

## 爱尔眼科 (300015.SZ) 买入 (维持评级)

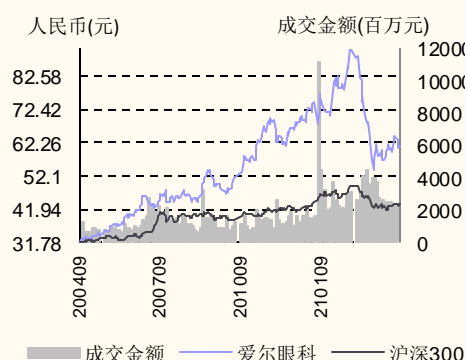
公司点评

市场价格 (人民币): 61.30 元

## 推出激励方案, 广覆盖长锁定体现信心

## 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)	2,526.49
年内股价最高最低(元)	91.10/32.12
沪深 300 指数	5112
创业板指	2827



## 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	2,294	2,896
归母净利润增长率	35.88%	36.67%	28.22%	29.74%	26.27%
摊薄每股收益(元)	0.423	0.445	0.429	0.557	0.703
每股经营性现金流净额	0.59	0.45	0.79	1.05	1.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.72%	20.91%	22.91%	25.22%	26.74%
P/E	62.13	88.87	174.57	134.56	106.57
P/B	11.01	18.58	39.99	33.94	28.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2021年4月8日, 公司公告2021年限制性股票激励计划草案, 拟授予限制性股票6000万股(占当前公司总股本1.46%), 其中首次授予4800万股, 约占总股本1.16%; 预留1200万股, 约占总股本0.29%; 授予价格均为27元/股。激励覆盖董事、高管9人以及中层管理人员、核心骨干4909人。

## 点评

- 本次激励草案覆盖范围广泛, 彰显公司长期发展信心: 公司自2009年上市以来, 先后已实施三次股权激励计划, 涉及激励对象近2500人。随着公司快速发展, 本次进一步扩大激励范围, 仅首次授予人数就超过此前总和的两倍; 以2019年年报披露的在职员工总数计算, 覆盖员工比例达四分之一。
- 本次激励计划最长78个月方能全部解锁, 解锁条件兼顾公司业绩及个人绩效: 首次授予的限制性股票达标后将按每年20%的比例逐年解锁。预留部分若在2022年授出, 则按每年25%的比例分四批解锁。解锁条件兼顾公司业绩及个人绩效: 1) 公司层面业绩考核以2020年净利润为基数, 要求2021-2025年净利润增长率分别不低于20%/40%/60%/80%/100%, 业绩增速指标较为稳健, 我们认为公司高成长具备可持续性; 2) 个人层面考核每年度综合业绩, “达标”可按比例分批解除限售。此外, 公司对本次所有激励对象自愿添加了额外限售期, 即在原有限售期的基础上, 延长锁定6个月, 彰显公司对未来发展的信心。
- 若假设授予日在2021年6月, 本次激励计划首次授予的限制性股票总摊销金额约3.7亿元: 预计2021-2026年公司股权激励摊销费用分别为7589/12599/7825/4933/2856/1235万元, 对公司整体利润水平影响有限。

## 盈利调整

- 考虑到股权激励费用的摊销对公司净利润的影响, 我们预计2020-2022年净利润分别为17.68亿元、22.94亿元、28.19亿元, 分别同比增长28%、30%、26%; 若剔除股权激励摊销费用影响, 预计2020-2022年公司净利润分别为17.68亿元、23.43亿元、30.45亿元, 分别同比增长28%、33%、30%。维持“买入”评级。

## 风险提示

- 医疗事故风险; 疫情反复影响业务开展; 新医院整合不及预期风险。

## 相关报告

1. 《发布定增预案, 打造七家区域性眼科中心-爱尔眼科公司点评》, 2021.3.29
2. 《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
3. 《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  
 yuan\_wei@gjzq.com.cn

### 本次激励草案覆盖范围广泛，彰显公司长期发展信心

- 4月8日，公司公告2021年限制性股票激励计划草案，拟授予限制性股票6000万股（占当前公司总股本1.46%），其中首次授予4800万股，约占总股本1.16%；预留1200万股，约占总股本0.29%；本次激励覆盖董事、高管9人以及中层管理人员、核心骨干4909人。
- 公司自2009年上市以来，先后已实施三次股权激励计划，涉及激励对象近2500人。随着公司快速发展，本次进一步扩大激励范围，仅首次授予人数就超过此前总和的两倍；以2019年年报披露的在职员工总数计算，覆盖员工比例达四分之一。

图表 1：本激励计划授予的限制性股票在各激励对象间的分配情况

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予权益总数的比例	占本激励计划公告日公司股本总额的比例
一、董事、高级管理人员					
1	李力	董事、总经理	17.67	0.29%	0.0043%
2	韩忠	董事、副总经理	15.13	0.25%	0.0037%
3	吴士君	董事、副总经理、董事会秘书	15.13	0.25%	0.0037%
4	刘多元	副总经理、财务总监	15.13	0.25%	0.0037%
5	李爱明	副总经理	15.13	0.25%	0.0037%
6	唐仕波	副总经理	15.13	0.25%	0.0037%
7	王丽华	副总经理	15.13	0.25%	0.0037%
8	杨智宽	副总经理	15.13	0.25%	0.0037%
9	冯琨	副总经理	15.13	0.25%	0.0037%
二、其他激励对象					
中层管理人员及核心骨干（4900人）			4,661.29	77.69%	1.13%
预留部分			1,200.00	20%	0.29%
合计（4909人）			6,000.00	100%	1.46%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 本次激励计划时间跨度较长，最长78个月方能全部解锁

- 其中，首次授予的限制性股票达标后将按每年20%的比例逐年解锁。预留部分若在2022年授出，则按每年25%的比例分四批解锁。

图表 2：本次激励计划首次授予的限制性股票的解除限售期及各期解除限售时间安排

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例
第一个解除限售期	自首次授予登记完成之日起12个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起24个月内的最后一个交易日当日止	20%
第二个解除限售期	自首次授予登记完成之日起24个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起36个月内的最后一个交易日当日止	20%
第三个解除限售期	自首次授予登记完成之日起36个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起48个月内的最后一个交易日当日止	20%
第四个解除限售期	自首次授予登记完成之日起48个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起60个月内的最后一个交易日当日止	20%
第五个解除限售期	自首次授予登记完成之日起60个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起72个月内的最后一个交易日当日止	20%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 若预留部分在2021年授出，则预留授予的限制性股票的解除限售期及各期解除限售时间安排与首次授予部分保持一致；

- 若预留部分在 2022 年授出，则预留授予的限制性股票的解除限售期及各期解除限售时间安排如下表所示：

**图表 3：计划预留授予的限制性股票的解除限售期及各期解除限售时间安排**

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例
第一个解除限售期	自预留授予登记完成之日起 12 个月后的首个交易日起至预留授予登记完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	25%
第二个解除限售期	自预留授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至预留授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	25%
第三个解除限售期	自预留授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至预留授予登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	25%
第四个解除限售期	自预留授予登记完成之日起 48 个月后的首个交易日起至预留授予登记完成之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	25%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 此外，公司本次所有激励对象自愿添加了额外限售期，即在原有限售期的基础上，延长锁定 6 个月，彰显公司对未来发展的信心。

#### 预计限制性股票业绩考核目标

- 公司层面业绩考核以 2020 年净利润为基数，要求 2021-2025 年净利润增长率分别不低于 20%/40%/60%/80%/100%。

**图表 4：首次授予的限制性股票解除限售考核目标**

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 20%；
第二个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 40%；
第三个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 60%；
第四个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 80%；
第五个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 100%；

来源：公司公告，国金证券研究所

- 若预留部分在 2021 年授出，则预留授予的限制性股票的各年度业绩考核目标与首次授予部分保持一致；
- 若预留部分在 2022 年授出，则解除限售考核年度为 2022-2025 年四个会计年度。每个会计年度考核一次，各年度公司业绩考核目标以 2020 年净利润为基数，要求 2022-2025 年净利润增长率分别不低于 40%/60%/80%/100%：

**图表 5：预留部分的限制性股票解除限售考核目标**

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 40%；
第二个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 60%；
第三个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 80%；
第四个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 100%；

来源：公司公告，国金证券研究所

- 若假设授予日在 2021 年 6 月，本次激励计划首次授予的限制性股票总摊销金额约 3.7 亿元：预计 2021-2026 年公司股权激励摊销费用分别为 7589/12599/7825/4933/2856/1235 万元。

**图表 6：预计限制性股票实施对各期经营业绩影响**

首次授予限制性股票的数量（万股）	需摊销的总费用（万元）	2021 年（万元）	2022 年（万元）	2023 年（万元）	2024 年（万元）	2025 年（万元）	2026 年（万元）
4800	37,035.72	7,589.20	12,598.56	7,825.06	4,932.75	2,855.62	1,234.52

来源：公司公告，国金证券研究所

- 今年以来，爱尔眼科步履不停，公司先后推出“服务体验官”活动、改扩建或新建中心医院定增预案等系列举措，不断夯实高质量发展基础，助力品牌影响力、核心竞争力与盈利能力的全面提升。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	5,963	8,009	9,990	11,513	14,743	18,255
增长率		34.3%	24.7%	15.2%	28.1%	23.8%
主营业务成本	-3,203	-4,245	-5,065	-6,050	-7,474	-9,218
%销售收入	53.7%	53.0%	50.7%	52.6%	50.7%	50.5%
毛利	2,760	3,764	4,926	5,463	7,269	9,037
%销售收入	46.3%	47.0%	49.3%	47.5%	49.3%	49.5%
营业税金及附加	-13	-13	-22	-26	-33	-41
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-774	-826	-1,049	-1,151	-1,489	-1,844
%销售收入	13.0%	10.3%	10.5%	10.0%	10.1%	10.1%
管理费用	-846	-1,072	-1,305	-1,505	-1,990	-2,474
%销售收入	14.2%	13.4%	13.1%	13.1%	13.5%	13.6%
研发费用	0	-97	-152	-184	-221	-274
%销售收入	0.0%	1.2%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	1,126	1,756	2,397	2,597	3,536	4,405
%销售收入	18.9%	21.9%	24.0%	22.6%	24.0%	24.1%
财务费用	-43	-45	-76	-172	-298	-376
%销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	1.5%	2.0%	2.1%
资产减值损失	-41	-186	380	65	70	70
公允价值变动收益	0	-38	-56	-70	-80	-85
投资收益	40	46	113	120	130	130
%税前利润	3.9%	3.3%	6.2%	5.1%	4.3%	3.4%
营业利润	1,111	1,558	2,022	2,541	3,357	4,143
营业利润率	18.6%	19.5%	20.2%	22.1%	22.8%	22.7%
营业外收支	-84	-178	-182	-200	-300	-300
税前利润	1,027	1,380	1,840	2,341	3,057	3,843
利润率	17.2%	17.2%	18.4%	20.3%	20.7%	21.1%
所得税	-234	-314	-409	-515	-703	-884
所得税率	22.8%	22.8%	22.2%	22.0%	23.0%	23.0%
净利润	793	1,066	1,431	1,826	2,354	2,959
少数股东损益	50	57	52	58	60	63
归属于母公司的净利润	743	1,009	1,379	1,768	2,294	2,896
净利率	12.5%	12.6%	13.8%	15.4%	15.6%	15.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	793	1,066	1,431	1,826	2,354	2,959
少数股东损益	50	57	52	58	60	63
非现金支出	332	558	190	440	514	586
非经营收益	2	43	5	314	398	424
营运资金变动	204	-268	-242	-128	-16	-10
经营活动现金净流	1,330	1,400	1,384	2,452	3,249	3,959
资本开支	-603	-809	-740	-880	-1,151	-1,231
投资	-2,087	-1,042	-1,116	-51	-454	-585
其他	-14	46	96	120	130	130
投资活动现金净流	-2,704	-1,805	-1,759	-811	-1,475	-1,686
股权募资	1,785	70	91	63	0	0
债权募资	1,477	-93	798	-446	315	325
其他	-299	-777	-720	-851	-1,064	-1,326
筹资活动现金净流	2,964	-800	169	-1,234	-750	-1,001
现金净流量	1,590	-1,205	-206	407	1,025	1,272

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,560	1,290	1,840	2,248	3,272	4,545
应收账款	706	1,037	1,375	1,409	1,898	2,451
存货	274	359	374	448	553	682
其他流动资产	141	540	438	719	1,096	1,604
流动资产	3,681	3,226	4,027	4,823	6,820	9,281
%总资产	39.5%	33.5%	33.9%	37.5%	44.8%	51.4%
长期投资	1,161	1,522	1,755	1,776	1,801	1,828
固定资产	1,257	1,668	2,126	2,261	2,392	2,550
%总资产	13.5%	17.3%	17.9%	17.6%	15.7%	14.1%
无形资产	3,054	3,075	3,771	3,997	4,201	4,388
非流动资产	5,632	6,400	7,868	8,034	8,395	8,766
%总资产	60.5%	66.5%	66.1%	62.5%	55.2%	48.6%
资产总计	9,313	9,627	11,895	12,857	15,215	18,047
短期借款	280	396	889	320	320	330
应付款项	1,431	1,163	1,282	1,593	1,973	2,435
其他流动负债	409	483	707	686	882	1,096
流动负债	2,120	2,042	2,879	2,599	3,176	3,860
长期贷款	1,467	1,320	1,636	1,951	2,266	2,581
其他长期负债	254	295	358	104	133	164
负债	3,841	3,656	4,872	4,653	5,574	6,605
普通股股东权益	5,216	5,693	6,594	7,718	9,094	10,832
其中：股本	1,586	2,383	3,098	3,098	3,098	3,098
未分配利润	1,349	1,806	2,608	3,669	5,045	6,783
少数股东权益	256	278	429	487	547	610
负债股东权益合计	9,313	9,627	11,895	12,857	15,215	18,047

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.468	0.423	0.445	0.429	0.557	0.703
每股净资产	3.289	2.389	2.129	1.873	2.206	2.628
每股经营现金净流	0.839	0.587	0.447	0.792	1.049	1.278
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.228	0.296	0.374
回报率						
净资产收益率	14.24%	17.72%	20.91%	22.91%	25.22%	26.74%
总资产收益率	7.97%	10.48%	11.59%	13.75%	15.08%	16.05%
投入资本收益率	11.97%	17.53%	19.38%	19.34%	22.27%	23.63%
增长率						
主营业务收入增长率	49.06%	34.31%	24.74%	15.24%	28.06%	23.83%
EBIT增长率	61.24%	55.89%	36.54%	8.32%	36.14%	24.60%
净利润增长率	33.19%	35.88%	36.67%	28.22%	29.74%	26.27%
总资产增长率	129.05%	3.37%	23.56%	8.09%	18.34%	18.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.4	31.8	37.7	37.7	40.0	42.0
存货周转天数	27.4	27.2	26.4	27.0	27.0	27.0
应付账款周转天数	64.4	71.1	73.3	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	69.3	66.8	64.5	54.5	40.1	29.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.85%	7.13%	5.48%	-6.54%	-16.55%	-26.36%
EBIT利息保障倍数	26.4	39.0	31.7	15.1	11.9	11.7
资产负债率	41.24%	37.98%	40.96%	36.19%	36.64%	36.60%

**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	2	9	17	22	70
增持	1	2	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.18	1.11	1.12	1.00

来源：聚源数据

**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
8	2021-03-29	买入	62.05	N/A

来源：国金证券研究所

**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


**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，不作为或被视为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