

增持

——维持

日期: 2018年04月24日

行业: 医药生物



分析师: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518030001

基本数据 (2017Q4)

报告日股价 (元)	42.60
12mth A 股价格区间 (元)	21.2-43.2
总股本 (百万股)	1,523.64
无限售 A 股/总股本	79%
流通市值 (亿元)	502.45
每股净资产 (元)	2.22
PBR (X)	18.92
DPS (Y2016, 元)	10 转 5 派 3.00

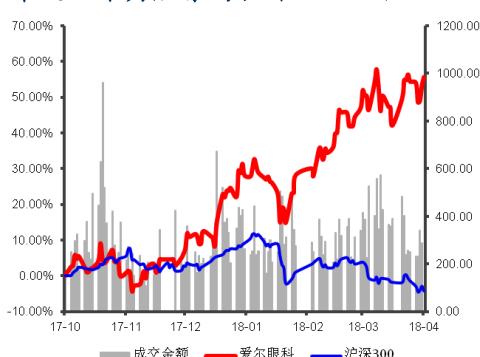
主要股东 (2017Q4)

爱尔医疗投资集团有限公司	40.78%
陈邦	16.98%
李力	4.23%

收入结构 (2017Y)

屈光项目	32.39%
白内障项目	23.77%
视光服务项目	19.65%
眼前段项目	13.19%
眼后段项目	8.01%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: JX18-CT14

首次报告日期:

相关报告:

爱尔眼科 (300015)

证券研究报告/公司研究/公司动态

内生+外延双轮驱动

受益于消费升级, 业绩持续高速增长

■ 公司动态事项

公司发布2017年度报告, 2017年利润分配预案为每10股派3.00元(含税), 每10股转增5股。

■ 事项点评

业绩维持高速增长, 外延式发展增厚公司业绩

公司2017年实现营业收入59.63亿元, 同比增长49.06%; 实现归母净利润7.43亿元, 同比增长33.31%; 实现扣非归母净利润7.76亿元, 同比增长41.87%。公司2017年加快全国分级连锁网络布局, 主要包括: 1) 通过定增募资收购沪滨爱尔、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等9家公司; 2) 通过自有资金收购松原爱尔、广州暨丽门诊部, 新建武汉爱尔青山门诊部、宁波海曙爱尔光明眼科; 3) 通过全资子公司美国爱尔完成对美国AW公司75%股权收购, 通过孙公司欧洲爱尔完成对CB公司86.83%股份的要约收购, 推进全球发展的战略布局; 4) 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。

公司2017年通过购买、新建合计将19家子公司纳入合并报表范围, 其中定增募资收购的沪滨爱尔等9家子公司及AW公司等2家海外公司2017年合计实现归母净利润9,770.99万元, 显著增厚公司业绩, 有望长期为公司业绩增长提供推动力。

受益于消费升级, 内生性增长能力强, 屈光项目同比增速较高

公司2017年门诊量为507.63万人次, 同比增长36.99%; 手术量为51.76万例, 同比增长37.21%。分业务来看: 1) 屈光项目实现收入19.31亿元, 同比增长52.81%, 主要受益于一方面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, 另一方面本期并购欧洲CB公司经营规模扩大所致; 2) 白内障项目实现收入14.17亿元, 同比增长44.43%, 主要受益于白内障市场的快速增长以及高端多焦晶体, 全飞秒术式的应用带来收入的大幅提升等因素; 3) 视光服务项目实现收入11.72亿元, 同比增长34.36%; 4) 眼前段项目实现收入7.87亿元, 同比增长29.73%; 5) 眼后段项目实现收入4.78亿元, 同比增长44.16%。在消费升级的背景下, 公司通过加快

全国分级连锁网络布局、提高科研能力、推进国际化战略等方式不断整合眼科医疗资源，提升公司的行业地位，从门诊量、手术量、收入规模等方面不断挖掘公司内生性增长的潜力，扩大公司市场份额。

期间费用率比较稳定

公司2017年销售毛利率为46.28%，同比下降0.17个百分点，其中屈光项目毛利率较上年同期下降1.54个百分点，主要受人工费用增长、高端术式引起材料率上升等因素所致。公司2017年期间费用率为27.89%，同比下降0.73个百分点，其中销售费用率为12.98%，同比上升0.18个百分点，管理费用率为14.19%，同比下降1.49个百分点，财务费用率为0.72%，同比上升0.58个百分点。

实现并购基金从项目培育到注入的闭环运行，经营模式复制性强

公司2017年完成定向增发项目，募集资金净额约17亿元，用于眼科医院收购项目等，实现了爱尔产业并购基金从项目培育到注入的首次闭环运行，同时引入国内外知名战投，有利于公司整合行业优质资源，推进公司外延式发展战略。公司作为国内规模领先的眼科医院龙头，连锁经营有利于公司发挥资源共享、模式快速复制、多层次激励机制等优势，同时公司通过产业并购基金在各地进行医院项目投资建设，储备优质并购项目，培育完成后有望陆续注入到上市公司体内增厚公司业绩，加速国内网点布局的同时为公司业绩长期增长提供推动力。

■ 风险提示

公司风险包括但不限于以下几点：扩张不及预期风险；市场竞争风险；整合风险；政策风险；医疗风险。

■ 投资建议

未来六个月，维持“增持”评级

结合2017年报我们调整公司18、19年EPS至0.61、0.79元，以4月20日收盘价42.60元计算，动态PE分别为70.18倍和53.98倍。同类型可比上市公司18年市盈率中位数为52.76倍，公司市盈率高于行业平均水平。我们认为，公司业绩增长确定性高，五大眼科生态圈战略布局清晰，全国网点的设立不断向基层深入，国际化步伐不断迈进，我们看好公司未来一段时期的发展，维持“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,962.85	7,896.10	10,219.12	12,896.76
年增长率	49.06%	32.42%	29.42%	26.20%
归属于母公司的净利润	742.51	964.60	1,254.20	1,627.56
年增长率	33.19%	29.91%	30.02%	29.77%
每股收益(元)	0.47	0.61	0.79	1.02
PER(X)	91.18	70.18	53.98	41.60

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,560	2,851	3,845	4,910
存货	274	537	481	776
应收账款及票据	697	842	1,188	1,343
其他	150	236	264	348
流动资产合计	3,681	4,466	5,777	7,377
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,131	1,134	1,132	1,113
在建工程	126	126	126	126
无形资产	523	496	469	442
其他	3,852	3,677	3,589	3,496
非流动资产合计	5,632	5,433	5,315	5,177
资产总计	9,313	9,899	11,092	12,554
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,424	1,883	2,368	2,991
其他	696	369	494	547
流动负债合计	2,120	2,252	2,862	3,539
长期借款和应付债券	1,467	1,467	1,467	1,467
其他	254	86	114	151
非流动负债合计	1,721	1,553	1,581	1,618
负债合计	3,841	3,805	4,443	5,157
少数股东权益	256	256	256	256
股东权益合计	5,472	6,094	6,649	7,397
负债和股东权益总计	9,313	9,899	11,092	12,554

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	793	584	793	1,068
折旧和摊销	291	210	253	302
营运资本变动	592	(170)	379	230
经营活动现金流	1,330	714	1,512	1,682
资本支出	(490)	(185)	(224)	(257)
投资收益	40	0	0	0
投资活动现金流	(2,704)	(185)	(224)	(257)
股权融资	576	0	0	0
负债变化	1,281	0	0	0
股息支出	0	(175)	(238)	(321)
融资活动现金流	2,972	(237)	(293)	(360)
净现金流	1,599	291	995	1,065

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,963	7,896	10,219	12,897
营业成本	3,203	4,738	6,131	7,738
营业税金及附加	13	13	19	25
营业费用	774	1,015	1,316	1,665
管理费用	846	1,174	1,524	1,890
财务费用	43	89	86	81
资产减值损失	41	54	70	89
投资收益	40	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1,111	813	1,073	1,410
营业外收支净额	(84)	(119)	(131)	(144)
利润总额	1,027	694	941	1,266
所得税	234	110	148	197
净利润	793	965	1,254	1,628
少数股东损益	50	0	0	0
归属母公司股东净利润	743	965	1,254	1,628
财务比率分析				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	49.1%	32.4%	29.4%	26.2%
EBITDA 增长率	55.7%	-15.9%	26.9%	27.0%
EBIT 增长率	59.4%	-19.8%	28.4%	28.7%
净利润增长率	33.2%	-21.3%	35.8%	34.7%
毛利率	46.3%	45.7%	45.4%	45.1%
EBITDA/总收入	22.2%	14.1%	13.8%	13.9%
EBIT/总收入	18.9%	11.4%	11.3%	11.6%
净利润率	12.5%	7.4%	7.8%	8.3%
资产负债率	41.2%	38.4%	40.1%	41.1%
流动比率	1.74	1.98	2.02	2.08
速动比率	1.61	1.74	1.85	1.87
总资产回报率 (ROA)	8.5%	5.9%	7.2%	8.5%
净资产收益率 (ROE)	14.2%	10.0%	12.4%	15.0%
EV/营业收入	7.1	7.8	8.2	6.3
EV/EBITDA	35.2	58.4	45.4	35.2
PE	91.2	115.6	85.2	63.2
PB	13.0	11.6	10.6	9.5

分析师承诺

金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数±10% 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。