国金证券 SINOLINK SECURITIES

# 爱尔眼科 (300015.SZ)　保健产品及服务行业

**评级：买入　维持评级**　　**公司研究**

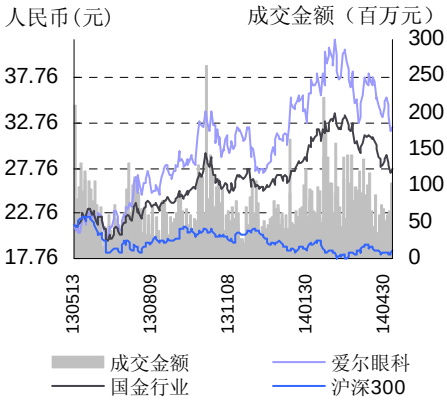
市价（人民币）：21.40 元

## 创新经营，公司进入新的平台化发展阶段;

**长期竞争力评级：高于行业均值**

**市场数据(人民币)**

| | |
|---|---|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 348.82 |
| 总市值(百万元) | 209.94 |
| 年内股价最高最低(元) | 41.94/19.85 |
| 沪深 300 指数 | 2180.05 |




**相关报告**

1.《视光业务增长快,净利增速略超预期;》，2014.4.20

2.《创新激励+扩张,建立强大眼科王国;》，2014.4.9

3.《视光业务发力,创新推进全国布局;》，2014.3.23


叶苏　分析师 SAC 执业编号：S1130513060003
(8621)60230223
yesu gjzq.com.cn

李敬雷　分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl gjzq.com.cn

黄挺　分析师 SAC 执业编号：S1130511030028


*公司基本情况(人民币)*

| 项　目 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 摊薄每股收益(元) | 0.428 | 0.517 | 0.674 | 0.882 | 1.160 |
| 每股净资产(元) | 3.51 | 3.85 | 4.40 | 5.15 | 6.18 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.71 | 0.95 | 1.17 | 1.24 | 1.54 |
| 市盈率(倍) | 39.75 | 60.42 | 48.13 | 36.75 | 27.94 |
| 行业优化市盈率(倍) | 25.49 | 51.29 | 56.07 | 56.07 | 56.07 |
| 净利润增长率(%) | 6.33% | 22.25% | 30.62% | 30.94% | 31.52% |
| 净资产收益率(%) | 12.19% | 13.41% | 15.35% | 17.16% | 18.80% |
| 总股本(百万股) | 427.20 | 432.65 | 433.21 | 433.21 | 433.21 |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **创新引领进步，2013 年以来的三大创新事件标志着公司进入新的平台化发展阶段，2020 年收入目标 100 亿**：2013 年以来，公司 1）与中南大学共建爱尔眼科学院；2）设立产业基金进行行业整合与扩张；3）推行“合伙人制度”探索创新激励模式。通过“培养人才+扩张+激励”，公司从粗放的扩张模式进入平台化的深度精耕细作，为公司长远发展做好充足准备;
- **汉口医院开业，“分级连锁”扩张模式继续，地市级网点加速下沉**：湖南湖北地区三级连锁体系成为经营典范，汉口医院开业，连锁网点达到 50 家，未来将覆盖到更多地市级区域，最终完成全国省会城市网络全覆盖;
- **三大业务板块均衡发展，培育视光、眼整形等新的增长点**：“准分子手术+视光+白内障”三大板块均衡发展，已经摆脱了几年前靠准分子单条腿走路的风险，2012 年“封刀门事件”则让公司更加充分的认识到多业务均衡发展的必要性。2013 年已经看到公司业务拓展的努力，薄弱的视光业务开始提速，长沙、沈阳 2 家视光门诊部试点开业，部分省级大医院（武汉、深圳、上海等）试点推出眼部美容项目，印证了公司管理的高效和稳健;
- **政策推动健康服务大变革时代的机遇来临，公司面临更好的政策环境和机遇**。2013 年国家层面支持健康产业发展政策出台，2014 年初首个细则出台，未来希望有更多的政策落地，民营医院的发展正迎来良好时机。

### 投资建议

- 医疗服务是我们 2014 年最为看好的主题之一，公司是医疗服务板中块盈利模式成功、可复制性强、业绩稳定增长、发展路径非常清晰的标的，是我们看好的“医院四大标的”之专科连锁的代表。多样化的创新经营不断的给我们带来惊喜，印证管理层的高效创新与活力，“爱尔”强大的眼科王国的地位正在夯实，具备长期成长潜力。

### 估值

- 我们给予公司 2014-2016 年 EPS 为 0.674 元、0.882 元和 1.160 元，同比增长 30%和 31%和 31%，公司静态估值较高，但我们预计公司的成长空间可以消化压力，未来 5 年依然有非常大的收益空间。我们作为医疗服务指标股，建议中长线投资者长期配置持有。维持“买入”评级。

### 风险

- 手术事故、扩张速度低预期、成本上升业绩低预期。



敬请参阅最后一页特别声明

## 内容目录

创新引领进步，三大创新事件标志着公司进入平台化发展阶段 ..... 3
与中南大学共建爱尔眼科学院，产业资本与优质教育资源首次合作，将科研、医学教育带入民营医院 ..... 3
设立并购基金进行产业整合，探索创新扩张模式 ..... 3
推行“合伙人制度”，探索创新激励模式 ..... 3
扩张+激励，眼科王国优势确立，2020 年收入目标 100 亿 ..... 4
三大业务板块均衡发展，培养新的业务增长点 ..... 5
准分子手术的市场需求大，全飞秒手术价格持续提升 ..... 5
白内障成长持续，兼具社会公益性 ..... 8
视光业务逐步成为核心，2 家视光门诊部已开业 ..... 9
探索眼部整形美容业务 ..... 10
政策推动健康服务大变革时代的机遇来临 ..... 12
健康服务是大产业，有大需求 ..... 12
政策的脚步已临近，医疗服务改制在加速，爱尔眼科面临良好的发展机遇 12
投资逻辑 ..... 13
投资建议 ..... 14
估值 ..... 14
风险 ..... 14
附录：三张报表预测摘要 ..... 15

## 图表目录

图表 1：公司连锁医院数量与收入规模 ..... 4
图表 2：各业务板块毛利率比较 ..... 5
图表 3：各个业务板块营业收入构成 ..... 5
图表 4：各业务板块营业利润构成 ..... 5
图表 5：准分子手术收入回升 ..... 6
图表 6：以上海爱尔眼科为例，新飞秒手术方式和设备带来价格的持续提升 .. 8
图表 7：公司白内障手术量 ..... 9
图表 8：公司白内障业务手术收入 ..... 9
图表 9：视光业务收入增速很快 ..... 10
图表 10：公司已开展的眼整形项目 ..... 11
图表 11：眼整形效果示意图 ..... 11
图表 12：政策脚步越来越近，整合改制加速 ..... 13

## 创新引领进步，三大创新事件标志着公司进入平台化发展阶段

- 公司是中国规模最大的眼科连锁机 构，中国第一家 IPO 上市的医疗机构，是国内首家荣获“中国驰名商标”的眼科机构。截至 2013 年，爱尔眼科已经在全国 24 个省（市、区）建立了 50 家专业眼科医院。
- 爱尔眼科通过不断的实践与探索，并充分吸纳国际先进的医疗管理经验的基础上，成功探索出一套适应中国市场环境的眼科医院连锁经营管理模式——“分级连锁”扩张模式，已成为国内发展速度最快的眼科医疗机构和眼科医疗人员人才最多的机构。

### 与中南大学共建爱尔眼科学院，产业资本与优质教育资源首次合作，将科研、医学教育带入民营医院

- 2013 年 5 月，公司与中南大学签订合作协议书，双方协商确立共同设立“中南大学爱尔眼科学院”，这是国内首家由产业资本与优质教育资源携手打造的眼科学院，双方在医疗、科研、教育多领域建立长期的战略关系。
- **解决民营医院人才瓶颈。**中南大学是国家“985”工程部省重点建设大学，公司创新性的打通了医疗、教育、科研一体化的通道，从根本上解决了高层次专家的引进和高素质人才的培养难题，突破了公司未来发展的人才瓶颈。同时，为搭建高水准的医疗教育科研平台，学院组建了权威的专家导师团队，聘任了中国科学院杨雄里院士、苏国辉院士、德国图宾根眼科研究所 Frank Schaeffel 教授、香港中文大学彭智培教授以及中华医学会眼科学分会主任委员王宁利教授等一批知名专家教授，极大提升了眼科学院的科研实力及学术影响力。
- 爱尔眼科学院计划每年培养 40 名硕士和博士研究生，是国内眼科研究所招生规模最大的学校之一。报告期内，2013 年硕士、博士研究生录取工作已完成，首批学生已入学。

### 设立并购基金进行产业整合，探索创新扩张模式

- 2014 年初，公司参与两支并购基金，为公司储备更多的并购标的。并购基金服务于产业整合，将对所有投资项目的筛选、立项、组织实施及投资后的监督、管理的全过程提出规范化意见，在**达到一定的盈利能力和规范程度后由公司按照相关证券法规和程序收购储备项目**。创新的交易结构设计有利于消除公司并购项目前期的决策风险、财务风险，提前化解医疗风险以及税务、法律等各种或有风险，也能更好地保护公司及股东的利益。
  - 使用自有资金 2000 万元与深圳前海东方创业金融控股有限公司（以下简称“东方金控”）共同发起设立深圳前海东方爱尔医疗产业并购基金，作为专门从事眼科医疗服务产业并购整合的投资平台，并购基金总额 2 亿元，以并购及新建眼科医疗机构及相关领域企业为主要投资方向。
  - 拟使用自有资金 10,000 万元参与设立北京华泰瑞联并购基金，更大范围寻找对公司有重要意义的并购标的，加快公司扩张步伐。华泰并购基金重点投资领域为医疗服务及医药、TMT、大消费、环保等行业，将优先与本基金的有限合伙人等产业龙头合作，通过并购重组方式推动有限合伙人产业整合与升级，分享企业成长价值。

### 推行“合伙人制度”，探索创新激励模式

- 2014 年 4 月，公司成立“合伙人计划”，将符合一定资格的核心技术人才与核心管理人才，作为合伙人股东与爱尔眼科医院集团股份有限公司共同投资设立新医院(含新设、并购及扩建)。在新医院达到一定盈利水平后，

公司依照相关证券法律、法规，通过发行股份、支付现金或两者结合等方式，以公允价格收购合伙人持有的医院股权。

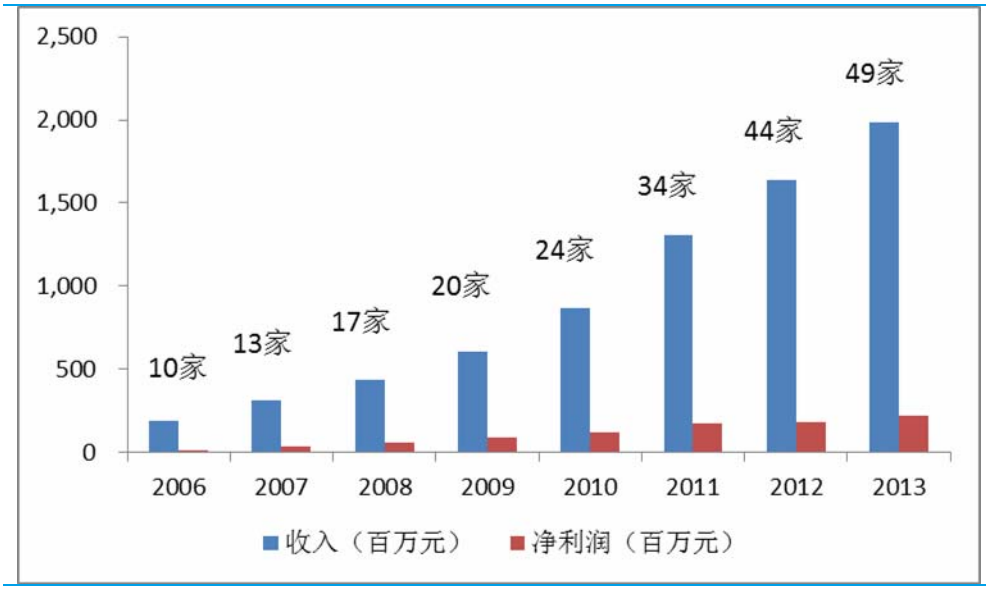
- **开创业内领先的经营和激励模式，实现集团平台化均衡发展**：公司通过合伙人计划的制度性安排，让医生和核心管理人员成为医院的直接股东，能够吸引公立医院的优秀医生资源，点对点的激励充分挖掘员工积极性。其次，可以与之前成立的并购基金共同搭配新建医院，为医院输送人才。

## 扩张+激励，眼科王国优势确立，2020 年收入目标 100 亿

### 在眼科领域，公司建立了强大的品牌壁垒

- 从专科行业看，眼科行业是市场化较早的医疗行业，属于相对独立的分支，对于医疗资源、专业医生团队的依赖性比综合性医院弱，对于资金的依赖适中，非常适合民营企业的发展。
- 其次，眼科行业对于设备、资产的依赖性更强，较之口腔等专科医院的准入门槛高，单个医院的开业资金至少在千万级别，个人的医生更需要平台来发展。爱尔眼科是眼科医疗行业的市场化竞争和优胜劣汰中脱颖而出的难得标的，专业化的管理能力已经充分体现在医院集团的成长性上
- 公司创始十多年来，在品牌、人才、网络、资本等方面形成了强大的先发优势和壁垒，截止 2013 年开业的连锁医院已经达到 49 家，不断完善的分级连锁模式对公司的管理发展提出了更高要求，创新激励模式为公司吸引人才提供有力支撑，以实现集团平台化的发展模式，建立爱尔强大的眼科王国，2020 年收入目标 100 亿。
- 公司参与和成立 2 个并购基金，为公司储备合适的并购标的，在公司扩张的脚步加速前行之时，通过成立“合伙人计划”吸引优秀的人才，扩张+激励的双创新，为长期发展奠定基础，也体现公司高效的管理能力。
- 2014 年 4 月，汉口医院开业，第 50 家医院开始营业，汉口爱尔眼科医院总投资超过 2.5 亿，面积超过 2 万平方米，设有住院床位 300 张，十大诊疗科目涵盖眼科全领域，并且配备了世界顶级的眼科医疗检查设备。
- 从公司的战略目标看，公司的眼科连锁模式还处于成长期，未来几年时间，还将有大量的连锁医院纳入上市公司体系，形成越来越强大的眼科王国。

*图表1：公司连锁医院数量与收入规模*

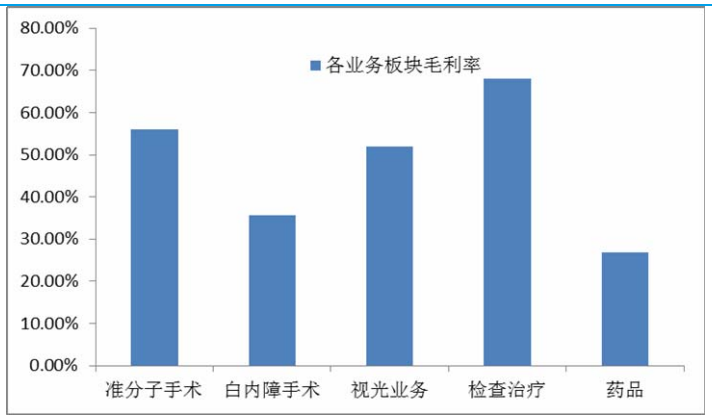



来源：国金证券研究所，公司年报

## 三大业务板块均衡发展，培养新的业务增长点

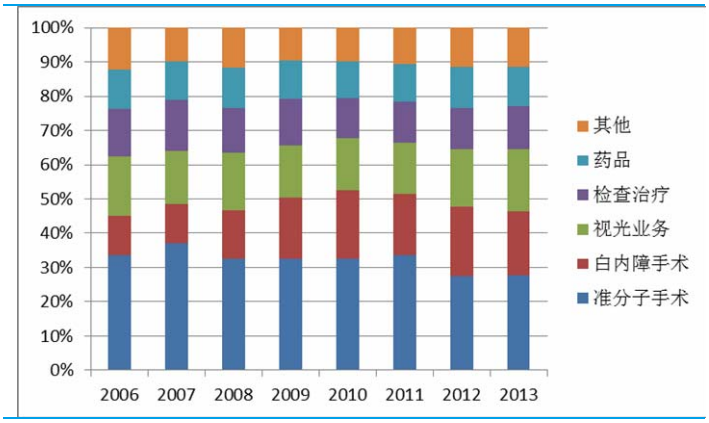
- 准分子手术是公司过去主要的盈利来源，2012 年的封刀门事件则让公司更加充分的认识到多业务均衡发展的必要性，2013 年我们已经看到公司业务拓展的努力，薄弱的视光业务开始提速。
- 从公司自身的业务发展看，准分子手术+视光+白内障三大板块均衡发展，已经摆脱了几年前靠准分子单条腿走路的风险，公司的发展更加稳健。

**图表2：各业务板块毛利率比较**

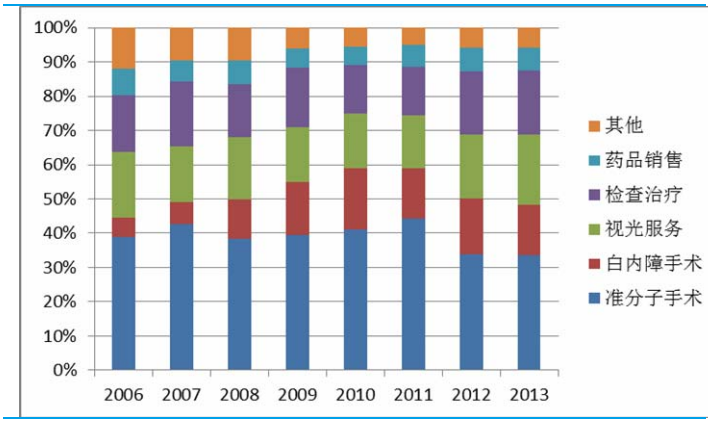



来源：国金证券研究所，公司年报

**图表3：各个业务板块营业收入构成**




**图表4：各业务板块营业利润构成**




来源：国金证券研究所，公司年报

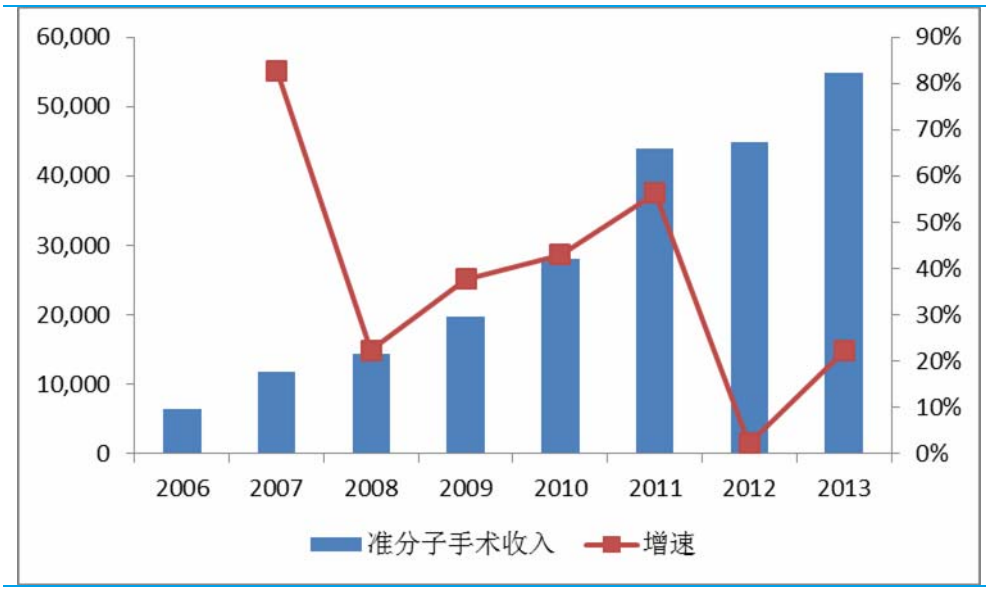
## 准分子手术的市场需求大，全飞秒手术价格持续提升

- 准分子手术是公司成长的核心，公司成长初期，避开与公立医院的竞争，以准分子手术积累品牌与实力，逐步丰富各类眼科项目，获得市场地位。
- 准分子手术发展近 20 年来，全球数千万患者通过准分子激光手术摘掉眼镜提高视力，并已经证明激光手术效果稳定可靠，并未发生过多严重的后遗症。
  - 2008 年美国国际眼科年会的报告显示，全世界准分子手术术后患者满意率为 98.82%，高居所有手术之首，大量的手术样本证明手术的安全

性。而封刀门事件中所提及的患者后遗症问题，可能跟早期的设备和技术有关，在近几年设备和手术技术的改进过程中，安全性已经比 90 年代高出很多。

- 我国是近视第一大国，卫生部统计数据表明 2009 年近视人口高达 4.3 亿，近视发生率 33.6%，是世界平均水平 22%的 1.5 倍；中小学生的近视率仅次于新加坡位居世界第二。中小学生近视发病率高达 50-60%，按每年 1600 万新生儿计算，每年新增近视患者 800 万，并有不断增加的趋势。
- 近年来国内准分子手术数量持续增长，但目前年手术量约 80 万例，手术开展率仅 0.18%。
  - 台湾人口约 2300 万，近视患者约 1000 万，每年进行准分子手术的患者约 5 万例，手术开展率 0.5%。
  - 美国人口约 3 亿，近视眼患者 6000 万左右，统计数据表明做过近视矫正手术的患者达到 1500 万。FDA 自 1995 年开放准分子激光角膜屈光手术以来，矫正手术经历了 1999-2008 年的繁荣期，年手术量平均 140 万例。目前仍然保持着每年 80 万例手术的增量，手术开展率约为 1.33%。
- 2012 年 2 月媒体报道的“台湾封刀”事件，焦点集中在准分子手术后遗症上，对消费者心理造成影响，导致部分消费者犹豫或者推迟手术，2012 年全年公司收入和利润增速明显放缓。
- 公司积极应对媒体的负面报道，借助权威学术机构和学者发声，验证手术的安全性，并针对后遗症的报道，推广终生术后管理服务等增值服务，消除患者对于后遗症的顾虑，增强患者的消费粘性。
- 准分子激光手术矫正视力的学术争论实际上从手术批准开始一直处于争论中，并且也不断的改进手术方法和设备，当前的飞秒激光技术已经和 10 年前的设备有了飞跃的进步。“封刀门”事件时隔一年，学术定论未停止，但准分子手术仍然是目前矫正近视最好的方法之一。
- 我们认为，准分子激光手术类比于整容整形，对一部分人群甚至是刚性需求；整个行业的需求，从长期看，收入水平的提高和手术接受度的提升，准分子的渗透率仍然具备很大的提升空间。随着消费者对于媒体报道的遗忘，后遗症对消费者心理的影响正在渐渐散去，2013 年，公司的准分子手术量已经呈现显著回升。

***图表5：准分子手术收入回升***




来源：国金证券研究所，公司年报

- **新设备新技术带来手术价格持续提升。**近视手术有多种，包括传统的角膜表层切削（PRK、LASEK）到现在的角膜基质层切削（普通板层刀、SBK 板层刀、飞秒激光），技术的发展随着准分子激光设备的发展而逐渐成熟，
- 公司紧跟着国际技术的进步，引进最先进的设备，手术的价格也在持续的提升，从几千块到两三万不等。目前公司手术的平均单价已经达到近 1 万元，盈利能力逐步增强。
  - 最初的准分子设备都是大光斑的，没有眼球跟踪系统。随着技术进步有了眼球跟踪，激光扫描频率从最初的 6HZ，到现在的 500HZ，跟踪的频率也从 20HZ 到目前最先进的 1050HZ。从单纯的眼球水平移动跟踪到现在世界最先进的 7 维跟踪，从静态跟踪发展到动态跟踪。
  - 最新的全飞秒激光手术是目前全球最先进的角膜屈光手术模式，最大限度保持角膜完整物理形态，真正实现安全、无刀、无瓣，也极大降低干眼症发生概率。

**图表6：以上海爱尔眼科为例，新飞秒手术方式和设备带来价格的持续提升**

**上海爱尔眼科医院准分子激光治疗近视手术价格表**

**个性化 飞秒激光**

全程无刀，安全性、稳定性比角膜板层刀好；
角膜瓣厚度、大小精确可控；角膜瓣光滑、均匀，术后视觉质量好。

| 设备及组合 | 个性化治疗方案 | 设备特点 | 价 格 |
|---|---|---|---|
| 国内独家 梦幻组合<br>德国鹰视FS200飞秒激光<br>德国鹰视EX500准分子激光 | 虹膜定位、波前优化、Q值引导、角膜地形图引导 | 2012年引进最新顶尖设备，手术全程10秒左右，极大减少角膜水肿，恢复迅速，视觉效果完美。 | 16800元 |
| 上海独家 卓越组合<br>德国鹰视FS200飞秒激光<br>美国威视VISX S4准分子 | 虹膜定位、消像差治疗、波前像差引导 | 极速飞秒制作角膜瓣，智能小光斑控制技术，6维跟踪，消像差切削，术后恢复快，效果好。 | 13800元 |
| 上海独家 炫彩组合<br>美国Intralase飞秒激光<br>德国鹰视EX500准分子激光 | 虹膜定位、消像差治疗、波前像差引导 | 传统飞秒制作角膜瓣，智能小光斑控制技术，6维跟踪，消像差切削，更精准、安全。 | 13800元 |
| 传统组合<br>美国Intralase飞秒激光<br>美国威视VISX S4准分子 | 虹膜定位、波前相差引导 | 2005年大陆最先引进的飞秒设备，目前眼科医院普遍使用的设备，3维眼球跟踪，高效安全。 | 10800元<br>特价<br>9800元 |

**个性化 SBK**

角膜瓣大小固定，不能定制；角膜瓣光滑度、均匀度较好。

| 设备及组合 | 个性化治疗方案 | 设备特点 | 价 格 |
|---|---|---|---|
| 上海独家 SBK板层刀<br>德国阿玛仕AMARIS 500准分子 | 虹膜定位、消像差治疗、波前像差引导 | SBK板层刀制作角膜瓣，6维精准跟踪，独有切削方案，效果好，显著减少干眼症及眩光。 | 8800元 |
| SBK板层刀<br>美国威视VISX S4准分子 | 虹膜定位、波前相差引导 | SBK板层刀制作角膜瓣，3维眼球追踪，加大安全和精准性，减少干眼症及眩光。 | 7800元 |

**个性化 TransPRK / EK**

术后角膜强度好，更适合运动人士，术后不适感较明显，恢复较慢。

| 设 备 | 个性化治疗方案 | 设备特点 | 价 格 |
|---|---|---|---|
| 美国威视VISX S4准分子<br>（LASEK） | 虹膜定位、波前相差引导 | 用酒精浸泡上皮后，刮除上皮层，刺激大，术后反应重。 | 7800元 |

来源：国金证券研究所，公司网站，年报

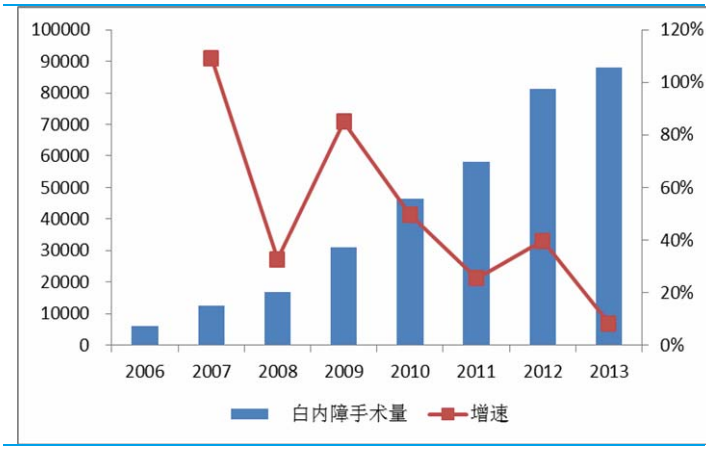
**白内障成长持续，兼具社会公益性**

- 白内障是眼球里面晶状体混浊造成的一种视力疾病，白内障是最常见的致盲和视力残疾的原因，伴随人的衰老和机体功能退化，约 25%的人患有较为严重的白内障。
- 我国白内障患者数目庞大，40 岁以上人群白内障的患病率达到 18%，50-60 岁人群患病率 35%，60-70 岁人群上升至 80%，80 岁以上老人几乎人人都有白内障视力障碍，已经成为严峻的社会问题。国内现有白内障患者 500 万人，每年新增 50 万患者，有 200 万急需白内障手术的患者。
- 手术置换人工晶体是治疗白内障最有效的办法，但我国白内障手术开展率远远落后于发达国家，2011 年我国白内障复明手术 91.4 万例，正常来

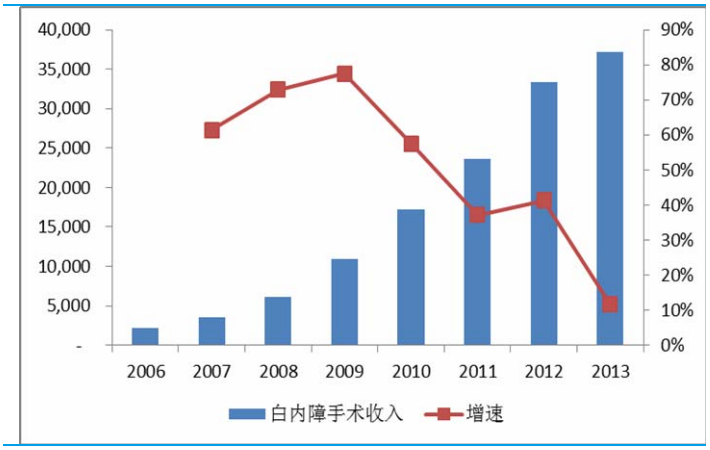
说，每百万人应实施 5000 例白内障手术，而全国平均才做到 684 例，不到标准值的七分之一，到目前为止，全国手术率仅为发达国家的十分之一。

- 由于我国各地经济发展水平以及地区环境差异较大，使得各省白内障复明手术水平存在较大差异。2009-2011 年，国家提出“百万贫困白内障患者复明工程”，各地患者经过筛查之后可到就近符合条件的医院进行手术，3 年手术量有了较大的提升，但整体手术率仍然落后，从民生角度出发，政策对于白内障手术的保障力度在逐步加大，医保报销比例也在提升。
- 从公司近几年的业务发展来看，白内障手术增速很快。虽然“百万复明”项目结束，但由于医保制度的逐步健全和患者意识提升，白内障手术的需求依然旺盛，预计手术量仍然能够保持稳定增长，随着手术技术的提升，单价也在不断提高，收入增速仍将保持增长。

*图表7：公司白内障手术量*




*图表8：公司白内障业务手术收入*



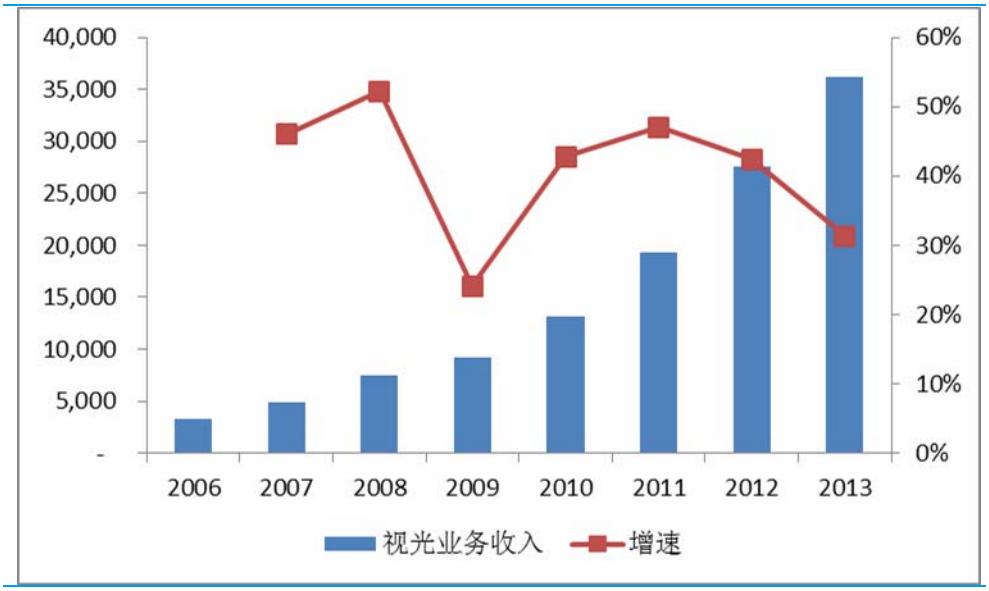

来源：国金证券研究所，公司年报

**视光业务逐步成为核心，2 家视光门诊部已开业**

- 公司的医学配镜业务曾经是作为公司医疗服务的补充项目，可提供的产品选择较少。此前历年收入仅占公司营业总收入的 15%左右，2013 年实现收入亿元，同比增长%，收入占比提升至 18.2%。
- 到目前为止，长沙、沈阳地区 2 家视光门诊部已经试点开业，首先试点的眼视光门诊部致力于社区基本眼保健工作，提供基本眼健康诊查、青少年近视防控、医学验光配镜、双眼视功能检查及训练等眼保健服务。区别于社区卫生服务站和一般商业眼镜店 ，爱尔社区门诊主要集中解决近视、老视、视觉疲劳、儿童斜视弱视、低视力康复等问题，此外还有白内障手术、准分子激光手术前后的屈光问题，如散光、眩光、对比敏感度下降、双眼视等，功能性强，而不是简单的验光配镜。
- 国际成熟的眼科医院收入构成中，第一是视光服务，第二是白内障，第三是近视激光手术，而国内民营的眼科医院收入构成则正好相反。爱尔眼科眼视光门诊部的运营模式同国际接轨，引进国际先进设备，一支由中山医科大学眼科学教授杨智宽担纲的专家团队领衔视光事业部，强大的专家队伍将打造高水平的视光业务。
- 在欧美国家，人们遇到眼部问题，60%以上首诊选择视光诊所，大大降低看病成本，节约社会医疗资源，而此类医疗服务模式在国内尚属空白。眼视光门诊部的成立是对眼保健医疗服务进社区模式的一种探索，可以将简单眼病截留在社区，并将复杂眼病患者往高一级别的爱尔医院输送转诊，覆盖更多的社区患者，扩大公司的视光业务规模。

- 公司努力地进行市场教育以区分医学配镜和普通配镜，宣导医学配镜对于视力保护的重要性。医学配镜需要对眼睛做多项检查和验光，以确保眼镜佩戴的准确、舒适和持久，保持恒定视力。
  - 医学验光是一个动态的多程序的临床诊断过程，内容包括验光的度数、眼位、裂隙灯、眼底镜、调节力、双眼单视功能，辐辏集合功能，双眼调节平衡，主视眼的辨别，最后综合上述各种情况出具科学的验光处方，达到戴镜清晰、舒适、美观和保健的目的，同时使非手术矫正屈光不正、矫正斜视等医疗技术达到了较高水平。从内容上看，医学验光仅验光内容就达到 21 项。
  - 大量调查，尤其是对多年配戴眼镜者调查显示：通过医学验光后配戴框架眼镜或隐形眼镜者，发生视疲劳的可能性极低，近视的屈光状态更稳定，发展缓慢或停止。
  - 医学验光是配一副屈光准确、舒适健康眼镜的前提，也是配镜作为视光医学重要内容的直接体现。普通的配镜仅仅是验光和配镜，检查内容只有医学验光的 1/5，仅仅是让屈光不正的患者看清物体，操作简单，但验光度数存在偏差，则可能对视力造成永久性的弱化和伤害。
  - 发达国家一直将配镜视为严格的医学行为，要求验光师有医学院视光专业学习背景，配镜必须由专业验光师进行医学验光后出具内容详细的验光处方。我国目前对于商业配镜的管制非常宽松，对患者因配镜造成的伤害也难以解决。
- 公司未来将积极扩充视光业务的试点范围，以吸引更多客户，减少客源流失，将视光及配镜发展成为公司的主导业务之一。

***图表9：视光业务收入增速很快***




来源：国金证券研究所，公司年报

**探索眼部整形美容业务**

- 眼整形美容科室开展的眼周年轻祛皱、无痕祛眼袋、眼眶眼睑整形、韩式双眼皮、眼部肿瘤、义眼整形等项目，深受眼部爱美人士的欢迎，重塑您的年轻健康时代。
- 以韩式双眼皮为例，公司鼎力打造设备新、项目全、技术精、服务优的医院，在做双眼皮技术上有自己独特的方法的，韩式双眼皮整形，采用韩国技术，按照最时尚的韩国眼型，结合个人五官和脸型特点，设计的双眼皮宽窄适中，线条自然流畅，形态自然美观，更适合于东方女性的特点。采

用最先进的无痕微创新技术，无论睁眼睛或者闭眼睛都看不出来人为的痕迹，手术的效果逼真，自然。由于手术微创的，所以创口很小，恢复时间非常的快，不会影响到大家的工作和学习，术后当天即可工作。

- **埋线法**，是通过缝合方式，直接把缝线(或高分子缝合线)埋藏于皮肤及睑板之间，使上睑皮肤同睑板发生粘连，形成重睑。此方法操作简便，创伤小，不留疤痕，消肿快，不需拆线，比较适合年轻人、眼皮较薄、眼裂长，亦无皮肤松弛的情况;对眼皮较厚，皮肤松弛及年龄较大者不太适合，并有重睑消失的可能。
- **切开重睑法**，是一种永久性的重睑术，它是通过切口，去除松弛的皮肤、眼轮匝肌及肥厚的脂肪，在直视下直接皮肤同眼轮匝肌或提上睑肌腱膜缝合到一起，形成重睑。此方法需切开皮肤，创伤略大，但通过切口可做上睑结构的调整，效果可靠、持久，适合于各种情况下的单睑。消肿时间略长，伤口会留下一线状疤痕。
- **韩式双眼皮**， 韩式双眼皮的切开非常小(一般是 1～2mm)，术后恢复后一般看不到疤痕。切开法的疤痕隐蔽在重睑线内，但埋线法手术后即使不化妆，向下看也找不到疤痕。因此对追求自然美的人来说是非常理想的方法

***图表10：公司已开展的眼整形项目***

来源：公司网站 国金证券研究所

***图表11：眼整形效果示意图***

来源：公司网站 国金证券研究所

## 政策推动健康服务大变革时代的机遇来临

### 健康服务是大产业，有大需求

- **健康是人人所需，关系一个国家和民族发展的根本，健康服务业关系民生福祉，关系经济发展。**健康服务业不只是满足人民群众多层次、多样化需求的必需产业，同时更是扩大内需、增加就业、转变增长的重要方式。
- **“看病难、看病贵”问题和养老问题，引发健康服务业巨大市场需求。**我国医疗资源缺乏，以及医疗机构结构失衡，导致人民就医困难和就医费用高，这给民营医院和商业医保留下了巨大的市场空间。
- 我国目前公立医院具有压倒性优势，公立医院在医疗服务机构中占比为61.6%，而床位数占比更是高达 87.5%，而之前政策上的不平等更是加重了民营医院的弱势，导致公立医院效率低、民营医院难以发展，导致医疗资源投入不足和浪费并存。
- 深化医改之后，民营医院生存环境正在改善，同时放开公立医院改制的窗口，给社会资本提供了巨大的机会。

### 政策的脚步已临近，医疗服务改制在加速，爱尔眼科面临良好的发展机遇

- 自 2005 年《国务院鼓励支持非公有制经济发展的若干意见》允许非公资本进入社会事业领域，到 2013 年 10 月《关于促进健康服务业发展的若干意见》之后的政策密集出台，到 2014 年 1 月促进社会办医的首次细则出台；政策方向从“允许”到“鼓励”，从“社会事业”到“产业”，从“补充”到“转型重大举措之一”，整合改制逐步加速。
  - **细则将逐步落地，突破无形障碍。**2014 年之前，我国社会办医的实际情况是有大纲鼓励，缺乏细则支持，“人事制度、对民营医院偏见、配套政策、国家医保”等方面仍存在诸多问题。如公立医院通过职称制度和不能多点执业垄断人才、民营医院在大型设备购置审批方面处于劣势、民营医院不享有公立医院（非营利机构）的税收优惠和政府补助，大多数民营医院无医保资质等。2014 年 1 月首次细则出台，且 2014 年有望更多细则落地，将逐步放宽举办主体、服务领域、大型医用设备配置，完善配套医保、财税、医师多点执业、加快审批非公立医疗机构等相关细则，无形障碍将逐步突破。

*图表12：政策脚步越来越近，整合改制加速*

政策脚步越来越近，整合改制加速

从“允许”到鼓励，从“社会事业”到“产业”，从“补充”到“转型重大举措之一”

2005年，《国务院鼓励支持非公有制经济发展的若干意见》→ 允许非公资本进入社会事业领域

2010年，《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》→ 鼓励和引导社会资本举办医疗机构

2011年，《“十二五”医改专项规划》

2013年10月，《关于促进健康服务业发展的若干意见》→ 民营资本非禁即入；到2020年，健康服务业总规模达到8万亿以上

2013年11月，十八届三中全会《决定》→ 鼓励社会办医，满足多元需求服务；医生多点执业；医保定点。

2014年1月，《关于加快发展社会办医的若干意见》→ 细则首次出台

2014年，更多细则……

逐步突破无形障碍

| | 之前 | 新政后 |
|---|---|---|
| 放开 | 对投资没有明确规定 | 非禁即入，对本地资本开放的领域都要对外地资本开放 |
| 平等 | 非营利性民营医院的价格标准与公立医院相同 | 实行市场价格 |
| | 民营医院的水、电、气费按企业标准收取 | 与公立医院标准相同 |
| 人才 | 医生只能在注册医院行医 | 允许医生多点执业，鼓励医疗卫生人才流动；探索公立医院与非公立医疗机构的合作 |
| 减税&补贴 | 非营利性医院免收行政事业费用，营利性医院减半行政事业费用<br>财政专项资金支持非公立医院，支持私立非营利性健康服务医疗机构 | |

来源：国金证券研究所

## 投资逻辑

- **创新引领进步，2013 年以来的三大创新事件标志着公司进入新的平台化发展阶段，2020 年收入目标 100 亿：**2013 年以来，公司 1）与中南大学共建爱尔眼科学院；2）设立产业基金进行行业整合与扩张；3）推行“合伙人制度”探索创新激励模式。通过“培养人才+扩张+激励”，公司从粗放的扩张模式进入平台化的深度精耕细作，为公司长远发展做好充足准备；
- **汉口医院开业，“分级连锁”扩张模式继续，地市级网点加速下沉：**湖南湖北地区三级连锁体系成为经营典范，汉口医院开业，连锁网点达到 50 家，未来将覆盖到更多地市级区域，最终完成全国省会城市网络全覆盖；

- **三大业务板块均衡发展，培育视光、眼整形等新的增长点：**“准分子手术+视光+白内障”三大板块均衡发展，已经摆脱了几年前靠准分子单条腿走路的风险，2012 年“封刀门事件”则让公司更加充分的认识到多业务均衡发展的必要性。2013 年已经看到公司业务拓展的努力，薄弱的视光业务开始提速，长沙、沈阳 2 家视光门诊部试点开业，部分省级大医院（武汉、深圳、上海等）试点推出眼部美容项目，印证了公司管理的高效和稳健;
- **政策推动健康服务大变革时代的机遇来临，公司面临更好的政策环境和机遇。**2013 年国家层面支持健康产业发展政策出台，2014 年初首个细则出台，未来希望有更多的政策落地，民营医院的发展正迎来良好时机。

## 投资建议

- 医疗服务是我们 2014 年最为看好的主题之一，公司是医疗服务板中块盈利模式成功、可复制性强、业绩稳定增长、发展路径非常清晰的标的，是我们看好的“医院四大标的”之专科连锁的代表。多样化的创新经营不断的给我们带来惊喜，印证管理层的高效创新与活力，“爱尔”强大的眼科王国的地位正在夯实，具备长期成长潜力。

## 估值

- 我们给予公司 2014-2016 年 EPS 为 0.674 元、0.882 元和 1.160 元，同比增长 30%和 31%和 31%，公司静态估值较高，但我们预计公司的成长空间可以消化压力，未来 5 年依然有非常大的收益空间。我们作为医疗服务指标股，建议中长线投资者长期配置持有。维持“买入”评级。

## 风险

- 手术事故、扩张速度低预期、成本上升业绩低预期。

## 附录：三张报表预测摘要

**损益表（人民币百万元）**

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **主营业务收入** | **1,311** | **1,640** | **1,985** | **2,461** | **3,036** | **3,777** |
| 增长率 | | *25.1%* | *21.0%* | *24.0%* | *23.4%* | *24.4%* |
| 主营业务成本 | -585 | -902 | -1,074 | -1,329 | -1,609 | -1,983 |
| *%销售收入* | *44.7%* | *55.0%* | *54.1%* | *54.0%* | *53.0%* | *52.5%* |
| 毛利 | 725 | 738 | 911 | 1,132 | 1,427 | 1,794 |
| *%销售收入* | *55.3%* | *45.0%* | *45.9%* | *46.0%* | *47.0%* | *47.5%* |
| 营业税金及附加 | -1 | -1 | -3 | -3 | -4 | -5 |
| *%销售收入* | *0.1%* | *0.1%* | *0.1%* | *0.1%* | *0.1%* | *0.1%* |
| 营业费用 | -161 | -198 | -229 | -287 | -354 | -436 |
| *%销售收入* | *12.3%* | *12.1%* | *11.5%* | *11.7%* | *11.7%* | *11.6%* |
| 管理费用 | -326 | -284 | -347 | -443 | -546 | -661 |
| *%销售收入* | *24.9%* | *17.3%* | *17.5%* | *18.0%* | *18.0%* | *17.5%* |
| 息税前利润（EBIT） | 237 | 254 | 332 | 399 | 522 | 691 |
| *%销售收入* | *18.1%* | *15.5%* | *16.7%* | *16.2%* | *17.2%* | *18.3%* |
| 财务费用 | 11 | 2 | 3 | 4 | 5 | 7 |
| *%销售收入* | *-0.8%* | *-0.2%* | *-0.2%* | *-0.2%* | *-0.2%* | *-0.2%* |
| 资产减值损失 | -6 | -4 | -15 | -4 | -3 | -3 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *%税前利润* | *0.0%* | *0.0%* | *0.0%* | *0.0%* | *0.0%* | *0.0%* |
| 营业利润 | 242 | 252 | 320 | 399 | 525 | 695 |
| *营业利润率* | *18.5%* | *15.4%* | *16.1%* | *16.2%* | *17.3%* | *18.4%* |
| 营业外收支 | -2 | -6 | -16 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | **240** | **246** | **305** | **399** | **525** | **695** |
| *利润率* | *18.3%* | *15.0%* | *15.4%* | *16.2%* | *17.3%* | *18.4%* |
| 所得税 | -68 | -64 | -86 | -112 | -147 | -195 |
| *所得税率* | *28.4%* | *26.1%* | *28.1%* | *28.1%* | *28.1%* | *28.1%* |
| 净利润 | 172 | 182 | 219 | 287 | 377 | 500 |
| 少数股东损益 | 0 | -1 | -4 | -5 | -5 | -3 |
| **归属于母公司的净** | **172** | **183** | **223** | **292** | **382** | **503** |
| *净利率* | *13.1%* | *11.1%* | *11.3%* | *11.9%* | *12.6%* | *13.3%* |

**现金流量表（人民币百万元）**

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 172 | 182 | 219 | 287 | 377 | 500 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 116 | 147 | 179 | 125 | 139 | 150 |
| 非经营收益 | -1 | -9 | 0 | 18 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -30 | -18 | 14 | 78 | 19 | 16 |
| **经营活动现金净流** | **257** | **302** | **413** | **508** | **535** | **666** |
| 资本开支 | -259 | -226 | -195 | 314 | -94 | -84 |
| 投资 | -99 | -85 | -115 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | -19 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金净流** | **-359** | **-329** | **-310** | **313** | **-94** | **-84** |
| 股权募资 | 7 | 18 | 74 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | -64 | 0 | 0 | 1 |
| 其他 | -57 | -80 | -21 | -1 | -56 | -56 |
| **筹资活动现金净流** | **-50** | **-61** | **-11** | **-1** | **-56** | **-55** |
| **现金净流量** | **-151** | **-89** | **92** | **820** | **385** | **526** |

**资产负债表（人民币百万元）**

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 636 | 557 | 620 | 1,440 | 1,825 | 2,351 |
| 应收款项 | 71 | 132 | 167 | 174 | 207 | 257 |
| 存货 | 78 | 95 | 116 | 127 | 154 | 190 |
| 其他流动资产 | 87 | 98 | 113 | 82 | 99 | 121 |
| 流动资产 | 872 | 882 | 1,016 | 1,824 | 2,284 | 2,919 |
| *%总资产* | *50.6%* | *45.7%* | *47.9%* | *73.9%* | *79.2%* | *84.5%* |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 518 | 588 | 616 | 621 | 572 | 501 |
| *%总资产* | *30.1%* | *30.5%* | *29.0%* | *25.2%* | *19.8%* | *14.5%* |
| 无形资产 | 326 | 441 | 466 | 21 | 27 | 32 |
| 非流动资产 | 850 | 1,048 | 1,103 | 645 | 601 | 535 |
| *%总资产* | *49.4%* | *54.3%* | *52.1%* | *26.1%* | *20.8%* | *15.5%* |
| **资产总计** | **1,722** | **1,930** | **2,119** | **2,469** | **2,885** | **3,455** |
| 短期借款 | 0 | 64 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 170 | 217 | 289 | 339 | 411 | 507 |
| 其他流动负债 | 72 | 77 | 89 | 161 | 183 | 213 |
| 流动负债 | 242 | 359 | 378 | 499 | 594 | 720 |
| 长期贷款 | 64 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 2 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| **负债** | **309** | **361** | **380** | **499** | **594** | **721** |
| **普通股股东权益** | 1,368 | 1,500 | 1,666 | 1,902 | 2,228 | 2,674 |
| 少数股东权益 | 46 | 69 | 73 | 68 | 63 | 60 |
| **负债股东权益合计** | **1,722** | **1,930** | **2,119** | **2,469** | **2,885** | **3,455** |

**比率分析**

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **每股指标** | | | | | | |
| 每股收益 | 0.402 | 0.428 | 0.517 | 0.674 | 0.882 | 1.160 |
| 每股净资产 | 3.201 | 3.511 | 3.851 | 4.396 | 5.149 | 6.181 |
| 每股经营现金净流 | 0.602 | 0.707 | 0.954 | 1.175 | 1.236 | 1.539 |
| 每股股利 | 0.350 | 0.150 | 0.150 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| **回报率** | | | | | | |
| 净资产收益率 | 12.57% | 12.19% | 13.41% | 15.35% | 17.16% | 18.80% |
| 总资产收益率 | 9.99% | 9.47% | 10.55% | 11.82% | 13.25% | 14.55% |
| 投入资本收益率 | 11.47% | 11.48% | 13.72% | 14.56% | 16.40% | 18.18% |
| **增长率** | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 51.54% | 25.14% | 21.02% | 23.97% | 23.37% | 24.40% |
| EBIT增长率 | 42.55% | 7.17% | 30.74% | 20.08% | 30.98% | 32.35% |
| 净利润增长率 | 42.90% | 6.33% | 22.25% | 30.62% | 30.94% | 31.52% |
| 总资产增长率 | 6.76% | 12.08% | 9.79% | 16.52% | 16.85% | 19.76% |
| **资产管理能力** | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 11.6 | 15.1 | 17.8 | 16.0 | 15.0 | 15.0 |
| 存货周转天数 | 39.0 | 35.0 | 35.9 | 35.0 | 35.0 | 35.0 |
| 应付账款周转天数 | 89.6 | 68.8 | 72.2 | 75.0 | 75.0 | 75.0 |
| 固定资产周转天数 | 140.7 | 128.7 | 104.4 | 81.6 | 56.4 | 36.5 |
| **偿债能力** | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -40.47% | -31.39% | -35.64% | -73.13% | -79.67% | -85.96% |
| EBIT利息保障倍数 | -21.6 | -102.9 | -110.7 | -93.5 | -96.6 | -100.5 |
| 资产负债率 | 17.92% | 18.70% | 17.94% | 20.23% | 20.60% | 20.86% |

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 | 0 | 5 | 20 | 20 | 24 |
| 增持 | 0 | 5 | 14 | 17 | 24 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **评分** | **0** | **1.50** | **1.43** | **1.44** | **1.48** |

来源：朝阳永续

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)**

| | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 2013-07-23 | 增持 | 26.09 | N/A |
| 2 | 2013-08-26 | 增持 | 28.02 | N/A |
| 3 | 2013-10-27 | 增持 | 30.61 | N/A |
| 4 | 2014-01-30 | 增持 | 32.69 | N/A |
| 5 | 2014-03-18 | 增持 | 40.58 | N/A |
| 6 | 2014-03-23 | 买入 | 38.71 | N/A |
| 7 | 2014-04-09 | 买入 | 37.84 | N/A |
| 8 | 2014-04-20 | 买入 | 37.82 | N/A |

来源：国金证券研究所

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
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%以下。

**特别声明:**

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，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，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。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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

**上海**

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-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：010-6621 6979

传真：010-6621 6793

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：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD