

爱尔眼科 (300015)

眼科真龙头，行业引领者

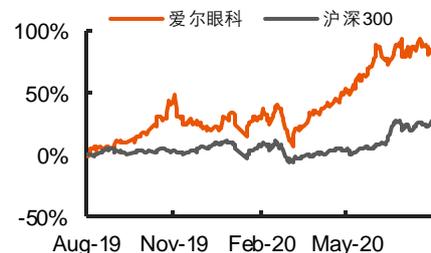
推荐 (首次)

现价: 45.43 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.aierchina.com
大股东/持股	爱尔医疗投资集团有限公司 /35.48%
实际控制人	陈邦
总股本(百万股)	4,122
流通 A 股(百万股)	3,417
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1,872.41
流通 A 股市值(亿元)	1,552.13
每股净资产(元)	1.62
资产负债率(%)	42.9

行情走势图



证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **眼科医疗服务市场空间广阔，民营医院或为增长重点：**我国的眼科医疗市场的总体规模从 2013 年的 545 亿元逐步增长至 2018 年的 1083 亿元，我们预计 2019 年市场总体规模超过 1240 亿元。其中，公立医院在整个眼科医疗市场领域占有主导地位，2018 年达 882 亿元的市场规模，民营医院则呈现快速发展之态，从 2013 年的 80 亿元的市场规模上涨至 2018 年的 201 亿元，复合增速为 20.23%，以高于公立医院约 7 个百分点的速度快速增长。公立医院数量少，但是患者多，近年来增速慢于民营医院，我们认为民营医院迎来快速增长阶段，市占率有望提升，抢占公立医院市场。
- **眼科龙头，爱尔眼科首创分级连锁推动公司发展：**公司持续进行眼科医院的扩张，提升连锁化率。公司扩张模式成功，新建设的医院不断为公司贡献业绩增量，在老医院收入端持续增长的前提下，仍然不断提升收入占比。2015 年，前十大医院收入占比高达 49%，到 2019 年已经下降到了 29%。公司采用分级连锁策略，上级医院对下级医院提供技术支持，上下级医院转诊顺畅，充分利用公司内部资源的同时为患者提供更好的医疗服务体验。公司同时成立并购基金，降低扩张风险，提高并购效率。
- **三大业务齐发力，推动公司业绩增长：**公司屈光手术业务进入量价齐升的快速增长阶段，公司根据客户需求，定制了不同类型的屈光手术业务。其中飞秒最高约 2 万元，最低几千元；全飞秒约 2 万元；ICL3 万-5 万元。2019 年公司屈光项目本期毛利率较上年同期增加 5 个百分点，我们认为主要原因为公司高毛利率产品占比逐步提升。爱尔眼科在视光领域的专业程度高，使得该板块业务持续为公司贡献业绩增量。公司积极开展近视防控公益活动，提升公司品牌力，未来视光板块业务仍有望实现快速增长。2018 年中国白内障的市场规模达 110 亿元，较 2014 年 44 亿元大幅增加，年复合增长率为 26%。国家对白内障手术价格将有所控制，未来白内障手术价格增速或将放缓。公司在一、二线城市推动高端白内障手术业务，且在手术中使用不受医保定价影响的高端晶体。随着公司的战略调整，2019

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8009	9990	11618	15009	19417
YoY(%)	34.3	24.7	16.3	29.2	29.4
净利润(百万元)	1009	1379	1675	2276	3094
YoY(%)	35.9	36.7	21.5	35.9	35.9
毛利率(%)	47.0	49.3	46.8	47.0	48.5
净利率(%)	12.6	13.8	14.4	15.2	15.9
ROE(%)	17.9	20.4	19.5	22.7	25.1
EPS(摊薄/元)	0.24	0.33	0.41	0.55	0.75
P/E(倍)	185.6	135.8	111.8	82.3	60.5
P/B(倍)	19.0	21.3	19.7	17.2	14.3

年白内障收入业务实现加速增长，未来该板块业务将继续为公司贡献业绩增长。

- **盈利预测与评级：**我国眼科医疗服务近年来快速增长，考虑我国眼科疾病患者人群数量众多，未来行业将维持高速增长。爱尔眼科全国布局，为我国眼科医疗服务机构的龙头企业。公司现有扩张模式可助力其快速、低风险且高质量的发展。公司主要业务板块：屈光、视光和白内障手术市场广阔，近年来增速较快，助力公司业绩稳定增长。我们预计 2020-2022 年公司归属母公司净利润为 16.75 亿元、22.76 亿元和 30.94 亿元，同比增长 21.5%、35.9%和 35.9%；对应 EPS 分别为 0.41 元、0.55 元和 0.75 元。考虑公司所处行业的良好发展前景，以及公司眼科医疗服务行业的龙头地位。首次覆盖，我们给与公司“推荐”评级。
- **风险提示：**行业增长低于预期的风险；收购医院进度低于预期的风险；新冠疫情持续从而对行业带来负面影响的风险。

正文目录

一、 眼科医疗服务市场细分领域多，市场空间广阔	6
1.1 我国眼科患病人数众多，市场处于快速增长阶段.....	6
1.2 民营连锁机构有望成为眼科医疗服务未来增长的重点.....	7
二、 眼科龙头，爱尔眼科首创分级连锁推动公司发展	9
2.1 公司经营稳定，持续对各地区眼科医疗市场进行拓展.....	9
2.2 分级连锁，公司实现高效率优质扩张.....	10
三、 三大业务齐发力，推动公司业绩增长	14
3.1 我国屈光不正人群基数大，屈光手术及视光业务空间广阔.....	14
3.2 老龄化进程推进，白内障市场空间广阔.....	18
四、 盈利预测与评级	22
五、 风险提示	22

图表目录

图表 1	我国居民人均可支配收入及增速.....	6
图表 2	我国人均医疗服务现金消费支出及增速.....	6
图表 3	主要眼科疾病我国患者数量、发病率及国内外疗法对比	6
图表 4	2012-2018 年我国眼科医疗服务市场规模（亿元）	7
图表 5	我国眼科市场情况分布	7
图表 6	2012-2018 年我国公立及民营机构眼科市场（亿元）	8
图表 7	公立与民营眼科医院数量.....	8
图表 8	公立与民营医院诊疗人次数	8
图表 9	2012-2018 年我国公立及民营机构眼科市场（亿元）	9
图表 10	爱尔眼科营业收入及净利润情况	9
图表 11	爱尔眼科毛利率与净利率情况.....	9
图表 12	爱尔眼科在不同地区收入情况.....	10
图表 13	爱尔眼科前十大医院收入占比变化情况	10
图表 14	爱尔眼科分级连锁模式介绍	10
图表 15	爱尔眼科同城生态网络介绍	11
图表 16	公司依托并购基金设立新医院.....	12
图表 17	公司对各个层级的医生均有较高的吸引力.....	12
图表 18	2015-2019 年公司在职人员数量的变化情况	13
图表 19	2015-2019 年爱尔眼科人力工资公司情况.....	13
图表 20	2015-2019 年爱尔眼科人均薪酬情况	13
图表 21	2015-2019 年爱尔眼科各业务收入端拆分（亿元）	14
图表 22	2019 年爱尔眼科各个产品收入占比	14
图表 23	2000-2030E 全球近视及高度近视人数趋势.....	15
图表 24	2018 年我国各年龄人群近视率	15
图表 25	屈光不正的主要应对方法	15
图表 26	中国与美国屈光手术渗透率情况	16
图表 27	2015-2019 年公司屈光手术收入情况	17
图表 28	我国用户平均上网时长情况.....	17
图表 29	2019 年中国在线教育用户年龄分布	17
图表 30	2015-2019 年公司视光服务收入情况	18
图表 31	2012-2017 中国白内障患病人数	19
图表 32	我国各年龄段和性别的白内障患病率.....	19
图表 33	2010-2019 年我国老龄化情况	19
图表 34	白内障手术治疗方式.....	20
图表 35	2012-2017 年我国白内障手术情况.....	20
图表 36	2017 年我国各城市 CSR 分布	20

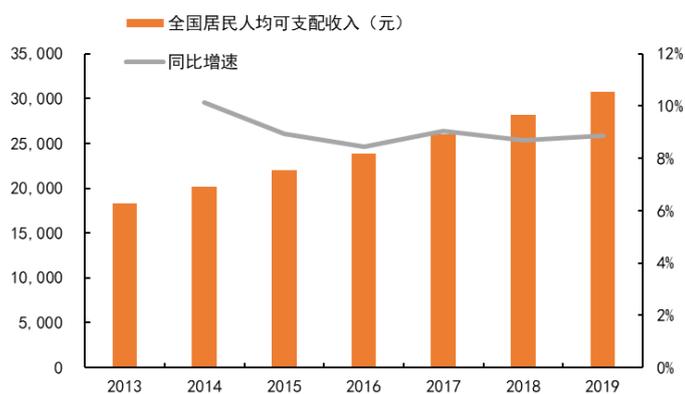
图表 37	2014-2023E 白内障治疗市场规模.....	21
图表 38	2015 年-2019 年公司白内障收入业务收入情况.....	21

一、眼科医疗服务市场细分领域多，市场空间广阔

1.1 我国眼科患病人数众多，市场处于快速增长阶段

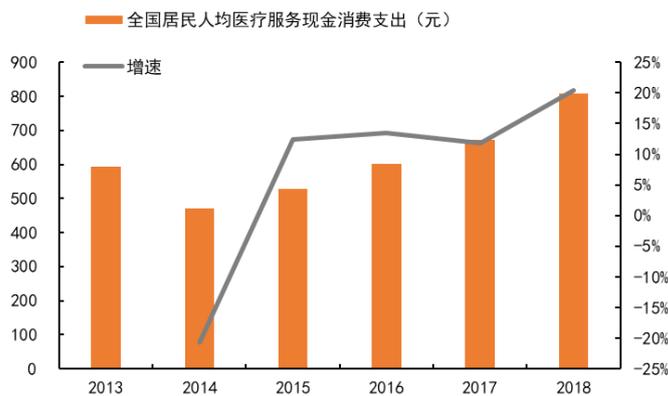
我国居民人均可支配收入每年呈稳定增长的态势，2019年人均可支配收入实现3.07万元，增速稳定在8.9%。随着人均可支配收入的稳定增长，我国居民对医疗卫生领域的需求逐步提升，其中对医疗服务的需求增长明显。2018年，我国居民人均医疗服务现金消费支出为808.8元，增速高达20.4%。随着我国居民经济水平的提升，我国居民对医疗服务的需求增加，对眼科医疗的关注度提升。

图表1 我国居民人均可支配收入及增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 我国人均医疗服务现金消费支出及增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

眼科疾病种类相对较多，覆盖人群广泛，患病人数较多，仅屈光不正人群数量就在6.45亿人。随着我国老年化加剧、互联网的普及、学习与工作强度的增加，用眼过度更加普遍存在。因此我们认为，目前我国眼科疾病患病率较高，但未来患病率或将进一步提升。

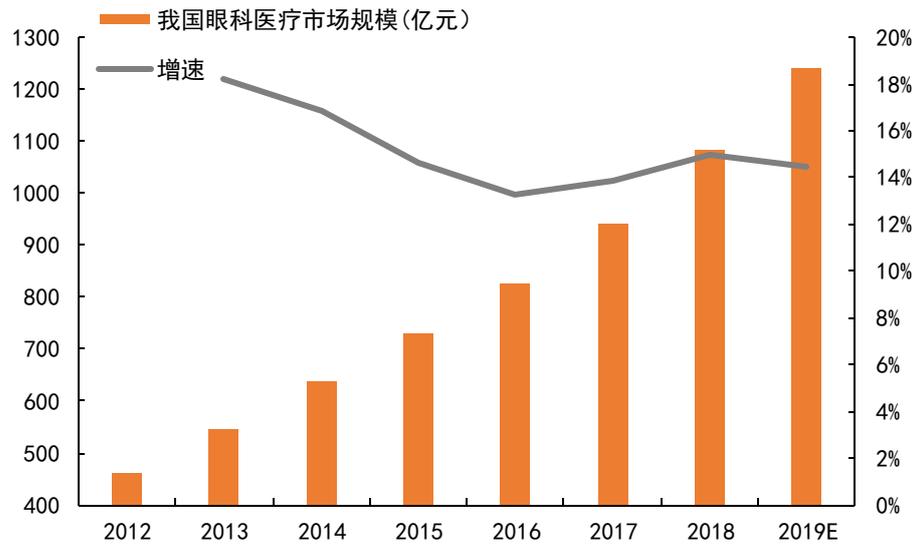
图表3 主要眼科疾病我国患者数量、发病率及国内外疗法对比

眼病名称	患者数量	发病率	国内主流疗法	国外疗法
未成年人近视	0.97 亿	未成年: 54%	佩戴眼镜、角膜塑形镜	佩戴眼镜、角膜塑形镜、阿托品滴眼液
成人近视	5.48 亿	成年: 45%	屈光手术	屈光手术
干眼症	2.94-4.2 亿	21%-30%	人工泪液、促粘液蛋白分泌干眼症滴眼液、眼睑板治疗、手术治理	抗炎药物治疗、眼睑板治疗、手术治疗
白内障	1.68 亿	12%	手术治疗，替换人工晶体	手术治疗，替换人工晶体
青光眼	2100 万	1.5%	手术治疗、激光治疗、药物治疗	手术治疗、激光治疗、药物治疗
眼底血管病变	3500 万	2.5%	药物治疗	药物治疗

资料来源: wind, 平安证券研究所

近年来，我国眼科医疗服务市场逐年增长：2012年市场规模为461亿，2018年为1083亿元，6年间复合增速为15%。我们认为，推动眼科医疗行业快速增长的原因有：患病人群的不断增长及居民自身健康意识的不断提升。随着我国眼科患病人群的持续增长，居民健康意识的不断加强，我们认为我国眼科市场将继续维持快速增长。

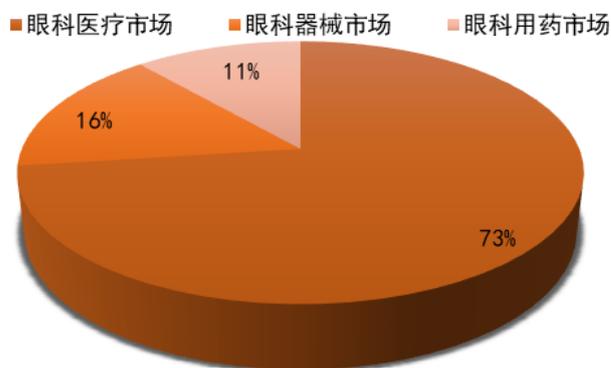
图表4 2012-2018年我国眼科医疗服务市场规模(亿元)



资料来源: Frost&Sullivan, 平安证券研究所

眼科市场可细分为医疗服务、制剂和器械市场。根据眼科医疗器械行业发展报告可以看出,眼科市场中,眼科医疗市场占有最大的细分市场份额,2019年达1240亿元,占比73%,其次为眼科器械市场,市场总规模约267亿元,占比16%,最后为眼科用药市场,占比11%。眼科医疗服务作为眼科行业占比最大的板块,吸引了众多投资者的关注。

图表5 我国眼科市场情况分布

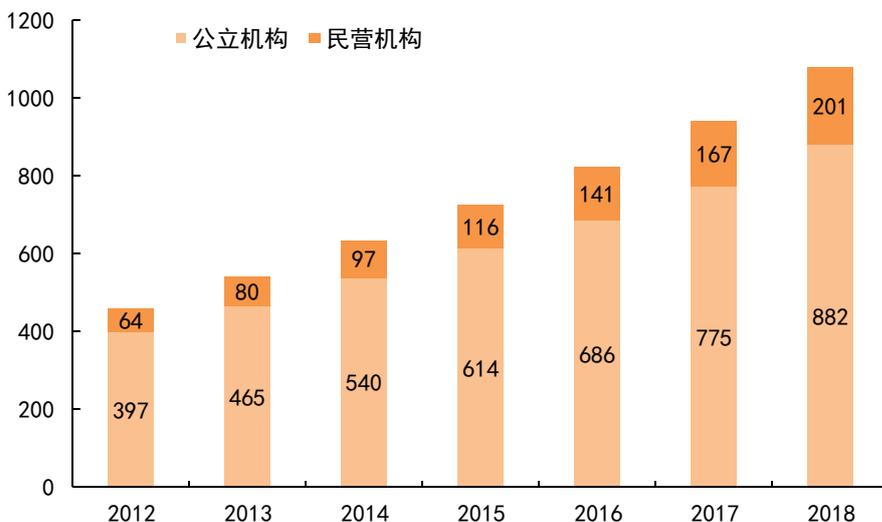


资料来源:《眼科医疗器械行业发展报告》, Frost&Sullivan, 平安证券研究所

1.2 民营连锁机构有望成为眼科医疗服务未来增长的重点

我国的眼科医疗市场的总体规模6年间复合增速约为15%,若继续以此增速增长,我们预计2019年市场总体规模将超过1240亿元。其中,公立医院在整个眼科医疗市场领域占有主导地位,2018年达882亿元的市场规模,2013-2018年市场规模复合增速达13.66%;而民营医院也呈现快速发展之态,从2013年的80亿元的市场规模上涨至2018年的201亿元,复合增速为20.23%,以高于公立医院约7个百分点的速度快速增长。

图表6 2012-2018年我国公立及民营机构眼科市场（亿元）



资料来源: Frost& Sullivan, 平安证券研究所

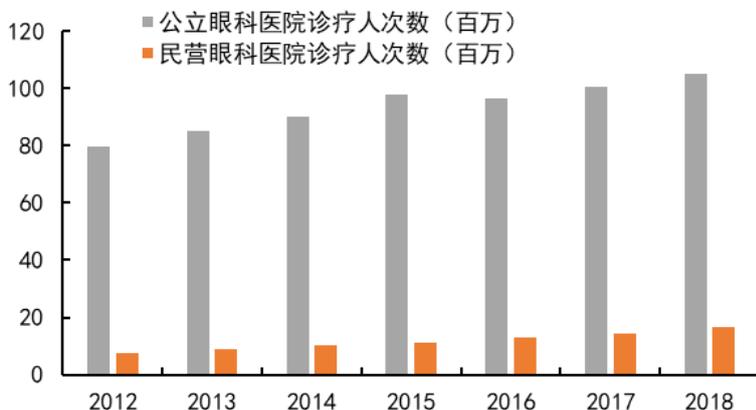
我们认为，我国眼科医疗服务领域的核心增长点为民营连锁眼科机构。根据我国公立、民营医疗机构的眼科数量，结合我国眼科医疗服务市场可以看出，虽然我国公立医院眼科市场占比高，但机构数量相较于民营机构非常少，较少的公立医院占据了更多的市场。根据公立及民营医院的诊疗人次数亦可以看出，公立医院诊疗人次数远高于民营医院。

图表7 公立与民营眼科医院数量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 公立与民营医院诊疗人次数

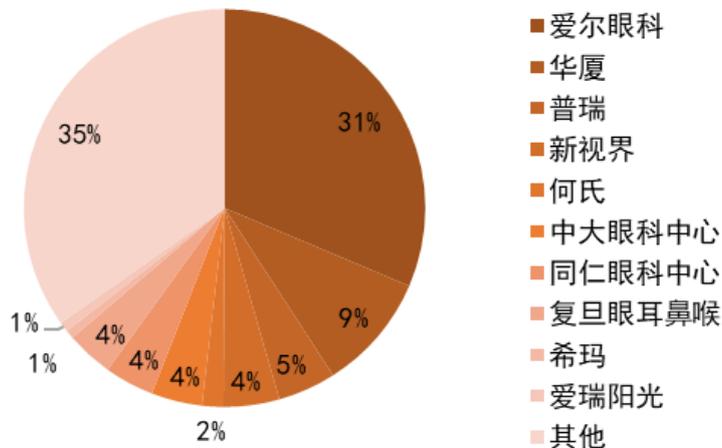


资料来源: Wind, 平安证券研究所

公立医院数量少，但是患者多，近年来市场增速放缓。随着国家出台一系列政策鼓励民营医疗机构发展并限制公立医院增长，公立医院数量逐年下滑。患者数量较多，机构数量减少，公立医院高负荷运转，患者就诊体验较差。近年来公立医院市场增速慢于民营医院，我们认为民营医院迎来快速增长阶段，市占率有望提升，抢占公立医院市场。

推动民营医院快速增长的主要为爱尔眼科，在眼科专科的市场占有率达 31.4%，相较于排在二三位的华夏眼科（9%）、普瑞眼科（5%）有绝对的竞争优势。

图表9 2012-2018年我国公立及民营机构眼科市场(亿元)



资料来源: Frost& Sullivan, 平安证券研究所

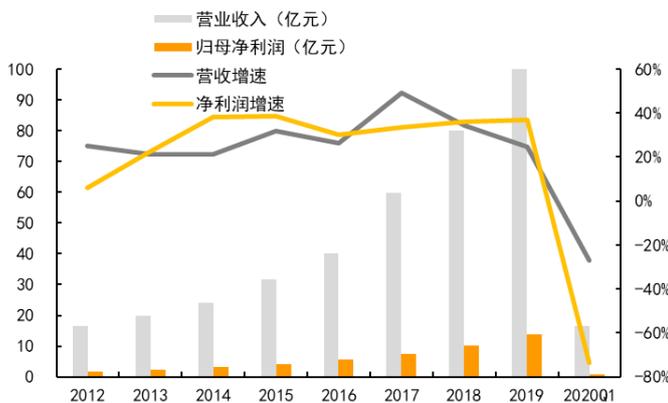
我们认为,眼科医院医疗器械成本高,对医生有较高的要求,连锁眼科医疗机构将有更好的发展机遇。连锁眼科医疗机构可以形成规模效应,降低仪器、耗材、药品的采购成本,且可以更加容易形成口碑效应,可吸引更多的患者,市场集中度将提升。连锁口腔医院通过整合资源,整合更多领域的口腔专科医生,使得患者更方便的进行多种治疗。因此我们认为未来口腔医院的主要发展方向是连锁口腔医疗机构。

二、眼科龙头,爱尔眼科首创分级连锁推动公司发展

2.1 公司经营稳定,持续对各地区眼科医疗市场进行拓展

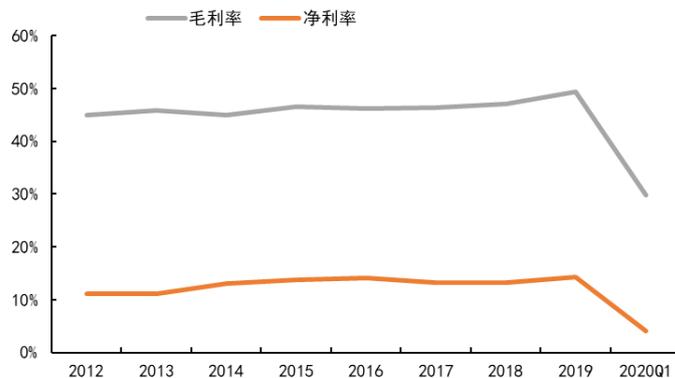
公司 2012-2019 年,业绩一直维持稳定增长,2020 年一季度,由于新冠疫情的爆发,公司业绩受到了影响,收入与净利润出现下滑。我们认为,随着疫情的逐步稳定,公司业绩将快速恢复,继续维持稳定增长。2012-2019 年,公司毛利率与净利率有小幅提升,2020 年一季度由于疫情原因出现下滑,目前国内疫已经得到有效控制,公司医院的运营已经完全恢复,我们认为公司利润率将很快恢复到疫情前的水平。

图表10 爱尔眼科营业收入及净利润情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 爱尔眼科毛利率与净利率情况

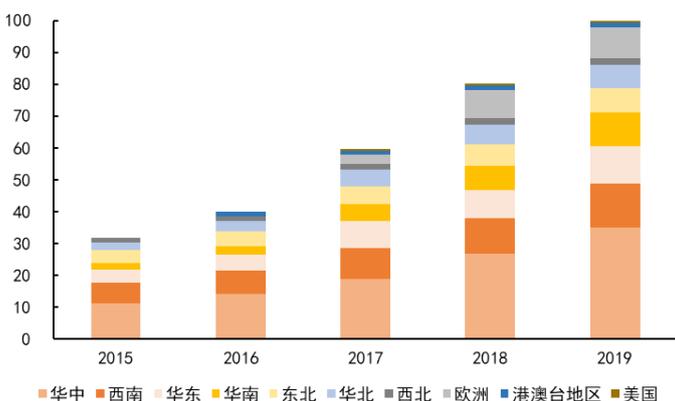


资料来源: Wind, 平安证券研究所

公司眼科医院主要在大陆布局，目前正在向港澳台及海外地区拓展。从公司在不同地区收入情况的变化可以看出，2015年公司主要业务布局在华中地区，随着公司不断的拓展，大陆各个地区均实现布局。立足国内，公司开始向海外扩张，随着公司相继收购欧洲、美国和新加坡的眼科医院，2019年公司在海外地区的收入占比达到了10.2%。

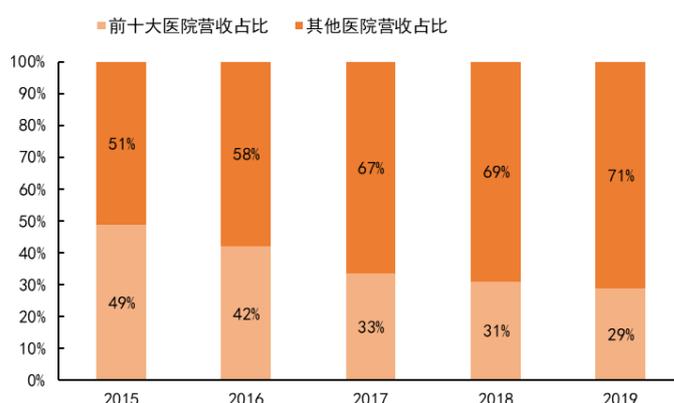
公司扩张模式成功，新设立医院收入占比不断增加，对老医院的依赖逐渐弱化。公司持续进行眼科医院的扩张，提升连锁化率。公司新建设的医院不断为公司贡献业绩增量，在老医院收入端持续增长的前提下，仍然不断提升收入占比。2015年，前十大医院收入占比高达49%，到2019年已经下降到了29%。

图表12 爱尔眼科在不同地区收入情况



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表13 爱尔眼科前十大医院收入占比变化情况



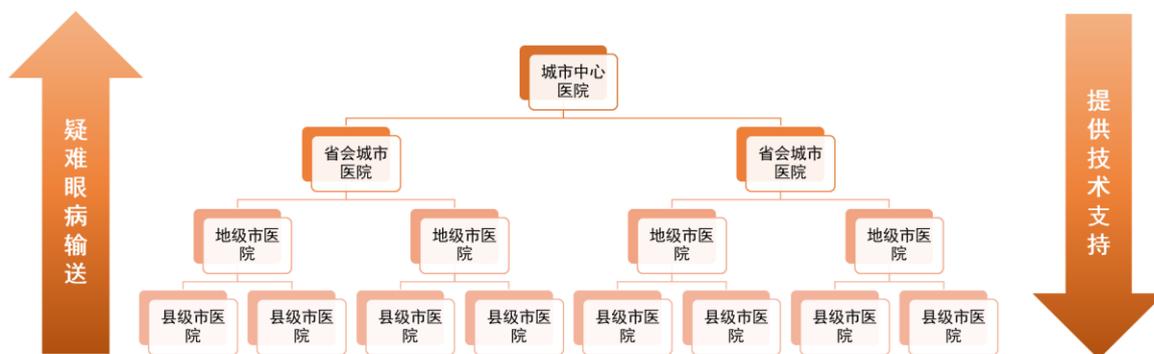
资料来源：公司年报，平安证券研究所

2.2 分级连锁，公司实现高效率优质扩张

1) 公司采用分级连锁策略，充分利用公司内部资源

爱尔眼科自成立起，就确立了“三级连锁”的经营扩张模式，随着公司的发展，公司由“三级连锁”延伸至目前的“四级连锁”。公司分级连锁的主要运营模式为：一级医院，即中心城市医院，主要为公司的技术核心，除了给公司医院内部医院提供技术支持外，还是疑难眼病患者的会诊中心，为公司的品牌提供有力支撑；二级医院—省会城市医院，更加侧重于全眼科服务，构成爱尔眼科的业务主体，为地级市提供业务指导、技术支持；三级医院—地级市医院，是公司的中枢服务网络，为当地领先的眼科医院；四级医院则为县级市医院，主要服务最广泛的基层人口。

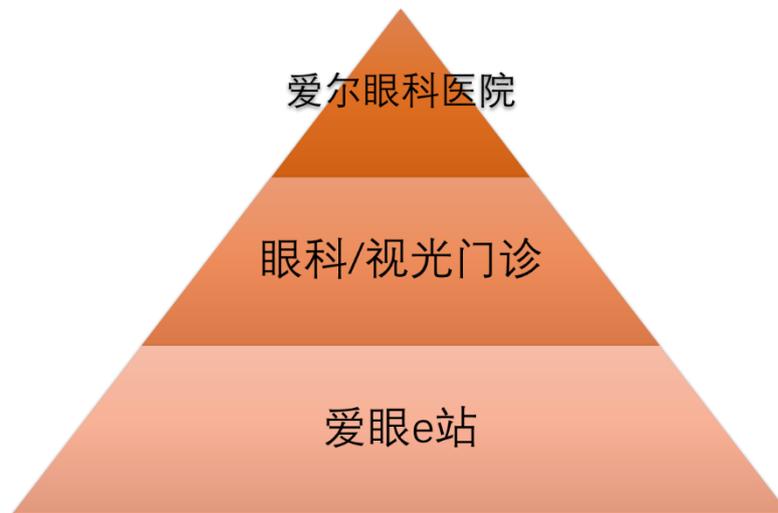
图表14 爱尔眼科分级连锁模式介绍



资料来源：公司公告，平安证券研究所

同时，爱尔眼科建设了同城网络生态。在横向扩张的同时，在城市内部进行纵向深耕。公司的顶层爱尔眼科医院负责疑难杂症和眼科手术；中层的眼视光门诊则负责处理常见眼病及提供视光服务；底层的爱眼 e 站提供日常视光服务。

图表15 爱尔眼科同城生态网络介绍



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司不同级的医院、门诊部之间分工明确，互相协同作用。公司根据我国医疗资源的分布特点（即全国分散，地区集中）对医院进行布局。公司在重点省会城市布局省会医院，地级市医院则进行下沉，县级医院和门诊部深耕更加基层的市场。上级医院对下层医院进行技术支持，下级医院进行基础诊疗工作，为上层医院承接患者减轻诊疗压力。由于我国医疗服务资源的分布区域性明显，因此在重点城市中，面对实力较强的三甲医院时，公司可以实现“以多对一”的竞争格局，以更多的资源与当地医院进行竞争。通过分级连锁，公司内部可以对患者进行无障碍的上下级转诊，同时医院的医疗、医生资源可以实现流动，将公司内部资源进行最大化的利用。

2) 成立并购基金，降低扩张风险，提高并购效率

公司成立并购基金，通过其建立新医院，降低整体风险。公司通过并购基金收购、设立新医院/门诊。新设立的医院/门诊，并购基金持股比例在 81%-90.2%，上市公司持股比例在 9.8%-19%（以 10% 为主）。在新设立的医院实现盈利以后，上市公司再将其并入体内。通过此方法，上市公司成功降低了风险及核心财务指标的波动，同时加快扩张速度。截止 2019 年 12 月 31 日，公司境内医院 105 家，门诊部 65 家；并购基金旗下医院 275 家，门诊部 37 家。

图表16 公司依托并购基金设立新医院

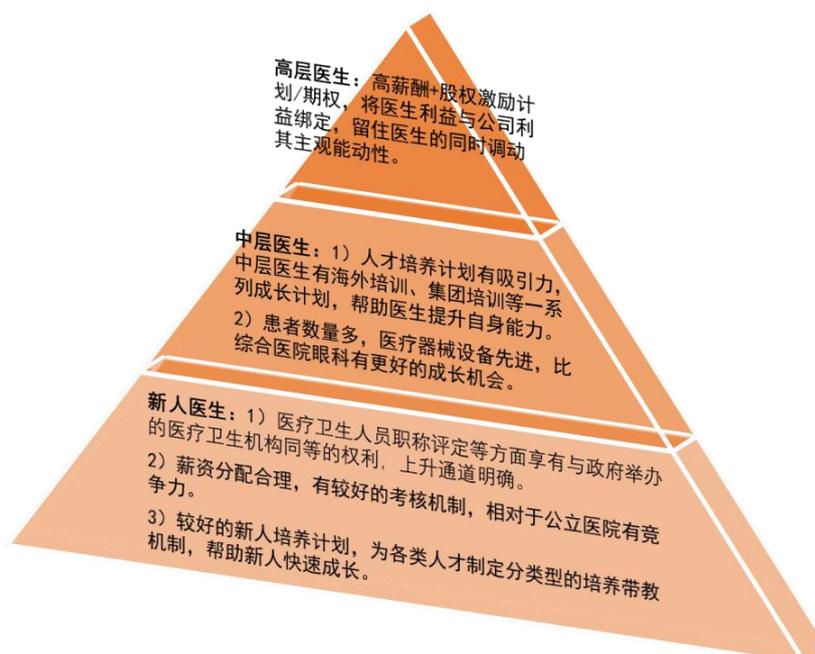


资料来源：公司公告，平安证券研究所

3) 成立医教研平台，有效吸引并留住人才

人才是公司得以持续扩张的基础，医疗服务领域中，医护人员更是核心。公司对人才培养与建设非常重视，通过不同策略，有效吸引并留住人才。对于中层和新人医生，公司针对其特点和需求，制定了不同的培养计划，为其提供很好的成长空间。公司已经完成 22 家培训基地建设，通过线上线下一高频次、广覆盖地开展了医生、护士、药师等培训，极大提高了各医院医师、护士、药师等的专业能力和服务水平。同时公司人员职称评定与公立医院享有相同的权利，为医生打通了上升通道。加上更加合理的薪酬机制，公司成功吸引并留住了医生人才。对于高层的资深医生，公司采用高薪酬+股票期权、限制性股票+合伙人计划，成功将医生与公司利益绑定，在留住人才的同时，充分调动医生的积极性。

图表17 公司对各个层级的医生均有较高的吸引力

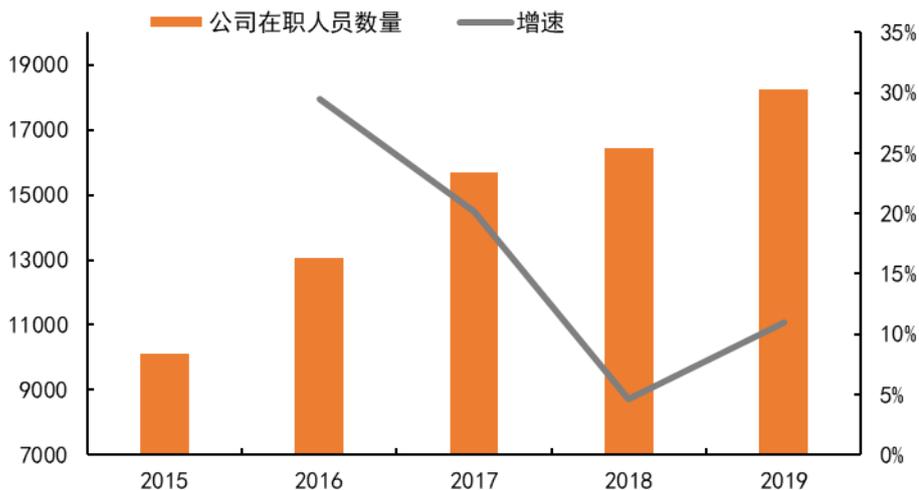


资料来源：公司公告，平安证券研究所

近年来国家医保支出压力不断增加，药品降价、集采及医院端药品零加成等政策相继出台。这些政策的出台，使得公立医院医生的收入被压缩，民营医疗机构的高薪政策具备较强的吸引力，有益于爱尔眼科人才梯队的建设。

公司的人才计划成效显著，公司人才团队不断扩大，支撑了公司的快速扩张。2015年至2019年，公司在职人员数量持续增加，2019年公司在职人员数量为18241人，同比增速在11%。

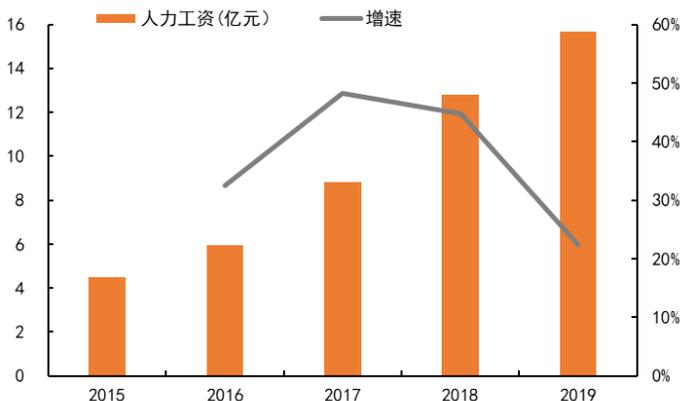
图表18 2015-2019年公司在职人员数量的变化情况



资料来源：公司年报，平安证券研究所

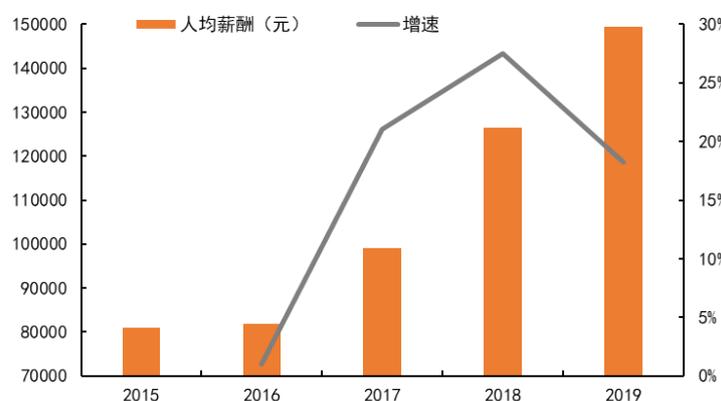
公司重视人才建设，随着人员数量的提升，人力工资也在逐年增加。值得一提的是，公司重视员工待遇，人均薪酬亦逐年增长，且增幅较高。2019年，公司人均薪酬为14.9万元，增速达18%。2016年限制性股票激励计划首次授予2005.9万股，激励对象1557名。公司2016年限制性股票激励计划首次授予第三期和预留授予第二期已完成解锁。公司通过高薪酬+股权激励计划，员工的工作热情被调动，公司不断吸引人才的同时，成功激发了员工的积极性。

图表19 2015-2019年爱尔眼科人力工资公司情况



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表20 2015-2019年爱尔眼科人均薪酬情况

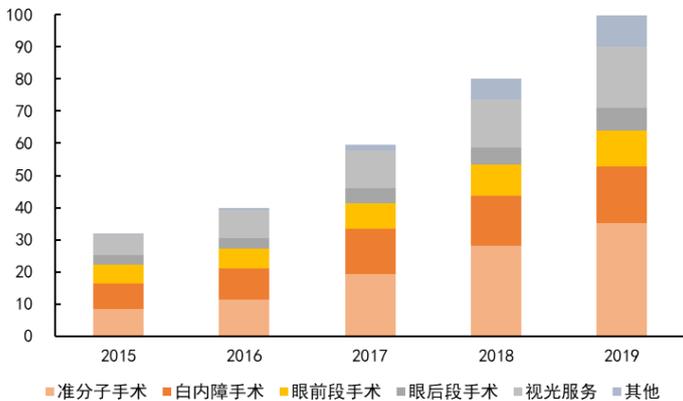


资料来源：公司年报，平安证券研究所

三、 三大业务齐发力，推动公司业绩增长

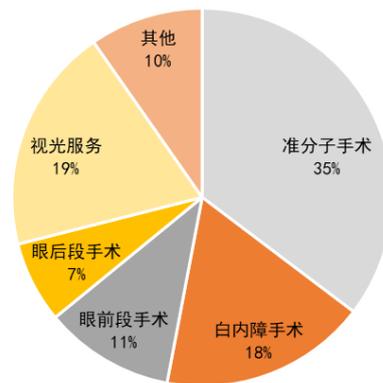
根据公司各个业务的收入拆分我们可以看出，收入端占比最高的三个业务板块主要是准分子手术(屈光业务)、视光业务和白内障手术三个板块。三个业务一起发力，推动公司近年来的稳定增长。

图表21 2015-2019年爱尔眼科各业务收入端拆分(亿元)



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表22 2019年爱尔眼科各个产品收入占比



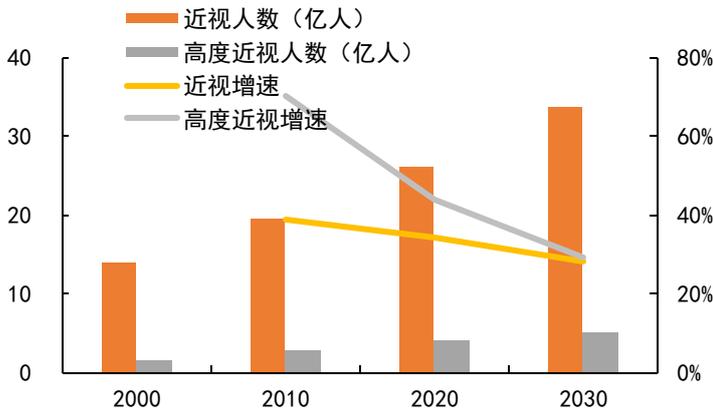
资料来源：公司年报，平安证券研究所

3.1 我国屈光不正人群基数大，屈光手术及视光业务空间广阔

屈光不正是导致视力损伤的主要病因之一，是指眼调节静止时，外界平行光线经过眼睛的屈光系统，但无法在视网膜上形成清晰的物像，具体包括近视、远视及散光。随着科技水平的不断提升以及电子产品的普及，屈光不正在人群中的发病率逐渐升高。

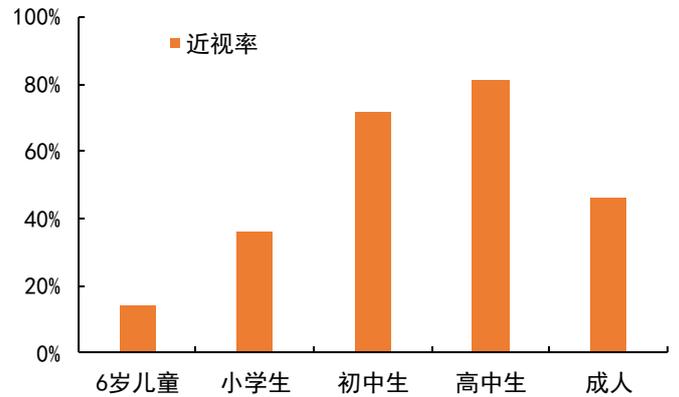
近视是全球视力损伤的首要原因，我国为全球近视问题最严重的地区。近视是最常见的屈光不正，是指在调节放松时，平行光线经眼睛屈光系统之后在视网膜前成像。根据世界卫生组织预测，到2020年，全球近视人数将达26.20亿人，而高度近视人数将达3.99亿。我国将占到近视人数的1/3左右，近视人口达6.45亿人。而随着人们生活习惯的改变，如户外活动减少、近距离工作娱乐增多等，全球患病人数将持续上升，预计2030年全球近视人数将上升至33.60亿人，而通常伴随严重并发症的高度近视人数将增长至2030年的5.16亿人。

图表23 2000-2030E 全球近视及高度近视人数趋势



资料来源: WHO, 平安证券研究所

图表24 2018年我国各年龄人群近视率



资料来源:《中国眼健康白皮书》, 平安证券研究所

屈光不正主要可以分为手术治疗和一般疗法。手术治疗主要针对 18 岁以上的成年人, 青少年则主要选择一般疗法。而一般疗法中目前普及率最高的仍然为框架眼镜、角膜接触镜和角膜塑形镜。

图表25 屈光不正的主要应对方法

治疗方法	细分类别	原理	适用人群
手术治疗	角膜屈光手术	非激光性角膜屈光手术: 放射状角膜切开术, 角膜基质环植入术等;	适合 1200 度以内的成年近视患者
	眼内屈光手术	摘除晶状体类手术 (ICL): 白内障摘除合并人工晶状体植入术, 透明晶状体摘除合并人工晶状体植入术	适合 300-2000 度近视、600 度以内散光、无法进行激光手术的成年患者
		不摘除晶状体类手术 (ICL): 虹膜支撑的人工晶状体, 晶状体前人工晶状体	
巩膜屈光手术	后巩膜加固术, 巩膜扩张术等	适合于控制高度近视的眼轴进行性延长, 阻滞近视的快速扩展, 适用于成年患者	
一般治疗	框架眼镜	线下视光服务的主要业务, 行业竞争较为激烈	屈光不正群体均可使用
	角膜接触镜	即隐形眼镜, 软性接触镜佩戴舒适、验配简单, 但佩戴不当会引起结膜炎、角膜炎等并发症; 硬性接触镜透氧性强, 护理方便, 验配过程复杂, 佩戴舒适度欠佳	
	角膜塑形镜	通过机械压迫、镜片移动和泪液液压对角膜合理塑形, 能够改善 600 度以内的近视度数	

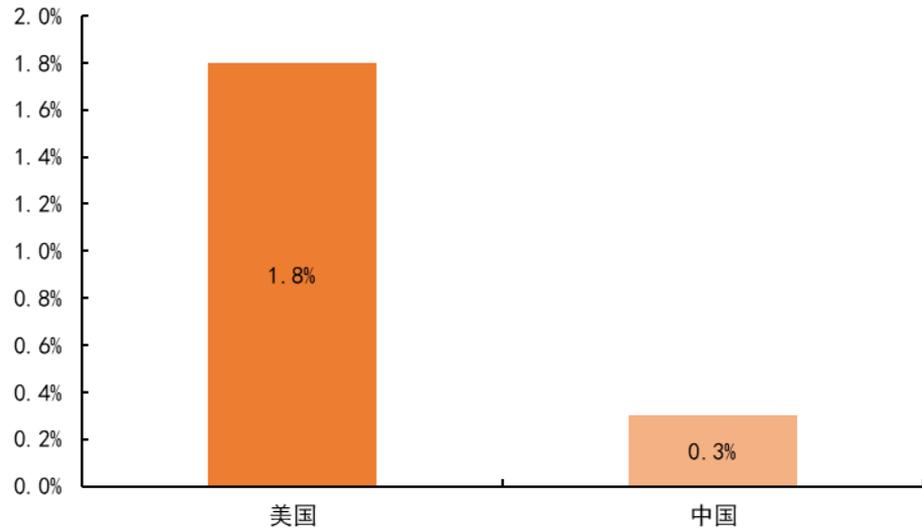
资料来源: CNKI, 平安证券研究所

1) 屈光手术潜力大, 市场空间广阔

我国屈光手术的渗透率与发达国家相比仍有较大的提升空间。美国屈光手术年手术量峰值为 140 万例。根据美国眼科协会公布的数据, 其 5 岁以上近视人群发病率为 30%, 则美国约有 1 亿的近视人

群。屈光手术治疗多应用于 18 岁以上的成年人，根据 2018 年美国人口普查的数据看出，18 岁以下人口占比约为 22%。则可以进行屈光手术治疗的人群数量约为 7700 万人。美国屈光手术的渗透率为 1.8% 左右。我国每年屈光手术量在 150 万例/年，根据我国 9.8 亿成人叠加 46.40% 的近视率测算，我国近视手术的渗透率仅为 0.3%，与美国渗透率有较大差距。

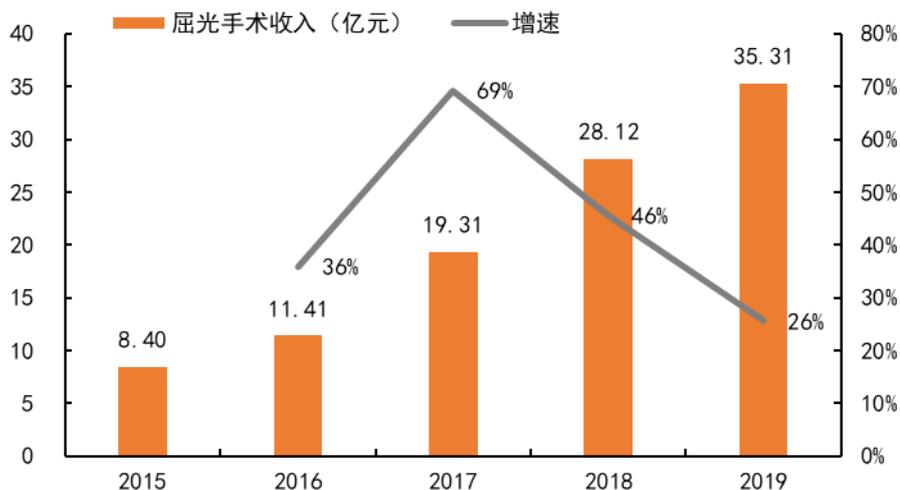
图表 26 中国与美国屈光手术渗透率情况



资料来源: statistics, 平安证券研究所

公司屈光手术业务进入量价齐升的快速增长阶段，2019 年公司屈光项目收入同比增长 26%，主要是由于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提高，形成量价齐升的局面。公司根据客户需求，定制了不同类型的屈光手术业务。其中飞秒最高约 2 万元，最低几千元；全飞秒约 2 万元；ICL 3 万-5 万元。2019 年公司屈光项目本期毛利率较上年同期增加 5 个百分点，我们认为主要原因为公司高毛利率产品占比逐步提升。

图表27 2015-2019年公司屈光手术收入情况

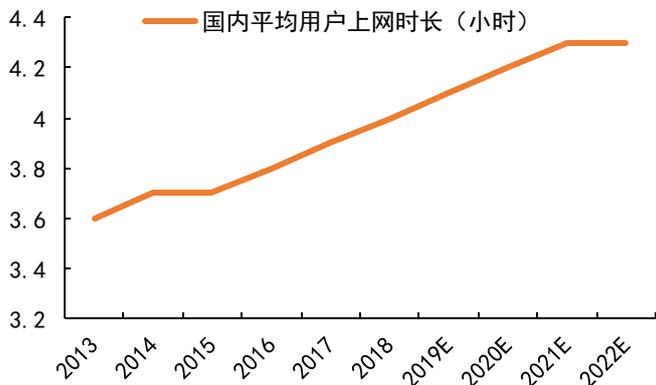


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2) 我国青少年近视率提升, 视光业务仍有较大的增长空间

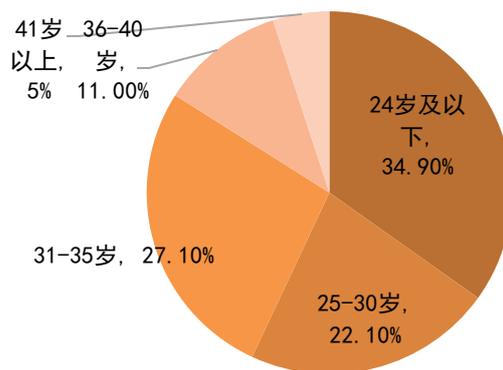
我国近视具有年轻化的趋势, 且随互联网使用而增加潜在发病率。根据世界卫生组织的报告, 中国青少年近视率为全球第一, 并且呈逐年上升之态。根据近期卫健委发布的《中国眼健康白皮书》显示, 2018年, 全国儿童青少年总体近视率为53.6%, 其中6岁儿童为14.5%, 小学生为36.0%, 初中生为71.6%, 高中生为81.0%。儿童青少年近视已成为中国视力损伤的主要原因。根据艾瑞咨询估计, 2020年国内用户平均每天上网时长将达到4.2小时, 并保持上升的趋势。我国教学方式不断丰富, 在线教育已然成为学习过程不可或缺的方式, 24岁以下的用户为在线教育的第一大客户群, 占比34.9%, 年轻群体的潜在用眼健康问题亟需重视。

图表28 我国用户平均上网时长情况



资料来源: 艾瑞咨询, 平安证券研究所

图表29 2019年中国在线教育用户年龄分布



资料来源: 艾瑞咨询, 平安证券研究所

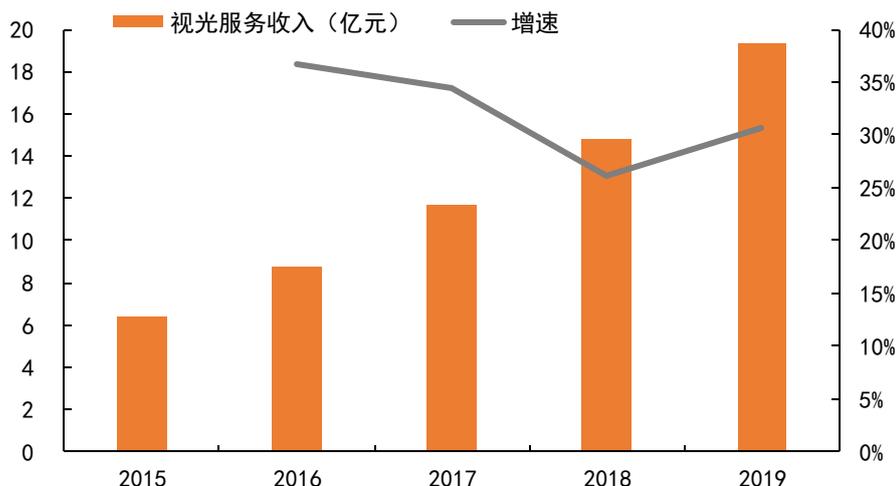
目前, 我国青少年治疗或应对屈光不正的主要方式为框架眼镜、角膜接触镜和角膜塑形镜。而这些应对屈光不正的方式, 均需要专业视光师的支持。视光师是从事对眼视觉功能保护和矫治工作的医

师。眼视光学是一门结合高等数学、光学、生物医学工程学、医学、眼科学等知识所构成的一门专业性强、涉及面广的交叉学科。我国视光师数量仅 0.08 人/万人，远低于美国的 1.23 人/万人。北京医师协会眼视光专业委员会首任主任委员赵明威教授在北京大学医学部眼视光学院学术发展论坛中提到，我国目前眼视光专科医师人数与眼视光患者比例与美国相比差距很大，大概只有美国的 1/10。根据深圳市视光中心的报道，预计我国视光师市场人才缺口达 30 万人。

爱尔视光专业队伍由 280 名视光人才组成，其中百人拥有视光学本科、硕士学历，专注于患者的专业视光服务，视光学组团队由 30 名国内知名专家组成，其领军人物杨智宽、杨积文均为业界精英。爱尔视光是我国行业技术标准的重要制定者，2010 年在国内率先制定《验光配镜技术标准》，并配套相对应的等级考核体系，之后陆续制定《爱尔硬性接触镜验配技术标准》、《爱尔双眼视功能检查技术标准》和《爱尔服务标准》，提出专业化、规范化的服务流程。

爱尔眼科在视光领域的专业程度高，使得该板块业务持续为公司贡献业绩增量。公司 2019 年视光业务收入为 19.3 亿元，同比增速达 31%，实现快速增长。其中约 40% 由角膜塑形镜验配贡献。积极开展近视防控公益活动，大力宣传推广预防儿童青少年近视的视力健康科普知识，广泛开展眼健康筛查活动，主动进校园、进社区，助力广大儿童青少年防控近视，公司品牌力强，未来视光板块业务仍有望实现快速增长。

图表 30 2015-2019 年公司视光服务收入情况

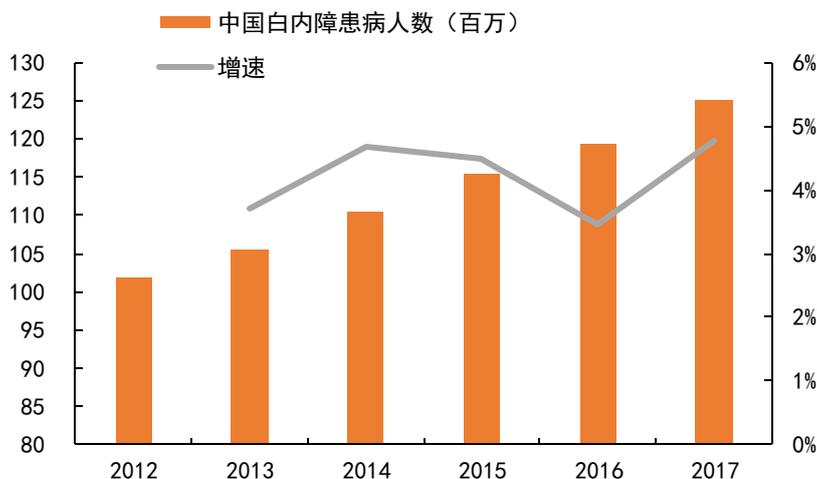


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 老龄化进程推进，白内障市场空间广阔

白内障致盲风险高，现有患病人数规模庞大。白内障是因老化、遗传、免疫与代谢异常、外伤、中毒等引起的晶状体代谢紊乱，导致晶状体蛋白质变性而混浊，光线被混浊的晶状体阻挡而无法投射在视网膜上，导致视力下降。白内障是全球第一位致盲性眼病和仅次于屈光不正的视力损伤原因，全球盲人中，因白内障致盲者约占 46%。根据前瞻研究院统计，我国白内障患病人数从 2012 年的 1.02 亿人增长至 2017 年的 1.25 亿人，复合增速达 4.21%。

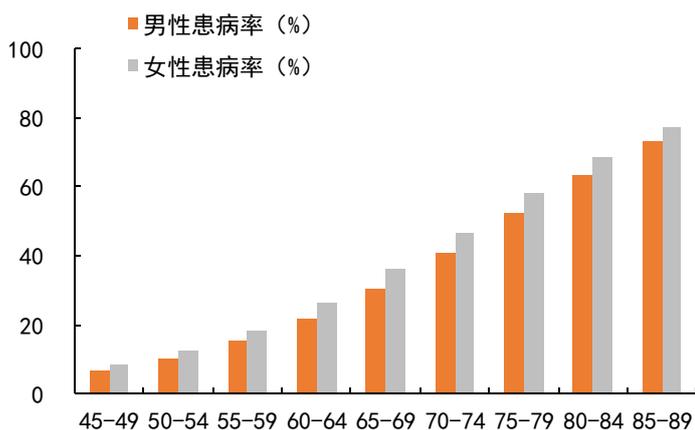
图表31 2012-2017 中国白内障患病人数



资料来源：前瞻研究院，平安证券研究所

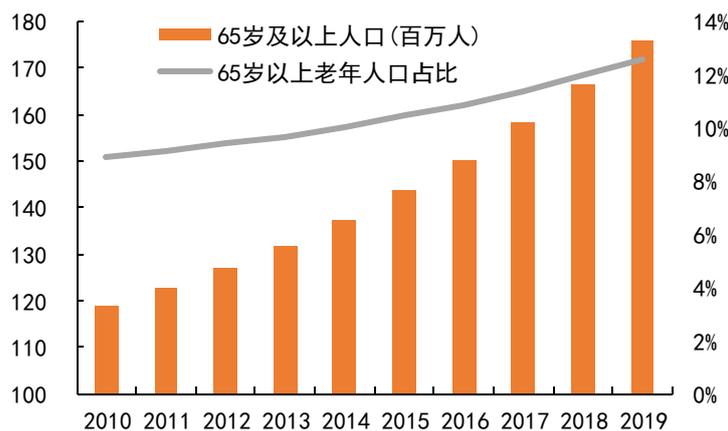
白内障患病风险将随年龄升高，预计未来患病人数将持续上升。已有文献对白内障患病人数特征的统计，发现女性患病率较男性稍高，呈现出明显的随年龄变化的特征，白内障患者多见于 40 岁以上人群，85-89 岁的白内障总体患病率约为 75%，约为 45-49 岁人群的患病率的十倍。而我国近十年 65 岁及以上的人口数量逐年上升，2019 年达 1.76 亿人，年均复合增长率为 4.45%，截至 2019 年老龄人口占我国人口总数的 12.57%，人口老龄化将使得我国白内障患者人数持续上升。根据全球卫生杂志的理论预测，白内障的患病率和患病人数将在 2020 年达到 22.78%，1.32 亿人，2050 年达 33.34%，2.41 亿人。

图表32 我国各年龄段和性别的白内障患病率



资料来源：journal of global health，平安证券研究所

图表33 2010-2019 年我国老龄化情况



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

白内障预防和治疗尤为重要，手术是治疗成熟期白内障的唯一方法。在现有的全球 22 亿视力受损者中，保守估计至少有 10 亿中、重度的视力损伤本可以预防或治愈，而其中由白内障造成的重度或重度受损的人群占 6520 万人，为次于未矫正的屈光不正 (1.237 亿人) 和未矫正的老花眼 (8.26 亿人) 的第三大因为未及时治疗而视力受损原因。对于早期的白内障患者，在临床用药之后会有一定改善；但对于成熟期的白内障国内和国际采取一致的措施，即都采用手术干预。目前的主流手术方式主要

是利用白内障囊外摘除术、超声乳化白内障吸除术或引入飞秒激光结合超声乳化摘除眼睛中的不透明晶状体,然后利用人工晶状体植入术植入功能正常的人工晶体。白内障手术具有很高的成本效益,能够显著改善生活质量。

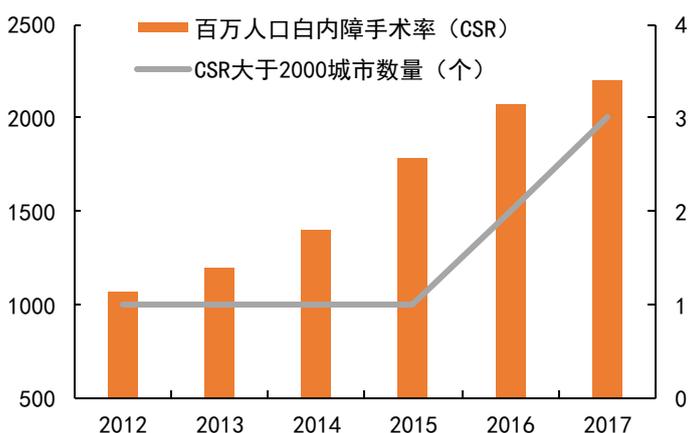
图表34 白内障手术治疗方式

手术方式	特点
白内障针拨术	并发症多,已淘汰
白内障囊内摘除术	易引发青光眼等并发症,无法植入常规人工晶体,术后需要配戴很厚的眼镜,临床已较少使用
白内障囊外摘除术	目前基层医院广泛使用,切口较大,需要缝合
小切口白内障囊外摘除术	相对于传统囊外摘除,切口更小,小于 5.5mm,无需缝合,视力恢复较好,是目前防盲工作的主要手术方式
超声乳化白内障吸除术	切口小于 3mm,手术时间短,小切口无需缝合,术后视力恢复快,花费较高,是目前我国城市地区主要的手术方式
飞秒激光辅助的超声乳化白内障吸除术	精确度高,可重复性和可预测性好,但价格相对昂贵,疗效和超声乳化技术无显著差异
人工晶状体植入术	在白内障摘除术后植入人工晶体,配合摘除术使用

资料来源:CNKI,中国防盲防治网,平安证券研究所

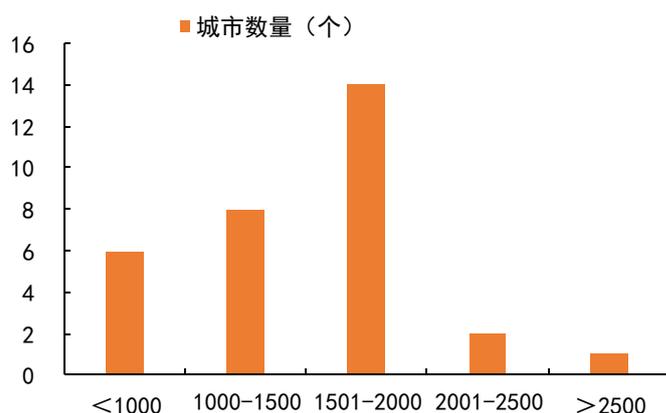
中国白内障手术率高速增长,全国达成政策预期,但各省差异较大。2016年《“十三五”全国眼健康规划》指出,到2020年底,全国CSR要达到2000以上,我国早在2016年便达到了该水准,但是该数据主要依靠上海一座城市拉高全国水平,2017年该市CSR达4251,而后天津、江苏逐步达成目标CSR超2000,全国百万人口白内障手术率复合增速为15.52%。但根据2017年中国防盲防治网统计的各省白内障手术的上报数据显示,31个省份中,仍有28个省份未达预期CSR为2000的标准,其中,河南、黑龙江、安徽、宁夏、青海和湖北6省CSR低于1000,分别为978、820、816、807、793和763。可见,我国白内障手术在全国范围内分布不均,大多省份的白内障手术市场仍待开发。

图表35 2012-2017年我国白内障手术情况



资料来源:中国防盲防治网,平安证券研究所

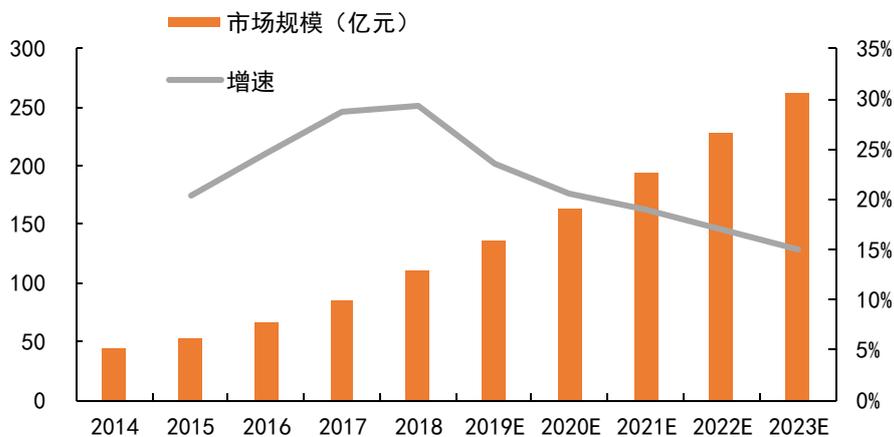
图表36 2017年我国各城市CSR分布



资料来源:中国防盲防治网,平安证券研究所

白内障手术市场规模庞大,未来将持续增长。目前,按收益计算市场规模,2018年中国白内障的市场规模达110亿元,较2014年44亿元大幅增加,年复合增长率为26%。按目前的市场需求上升趋势,白内障治疗市场规模将持续增长,2023年收益将达262亿元。

图表37 2014-2023E 白内障治疗市场规模

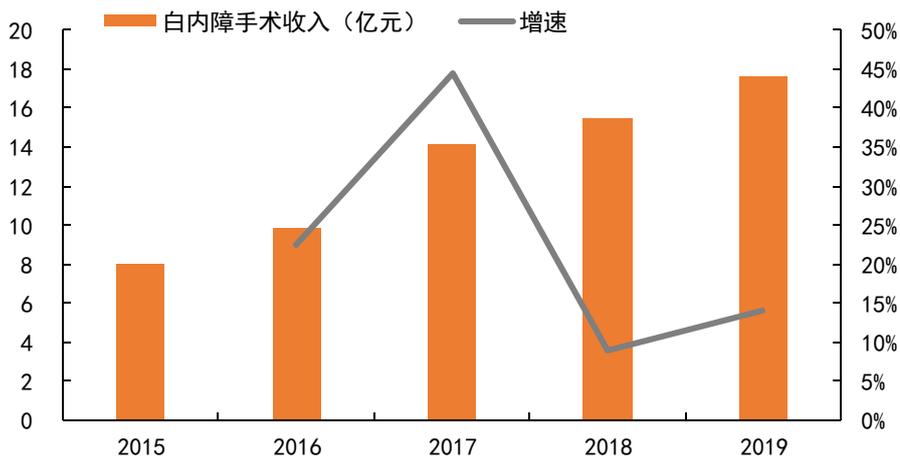


资料来源: Frost&Sullivan, 中商产业研究院, 平安证券研究所

但由于白内障手术作为国家防盲举措, 国家方面在全国各地推进复明工程, 帮助贫困人口治疗白内障, 具有公益性质, 并从 2018 年起逐步开展“光明在县——我国县级医院眼科能力建设”, 并且我国白内障所需耗材实施带量采购, 因此国家对白内障手术价格将有所控制, 未来白内障手术价格增速或将放缓。

受上述政策的影响, 公司白内障手术收入增速 2018 年出现下滑, 同比增长 9%。公司积极调整策略, 在一、二线城市推动高端白内障手术业务, 且在手术中使用不受医保定价影响的高端晶体。随着公司的战略调整, 2019 年白内障收入业务实现加速增长, 增速在 14%。

图表38 2015年-2019年公司白内障收入业务收入情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、盈利预测与评级

我国眼科医疗服务近年来快速增长，考虑我国眼科疾病患病人群数量众多，未来行业将维持高速增长。爱尔眼科全国布局，为我国眼科医疗服务机构的龙头企业。公司现有扩张模式可助力其快速、低风险且高质量的发展。公司主要业务板块：屈光、视光和白内障手术市场广阔，近年来增速较快，助力公司业绩稳定增长。我们预计 2020-2022 年公司归属母公司净利润为 16.75 亿元、22.76 亿元和 30.94 亿元，同比增长 21.5%、35.9%和 35.9%；对应 EPS 分别为 0.41 元、0.55 元和 0.75 元。考虑公司所处行业的良好发展前景，以及公司眼科医疗服务行业的龙头地位。首次覆盖，我们给与公司“推荐”评级。

五、风险提示

1) 行业增长低于预期的风险

眼科医疗服务行业增速与居民卫生健康意识的提升、市场教育、眼科医疗服务价格的变化等相关，影响因素较多，具有一定的不确定性。因此，眼科医疗服务行业的增速有低于预期的可能，从而影响公司业绩的增长。

2) 收购、新建医院进度低于预期的风险

收购新建医院时，可能由于一系列原因造成收购不顺利，无法按期完成，或有些医院诊所无法完成收购，从而影响公司业绩的增长。

3) 新冠疫情持续从而对行业带来负面影响的风险

新冠疫情爆发时，为了防止疫情的扩散，国家和各地方政府出台一系列政策，其中对医疗服务进行了限制。虽然目前限制已经解除，但如果疫情出现反复，政策有趋严的可能，或对公司的正常经营造成影响，从而影响公司的业绩增长。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4027	7025	8459	10667
现金	1840	4599	5127	6787
应收票据及应收账款	1180	1219	1880	2129
其他应收款	195	212	313	366
预付账款	102	140	173	232
存货	374	521	630	818
其他流动资产	336	336	336	336
非流动资产	7868	7972	8359	8845
长期投资	1	2	3	4
固定资产	1765	1879	2240	2676
无形资产	555	638	738	856
其他非流动资产	5547	5453	5379	5310
资产总计	11895	14997	16817	19513
流动负债	2879	3315	3858	4447
短期借款	580	580	580	580
应付票据及应付账款	1092	1391	1802	2216
其他流动负债	1207	1344	1475	1651
非流动负债	1993	1684	1422	1171
长期借款	1636	1326	1065	813
其他非流动负债	358	358	358	358
负债合计	4872	4999	5280	5618
少数股东权益	429	503	620	767
股本	3098	4122	4122	4122
资本公积	561	1228	1228	1228
留存收益	3024	3997	5257	7098
归属母公司股东权益	6594	9496	10917	13127
负债和股东权益	11895	14997	16817	19513

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2078	2350	2482	3822
净利润	1431	1750	2394	3241
折旧摊销	504	456	558	700
财务费用	76	1	-55	-104
投资损失	-113	-55	-64	-70
营运资金变动	-245	174	-380	17
其他经营现金流	426	24	30	37
投资活动现金流	-1759	-528	-911	-1154
资本支出	746	103	386	486
长期投资	-159	-1	-1	-1
其他投资现金流	-1172	-426	-526	-669
筹资活动现金流	164	937	-1043	-1007
短期借款	300	0	0	0
长期借款	316	-310	-261	-252
普通股增加	714	1024	0	0
资本公积增加	-775	667	0	0
其他筹资现金流	-390	-444	-782	-755
现金净增加额	488	2758	528	1661

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9990	11618	15009	19417
营业成本	5065	6181	7950	10004
营业税金及附加	22	22	30	38
营业费用	1049	1437	1732	2351
管理费用	1305	1592	2039	2638
研发费用	152	80	129	208
财务费用	76	1	-55	-104
资产减值损失	-314	0	0	0
其他收益	24	0	0	0
公允价值变动收益	-56	-24	-30	-37
投资净收益	113	55	64	70
资产处置收益	-1	0	0	0
营业利润	2022	2337	3219	4315
营业外收入	8	12	8	8
营业外支出	190	127	147	162
利润总额	1840	2222	3079	4162
所得税	409	472	686	921
净利润	1431	1750	2394	3241
少数股东损益	52	74	117	147
归属母公司净利润	1379	1675	2276	3094
EBITDA	2432	2665	3566	4749
EPS(元)	0.33	0.41	0.55	0.75

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	24.7	16.3	29.2	29.4
营业利润(%)	29.8	15.6	37.8	34.1
归属于母公司净利润(%)	36.7	21.5	35.9	35.9
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	49.3	46.8	47.0	48.5
净利率(%)	13.8	14.4	15.2	15.9
ROE(%)	20.4	19.5	22.7	25.1
ROIC(%)	16.1	15.9	19.3	22.4
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	41.0	33.3	31.4	28.8
净负债比率(%)	12.5	-24.1	-27.9	-37.5
流动比率	1.4	2.1	2.2	2.4
速动比率	1.2	1.9	2.0	2.2
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.1
应收账款周转率	9.7	9.7	9.7	9.7
应付账款周转率	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.41	0.55	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.57	0.60	0.93
每股净资产(最新摊薄)	2.13	2.30	2.65	3.19
估值比率	-	-	-	-
P/E	135.8	111.8	82.3	60.5
P/B	21.3	19.7	17.2	14.3
EV/EBITDA	77.4	69.5	51.8	38.5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033