

市场价格 (人民币): 62.05 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	41.22
已上市流通 A 股(亿股)	34.34
总市值(亿元)	2,557.40
年内股价最高最低(元)	91.10/29.26
沪深 300 指数	5038
创业板指	2745



相关报告

1. 《业绩短期承压, 全年有望逐步恢复-爱尔眼科 2020Q1 季报点评》, 2020.4.29
2. 《内生增长突出, 眼科龙头壁垒稳固-爱尔眼科 2019 年报点评》, 2020.4.24

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
vuan_wei@aiza.com.cn

发布定增预案, 打造七家区域性眼科中心

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,009	9,990	11,513	14,743	18,255
营业收入增长率	34.31%	24.74%	15.24%	28.06%	23.83%
归母净利润(百万元)	1,009	1,379	1,768	2,340	2,959
归母净利润增长率	35.88%	36.67%	28.22%	32.37%	26.45%
摊薄每股收益(元)	0.423	0.445	0.429	0.568	0.718
每股经营性现金流净额	0.59	0.45	0.79	1.06	1.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.72%	20.91%	22.91%	25.66%	27.16%
P/E	62.13	88.87	174.57	131.88	104.30
P/B	11.01	18.58	39.99	33.84	28.32

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2021年3月26日, 公司发布向特定对象发行股票预案, 本次发行股票数量不超过本次发行前公司总股本的5%, 即2.06亿股(含本数), 且募集资金总额不超过36.5亿元, 主要用于对7家重点省会及直辖市龙头医院的新建及迁址扩建。

点评

- **此次定增募集资金将主要用于对7家重点省会及直辖市龙头医院的新建及迁址扩建:** 本次定增, 公司一方面聚焦扩容提质, 在长沙、上海、沈阳、南宁等扎根多年的重点区域, 公司拟对老牌医院进行迁址扩建, 对医院硬件设施、医疗设备、科研设备、人员配置全面升级, 缓解接诊容量饱和的现状, 以更好地承接日益扩大的市场需求; 另一方面, 在湖北、安徽、贵州等地, 公司拟通过新建医院, 加快省会城市“一城多院”建设步伐, 逐步完善同城“分级诊疗”体系。
- **此次定增注重发挥重点医院带头作用, 进一步升级临床、教学、科研一体化的区域性眼科中心:** 预案显示, 医院新建及迁址扩建过程中, 还将引进一系列科研设备, 并建立研究所, 与当地领先的眼科科研院所展开深度合作, 发展学科建设, 提升医院学术科研能力, 发挥龙头医院的科研平台作用, 带动区域内医院进一步提升业务水平和服务质量, 完善“产学研”一体化布局。
- **此次定增是公司推进新十年战略规划的重要举措:** 公司一直以来实行“中心城市—省会城市—地级城市—县级城市”的分级连锁模式。此次定增, 有助于公司将基层眼科医疗水平提升至地市级医院水平, 完善区域横向分级诊疗体系, 进一步提高区域内资源配置效率, 加强公司区域影响力, 为公司实现新十年战略目标打下良好的基础。

盈利调整

- 作为国内眼科连锁服务机构龙头, 公司分级连锁布局网络完善, 奠定长期发展基础。我们预计公司2020-2022年公司归母净利润分别为17.68亿元、23.40亿元、29.59亿元, 同比增长28.22%、32.37%、26.45%。
- 维持“买入”评级。

风险提示

- 医疗事故风险; 手术量恢复增长不及预期的风险; 并购整合进度不及预期。

募集资金数量及用途

- 本次向特定对象发行募集资金总额不超过 36.5 亿元，扣除发行费用后拟将全部用于以下项目：

图表 1：爱尔眼科定增预案

序号	项目名称	预计项目投资总额	拟投入募集资金
1	长沙爱尔迁址扩建项目	42,000.00	42,000.00
2	湖北爱尔新建项目	32,834.82	29,551.34
3	安徽爱尔新建项目	51,285.02	48,720.77
4	沈阳爱尔眼视光迁址扩建项目	78,088.17	78,088.17
5	上海爱尔迁址扩建项目	23,693.56	17,770.17
6	贵州爱尔新建项目	52,437.31	44,571.71
7	南宁爱尔迁址扩建项目	15,160.09	15,160.09
8	补充流动资金项目	89,104.00	89,104.00
	合计	384,602.97	364,966.25

来源：公司公告，国金证券研究所

- 以长沙爱尔为例，长沙爱尔是公司最早设立的眼科医院之一，营收近十年从 2009 年的 7774 万元增长至 2019 年的 3.29 亿元，年复合增长率 17.55%，2019 年门诊量达 21 万人次，手术量达 1.84 万台，诊疗量和营业收入保持了较快增长，对长沙爱尔的迁址扩建，将改善患者就医环境、提高长沙爱尔的接客容量、扩大市场覆盖面，发挥中心城市医院对全国医院的引领作用。
- 公司募投项目具有良好经济效益，平均税后内部收益率为 13.51%，平均税后投资回收期（含建设期）为 7.79 年。

图表 2：定增预案项目税后内部收益率及税后投资回收期

项目名称	税后内部收益率	税后投资回收期（含建设期）年
长沙爱尔迁址扩建项目	16.95%	6.12
湖北爱尔新建项目	17.23%	6.59
安徽爱尔新建项目	10.01%	8.72
沈阳爱尔眼视光迁址扩建项目	10.36%	10.69
上海爱尔迁址扩建项目	11.91%	6.95
贵州爱尔新建项目	10.12%	9.72
南宁爱尔迁址扩建项目	17.99%	5.76
平均值	13.51%	7.79

来源：公司公告，国金证券研究所

本次向特定对象发行股票不导致公司控制权变化

- 截止本预案签署日，公司总股本为 41.22 亿股，陈邦先生直接持有 6.59 亿股，占公司总股本的 16.00%，直接及间接控制公司合计 51.48% 股权，为公司实际控制人。
- 本次向特定对象发行股票数量不超过本次发行前公司总股本的 5%，即 2.06 亿股（含本数），且募集资金总额不超过 36.5 亿元。若假设本次发行股票数量为最大数量 2.06 亿股，则发行完成后，爱尔投资将直接持有上市公司 33.79% 股权，陈邦将直接持有上市公司 15.23% 股权，直接及间接控制上市公司合计 49.03% 股权，本次发行完成后，爱尔投资仍为上市公司的控股股东、陈邦仍为上市公司的实际控制人。

公司历史募集资金情况

- 此前公司非公开发行股票两次，共募集资金 24.30 亿元。
- 2016 年 12 月，公司公告非公开发行股票预案，计划募集不超过 24.27 亿元，扣除发行费用后，计划投资于爱尔总部大厦建设项目、眼科医院迁址扩建项目、眼科医院收购项目和信息化项目。2017 年 11 月 16 日，经证监会核准，公司向特定对象非公开发行不超过 1.5 亿股新股，实际募集资金 17.2 亿元。

图表 3：2017 年增发获批募集资金投资项目

序号	项目类型	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	爱尔总部大厦建设项目	爱尔总部大厦建设项目	118,393.96	84,628.37
2	眼科医院迁 扩建项目	哈尔滨爱尔迁址扩建项目	5,319.98	4,749.98
3		重庆爱尔迁址扩建项目	7,968.98	6,668.98
4	眼科医院收 购项目	收购滨州沪滨爱尔眼科医院有限公司 70%股权项目	20,884.50	20,884.50
5		收购朝阳眼科医院有限责任公司 55%股权项目	3,724.60	3,724.60
6		收购东莞爱尔眼科医院有限公司 75%股权项目	9,847.50	9,847.50
7		收购泰安爱尔光明医院有限公司 58.7%股权项目	3,013.66	3,013.66
8		收购太原市爱尔康明眼科医院有限公司 90%股权项目	5,830.20	5,830.20
9		收购佛山爱尔眼科医院有限公司 60%股权项目	3,535.80	3,535.80
10		收购九江爱尔中山眼科医院有限公司 68%股权项目	3,106.24	3,106.24
11		收购清远爱尔眼科医院有限公司 80%股权项目	2,644.80	2,644.80
12		收购湖州爱尔眼科医院有限公司 75%股权项目	5,425.50	5,425.50
13	信息化项目	信息化基础设施改造与 IT 云化建设项目	59,951.98	17,966.98
		合计	249,647.70	172,027.11

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2019 年 10 月，公司公告发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案，计划募集配套资金不超过 7.1 亿元用于支付本次交易的现金对价、支付本次交易相关中介机构费用和补充上市公司流动资金。2020 年 6 月 1 日，经证监会核准，公司发行股份购买资产的股份发行价格由原 27.78 元/股调整为 21.25 元/股，向交易对方发行的股份数量由原 5950 万股调整为 7778 万股，实际募集资金不超过 7.1 亿元。

图表 4：2019 年增发获批募集资金投资项目

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)
1	支付本次交易的现金对价	21700
2	支付本次交易相关中介机构费用	2620
3	补充上市公司流动资金	46700
	合计	71020

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	5,963	8,009	9,990	11,513	14,743	18,255	货币资金	2,560	1,290	1,840	2,248	2,980	4,280
增长率		34.3%	24.7%	15.2%	28.1%	23.8%	应收账款	706	1,037	1,375	1,409	1,898	2,451
主营业务成本	-3,203	-4,245	-5,065	-6,050	-7,474	-9,218	存货	274	359	374	448	553	682
%销售收入	53.7%	53.0%	50.7%	52.6%	50.7%	50.5%	其他流动资产	141	540	438	719	1,096	1,604
毛利	2,760	3,764	4,926	5,463	7,269	9,037	流动资产	3,681	3,226	4,027	4,823	6,528	9,016
%销售收入	46.3%	47.0%	49.3%	47.5%	49.3%	49.5%	%总资产	39.5%	33.5%	33.9%	37.5%	43.7%	50.7%
营业税金及附加	-13	-13	-22	-26	-33	-41	长期投资	1,161	1,522	1,755	1,776	1,801	1,828
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	1,257	1,668	2,126	2,261	2,392	2,550
销售费用	-774	-826	-1,049	-1,151	-1,489	-1,844	%总资产	13.5%	17.3%	17.9%	17.6%	16.0%	14.3%
%销售收入	13.0%	10.3%	10.5%	10.0%	10.1%	10.1%	无形资产	3,054	3,075	3,771	3,997	4,201	4,388
管理费用	-846	-1,072	-1,305	-1,505	-1,927	-2,386	非流动资产	5,632	6,400	7,868	8,034	8,395	8,766
%销售收入	14.2%	13.4%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	%总资产	60.5%	66.5%	66.1%	62.5%	56.3%	49.3%
研发费用	0	-97	-152	-184	-221	-274	资产总计	9,313	9,627	11,895	12,857	14,923	17,782
%销售收入	0.0%	1.2%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	短期借款	280	396	889	320	320	330
息税前利润 (EBIT)	1,126	1,756	2,397	2,597	3,599	4,493	应付款项	1,431	1,163	1,282	1,593	1,971	2,432
%销售收入	18.9%	21.9%	24.0%	22.6%	24.4%	24.6%	其他流动负债	409	483	707	686	884	1,098
财务费用	-43	-45	-76	-172	-301	-382	流动负债	2,120	2,042	2,879	2,599	2,856	3,530
%销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	1.5%	2.0%	2.1%	长期贷款	1,467	1,320	1,636	1,951	2,266	2,581
资产减值损失	-41	-186	380	65	70	70	其他长期负债	254	295	358	104	133	164
公允价值变动收益	0	-38	-56	-70	-80	-85	负债	3,841	3,656	4,872	4,653	5,254	6,275
投资收益	40	46	113	120	130	130	普通股股东权益	5,216	5,693	6,594	7,718	9,122	10,898
%税前利润	3.9%	3.3%	6.2%	5.1%	4.2%	3.3%	其中：股本	1,586	2,383	3,098	3,098	3,098	3,098
营业利润	1,111	1,558	2,022	2,541	3,417	4,225	未分配利润	1,349	1,806	2,608	3,669	5,073	6,849
营业利润率	18.6%	19.5%	20.2%	22.1%	23.2%	23.1%	少数股东权益	256	278	429	487	547	610
营业外收支	-84	-178	-182	-200	-300	-300	负债股东权益合计	9,313	9,627	11,895	12,857	14,923	17,782
税前利润	1,027	1,380	1,840	2,341	3,117	3,925	比率分析						
利润率	17.2%	17.2%	18.4%	20.3%	21.1%	21.5%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-234	-314	-409	-515	-717	-903	每股指标						
所得税率	22.8%	22.8%	22.2%	22.0%	23.0%	23.0%	每股收益	0.468	0.423	0.445	0.429	0.568	0.718
净利润	793	1,066	1,431	1,826	2,400	3,022	每股净资产	3.289	2.389	2.129	1.873	2.213	2.644
少数股东损益	50	57	52	58	60	63	每股经营现金净流	0.839	0.587	0.447	0.792	1.064	1.298
归属于母公司的净利润	743	1,009	1,379	1,768	2,340	2,959	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.228	0.302	0.382
净利率	12.5%	12.6%	13.8%	15.4%	15.9%	16.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.24%	17.72%	20.91%	22.91%	25.66%	27.16%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	7.97%	10.48%	11.59%	13.75%	15.68%	16.64%
净利润	793	1,066	1,431	1,826	2,400	3,022	投入资本收益率	11.97%	17.53%	19.38%	19.34%	23.22%	24.56%
少数股东损益	50	57	52	58	60	63	增长率						
非现金支出	332	558	190	440	514	586	主营业务收入增长率	49.06%	34.31%	24.74%	15.24%	28.06%	23.83%
非经营收益	2	43	5	314	398	424	EBIT 增长率	61.24%	55.89%	36.54%	8.32%	38.58%	24.84%
营运资金变动	204	-268	-242	-128	-17	-10	净利润增长率	33.19%	35.88%	36.67%	28.22%	32.37%	26.45%
经营活动现金净流	1,330	1,400	1,384	2,452	3,296	4,022	总资产增长率	129.05%	3.37%	23.56%	8.09%	16.06%	19.16%
资本开支	-603	-809	-740	-880	-1,151	-1,231	资产管理能力						
投资	-2,087	-1,042	-1,116	-51	-454	-585	应收账款周转天数	24.4	31.8	37.7	37.7	40.0	42.0
其他	-14	46	96	120	130	130	存货周转天数	27.4	27.2	26.4	27.0	27.0	27.0
投资活动现金净流	-2,704	-1,805	-1,759	-811	-1,475	-1,686	应付账款周转天数	64.4	71.1	73.3	80.0	80.0	80.0
股权募资	1,785	70	91	63	0	0	固定资产周转天数	69.3	66.8	64.5	54.5	40.1	29.4
债权募资	1,477	-93	798	-446	-5	315	偿债能力						
其他	-299	-777	-720	-851	-1,083	-1,352	净负债/股东权益	-14.85%	7.13%	5.48%	-6.54%	-16.79%	-26.77%
筹资活动现金净流	2,964	-800	169	-1,234	-1,088	-1,037	EBIT 利息保障倍数	26.4	39.0	31.7	15.1	12.0	11.8
现金净流量	1,590	-1,205	-206	407	732	1,300	资产负债率	41.24%	37.98%	40.96%	36.19%	35.21%	35.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	13	18	63
增持	0	1	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.13	1.18	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-27	买入	36.07	N/A
2	2019-07-12	买入	30.50	N/A
3	2019-08-23	买入	32.82	N/A
4	2019-10-28	买入	38.18	N/A
5	2020-01-09	买入	38.81	N/A
6	2020-04-24	买入	44.03	N/A
7	2020-04-29	买入	45.09	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402