



天时地利人和助眼科连锁龙头扩张加速

2014.11.04

张伟(首席分析师) 唐爱金(研究员)

电话: 020-88836113
邮箱: zhangwei@gzgzs.com.cn
执业编号: A1310512070001

投资要点:

我们调研了爱尔眼科，重点关注了公司连锁扩张的战略与进展，就以下“天时”“地利”“人和”三个方面的分析与推算，认为公司连锁扩张持续能有效地带来业绩的高速增长。

● 天时：国家鼓励社会办医政策的大环境利好医疗服务

国家鼓励社会办医的政策频出，不断细化与针对性，今年11月卫计委“五年规划纲要”明确要求限制公立医院增长，社会办医院可能占据未来1/4的市场；11月国务院出的“社会投资指导意见”对于税收、价格政策等均有明确要求，态度坚决，政策环境为公司营造了连锁扩张的良好时机。

● 地利：城池坚固+战术到位

公司因地制宜，首创“三级连锁”商业模式很好契合了行业市场格局；扩张重点转向地级市能有效深入市场需求根据地，有助于业务放量；借力“并购基金”孵化并购项目，并能避开前期培育风险，与“合伙人”谋求合作共赢，促新建医院更快盈利；走公司自身与并购基金双主体、新建与并购双途径的扩张通道，为扩张提速；医院房产以租赁为主，有效卸资产包袱，缓资金压力，轻装上阵助扩张跑得更快。

● 人和：人才培养与强效激励并行

民营医院发展的根本在于人才，由于公司业务流程高度标准化，主要业务更多依赖仪器，公司培训系统完善，具备医学背景的人才经过培训能有效胜任，为公司解决了普通医学技术人才问题；公司深谋远虑，在湖南湖北分别成立“眼科学院”以及“视光学院”为公司培养储备了不同需求层次的人才。在薪资高于行业水平情况下并通过股权激励以及合伙人计划吸引与留住高端骨干人才。人和一心、众志成城将助公司腾飞。

● 连锁扩张助公司各项业务持续高增长

公司新医院的开业并不断开拓积累客户为公司业绩的增长提供了保障，同时公司不断修炼硬功夫，包括准分子业务技术升级，从普通激光技术转型安全性更高的“飞秒”“全飞秒”技术，安全性提高客户认可度；白内障业务市场渗透率只有发达国家的1/4，随公司扩张医院网点下沉需求基层根据地，有助于放量；视光业务市场空间广阔，前景光明。

● 盈利预测与估值：我们预计公司14-16年摊薄EPS分别为0.47、0.61、0.80元，对应PE分别为74、57、43倍，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：连锁扩张低于预期，医疗事件等

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1985.0	2445.8	3118.6	3999.1
同比(%)	21.0%	23.2%	27.5%	28.2%
归属母公司净利润	223.5	307.6	396.2	523.8
同比(%)	22.4%	37.6%	28.8%	32.2%
每股收益(元)	0.52	0.47	0.61	0.80
P/E	49.9	54.7	42.5	32.1
P/B	9.7	7.7	6.7	5.8
EV/EBITDA	25.0	37.5	29.1	22.1

强烈推荐 (维持)

现价: 26.78

目标价: 35

股价空间: 30%

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
爱尔眼科	-5.54	-1.49	6.31
医药生物	0.68	3.62	24.34
沪深300	16.57	19.30	35.59

基本资料

总市值(亿元)	176.50
总股本(亿股)	6.53
流通股比例	80.09%
资产负债率	18.93%
大股东	湖南爱尔医疗投资有限公司
大股东持股比例	44.05%

相关报告



目录

1.公司是眼科连锁龙头	4
2.公司进入连锁扩张高速阶段	5
2.1 天时：国家鼓励社会办医的大环境利好医疗服务	5
2.2 地利：城池坚固+战术到位	6
因地制宜：根据市场格局量体裁衣首创“三级连锁”商业模式	6
重点突破：扩张重点转向“地级市”，深入需求根据地	8
借鸡孵蛋：“并购基金” + “合伙人计划”实现借力扩张	9
两路包抄：“新建” + “并购”双途径	9
轻装上阵：“租赁”为主的轻资产战术解决资金压力	10
2.3 人和：人才培养与有效激励并行	10
服务高度标准化、培训系统化易化人才	11
与高校联盟培养储备人才	12
合伙人计划激励和吸引人才	12
3.连锁扩张助业务持续高增长	13
3.1 技术升级助力准分子跨过“封刀门”迎来新增长	13
3.2 白内障被压抑的需求正加速释放	15
3.3 视光服务业务成长可期	16
3.4 业务逐步进入高壁垒领域，发展为全眼科医院	18
4.盈利预测与假设	18
5.投资建议	19
6.风险提示	19



图表目录

图表 1. 公司主要诊疗项目图片	4
图表 2. 公司营业收入构成	4
图表 3. 公司利润构成	4
图表 4. 公司连锁扩张进入高速期	5
图表 5. 国家鼓励社会办医政策频出	5
图表 6. “三级连锁”模式简介图	7
图表 7. 爱尔的“三级连锁”商业模式	7
图表 8. 我国人口主要分布在地级市	8
图表 9. 基层眼科医疗机构少	8
图表 10. 二级医院与三级医院投资成本与回收周期比较	8
图表 11. “三级医院”城市人口规模（万人）	9
图表 12. 自建医院与合作并购医院培育期对比	10
图表 13. 医院固定资产/总资产比例（%）	10
图表 14. 爱尔员工数量快速上升	11
图表 15. 爱尔员工学历水平不断提高	11
图表 16. 眼科医疗服务主要特点	11
图表 17. 爱尔历年培训人才数量增多(人次)	12
图表 18. 爱尔中高端人才不断增加	12
图表 19. 公司积极设立人才培养基地	12
图表 20. 公司营业收入持续快速增长	13
图表 21. 公司净利润持续快速增长	13
图表 22. 准分子业务收入以及增速	13
图表 23. 准分子业务毛利以及毛利率	13
图表 24. 不同准分手术特点概述对比	14
图表 25. 准分子市场渗透率低	15
图表 26. 爱尔眼科是国内连锁医院龙头，具有规模优势	15
图表 27. 不同年龄阶段人群的白内障患病率	16
图表 28. 我国白内障手术市场渗透率低	16
图表 29. 爱尔白内障业务收入及增速	16
图表 30. 爱尔眼科白内障手术毛利及毛利率	16
图表 31. 我国青少年近视率最高	17
图表 32. 视光专业服务市场容量大	17
图表 33. 视光服务与商业眼镜店对比	17
图表 34. 爱尔视光业务收入及增速	17
图表 35. 爱尔眼科视光业务员毛利及毛利率	17
图表 36. 爱尔其他业务营收逐年增长	18
图表 37. 爱尔其他业务增速基本在 20%	18
图表 38. 营业收入假设与计算	18



1. 公司是眼科连锁龙头

公司前身是2003年成立的长沙爱尔眼科医院有限公司，2007年经过股份改制变为爱尔眼科医院集团股份有限公司，2009年上市，公司创始人陈邦先生，直接持有17.53%股权，并通过湖南爱尔医疗投资有限公司间接持有30.57%股权，为其实际控制人。公司是国内规模最大的专业眼科连锁医疗机构、民营眼科医院的龙头，公司业务为眼病诊疗服务包括准分子手术、白内障手术、青光眼、眼底病、眼睛美容等。

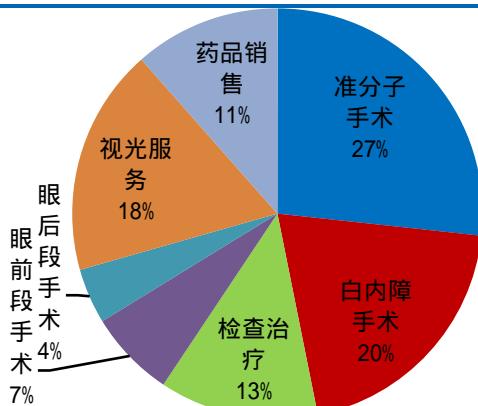
图表1. 公司主要诊疗项目图片



资料来源：公司网站 广证恒生

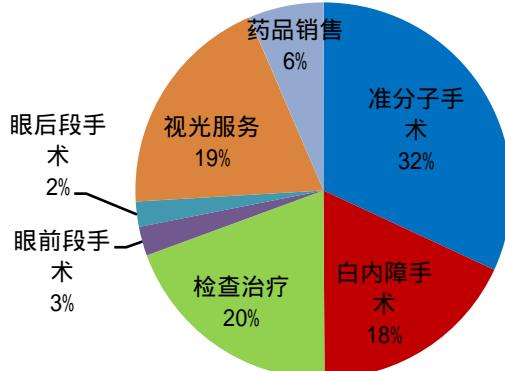
在稳固眼病诊疗业务的基础上，公司近年还积极开拓了医学视光服务，医学视光配镜提供检查+诊疗+矫正全方位高标准的视光服务，能为客户的眼健康提供保障。随着人们健康意识的提高，专业医学配镜市场可期。视光业务业绩近年来持续高增长，截止2014年三季度，视光业务实现收入3.68亿，同比增30.27%，占公司毛利的19%。

图表2. 公司营业收入构成



(资料来源：WIND、广证恒生)

图表3. 公司利润构成



(资料来源：WIND、广证恒生)



2. 公司进入连锁扩张高速阶段

公司 2009 年上市五年来，综合实力有了巨大提升，在网络布局、人才培养、业务多元等方面都有很大进展。为公司的连锁扩张夯实了基础。公司踌躇满志，对未来 5 年的战略扩张进行了详细部署，利用创新的扩张模式和有力的激励机制，在地市级甚至县域市场快速布点，力争在 2020 年达到 200 家，国内市场占有率达 20%。为实现公司战略目标，预计未来几年每年新建 20-30 家，目前公司有 53 家自建医院，10 家体制外合资并购医院，连锁扩张进入高速阶段。基于以下几个方面的分析，我们认为公司扩张高速路上动力充足，安全可靠，胜券在握。

图表4. 公司连锁扩张进入高速期



(资料来源：WIND、广证恒生)

2.1 天时：国家鼓励社会办医的大环境利好医疗服务

国家对民营医院的扶持加大，2009 年以来一系列利好民营医院的政策不断出来，我们认为，这些政策一脉相承，就目前社会资本办医中存在的关键壁垒和障碍提出了针对性的意见，随着政策的逐步细化，社会办医的空间逐步显露，医疗服务行业持续利好，爱尔作为民营资本办医的典型，将会沐浴政策春风，享受政策红利。

特别是 2014 年 11 月 26 日，国务院发布《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》。此次指导意见从国务院国家层面的部署，对于税收、价格政策等均有明确要求，鼓励社会资本进入民营医药的态度坚决。我们认为医疗服务领域有望迎来实质性利好，政策导向为公司营造了连锁扩张的良好时机。

图表5. 国家鼓励社会办医政策频出

时间	发布文件	发布内容
2009 年	《中共中央国务院关于深化医疗卫生体制改革的意见》	提出：要鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业。积极促进非公立医疗机构发展，形成投资主体多元化、投资方式多样化的办医体制。
2010 年	58 号文	提出要放宽社会资本举办医疗机构的准入范围
2012 年	政府工作报告	指出要鼓励民间资本进入医疗等领域，加快形成对外开放的多元办医格局
2013 年	十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	提出社会资金可直接投向资源稀缺及满足多元需求服务领域，多种形式参与公立医院改制重组

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



2013年12月	《关于加快发展社会办医的若干意见》	对支持社会办医的做了具体部署：加强规划引导，切实将社会办纳入卫生服务规划范围，为非公立医疗机构留出足够空间，优先满足非营利性医疗机构需求。同时加大发展社会办医的支持力度：放款举办主体、服务领域、发型医用设备配置要求，完善包括医保、财税价格、服务价格、用地等多方面的配套政策，加快审批手续。
2014年	《深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》	积极推动社会办医。重点解决社会办医在准入、人才、土地、投融资、服务能力等方面政策落实不到位和支持不足的问题。优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，努力形成以非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充的社会办医体系。
2014年4月	《关于非公立医疗机构医疗服务实行市场调节价有关问题的通知》	放开非公立医疗机构医疗服务价格，鼓励社会办医。
2014年6月	《关于控制公立医院规模过快扩张的紧急通知》	1,严格控制公立医院床位审批;2,严格控制公立医院建设标准;3,严格控制公立医院大型医用设备配额;4,严禁公立医院举债建设。控制大型公立医院发展,为民营医院发展让路。
2014年11月	《全国卫生服务体系规划纲要(2015-2020年)》	切实将社会办医纳入规划范围，在区域卫生规划和医疗机构设置规划中为非公医疗机构留出足够空间，仍按此前风向将优先满足非营利性医疗机构需求。
2014年11月	《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》	文件明确提出：1、加快社会事业公立机构分类改革；2、鼓励社会资本加大社会事业投资力度；3、完善落实社会事业建设运营税费优惠政策；4、改进社会事业价格管理政策。

(资料来源：卫计委、发改委、广证恒生)

2.2 地利：城池坚固+战术到位

公司作为眼科连锁的龙头，综合实力强，具有品牌优势、管理优势、技术和资金优势，为公司的连锁扩张夯实了基础，坚固了城池。而前几年扩张过程摸索的经验，使得接下来的连锁扩张能快速复制，公司运筹帷幄，根据大环境与自身情况制定了多种战术。

因地制宜：根据市场格局量体裁衣首创“三级连锁”商业模式

眼科医疗存在一定的服务半径，医疗机构的知名度和权威性越高，服务半径就越大。全国范围来看，眼科医疗产业的市场集中度(CR)较低：据统计，我国眼科医疗机构前8位的收入总额占该行业总收入的比重(CR8)低于20%。但在以城市为单位的区域市场上，绝大多数市场的CR8高于70%，市场集中度较高。因此我国眼科医疗服务行业为“全国分散、地区集中”的市场格局。随着国家医疗保障体系的完善和患者分级转诊体系的推进，这种竞争格局将会进一步固化。

根据行业市场格局，公司通过吸纳国际先进的医疗管理模式和经验，并结合我国医疗体制改革的国情，创造性地建立了“三级连锁”商业模式。

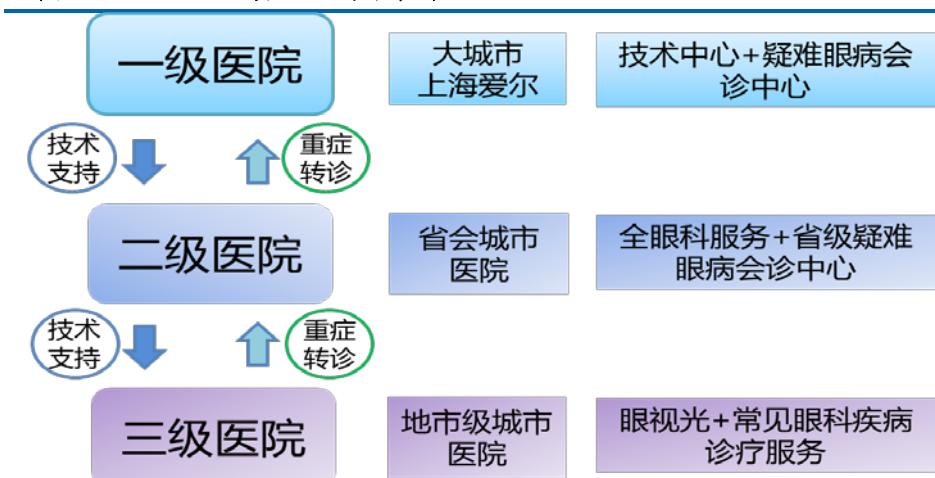
公司把临床及科研能力最强的上海爱尔作为一级医院，定位为公司的技术中心和疑难眼病患者的会诊中心，并对二级医院进行技术支持，上海爱尔辐射全国，成为与国际接轨、开展国际合作的平台，与蔡伦、尼德克、博士伦等国际知名光学仪器制造商有密切的合作，并拥有国内少有的飞秒激光设备，为全国其他连锁医院提供“飞秒”等先进技术的培训。

把具有一定规模和较强临床能力、位于省会城市的连锁医院作为二级医院，定位为着力开展全眼科服务、代表省级水平的疑难眼病会诊中心，并对三级医院提供技术支持；省会城市竞争相对缓和，目前省会城市医院已经完成25个省会的医院建设，基本布局完毕，较早建设的二级医院已经成为公司利润的主要



来源。

图表6. “三级连锁”模式简图



(资料来源：公司公告、广证恒生)

把建立在地市级城市的医院作为三级医院，侧重于眼视光及常见眼科疾病的诊疗服务，疑难眼病患者可输送到上级医院就诊。三级医院布局，在湖南湖北拓展已经基本完成，湖南建设 11 家，湖北 8 家，两省的拓展过程让公司积累了经验。往后把湖南湖北模式复制到其他省份，三级医院将遍地开花，迅速提高省的覆盖率与影响力。

图表7. 爱尔的“三级连锁”商业模式

一级医院	省份	二级医院	三级医院					
上海爱尔	湖南	长沙爱尔	常德爱尔	邵阳爱尔	郴州爱尔	怀化爱尔	湘潭爱尔	
		衡阳爱尔	株洲爱尔	岳阳爱尔	永州爱尔	益阳爱尔		
	湖北	武汉爱尔	襄阳爱尔	汉口爱尔	黄石爱尔	宜昌爱尔	黄冈爱尔	咸宁爱尔
		湖北爱尔						
	广东	广州爱尔	韶关爱尔	惠州爱尔	佛山爱尔	清远爱尔		
		深圳爱尔						
	山东	济南爱尔	菏泽爱尔					
	安徽	合肥爱尔	淮北爱尔					
	四川	成都爱尔	南充爱尔麦格	成都麦格				
		成都康桥						
	重庆	重庆爱尔	重庆爱尔麦格					
	江西	南昌爱尔						
	山西	太原爱尔						
	辽宁	沈阳爱尔	营口爱尔					
	黑龙江	哈尔滨爱尔						
	云南	昆明爱尔	个旧爱尔					
	天津	天津爱尔						
	江苏	南京爱尔						
	贵州	贵阳爱尔						
	河北	石家庄爱尔	邢台爱尔					
	北京	北京爱尔英智						
	吉林	长春爱尔	吉林爱尔					
	陕西	西安爱尔						
	广西	南宁爱尔						
	甘肃	兰州爱尔						
	浙江		宁波光明					



(资料来源：公司公告、广证恒生)

“三级连锁”商业模式充分体现了“以患者为中心”的服务理念，能较好地适应我国眼科医疗服务行业“全国分散、地区集中”的市场格局。

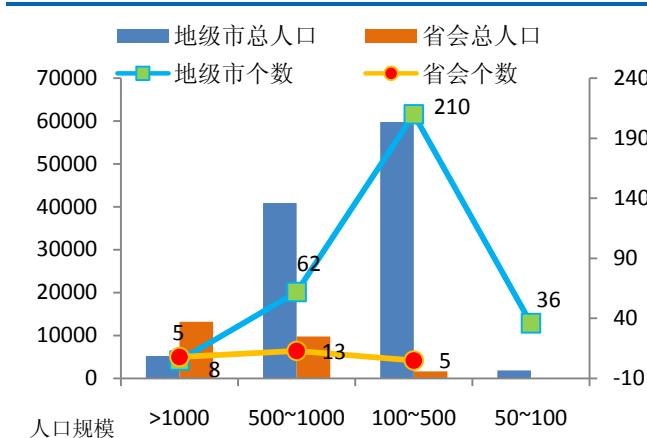


重点突破：扩张重点转向“地级市”，深入需求根据地

公司的扩张路径可以分为两个步骤，2003~2013年，布局省会城市，树立龙头地位，2014~2020年，以省会二级医院为中心，配合并购深入到地级市的基层空白市场，连锁扩张过程中以湖南、湖北为试验田全省铺开，积累经验，再将湖南湖北扩张模式复制到其他省份。

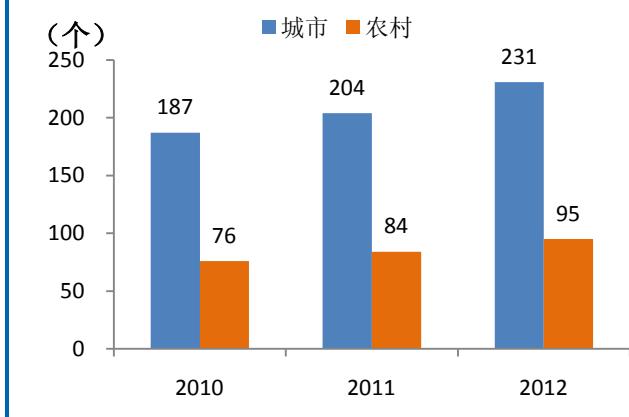
我国人口主要分布在人口规模在100~1000万的地级市，全国303个大于100万人口的地级市中，大于500万人口的地级市有62个，大于100万人口有210个，而相应的省会城市只有13个和5个。患者重心在基层，但目前基层的眼科医疗机构非常少，乡村眼科医院不到城市数目的一半，而且国家政策是要建立分级转诊的机制，患者重心会下沉，因此基层市场非常广阔。今后公司布点主要偏向地级市，重心下沉，扩张三级医院，恰到好处深入到需求中去，有助于业务放量。

图表8. 我国人口主要分布在地级市



(资料来源：WIND、广证恒生)

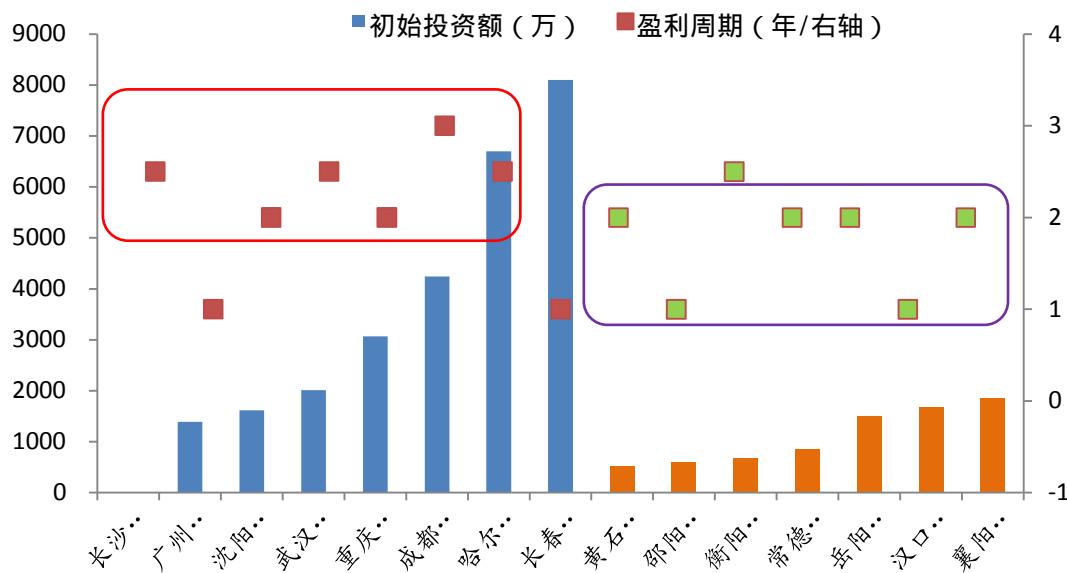
图表9. 基层眼科医疗机构少



(资料来源：WIND、广证恒生)

相比于省会二级医院，地级市医院扩张投资额较低，如下图，自建的医院中，省级医院的初始投资额基本超过2000万，而地级市医院（黄色）只需要1-2千万。历史数据看，公司新建二级医院盈利周期大多在2-3年，而新建三级医院盈利周期一般不超过2年，培育期相对更短，往往呈现出更好的业绩弹性。

图表10. 二级医院与三级医院投资成本与回收周期比较



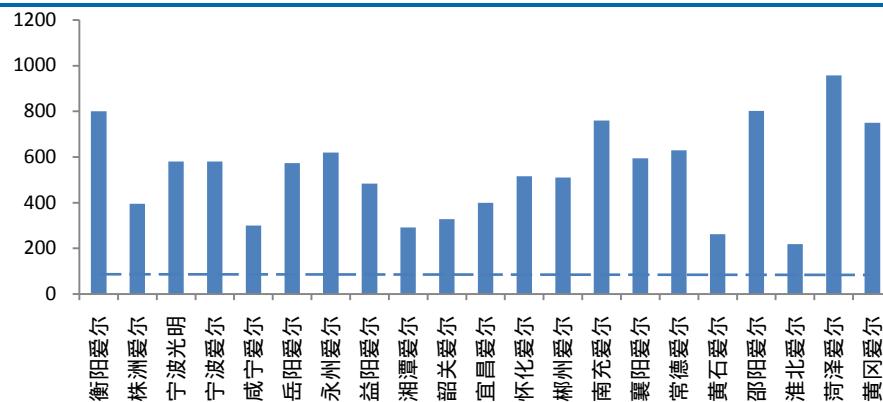
(资料来源：公司公告、广证恒生)

市场上认为老百姓看病都趋向省级的大型上级医院，往往三甲大型公立医院门庭若市，而一些地级市医院门可罗雀，因而担忧公司布局低级医院的市场空间，但我们认为公司布点深入地级市，恰恰是深入到



了需求的内部，公司的三级医院所在地，城市人口规模均超过 250 万人口，市场需求大。

图表11. “三级医院”城市人口规模（万人）



(资料来源：公司公告、广证恒生)

“三级医院”连锁扩张，在扩大了品牌知名度促进市场扩容的同时，也为老百姓提供了方便，我们相信对于一些基本需要，在能够从地方上便利地享受到受保障的医疗服务时，老百姓是不会舍近求远，花费必要的时间去省级医院的。如家门口有麦当劳和肯德基何必费劲跑去大城市享用汉堡。之所以这样判断，是因为专科眼科医院是标准化管理，服务水平的好坏更多趋向于设备与流程标准化，对于一些普便的手术，市级医院完全可以驾驭。而不同于综合性医院需要诊断各种病情，所以大医院集聚了更多的医疗资源。

爱尔的连锁医院有统一的管理体制与标准，医务人员经过统一的培训，地级县级的三级医院与省二级的服务是类似的，区别只在于设备种类，患者如选择高端的手术标准，公司有配套的转诊转移制度，所以患者大可以就近就医。

借鸡孵蛋：“并购基金”+“合伙人计划”实现借力扩张

公司与深圳前海东方创业金融控股有限公司合作设立了深圳前海东方爱尔并购基金，总额 2 亿，主要用于新建或收购医院，之后又参与设立华泰瑞银并购基金（10 亿），探寻储备优质的并购标的，公司借并购基金之力培育好的医院项目，并拟在储备项目/新医院盈利稳定后进行收购，并购基金的设立放大公司投资能力的同时有效规避并购标的前期的培育风险，能有效能加快提高公司的市场占有率与品牌辐射力。

以现在公司扩张并购的速度，每年并购投入要一二十亿，公司管理层表示，未来并购基金会持续进行，将成为公司一个发展常态。如果有很好的标的，将通过定向增发等途径融资。

公司首次引入合伙人计划，新建医院的骨干医生和上级骨干人员以现金入资获得 20-30% 股权，每个成员具体出资额度按照重要性以份额来制来确定。这是一种新的股权激励方式，有利于发挥骨干的积极性，缩短新投医院的盈利周期，同时公司借合伙人之力投资并发展新建的医院，扩大了公司的投资效益。

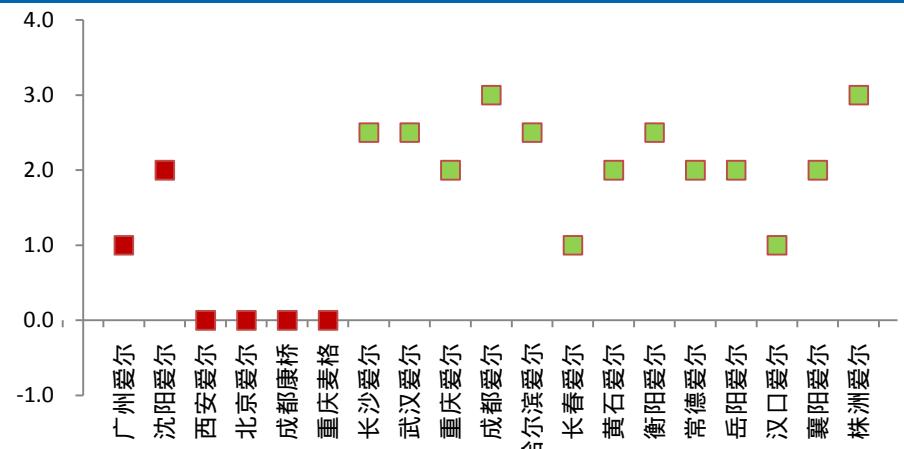
两路包抄：“新建”+“并购”双途径

2013 年以前公司扩张以自建为主，2014 年以来公司调整了扩张战术，转变为通过公司自身和并购基金两主体双轮驱动，“新建”+“并购”双途径的模式，大大加快了扩张步伐，减轻了扩张的资金压力。

相比于并购，自建投资周期比较长，投资额度较高，自建医院一般需要 7~8 月方可营业，开业后，需要宣传与客户积累的培育期，盈利需要 2~3 年或者更长。而并购手段新增的医院由于原本具有一定的知名度与门诊量，盈利稳健，第一年即可贡献利润，当年就可以实现盈利或回收成本，大大降低了资金压力。



图表12. 自建医院与合作并购医院培育期对比



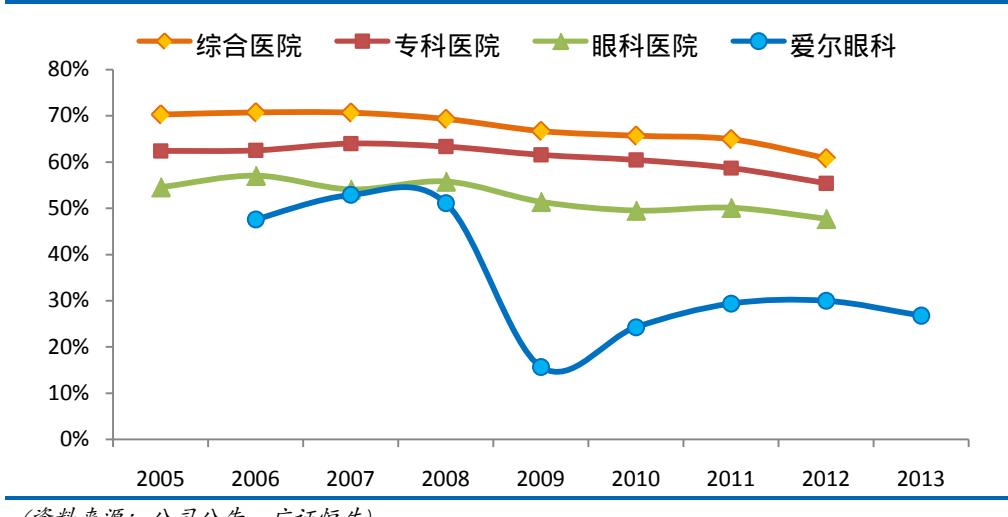
(资料来源：公司公告、广证恒生)

轻装上阵：“租赁”为主的轻资产战术解决资金压力

公司新建的医院多以租赁为主，53家医院中，只有长春爱尔、株洲爱尔及西安爱尔部分房产为自有，无需进行房产等固定资产投资，极大的减轻了公司前期的投资压力，规避了医院的重资产属性，为公司的快速布局提供了坚实保障。

公司固定资产占总资产的比重控制在30%以下，远低于眼科医院(50%)、专科医院(60%)和综合医院(65%)的平均水平，实现轻资产运营，便于公司将自己更多的投放与市场推广，新建医院，快速实现市场份额的提升。

图表13. 医院固定资产/总资产比例 (%)



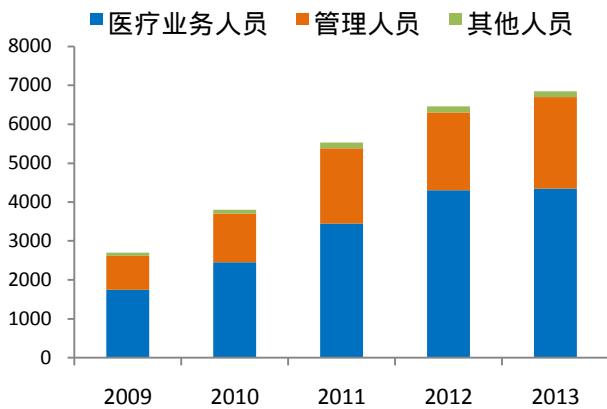
(资料来源：公司公告、广证恒生)

2.3 人和：人才培养与有效激励并行

公司业务的服务特性和激励培训促人力资源不断增长，爱尔眼科人力资本不断增强，近年来公司的员工不断增长，目前已经达7000余人，其中医疗业务人员占65%左右，员工的整体素质与学历水平不断提高。

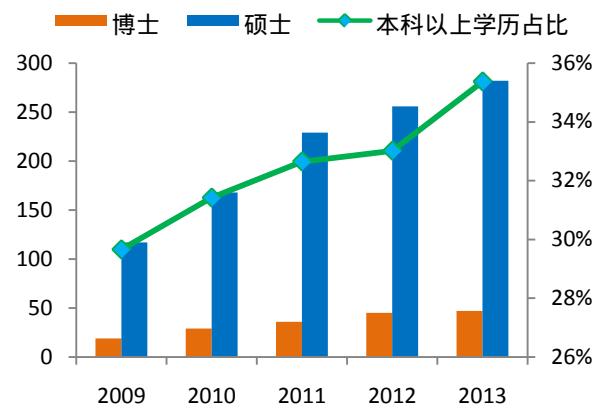


图表14. 爱尔员工数量快速上升



(资料来源：公司公告、广证恒生)

图表15. 爱尔员工学历水平不断提高



(资料来源：公司公告、广证恒生)

服务高度标准化、培训系统化易化人才

相比公立医院，在维持、乃至壮大医生队伍的能力上，大多数民营眼科医院仍显弱势，因此优先选择高度标准化、对于仪器（而非医生）依赖程度高的领域，是较为理性的选择。具体来看，眼科医疗服务涵盖的各项业务特点各不相同：如近视矫正业务（屈光手术），对于仪器的依赖程度高，且操作流程高度标准化；而眼底病的治疗，则相对复杂，疑难杂症较多，很大程度上要依赖医生个人的专业技能。因此，对于眼科医疗业者，其经营很关键的一点在于能否结合自身的特质，针对性地选择重点经营领域。

公司的三大主业准分子手术、白内障、视光是治疗标准化程度高的业务，说明公司对医生专业人才的需求被弱化，具有医学背景与综合素质的员工通过公司系统的培训即可上岗胜任，无需依赖有几十年从医经验的专业医生。

图表16. 眼科医疗服务主要特点

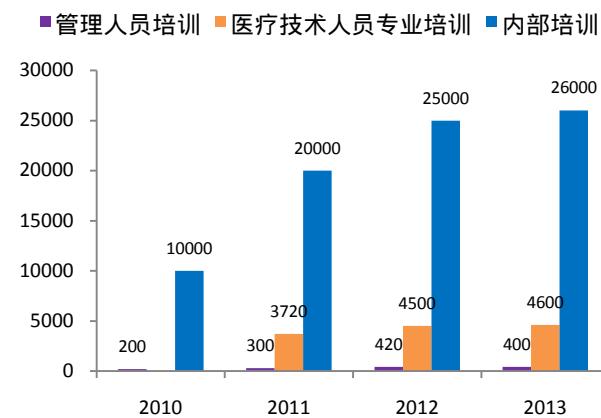
业务类型	概述	对设备依赖程度	治疗标准化程度
屈光手术	主要指准分子手术业务，包括 PRK、Lasik、Lasek、飞秒激光手术等，费用较高，技术更新快	高	高
白内障	老年眼科疾病，主要依靠手术治疗，即白内障超声乳化术联合人工晶体植入术	中	高
眼底病	较复杂，疾病机理尚未完全清晰，疑难杂症较多，对医生专业水平要求高	低	低
视光业务	设计疾病较多，包括近视验光配镜、小儿斜视、弱视矫正等等	中	中

(资料来源：公司公告、广证恒生)

同时，为迅速提高员工的医学技能，公司定期组织培训。2013 年公司开展以医疗技术人员专业培训覆盖达 4600 余人次，内部培训达 26000 人次。公司鼓励员工积极参加各类专业学术交流活动，在国内眼科年会学术论文投稿量屡次居首。2008 年 4 月，公司旗下的长沙爱尔眼科医院成为中南大学湘雅医学院附属教学医院，意味着主流学术界对公司学术实力的认可，学术的交流与推进形成良性循环，有利于公司吸引人才，也有利于提升员工的专业技能。

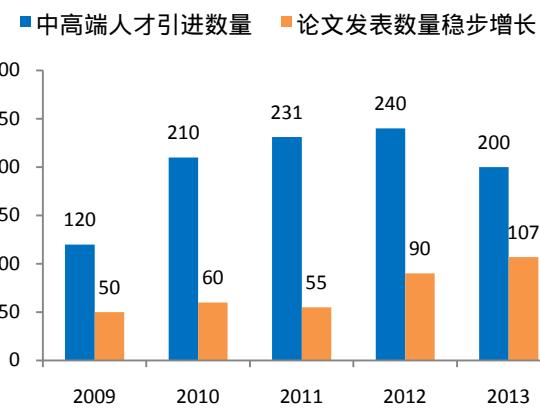


图表17. 爱尔历年培训人才数量增多(人次)



(资料来源：公司公告、广证恒生)

图表18. 爱尔中高端人才不断增加



(资料来源：公司公告、广证恒生)

与高校联盟培养储备人才

公司2013年5月与中南大学合作成立中南大学爱尔眼科学院；学院计划以高级人才培养为特色，每年招收30名硕士生和10名博士生。2014年7月底，公司又与湖北科技学院合作成立“爱尔眼视光学院”主要培养视光专业本科人才，作为视光人才培养基地，公司先后成立的爱尔眼科学院和爱尔眼视光学院，完全覆盖了本科、硕士、博士的教学和培养，打通了公司产学研的一体化通道，增强了公司人才积淀的厚度和学术科研的深度。公司有自己的后备人才培养基地，增强了人才储备的“自我造血”能力，人力资本有望不断强化，很大程度上避免了与公立医院人才的争夺。

图表19. 公司积极设立人才培养基地



(资料来源：公司公告、广证恒生)

合伙人计划激励和吸引人才

人才培养出来后，关键是要能留住人才，公司除了在员工薪资上在同业更有竞争力以外，还首推“爱尔合伙人模式”。其主要针对内部及新建医院的核心员工和外部引进的重要人才，让合伙人成为新医院的股东，使以医生为主体的骨干实现从“雇员”到“股东”身份的转变，也是从“工作”到“事业”的转变，让员工以主人翁的角色参与到公司扩张发展过程中，充分挖掘和释放核心员工的积极性和创造性在新建医院中发挥骨干带头作用。合伙人的股权将在新建医院达到一定盈利标准后上市公司以现金、股票或者二者结合的方式进行收购，为合伙人的投资提供了退出通道，实现合伙人阶段性的回报和长期激励，而投资回报率与其所在医院的经营绩效直接挂钩，激励计划侧重于中长期，有利于新建医院可持续成长。



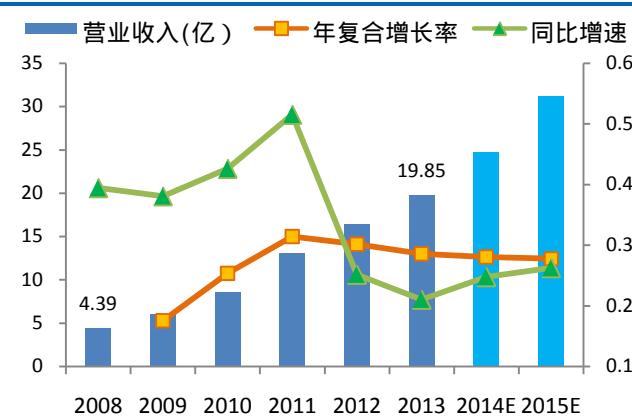
3. 连锁扩张助业务持续高增长

公司的连锁扩张由点及面，目前已经初步形成有效的全国覆盖网络，通过扩张布点有效提高公司各项业务的业绩。

多年来公司业务快速发展，2008~2013年期间，公司营业收入从4.39亿上升至19.85亿元，净利润从0.61亿增长至2.23亿元。7年来，收入与净利润年均复合增速为27%与26%，除了2012年“封刀门”时间业绩增速有所下滑外，基本多年维持持续高增长状态。

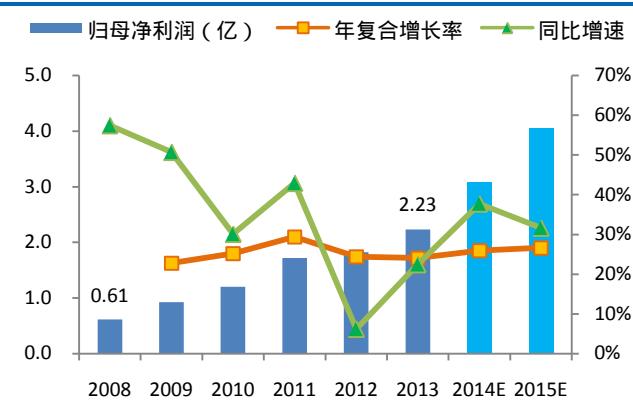
2014年前三季报，实现营业收入18.38亿元，同比增长21.94%，实现归属母公司净利润2.55亿元，同比增长40.03%，扣非后净利润2.58亿元，同比增长34.03%，EPS 0.39元。今年前三季度业绩看，公司同样保持了以往较高的增长，我们认为，公司业绩良性增长得持续性，说明了公司连锁扩张具有清晰的规划与节奏，使得业绩与扩张保持均衡。

图表20. 公司营业收入持续快速增长



(资料来源：WIND、广证恒生)

图表21. 公司净利润持续快速增长



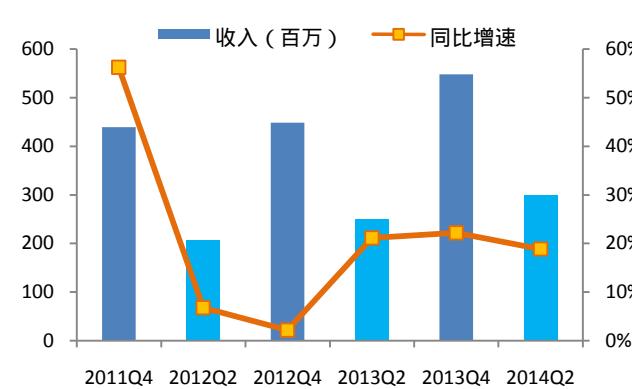
(资料来源：WIND、广证恒生)

3.1 技术升级助力准分子跨过“封刀门”迎来新增长

准分子业务增速恢复到20%

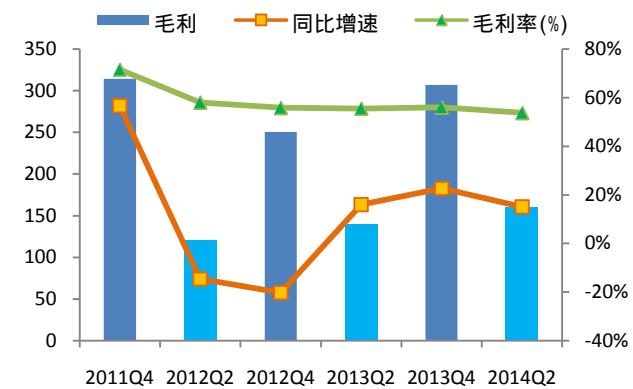
公司最挣钱的是准分子手术，占毛利的32%，2012年“封刀门”事件影响逐步淡化，目前业绩已经逐步恢复，收入增速恢复到20%，而利润增速由2012年底的-20.3%，2014年年中恢复到15%。准分子业务毛利率高，达55%以上，以往最高高达72.6%，2013年的会计准则进行了调整，医院租金计入了成本，而以前是计入管理费用，因此毛利率显示有所降低。

图表22. 准分子业务收入以及增速



(资料来源：公司年报、广证恒生)

图表23. 准分子业务毛利以及毛利率



(资料来源：公司年报、广证恒生)



技术升级助准分子业务跨过“封刀门”影响

准分子手术可永久治疗近视、远视、散光等屈光不正，医学发展日新月异，从1987年激光用于临床矫治视力开始，27年中通过新技术不断研发与进步，医生技能不断成熟和完善，术前检查不断苛严和精确，近视手术的安全性、稳定性、和多样化已经提升到更高的层次。公司一方面不断的升级屈光手术设备，引入“飞秒”“全飞秒”，基本实现“飞秒”设备全面覆盖，“全飞秒”设备已配备10台，另一方面加强了术前检查的规范，严格根据手术要求筛选病人，术前做好充分的评估，并引入眼前节分析仪，其可检查角膜后表面，避免术后出现圆锥角膜，做到安全性第一。在专家协会以及眼科医院的宣传教育之下，消费者对准分子手术的疑虑正逐渐消除。

2012年的“封刀门”后，消费者偏向选择高端的手术，省会城市中高端的手术占比达80%。高端的飞秒手术在10000元/例，相比于以前的普通准分子手术4500元/例，利润空间扩大，毛利率更高。2013年以来，公司准分子手术业务恢复情况良好，推动营业收入同比增速逐季提升。

图表24. 不同准分子手术特点概述对比

项目	技术特点	特点&副作用	国内应用时间(年)	设备价格	手术价格(元)
激光光学角膜切削术 PRK	刮除角膜上皮，对角质基膜进行激光消融	术后不适，角膜混浊，屈光回退	1993	—	已淘汰
准分子激光原地角膜消除 LASIK	激光切开角膜基质，板层刀制作角膜瓣，	容易出现炫光、光晕、夜间视力下降等副作用，适用于中轻度近视	1995	400万	4500
准分子激光上皮下角膜磨镶术 LASEK	切开角膜上皮，用酒精制作角膜上皮瓣	容易出现炫光、光晕、夜间视力下降，适用于高度近视	2001	400万	6000
飞秒激光	飞秒激光制作角膜瓣；精度是板层刀的10倍，安全性好	出现炫光、光晕、夜间视力等副作用的概率较小	2005	1000万	8000-10000
个体化飞秒激光	引导飞秒激光按设定的Q值（角膜非球面化参数）个体化切削	基本杜绝了炫光、夜间视力下降的副作用，并避免患者眼球轴向转动而导致的手术失败	—	>1000万	12000-15000
全飞秒激光 SMILE	无需制作角膜瓣，切口小，更微创。切口小、微创	可消除因角膜瓣制作引起的并发症，发生炫光的概率相比飞秒激光更小	2013	2000万	20000-25000
ICL(人工晶体植入术)	无需去除/破坏角膜组织，	可随时取出，几乎无副作用，安全性高，手术可逆	2013	—	15000/单眼

(资料来源：公开信息、广证恒生)

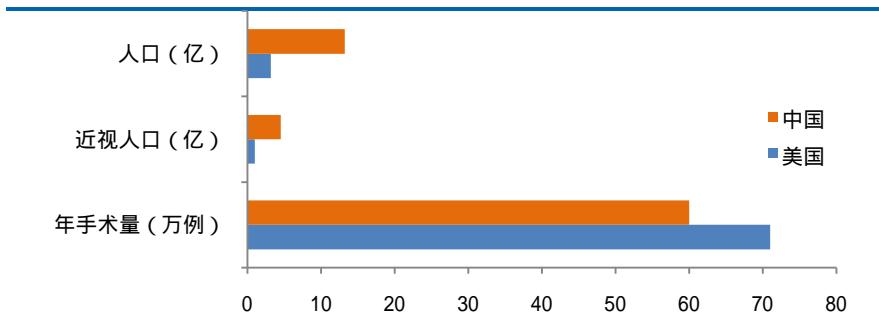
准分子业务市场空间超250亿

2013年，世界卫生组织最新研究报告称，目前全球约14亿人罹患近视，到2020年预计增长至25亿。其中，中国近视人群比例达47%，与美国(42%)、日本(46%)、新加坡(59%)以及我国港台地区(56%)一样，同属全球近视患病率最高区域。我国近视眼人数世界第一，我国人口是美国人口的4倍，近视人口是美国人口的4倍，但是目前两国每年的屈光手术量接近，说明我国准分子激光手术渗透率低，潜在的需要做屈光手术的人群很大，随着人们消费水平的提高，以及对生活质量有更高的要求，视力矫正的需求会越来越多，目前美国每年手术量在75~80万例，如参照美国的年手术量/近视人口比例，我国准分子手术容量可达到280万例/年，按每例9000元，市场容量在250亿。目前公司准分子收入5.5亿，拓展的空间极



大。

图表25. 准分子市场渗透率低



(资料来源：公司资料、广证恒生)

由于屈光手术业务对设备的依赖性较强，这就决定了具有资金优势、规模优势、人才优势的行业龙头将强者恒强。公司在国内属于眼科领域龙头企业，具有绝对的优势，市场占有率有望逐步提升。

图表26. 爱尔眼科是国内连锁医院龙头具有规模优势

名称	成立时间	基本情况&规模
爱尔眼科	2003	全国有 60 余家连锁医院，在全国 24 个省份设连锁医院，三级医院主要集中在湖南湖北
麦格集团	1994	在成都、重庆、南充、天津、石家庄等地有 6 家眼科医疗结构
博爱医疗	1995	在北京、江西、河南和山东有 4 家中外合作眼科中心
瑞普医疗	2003	在兰州、成都、合肥、郑州、乌鲁木齐等城市开班了 6 家眼科医院
艾格眼科	2007	在武汉、郑州有 2 家
公立医疗机构	成立早	复旦大学附属眼耳鼻喉科，中上大学眼科中心、中南大学湘雅二院眼科、华中科技大学附属同济医院等，主要解决眼科疑难杂症。

(资料来源：公司资料、广证恒生)

3.2 白内障被压抑的需求正加速释放

国内白内障市场渗透率为发达国家的 1/4

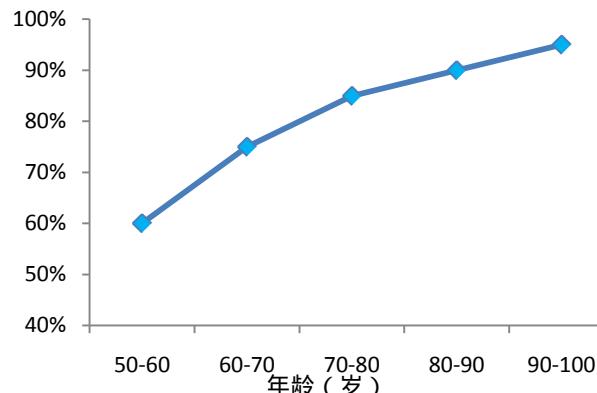
白内障是我国老年人低视力及盲的主要原因，在 60 岁以上的低视力及盲的患者中，由白内障所致者占 73%，在上世纪 90 年代末期，视力低于 0.3 的白内障病人约有 500 万人，随着我国人口平均寿命延长和社会老龄化，每年约新增白内障人数约 40-120 万，目前尚无特效防治的药物，主要治疗方法仍为白内障摘除手术，然而由于人力、物力和财力相对不足，每年只能解决 40 万人左右，随着人口老龄化的加剧，白内障患病形势也变得日益严峻起来。

白内障是可避免的盲，因此白内障手术是复明工程，视力低于 0.3 即可以做白内障手术。目前国家对白内障手术的投入正逐步加大，普通的白内障手术，价格在 4300 元，落后的地区略低在 2000-3000 元，在国内大部分地区白内障手术都被纳入医保范围。

目前我国白内障市场渗透率低，每百万人白内障手术率 (CSR) 处于较低水平，约 1200 人次/百万人，而国外是 4000-5000 人次/百万人，主要是百姓对白内障手术的认知不足或者无力进行支付。随着白内障手术的宣传普及以及医保的推进，白内障手术将得到扩容，预计每年能达到 100 万人次。

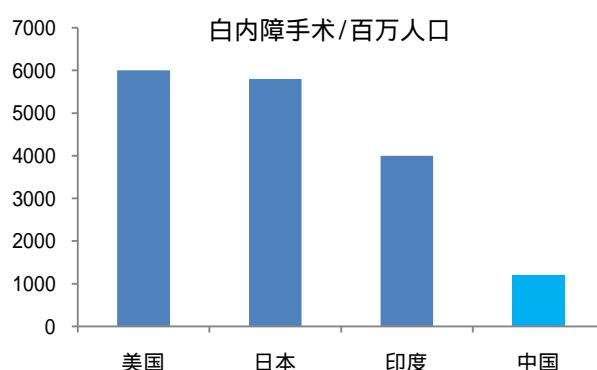


图表27. 不同年龄阶段人群的白内障患病率



(资料来源: SFDA 南方医药经济研究所、广证恒生)

图表28. 我国白内障手术市场渗透率低

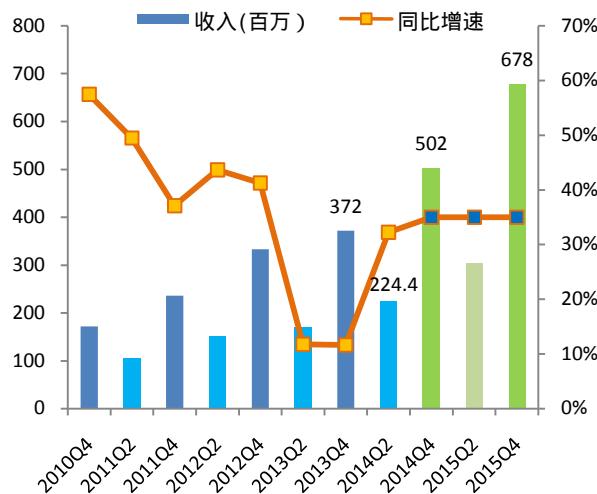


(资料来源: 南方医药经济研究所、广证恒生)

白内障业务有望保持持续 35% 的高增长

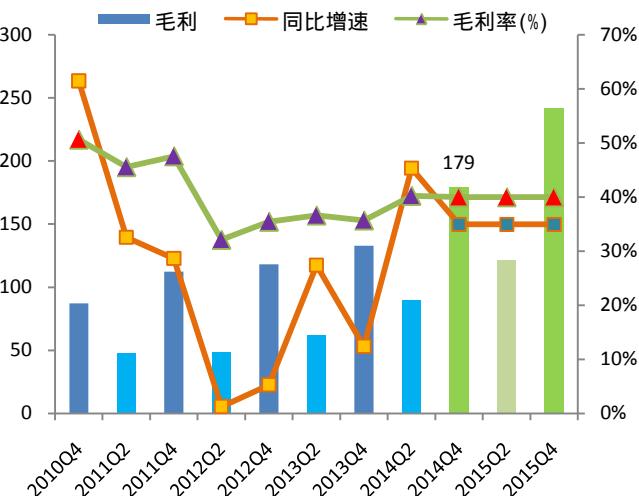
与同行对比，爱尔的服务到位，白内障手术之前会反复检查多次，并跟社区结合做好手术前后的服务工作，提高手术效率，也方便老百姓。目前，爱尔有 3 家医院的白内障手术量在国内排名位于前 20。白内障手术在 2013 年由于手术单价下降，增速有所下滑，今年得以恢复。营收与净利润增速在今年上半年增速分别为 32.2% 和 45.3%，未来有望保持持续 35% 以上的高增长，而毛利率保持在 40% 左右。因此我们测算白内障业务今年有望突破 5 亿收入，实现毛利约 1.8 亿。

图表29. 爱尔白内障业务收入及增速



(资料来源: 公司资料、广证恒生)

图表30. 爱尔眼科白内障手术毛利及毛利率



(资料来源: 公司资料、广证恒生)

3.3 视光服务业务成长可期

视光服务相比商业配件的专业优势

临床视光服务它包括儿童屈光发育档案的建立；圆锥角膜治疗；视觉功能训练；屈光手术、眼科术后视觉质量改善、角膜接触镜的健康验配等，这些属于眼科临床有技术条件、有设备却没有时间和人力资源来做，而眼镜店又不具备技术资源开展的项目。所以临床视光服务所提供的远远超出眼镜店配镜，如视光医疗服务能为在圆锥角膜等疾病早期通过视光学的方法治疗和控制，避免手术，这是眼镜店处理不了的。

验光配镜只是视光服务的内容之一，单从这个内容看，医学验光与普通验光也截然不同，正规医学验光是以人眼的综合功能为依据，全面、精准，为配镜者配戴既舒适又能起到医疗保健作用的眼镜提供了科学的依据。通过医学验光后的配镜者，视疲劳发生率低，近视状态稳定；而普通验光由于未考虑视功能的

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



其他方面，如双眼单视功能、立体视功能等因素，则容易出现头晕、恶心、视疲劳、视物不清、近视度数加深等症状。普通验光只进行了医学验光的1/5，医学验光仅验光病历的内容就有21项之多，并综合各种情况出具科学的验光处方，达到配镜清晰、舒适和医疗保健的目的。

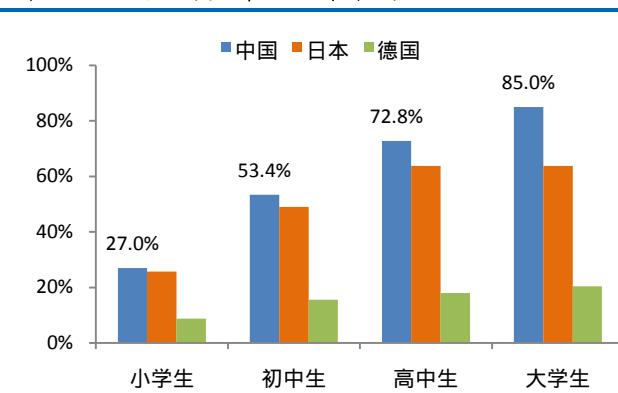
图表31. 视光服务与商业眼镜店对比

	眼视光医疗服务	眼镜店
眼疾病性质	主要解决眼功能性方面异常的问题：如眼睛屈光状况、双眼协调、立体视觉和眼的变焦功能的异常近视控制等。	解决屈光不正如近视、散光等的问题
眼疾病谱	近视、远视、散光、隐性斜视、调节集合功能异常等	近视、远视、散光、老花
检查方法和手段	综合验光仪、眼用三棱镜、马氏杆、立体视图、角膜地形图、A超、角膜曲率计、眼压、对比敏感度仪等	电脑验光仪、镜片箱
治疗途径	框架、角膜接触镜、视觉功能训练、	框架、隐形眼镜
从业人员	眼视光医生、视光师	验光员

(资料来源：眼科杂志、广证恒生)

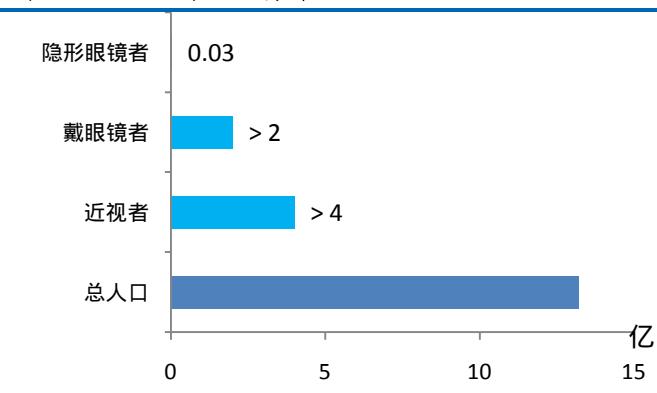
我国是近视发病率最高的国家之一，全国近视患者约4亿，居世界第一，这个数目还在不断的扩大，尤其对于青少年，由于长期伏案学习，已经电脑、电视等对视力的损害，近年来近视率不断增大，有抽样调查统计显示，在校大学生的近视率接近90%，高于日本以及德国。4亿近视患者中，有2亿实际戴眼镜者，占总人口1/7，又有300万戴隐形眼镜者，说明我国视光专业服务的市场非常大。

图表32. 我国青少年近视率最高



(资料来源：卫计委、广证恒生)

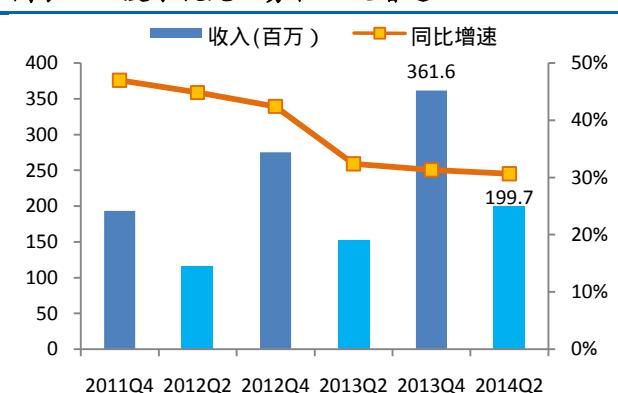
图表33. 视光专业服务市场容量大



(资料来源：公司资料、广证恒生)

公司视光业务增长幅度都达到30%以上，毛利率持续维持在50%以上，预计未来业务能维持高增速。

图表34. 爱尔视光业务收入及增速



(资料来源：公司资料、广证恒生)

图表35. 爱尔眼科视光业务员毛利及毛利率



(资料来源：公司资料、广证恒生)

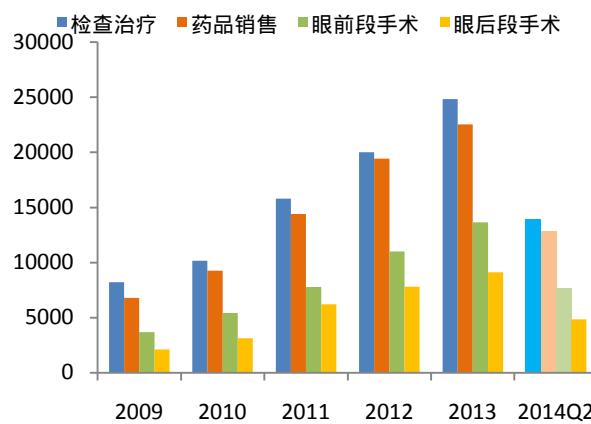


3.4 业务逐步进入高壁垒领域，发展为全眼科医院

准分子、白内障两大业务技术难度并不高，在眼科医疗中属于相对初级的医疗项目，近年来，公司对于高技术含量的领域涉入不断加深，由原本的准分子手术、白内障手术，逐步过渡到“全眼科”诊疗服务。

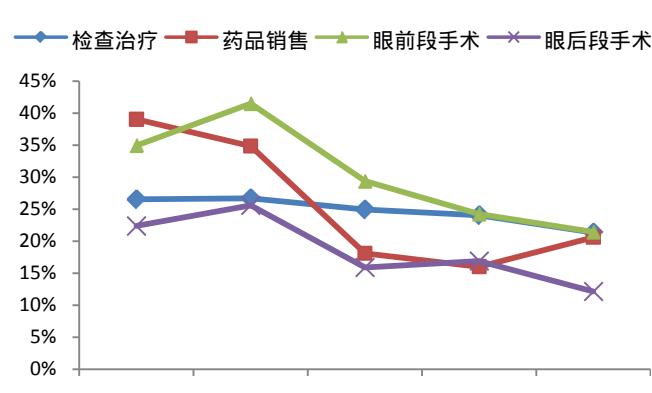
包括眼前段手术和眼后段手术业务技术难度较高，眼后段手术包括眼底病、玻璃体切除和单纯视网膜脱离手术等。近年来这些领域公司不断取得进展，营收增长率保持在 20%以上，辅助的检查治疗服务，增长率常年保持在 25%的增速，而药品销售也维持在 21%的增速。其次公司还拓展提供眼镜美容服务，为公司创造新增长点。

图表36. 爱尔其他业务营收逐年增长



(资料来源：公司资料、广证恒生)

图表37. 爱尔其他业务增速基本在 20%



(资料来源：公司资料、广证恒生)

4. 盈利预测与假设

根据对公司各项业务的分析，以及市场的评估，我们对公司的收入假设如下表。

准分子业务恢复稳健增长，2014-16 年实现收入 6.6/8.5/10.7 亿元，对应同比增速 21.3%，28.6%，26.1%；

白内障业务继续维持增长，2014-16 年实现收入 4.2/4.9/5.9 亿元，对应同比增速 12.9%，17.7%，20.2%。

视光业维持高速增长，2014-16 年实现收入 4.8/6.7/9.4 亿元，对应同比增速 35.0%，38.0%，40.0%。

药品销售业务增长平稳，2014-16 年实现收入 2.7/3.3/4.05 亿元，对应同比增速 27.1%，27.1%，27.1%。

图表38. 营业业务收入假设与测算

		2012	2013	2014E	2015E	2016E
医疗服务	收入	1,170.03	1,396.15	1,684.90	2,112.06	2,646.42
	同比增速	20.2%	19.3%	20.7%	25.4%	25.3%
	毛利率	46.6%	47.4%	48.3%	48.1%	48.4%
视光服务	收入	275.36	361.59	488.15	673.64	943.10
	同比增速	42.4%	31.3%	35.0%	38.0%	40.0%
	毛利率	50.6%	51.9%	51.2%	51.2%	51.2%
药品销售	收入	194.32	225.45	270.54	330.06	405.97
	同比增速	34.9%	16.0%	20.0%	22.0%	23.0%
	毛利率	27.2%	26.9%	27.1%	27.1%	27.1%
其他	收入	0.37	1.78	1.96	2.15	2.37
	同比增速	100.0%	381.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	90.0%	94.6%	95.0%	95.0%	95.0%
合计	收入	1,640.08	1,984.97	2,445.54	3,117.92	3,997.86



同比增速	25.1%	21.0%	23.2%	27.5%	28.2%
毛利率	45.0%	45.9%	46.5%	46.6%	46.9%

(资料来源：公司资料、广证恒生测算)

5. 投资建议

我们预计 2014-2016 年公司营业收入同比增长 23.2%，27.5%，28.2%，净利润分别同比增长 25.0%，27.7%，29.1%。EPS 0.47 元/0.61 元/0.80 元，目标价格为 35 元，对应 PE 为 74 倍、57 倍和 43 倍。我们认为，爱尔眼科扩张战略清晰，战术到位，人才培养体系完备，二级医院布局基本结束，2013 年以来三级医院的布局有望快速复制，另借助并购基金模式能扩大投资能力并解决并购项目来源，未来将保持每年 20~30 家的扩张速度，实现到 2020 年达到近 200 家的目标。作为中国的眼科医院第一品牌将迎来大发展，政策利好医疗服务的大环境下，公司的估值理应长期溢价，爱尔眼科从 2009 上市以来动态 PE 平均值在 67.5 倍，而眼前估值只有 56 倍，被低估，我们给予“强烈推荐”的投资评级。

6. 风险提示

连锁扩张低于预期，医疗事件。



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1015.8	1227.7	1664.6	2152.8	营业收入	1985.0	2445.8	3118.6	3999.1
货币资金	619.7	546.4	876.2	1225.8	减：营业成本	1074.0	1308.5	1666.1	2124.3
应收帐款	166.8	201.0	256.3	328.7	营业税费	2.8	2.4	3.0	3.9
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	销售费用	229.2	288.7	368.1	472.0
预付帐款	59.3	67.5	78.1	91.4	管理费用	346.9	425.8	542.9	696.1
存货	116.4	151.4	192.8	245.8	财务费用	-3.0	-11.7	-14.2	-21.0
其他流动资产	53.6	261.2	261.2	261.1	资产减值损失	14.7	10.0	10.0	10.0
非流动资产	1093.8	1159.2	1095.2	1101.1	投资和汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	70.0	0.0	0.0	营业利润	320.4	422.1	542.7	713.8
固定资产	567.8	568.7	562.3	549.7	加：营业外收支	-15.5	-10.0	-12.0	-12.0
在建工程	47.8	18.5	7.4	3.7	利润总额	304.9	412.1	530.7	701.8
无形资产	14.3	14.3	14.3	14.3	减：所得税	85.6	113.5	146.1	193.2
其他非流动资产	464.0	487.8	511.2	533.4	净利润	219.3	298.6	384.6	508.6
资产总额	2118.8	2397.2	2770.8	3266.0	减：少数股东损益	-4.2	-9.0	-11.5	-15.3
流动负债	377.9	461.3	572.1	714.3	母公司所有者净利润	223.5	307.6	396.2	523.8
短期债务	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS	0.52	0.47	0.61	0.80
应付帐款	270.3	341.1	434.3	553.7					
其他流动负债	107.6	120.2	137.8	160.6	主要财务比例	2013	2014E	2015E	2016E
非流动负债	2.1	2.3	2.3	2.3	成长能力				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入增长率	21.0%	23.2%	27.5%	28.2%
其他非流动负债	2.1	2.3	2.3	2.3	营业利润增长率	26.9%	31.7%	28.6%	31.5%
负债总额	380.0	463.6	574.3	716.7	净利润增长率	22.4%	37.6%	28.8%	32.2%
少数股东权益	72.8	63.8	52.3	37.0	获利能力				
股本	432.6	653.5	653.5	653.5	毛利率	45.9%	46.5%	46.6%	46.9%
留存收益	1233.4	1480.0	1792.3	2208.1	净利润率	11.3%	12.6%	12.7%	13.1%
股东权益	1738.8	2197.3	2498.0	2898.6	ROE	12.6%	13.6%	15.4%	17.5%
负债与股东权益	2118.8	2660.9	3072.4	3615.2	ROIC	19.6%	24.1%	20.9%	26.5%
					偿债能力				
现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E	资产负债率	17.9%	17.4%	18.7%	19.8%
经营活动产生现金流量	412.7	91.8	385.8	497.9	负债权益比	21.9%	21.1%	23.0%	24.7%
净利润	219.3	298.6	384.6	508.6	流动比率	2.69	2.66	2.91	3.01
加：折旧和摊销	164.8	29.3	30.4	31.2	速动比率	2.38	2.33	2.57	2.67
资产减值准备	14.7	10.0	10.0	10.0	营运能力				
财务费用	3.6	2.7	-11.7	-14.2	总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	存货周转率	18.7	18.2	18.1	18.2
少数股东损益	-4.2	-9.0	-11.5	-15.3	应收账款周转率	19.3	19.4	19.8	19.9
营运资金的变动	8.8	-225.5	-13.5	-15.6	估值比率				
投资活动产生现金流量	-309.5	-70.3	50.0	-20.0	PE(X)	52.3	57.4	44.6	33.7
融资活动产生现金流量	-11.2	171.5	-69.6	-87.0	PB(X)	10.2	8.0	7.1	6.1
现金流净增加额	92.0	193.1	366.1	390.9	EV/EBITDA	26.3	39.4	30.5	23.3

数据来源：wind 资讯，公司公告，广证恒生

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。