

2017年10月13日

公司研究•证券研究报告

爱尔眼科 (300015.SZ)

国内外布局稳步推进，业绩增长符合预期

投资要点

- ◆ **事件**：公司发布2017年前三季度业绩预告，预计实现归母净利润60,898.92-65,583.45万元，比上年同期增长30.00%-40.00%；第三季度预计实现归母净利润24,695.61-29,380.14万元，比上年同期增长26.19%-50.13%。
- ◆ **连锁医院模式可复制性强，助力业绩持续高增长**：根据中国国情和市场环境，公司制定了独具特色的“分级连锁”发展策略，连锁医院间的可复制性强。经过多年的发展，公司已初步完成了“中心城市医院-省会医院-地级医院-县级医院”的全国分级连锁网点布局，成为全球最大的眼科集团。随着业务布局的不断完善，公司的品牌效应和规模优势逐步显现，保证了多年来公司业绩的持续高速增长，归母净利润增速连续多年维持在30%以上。
- ◆ **高端手术占比提升带动业务快速发展**：依托于连锁眼科医院的平台，公司已经形成了“医疗服务为主，配套服务为辅”的业务格局。2017年上半年，公司门诊量达到224.98万人次，同比增长25.90%，手术量23.25万例，同比增长24.49%，门诊量和手术量的同比上升，拉动了公司业绩的增长。医疗服务业务主要分为准分子手术、白内障手术、眼前段手术和眼后段手术几大板块，其中全飞秒、飞秒、ICL等高端手术占比不断提高，造成了准分子手术量价齐升的局面；白内障手术量增长稳定，同时高端晶体手术占比也有所提高。随着公司在眼科领域影响力的不断加大，未来高端手术对业绩的贡献有望进一步提升。
- ◆ **国内医疗网点加速布局，国际化战略稳健推进**：公司设立产业并购基金，在国内继续通过新建或并购方式加快以地级、县级医院为重点的网点布局，纵向推进省域内分级连锁体系建设，加大医院网络的辐射区域。截至2017年上半年，公司体内外医院约190家，其中在上市公司体内的有76家，预计今年总量有望达到200家。通过并购基金新建或并购的医院，并不会马上注入上市公司，在前期不盈利的阶段医院先在并购基金体内孵化，从而避免了对公司业绩的拖累，待培育成熟后再逐步整合至上市公司体内。公司同时也加快国际化步伐，一方面通过美国爱尔完成对AW Healthcare Management,LLC 75%股权的收购，另一方面通过欧洲爱尔要约收购欧洲最大的眼科连锁机构 Clínica Baviera, S.A.，奠定了公司全球发展的战略格局。至此，公司已构建起跨越亚美欧的网络布局，加速临床、科研、人才资源全球一体化，搭建世界级眼科平台，进一步提升公司核心竞争力和国际影响力，推动高端医疗业务的快速增长，满足多层次的医疗需求。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司2017年至2019年每股收益分别为0.48、0.64和0.80元。维持增持-A建议，6个月目标价为28.8元，相当于2017年60倍的市盈率。
- ◆ **风险提示**：收购整合不达预期，市场竞争加剧。

公司快报

医药 | 医疗服务 III

投资评级

增持-A(维持)

6个月目标价

28.8元

股价(2017-10-11)

26.47元

交易数据

总市值(百万元)	40,234.80
流通市值(百万元)	31,628.81
总股本(百万股)	1,520.01
流通股本(百万股)	1,194.89
12个月价格区间	20.95/35.59元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.15	12.16	28.18
绝对收益	9.43	18.75	14.19

分析师

 徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsc.cn
 021-20377088

报告联系人

 李伟
 liwei@huajinsc.cn
 021-20377053

相关报告

爱尔眼科：业绩维持高增长，高端手术占比不断提升 2017-08-29

爱尔眼科：布局高端医疗服务市场，国际化战略再下一城 2017-01-04

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3,165.6	4,000.4	5,146.5	6,660.6	8,512.3
同比增长(%)	31.8%	26.4%	28.7%	29.4%	27.8%
营业利润(百万元)	600.7	700.5	952.2	1,244.0	1,534.7
同比增长(%)	39.9%	16.6%	35.9%	30.6%	23.4%
净利润(百万元)	428.0	557.5	735.6	976.8	1,209.5
同比增长(%)	38.4%	30.2%	32.0%	32.8%	23.8%
每股收益(元)	0.28	0.37	0.48	0.64	0.80
PE	94.0	72.2	54.7	41.2	33.3
PB	16.8	14.5	13.1	10.9	9.0

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)

2015

2016

2017E

2018E

2019E

营业收入

3,165.6

4,000.4

5,146.5

6,660.6

8,512.3

财务指标

(百万元)

2015

2016

2017E

2018E

2019E

年增长率

减:营业成本	1,690.7	2,155.8	2,729.7	3,528.8	4,525.1	营业收入增长率	31.8%	26.4%	28.7%	29.4%	27.8%
营业税费	3.5	6.5	7.0	9.1	54.5	营业利润增长率	39.9%	16.6%	35.9%	30.6%	23.4%
销售费用	404.9	512.2	664.9	867.9	1,093.0	净利润增长率	38.4%	30.2%	32.0%	32.8%	23.8%
管理费用	466.0	627.3	793.3	1,017.2	1,315.6	EBITDA 增长率	33.0%	18.0%	31.4%	28.0%	21.6%
财务费用	-4.1	5.4	1.5	-4.5	-6.8	EBIT 增长率	40.2%	18.3%	35.1%	30.0%	23.3%
资产减值损失	13.9	13.8	13.7	13.8	13.8	NOPLAT 增长率	44.8%	23.6%	32.2%	31.4%	22.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	45.9%	-16.7%	33.3%	-4.0%	7.2%
投资和汇兑收益	9.9	21.2	15.9	15.7	17.6	净资产增长率	19.2%	17.5%	10.7%	19.0%	20.8%
营业利润	600.7	700.5	952.2	1,244.0	1,534.7	盈利能力					
加:营业外净收支	-50.5	-16.3	-29.7	-32.2	-26.0	毛利率	46.6%	46.1%	47.0%	47.0%	46.8%
利润总额	550.2	684.2	922.5	1,211.8	1,508.7	营业利润率	19.0%	17.5%	18.5%	18.7%	18.0%
减:所得税	113.6	117.1	174.2	218.1	278.2	净利润率	13.5%	13.9%	14.3%	14.7%	14.2%
净利润	428.0	557.5	735.6	976.8	1,209.5	EBITDA/营业收入	22.7%	21.2%	21.7%	21.4%	20.4%
						EBIT/营业收入	18.8%	17.6%	18.5%	18.6%	17.9%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
货币资金	720.8	775.9	962.0	1,608.2	2,288.5						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	资产负债率	23.3%	27.8%	21.9%	23.5%	23.9%
应收帐款	358.6	465.5	661.6	817.8	1,132.0	负债权益比	30.3%	38.4%	28.0%	30.7%	31.4%
应收票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.54	1.70	2.34	2.54	2.83
预付帐款	71.9	91.1	121.1	145.6	199.7	速动比率	2.24	1.48	2.04	2.26	2.54
存货	174.4	206.8	271.2	323.6	427.4	利息保障倍数	-144.26	130.68	628.66	-275.58	-224.06
其他流动资产	148.1	62.7	104.1	105.0	90.6						
可供出售金融资产	264.4	803.4	395.9	487.9	562.4	营运能力					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	69	64	54	40	28
长期股权投资	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	15	3	5	12	13
投资性房地产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	155	138	130	138	151
固定资产	646.1	769.1	760.9	706.8	602.7	应收帐款周转天数	34	37	39	40	41
在建工程	82.6	13.8	34.2	68.8	99.5	存货周转天数	18	17	17	16	16
无形资产	17.4	23.6	24.6	26.1	26.5	总资产周转天数	330	329	288	249	236
其他非流动资产	772.2	854.1	823.7	761.5	703.4	投资资本周转天数	131	113	93	80	64
资产总额	3,256.6	4,065.9	4,159.4	5,051.2	6,132.8	费用率					
短期债务	-	-	-	-	-	销售费用率	12.8%	12.8%	12.9%	13.0%	12.8%
应付帐款	412.6	737.5	666.8	916.7	1,173.7	管理费用率	14.7%	15.7%	15.4%	15.3%	15.5%
应付票据	-	-	-	-	-	财务费用率	-0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
其他流动负债	166.9	204.0	240.1	265.9	288.7	三费/营业收入	27.4%	28.6%	28.4%	28.2%	28.2%
长期借款	174.2	186.1	-	-	-	投资回报率					
其他非流动负债	3.8	1.4	2.4	2.5	2.1	ROE	17.9%	20.0%	23.9%	26.5%	27.1%
负债总额	757.4	1,128.9	909.3	1,185.1	1,464.4	ROA	13.4%	13.9%	18.0%	19.7%	20.1%
少数股东权益	103.8	155.9	168.6	185.5	206.4	ROIC	50.5%	42.8%	68.0%	67.0%	85.5%
股本	985.6	1,010.3	1,520.0	1,520.0	1,520.0	分红指标					
留存收益	1,427.0	2,066.6	1,561.4	2,160.6	2,941.9	DPS(元)	0.19	0.12	0.21	0.31	0.33
股东权益	2,499.2	2,937.0	3,250.1	3,866.1	4,668.3	分红比率	67.6%	32.6%	44.0%	48.1%	41.6%
						股息收益率	0.7%	0.5%	0.8%	1.2%	1.2%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	436.6	567.1	735.6	976.8	1,209.5
加:折旧和摊销	187.8	216.8	161.7	188.2	208.8
资产减值准备	13.9	13.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-	4.4	1.5	-4.5	-6.8
投资损失	-9.9	-21.2	-15.9	-15.7	-17.6
少数股东损益	8.5	9.6	12.7	16.9	20.9
营运资金的变动	-148.2	-23.2	-335.1	104.1	-119.8
经营活动产生现金流量	522.2	675.1	560.5	1,266.0	1,295.0
投资活动产生现金流量	-654.3	-743.2	248.5	-246.5	-192.9
融资活动产生现金流量	66.5	122.2	-623.0	-373.2	-421.9

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.28	0.37	0.48	0.64	0.80
BVPS(元)	1.58	1.83	2.03	2.42	2.94
PE(X)	94.0	72.2	54.7	41.2	33.3
PB(X)	16.8	14.5	13.1	10.9	9.0
P/FCF	230.0	50.6	235.6	38.8	36.4
P/S	12.7	10.1	7.8	6.0	4.7
EV/EBITDA	34.8	29.6	34.7	26.6	21.5
CAGR(%)	31.5%	29.5%	33.7%	31.5%	29.5%
PEG	3.0	2.4	1.6	1.3	1.1
ROIC/WACC	4.8	4.1	6.5	6.4	8.1

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应用本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn