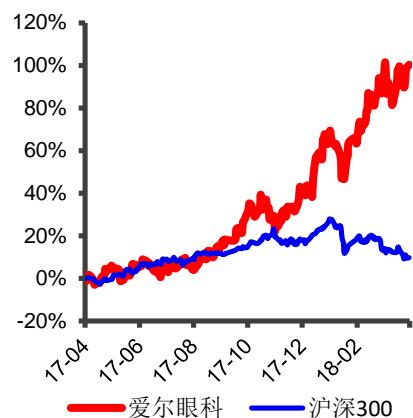


眼科连锁

报告原因：年报点评

2018年4月23日

公司近一年市场表现



市场数据：2018年4月23日

收盘价(元): 42.95
流通A股/总股本(亿): 12.01/15.89
流通A股市值(亿): 514
总市值(亿): 681

基础数据：2017年12月31日

基本每股收益(元): 0.49
每股净资产(元): 3.28
净资产收益率: 21.74%

分析师: 刘建宏
执业证书编号: S0760518030002
Email: liujianhong@sxzq.com

研究助理: 王腾蛟
Tel: 0351-8686978
Email: wangtengjiao@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

爱尔眼科 (300015)

公司内生依然稳健，合伙人计划效果显著

维持评级

增持

公司研究/事件点评

事件描述

➤ 2017年年报公布，公司实现营收59.63亿元，同比增长49.06%；归属于上市公司股东的净利润7.43亿元，同比增长33.31%。扣非净利润7.76亿，同比增长41.87%。公司拟每10股派发现金股利3元（含税）转增5股。扣非净利润略超市场预期。

事件点评

➤ **高端手术占比提高迎来量价齐升。**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%。其中屈光项目收入同比增长69.23%，白内障项目收入同比增长44.43%，视光服务项目收入同比增长34.36%。由于高端手术占比提高，公司业务迎来量价齐升。

➤ **前10医院依然稳健，合伙人计划效果显著。**公司前10大医院规模都破亿，17年前10大医院合计收入增速24%，利润增速22%，可以看出这些医院内生依然稳健。其中以长沙爱尔为代表，作为公司第一大医院17年收入2.79亿，净利润9935.94万，相比16年仍然达到20%的增长，净利率达到35%，对比之下其它省市医院净利率还有很大提升空间。以天津、昆明为代表的省会城市也逐渐开始发力，省会合伙人计划效果显著。

➤ **外延增厚公司业绩，独特模式驱动爱尔持续发展。**国内公司通过定增收购了9家医院，之后还以自有资金收购了2家，国际上完成对美国AW Healthcare Management, LLC 75%的股权收购和对欧洲眼科公司 Clínica Baviera, S.A 86.83%股份的要约收购，外延17年合计贡献净利润9716万。目前上市公司体内医院约80家（不含国外），体外医院150多家。公司已经形成一套非常成熟的盈利模式，“分级连锁+并购基金+合伙人”将驱动公司持续发展。

投资建议

- 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.63, 0.85 和 1.13, 对应 PE 分别为 68.17 倍, 50.53 倍和 38.01 倍, 维持“增持”评级。

风险提示

- 1.处方外流低于预期; 2.新店盈利能力不及预期。

资产负债表				单位:百万元				利润表				单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
流动资产	3,681	6,020	8,152	10,899	营业收入	5,963	8,050	10,706	14,132	营业成本	3,203	4,323	5,751	7,592	
现金	2,560	4,462	6,073	8,143	营业税金及附加	13	18	24	31	销售费用	774	1,044	1,390	1,832	
应收账款	697	930	1,245	1,643	管理费用	846	1,140	1,606	2,120	财务费用	43	35	9	(19)	
其他应收款	183	328	417	520	资产减值损失	41	39	36	37	公允价值变动收益	0	0	0	0	
预付账款	129	176	237	321	投资净收益	40	15	40	12	营业利润	1,111	1,466	1,931	2,552	
存货	274	411	531	690	营业外收入	5	3	3	3	营业外支出	89	113	115	121	
其他流动资产	(162)	(287)	(350)	(418)	利润总额	1,027	1,356	1,819	2,434	所得税	234	315	422	565	
非流动资产	5,632	4,388	4,572	4,846	净利润	793	1,042	1,397	1,869	少数股东损益	50	35	53	84	
长期投资	0	0	0	0	归属母公司净利润	743	1,007	1,344	1,785	EBITDA	1,322	1,608	2,044	2,635	
固定资产	1,131	1,060	988	916	EPS (元)	0.47	0.63	0.85	1.13						
无形资产	520	485	453	423											
其他非流动资	3,981	2,843	3,132	3,507											
资产总计	9,313	10,408	12,724	15,745											
流动负债	2,120	1,915	2,706	3,635											
短期借款	0	0	0	0											
应付账款	711	908	1,202	1,622											
其他流动负债	1,410	1,007	1,504	2,013											
非流动负债	1,721	1,767	1,896	2,118											
长期借款	1,467	1,467	1,467	1,467											
其他非流动负	254	300	429	651											
负债合计	3,841	3,682	4,602	5,753											
少数股东权益	256	291	344	427											
股本	1,586	1,586	1,586	1,586											
资本公积	2,252	2,252	2,252	2,252											
留存收益	1,590	2,597	3,941	5,726											
归属母公司股东权	5,216	6,436	7,779	9,564											
负债和股东权益	9,313	10,408	12,724	15,745											
现金流量表				单位:百万元				主要财务比率							
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
经营活动现金流	1,330	820	1,772	2,286	成长能力					盈利能力					
净利润	793	1,007	1,344	1,785	营业收入	49.06%	35.00%	33.00%	32.00%	毛利率(%)	46.28%	46.30%	46.28%	46.28%	
折旧摊销	291	106	104	102	营业利润	58.64%	31.93%	31.69%	32.16%	净利率(%)	12.45%	12.51%	12.55%	12.63%	
财务费用	28	35	9	(19)	归属母公司净利润	33.19%	35.60%	33.45%	32.84%	ROE(%)	14.49%	15.49%	17.19%	18.70%	
投资损失	(40)	(15)	(40)	(12)	ROIC(%)	69.85%	35.96%	65.00%	98.75%	偿债能力					
营运资金变动	393	(388)	266	309	资产负债率(%)	41.24%	35.37%	36.16%	36.54%	流动比率	1.74	3.14	3.01	3.00	
其他经营现金	(134)	74	89	121	净负债比率(%)	-29.57%	-35.22%	-48.67%	-51.38%	速动比率	1.61	2.93	2.82	2.81	
投资活动现金流	(2,704)	15	40	12	营运能力					总资产周转率	0.89	0.82	0.93	0.99	
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	14.95	14.43	14.98	14.50	应付账款周转率	10.54	9.95	10.15	10.01	
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.63	0.85	1.13	
其他投资现金	(2,704)	15	40	12	每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.52	1.11	1.44	每股净资产(最新摊薄)	3.28	4.05	4.90	6.02	
筹资活动现金流	2,972	(221)	22	60	估值比率					P/E	91.9	67.7	50.7	38.2	
短期借款	0	0	0	0	P/B					EV/EBITDA	35.26	39.71	30.44	22.83	
长期借款	1,281	0	0	0											
普通股增加	576	0	0	0											
资本公积增加	1,723	(0)	0	0											
其他筹资现金	(607)	(221)	22	60											
现金净增加额	1,599	614	1,833	2,358											

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推论仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推论不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。