

爱尔眼科（300015）：内生外延双轮驱动，业绩持续高增长

推荐(首次)

医药

当前股价：28.99 元

报告日期：2017 年 10 月 25 日

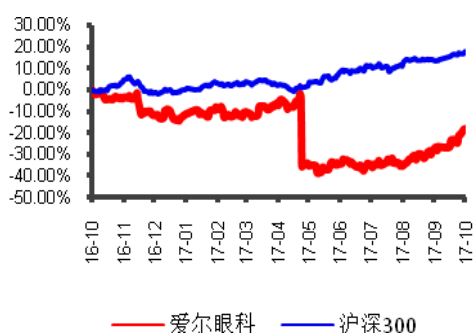
主要财务指标（单位：百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,000	5,337	6,930	8,845
(+/-)	26.37%	33.42%	29.83%	27.64%
营业利润	701	1,042	1,369	1,820
(+/-)	16.62%	48.81%	31.35%	32.91%
归属母公司	557	803	1,054	1,401
净利润				
(+/-)	29.90%	43.99%	31.35%	32.91%
EPS（元）	0.37	0.53	0.69	0.92
市盈率	77	53	41	31

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	152,156/119,644
流通市值（亿元）	337.04
每股净资产（元）	1.83
资产负债率（%）	27.76

股价表现（最近一年）



资料来源：wind，华鑫证券研发部

分析师：杜永宏

执业证书编号：S1050517060001

电话：021-54967706

邮箱：duyh@cfsc.com.cn

- 事件：公司发布 2017 年三季度报告。

- 点评：

公司业绩表现靓丽。公司 2017 年前三季度实现营收 43.82 亿元，同比增长 42.16%；归属上市公司股东净利润 6.32 亿元，同比增长 35.06%；扣非后归属上市公司股东净利润 6.56 亿元，同比增长 38.86%，对应 EPS 0.42 元。其中，Q3 单季营收 17.92 亿元，同比增长 54.1%，增速快于 Q2、Q1 的 38.63%、30.86%；归属上市公司股东净利润 2.70 亿元，同比增长 38.3%，增速快于 Q2、Q1 的 33.93%、31.17%；公司三季度业绩增速略超预期。预计报告期内公司核心业务屈光手术、白内障手术、视光业务等增速均在 40%左右。

盈利能力不断提升。公司前三季度销售毛利率达 48.46%，同比提升 1.11 个百分点；公司过去几年毛利率水平持续提升，2014-2016 年销售毛利率分别为 44.91%、46.59%、46.11%；随着公司品牌影响力的提升，公司盈利能力也在不断提升。报告期内，公司三项费用率为 27.25%，同比下降 0.21pp，其中财务费用率上升较明显，预计主要与海外并购负债增加有关。

- **国际化视野下的战略布局。**近年来，公司通过新建或并购方式不断加快二三线及以下城市的网点布局，今年公司已完成了沪滨、泰安、九江、朝阳、东莞、佛山、湖州、太原康明和清远 9 家医院并表工作，公司目前已完成 200 家地级市医院的布局，预计在未来三年将达到 1000 家县级医院，届时公司全国性医院网络布局基本形成。公司除了在国内市场的拓展，近年来公司积极尝试国际化医疗布局，通过欧洲爱尔



要约收购欧洲最大的眼科连锁机构 Clinica Baviera, S.A, 通过美国爱尔完成了对美国著名眼科诊疗机构 AW Healthcare Management, LLC 75%股权的收购。通过海外并购, 有利于公司引进国外高端眼科市场先进的诊疗技术和管理理念, 提升公司在眼科方面的整体诊疗水平和科研实力。

- **盈利预测与投资评级:** 我们预测公司 2017-2019 年实现归属于母公司净利润分别为 8.03 亿元、10.54 亿元、14.01 亿元, 对应 EPS 分别为 0.53 元、0.69 元、0.92 元, 当前股价对应 PE 分别为 53/41/31 倍。首次覆盖, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 医疗事故的风险; 新建医院盈利不达预期的风险; 外延并购不达预期的风险。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	664.99	266.87	346.48	670.72	营业收入	4000.40	5337.37	6929.67	8844.97
应收和预付款项	556.57	668.47	919.86	1104.13	减: 营业成本	2155.81	2847.29	3668.71	4639.68
存货	206.77	322.29	359.40	502.71	营业税金及附加	6.55	7.29	9.47	12.09
其他流动资产	58.79	58.79	58.79	58.79	营业费用	512.24	677.85	883.53	1132.16
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	627.25	720.55	942.44	1211.76
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	5.40	28.27	42.58	15.76
固定资产和在建工程	782.86	809.19	865.51	946.84	资产减值损失	13.84	13.69	13.69	13.69
无形资产和开发支出	481.17	476.88	472.58	468.29	加: 投资收益	21.19	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1152.29	3089.26	2983.39	3053.39	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	3903.45	5691.74	6006.02	6804.87	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	989.99	476.79	0.00	营业利润	700.50	1042.44	1369.26	1819.84
应付和预收款项	779.26	1020.60	1116.50	1419.82	加: 其他非经营损益	-16.28	0.00	0.00	0.00
长期借款	186.06	186.06	186.06	186.06	利润总额	684.22	1042.44	1369.26	1819.84
其他负债	1.09	1.09	1.09	1.09	减: 所得税	117.11	225.86	296.67	394.30
负债合计	966.41	2197.74	1780.44	1606.97	净利润	567.11	816.58	1072.58	1425.54
股本	1010.32	1521.56	1521.56	1521.56	减: 少数股东损益	9.64	13.89	18.24	24.24
资本公积	243.40	-267.84	-267.84	-267.84	归属母公司股东净利润	557.47	802.69	1054.34	1401.29
留存收益	1527.43	2070.50	2783.84	3731.91					
归属母公司股东权益	2781.15	3324.22	4037.56	4985.63	财务分析	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	155.89	169.78	188.02	212.26	收益率				
股东权益合计	2937.04	3494.00	4225.58	5197.89	毛利率	46.11%	46.65%	47.06%	47.54%
负债和股东权益合计	3903.45	5691.74	6006.02	6804.87	三费/销售收入	28.62%	26.73%	26.96%	26.68%
					EBIT/销售收入	17.03%	19.95%	20.29%	20.69%
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	EBITDA/销售收入	22.45%	26.08%	25.30%	23.05%
经营性现金净流量	683.53	1193.85	1277.64	1634.26	销售净利率	14.18%	15.30%	15.48%	16.12%
投资性现金净流量	-743.22	-2299.85	-307.00	-370.00	资产获利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
筹资性现金净流量	122.22	707.87	-891.02	-940.01	ROE	20.04%	24.15%	26.11%	28.11%
现金流量净额	63.56	-398.13	79.61	324.24	ROA	17.45%	18.71%	23.41%	26.89%
					ROIC	29.67%	44.98%	28.49%	35.09%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	增长率				
EBIT	681.19	1064.95	1406.08	1829.84	销售收入增长率	26.37%	33.42%	29.83%	27.64%
EBITDA	898.02	1392.10	1753.23	2039.12	净利润增长率	29.90%	43.99%	31.35%	32.91%
NOPLAT	578.38	834.21	1101.43	1433.37	总资产增长率	24.98%	45.81%	5.52%	13.30%
净利润	557.47	802.69	1054.34	1401.29	资本结构				
EPS	0.37	0.53	0.69	0.92	资产负债率	24.76%	38.61%	29.64%	23.62%
BPS	1.83	2.18	2.65	3.28	投资资本/总资产	47.52%	67.93%	68.02%	63.96%
PE	76.89	53.40	40.65	30.59	带息债务/总负债	19.25%	53.51%	37.23%	11.58%
PB	15.41	12.89	10.62	8.60	流动比率	1.91	0.65	1.06	1.64
PS	10.71	8.03	6.19	4.85	速动比率	1.57	0.46	0.79	1.25
PCF	62.71	35.90	33.55	26.23	股利支付率	53.06%	32.34%	32.34%	32.34%
EV/EBIT	40.42	40.76	30.52	23.08	收益留存率	46.94%	67.66%	67.66%	67.66%
EV/EBITDA	30.66	31.18	24.47	20.71	资产管理效率				
EV/NOPLAT	47.61	52.03	38.96	29.46	总资产周转率	1.02	0.94	1.15	1.30
EV/IC	14.85	11.23	10.50	9.70	固定资产周转率	5.20	8.76	11.26	13.67
ROIC-WACC	29.67%	43.55%	27.70%	34.84%	应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.007	0.006	0.008	0.011	存货周转率	14.09	16.94	14.98	16.69

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



分析师简介

杜永宏：华鑫证券研究员，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>