

## 爱尔眼科 (300015)

## 成立健康保险公司，构建爱尔健康闭环

2016年12月18日

增持 (维持)

## 相关报告

《增发收购并购基金医院，持续增长可期》2016-12-08

《爱尔眼科(300015)2016 三季报点评报告：业绩稳增，白内障是阶段性影响》2016-10-30

《业绩持续高增长，眼科医院持续扩张》2016-08-21

分析师：

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

## 投资要点

- **事件：**近日，爱尔眼科控股股东信息藏爱尔医疗投资有限公司联合 5 家上市公司发起设立爱尔健康保险股份有限公司，拟定注册资本 100,000 万元人民币，西藏爱尔以自有资金出资 20,000 万元人民币，占比 20%，为公司第一大股东，其余股东各占比 16%。
- **跨域协同合作，共享客户资源。**爱尔健康险由不同领域 6 家上市公司共同合作，将拥有大量的客户资源。爱尔眼科可以共享爱尔健康险的客户资源，增加公司的客户来源，分享新的客户价值，扩展公司未来更大的市场空间。
- **构建健康闭环，提高客户支付能力。**公司获得健康险的牌照，未来可以开展各项健康相关的保险业务（不局限于眼科）。爱尔健康险将有助于爱尔眼科为客户提供全过程、一站式的综合诊疗服务，实现爱尔在眼科细分领域的健康管理闭环。另外，爱尔健康险可以通过保险产品提高爱尔眼科客户的支付能力，释放客户需求、增加客户粘性，提高爱尔市场竞争力。
- **公司高速增长，未来空间巨大。**公司处于成长期，未来几年的持续高增长可期。我们预计公司 2017 年能布局近 200 家二三线城市医院，2020 年能布局 1000 家基层医院。公司目前前十大医院利润贡献 80% 以上，对比未来上千家的医院潜力，公司仍具备较大成长空间。
- **盈利预测：**公司一手抓管理运营，不断提升现有医院利润率保证内生增长；一手抓扩张，不断扩大医院规模收入，保持利润快速增长。中长期而言，公司是一支不可多得的优质成长股。不考虑此次增发，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.57、0.76、1.02 元，对应 PE 分别为 54、41、30 倍，考虑增发（假设停牌 33.05 的价格）和并表，17-18 年备考 EPS 分别为 0.75、1.01 元，前期公司大股东通过定增和二级市场均增持公司股票，显示公司对未来前景看好。公司目前估值对应明年已经处于历史中低位水平，建议积极关注，继续给予“增持”评级。
- **风险提示：**保监会审批风险，业务开拓和经营管理风险，技术及人才风险。



## 报告正文

### 事件

近日，爱尔眼科控股股东西藏爱尔医疗投资有限公司决定联合 5 家上市公司发起设立爱尔健康保险股份有限公司(暂定名)，爱尔健康险拟定注册资本 100,000 万元人民币，西藏爱尔以自有资金出资 20,000 万元人民币，持有爱尔健康险总股本的 20%，为公司第一大股东，其余股东各占比 16%。本次投资尚需获得中国保险监督管理委员会及其他政府部门的批准。

### 点评

- 跨域协同合作，共享客户资源。** 爱尔健康险由 6 家上市公司共同合作，将拥有大量的客户资源。而爱尔眼科可以共享爱尔健康险的客户资源，增加公司的客户来源，分享新的客户价值，扩展公司未来更大的市场空间。本次共同出资的其余 5 家上市公司行业跨度广（传媒、环保、检测、制药、计算机），股东客户资源重叠度小，可以从各个角度为爱尔健康险提供充足的客户资源。而爱尔眼科作为股东中和保险行业最相关的医疗行业，将最受益于庞大的新生客户资源。

表 1 爱尔健康险各方出资方式、金额及持股比例

序号	投资人名称	对应证券简称及代码	出资方式	出资金额 (万元)	持股比例
1	西藏爱尔医疗投资有限公司	爱尔眼科[300015.SZ]	人民币现金	20,000	20%
2	湖南电广传媒股份有限公司	电广传媒[000917.SZ]	人民币现金	16,000	16%
3	永清环保股份有限公司	永清环保[300187.SZ]	人民币现金	16,000	16%
4	华测检测认证集团股份有限公司	华测检测[300012.SZ]	人民币现金	16,000	16%
5	重庆莱美药业股份有限公司	莱美药业[300006.SZ]	人民币现金	16,000	16%
6	拓维信息系统股份有限公司	拓维信息[002261.SZ]	人民币现金	16,000	16%
合计				100,000	100%

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

表 2 爱尔健康险各出资方公司简介

序号	对应证券简称及代码	总市值(亿)	公司简介
1	爱尔眼科[300015.SZ]	311.72	公司是我国最大规模的眼科医疗机构，致力于引进国际一流的眼科技术与管理方法，以专业化、规模化、科学化发展战略，联合国内外战略合作伙伴，共同推动中国眼科医疗事业的发展。
2	电广传媒[000917.SZ]	201.01	公司依托湖南电视台资源优势，拥有数亿电视受众群体和湖南 200 多万有线电视用户，提供广告发布、影视节目制作发行等多种业务，同时兼营房地产、旅游、会展等业务。

3	永清环保[300187.SZ]	79.97	公司是为高污染、高耗能工业企业提供烟气排放综合解决方案的环保工程公司，主要业务涵盖减排和节能两大领域，在钢铁、冶炼行业脱硫技术及设施运营上全国第一，工程总包国内领先。
4	华测检测[300012.SZ]	94.61	全国性、综合性的独立第三方检测服务机构，主要从事工业品、消费品、生命科学以及贸易保障领域的技术检测服务，检测数据具有较高的市场公信力，检测报告得到包括美国、英国等 42 个国家和地区的认可。
5	莱美药业[300006.SZ]	68.55	公司是一家集科研、生产、销售于一体的高新技术医药企业。主营业务有抗感染类、特色专科类、大输液类、中成药及饮片类等药物。
6	拓维信息[002261.SZ]	140.16	公司自成立以来主要从事电信行业软件开发及无线增值业务，是目前国内为数很少的集电信行业软件开发和无线增值服务于一体的高新技术企业。主营业务为教育培训业务以及手机游戏业务。

资料来源：wind，兴业证券研究所

- **进军保险行业，形成健康闭环。** 公司获得健康险的牌照，未来可以开展各项健康相关的保险业务（不局限于眼科）。爱尔健康险将有助于爱尔眼科为客户提供全过程、一站式的综合诊疗服务，爱尔眼科眼健康管理和眼科疾病诊疗业务与健康保险的紧密结合，将与现有业务形成全面协同效应，实现在眼科细分领域的健康管理闭环，培育眼健康生态圈。同时，爱尔健康险的发展，有利于提升爱尔眼科的品牌影响力和品牌美誉度。
- **提高支付能力，释放客户需求。** 爱尔健康险通过持续开发系列化的眼健康保险产品，能进一步提高客户的支付能力，释放客户的有效需求。爱尔眼科将形成“前”保险，“后”医院的格局，将进一步增强客户与爱尔眼科的粘性，提高爱尔眼科的市场竞争力。
- **持续高速增长，未来空间巨大。** 公司处于成长期，未来几年的持续高增长可期。我们预计公司 2017 年能布局近 200 家二三线城市医院，2020 年能布局 1000 家基层医院。公司目前前十大医院利润贡献 80% 以上，对比未来上千家的医院潜力，公司仍具备较大成长空间。
- **盈利预测：** 公司一手抓管理运营，不断提升现有医院利润率保证内生增长；一手抓扩张，不断扩大医院规模收入，保持利润快速增长。中长期而言，公司是一支不可多得的优质成长股。不考虑此次增发，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.57、0.76、1.02 元，对应 PE 分别为 54、41、30 倍，考虑增发（假设停牌 33.05 的价格）和并表，17-18 年备考 EPS 分别为 0.75、1.01 元，前期公司大股东通过定增和二级市场均增持公司股票，显示公司对未来前景看好。目前公司估值对应明年已经处于历史中低位水平，建议积极关注，继续给予“增持”评级。

**风险提示：** 保监会审批风险，业务开拓和经营管理风险，技术及人才风险。

表、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	15-4Q	16-1Q	16-2Q	16-3Q	QOQ	2014	2015	YOY	15-4Q
营业收入	15-4Q	16-1Q	16-2Q	16-3Q	QOQ	2014	2015	YOY	15-4Q
营业成本	724	915	1005	1163	15.8%	2402	3166	31.8%	724
毛利	419	499	526	599	13.9%	1323	1691	27.8%	419
销售费用	305	416	479	564	17.8%	1079	1475	36.7%	305
管理费用	56	113	135	140	4.1%	273	405	48.4%	56
财务费用	143	138	147	167	13.7%	381	466	22.4%	143
资产减值	-3	2	2	3	13.6%	-4	-4	6.7%	-3
公允价值	5	3	4	3	-16.3%	13	14	4.9%	5
投资收益	0	0	0	0		0	0		0
营业利润	0	4	4	0	-88.5%	17	10	-40.5%	0
利润总额	103	164	194	251	29.5%	429	601	39.9%	103
净利润	77	157	192	242	26.3%	407	550	35.1%	77
EPS	70	119	154	196	27.0%	309	428	38.4%	70
	0.071	0.120	0.153	0.194	26.7%	0.473	0.434	-8.1%	0.071
销售费用率									
管理费用率	7.7%	12.4%	13.4%	12.0%	-1.4%	11.4%	12.8%	1.4%	7.7%
财务费用率	19.8%	15.1%	14.6%	14.3%	-0.3%	15.8%	14.7%	-1.1%	19.8%
所得税率	-0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.4%
	16.7%	20.0%	19.3%	18.4%	-0.9%	23.1%	20.6%	-2.5%	16.7%
毛利率	42.1%	45.5%	47.7%	48.5%	0.8%	44.9%	46.6%	1.7%	42.1%
净利润率	9.6%	13.0%	15.3%	16.8%	1.5%	12.9%	13.5%	0.7%	9.6%

资料来源: 天软投资系统

**公司点评报告**
**投资评级说明**

**行业评级** 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
 中 性: 相对表现与市场持平  
 回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;  
 增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间  
 中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;  
 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

**机构销售经理联系方式**

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565451	yaodandan@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
			王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					

### 港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树		
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

#### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

#### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

#### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。