

行业高景气，爱尔未来成长空间广阔

——爱尔眼科（300015）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 爱尔眼科：全球规模领先眼科医疗连锁机构

公司是一家全国连锁的专业眼科医疗机构，主要从事各类眼科疾病诊疗、手术服务与医学验光配镜。截至 2018 年，公司已建立 220 余家医院，覆盖全国医保人口超过 70%，年门诊量超过 400 万人，并成功探索出一套适应中国国情和市场环境的眼科医院连锁经营管理模式——“分级连锁”。

❖ 眼科医疗市场维持高增速，私立医院占比持续提升

受需求增加和消费升级的双重作用，眼科诊疗市场容量或不断扩大。预计至 2021 年市场规模或达到 1594 亿元，CAGR 为 13.90%。同时，在我国鼓励社会资本进入医疗领域的大背景下，私立眼科医院市占率预计到 2021 年或增至 20.58%，占比也将持续提升。

❖ 爱尔眼科未来仍有较大增长空间

从市占率上看，公司从 2012 年的 3.56% 增长至 2016 年的 4.84%，市占率实现持续提升，其中 2015-2016 年提升速度明显加快。相信随着民营眼科服务市场的快速发展，同时，公司未来不断通过新建或并购方式加快以地级、县级医院为重点的网点布局，预计营收 CAGR 有望维持在 25-30%，2021 年公司在我国眼科市场的市占率或达 7.66%-9.32%。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

预计公司 2017-2019 年分别实现归属母公司股东净利润 7.33、9.46、12.12 亿元，折合 EPS（最新摊薄）0.46、0.60、0.77 元/股，对应 PE 分别为 76.22、58.43、45.53 倍。目前行业 PE（TTM，剔除负值）中位数为 55.65 倍，考虑到眼科医疗领域行业增速较快，同时公司的品牌、口碑及管理水平的持续提升，新增医院培育周期明显缩短，公司外延式扩张加速显著都对公司形成了直接利好，2017-2019 年公司业绩有望维持 30% 左右复合增长，可以给予一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**眼科诊疗行业医疗事故；并购基金旗下资产注入进度不及预期。

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	4000	5237	6734	8620
+/-%	26%	31%	29%	28%
归属母公司股东净利润(百万)	557	733	946	1212
+/-%	30%	32%	29%	28%
EPS（最新摊薄）(元)	0.35	0.46	0.60	0.77
PE	100.17	76.22	58.43	45.53

资料来源：公司公告、川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

📄 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 医药生物

报告时间 | 2018/2/25

前收盘价 | 35.06 元

公司评级 | 增持评级

👤 分析师

宋红欣

证书编号：S1100515060001

010-66495639

songhongxin@cczq.com

👤 联系人

周豫

证书编号：S1100117080006

010-66495936

zhouyu@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、	爱尔眼科：全球规模领先眼科医疗连锁机构.....	4
1.	分级连锁——独具特色的商业模式	4
2.	公司历史沿革	5
3.	股权结构稳定，大股东控制力强	7
二、	眼科医疗市场维持高增速，私立医院占比持续提升	7
1.	行业高景气，规模 CAGR 有望实现 13.9%.....	7
2.	私立眼科增速显著高于行业增速，市占率或持续提升	10
3.	四点因素支撑未来行业增速	13
三、	爱尔眼科未来仍有较大增长空间	15
1.	消费升级驱动公司业务高速增长	15
2.	多角度解析公司核心竞争力	19
3.	公司市占率提升显著，2021 年或升至 7.66%-9.32%	22
四、	估值评级：首次覆盖给予“增持”评级	23
	风险提示	23
	盈利预测	25

图表目录

图 1: 公司的发展战略	4
图 2: 公司的经营理念	5
图 3: 公司发展历程	6
图 4: 公司股权结构 (截至 2018 年 1 月 8 日)	7
图 5: 我国眼科服务市场规模	9
图 6: 我国眼科疾病门诊患者数量及增长情况	9
图 7: 我国眼科疾病住院患者数量及同比情况	10
图 8: 我国私立眼科医院占眼科市场总规模比例情况	11
图 9: 我国眼科服务市场公立与私立规模比较	12
图 10: 2003-2017 年我国城镇居民人均可支配收入及同比情况	14
图 11: 2012-2017 年我国城镇居民人均可支配收入中位数收入及同比情况	14
图 12: 我国 65 岁及以上人口占总人口比例	15
图 13: 2009-2016 年公司手术业务收入构成	16
图 14: 2009-2016 年公司营业收入及增速	17
图 15: 2009-2016 年公司归属母公司股东净利润及增长情况	17
图 16: 2008-2016 年公司门诊量人次和同比情况	18
图 17: 2008-2016 年公司手术量及同比情况	18
图 18: 公司分级连锁模式图 (部分)	19
图 19: 公司全球布局	20
 表格 1 我国部分私立眼科医院格局情况	12
表格 2 我国社会办医重要政策汇总	13
表格 3 公司主要经营项目	16
表格 4 公司三轮股权激励明细	21
表格 5 2012-2016 年公司在我国眼科市场占有率情况	22
表格 6 2017-2021 年公司在我国眼科市场占有率情况预测	22
表格 7 可比公司估值比较	23

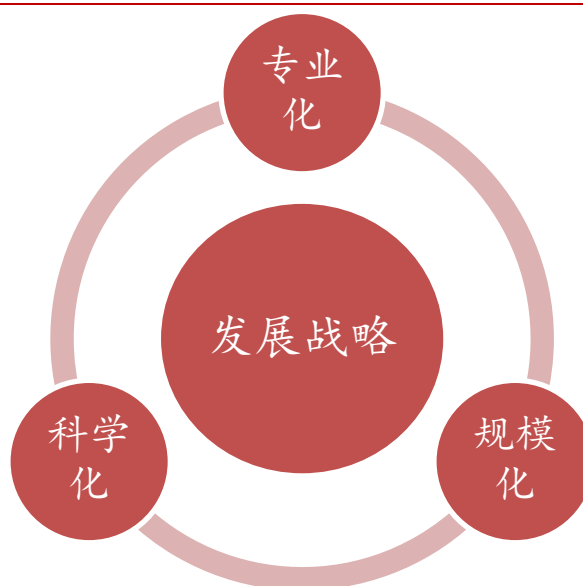
一、 爱尔眼科：全球规模领先眼科医疗连锁机构

1. 分级连锁——独具特色的商业模式

公司是一家全国连锁的专业眼科医疗机构，主要从事各类眼科疾病诊疗、手术服务与医学验光配镜。截至 2018 年，公司已在中国大陆 30 个省市区建立 220 余家专业眼科医院，覆盖全国医保人口超过 70%，年门诊量超过 400 万人。公司独具特色的“分级连锁”商业模式，高度适合中国国情和市场环境，通过不同层级医院的功能定位，提高资源共享效率和品牌的广度深度，逐步形成了全国布局、联通国际的发展格局，公司同时在美国、欧洲和香港还开设有 80 余家眼科医院。使公司跻身全球规模领先眼科医疗连锁机构行列。

公司不仅积极拓展国内眼科服务业务，还致力于引进和吸收国际同步的眼科技术与医疗管理理念，以专业化、规模化、科学化发展战略，推动中国眼科医疗事业的发展。

图 1：公司的发展战略



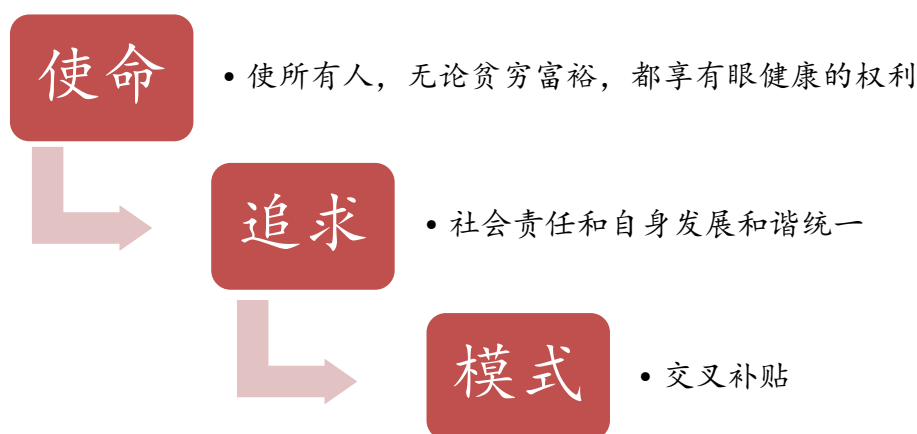
资料来源：公司官网，川财证券研究所

经营模式方面，公司这些年通过不断的探索与实践，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国情和市场环境的眼科医院连锁经营管理模式——“分级连锁”。利用人才、技术和管理等方面的优势，通

过全国各连锁医院良好的诊疗质量、优质的医疗服务和专业的市场推广，使公司逐渐成为全国各地眼科患者信赖的眼科医院。

公司在发展壮大的过程中，始终以“使所有人，无论贫穷富裕，都享有眼健康的权利”为使命，追求社会责任和自身发展的和谐统一，通过开创性的“交叉补贴”模式，一方面为患者提供更高品质的眼科医疗服务，同时全面开展防盲治盲工作、投身社会公益和帮助弱势群体，并联合社会各界，推动整个中国防盲事业的全面发展。

图 2：公司的经营理念



资料来源：公司官网，川财证券研究所

2. 公司历史沿革

公司前身系 2003 年 1 月 24 日成立的长沙爱尔眼科医院有限公司。2007 年 12 月 5 日，经湖南省工商行政管理局登记注册，整体变更设立为股份有限公司，注册资本为 1 亿元人民币，法定代表人为陈邦先生。2009 年 10 月，公司作为首批创业板公司成功上市，标志着我国医疗机构借助资本市场获得发展的开始，具有里程碑意义。2013 年，公司与中南大学联合成立专业的眼科医学院——中南大学爱尔眼科学院，主要培养眼科硕、博士高级医疗人才；2014 年，再度与湖北科技大学联合成立爱尔眼视光学院。2011 年和 2015 年，公司先后成立“爱尔眼视光研究所”和“爱尔眼科研究所”。至此，爱尔眼科打通了眼科的医、学、研三大领域，学院和研究所的成立使公司的科研及临床水平得到显著提升。

随着中国医疗卫生体制改革的进一步推进，公司顺应国家医疗卫生政策和发展趋势，于 2014 年在医疗行业推出“合伙人计划”，致力于改变眼科医生执业的生态环境，最大限度地激发核心骨干的创造力和能动性。

公司专注于眼科医疗服务事业，兴建了 220 余家具有竞争力的专业连锁眼科医院，为更多的人提供高质量、多层次的眼科医疗服务。

截止 2016 年，爱尔眼科所属的专业眼科专家和医生团队达到近 3000 名，包括一大批硕士生导师、博士生导师、博士、博士后、留学欧美的学者以及临床经验丰富的核心专家，是中国眼科领域备受瞩目的有生力量。

在国际化方面，2015 年，公司收购香港亚洲医疗集团，正式开启了国际化步伐。2017 年，爱尔眼科收购美国知名眼科中心，以及欧洲巴伐利亚眼科，国际化步伐更进一步。

图 3：公司发展历程

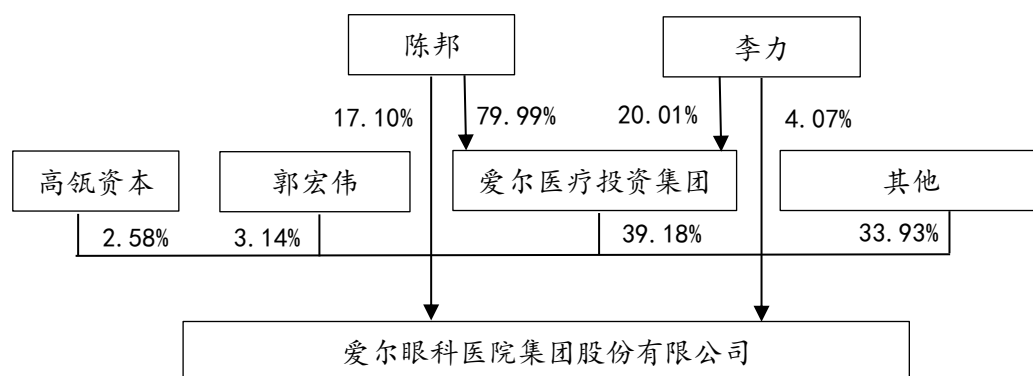


资料来源：公司官网，川财证券研究所

3. 股权结构稳定，大股东控制力强

2017 年 11 月 16 日，公司收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准爱尔眼科医院集团股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可[2017]1999 号），核准公司向特定对象非公开发行股票不超 15,000 万股。公司最终发行股票数量为 62,328,663 股。其中，公司董事长陈邦先生认购 12,465,733 股，高瓴资本管理有限公司（Hillhouse Capital Management Pte. Ltd.）认购 37,181,771 股，信诚基金管理有限公司认购 12,681,159 股。本次非公开发行完成后，陈邦先生直接持有公司 271,135,338 股，占公司总股本比例为 17.10%，其直接及间接控制公司 56.28% 股份。

图 4：公司股权结构（截至 2018 年 1 月 8 日）



资料来源：Wind，川财证券研究所

二、眼科医疗市场维持高增速，私立医院占比持续提升

1. 行业高景气，规模 CAGR 有望实现 13.9%

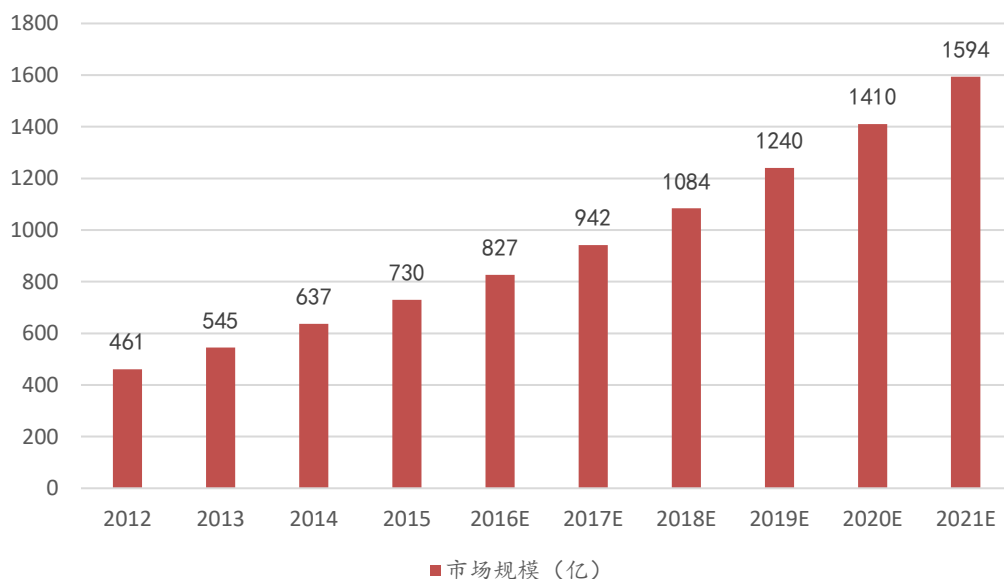
从政策角度来看，推进健康中国建设，是全面建成小康社会，实现人民健康与经济社会协调发展的国家战略。2016 年 10 月，中共中央、国务院发布《“健康中国 2030”规划纲要》，而眼健康作为国民健康的重要组成部分，包括盲在内的视觉损伤严重影响人民群众的身体健康和生活质量，加重家庭和社会负担，是涉及民生的重大公共卫生问题和社会问题。为了切实做好“十三五”期间我国眼健康工作，进一步提高人民群众眼健康水平，2016 年 10 月，国家卫生计生委发布了《“十三五”全国眼健康规划（2016—2020 年）》，将人人享有基本

眼科医疗服务、逐步消除可避免盲和视觉损伤、提高人民群众眼健康水平作为开展眼病防治工作的出发点和落脚点，将眼病防治工作纳入医疗卫生服务体系中统筹规划，采取力度更大、针对性更强、作用更直接的政策举措，提高眼科医疗服务的覆盖面、可及性、公平性和有效性；进一步提高 CSR（每年百万人口白内障复明手术率），到 2020 年底全国 CSR 达到 2000 以上；进一步加强糖尿病视网膜病变等眼病的早期诊断与治疗；重点在儿童青少年中开展屈光不正的筛查与科学矫正，减少因未矫正屈光不正导致的视觉损伤等九大目标。

我国眼科医疗服务需求空间巨大。从眼科患病率来看，现代社会学习、工作、娱乐用眼强度大幅增加，导致各种眼病患病率呈上升趋势，特别是近视人群高发化、低龄化。另外，随着我国居民眼健康知识的逐步普及，人们的眼保健观念将不断增强，对眼科医疗服务的需求持续增加。与此同时，随着人们收入水平日益提高，我国医疗保障制度不断完善，眼科医疗潜在需求将不断转化为现实的有效需求，大量基本需求将逐步升级为中高端需求。

更为重要的是我国现阶段人口老龄化不断加剧，导致眼病患者群体也不断增多，根据民政部公布的《2016 年社会服务发展统计公报》显示，截至 2016 年底，我国 60 岁及以上的老年人口约为 23,086 万人，相当于总人口的 16.7%，其中 65 岁及以上人口为 15,003 万人，占总人口的 10.8%，预计到 2021 年 65 岁及以上人口将再增加约 30%，或达近 1.94 亿人。由于白内障、视网膜脱落及青光眼是困扰老年群体的常见眼科疾病，人口老龄化将导致眼科疾病的患病率上升，促使眼科服务的需求不断上升。眼科手术，尤其是白内障手术，于过去几年已经历巨大的转变及技术发展，各种眼科手术技术的进步将为未来市场增长提供动力。受以上多重因素尤其在需求增加和消费升级的共同作用下，眼科诊疗市场容量或不断扩大。据数据显示，2012 年至 2015 年我国眼科医疗服务细分市场的规模从 461 亿元增至 730 亿元，复合年增长率约为 16.56%，预计至 2021 年该市场规模或将达到 1594 亿元，复合年增长率有望维持在 13.90%。

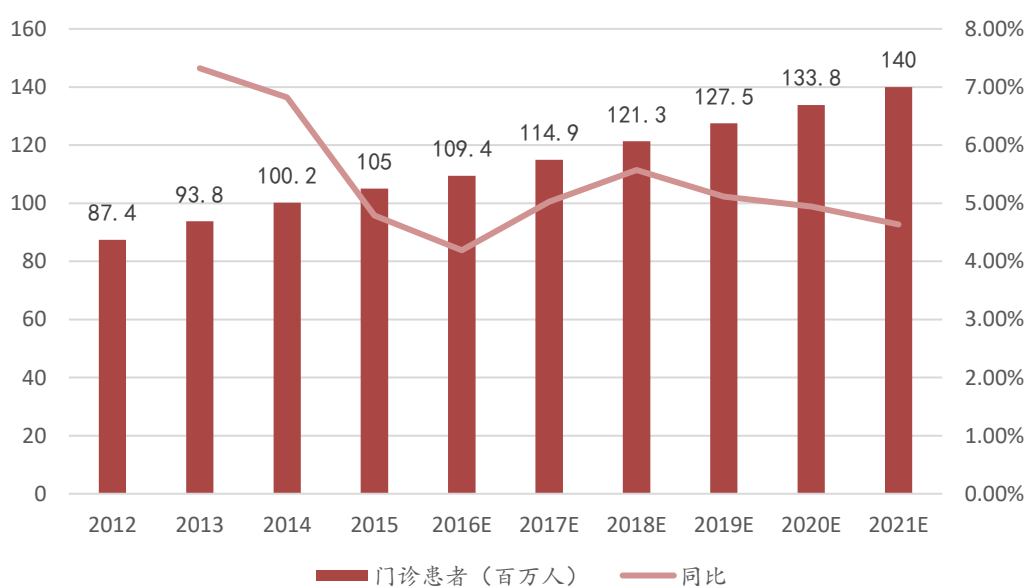
图 5：我国眼科服务市场规模



资料来源：卫计委，Frost&Sullivan Research，川财证券研究所

在眼科服务市场规模不断扩大的同时，我国眼科疾病门诊及住院患者也呈现逐年上升的趋势。具体来看，我国眼科疾病门诊患者数量已从 2012 年的 8,740 万人攀升至 2016 年的 10,940 万人，复合年增长率为 5.8%。预计该人数于 2021 年将达 14,000 万人，即 2016-2021 年间的复合增长率为 5.1%。

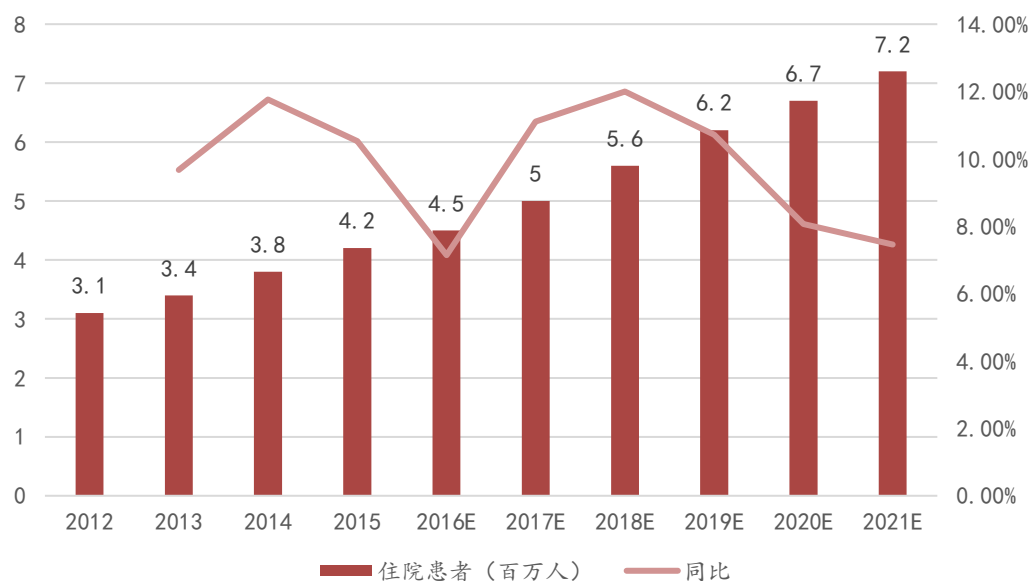
图 6：我国眼科疾病门诊患者数量及增长情况



资料来源：卫计委，Frost&Sullivan Research，川财证券研究所

同时，眼科疾病住院患者数量于 2012-2016 年间则将以 10.2% 的复合增长率增长，预计该人数将在 2021 年达 720 万人，即 2016-2021 年间的复合年增长率为 9.7%。

图 7：我国眼科疾病住院患者数量及同比情况

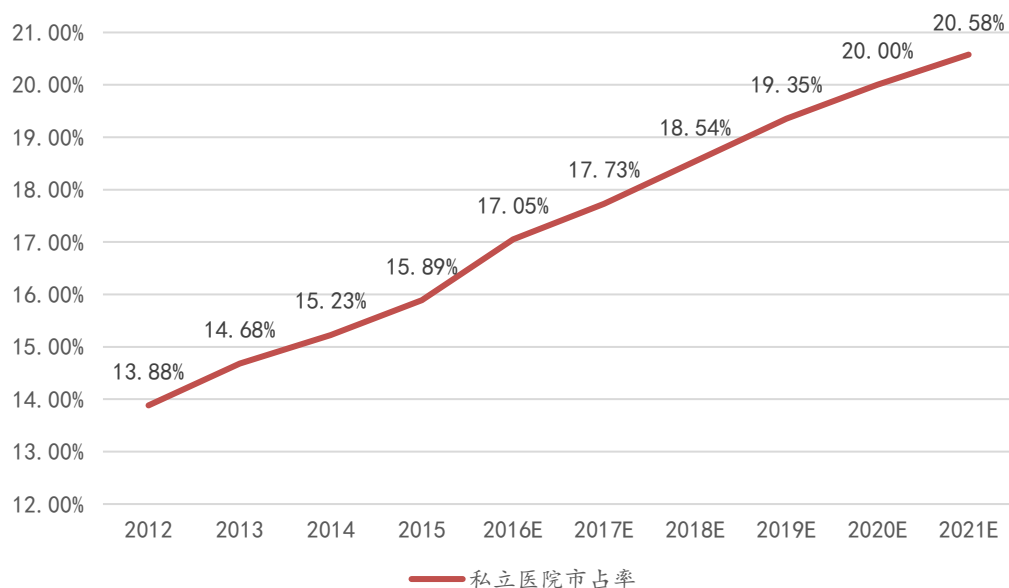


资料来源：卫计委，Frost&Sullivan Research，川财证券研究所

2. 私立眼科增速显著高于行业增速，市占率或持续提升

从我国现有眼科服务市场的格局来看，一直以来占主导地位的都是公立医院，私立医院的市场规模占比则相对较小。不过近几年，在我国鼓励社会资本进入医疗领域的大背景下，私立眼科医院市占率比例已从 2012 年的 13.88% 迅速攀升至 2016 年的 17.05%，预计到 2021 年该数据仍会呈现不断上升的趋势，有望增至 20.58%。

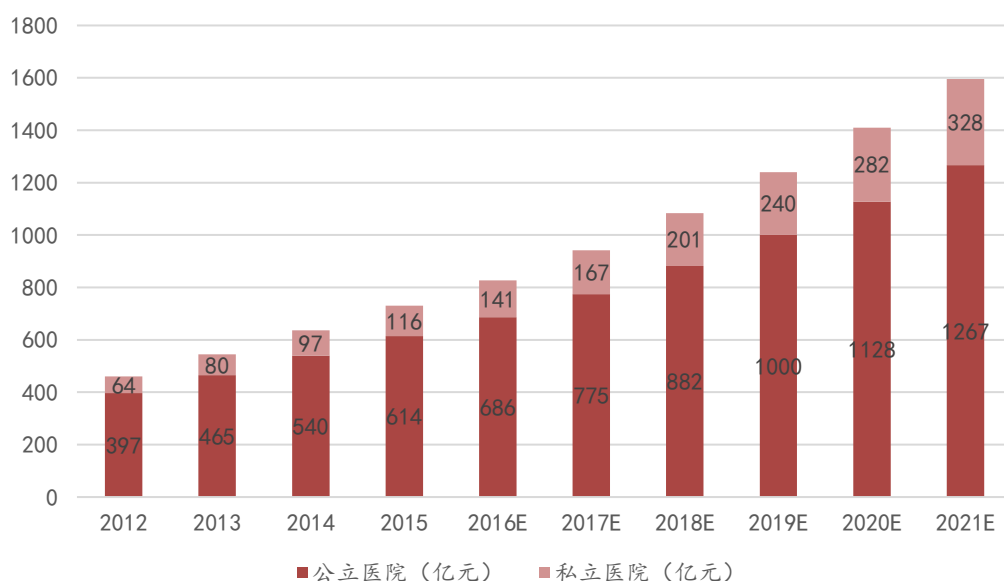
图 8：我国私立眼科医院占眼科市场总规模比例情况



资料来源：卫计委，Frost&Sullivan Research，川财证券研究所

从我国私立眼科服务市场规模来看，已从 2012 年的 64 亿元增加至 2016 年的 141 亿元，复合年增长率为 21.7%，同期，公立眼科服务市场规模亦从 397 亿元增长至 686 亿元，复合年增长率为 14.6%，慢于私立眼科医院规模增速，且在全国公立医院医保控费大背景下，我们认为这种趋势仍将持续。预计私立眼科服务市场规模于 2021 年将达 328 亿元，即 2016-2021 年间复合增长率可达 18.4%，而公立眼科服务市场规模将于 2021 年增至 1267 亿元，即 2016-2021 年间复合增长率为 13%。

图 9：我国眼科服务市场公立与私立规模比较



资料来源：卫计委，Frost&Sullivan Research，川财证券研究所

随着私立眼科服务市场规模的快速增长，预计越来越多的社会资本将流入眼科服务领域，这也使得私立眼科医院在整个眼科服务领域的地位不断抬升。我国私立眼科医院也在近十年来呈现出快速发展的势头。虽然总体看，登陆资本市场的眼科医院数量并不多，但相信在以爱尔眼科为代表的上市公司超行业发展的背景下，会有越来越多的眼科医院步入资本市场，完成资本扩张。

表格 1 我国部分私立眼科医院格局情况

医院名称	成立时间	规模	是否上市
爱尔眼科	2003 年	220 余家	A 股
爱瑞阳光眼科	2008 年	11 家	新三板
希玛眼科	2012 年	2 家	港股
普瑞眼科	2006 年	12 家	否
尖峰眼科	2013 年	4 家	否
华夏眼科	2004 年	44 家	否
上海新视界眼科	2011 年	11 家	否
何氏眼科	2009 年	15 家	否
瑞视眼科	1996 年	3 家	否
艾格眼科	2003 年	3 家	否

资料来源：企查查，各公司官网，川财证券研究所

3. 四点因素支撑未来行业增速

对于整个眼科服务市场来讲，未来行业保持较高增速主要归因于以下四个方面。

1) 政府政策支持

一方面，近些年国务院不断出台社会办医相关政策，从 2010 年 11 月的《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》到 2017 年 5 月国办印发的《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》，都在不同程度上逐步放宽医疗领域准入门槛、拓宽投融资渠道、促进资源流动和共享、优化发展环境。这些政策支持不仅为整个医疗领域的发展带来了推动力，而且也对社会资本拥有较大吸引力的专科医院发展起到了助推作用。

表格 2 我国社会办医重要政策汇总

时间	部门	政策名称	主要内容
2010 年 11 月	国务院	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	放宽社会资本举办医疗机构的准入范围，进一步改善社会资本举办医疗机构的执业环境，促进非公立医疗机构持续健康发展。
2013 年 12 月	卫计委、中医药管理局	《关于加快发展社会办医的若干意见》	加强规划引导，加大发展社会办医的支持力度，支持非公立医疗机构提升服务能力，加强对非公立医疗机构监管。
2015 年 6 月	国务院	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	放宽医疗领域准入门槛，拓宽投融资渠道，促进资源流动和共享，优化发展环境。
2017 年 5 月	国务院	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	对社会力量办医给予更多支持，简化优化审批服务，积极推进一站受理、推广网上审批。

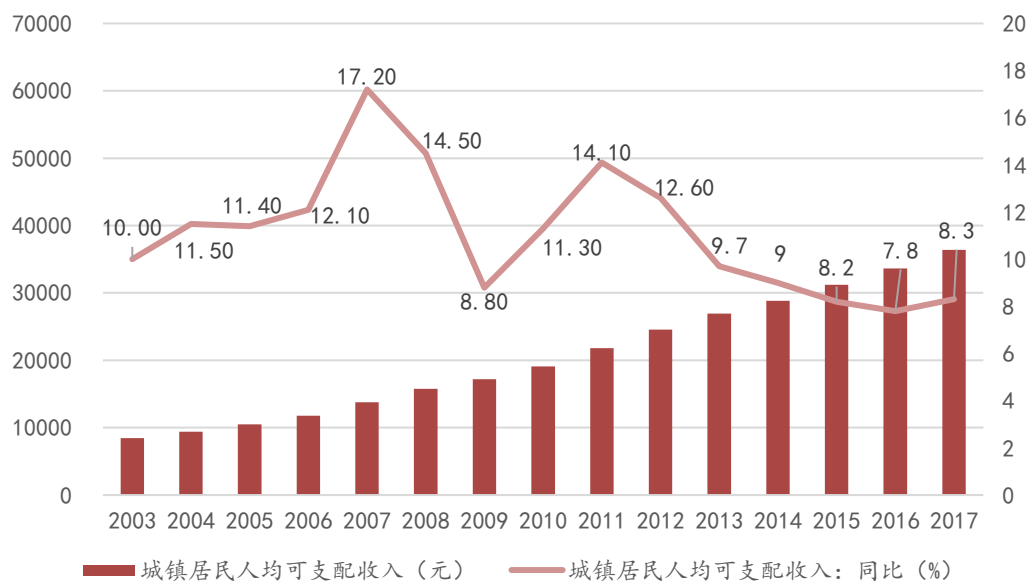
资料来源：国务院，卫计委，川财证券研究所

另一方面，在新一轮的医疗改革进程中，政府大力支持针对白内障等部分重大眼科疾病发展更佳医疗服务。卫计委已实施若干优惠政策帮助白内障患者通过手术治疗恢复视力，将更多眼科疾病纳入医疗保险范围内，并鼓励为眼科医疗机构建立更好的基础设施，从而使大多数人可以承担及接受更优质的眼科服务。

2) 城镇居民可支配收入快速提高

我国城镇居民的人均可支配收入从 2003 年的 8,472 元增至 2017 年的 36,396 元，从数值上看，已实现三倍以上增幅，从年化增长率上看，年复合增长率高达 10.97%。相信城镇居民生活水平的改善以及健康意识及眼部护理意识的提高或推动我国眼科服务市场的快速发展。

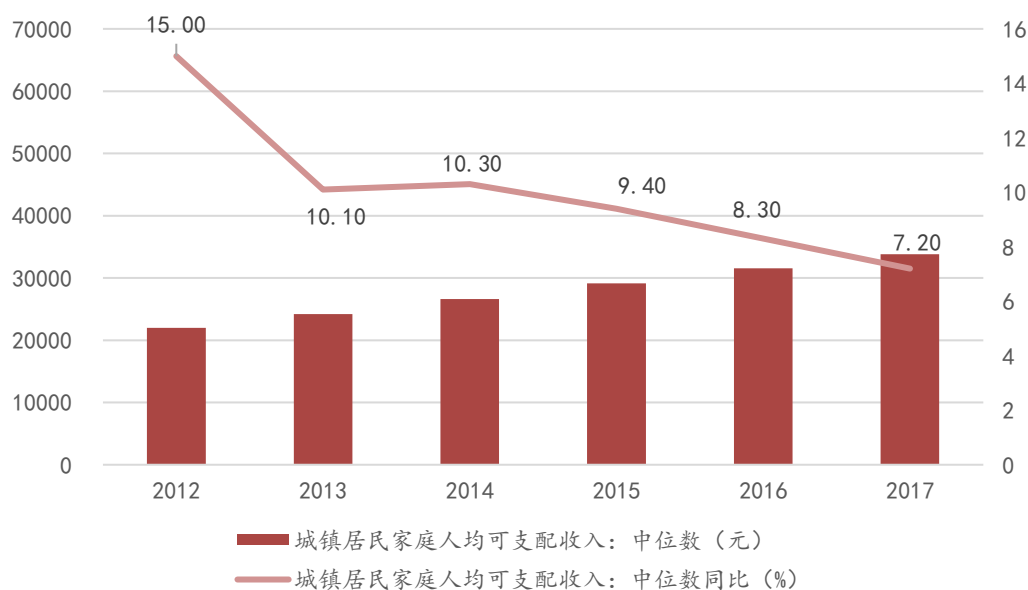
图 10：2003-2017 年我国城镇居民人均可支配收入及同比情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

从我国城镇居民人均可支配收入中位数收入情况来看，2012-2017 年复合增长率达 9% 以上，同期我国城镇居民人均可支配收入 CAGR 则为 8.18%，我国中产阶级群体的不断壮大将导致高消费水平以及对私立医院（尤其是高端医疗服务）的负担能力增强，有助于为眼科医疗机构的发展提供充足的空间。

图 11：2012-2017 年我国城镇居民人均可支配收入中位数及同比情况

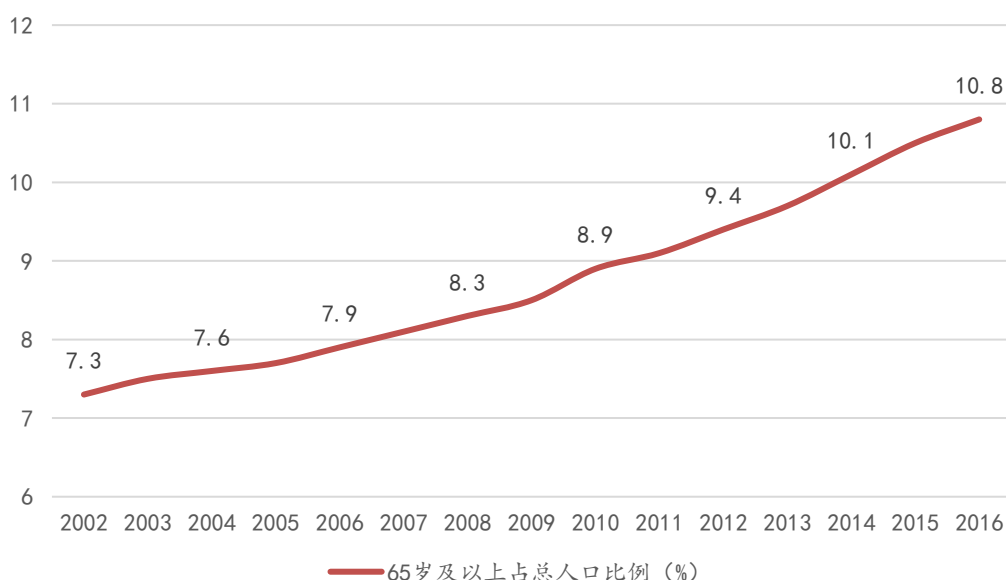


资料来源：Wind，川财证券研究所

3) 患者人数不断增加

我国患者人数正不断增加，一方面，人口老龄化加剧；另一方面，随着科技产品的普及，过度使用数码产品等因素亦导致眼科疾病的患病率不断提升，从而使患者人数增加并推动眼科服务的需求。

图 12：我国 65 岁及以上人口占总人口比例



资料来源：Wind，川财证券研究所

4) 眼科手术的技术进步

近年来随着医学基础研究、临床研究和医学工程技术的不断发展，眼科手术技术已得到显著发展，包括 OCT 血管成像技术（OCTA）的临床应用、近视全飞秒激光手术、青光眼手术、白内障手术技术的进步和机器人微创眼科手术，这些新的技术或为眼科诊疗市场持续扩容提供更为坚实的技术保障。

三、 爱尔眼科未来仍有较大增长空间

1. 消费升级驱动公司业务高速增长

公司主营业务为向眼科疾病患者提供各种眼科疾病的诊断、治疗及医学验光配镜等眼科医疗服务。包括近视、远视和散光诊疗、白内障诊疗、青光眼诊疗、眼底病诊疗、玻璃体视网膜诊疗、斜视及小儿眼科诊疗、角膜病诊疗、眼眶病

诊疗及眼整形等；及在为患者提供眼科诊疗服务过程中，为患者提供眼科药品，包括眼药水，口服药，注射药等；同时，为屈光不正的眼病患者提供验光、配镜。

因为大部分眼病的治疗需要通过手术完成，所以公司核心业务以手术治疗为主。

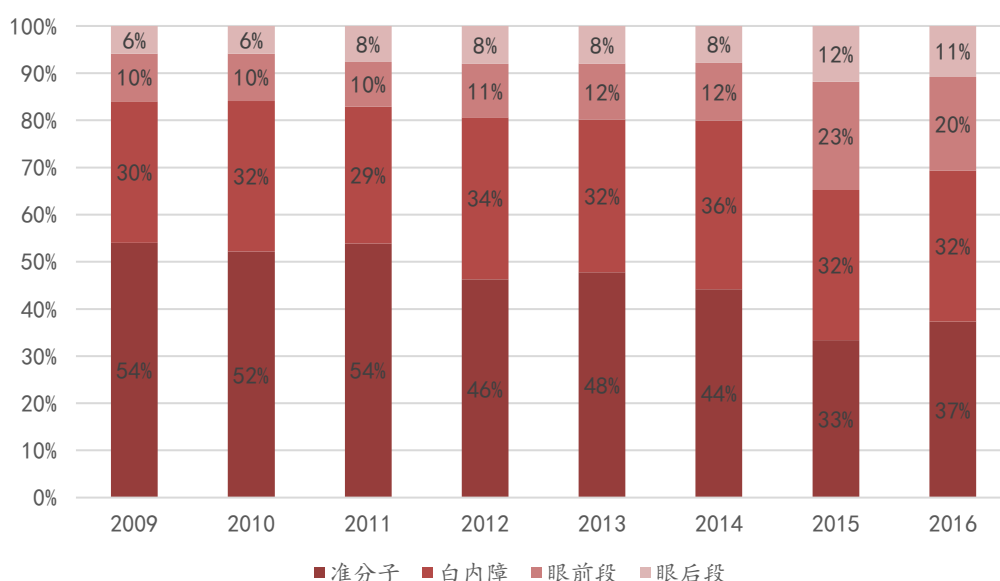
表格 3 公司主要经营项目

诊疗项目	说明
近视手术	近视激光手术和 ICL 晶体植入术
白内障	超声乳化术和晶体植入
青光眼	通过激光或手术治疗降低眼压，保护视神经免受损害
眼底病	视网膜脱离、视网膜病变
眼整形美容	对创伤、退化或其他病因引起的眼部损害进行修复及重建手术
泪道疾病	泪囊炎、泪道阻塞
角膜及眼表	眼角膜移植手术、结膜异物
小儿眼科	肌肉调整手术矫正斜视及弱视

资料来源：公司官网，川财证券研究所

从公司核心业务收入构成情况来看，准分子手术收入占比在经历了上市初期的下滑后，从 2015 年开始已逐步提升。同时，眼前段和眼后段则出现了收入端占比下降的趋势。

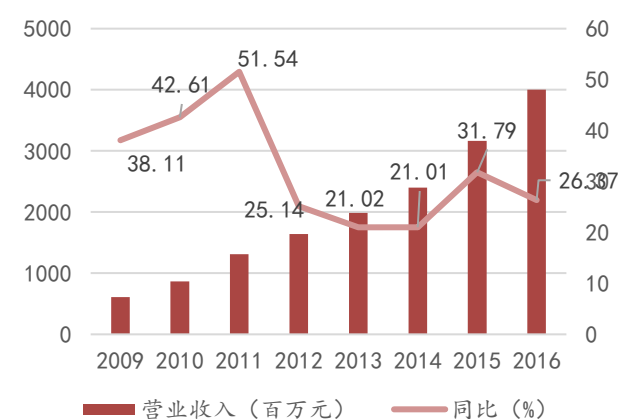
图 13：2009-2016 年公司手术业务收入构成



资料来源：Wind，川财证券研究所

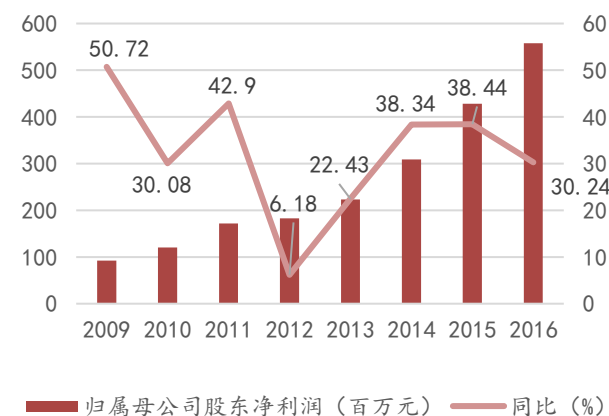
从公司营业收入及增速情况看，2009-2011 年处于高速增长期间，年均复合增长率高达 47.01%，2012-2016 年则实现年均复合 25% 的增长，而归属母公司股东净利润方面，除了 2012-2013 年受“封刀门”事件影响外，均保持了 30% 以上的快速增长。

图 14：2009-2016 年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 15：2009-2016 年公司归属母公司股东净利润及增长情况

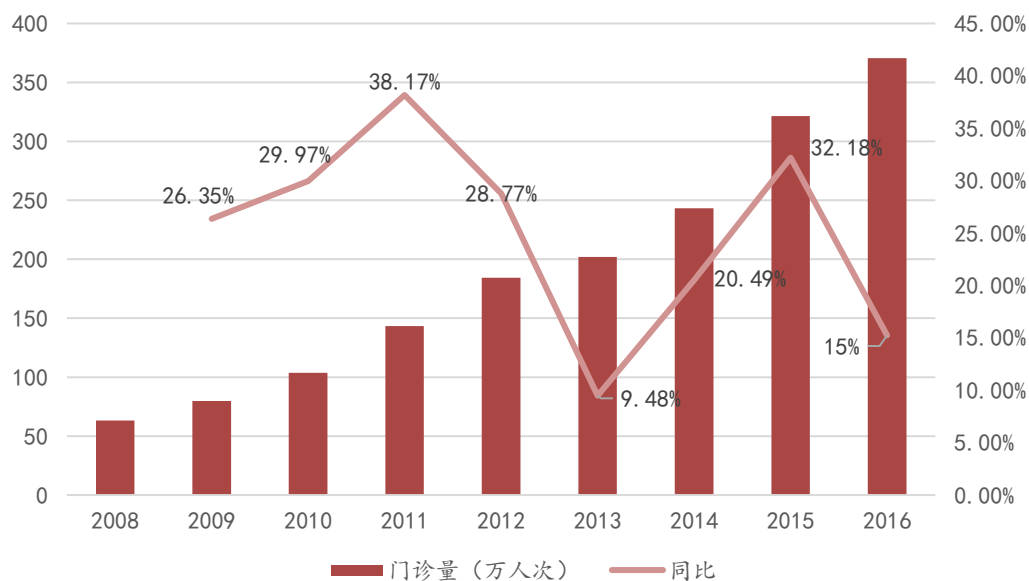


资料来源：Wind，川财证券研究所

从 2017 年度业绩预告情况来看，归属上市公司股东净利润为 72,470.74 万元-75,258.07 万元，同比增长 30-35%，实现业绩快速增长。主要原因一方面，公司经营规模不断扩大，各医院门诊量、手术量快速增加，国际化战略顺利实施；另一方面，由于公司品牌影响力持续增强，各项业务的市场占有率逐年上升，运营效率和经营效益得到进一步提高，确保了 2017 年公司营业收入和净利润持续增长。公司同时披露 2017 年非经常性损益对净利润的影响金额为-3500 万元左右，预计扣除非经常性损益后归属上市公司股东净利润同比增长 39-44%，从非经常性损益部分的构成来看，收入端主要为投资收益和政府奖励，支出端则主要为海外并购中介费用以及慈善捐款。

从门诊量上看，公司从 2008 年的 63.11 万人次增长至 2016 年的 370.55 万人次，年均复合增长率达 24.77%。

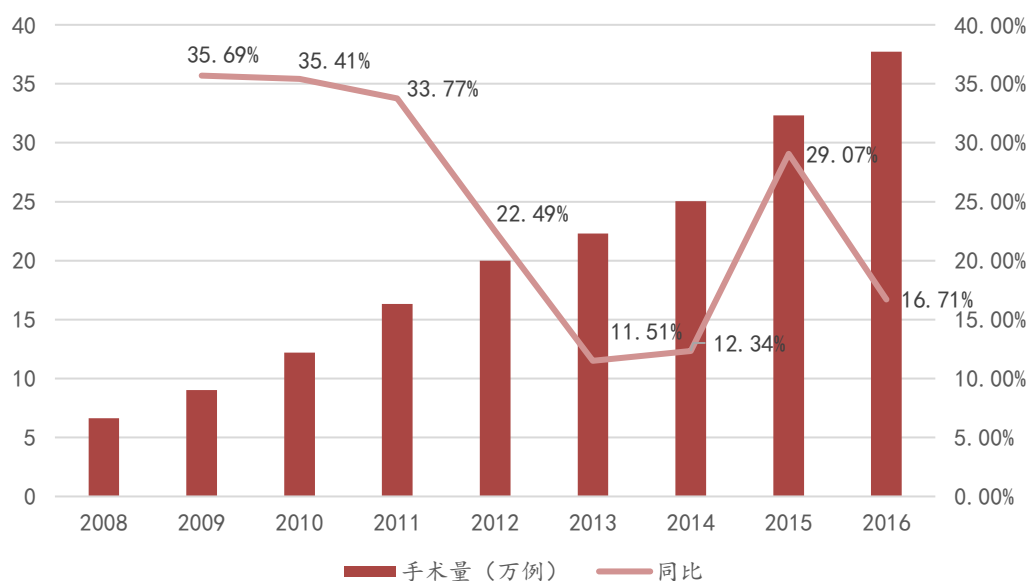
图 16：2008-2016 年公司门诊量人次和同比情况



资料来源：公司年报，川财证券研究所

从手术量上看，公司从 2008 年 6.64 万例增至 2016 年 37.72 万例，年均复合增长率达 24.25%，2008-2011 年期间 CAGR 为 34.95%，2012-2016 年期间 CAGR 则为 18.24%。相较于 2009-2011 年、2012-2016 年公司营业收入年均复合增长 47.01%、25% 来看，营业收入的平均增速显著高于手术量的平均增速，人均手术费用呈上升趋势。

图 17：2008-2016 年公司手术量及同比情况



本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：公司年报，川财证券研究所

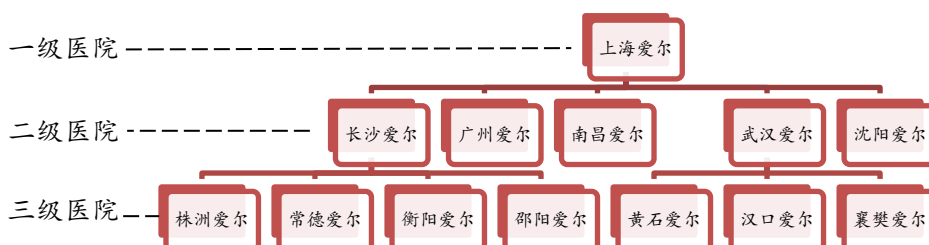
2. 多角度解析公司核心竞争力

公司在激烈的眼科服务领域竞争中，具有比较明显的规模、品牌、科教研、技术、人才和多层次的激励等优势。

1) 分级连锁优势

公司顺应国家的分级诊疗政策，加快完善分级连锁模式，推进以地、县市为重点的医疗网络建设，多个省区逐步形成“连点成片”的局面，资源共享程度快速提高，广大基层患者得以就近享受优质眼科医疗服务。分级连锁通过上级医院给予下级医院进行技术支持，下级医院的疑难患者可以转诊到上级医院，实现了资源配置的最优化和患者就诊的便利化。随着网络建设加快布局，分级连锁优势将进一步彰显。

图 18：公司分级连锁模式图（部分）



资料来源：公司公开资料，川财证券研究所

2) 专业品牌优势

公司在经营过程中不断提升品牌公信力，强化品牌视觉认知，推进公司的品牌内涵建设，共享全球眼科智慧的理念深入人心，全方面提升公司专业权威的品牌形象。公司一方面通过引进国际先进设备、高端医疗人才，以及国内外学术科研开展，促进眼科医疗业务能力建设，提高医疗品质。2016 年公司获得“全飞秒 Simle 手术量全球第一医疗机构”、“ICL 手术量全球第一医疗机构”等荣誉，公司的国际影响力得到了进一步提升；另一方面通过服务流程的优化和服务评价标准的提高，实现了患者服务的标准化和个性化。同时，公司将充分利用互联网及移动互联网技术，不断改善患者就医体验，使患者享受到更加便捷

的就医服务，满足了广大患者多层次的就医需求，增强了患者的满意度，有效促进了口碑传播，爱尔眼科品牌效应稳步提升。

图 19：公司全球布局



资料来源：公司官网，川财证券研究所

3) 科教研平台优势

公司以爱尔眼科学院、眼视光学院、眼科研究所以及眼视光研究所为主体的医教研平台逐步完善。截至 2016 年底，爱尔眼科学院已有包括杨雄里、苏国辉两位中科院院士和中华医学会眼科学分会主任委员王宁利教授等国内外顶级眼科权威共 17 人担任名誉教授、兼职教授或客座教授，爱尔眼科学院首批研究生已顺利毕业。公司还依托科教研平台，开展了多项国家自然科学基金课题，同时又申报了多项国家级课题，并举办了多场具有影响力的国际论坛如“屈光手术国际论坛”、“橘洲视光国际论坛”以及“白内障与屈光手术国际论坛”等高规格、高水平的学术论坛，吸引了全世界的权威专家参会，行业影响力日益增强，医教研一体化优势逐步凸显。

4) 技术与人才优势

公司一方面在不断引进国内外权威眼科专家的加盟，充实核心的专家团队，搭建了学科齐全、经验丰富的医生梯队，为公司的临床诊疗创造了条件；另一方面，公司继续跟踪和引进国际最新的眼科诊疗技术和先进设备，利用远程会诊、异地转诊、专家会诊带教、多中心研究等多种手段，提高技术资源共享能力，不断提高临床、科研技术能力，为患者提供技术系列化，服务多层次化，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

满足患者的多元化需求。公司陆续实现如：27+G 玻切技术、玻璃体消融术、Ahmed TM 青光眼引流阀植入术、Contoura Vision 正常眼角膜地形图引导的个体化手术、角膜胶原交联、双晶体植入术等新技术的临床应用。随着公司国际化战略和科技创新全球化布局的推进，公司在行业的技术和人才优势将会更加突出。

5) 激励机制优势

持续不断汇聚国内外优秀人才、充分激发人才的积极性，是建设百年爱尔、打造一流医院集团的重要保障。一直以来，公司充分利用上市公司平台，先后实施了股票期权、限制性股票以及合伙人计划等多形式、多层次激励措施，使越来越多的核心业务骨干和管理人才与公司结成长期利益共同体，持续分享公司的发展成果，极大地释放核心骨干的工作动能，进一步提升公司整体的竞争力，更好地实现公司在新时期的战略目标。目前，公司的人才培养和引进方面形成了正循环，越来越多的著名专家陆续加盟。完善的中长期激励机制对爱尔眼科的快速连锁复制扩展，起到重要的支撑作用。

表格 4 公司三轮股权激励明细

	第一轮股权激励	第二轮股权激励	第三轮股权激励
限制性股票首次授予日	2011 年 5 月 6 日	2013 年 1 月 16 日	2016 年 6 月 8 日
形式	股票期权激励	限制性股票激励	限制性股票激励
对象	董事、高级和核心管理人员、核心技术（业务）人员	董事、中高级管理人员，核心业务（技术）人员	董事、中高级管理人员，核心业务（技术）人员
规模	198 人	258 人	1557 人
初始行权价格	期权行权价格为 41.43 元/股	限制性股票价格 8.68 元/股	限制性股票价格 14.26 元/股
激励数量	900 万股（含 80 万份预留股票期权）	625 万股（含 62.5 万股预留限制性股票）	2196.91 万股（含 191.01 万股预留限制性股票）
激励总数占当时总股本	3.37%	1.46%	2.23%
行权条件	2011-2016 年相对于 2010 年的利润增长率分别不低于 20%、40%、65%、90%、110%、140%；2011-2013 年和 2014-2016 年的净资产收益率分别不低于 9.6%和 10%。	2013-2015 年相对于 2012 年净利润增长率分别不低于 20%、40%、65%；2013-2015 年净资产收益率分别不低于 10%；锁定期净利润不低于最近三个会计年度的平均水平且不得为负	2016-2019 年相对于 2015 年净利润增长率分别不低于 20%、40%、60%、80%

资料来源：公司《关于向激励对象授予限制性股票的公告》，川财证券研究所

3. 公司市占率提升显著，2021 年或升至 7.66%-9.32%

公司作为全球最大的专业眼科连锁集团，已成为了社会办医的领先者。公司独创的“中心城市医院-省会医院—地级医院—县级医院”分级连锁模式符合国家大力推进的分级诊疗政策，已在技术、服务、品牌、规模、人才、科研、管理等方面形成较强的核心竞争力，多家成熟医院在门诊量、手术量、营业收入等方面逐步占据当地最大市场份额。

据 Frost&Sullivan Research 的测算，2016 年我国眼科市场规模为 827 亿元人民币，2012-2016 年 CAGR 为 15.73%。而在此期间，公司营业收入 CAGR 为 24.97%，增速远超行业。从市占率上看，公司从 2012 年的 3.56% 增长至 2016 年的 4.84%，市占率持续提升，其中 2015-2016 年提升速度明显加快。

表格 5 2012-2016 年公司在我国眼科市场占有率情况

	眼科市场规模（亿元）	爱尔眼科营业收入（亿元）	市场占有率
2012	461	16.40	3.56%
2013	545	19.85	3.64%
2014	637	24.02	3.77%
2015	730	31.66	4.34%
2016	827	40	4.84%
CAGR	15.73%	24.97%	

资料来源：卫计委，Frost&Sullivan Research，公司年报，川财证券研究所

未来几年，相信随着民营眼科服务市场的快速发展，同时，公司产业并购基金不断通过新建或并购方式加快以地级、县级医院为重点的网点布局，纵向推进省域内分级连锁体系建设，加大医院网络的辐射区域，营收 CAGR 有望维持在 25-30%，预计 2021 年公司在我国眼科市场的市占率或达 7.66%-9.32%。

表格 6 2017-2021 年公司在我国眼科市场占有率情况预测

	眼科市场规模 (亿元)	公司营收保守预测 (亿元)	市场占有率	公司营收乐观预测 (亿元)	市场占有率
2017	942	50	5.31%	52	5.52%
2018	1084	62.5	5.77%	67.6	6.24%
2019	1240	78.13	6.30%	87.88	7.09%
2020	1410	97.66	6.93%	114.24	8.10%
2021	1594	122.07	7.66%	148.52	9.32%
CAGR	14.05%	25%		30%	

资料来源：卫计委，Frost&Sullivan Research，川财证券研究所

四、 估值评级：首次覆盖给予“增持”评级

公司作为医疗服务领域稀缺的医院标的，其自身的融资能力、激励机制、运营水平都较竞争对手有较大优势。另外，公司并购基金旗下有超百家医院，未来孵化成熟的医院将逐步注入上市体系。同时，如果爱尔眼科内生增长保持强劲，随着四级连锁和海外并购的助力，公司的连锁扩张模式或将大幅提速。

表格 7 可比公司估值比较

可比公司	股价（元）	EPS（最新摊薄）（元）				PE（倍）			
		2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
美年健康	22.20	0.18	0.24	0.36	0.51	123.33	92.50	62.43	43.80
泰格医药	37.10	0.30	0.58	0.80	1.03	88.19	63.45	46.40	35.88
爱尔眼科	35.61	0.35	0.46	0.60	0.77	100.17	76.22	58.43	45.53

资料来源：Wind，川财证券研究所

注：除爱尔眼科 2017-2019 年 EPS、PE 为我们预期外，其余皆为 Wind 一致预期，收盘价日期 2018 年 2 月 22 日

预计公司 2017-2019 年分别实现归属母公司股东净利润 7.33、9.46、12.12 亿元，折合 EPS（最新摊薄）0.46、0.60、0.77 元/股，对应 PE 分别为 76.22、58.43、45.53 倍。目前行业 PE（TTM，剔除负值）中位数为 55.65 倍，考虑到眼科医疗领域行业增速较快，同时公司的品牌、口碑及管理水平的持续提升，新增医院培育周期明显缩短，公司外延式扩张加速显著都对公司形成了直接利好，2017-2019 年公司业绩有望维持 30%左右复合增长，可以给予一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

眼科诊疗行业医疗事故

眼科诊疗行业医疗事故可能会导致整体眼科服务需求萎缩，进而影响公司整体营业收入和利润水平。

并购基金旗下资产注入进度不及预期

公司并购基金旗下资产注入进度不及预期，将导致公司主营业务收入增速下滑，进而影响公司整体利润水平。

盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1602	2602	5214	6293	营业收入	4000	5237	6734	8620
现金	776	1533	3839	4543	营业成本	2156	2828	3636	4655
应收账款	284	353	462	592	营业税金及附加	7	7	9	12
其他应收款	182	239	307	393	营业费用	512	658	854	1091
预付账款	91	118	153	196	管理费用	627	806	1035	1330
存货	207	295	377	479	财务费用	5	-2	-2	-2
其他流动资产	63	63	75	90	资产减值损失	14	14	14	14
非流动资产	2464	2476	2500	2523	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	21	17	17	18
固定资产	769	633	492	348	营业利润	701	944	1205	1538
无形资产	24	24	25	27	营业外收入	29	21	24	23
其他非流动资产	1671	1819	1983	2148	营业外支出	46	49	48	48
资产总计	4066	5078	7714	8816	利润总额	684	916	1181	1513
流动负债	941	1045	1280	1515	所得税	117	177	222	283
短期借款	0	0	0	0	净利润	567	739	959	1230
应付账款	420	593	762	967	少数股东损益	10	6	13	18
其他流动负债	521	452	518	548	归属母公司净利润	557	733	946	1212
非流动负债	187	252	317	373	EBITDA	923	1158	1421	1754
长期借款	186	250	315	371	EPS (元)	0.55	0.48	0.60	0.77
其他非流动负债	1	2	2	2	主要财务比率				
负债合计	1129	1297	1597	1888	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	156	162	175	193	成长能力				
股本	1010	1515	1578	1578	营业收入	26.4%	30.9%	28.6%	28.0%
资本公积	529	529	2168	2168	营业利润	16.6%	34.7%	27.7%	27.7%
留存收益	1537	1574	2196	2990	归属于母公司净利	30.2%	31.6%	28.9%	28.2%
归属母公司股东权	2781	3619	5941	6736	润				
益					获利能力				
负债和股东权益	4066	5078	7714	8816	毛利率(%)	46.1%	46.0%	46.0%	46.0%
现金流量表					净利率(%)	4.6%	13.9%	14.0%	14.0%
单位:百万元					ROE(%)	20.0%	20.3%	15.9%	18.0%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC(%)	32.5%	43.9%	61.5%	82.2%
经营活动现金流	675	838	1120	1322	偿债能力				
净利润	567	739	959	1230	资产负债率(%)	27.8%	25.5%	20.7%	21.4%
折旧摊销	217	216	218	218		16.58%	19.40	19.81	19.72
	5	-2	-2	-2	净负债比率(%)		%	%	%
财务费用					流动比率	1.70	2.49	4.07	4.15
投资损失	-21	-17	-17	-18	速动比率	1.48	2.21	3.78	3.84
营运资金变动	-106	-119	-49	-126	营运能力				
其他经营现金流	13	20	11	19	总资产周转率	1.09	1.15	1.05	1.04
投资活动现金流	-743	-251	-258	-257	应收账款周转率	15	15	16	15
资本支出	315	0	0	0	应付账款周转率	5.52	5.58	5.37	5.38
长期投资	450	197	200	200	每股指标(元)				
其他投资现金流	22	-54	-58	-57	每股收益(最新摊	0.35	0.46	0.60	0.77
	122	170	1444	-360	薄)				
筹资活动现金流					每股经营现金流	0.43	0.53	0.71	0.84
短期借款	0	0	0	0	(最新摊薄)				
	12	64	65	56	每股净资产(最新	1.76	2.29	3.77	4.27
长期借款					摊薄)				
普通股增加	25	505	62	0	估值比率				
资本公积增加	378	0	1638	0	P/E	100.17	76.22	58.43	45.53
其他筹资现金流	-292	-399	-322	-416	P/B	19.89	15.29	9.31	8.21
现金净增加额	55	757	2306	704	EV/EBITDA	59	47	38	31

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000