

## 公司研究

## 股权激励覆盖面广，定增助力分级诊疗体系搭建

## ——爱尔眼科（300015.SZ）股权激励及定增公告点评

## 要点

**事件：**公司发布 2021 年限制性股票激励计划，拟授予激励对象总人数为 4,909 人，其中董事、高管 9 人，中层管理人员及核心骨干 4,900 人；拟授予限制性股票数量为 6000 万股，占公司股本总额约 1.46%；首次授予价格为每股 27 元。

公司于 2021 年 3 月 27 日发布定增预案，拟非公开发行不超过 2.06 亿股（占总股本的 5%），募集资金总额不超过 36.5 亿元，主要用于对重点省会及直辖市龙头医院的新建及迁址扩建，持续打造行业领先的眼科医院。

## 点评：

**股权激励充分，覆盖人数广，有助于公司扩张：**本次激励计划首次授予涉及 4,909 人，其中董事、高级管人员 9 人，拟授予限制性股票数量 138.71 万股，占本次激励计划的 2.31%；中层管理人员及核心骨干 4,900 人，拟授予限制性股票数量 4,661.29 万股，占本次激励计划的 77.69%，核心骨干成员受众广，本次授予价格为每股 27 元，考虑到公司当前股价水平，激励充分有助于公司持续扩张。此外，公司预留 1,200 万股，占本激励计划拟授出总量的 20%，潜在激励人数范围更广，有利于调动员工积极性，助推公司业绩高速增长。

**重点区域医院优化升级，逐步完善分级诊疗体系：**本次定增募集资金主要用于对 7 家重点省会及直辖市龙头医院的新建及迁址扩建，其中 1) 长沙、上海、沈阳、南宁四地医院均为公司经营 10 年以上的知名医院，影响力大，目前就诊空间接近饱和，扩建完成后有望更好满足市场需求，同时受益于医院硬件设施、医疗设备和科研设备升级改善，公司区域影响力和核心竞争力将得到进一步提升。2) 公司将在湖北、安徽、贵州新建医院，做大做强省会医院，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。

**双管齐下贯彻公司长期战略规划：**公司持续推行独具特色的分级连锁发展模式，通过此次定增，有利于发挥公司融资优势，夯实资金实力，加快完善各省区域内的纵向分级连锁体系，快速推进基层医疗网络建设；通过充分股权激励计划，释放核心骨干成员的工作热情，提升对公司文化的认同，致力于公司长期发展。双管齐下贯彻公司长期规划，持续增强集团的整体实力。

**盈利预测、估值与评级：**公司为眼科专科医院的绝对龙头，屈光、视光及多项业务均处在高速增长期。维持公司 2020~22 年 EPS 预测为 0.43/0.59/0.76 元，现价对应 PE 为 144/104/81 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**海外疫情蔓延对国际业务短期带来不确定性；并购项目整合不达预期；白内障筛查政策继续收严的风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,009	9,990	11,373	15,197	19,131
营业收入增长率	34.31%	24.74%	13.84%	33.62%	25.89%
净利润(百万元)	1,009	1,379	1,755	2,425	3,135
净利润增长率	35.88%	36.67%	27.26%	38.20%	29.27%
EPS(元)	0.42	0.45	0.43	0.59	0.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.72%	20.91%	22.26%	25.58%	27.33%
P/E	145	138	144	104	81
P/B	25.7	28.8	32.1	26.7	22.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-09，2018-2020 年公司股本分别为 23.8/30.9/41.2 亿股

## 买入（维持）

当前价：61.30 元

## 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

分析师：黄卓

执业证书编号：S0930520030002

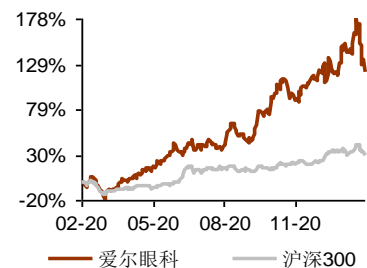
021-52523676

huangz@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	41.22
总市值(亿元)	2526.49
一年最低/最高(元)	30.99/92.69
近 3 月换手率	52.61%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.87	-7.49	53.61
绝对	7.17	-14.94	86.37

资料来源：Wind

## 相关研报

Q3 业绩大幅提速，眼科赛道宽广未来仍有无限可能——爱尔眼科（300015.SZ）2020 年三季报点评（2020-10-27）

Q2 业绩强势回升，屈光视光双轮驱动——爱尔眼科（300015.SZ）2020 年半年报点评（2020-08-26）

抗风险能力凸显，隐形财富利于长期发展——爱尔眼科（300015.SZ）2020 年一季报点评（2020-04-29）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,009	9,990	11,373	15,197	19,131
营业成本	4,245	5,065	5,768	7,670	9,609
折旧和摊销	263	352	361	394	426
税金及附加	13	22	25	33	42
销售费用	826	1,049	1,195	1,597	2,011
管理费用	1,072	1,305	1,482	1,975	2,479
研发费用	97	152	227	304	383
财务费用	45	76	90	81	77
投资收益	46	113	115	127	139
营业利润	1,558	2,022	2,613	3,555	4,553
利润总额	1,380	1,840	2,412	3,333	4,309
所得税	314	409	579	800	1,034
净利润	1,066	1,431	1,833	2,533	3,275
少数股东损益	57	52	78	108	140
归属母公司净利润	1,009	1,379	1,755	2,425	3,135
EPS(元)	0.42	0.45	0.43	0.59	0.76

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,400	2,078	2,219	2,816	3,560
净利润	1,009	1,379	1,755	2,425	3,135
折旧摊销	263	352	361	394	426
净营运资金增加	1,480	63	264	924	954
其他	-1,352	284	-161	-926	-955
投资活动产生现金流	-1,805	-1,759	-728	-736	-723
净资本支出	-809	-740	-863	-862	-862
长期投资变化	0	1	0	0	0
其他资产变化	-996	-1,020	135	127	130
融资活动现金流	-803	164	-715	-946	983
股本变化	797	714	1,024	0	0
债务净变化	-32	809	-158	-37	237
无息负债变化	-153	406	357	674	689
净现金流	-1,205	488	776	1,135	1,854

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	47.0%	49.3%	49.3%	49.5%	49.8%
EBITDA 率	24.6%	32.4%	27.9%	27.4%	27.3%
EBIT 率	19.9%	27.4%	24.8%	24.8%	25.1%
税前净利润率	17.2%	18.4%	21.2%	21.9%	22.5%
归母净利润率	12.6%	13.8%	15.4%	16.0%	16.4%
ROA	11.1%	12.0%	13.6%	16.0%	17.4%
ROE (摊薄)	17.7%	20.9%	22.3%	25.6%	27.3%
经营性 ROIC	18.3%	26.8%	24.6%	28.3%	31.5%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	38%	41%	38%	36%	35%
流动比率	1.58	1.40	1.75	2.05	2.33
速动比率	1.40	1.27	1.57	1.85	2.11
归母权益/有息债务	3.32	2.61	3.33	4.07	4.47
有形资产/有息债务	3.79	3.18	4.01	5.01	5.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	9,627	11,895	13,459	15,802	18,860
货币资金	1,290	1,840	2,616	3,751	5,605
交易性金融资产	0	300	300	300	300
应收帐款	883	1,180	1,283	1,714	2,158
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	155	195	230	300	371
存货	359	374	519	690	864
其他流动资产	434	36	36	36	36
流动资产合计	3,226	4,027	5,098	6,944	9,527
其他权益工具	0	37	37	37	37
长期股权投资	0	1	1	1	1
固定资产	1,465	1,765	2,195	2,572	2,901
在建工程	203	361	331	308	291
无形资产	510	555	540	532	515
商誉	2,062	2,638	2,638	2,638	2,638
其他非流动资产	82	121	121	121	121
非流动资产合计	6,400	7,868	8,360	8,858	9,333
总负债	3,656	4,872	5,071	5,708	6,635
短期借款	280	580	241	0	0
应付账款	943	1,092	1,269	1,687	2,114
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	93	151	148	198	249
其他流动负债	-82	-92	-92	-92	-92
流动负债合计	2,042	2,879	2,920	3,379	4,097
长期借款	1,320	1,636	1,786	1,956	2,156
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	247	283	283	283	283
非流动负债合计	1,615	1,993	2,151	2,329	2,538
股东权益	5,971	7,02	8,388	10,094	12,226
股本	2,383	3,098	4,122	4,122	4,122
公积金	1,653	977	129	372	685
未分配利润	1,806	2,608	3,723	5,080	6,762
归属母公司权益	5,693	6,594	7,882	9,479	11,471
少数股东权益	278	429	507	615	755

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	10.31%	10.50%	10.51%	10.51%	10.51%
管理费用率	13.38%	13.06%	13.04%	13.00%	12.96%
财务费用率	0.56%	0.76%	0.79%	0.53%	0.40%
研发费用率	1.22%	1.52%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	23%	22%	24%	24%	24%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.20	0.15	0.20	0.28	0.36
每股经营现金流	0.59	0.67	0.54	0.68	0.86
每股净资产	2.39	2.13	1.91	2.30	2.78
每股销售收入	3.36	3.22	2.76	3.69	4.64

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	145	138	144	104	81
PB	25.7	28.8	32.1	26.7	22.0
EV/EBITDA	79.4	62.6	80.5	61.3	48.9
股息率	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE