

各项业务高速发展，并购项目运转良好

——爱尔眼科（300015）年报点评

投资要点：

1. 事件

公司发布 2017 年年报。公司 17 年全年实现营业收入 59.63 亿元，同比增长 49.06%。实现归属母公司的净利润 7.43 亿元，同比增长 33.31%；实现扣非归属净利润 7.76 亿元，同比增长 41.87%（非经常性损益为-0.33 万元，主要来自其他营业外支出）。17 年实现 EPS 0.49 元（稀释）。利润分配方案为 10 派 3 转增 5。

其中，17Q4 实现营业收入 15.80 亿元，同比增长 72.23%。实现归属净利润 1.10 亿元，同比增长 23.38%。实现扣非归属净利润 1.16 亿元，同比增长 56.22%。公司全年业绩增速呈上升趋势，Q1~Q4 扣非归属净利润增速分别为 25.28%、41.50%、45.02%及 56.22%。第四季度实现 EPS 0.07 元。

2. 我们的分析与判断

（一）各项业务高速发展，内生增长仍是主力

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快速增长。报告期内，公司门诊量 5,076,307 人次，同比增长 36.99%；手术量 517,613 例，同比增长 37.21%。分业务看：

屈光手术业务收入 19.31 亿元，同比增长 69.23%，高速增长的同时全年增速亦明显呈上升态势。屈光手术业务增长一方面是由于境内各医院手术量快速增长的同时全飞秒、ICL 等高端手术占比进一步大幅提高，形成量价齐升态势；另一方面也由于本期并购欧洲 Clínica Baviera、AW 经营规模扩大所致（CB 贡献 2.38 亿元，AW 贡献 0.16 亿元）。屈光业务 17 年毛利率 52.81%，较去年微降 1.54pp，主要原因估计为高端术式所用晶体成本高。

白内障手术业务收入 14.17 亿元，同比增长 44.43%，该项业务收入全年保持高速增长，主要是因为白内障市场的快速增长以及高端多焦晶体，全飞秒术式的应用。该项业务 17 年毛利率为 38.21%，微升 0.93pp。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。

爱尔眼科(300015.SZ)

推荐 维持

分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

职业资格证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

余宇 010-83571335

(sheyu@chinastock.com.cn)

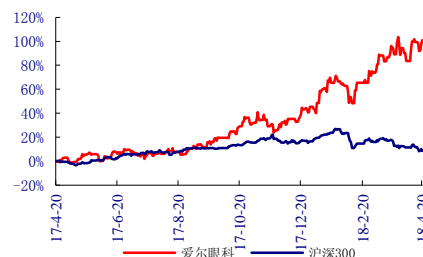
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-4-20

A 股收盘价(元)	42.60
A 股一年内最高价(元)	44.13
A 股一年内最低价(元)	29.22
沪深 300	3760.85
市盈率	91.34
总股本 (万股)	152365.58
实际流通 A 股(万股)	119775.74
限售的流通 A 股(万股)	32589.84
流通 A 股市值(亿元)	510.24

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）三季报点评：业绩超市场预期，定增获批助力长期盈利

爱尔眼科（300015）半年报点评：业务增长加速，各项布局全面落地

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

视光业务收入 11.72 亿元，同比增长 34.36%，毛利率为 53.66%（同比+1.39pp）；眼前段手术收入 7.87 亿元，增速为 29.73%，毛利率 39.89%（同比-0.16pp）；眼后段手术项目收入 4.78 亿元，增速为 44.16%，毛利率为 36.78%（同比-1.63pp）；均保持较高速度的增长。此外另有其他项目收入 1.72 亿元，增速 172.87%。

国内新注入医院方面，报告期内公司通过定增收购了沪滨爱尔、朝阳眼科、东莞爱尔、泰安爱尔、太原爱尔康明眼科、佛山爱尔、九江爱尔、清远爱尔以及湖州爱尔 9 家医院并于一季度并表，还通过自有资金收购松原爱尔、广州暨丽门诊部以及新建了武汉爱尔青山门诊部、宁波海曙爱尔光明眼科，对营收及净利润造成了正面影响。其中 11 家并购医院 17 年总营业收入 4.29 亿元，净利润合计 0.68 亿元，贡献归母净利润 4732.92 万元，可见新注入医院体量与公司原整体业务相比仍小，对公司业绩的影响不大，目前仍以内生增长为主。

国际业务方面，报告期内公司完成对美国 AW Healthcare Management, LLC 75% 股权收购和对欧洲最大的眼科连锁机构 Clínica Baviera, S.A 86.83% 股份的要约收购，并表日至报告期末二者营业收入分别为 0.51 亿元和 2.85 亿元，净利润分别为 0.18 亿元和 0.38 亿元，合计贡献归母净利润 4983.35 万元。

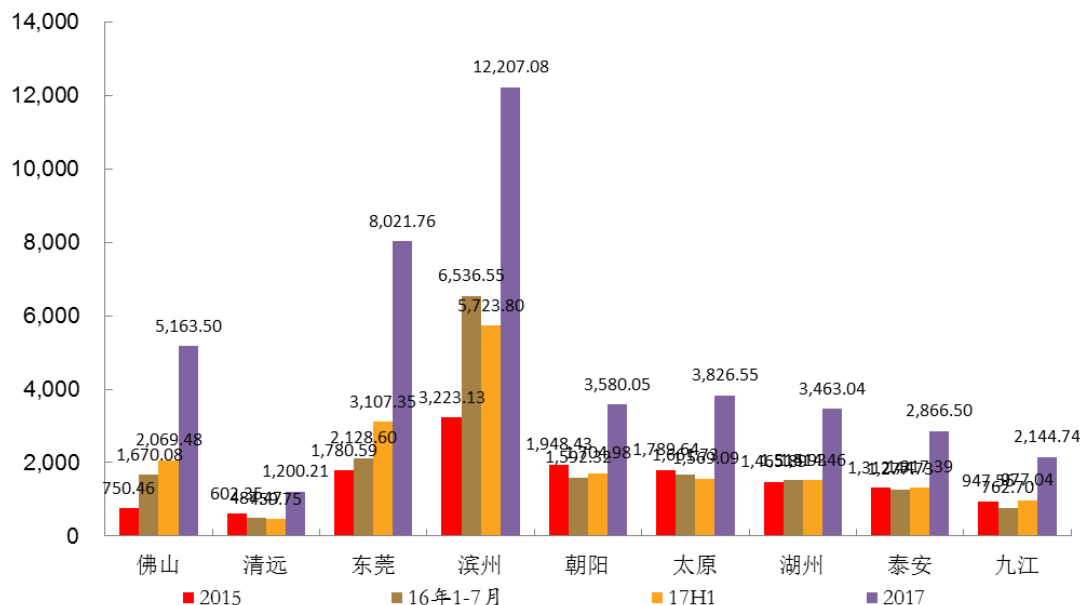
财务指标方面，受不同业务毛利率各有增减影响，公司 17 年整体毛利率为 46.28%，与上年基本持平。销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 12.98%（同比+0.18 pp）、14.19%（同比-1.49pp）及 0.72%（同比+0.58pp），变化不大。经营活动现金流净额为 13.3 亿元，同比增长 71.67%，体现较高的收入质量。

（二）并购基金模式首次注入进展顺利，眼科龙头地位持续巩固

报告期内公司加快全国分级连锁网络布局，借力产业并购基金，通过新建或并购方式加快地级、县级医院的网点纵向布局，不断完善国内分级连锁体系，加大全国网络的辐射区域。截至目前公司在全国已经有 230 余家医院（体内+体外），其中体内医院近 80 家，其余为体外医院。一方面，公司通过定向增发募集资金收购了沪滨爱尔、朝阳眼科、东莞爱尔、泰安爱尔、太原爱尔康明眼科、佛山爱尔、九江爱尔、清远爱尔以及湖州爱尔，通过自有资金收购松原爱尔、广州暨丽门诊部以及新建了武汉爱尔青山门诊部、宁波海曙爱尔光明眼科；另一方面，公司继续通过医疗产业并购基金加快在全国的投资布局，为公司储备更多的优质并购项目，为公司未来抢占发展先机，争取在中国绝大多数地级市、县均布局医院。

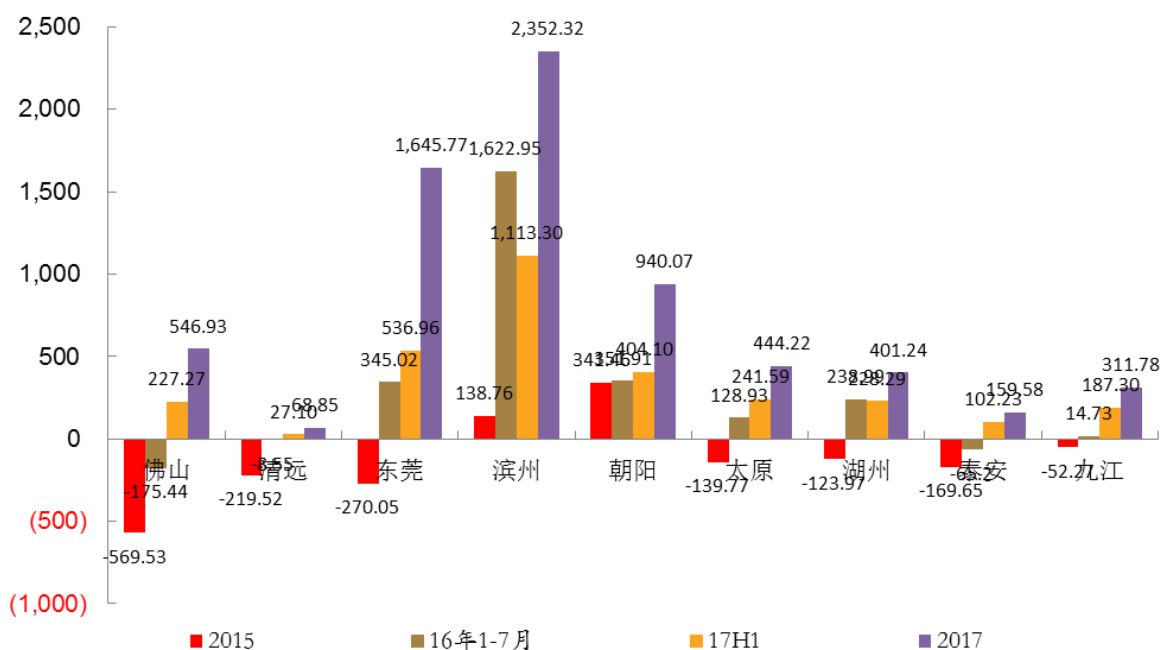
报告期内首次定增顺利实施，并购基金模式从项目培育到注入首次闭环运行，效果良好，新注入医院高速增长。此次定增注入的 9 家医院总营业收入从 15 年的 13,820.48 万元增长到 17 年的 42,473.44 万元，年复合增速高达 75.31%；净利润之和从 15 年的 -1064.54 万元扭亏而大幅上升至 17 年的 6,870.75 万元，全体实现盈利，并购基金模式已证实可行。此外公司定增引入高瓴资本等国内外知名战略投资者，有利于整合行业优质资源，推动公司大跨度的加速发展。

图 1: 定增新注入 9 家医院历年营收增长情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 2: 定增新注入 9 家医院历年净利润增长情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司原有医院也体现良好增长。长沙、武汉、成都、沈阳等传统省会医院业绩增速均大于 20%；重庆、衡阳等医院受搬迁影响，业绩增速较低；深圳、昆明等次新医院仍处于发力高速增长阶段，未来也将继续为公司贡献较大的利润弹性。

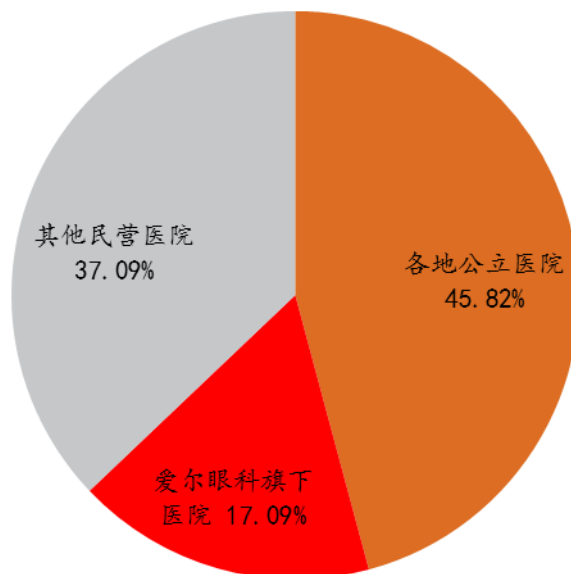
表 1: 体内原有部分医院增速

	2017		2016		同比增速	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
长沙	279,443,338.13	99,359,391.27	233,140,628.85	82,234,909.50	19.86%	20.82%
武汉	397,892,674.55	83,193,126.83	336,773,608.88	67,131,871.29	18.15%	23.92%
成都	263,254,587.82	68,605,918.59	208,581,369.00	55,576,282.93	26.21%	23.44%
沈阳	312,996,482.20	55,892,567.12	277,927,141.96	46,397,781.82	12.62%	20.46%
重庆	216,262,439.84	43,934,186.44	175,164,626.04	43,539,200.40	23.46%	0.91%
株洲三三一	86,494,904.71	23,204,858.61	74,245,229.03	18,683,015.44	16.50%	24.20%
衡阳	123,402,798.33	21,339,572.76	101,215,909.19	21,954,507.05	21.92%	-2.80%
西安古城	112,184,891.56	17,956,894.09	107,481,150.04	21,375,883.52	4.38%	-15.99%
天津	113,123,620.14	15,031,693.27	67,054,682.15	654,096.43	68.70%	2198.09%
石家庄	129,806,636.11	13,992,128.46	77,727,464.21	9,535,123.53	67.00%	46.74%
深圳	119,338,959.68	13,142,698.56	86,803,900.18	4,728,838.60	37.48%	177.93%
昆明	96,681,105.05	11,647,476.82	67,200,853.23	1,654,039.78	43.87%	604.18%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

随着公司分级连锁医院网络持续完善, 全国眼科行业龙头地位不断巩固。目前公司旗下医院已拥有全国 10% 的眼科医生。此外, 根据激光系统提供商蔡司 18 年 2 月披露数据, 截至 18 年 1 月, 公司已拥有全国 17% 的全飞秒技术中心。未来公司分级连锁模式有望进一步发展, 通过上级医院给予下级医院进行技术支持, 下级医院的疑难患者可以得到集团专家会诊或转诊到上级医院, 实现了资源配置的最优化和患者就诊的便利化。随着全国医疗网络不断完善, 规模效应将得到进一步体现, 分级连锁优势充分凸显。

图 3: 中国全飞秒技术中心数量分布比例



资料来源: 蔡司, 中国银河证券研究部

(三) 国际化战略稳步实施，Clínica Baviera 项目对接良好

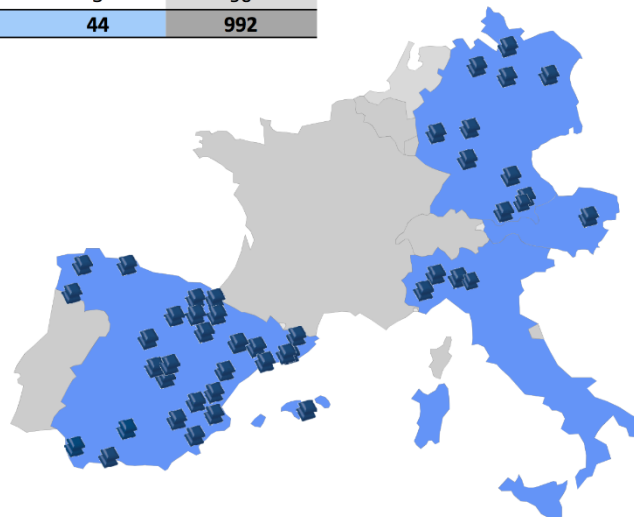
公司国际化战略推进行步稳健：报告期内公司通过先后成功并购香港亚洲医疗、美国 MING WANG 眼科中心、欧洲 Clínica Baviera.S.A 眼科集团等著名眼科机构，一举成为全球最大的连锁眼科医疗机构，形成跨越亚美欧的网络布局。其中 Clínica Baviera 是欧洲最大的眼科连锁机构，17 年 8 月 9 日，公司完成了 Clínica Baviera 股份的交割工作并已全部支付完毕所涉及的款项。交割完成后，公司通过爱尔眼科国际合计持有标的公司 14,159,510 股股份，占其已发行股本的 86.83%，该标的自 17 年 9 月 1 日开始并表。

Clínica Baviera 自收购后业绩增速明显提升：该标的全年实现营业收入 9988 万欧元，同比增长 9.1%；实现净利润 987.5 万欧元，同比增长 24.3%，全年业绩符合收购时预期。具体来说，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%）；17Q3 实现营业收入 2221.2 万欧元（+13.2%），实现净利润 155.3 万欧元（+84%）；17Q4 实现营业收入 2751.8 万欧元（+12.7%），实现净利润 331.3 万欧元（+79.96%）。可以看出，自交割完成后，标的的营业收入及净利润增速均得到大幅提升，这一方面有赖于欧洲经济回暖，另一方面也由于并购后当地医院运营效率提升，提高了欧洲医院的盈利能力。**标的实际全年为公司贡献营收 2.85 亿元人民币，贡献归母净利润 3668 万元人民币。**具体业务方面，标的公司旗下医院现已扩张到 80 家，其中西班牙 55 家，德国 21 家，意大利 4 家。医院扩张明显的地区在西班牙，而贡献收入及 EBTIDA 增速最大的地区则是德国。

图 4：Clínica Baviera 2017 年布局情况

Headcount	Spain	Germany*	Italy	Total
Branch managers	23	10	2	35
Doctors	146	34	10	190
Medical Support	484	166	27	677
Headquarters	62	23	5	90
Headcount	715	233	44	992

Clinics	
Spain	55
Germany*	21
Italy	4
Clinics	80



* It includes Vienna

资料来源：Clínica Baviera 官网，中国银河证券研究部

我们认为，收购欧洲最大眼科连锁机构的成功预示公司国际化战略迈出坚实的一步，未来国际业务有望持续反哺国内：1.标的公司自被收购后业绩加速增长，未来盈利能力无忧，有

效增厚公司业绩。**2.**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、老龄化程度高，标的公司的老花眼手术技术较为成熟，许多人工晶体的临床试验都是由标的公司承接，可资借鉴；**3.**“手术中心+诊所”的商业模式可供公司学习其分级连锁体系。**4.**公司得以快速地深度融合国际先进的医疗服务理念和最前沿的技术体系，嫁接高端服务模式和管理经验，有利于公司发展高端医疗服务，而且公司的全球优秀专家团队得以大幅壮大和丰富。

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 2018-2020 年归属净利润为 10.73 亿元/14.84 亿元/19.55 亿元，对应 EPS 为 0.70 元/0.97 元/1.28 元，对应 PE 为 61/44/33 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

利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3165.58	4000.40	5962.85	8042.61	10827.33	14077.67
减: 营业成本	1690.66	2155.81	3203.07	4323.57	5825.34	7591.53
营业税金及附加	3.45	6.55	13.45	13.36	17.99	23.38
营业费用	404.91	512.24	774.03	1044.00	1405.49	1827.41
管理费用	465.97	627.25	845.94	1195.30	1609.17	2092.24
财务费用	-4.14	5.40	42.66	45.36	31.18	12.35
资产减值损失	13.94	13.84	40.99	22.92	22.92	22.92
加: 投资收益	9.89	21.19	39.97	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
营业利润	600.67	700.50	1082.66	1398.09	1915.24	2507.83
加: 其他非经营损益	-50.50	-16.28	-84.17	-48.77	-48.77	-48.77
利润总额	550.17	684.22	998.49	1349.32	1866.47	2459.06
减: 所得税	113.59	117.11	221.28	202.40	279.97	368.86
净利润	436.58	567.11	777.21	1146.92	1586.50	2090.20
减: 少数股东损益	8.54	9.64	50.25	74.15	102.57	135.13
归属母公司股东净利润	428.04	557.47	726.96	1072.77	1483.93	1955.07
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	618.17	664.99	2236.34	2973.47	4095.96	5347.13
应收和预付款项	430.56	556.57	826.20	1263.87	1802.53	2528.64
存货	174.44	206.77	273.82	335.02	406.75	494.16
其他流动资产	148.00	58.79	11.58	11.58	11.58	11.58
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	728.74	782.86	1257.00	1351.83	1438.80	1517.93
无形资产和开发支出	474.05	481.17	2645.11	2648.37	2651.49	2654.45
其他非流动资产	549.20	1152.29	1687.22	1482.92	1278.63	1278.63
资产总计	3123.17	3903.45	8937.26	10067.07	11685.74	13832.53
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	445.99	779.26	1508.59	1763.28	2171.43	2723.37
长期借款	174.20	186.06	1467.12	1467.12	1467.12	1467.12
其他负债	3.77	1.09	489.50	489.50	489.50	489.50
负债合计	623.96	966.41	3465.21	3719.90	4128.05	4679.98
股本	985.56	1010.32	1585.98	1585.98	1585.98	1585.98
资本公积	134.30	243.40	2043.04	2043.04	2043.04	2043.04
留存收益	1275.54	1527.43	1587.07	2388.04	3496.00	4955.72
归属母公司股东权益	2395.41	2781.15	5216.09	6017.06	7125.02	8584.75
少数股东权益	103.80	155.89	255.96	330.10	432.67	567.80
股东权益合计	2499.21	2937.04	5472.05	6347.17	7557.69	9152.55

负债和股东权益合计	3123.17	3903.45	8937.26	10067.07	11685.74	13832.53
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	526.53	683.53	1352.93	1205.30	1673.90	1895.26
投资性现金净流量	-654.28	-743.22	-2704.00	-170.47	-170.47	-170.47
筹资性现金净流量	66.52	122.22	2972.26	-297.70	-380.95	-473.61
现金流量净额	-61.23	63.56	1613.01	737.13	1122.49	1251.18

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