

## 业务增长加速，各项布局全面落地

### ——爱尔眼科（300015）半年报点评

#### 投资要点：

#### 1. 事件

公司发布 17 年半年报。公司 17H1 实现营业收入 25.90 亿元，同比增长 34.92%。实现归属母公司的净利润 3.62 亿元，同比增长 32.73%；实现扣非归属净利润 3.65 亿元（本期非经常性损益为-255 万元，主要来自其他营业外收支），同比增长 34.30%。17 年上半年实现 EPS 为 0.24 元。

其中，第二季度实现营业收入 13.93 亿元，同比增长 38.63%，环比增长 16.30%。实现归属净利润 2.06 亿元，同比增长 33.93%，环比增长 32.63%。实现扣非归属净利润 2.14 亿元，同比增长 41.50%，环比增长 41.58%。第二季度实现 EPS 0.14 元。

#### 2. 我们的分析与判断

##### （一）多项业务增速加快，高端业务占比提升

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及分级连锁体系的完善，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。17H1 公司门诊量 224.98 万人次，同比增长 25.90%；手术量 23.25 万例，同比增长 24.49%。17 年上半年主要亚专科业务情况分别为：

**屈光手术**实现营业收入 7.96 亿元，同比增长 41.65%，该项业务上半年毛利率为 56.17%（同比-1.03pp，主要是由于高端手术材料成本较高所致）；其中包括 Q2 营收 4.68 亿元。屈光业务高速增长主要由于全飞秒、飞秒和 ICL 等高端手术占比提高，量价齐升。目前公司屈光手术结构为普通飞秒 41%、全飞秒 44%、ICL 9%、传统板层刀手术仅占 6%。未来随着：1.消费升级趋势推动高端术式占比进一步升高；2.高端术式内部多样化；3.不断开发个性化术式乃至实现私人订制化，屈光手术业务仍有较大增长空间。

**白内障手术** 17H1 实现营业收入 6.52 亿元，同比增长 32.70%，毛利率为 37.69%（同比+0.49pp）。其中 Q2 营收为 3.69 亿元，同比增速高达 38%，绝对数值也已达到单季度历史新高。这主要是手术量的稳定增长以及高端晶体手术占比提高所致。白内障手术为刚需，我们预测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** 17H1 收入为 4.98 亿元，同比增长 30.40%，毛利率 53.35%，与前期基本持平；其中 Q2 营收 2.20 亿元。视光业务高速增长受益于配镜量上升和高端产品增速较快，我们认为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、医学验光优势释放，高速增长有望延续。

## 爱尔眼科(300015.SZ)

### 推荐 维持

#### 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)

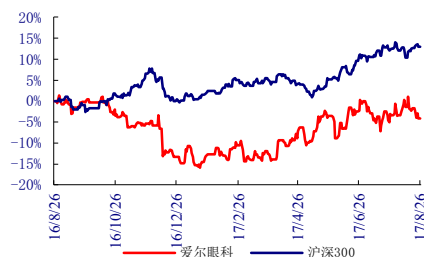
对本报告的编制提供信息。

#### 市场数据

2017-08-26

A 股收盘价(元)	22.44
A 股一年内最高价(元)	33.90
A 股一年内最低价(元)	20.95
沪深 300	3734.65
市盈率	57.52
总股本(万股)	152001.50
实际流通 A 股(万股)	119489.28
限售的流通 A 股(万股)	32512.22
流通 A 股市值(亿元)	266.58

#### 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）一季报点评：白内障业务所受影响消除，国际化战略推进 2017-04-26  
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）点评：注入首批体外医院，证实未来广阔发展空间 2016-12-08  
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

**眼前段手术业务、眼后段手术业务**上半年分别实现营业收入 3.70 亿元（同比+24.40%），2.21 亿元（同比+35.78%），我们认为眼后段手术业务（眼底病业务）技术要求相对较高，增速的上升体现公司强大的技术实力日益受到患者认可。

一季度时公司将收购的沪滨、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。截至 17H1 该九家医院均实现扭亏为盈，共为母公司贡献利润约 3068 万元，占公司整体比例尚不大。我们认为 9 家医院当前具备较高的营收增速和较大的净利润增长潜力，未来有望为公司贡献盈利能力。

财务指标方面，公司 17H1 毛利率为 46.96%，较上年同期微升 0.32 个百分点。销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 13.23%（同比+0.31pp）、13.85%（同比-0.97pp）及 0.23%（持平）。报告期内公司实现经营活动现金流量净额 4.19 亿，增速达到 30.61%，与利润增速基本一致，体现业绩的高增长质量。

## （二）国际化格局奠定，反哺国内高端业务

**17H1 公司收购 Clínica Baviera, S.A. 实施完成**，交割完成后公司通过爱尔眼科国际（欧洲）有限公司合计持有 Clínica Baviera, S.A. 14,159,510 股股份，占其已发行股本的 86.83%。并且也通过爱尔（美国）国际控股有限责任公司完成对 AW Healthcare Management, LLC 75% 股权收购。此外，通过爱尔眼科国际（香港）有限公司参与投资设立了 Rimondi International Specialized Fund, L.P.，进一步完善公司在眼科相关产业链的全球布局，培育全球眼健康服务生态圈，投资眼科及前沿领域的创新项目，创造和完善公司的多业态增长。**总体而言，公司国际化战略加速推进，有望反哺高端医疗业务的快速增长，满足国内多层次的医疗需求，顺应国内消费升级大趋势。**

其中，**Clínica Baviera 17Q1 实现营业收入 2481.7 万欧元（+2.1%），实现净利润 260.3 万欧元（-10.9%）；17Q2 实现营业收入 2533.3 万欧元（+9.1%），实现净利润 240.6 万欧元（+2.82%）。**报告期内标的公司新增眼科医疗中心 4 家，达到共 80 家。业绩增速略有下滑可能原因是一季度西班牙本土市场收入增长不明显，但二季度已有所回复。总体而言，**标的公司未来盈利能力无忧，尤其在西班牙以外市场增速可达双位数，有效增厚公司业绩；更重要的是，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、人口老龄化程度高，标的公司的老花眼手术技术较为成熟，例如，国际上许多人工晶体的临床试验都是由标的公司承接的，可资借鉴。

## （三）科研能力提升明显，获批 GCP 助力研发能力提升

报告期内，公司眼底病学组专家团队与合作伙伴成功研发眼科智能诊断系统，该系统对病患基数巨大的糖尿病性视网膜病变(DR)和年龄相关性黄斑变性(AMD)的诊断准确率目前已达到 93%以上，达到了国际领先水平。智能诊断系统的研发符合行业发展的前沿趋势，有望帮助医生提升效率和诊断准确性，更重要的是**与公司的分级连锁体系配合，解决基层医院的技术瓶颈，释放基层能量。**

报告期内公司下属医院武汉爱尔、长沙爱尔、广州爱尔 3 家医院获得了国家食品药品监督管理总局颁发的《国家药物临床试验机构资格认定证书》，成为具备 GCP 资质的医疗机构，为首批获此资质的民营医院之一，体现国家对公司旗下医院能力的认可。一方面，获得 GCP

资质将进一步提升公司管理水平与研发实力,帮助公司与科技前沿进一步密切接触;另一方面,公司借助收购的香港、美国以及欧洲眼科医疗机构,有望开创欧美地区药品在中国开展临床试验与应用的“绿色通道”,实现研发能力的协同提升。

### 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 7.69 亿元/10.17 亿元/13.38 亿元,对应 EPS 为 0.51 元/0.67 元/0.88 元(经股本变动调整),对应 PE 45/34/26 倍。我们认为公司已进入高速增长的新阶段,维持“推荐”评级。

### 4. 风险提示:

新建医院盈利低于预期。

**报表预测 (百万元)**

<b>利润表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>429.35</b>	<b>600.67</b>	<b>700.50</b>	<b>949.26</b>	<b>1245.66</b>	<b>1629.68</b>
加: 其他非经营损益	-22.26	-50.50	-16.28	-29.68	-29.68	-29.68
<b>利润总额</b>	<b>407.09</b>	<b>550.17</b>	<b>684.22</b>	<b>919.57</b>	<b>1215.98</b>	<b>1600.00</b>
减: 所得税	94.20	113.59	117.11	137.94	182.40	240.00
<b>净利润</b>	<b>312.88</b>	<b>436.58</b>	<b>567.11</b>	<b>781.64</b>	<b>1033.58</b>	<b>1360.00</b>
减: 少数股东损益	3.70	8.54	9.64	12.61	16.67	21.93
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>309.19</b>	<b>428.04</b>	<b>557.47</b>	<b>769.03</b>	<b>1016.92</b>	<b>1338.07</b>
<b>资产负债表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>2439.07</b>	<b>3123.17</b>	<b>3903.45</b>	<b>4579.73</b>	<b>5454.79</b>	<b>6579.01</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>341.70</b>	<b>623.96</b>	<b>966.41</b>	<b>1109.78</b>	<b>1280.17</b>	<b>1477.16</b>
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
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2024.50</b>	<b>2395.41</b>	<b>2781.15</b>	<b>3301.45</b>	<b>3989.46</b>	<b>4894.76</b>
少数股东权益	72.88	103.80	155.89	168.50	185.17	207.10
<b>股东权益合计</b>	<b>2097.38</b>	<b>2499.21</b>	<b>2937.04</b>	<b>3469.95</b>	<b>4174.63</b>	<b>5101.86</b>

负债和股东权益合计	2439.07	3123.17	3903.45	4579.73	5454.79	6579.01
<b>现金流量表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
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
<b>现金流量净额</b>	<b>105.20</b>	<b>-61.23</b>	<b>63.56</b>	<b>684.59</b>	<b>841.66</b>	<b>852.79</b>

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