

2017 年 12 月 25 日

 王睿哲
 C0062@capital.com.tw
 目标价(元)

35

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2017/12/24)	30.37
深证成指(2017/12/24)	11094.16
股价 12 个月高/低	30.98/19.16
总发行股数(百万)	1523.62
A 股数(百万)	1198.50
A 市值(亿元)	363.98
主要股东	爱尔医疗投资集团有限公司 (40.78%)
每股净值(元)	2.22
股价/账面净值	13.65
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	1.5 3.5 -2.1

近期评等

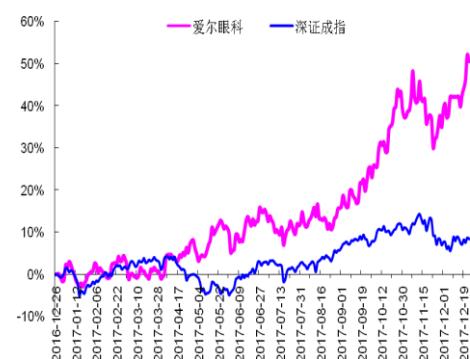
2017-08-28	买入	22.84
2017-07-14	买入	31.48

产品组合

医疗服务-准分子手术	30.1%
医疗服务-白内障手术	22.7%
视光服务	20.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.2%
一般法人	44.0%

股价相对大盘走势

爱尔眼科(300015.SZ)
Buy 买入
眼科连锁龙头，成长动力十足
结论及建议：

- **分级连锁布局，内外联动扩张：**经过多年的发展，目前公司已经形成了分级连锁的商业模式：临床及科研能力最强的一级医院定位为公司的技术中心和疑难眼病患者的会诊中心，并对二级医院进行技术支持；具有一定规模和较强临床能力的省会城市的连锁医院作为二级医院，定位为着力开展全眼科服务、代表省级水平的疑难眼病会诊中心，并对三级医院提供技术支持；建立在地市级城市的医院作为三级医院，侧重于眼视光及常见眼科疾病的诊疗服务。公司采取了内外联动的扩张模式，除了自建培养及直接收购外，还设立了多家并购基金，通过体外培养成熟后并入的方式加快了公司扩张的步伐。目前并购基金约有 120 家医院，今年已成功并入 9 家至上市公司，我们预计未来将不断有并购基金培育成熟的医院并入上市公司内。
- **国际化布局加速，提升内在实力：**公司国际化进程不断加速，先后收购香港亚洲医疗集团（香港知名眼科医疗机构）、美国 AW Healthcare Management, LLC（美国高端眼科中心）以及欧洲最大连锁眼科医疗上市公司 Clínica Baviera, S.A。我们认为公司海外的持续扩展在规模提升增厚业绩的同时，将更多对公司的内在实力进行提升：随着整合的深入，海外先进的商业模式、管理理念以及先进的技术将会逐步在公司国内的分级连锁网络下结出硕果。
- **屈光手术消费升级，视光业务不断下沉，白内障业务继续恢复：**2017H1 年公司屈光手术实现收入 8.0 亿元，同比增长 41.7%，视光服务实现收入 5.0 亿元，YOY+30.4%，公司入屈光、视光业务增速在去年较高的增速下均继续提升。我们认为在青少年近视发病率不断提升以及对眼健康意识的增强下，整个市场空间巨大。而随着人们对屈光手术的消费升级以及公司视光业务布点不断下沉，我们预计公司屈光以及视光业务将继续保持高速增长；2017H1 白内障手术实现收入 6.5 亿元，同比增长 32.7%；随着“魏则西”事件影响的淡化，白内障手术业务不断恢复，我们预计后续随着社区筛查力度的增加以及高端手术的推广，公司白内障手术业务将会继续得到恢复。
- **盈利预计：**我们预计公司 2017/2018/2019 年实现净利润 7.3/9.6/12.4 亿元，yoY 分别为+31.5%/+31.1%/+29.1%，折合 EPS0.48/0.63/0.81 元。目前股价对应的 2017/2018/2019 年 PE 分别为 63/48/37 倍。公司作为眼科医药连锁龙头，区域布局完善，但在纵向深耕仍具备较为广阔的空间，我们认为公司在国家鼓励社会办医，分急诊疗的政策红利下将有望实现快于行业的发展增速。我们看好公司的长远发展，目前估值相对合理，维持“买入”投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017E	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	428	557	733	961	1240
同比增减	%	38.44	30.24	31.47	31.06	29.14
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.44	0.56	0.48	0.63	0.81
同比增减	%	-7.31	27.27	-14.10	31.06	29.14
市盈率(P/E)	X	69.02	54.23	63.13	48.17	37.30
股利 (DPS)	RMB 元	0.29	0.18	0.06	0.08	0.10
股息率 (Yield)	%	0.97	0.59	0.19	0.25	0.32

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER $\geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

人民币百万元	2,015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3166	4000	5146	6645	8544
经营成本	1691	2156	2734	3488	4448
营业税金及附加	3	7	8	10	14
销售费用	405	512	673	851	1096
管理费用	466	627	752	1023	1316
财务费用	-4	5	9	9	15
资产减值损失	14	14	14	15	40
投资收益	10	21	22	15	15
营业利润	601	701	977	1264	1630
营业外收入	5	29	14	10	10
营业外支出	55	46	50	45	45
利润总额	550	684	941	1229	1595
所得税	114	117	173	233	303
少数股东损益	9	10	34	35	52
归母公司净利润	428	557	733	961	1240

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2,015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	721	776	892	1026	1180
存货净额	213	284	341	409	491
应收帐款净额	174	207	196	187	177
流动资产合计	1474	1602	1922	2307	2768
长期投资净额	0	0	0	0	0
固定资产合计	646	769	846	931	1024
无形资产及其他资产合计	83	14	17	20	24
资产总计	1783	2464	2834	3259	3747
流动负债合计	3257	4066	4756	5565	6516
长期负债合计	579	941	1130	1356	1627
负债合计	178	187	195	203	211
少数股东权益	757	1129	1325	1558	1838
股东权益合计	104	156	203	466	1538
负债和股东权益总计	2395	2781	3229	3541	3140

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2,015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动所得现金净额	522	675	743	817	899
投资活动所用现金净额	-654	-743	-1400	-1400	-1400
融资活动所得现金净额	67	122	-2000	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	-66	55	-2657	-2583	-2501

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出售此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告，不是用作推销或促使客户交易此报告内所提及之证券。