

内生高增长，市占率有望持续提升



——爱尔眼科（300015）2017 年业绩快报点评

❖ 事件

2 月 27 日，公司发布 2017 年业绩快报，报告期内公司实现营业总收入 595,076.50 万元，较 2016 年同期增长 48.75%；同时，公司运营效率持续提升，实现归属于上市公司股东净利润 73,970.08 万元，较 2016 年同期增长 32.80%；实现扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 77,215.73 万元，较 2016 年同期增长 41.35%。

❖ 点评

内生高增长，业绩基本符合预期。之前公司发布 2017 年业绩预告，预计全年业绩增长 30%-35%，我们预计归属上市公司股东净利润为 7.33 亿元，实际业绩基本符合预期。从扣非后归属上市公司股东净利润情况看，同比提升达 41.35%，内生增长强劲。

眼科诊疗市场容量不断扩大，公司市占率或持续提升。受需求增长和消费升级的双重作用，我国眼科诊疗市场容量不断扩大。随着公司经营规模和诊疗量的不断增长，品牌优势将逐步显现，公司已初步具备了同优质公立医院竞争的實力。从市占率角度来看，公司从 2012 年的 3.56% 增长至 2016 年的 4.84%，市占率实现持续提升，其中 2015-2016 年提升速度明显加快。相信随着民营眼科服务市场的快速发展，同时，公司未来不断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，预计营收 CAGR 有望维持在 30% 左右，2021 年公司在我国眼科市场的市占率或达 7.66%-9.32%。

❖ 盈利预测

预计公司 2017-2019 年分别实现归属母公司股东净利润 7.40、9.52、12.25 亿元，折合 EPS（最新摊薄）0.47、0.60、0.78 元/股，对应 PE 分别为 77.89、61.02、46.94 倍。维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**眼科诊疗行业医疗事故；并购基金旗下资产注入进度不及预期。

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	4000	5951	7652	9795
+/-%	26%	49%	29%	28%
归属母公司股东净利润(百万)	557	740	952	1225
+/-%	30%	33%	29%	29%
EPS(元)	0.35	0.47	0.60	0.78
PE	104.60	77.89	61.02	46.94

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部
报告类别 | 公司点评
所属行业 | 医药生物
报告时间 | 2018/2/28
前收盘价 | 36.61 元
公司评级 | 增持评级

👤 分析师

宋红欣
证书编号：S1100515060001
010-66495639
songhongxin@cczq.com

👤 联系人

周豫
证书编号：S1100117080006
010-66495936
zhouyu@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

盈利预测

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1602	2713	5360	6485	营业收入	4000	5951	7652	9795	营业成本	2156	3297	4239	5427	营业收入	4000	5951	7652	9795
现金	776	1495	3792	4490	营业税金及附加	7	8	10	13	营业费用	512	747	970	1240	营业税金及附加	7	8	10	13
应收账款	284	402	525	672	管理费用	627	952	1224	1567	财务费用	5	-2	-2	-2	营业费用	512	747	970	1240
其他应收款	182	272	349	447	资产减值损失	14	14	14	14	公允价值变动收益	0	0	0	0	管理费用	627	952	1224	1567
预付账款	91	138	179	228	投资净收益	21	17	17	18	营业利润	701	952	1213	1554	营业外收入	29	21	24	23
存货	207	343	440	558	营业外支出	46	49	48	48	利润总额	684	924	1189	1529	所得税	117	178	224	286
其他流动资产	63	63	75	90	净利润	567	746	966	1243	少数股东损益	10	6	13	18	归属于母公司净利润	557	740	952	1225
非流动资产	2464	2476	2500	2523	EBITDA	923	1166	1429	1770	EPS (元)	0.55	0.49	0.60	0.78	EBITDA	923	1166	1429	1770
长期投资	0	0	0	0	主要财务比率					会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	成长能力				
固定资产	769	633	492	348	营业收入	26.4%	48.8%	28.6%	28.0%	营业收入	26.4%	48.8%	28.6%	28.0%	营业收入	26.4%	48.8%	28.6%	28.0%
无形资产	24	24	25	27	营业利润	16.6%	35.9%	27.5%	28.1%	营业利润	16.6%	35.9%	27.5%	28.1%	营业利润	16.6%	35.9%	27.5%	28.1%
其他非流动资产	1671	1819	1983	2148	归属于母公司净利润	30.2%	32.7%	28.7%	28.6%	归属于母公司净利润	30.2%	32.7%	28.7%	28.6%	归属于母公司净利润	30.2%	32.7%	28.7%	28.6%
资产总计	4066	5189	7860	9008	净利润	46.1%	44.6%	44.6%	44.6%	净利润	46.1%	44.6%	44.6%	44.6%	净利润	46.1%	44.6%	44.6%	44.6%
流动负债	941	1150	1416	1687	净利率 (%)	4.6%	13.9%	12.4%	12.4%	净利率 (%)	4.6%	13.9%	12.4%	12.4%	净利率 (%)	4.6%	13.9%	12.4%	12.4%
短期借款	0	0	0	0	ROE (%)	20.0%	20.4%	16.0%	18.1%	ROE (%)	20.0%	20.4%	16.0%	18.1%	ROE (%)	20.0%	20.4%	16.0%	18.1%
应付账款	420	691	889	1127	ROIC (%)	32.5%	43.1%	59.8%	79.1%	ROIC (%)	32.5%	43.1%	59.8%	79.1%	ROIC (%)	32.5%	43.1%	59.8%	79.1%
其他流动负债	521	459	527	559	偿债能力					资产负债率 (%)	27.8%	27.0%	22.0%	22.9%	资产负债率 (%)	27.8%	27.0%	22.0%	22.9%
非流动负债	187	252	317	373	净负债比率 (%)	16.58%	17.95%	18.26%	18.08%	净负债比率 (%)	16.58%	17.95%	18.26%	18.08%	净负债比率 (%)	16.58%	17.95%	18.26%	18.08%
长期借款	186	250	315	371	流动比率	1.70	2.36	3.79	3.84	流动比率	1.70	2.36	3.79	3.84	流动比率	1.70	2.36	3.79	3.84
其他非流动负债	1	2	2	2	速动比率	1.48	2.06	3.47	3.51	速动比率	1.48	2.06	3.47	3.51	速动比率	1.48	2.06	3.47	3.51
负债合计	1129	1402	1733	2060	营运能力					总资产周转率	1.09	1.29	1.17	1.16	总资产周转率	1.09	1.29	1.17	1.16
少数股东权益	156	162	175	193	应收账款周转率	15	16	16	15	应收账款周转率	15	16	16	15	应收账款周转率	15	16	16	15
股本	1010	1515	1578	1578	应付账款周转率	5.52	5.93	5.37	5.38	应付账款周转率	5.52	5.93	5.37	5.38	应付账款周转率	5.52	5.93	5.37	5.38
资本公积	529	529	2168	2168	每股指标					每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.47	0.60	0.78	每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.47	0.60	0.78
留存收益	1537	1580	2206	3010	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.43	0.51	0.71	0.84	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.43	0.51	0.71	0.84	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.43	0.51	0.71	0.84
归属母公司股东权益	2781	3625	5952	6756	每股净资产 (最新摊薄)	1.76	2.30	3.77	4.28	每股净资产 (最新摊薄)	1.76	2.30	3.77	4.28	每股净资产 (最新摊薄)	1.76	2.30	3.77	4.28
负债和股东权益	4066	5189	7860	9008	估值比率					P/E	104.60	77.89	61.02	46.94	P/E	104.60	77.89	61.02	46.94
现金流量表					P/B	19.89	15.26	9.29	8.19	P/B	19.89	15.26	9.29	8.19	P/B	19.89	15.26	9.29	8.19
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	EV/EBITDA	59	47	38	31	EV/EBITDA	59	47	38	31	EV/EBITDA	59	47	38	31
经营活动现金流	675	800	1114	1318															
净利润	567	746	966	1243															
折旧摊销	217	216	218	218															
财务费用	5	-2	-2	-2															
投资损失	-21	-17	-17	-18															
营运资金变动	-106	-170	-64	-146															
其他经营现金流	13	26	14	21															
投资活动现金流	-743	-251	-258	-257															
资本支出	315	0	0	0															
长期投资	450	197	200	200															
其他投资现金流	22	-54	-58	-57															
筹资活动现金流	122	170	1441	-363															
短期借款	0	0	0	0															
长期借款	12	64	65	56															
普通股增加	25	505	62	0															
资本公积增加	378	0	1638	0															
其他筹资现金流	-292	-399	-325	-419															
现金净增加额	55	720	2297	697															

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001