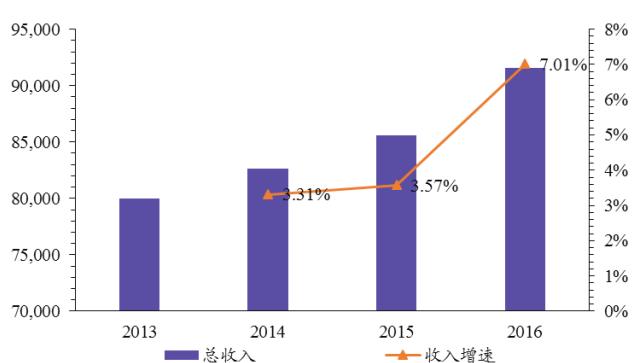
收购美国眼科中心，切入北美市场：报告期内，公司以 1800 万美元的价格收购 Dr.Ming Wang 所持有的 AW Healthcare Management, LLC 75% 的股权，后者持有 Wang Vision Institution 眼科中心资产。Wang Vision Institution 眼科中心是由 Dr. Ming Wang 于 2002 年 4 月创建，主要业务为屈光手术和白内障手术，占总收入的 85% 左右，其中屈光手术占 35%，白内障手术占 50%。该眼科中心是一家具有世界影响力的眼科中心，拥有全球前沿的屈光手术技术，并拥有全面的角膜成像技术。眼科中心面向北美乃至全球高端客户，已经服务了超过来自全世界 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。15-16（预计）年营业收入分别为 794.38 万美元、963.2 万美元，增速为 21.25%；15-16（预计）年 EBITDA 分别为 264.37 万美元、418.7 万美元，增速为 58.37 万美元。本次价格收购以 16 年 EBITDA 计算为 5.73 倍 PE，以 17 年预测 EBITDA 计算为 3.62 倍 PE，价格较为合理。

香港爱尔设立眼科投资基金，储备更多优质项目：报告期内，香港爱尔拟以自有资金 473 万美元作为有限合伙人投资设立 Rimonci 基金。基金目标募集规模拟定为 1.8 亿人民币，主要投资于眼科、数字健康、医学人工智能及其它生命科学、医疗高科技等产业领域。退出方式方面，合伙企业所投资的项目可选择并购或 IPO 等形式退出，同等条件下，普通合伙人协助公司优先收购。此举有利于加快推进公司海外布局，储备更多优质眼科投资项目，进一步完善公司在眼科相关产业链的全球布局，构建眼健康服务生态圈，创造和完善公司的多业态增长。

收购欧洲最大眼科医疗机构，学习欧洲经验：公司拟向欧洲最大的连锁眼科医疗机构 Clínica Baviera,S.A. 100% 股份的股东发起自愿收购要约，要约收购价格为每股 10.35 欧元。公司与合计持有标的公司 69.353% 股权的 6 位股东约定由后者不可撤销地向欧洲爱尔转让其持有的 59.353% 的股权，在本次要约完成三年后可按照约定的条件转让给欧洲爱尔，3 位标的公司

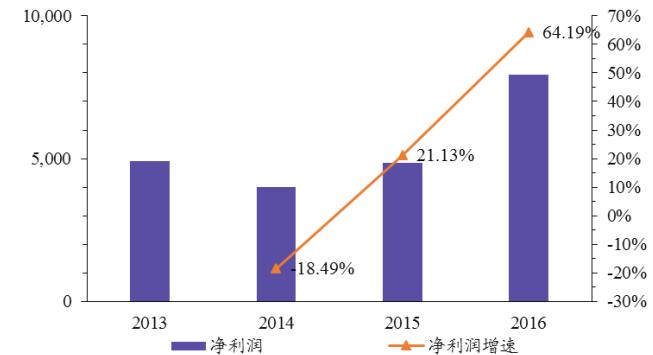
创始人及核心高管持有的剩余 10% 股权承诺不接受本次要约。本次要约收购价格约为：90% 股份对价 1.52 亿欧元。以 16 年净利润计算，价格为 21.26 倍 PE，较为便宜，考虑到公司净利润随着业务区域经济回暖而增长迅速，如以 17 年净利润计算则价格有望更低。

图 1：Clínica Baviera 近年收入变化（千欧元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 2：Clínica Baviera 近年净利润变化（千欧元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

标的公司创立至今已有 25 年历史，在欧洲具有广泛的影响力，尤其在南欧地区具有领先地位，共经营 76 家眼科医疗中心，其中西班牙 52 家，德国和奥地利 20 家，意大利 4 家。公司专业从事眼部疾病的诊断和治疗，包括近视、远视、散光、白内障、青光眼、玻璃体视网膜、斜视，其中屈光手术在西班牙、德国市场占有率第一。标的公司人才实力雄厚，形成了完善的医生梯队和培训、培养体系，目前已有一 174 名眼科医生和 110 名视光医生，包括创始人 Julio Baviera 医生在内的骨干医生在欧洲享有很高声誉。

标的公司未来盈利能力健全，且具有技术、商业体系及运营管理方面的先进经验，可供公司学习借鉴：**1.标的公司未来盈利能力无忧，收入增速有望达到双位数，有效增厚公司业绩：**在传统优势区域西班牙增速约 5-10% 左右，在增量市场德国增速约 10%-15%，在新兴市场意大利有望获得 2 倍以上的高速增长，且净利润率有望达到 12% 以上。**2.标的公司的老花镜等手术技术相对国内有很大优势，可以弥补国内技术劣势：**由于欧元区经济发达、老龄化程度高，标的公司的老花眼手术技术较为成熟，许多人工晶体的临床试验都是由标的公司承接，可资借鉴；**3. “手术中心+诊所”的商业模式可供公司学习其分级连锁体系。**总之，通过本次交易收购标的公司，公司一举形成在欧洲和全球的领先地位，大幅度提升爱尔品牌的国际影响力，实现临床、科研、人才的全球一体化，加快推进全球化基础上的眼健康生态圈战略。

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						
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。本报告清晰准确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