



「医疗服务连锁必读」标准化建设奠定爱尔眼科王国

基石

2018.05.31

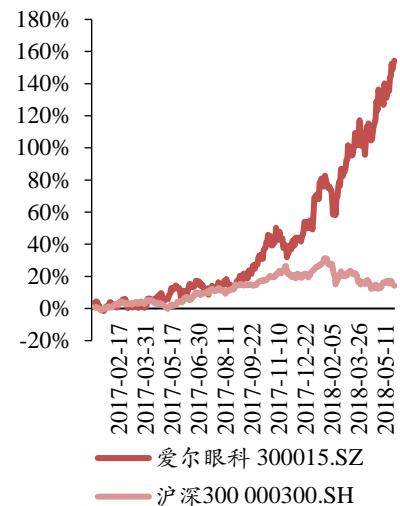
袁季 (分析师、首席研究官)

电话: 020-88836118

邮箱: yuanj@gzgzs.com.cn

执业编号: A1310512070003

爱尔眼科股价走势



导语:

在连锁医疗领域，鲜有企业做到规模扩张和盈利增长兼顾。爱尔眼科上市后近10年将连锁规模从17家发展至200余家（含并购基金）的同时，盈利能力保持在行业前列：2009-2017年营业收入CAGR高达33.08%，毛利CAGR高达31.67%，销售毛利率和销售净利率在扩张期保持稳定，ROE从2009年7.56%逐年攀升至20.14%，堪称行业标杆。

广证恒生在《惟精惟一，大作于细--爱尔眼科式连锁哲学执天下之牛耳》报告中总结了医疗服务连锁经营模式的三大关键能力：基础单元运营能力、连锁复制能力和管理输出能力。最新研究发现，三大能力和标准化息息相关，正是标准化奠定了眼科王国的基石。

一、基础能力标准化建设发端于强大的内生能力

1) “老营”医院盈利能力强，2017年销售净利率达23.55%

2002-2004年建设的7家“老营”医院至2006年全部实现盈利，为爱尔眼科2006-2008年规模扩张扫清后顾之忧；“老营”医院销售净利率高于公司整体水平约10个百分点，是实施新一轮扩张战略的坚强后盾。

2) 四大标准化制式复制基础单元能力，三大“超配”升级单体盈利水平

爱尔不断提炼经营之道，新建医院采用四大标准化制式复制成熟医院的运营模式：选址标准化、人员配置标准化、设备配置标准化和营销工作标准化。

后期以三大“超配”动作升级基础单元能力：增加面积（平均营业面积从2012年5255平方米增长至2017年6573平方米）；增加人员（平均人员规模从2013年130人增长至2017年174人）及提高培训力度；增加先进设备。2012-2017年单位面积净利润的CAGR为3%，2009-2017年人均产出的CAGR为6.78%。

二、“3种维度+3种路径”模式标准化扩张，推动爱尔网点覆盖全国

1.连锁模式方面：“三级连锁”升级为“分级连锁”，利用中心地区的影响力带动网点下沉，加速服务覆盖基层，目前三级医院占比高达62.22%。

2.扩张模式方面：“单轮驱动”升级为“双轮驱动”，以自有资金11.88亿通过产业并购基金撬动潜在的162亿资产。2017年产业基金旗下至少有120家医院，有9家医院进入上市体系，对2017年净利润增长部分贡献率达30.45%。

3.地域扩张方面：以两湖为大本营，逐渐向全国扩建网点。目前网点（含并购基金）覆盖145个地级市，其中包括两湖所有地级市。

三、坚持“利出一孔”管理思想，解放生产力

爱尔深谙管理之道，将客户、员工、股东和社会的利益融合，将价值观与激励约束机制融合，一万五千名员工力出一孔，共同为爱尔的梦想而奋斗。股权激励达到行权条件，合伙人制度平均收益超过20%，实现预期的效果。

创业之路没有尽头，前方有无尽的挑战，唯有永远保持创业的初心才能走得更远。爱尔在路上，未来更精彩！

爱尔眼科公司数据

资产负债率	38.94%
总股本（亿股）	23.84
流通股本（亿股）	18.25
总市值（亿元）	787
流通市值（亿元）	602

相关报告

- 1 看标杆：医疗服务连锁行业龙头爱尔眼科和通策医疗 2017 年报数据深度剖析-20180525
- 2 专科连锁领域竞争格局与策略全面分析：医疗服务行业品牌化集团化质变前夜-20180406
- 3 惟精惟一，大作于细--爱尔眼科式连锁哲学执天下之牛耳-20180127
- 4 【投资主航道专题】大空间加高集中度孕育高市值企业-20180401
- 5 广证恒生专题报告：82岁乐高的商业魔法，极致标准与无限个性的完美平衡-20171215
- 6 【连锁医疗服务专题】医疗服务行业品牌化集团化质变前夜—专科连锁领域竞争格局与策略全面分析-20180407

广证恒生

做中国新三板研究极客





目录

1. 三大标准化能力奠定爱尔眼科王国地位	5
1.1. 眼科医院收入增长率 23.25%，超同期综合医院收入增长率	5
1.2. 规模与业绩齐飞：上市八年连锁规模和营业收入增长十倍	5
2. 基础能力标准化：没有内生能力，扩张只是镜花水月	9
2.1. 爱尔眼科上市前的业绩：设立 17 个网点，毛利率高于市场水平	9
2.2. 加速扩张的底气：“老营”医院家底雄厚	10
2.2.1. 老七家医院推动 2006-2008 年网点迅速扩张	10
2.2.2. 上市前成立的“老营”医院强势带动新一轮扩张潮	11
2.3. 标准化的依托：惟精惟一聚焦眼科医疗服务	12
2.3.1. 坚定不移地向全眼科方向进军，逐步渗透亚专科领域	13
2.3.2. 从两湖到全国，从全国到全球，爱尔争当世界级行业龙头	14
2.4. 标准化的初始建设：四大标准制式固化基础单元能力	15
2.4.1. 选址的标准：选择性价比高、人流密集的中心地带	15
2.4.2. 人员配置的标准：新建医院人员配置结构稳定	16
2.4.3. 设备配置的标准：引进国际先进设备，发挥“分级连锁”优势	16
2.4.4. 营销工作的标准：品牌信息导入+“媒体营销+特定人群营销”组合	18
2.5. 标准化三大“超配”动作打造升级版网点	18
2.5.1. 扩大营业面积：面积利用效率提升，2017 年单位面积净利 1300 元	18
2.5.2. 扩张人员配置：人均产出 CAGR 为 6.78%，占据 8.47% 国内医师资源	21
2.5.3. 扩张设备规模：引进先进眼科设备，保障优质服务	23
2.5.4. 标准化“超配”行为助力新医院转亏为盈	24
3. 复制标准化：从简单复制到升级复制，跨越式扩张	25
3.1. 连锁模式升级，自上而下进行扩张	25
3.1.1. 网点下沉至县级，服务覆盖基层	25
3.1.2. 在中心地区打响“爱尔”品牌，逐步下沉网点	26
3.2. 扩张模式的转变：单轮驱动升级为双轮驱动，连锁规模快速提升	28
3.2.1. 单轮驱动扩张：新设医院增长迅速，培育周期逐步缩短	30
3.2.2. 双轮驱动模式：产业并购基金提供优质标的，加速规模扩张速度	33
3.2.3. 盈利结构趋于平衡，各大分/子医院齐力助爱尔业绩腾飞	35
3.3. 由点及面式扩张：以两湖为大本营，逐步向全国扩张	35
4. 管理能力标准化：坚持“利出一孔”，解放生产力	36
4.1. 满足四大需求，提高员工积极性	37
4.2. 薪酬制度和股权激励机制激励管理层为公司创造更多财富	40
4.3. 加强子公司管理，推动子公司业绩腾飞：分级管理和合伙人计划	41
4.3.1. 分级管理模式保障分工合理，医师资源得到合理分配	41
4.3.2. “合伙人计划”推动 11 家省级医院净利率从 0.6% 上涨至 9%	43
5. 未来十年，爱尔在路上	43

图表目录

图表 1 专科医院市场规模增长快, 2016 年市占率 19.05%	5
图表 2 爱尔眼科的网点数量众多, 遍布全国	6
图表 3 爱尔眼科的业务量远超同行	6
图表 4 爱尔眼科 2009-2017 年营业收入和毛利 CAGR 为 33.08% 和 31.67%	7
图表 5 销售净(毛)利率保持稳定, ROE 稳步上升	7
图表 6 各细分项目毛利率保持稳定, 维持盈利能力	8
图表 7 爱尔眼科的市占率不断提升, 2016 年专科医院市场份额约 25%	8
图表 8 爱尔眼科上市前业绩迅速提升	9
图表 9 上市前手术量和门诊量位于行业首位	9
图表 10 上市前爱尔眼科的细分项目毛利率超过行业平均水平	10
图表 11 最早成立的 7 家公司上市前表现优异, 带动新设立医院茁壮发展	11
图表 12 上市前成立的医院发挥着中流砥柱作用, 净利率超过 20%	12
图表 13 爱尔眼科医疗行业收入占比超过 99%	13
图表 14 2017 年眼前段手术和眼后段手术占比显著高于 2009 年	13
图表 15 2017 年视光收入 11.72 亿元, 占总收入 19.65%	14
图表 16 在全国各地区齐头并进, 华南地区营业收入 CAGR 高达 51.66%	14
图表 17 爱尔医院的地址处于交通中枢地段	15
图表 18 新设医院的人员配置结构	16
图表 19 爱尔眼科医院业务范围涉猎全眼科, 设备先进	16
图表 20 多样化媒体营销+特定人群营销提高知名度	18
图表 21 平均营业面积 CAGR 为 4.18%, 单位面积营收和净利 CAGR 为 3%	19
图表 22 爱尔眼科平均营业面积达到同行之最	20
图表 23 爱尔迁址扩建项目情况	20
图表 24 平均人员规模 2017 年达到 174 人	21
图表 25 2017 年人均产出达到 38 万	21
图表 26 爱尔眼科占据全国 8.47% 的眼科医生资源	22
图表 27 爱尔眼科员工中拥有本科学历将近 6000 人	22
图表 28 爱尔眼科举办多样化培训班提高业务水平, 将培训能力打造为核心竞争力之一	23
图表 29 标准化的“超配”行为助新设医院转亏为盈	24
图表 30 爱尔网点下沉至县级地区, 县级地区将成为未来主要门诊区域	26
图表 31 三级医院占比逐渐上升, 超过一、二级医院总和	27
图表 32 爱尔眼科将省会城市作为各省的根据地	27
图表 33 繁华城市先进行网点建设, 逐步向省内其他城市发展	28
图表 34 外延增长推动爱尔营收增长率超过眼科医疗市场规模的增长	29
图表 35 产业并购基金加速爱尔眼科扩张规模, 2017 年连锁规模 200 余家	30
图表 36 成熟医院营收增长速度较为缓慢	31
图表 37 新成立医院成立初期营收增长速度极为迅速	31
图表 38 新建医院开始年份营收增速高于收购的医院	32
图表 39 复制能力的提升缩短培育周期, 2015 年成立的孝感爱尔和长沙湘江爱尔 1 年就实现盈利	32
图表 40 爱尔眼科参与设立产业并购基金一览	33
图表 41 并购基金旗下医院并入上市体系推动净利润增长 30.45%, 加快网点在全国的布局	34
图表 42 经过并购基金培育的医院在上市后仍有巨大的上升空间	34
图表 43 2017 年前十医院的营收占比下降为 33.44%	35
图表 44 2017 年前十医院净利润占比下降为 57.2%	35



图表 45 爱尔眼科形成以两湖为中心的网点布局.....	36
图表 46 2017 年人均年薪超过 10 万元	37
图表 47 爱尔眼科 2016-2017 年举办学术交流会汇总	37
图表 48 爱尔眼科高度重视学术氛围建设，学术论文高产.....	39
图表 49 爱尔对非高级管理人员的激励力度逐渐加大.....	39
图表 50 参加合伙人计划可以获得丰厚的收益，年收益率超 20%	40
图表 51 股权激励计划授予高管的情况	40
图表 52 爱尔实行“集团-省区-医院”分级管理模式.....	42
图表 53 爱尔眼科的医师资源分配与分级连锁模式相适应.....	42

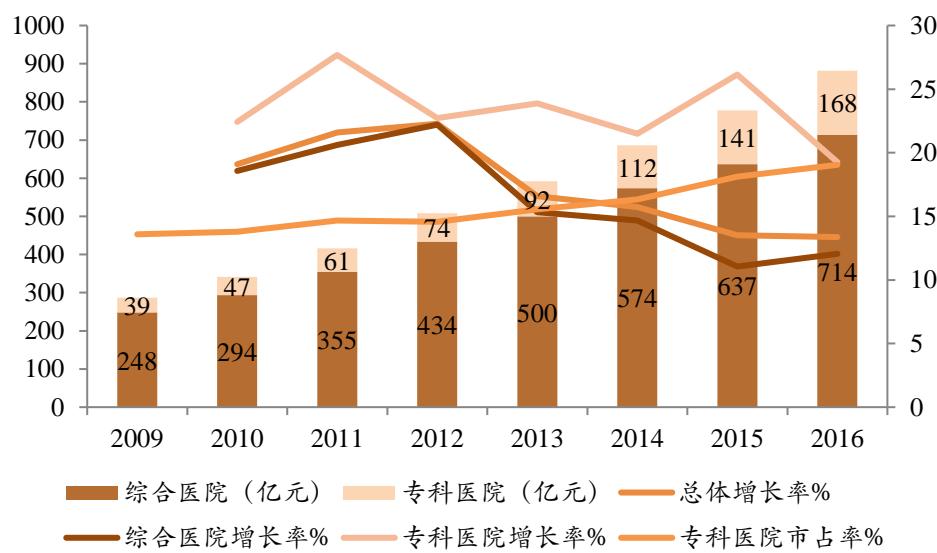
1. 三大标准化能力奠定爱尔眼科王国地位

眼科医院连锁发展到十来个左右网点的不少，再往上就难了，鲜有企业能够做到规模扩张和盈利增长兼备。规模扩大后无法维持原有盈利能力的例子比比皆是。因此，许多专科医院不敢大幅度地扩张，担心扩张之后无法保持原有竞争力。然而爱尔在上市后近 10 年的时间，不仅规模持续大幅增长，而且盈利保持强劲增长，运营能力稳定。爱尔眼科为什么能成为眼科医疗行业第一家 IPO 上市的企业，并且成功实现高速扩张，是不可复制，还是有可以复制的经验？领军人物和团队固然是核心作用，但模式上是否有可复制性呢？眼科市场可以诞生一个爱尔眼科，还能诞生更多的证券化优秀企业吗？眼科市场可以诞生一个迈向千亿市值的上市公司，其他专科市场呢？我们思考了很久，结论是：人的因素固然是核心，但经验的可复制性比预计的要高，其他专科医院没有冲破规模的天花板，主要是在关键点上没有形成能力的升级和突破。在《惟精惟一，大作于细--爱尔眼科式连锁哲学执天下之牛耳》报告中我们提出核心观点：医疗服务连锁经营模式的三大关键能力是基础单元运营能力、连锁复制能力和管理输出能力，基础单元盈利能力是核心，管理输出能力是保障，而规模是结果。本报告进一步强调，标准化建设是内生性能力的结晶，是复制式扩张的关键，是奠定眼科王国的基石。

1.1. 眼科医院收入增长率 23.25%，超同期综合医院收入增长率

在《惟精惟一，大作于细--爱尔眼科式连锁哲学执天下之牛耳》的报告中，我们曾经对我国眼科医疗的市场规模进行过测算。目前我国眼科医疗行业的市场规模增长迅速，2009 年到 2016 年这 8 年间，从 286 亿元增长至 882 亿元，复合增长率达到了 17.6%，很快将成为一个千亿级的市场。在结构方面，由于国家大力支持民营医院，大力发展专科医院，专科医院业务收入增长率明显高于综合医院眼科收入增长率，2016 年专科医院市占率上升至 19.05%。在 2009 年专科医院业务收入仅有 38.71 亿，而 2016 年高达 168.16 亿元，增长幅度将近 5 倍，CAGR 高达 23.25%，相比之下，综合医院的眼科收入的 CAGR 为 16%。

图表 1 专科医院市场规模增长快，2016 年市占率 19.05%



资料来源：国家卫计委，wind，广证恒生

1.2. 规模与业绩齐飞：上市八年连锁规模和营业收入增长十倍

爱尔眼科是唯一在 A 股上市的眼科医疗公司。为上市前网点数量仅为 17 家。上市以来，爱尔眼科稳步进行着扩张的步伐，2017 年连锁规模已经达到 200 余家（含并购基金）。在 2009-2012 年这个时间段，



爱尔眼科的扩张主要以新设和直接收购为主。2013年之后开始走上了杠杆并购方式，通过成立并购基金，探索更大规模的扩张模式，加快网络战略布局。根据公开资料显示，爱尔眼科的连锁规模目前远超同行，国内较为大型的连锁眼科医院华夏眼科和爱瑞阳光眼科只有44家和16家，同时爱尔眼科的网点已经遍布全国，近年来开始往香港、美国和欧洲发展。

图表 2 爱尔眼科的网点数量众多，遍布全国

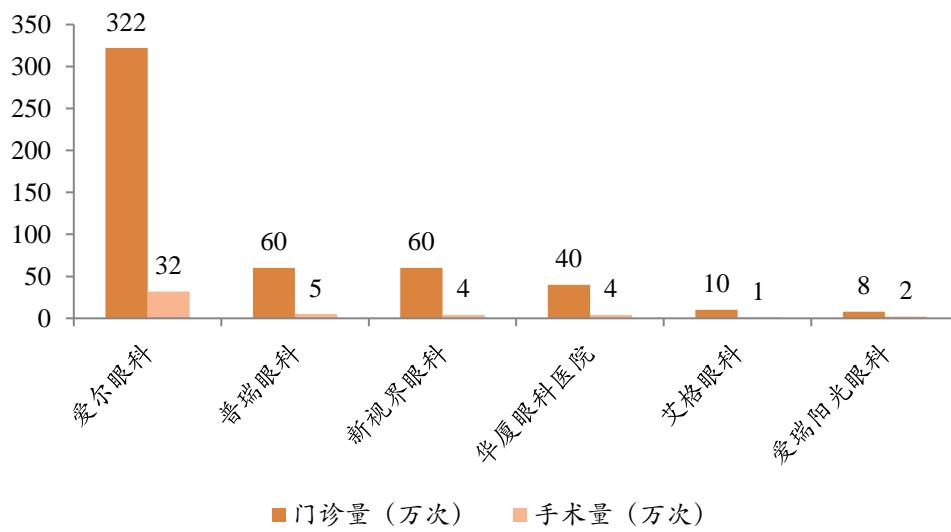
医院名称	成立时间	规模	是否上市
爱尔眼科	2003	200余家	A股
爱瑞阳光眼科	2008	16家	新三板
希玛眼科	2013	4家	港股
普瑞眼科	2006	14家	否
尖峰眼科	2013	4家	否
华夏眼科	2004	44家	否
上海新视界眼科	2011	13家	否
何氏眼科	2009	7家	否
瑞视眼科	1996	3家	否
艾格眼科	2003	5家	否

资料来源：公开资料整理，广证恒生

在规模持续增长的同时，爱尔眼科的业绩也十分亮眼：业务量遥遥领先于其他竞争对手，营业收入和毛利持续增长（CAGR 超过 30%），销售净利润、销售毛利润和各细分项目毛利润保持稳定。

1) 业务量方面：2015 年爱尔眼科的门诊量为 322 万次，手术量为 32 万次，这两个指标都比普瑞眼科、新视界眼科、华夏眼科、艾格眼科、爱瑞阳光眼科加起来还多，爱尔眼科的市场影响力和地位可见一斑。

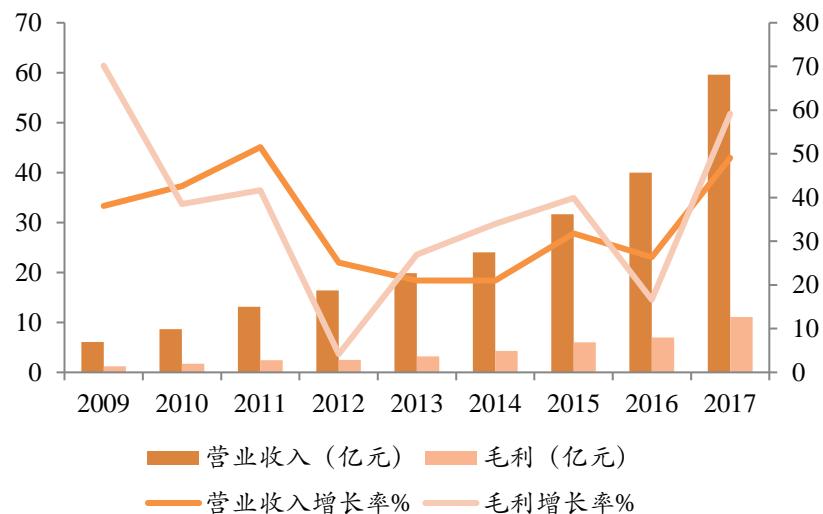
图表 3 爱尔眼科的业务量远超同行



资料来源：公开资料整理，广证恒生

2) 收入方面：爱尔眼科内生增长和外延增长齐头并进、眼科服务量价齐升、各项业务发展迅速，营业收入从 2009 年 6.06 亿元升至 2017 年 59.63 亿元，CAGR 为 33.08%；毛利从 2009 年 1.23 亿元升至 2017 年 11.1 亿元，CAGR 为 31.67%。目前眼科医疗行业市场规模仍然保持强劲增长，预计爱尔在未来几年内的年复合增长率仍将超过 30%。

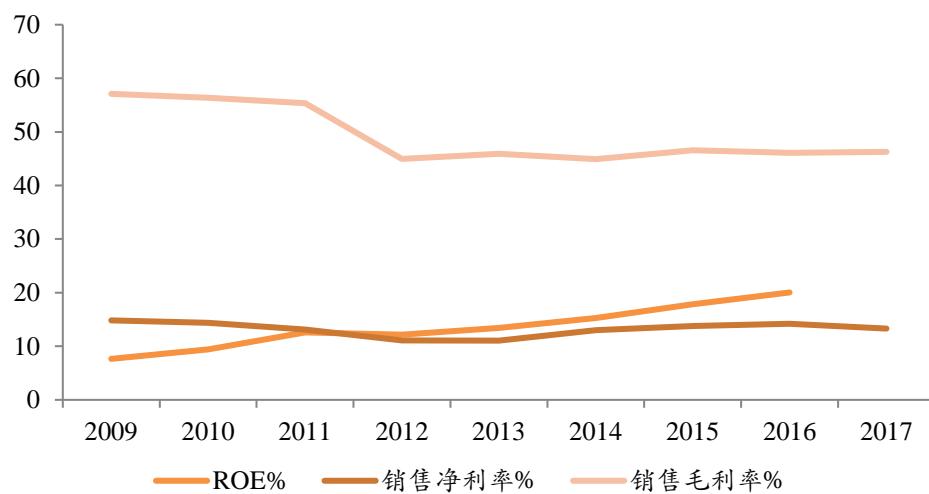
图表 4 爱尔眼科 2009-2017 年营业收入和毛利 CAGR 为 33.08% 和 31.67%



资料来源：国家卫计委，wind，广证恒生

3) 销售净利率和销售毛利率方面：爱尔在进行积极复制扩张的同时，也将自己的营运模式、核心技术、盈利方式等复制到新设立的医院，因此公司在规模变大的同时，整体上保持着标准化的运营结构，销售净利率和销售毛利率保持在 14% 和 50% 左右的水平，没有受到医院数量剧增和营业地域扩张的影响。随着运营模式地逐渐成熟，爱尔眼科的盈利能力也逐步提升，ROE 从 2009 年 7.65% 升至 2016 年 20.04%。

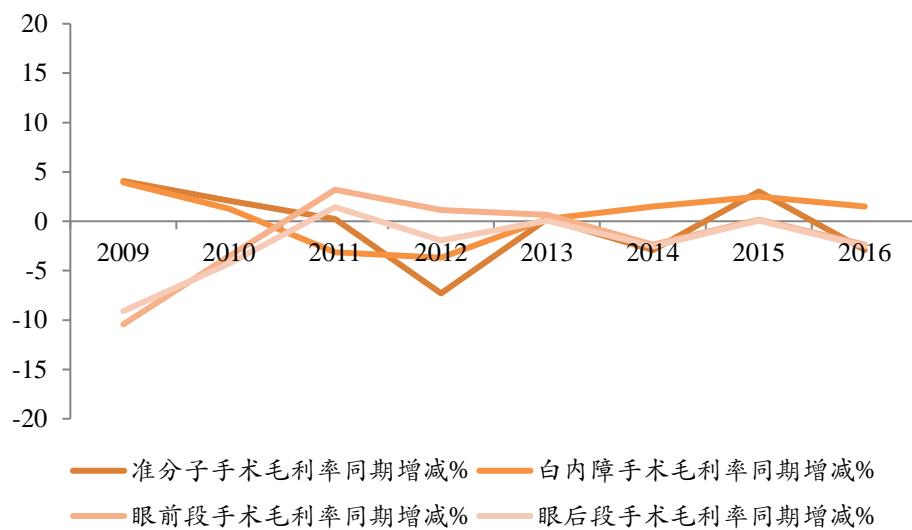
图表 5 销售净（毛）利率保持稳定，ROE 稳步上升



资料来源：国家卫计委，wind，广证恒生

4) 细分项目的毛利率方面：爱尔的扩张行为并没有导致各个细分项目的盈利能力产生大幅度的波动。2009-2016 年，准分子手术、白内障手术、眼前段手术和眼后段手术的毛利率每年的波动不超过 10%（2012 年准分子手术毛利率波动较大是受到“封刀门”事件的影响，不具有参考性），基本都保持在很平稳的水平。这表明爱尔在复制扩张的同时，也将成本端和收入端控制在合理的水平，公司整体保持在一个平稳的盈利模式中。

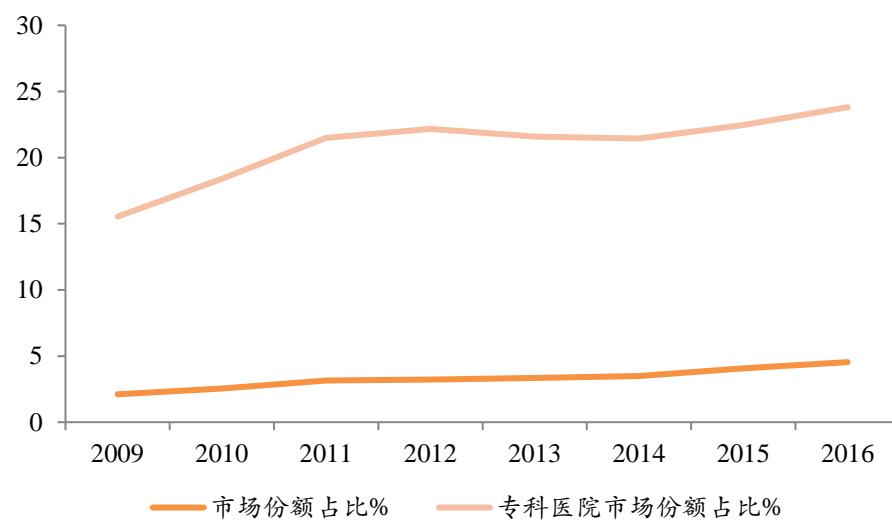
图表 6 各细分项目毛利率保持稳定，维持盈利能力



资料来源：公司公告，广证恒生

规模和盈利能力兼备，使得爱尔眼科的市场占有率达到逐年提升。2009年，爱尔眼科的体内医院的市场份额为2.11%，在专科医院中的市场份额为15.54%；2016年，爱尔眼科体内医院占眼科全市场份额达到将近5%，占专科医院市场份额约25%，在市场中的份额越来越大。随着爱尔在地级市和县级地区进行加速扩张，预计在2020年爱尔眼科体内医院占专科医院的市场份额将达到30%。

图表 7 爱尔眼科的市占率不断提升，2016年专科医院市场份额约25%



资料来源：国家卫计委，wind，广证恒生

爱尔眼科能够做到规模扩大和盈利增长兼顾，得益于他在三大关键能力上形成了突破。三大关键能力和标准化都息息相关：基础单元运营能力是形成标准化的过程和前提，爱尔眼科在上市前已经形成了强大的基础单元运营能力，并在对自身的运营模式进行了提炼和归纳，运用于新开设的医院；连锁复制能力是对基础单元能力标准化的实践，通过有规律的复制扩张，达到“1+1>2”的效果；管理输出的标准化在“神”而不在于“形”，关键在于建设良好生产关系，形成共赢的生态环境，全体员工“利出一孔”，从而解放生产力。

2. 基础能力标准化：没有内生能力，扩张只是镜花水月

爱尔眼科王国的建立首先是依托在强大的盈利能力上，也就是基础单元的运营能力。如果自己的运营盈利能力不行，无论收购还是新设，网点都不可持续。爱尔上市前核心基础单元的运营能力就已领先市场，门诊量，手术量，营业收入等方面都位于行业首位，综合毛利率超过行业平均水平，这为它上市夯实了基础。上市之后的扩张，尽可能地复制原有的基础单元能力，并在标准化建设的基础上，对基础单元的营运能力进行升级，打造升级版网点。正是依靠强大的盈利能力以及基础单元运营能力的标准化建设，爱尔眼科才能做到“大而强”。

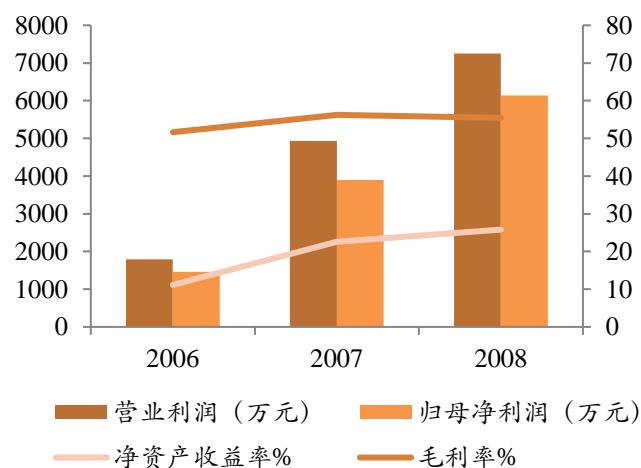
2.1. 爱尔眼科上市前的业绩：设立 17 个网点，毛利率高于市场水平

爱尔眼科在上市前已有近 10 年的经营经验，形成了相对成熟的运营模式，业绩靓丽。2006 年爱尔眼科的营业利润和归母净利润分别为 1789 万元和 1459 万元，2008 年已达 7251 万元和 6137 万元，2 年左右的时候增长了大约 4 倍，营业收入复合年增长率为 101.32%，归母净利润复合年增长率为 105.09%。爱尔眼科在上市前业绩增长十分迅猛，主要原因在于网点规模、客户量增长迅速，毛利率处于市场领先水平，医师团队优秀。

1) 网点规模方面，2006-2008 年爱尔眼科通过“三级连锁”的商业模式，将日益成熟的运营体系扩张复制，进行大量的网点建设，覆盖了以两湖为中心的许多繁华城市，整体规模快速扩大，上市前已有 17 个网点，并大都坐落在消费能力强、眼科市场需求高的城市。

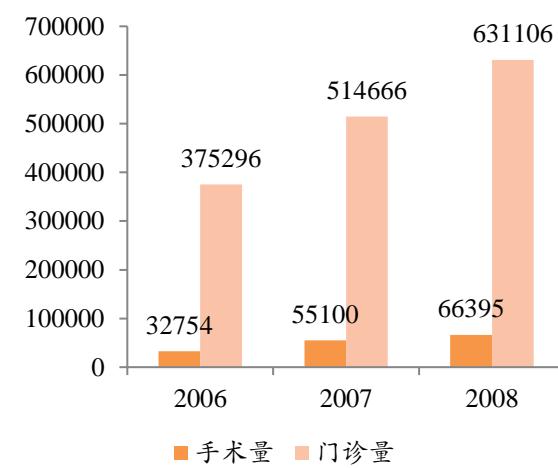
2) 客户量方面，由于网点的迅速扩张，门诊量 CAGR 为 29.68%，手术量 CAGR 为 42.38%。2006 年爱尔眼科的门诊量和手术量分别为 375294 人次和 32754 人次，2008 年爱尔眼科的门诊量和手术量分别为 631106 人次和 66395 人次，都基本在 2006 年的基础上翻了一番。

图表 8 爱尔眼科上市前业绩迅速提升



资料来源：公司公告，广证恒生

图表 9 上市前手术量和门诊量位于行业首位

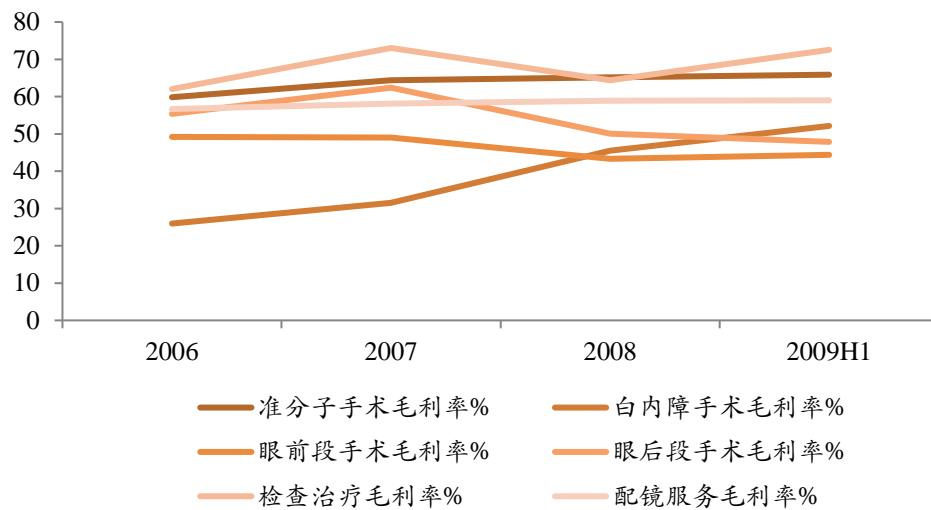


资料来源：公司公告，广证恒生

3) 毛利率方面，爱尔眼科上市前综合毛利率平均在 50%-60% 之间，根据相关公告，当时行业的平均毛利率大约为 40%-50%，爱尔眼科的盈利能力在全国同行业内名列前茅。上市前爱尔眼科各个细分项目的毛利率基本都超过行业平均水平。根据公告，当时的眼科医疗行业，医保范围内的眼科医疗服务项目，如白内障、青光眼等，由于各省（自治区、直辖市）对该等服务项目制定了统一的价格政策，一般毛利率约为 30%-50%。非医保范围内的医疗服务项目，如准分子激光项目，其毛利率相对较高，一般在 50% 以上。对于医保范围内的眼科医疗服务我们取中位数 40% 当作行业的平均水平，非医保范围内的眼科医疗服务我们取 50% 当作行业的平均水平。通过爱尔眼科 2006-2009 上半年的数据来看：爱尔眼科的准分子手术的毛

利率达到 60%，超出了行业的盈利平均水平；白内障手术虽然 2006 年毛利率较低，但随着盈利模式的成熟，在 2009 年上半年，已经达到了 52.14%，是超过了大部分同行的水平；眼前段手术、眼后段手术、检查治疗和配镜服务在 2009 年上半年的毛利率为 44.38%、47.87%、72.58% 和 59.01%，均超过了行业的平均水平，并且随着准分子、检查治疗等项目的单价的上升，这些项目的毛利率有进一步上升的态势。

图表 10 上市前爱尔眼科的细分项目毛利率超过行业平均水平



资料来源：公开资料整理，广证恒生

4) 医师方面，爱尔眼科已经有医师 400 余名，其中高级职称医师 120 余名，包括一批博士生导师、硕士生导师、博士、博士后、欧美访问学者以及临床经验丰富的核心专家。实力雄厚、梯队合理的眼科医师团队为公司做强做大提供了可靠的保障。其中，包含主任医师 40 人(9.98%)、副主任医师 81 人(20.20%)、主治医师 115 人 (28.68%) 以及住院医师 167 人 (41.65%)，各层次医师兼备，结构合理。

爱尔眼科依托人才、技术和管理等方面的优势，通过可靠的诊疗质量、良好的医疗服务和深入的市场推广，使得「爱尔」品牌的市场影响力和渗透力得到迅速提升，成为具有全国影响力的眼科品牌。2006 年 4 月，爱尔眼科被《人民日报·健康时报》评选为“全国最具实力特色眼科医院”。

综合而言，爱尔上市前就具备规模、客户量、盈利能力、医师团队等方面的优势，营业收入和净利润高速增长，眼科王国的轮廓愈发清晰。

2.2. 加速扩张的底气：“老营”医院家底雄厚

爱尔眼科从未停下自己扩张的脚步。我们将它的扩张时期划分成 2006-2008 年和 2009-2017 年两个阶段，探究在大多数眼科医院扩张不力的环境下，爱尔眼科成功突围源于什么因素？通过研究发现，内生能力给了爱尔眼科的充足的信心和底气，具体表现在“老营”医院具备强大的盈利能力 and 成熟的运营模式，前者可以弥补新设医院的亏损，后者可以给新设医院提供学习的模板，提高新设医院运营能力。（我们将最开始设立于 2002-2004 年的 7 家医院视作 2006-2008 年扩张期的“老营”医院；随着运营年份的延长，上市前的 17 家医院都已经具备了成熟的运营体系，因此，把上市前的 17 家医院视作上市后 2009-2017 年扩张期的“老营”医院）

2.2.1. 老七家医院推动 2006-2008 年网点迅速扩张

2002-2004 年爱尔眼科开设了最初的 7 家医院，包括成都爱尔、长沙爱尔、武汉爱尔、衡阳爱尔、黄石爱尔、常德爱尔和株洲爱尔，这 7 家医院在 2006-2008 年全体盈利，以武汉爱尔为例，在 2006 年-2008



年的净利润分别为 1237.72 万元、1484.55 万元和 2282.80 万元，不仅净利润金额巨大，而且复合增长率达到了 35.81%。2008 年，公司整体的净利润合计 6737.55 万元，7 家老医院的净利润合计 6039.49 万元，占据总利润的 89.64%。有这 7 家公司的卓越业绩作为支撑，爱尔在 2006-2008 年成立了重庆爱尔、哈尔滨爱尔、沈阳爱尔、合肥爱尔、济南爱尔、邵阳爱尔、襄樊爱尔、汉口爱尔和广州爱尔。这几家公司的大多数刚刚成立时都处于亏损状态，但老七家医院的盈利弥补了新设医院的亏损，并且通过借鉴这 7 家老牌医院的经验，新成立的医院每年的营业收入都呈现很快的增长，净利润也逐渐地扭亏为盈。以重庆爱尔为例，2006 年新建时，净利润为-230.34 万元，经过 2 年的运营，在 2008 年成功扭亏为盈，净利润达到了 158.60 万元。

图表 11 最早成立的 7 家公司上市前表现优异，带动新设立医院茁壮发展

医院名称	成立时间	2006		2007		2008	
		净利润 (万元)	毛利 率%	净利润 (万元)	毛利 率%	净利润 (万元)	毛利 率%
成都爱尔	2002.12	214.20	40.47	887.48	53.99	987.38	57.67
长沙爱尔	2003.01	772.51	51.02	1,184.63	53.22	1,551.92	51.69
武汉爱尔	2003.07	1,237.72	47.40	1,484.55	61.59	2,282.80	57.99
衡阳爱尔	2003.09	153.23	35.53	224.29	46.59	416.08	54.66
黄石爱尔	2004.06	25.39	48.42	129.31	56.09	149.58	54.51
常德爱尔	2004.06	130.59	46.76	138.44	52.68	235.86	50.14
株洲爱尔	2004.09	/	/	112.13	47.69	415.87	46.52
上海爱尔	2005.01	-1,095	41.89	-449.82	58.45	-392.12	54.94
重庆爱尔	2006.07	-230.34	51.43	-214.60	35.34	158.60	41.92
哈尔滨爱尔	2007.04	/	/	-685.27	38.37	-281.83	39.77
沈阳爱尔	2007.07 (收购)	/	/	910.02	57.43	1,804.01	63.67
合肥爱尔	2007.07	/	/	100.24	57.35	190.30	54.69
济南爱尔	2007.08	/	/	-27.48	38.33	-202.55	19.98
邵阳爱尔	2008.04	/	/	/	/	-245.86	40.19
襄樊爱尔	2008.08	/	/	/	/	-224.10	35.13
汉口爱尔	2008.10	/	/	/	/	-54.32	29.79
广州爱尔	2008.08	/	/	/	/	-54.07	46.83

资料来源：公司公告，广证恒生

2.2.2. 上市前成立的“老营”医院强势带动新一轮扩张潮

上市前成立的医院，相对于上市后建设的医院，有更长的经营历史，对于爱尔上市后整体发展中有着至关重要的作用。上市前的成熟医院每年都能保持高额的盈利（上海爱尔除外），2017 年 7 家医院总盈利 39553 万元，占公司整体净利润的 49.89%，并且销售净利率远高于公司整体。这些成熟医院是爱尔扩张的支撑点，带动爱尔上市后的扩张潮，并维持公司整体经营数据的稳定平滑增长。

由于爱尔没有披露具体每一家上市前医院的财务情况，在这里我们以数据完整的武汉爱尔、沈阳爱尔、长沙爱尔、成都爱尔、重庆爱尔、衡阳爱尔和株洲爱尔这 7 家医院进行分析，这 7 家公司每年都列属爱尔年报公布的十大核心子公司之中，是上市前成立的医院中经营业绩最亮眼的一批子医院，具有很强的代表性。2009-2017 年，这 7 家“老营”医院营收占比虽然从 72.25% 下降至 28.17%，但这是由于爱尔扩张的缘故。这 7 家医院的规模仍然位于爱尔众多医院的前列，支撑公司整体的发展。2016 年、2017 年 7 家医院营收平均占比为 5.02%、4.02%，其余医院营收平均占比为 1%、0.87%，这 7 家医院的平均营业规模是其余子公司的 5 倍。从销售净利率来看，2016 年、2017 年这 7 家医院销售净利率为 23.85%、23.55%，爱尔



整体销售净利率为 14.18%、13.3%，这 7 家成熟医院的销售净利率远高于公司整体水平，说明这些医院的运营模式十分成熟，盈利能力强劲，仍然可以作为其余医院发展的标杆。正是由于老营公司的支撑作用和示范作用，爱尔进行大幅度的扩张，其余公司的净利润平均占比从 2009 年 2.81% 升至 2017 年 0.6%，整体上成功扭亏为盈。

图表 12 上市前成立的医院发挥着中流砥柱作用，净利率超过 20%

指标名称	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
7 家医院总营收 (万元)	43815	56222	70485	79760	93472	106084	127208	140705	167975
爱尔整体营收 (万元)	60645	86488	131063	164013	198497	240209	316558	400040	596285
7 家医院总营收占比%	72.25	65.01	53.78	48.63	47.09	44.16	40.18	35.17	28.17
7 家医院营收平均占比%	10.32	9.29	7.68	6.95	6.73	6.31	5.74	5.02	4.02
其余医院营收平均占比%	1.98	1.4	1.54	1.35	1.15	1.09	1.01	1	0.87
7 家医院总净利润 (万元)	12529	16227	19259	21370	22253	24072	29053	33552	39553
爱尔整体净利润 (万元)	8991	12416	17169	18207	21932	31288	43658	56711	79276
7 家医院总净利润占比%	139.35	130.69	112.17	117.37	101.47	76.94	66.55	59.16	49.89
7 家医院净利润平均占比%	19.91	18.67	16.02	16.77	14.5	10.99	9.51	8.45	7.13
其余医院净利润平均占比%	-2.81	-1.23	-0.41	-0.46	-0.03	0.45	0.57	0.63	0.6
7 家医院销售净利率%	28.6	28.86	27.32	26.79	23.81	22.69	22.84	23.85	23.55
爱尔整体销售净利率%	14.83	14.36	13.1	11.1	11.05	13.03	13.79	14.18	13.3

资料来源：公司公告，广证恒生

2.3. 标准化的依托：惟精惟一聚焦眼科医疗服务

从历年的收入情况来看，爱尔眼科始终聚焦眼科医疗服务行业。以 2017 年为例，眼科医疗的收入高达 595633 万元，其他业务收入仅有 651 万元，眼科医疗的收入占比高达 99.89%。2010-2017 年眼科医疗收入占比都在 99% 以上。可见，爱尔眼科一直聚焦发展眼科医疗行业。尽管爱尔和华为分属不同领域，但集中力量对一个方向突破的战略是一致的，这种战略的一个重要前提是突破方向的市场空间足够广阔。

华为所处的电子领域处在黄金发展期，爱尔眼科所处的眼科医疗服务市场亦是如此，目前的市场增长态势一片大好，增长瓶颈仍未显现：随着中国逐步进入老龄化社会，中国白内障手术的需求将持续扩大，同时居民支付能力的提高为其持续增长和结构升级创造了条件；准分子手术潜在的市场空间巨大，相对于中国人口基数来说，国内准分子手术渗透率比较低。在已涉足市场的空间充足的情况下，盲目地进行多元化得不偿失。我们认为，主航道足够宽阔是龙头企业的幸福所在，主航道保持宽阔的情况下聚焦是最好的策略，直到预见赛道拥挤或天花板出现。因此，惟精惟一的战略，能够使爱尔眼科获得最大的回报。



图表 13 爱尔眼科医疗行业收入占比超过 99%

时间	眼科医疗收入	其他业务收入	医疗眼科收入占比
2010	864,805,032.64	72,418.00	99.9916%
2011	1,310,440,397.34	184,075.00	99.986%
2012	1,639,703,832.41	426,618.38	99.974%
2013	1,983,186,771.09	1,780,516.22	99.9103%
2014	2,399,563,480.48	2,484,136.45	99.8966%
2015	3,162,777,849.28	2,802,622.06	99.9115%
2016	3,995,130,328.67	5,271,342.51	99.8682%
2017	5,956,330,830.52	6,514,729.44	99.8907%

资料来源：公司公告，广证恒生

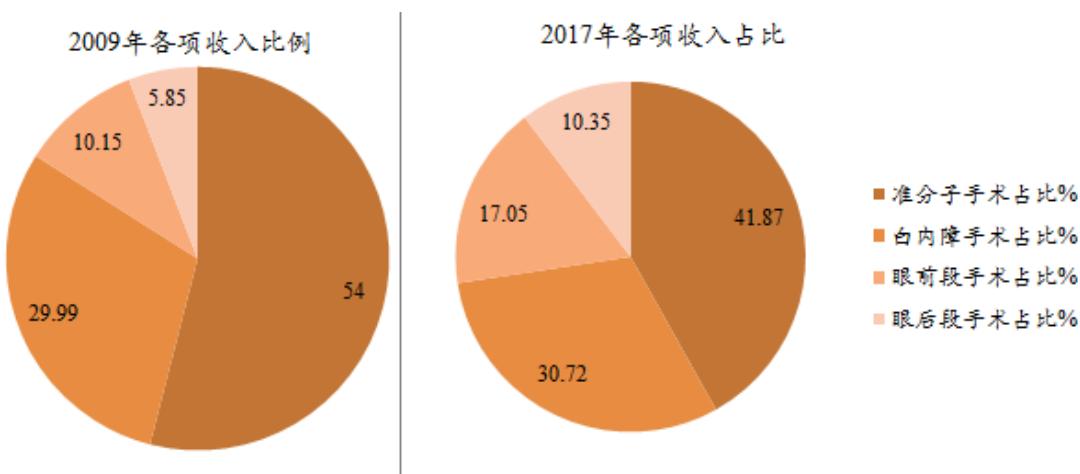
但是聚焦在眼科医疗服务行业不代表固步自封，爱尔在保持专业性的同时，坚定不移地向全眼科方向发展，并且业务经营地区从两湖发展至全国乃至全世界，这使得企业发展的边界得到极大的拓宽。

2.3.1. 坚定不移地向全眼科方向进军，逐步渗透亚专科领域

由于跨领域的风险巨大，爱尔眼科没有过多地涉及眼科医疗之外的业务，但是如果只涉及眼科医疗的部分细分领域，是无法孕育出爱尔眼科这样一个庞大的连锁王国。爱尔眼科没有仅仅停留在准分子手术和白内障手术这两个主要的细分领域，也对其他亚专科领域进行渗透，向全眼科方向发展。根据公开资料显示，爱尔眼科的业务范围集中在近视矫正、白内障治疗、青少年近视防控、斜弱视与小儿眼病、角膜及眼表、眼底病、青光眼和眼整形。这些业务属于眼科医疗的细分领域，并且市场需求旺盛。

眼科医疗的亚专科领域集中在眼前段和眼后段，包括眼整形、眶周美容、眼底病、玻璃体切除和单纯视网膜脱离手术等。我们以眼前段手术和眼后段手术的收入来体现公司对亚专科领域的重视程度：眼前段手术的收入从 2009 年 3699 万元上升至 2017 年 7.87 亿元，CAGR 达到 46.54%，眼后段手术的收入从 2009 年 2132 万元上升至 2017 年 4.89 亿元，CAGR 达到 47.5%。从收入占比来看，眼前段手术和眼后段手术在上市后占总体收入的比例逐渐增加，眼前段手术从 2009 年占比 10.15% 上升到 2017 年的 17.05%，眼后段手术从 2009 年占比 5.85% 上升到 2015 年 10.35%。

图表 14 2017 年眼前段手术和眼后段手术占比显著高于 2009 年

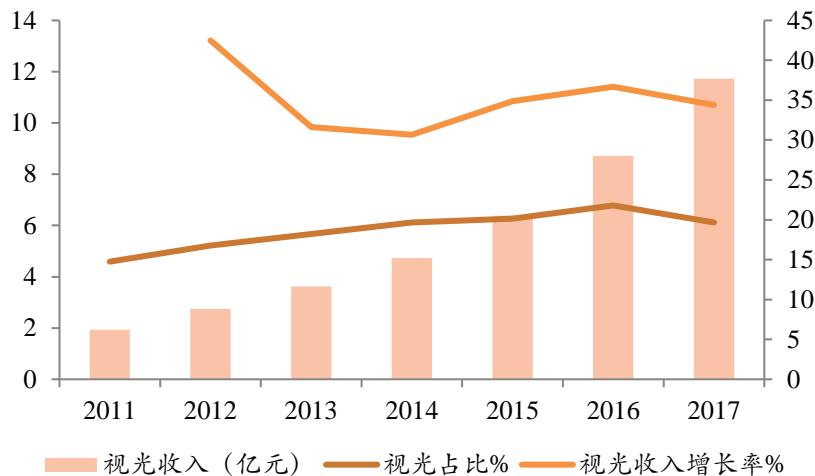


资料来源：公司公告，广证恒生

同时，爱尔眼科加大视光服务的规模，设立了众多视光门诊部试点（如 2014 年在长沙和沈阳开设了

视光门诊部试点),下沉了渠道,延伸了触角。视光收入逐年增长,从2009年1.93亿元上升至2017年的11.72亿元,CAGR达到了35.07%,视光收入占总收入的比例也在逐年增加,2017年达到了19.65%。据爱尔调研反馈,预计未来视光业务将占到公司收入的1/3。

图表 15 2017年视光收入11.72亿元,占总收入19.65%



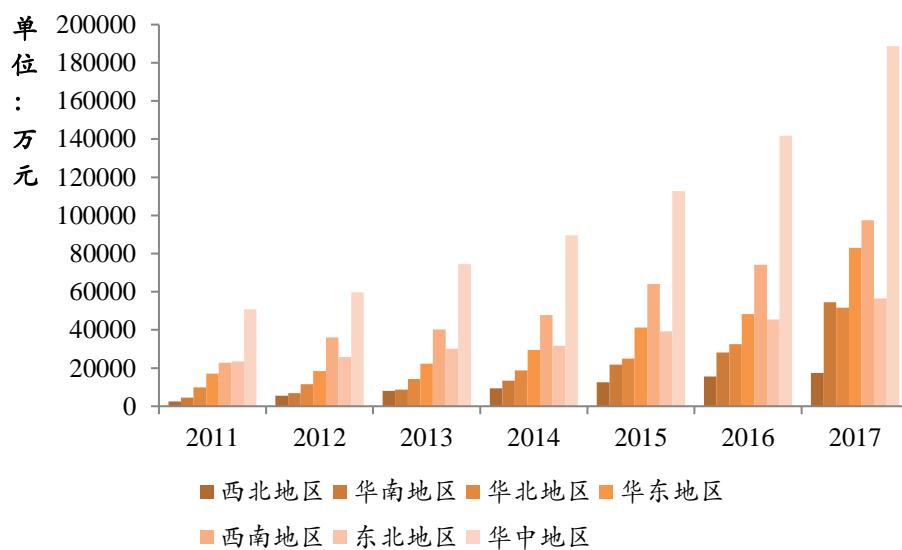
资料来源：公司公告，广证恒生

2.3.2. 从两湖到全国，从全国到全球，爱尔争当世界级行业龙头

为了进一步将自己的市场规模进一步做大,提高品牌的影响力,爱尔除了坚持全眼科发展外,也扩宽经营业务的区域:从一开始以两湖地区为主,逐渐向全国乃至全球发展。

1) 在国内领域,2011-2017年,各大地区的营业收入齐头并进,都保持高速增长。其中以广东为代表的华南地区表现最为突出,营业收入从2011年4473.84万元上升到2017年54430.53万元,CAGR高达51.66%。华中地区、东北地区、西南地区、华东地区、华北地区、西北地区在2011-2017年的CAGR分别为24.44%、15.81%、27.43%、30.19%、31.57%、37.58%。

图表 16 在全国各地区齐头并进,华南地区营业收入CAGR高达51.66%



资料来源：公司公告，广证恒生



2) 在加强全国网点建设的同时,爱尔眼科也将自己的触角向全世界延伸。2015年设立爱尔眼科国际(香港)有限公司,2017年设立爱尔眼科国际(欧洲)有限公司和爱尔(美国)国际控股有限公司,对香港、欧洲和美国的优质眼科企业标的进行收购,加快全球化布局,向世界级眼科行业龙头的目标迈进。

2.4. 标准化的初始建设: 四大标准制式固化基础单元能力

在爱尔眼科扩张的过程中,“标准化”贯穿始终。公司坚持将新建或者收购获得的新医院进行标准化建设,让新进入体内的医院更快地融入公司整体架构中。我们提炼出了爱尔眼科新医院标准化建设的四大行为:选址的标准化、人员配置的标准化、设备配置的标准化和营销工作的标准化。

2.4.1. 选址的标准化: 选择性价比高、人流密集的中心地带

公开信息显示,爱尔眼科选择的医院地址是有诸多条件的:(1) 地处主干道,周边人流量大;(2) 毗邻大型居民区,人口稠密,不一定是繁华商业区;(3) 公共交通方便,公交路线多,有停车场所;(4) 性价比合适,尽可能降低租金成本;(5) 房屋结构在外观、结构、空间、改造上适于医院。其中如果满足条件(3)的地段,基本都满足条件(1)(2),而条件(4)(5)数据相对缺乏,所以我们选择条件(3)做进一步分析。

我们选取部分爱尔眼科医院的地址及附近的交通路线,包括一级、二级医院(汉口爱尔、深圳爱尔、西安爱尔和长春爱尔)和三级、四级医院(九江爱尔、怀化爱尔、韶关爱尔、南宁爱尔和清远爱尔),研究发现,这些医院的地址都靠近公共交通,且公交路线众多,都能够方便地到达。公共交通密集区域往往是人流众多区域,毗邻大型居民区,能够给爱尔眼科的业务量带来显著的提升。

图表 17 爱尔医院的地址处于交通中枢地段

公司名称	地址	附近的交通路线
汉口爱尔	武汉市江汉区方块金贸中心	10、38、79、411、342、509、584、603、703、809路至博物馆站, 9、207、289、528、533、534、545、561路至金墩街站, 10、38、79、411、289、292、310、376、509、533、561、610、703、730、736至汉口站
深圳爱尔	深圳市福田区滨河大道 2048 号	公交车站: 9、N10、N13、14、32、33、38、62、63、212、214、216、225、317、M348、M370、M374、377、385、391、B812路至中医院站, 机场2线、23、28、38、52、73、229、312、337、353、M362、366、369、372、382路至无委大厦站, 9、13、32、33、38、225、391、N13至华强南站; 地铁站: 7号线至华强南, 1、2号线至华强路
西安爱尔	西安市莲湖区自强西路 59 号	公交站: 2、9、26、33、36、37、39、107、117、182、202、208、214、228、236、262、266、288、511、528、600、601、609、618、717、719、723、912至北关站; 地铁站: 2号线至安远门
长春爱尔	吉林省长春市解放大路 21 号, 南关·全安广场	5、9、61、80、88、101、102、103、125、254、265、269、277、281、283、286、361路等至南关站下车。
九江爱尔	滨江东路(滨江花园)河东水厂对面	5、12、17、18、31路至商业银行下, 101、102、103、104、105、16、19、28路至大中大下车。
怀化爱尔	怀化市天星中路舞水二桥东	4、109、108路到雍景豪庭站下、204路至天性坪站下
韶关爱尔	韶关市武江区沙洲尾沿江路 12 号(鸿泰花园旁)	12、16、18、20、21、29、35、40路至金贝苑
南宁爱尔	南宁市西乡塘区秀灵路 126 号	54、803、84路至秀厢站, 72路至爱尔眼科医院



清远爱尔	清远市清城区桥北一路6号	8、20、21、106、107、602、38、218、219、206、311、213A路至凤宇新村站，106、107、38、208、218、219、213A路至侨丰宾馆站，101、103、104、105、218、219、203、210、213、5、6、7、9、12、14、27、29、37、38、208、115、10A、10B路至中医院站
------	--------------	---

资料来源：公开资料整理，广证恒生

2.4.2. 人员配置的标准化：新建医院人员配置结构稳定

人员配置的标准化是爱尔眼科标准化过程中的一环，保持人员配置的一致性，有利于管理和运营。新建医院的人员类型包括临床、医技、护理、管理与服务和视光配镜这5个部分，而根据爱尔眼科披露的4家新建医院的数据来看，这5部分人员的比例相对固定，临床人员约20%，医技人员约13.5%，护理人员约29%，管理与服务人员约26%，时光配镜人员约12%。同时，新建的医院的CEO、业务院长、财务部主任由公司直接委派。系统的人员配置可以保证每家新设的医院迅速参照成熟医院的运营模式开展业务，帮助新建医院更好地与公司的管理运营体系接轨。

图表 18 新设医院的人员配置结构

公司名称 类型	昆明爱尔	湘潭爱尔	永州爱尔	宜昌爱尔
临床	24 (18.75%)	12 (21.82%)	13 (20%)	15 (20%)
医技	16 (12.5%)	8 (14.55%)	9 (13.85%)	10 (13.33%)
护理	38 (29.69%)	16 (29.09%)	18 (27.69%)	21 (28%)
管理与服务	35 (27.34%)	13 (23.64%)	17 (26.15%)	20 (26.67%)
视光配镜	15 (11.72%)	6 (10.91%)	8 (12.31%)	9 (12%)
总计	128	55	65	75

资料来源：公司公告，广证恒生（注：括号里的为所占比例）

2.4.3. 设备配置的标准化：引进国际先进设备，发挥“分级连锁”优势

设备标准化对眼科医疗的标准至关重要。眼科手术最主要的两大因素为医师和设备，只有两者的有机结合，才能顺利将手术完成。设备的标准化，有利于上级医院的医师对下级医院的医师进行培训和指导，充分发挥“分级连锁”的优势；有利于爱尔内部医师人员的流动，避免医师调动后因为对设备不熟悉而对业务量产生影响；有利于提升与上游企业的议价能力，带来价格上的优惠。爱尔的医疗设备大都是国际上技术领先的眼科医疗设备，大多数都是进口自美国、日本、法国、意大利等眼科医疗较为发达的国家。以蔡司 visumax 全飞秒激光手术系统为例，进口自德国，是一台既可以进行飞秒激光制瓣，辅助性角膜移植手术，又可以进行屈光性角膜激光手术的飞秒手术设备。

图表 19 爱尔眼科医院业务范围涉猎全眼科，设备先进

业务名称	设备配置	诊疗内容	备注
近视矫正	法国目利亚角膜板层刀/美国爱尔康	全飞秒	全程应用飞秒激光技术的光爆破原理来完成。又被称为“全飞秒激光角膜微透镜成型取出术”
	Wave light FS-200	飞秒激光	飞秒激光是一种以脉冲形式发射的激光，持续时间只有几个飞秒（1飞秒=1/1000 万亿秒）
	飞秒激光设备术台/美国威视准分子激光系统/阿玛仕准分	准分子	一种气体脉冲激光，所产生的是波长为 193nm 的准分子激光，它是一种超紫外线光波



	子激光设备等	ICL 晶体植入	ICL 人工晶体植入术是一种柔软的人工晶体凹透镜，可安放在人眼晶体前安全区
白内障治疗	爱尔康超声乳化仪//LenSx 白内障飞秒超乳机/博士伦 STELLARIS/日本尼德克 YAG 激光等	焕晶白内障技术	推出的一项以高质量术后视觉著称的白内障诊疗方式，进一步为患者提供清晰、舒适的视觉效果
		飞秒白内障技术	革命性地改变了白内障的手术方式，无需使用手术刀，全程计算机精确引导
		超声乳化技术	使用进口手术显微镜和美国最新的超声乳化治疗系统摘除白内障
青少年近视防控	意大利全自动综合验光组合/日本尼德克电脑验光仪/依视路卡帕电脑磨边机等	角膜塑形术	通过美国权威医学科研机构的临床研究，并获得美国 FDA 论证
		双眼视功能	根据双眼视功能检查结果，合理矫正、科学训练，能解决由双眼视功能异常引起各种症状
		RGP	具有高透氧的结构，更健康、更安全，不易引起缺氧和干眼症，也不会引起角膜内皮细胞数的改变
		医学验光	医学验光是配一副屈光准确舒适健康眼镜的前提，使患者拥有清晰、舒适、持久的双眼视力
斜弱视与小儿眼病	/	小孩斜视	斜视，又称“斜眼”，是由于眼球位置不正，患者双眼不能同时注视一个目标
		小孩弱视	防止弱视的关键是早发现、早治疗，学龄前儿童应尽早安排几次视力检查
角膜及眼表	角膜地形图仪/CorvisS T 生物力学+Pentacam 断层扫描/眼表面干涉仪 LipiView 等	角膜移植	用正常的眼角膜替换患者现有病变的角膜，使患眼复明
		角膜炎	引起角膜炎的常见原因为致病微生物，包括细菌，病毒和霉菌引起的感染
		结膜炎	结膜的发炎，它是“眼部充血”最常见之原因。
眼底病	德国 Polydiagnost 眼内窥镜系统/蔡司 visumax 全飞秒激光手术系统/美国 ALCON Accurus 800 超乳玻切一体化手术系统/日本拓普康眼底荧光造影/Pascal 多点扫描眼底激光系统等	视神经疾病	此类疾病早期视力正常，但有一闪而过性黑朦，进入末期，患者会视力减退，最后可以完全失明
		黄斑部病变	尽管随着人口老龄化，该病有上升的趋势，然而公众对此病的认识和关注度仍很低。一些老年人患上此病后，往往认为是“吃力”或白内障导致，结果延误了治疗时间，最终引起失明
		视网膜脱离	视网膜脱离是视网膜的神经上皮层与色素上皮层的分离。可分为孔源性、牵拉性和渗出性视网膜脱离
		糖尿病眼病	眼底病变是糖尿病最为常见的慢性并发症之一，糖尿病患者中，半数以上的患者失明
青光眼	日本尼德克非接触式眼压计/德国蔡司 Humphrey 视野仪等	/	一组威胁和损害视神经视觉功能，主要与病理性眼压升高有关的临床征群或眼病。包括先天性青光眼、原发性青光眼、继发性青光眼和混合型青光眼
眼整形	日本 NSK 动力系统/美国美敦力动力系统等	/	包括上睑下垂矫正、韩式无痕双眼皮、韩式无痕祛眼袋、眼睑成形、内眼角开大、活动义眼、眶骨骨折、眼眶肿瘤、翼状胬肉切除等

资料来源：公开资料整理，广证恒生



2.4.4. 营销工作的标准化：品牌信息导入+“媒体营销+特定人群营销”组合

爱尔眼科的宣传分为两部分：一是开业前采取的品牌信息导入；二是开业后日常市场营销中采取的“媒体营销+特定人群营销”组合。

1) 爱尔眼科在医院在开业前都会全面做好品牌信息的导入：

第一阶段主攻品牌功能和形象传播，以硬性广告与软性广告结合；

第二阶段侧重品牌权威性和知名度打造，以软性媒体开道，健康理念讲座为主，全面展开眼睛健康重要性传播，以此树立爱尔眼科的权威性与知名度；

第三阶段稳固前两阶段的运作的成熟度，把握市场消费心理犹豫点，及时作好市场信息反馈，以便调整营销方案。此阶段除了继续作好品牌形象传播外，继而将品牌升级，侧重树立品牌美誉度。

2) 在日常市场营销中，主要包括媒体营销和特定人群营销两部分。

媒体营销方式主要分为电声媒体、印刷媒体、互联网，是针对所有的潜在消费集体

特定人群营销主要包括服务营销和“学生”渠道营销，前者针对现有患者或者过往患者；后者主要针对目前使用电子设备频繁的学生等。

多样化的营销方式使得爱尔的品牌被大多数人群所熟知，提高了爱尔的知名度。

图表 20 多样化媒体营销+特定人群营销提高知名度

营销方式	营销渠道	具体措施
通过媒体营销	电声媒体	电视、广播是与老百姓日常生活关系最为密切的大众媒体。建院前期和初期，在广播电台投放一定的市场导入宣传
	印刷媒体	印刷媒体是进行医院宣传的重要形式。通过报纸、杂志、其他印刷品等印刷媒体介绍医院的人才、设备、技术、服务和医院的发展动态。在各地的主流媒体上，以新闻、科普、专版、消息、通讯等形式介绍医院
	互联网	由医院投资公司设立统一网站，统一形象，并提供各个连锁医院的内容自制功能
针对特定人群营销	服务营销	开展全面的顾客服务工作，通过对已术患者建立电子文档、短信通知活动、电话回访，提升满意度，促使患者转介、对患者进行满意调查、处理患者纠纷等工作服务好现有顾客和开发老顾客，实现医院的长期的、可持续的、低成本的发展；开设 24 小时热线电话。与患者讨论有关医疗服务质量问题；制定详细的广告促销计划，根据不同时期的特殊性每月开展一次促销活动（根据每项产品针对不同时节），发放医疗卡等
	学生	和部分院校建立起长期的免费眼保健合作单位的形式为学生提供有效的眼保健服务，如：每学期免费到合作学校为学生提供 1-2 次的眼睛疾病普查、每学期免费为合作学校提供一次专家爱眼知识宣传讲座等

资料来源：公司公告，广证恒生

2.5. 标准化三大“超配”动作打造升级版网点

仅仅保持原有的标准化程度是远远不够的，时代在日新月异地发展，爱尔的标准化程度应该随之提高，基础单元的运营能力需要得到进一步的提升。为了升级基础单元运营能力，爱尔采取了标准化的三大“超配”动作：扩大营业面积、增加人员和增加设备。我们认为，这固然体现了管理团队的信心和魄力，但行业的景气度和市场消费能力持续提升的大趋势也是成功的关键因素。

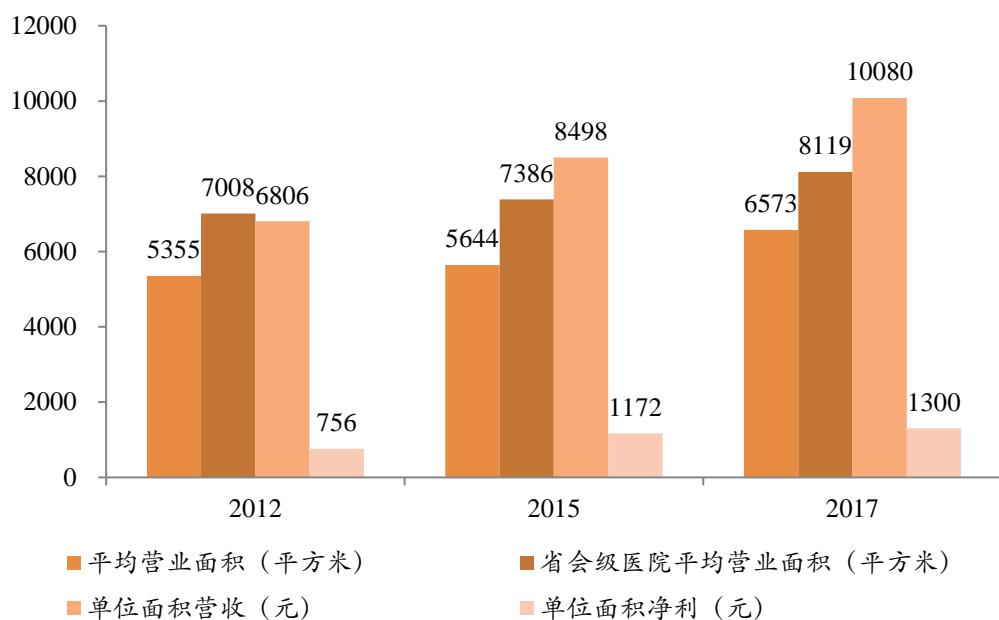
2.5.1. 扩大营业面积：面积利用效率提升，2017 年单位面积净利 1300 元

一、基于增长的市场规模和顾客量，爱尔的营业面积呈现出增长的趋势，2012-2017 年平均营业面积

CAGR 为 4.18%。由于爱尔眼科选择租赁模式（可以减少一次性支出，减少初始投资成本），营业地点是多年不变的，营业面积也不可能每年逐渐变化，所以这里我们选取 2012, 2015, 2017 年 3 年的数据来研究平均营业面积的变化。研究结果表明，爱尔眼科的平均营业面积有明显的扩大趋势：2012 年的平均营业面积 5355 平方米，2015 年平均营业面积 5644 平方米，2017 年的平均营业面积 6573 平方米。由于上市后的迁址扩建项目大都发生在省会城市的医院，我们剔除这 3 年中非省会级医院的营业面积数据，计算出这三年省会级医院的平均营业面积，发现省会级医院的平均营业面积是在不断增大的，2012 年省会级医院的平均营业面积为 7008 平方米，2015 年省会级医院的平均营业面积为 7386 平方米，2017 年省会级医院的平均营业面积达到了 8119 平方米，CAGR 为 2.99%。

面积在扩张的同时，使用效率也在上升。2012-2017 年，单位面积的营业收入增长至 6573 元，CAGR 为 3%，单位面积的净利润增长至 1300 元，CAGR 为 3%。这说明爱尔面积的扩张是建立在增长的业务量基础上，逐渐扩大的营业面积可以容纳更多的顾客，提升顾客的消费体验感。

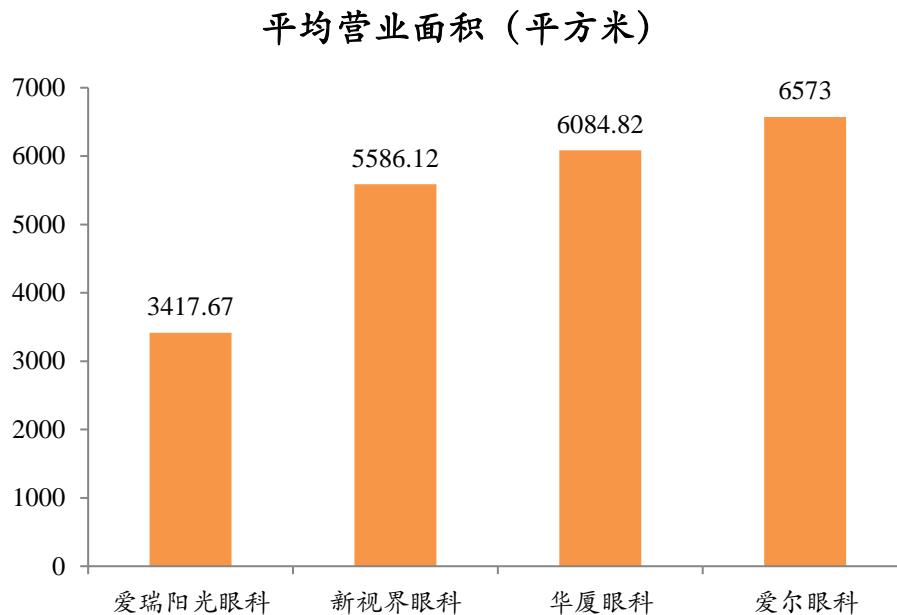
图表 21 平均营业面积 CAGR 为 4.18%，单位面积营收和净利 CAGR 为 3%



资料来源：公司公告，广证恒生

二、爱尔眼科的营业网点的面积目前普遍高于眼科医院整体的平均营业面积水平和连锁眼科专业医院平均营业面积水平。2016 年我国眼科医院的建筑面积总计 3,359,683 平方米，眼科专科医院总计为 537 家，爱尔眼科以外的眼科专科医院的平均营业面积大约为 6036.67 平方米；根据公布资料整理，爱瑞阳光眼科的平均营业面积为 3416.67 平方米，华夏眼科的平均营业面积为 6084.82 平方米，新视界眼科的平均营业面积为 5586.12 平方米，均小于 2017 爱尔眼科的平均营业面积 6573 平方米。据我们研究推断，由于大多数公司连锁网点较少，爱尔眼科平均营业面积其实已经达到、甚至是超过同行主力医院或旗舰医院的水平。

图表 22 爱尔眼科平均营业面积达到同行之最



资料来源：公司公告，广证恒生

三、平均营业面积的增加主要是由于两个原因导致：新开设网点的营业面积较大、对已有的部分网点进行迁址扩建。

1) 即使不是在省会城市，爱尔眼科新开设网点的营业面积都选择得比较大（咸宁爱尔 7300 平方米、深圳爱尔 6568.05 平方米、宁波爱尔 7101.81 平方米、成都东区 14703.68 平方米、娄底爱尔 9905.5 平方米）。其原因在于公司开业前的调研预测将会有较大的顾客量，需要有较大的营业面积来进行经营，避免由于一开始营业面积选择的较小再进行扩建。扩建不仅需要新的成本，而且医院也将迫停业，造成不必要的损失。

2) 随着扩张步伐逐步加快，部分网点由于建立时间较早，初始的营业面积已经无法满足日益增长的顾客量，爱尔对这些网点进行了迁址扩建来维持在这些地区的影响力。这些网点大多数坐落在省会级城市，对爱尔整体的发展举足轻重。

图表 23 爱尔迁址扩建项目情况

公司名称	时间	投资 (万元)	扩建后面积(平方米)	城市属性
成都爱尔	2008	3,283.40	6313	省会
济南爱尔	2009	3,173.60	5200	省会
天津爱尔	2010	3889	11000	直辖市
贵阳爱尔	2010	2345	5264.4	省会
郴州爱尔	2010	1800	6000	/
重庆麦格	2011	1,860.00	5080.98	直辖市
南充爱尔	2012	1100	3435.31	/
石家庄爱尔	2012	2550	5200	省会
常德爱尔	2012	861	3396.36	/
汉口爱尔	2013	6773	18409	省会
合肥爱尔	2013	208	5229.71	省会
哈尔滨爱尔	2016	4749.98	11000	省会
重庆爱尔	2016	6668.98	21000	直辖市

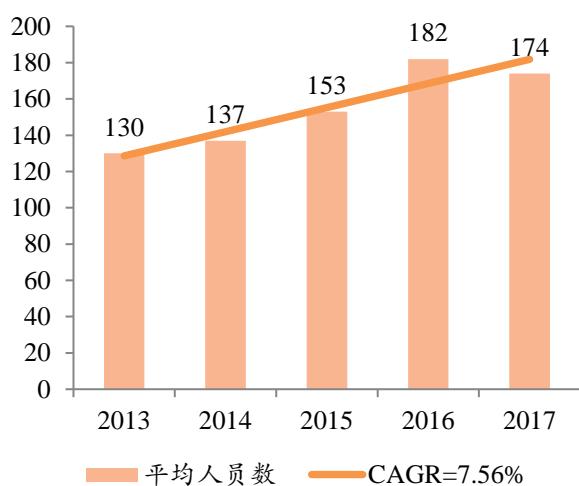
资料来源：公开资料整理，广证恒生

2.5.2. 扩张人员配置：人均产出 CAGR 为 6.78%，占据 8.47% 国内医师资源

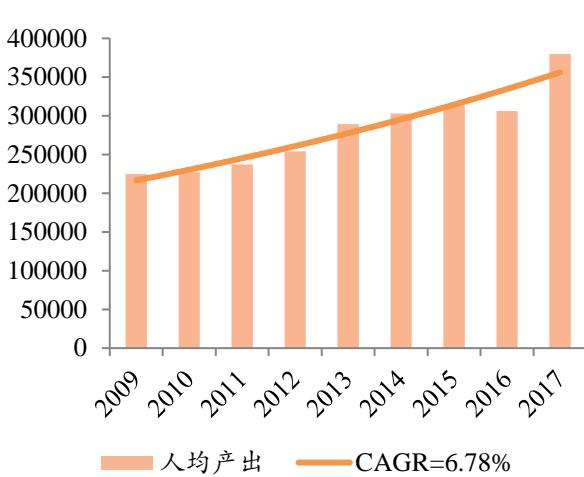
一、爱尔眼科体内每家医院的平均人员数（总人数/连锁规模）是逐年增加的。2013 年平均人员数为 130 人，到 2017 年平均人员数达到了 174 人，CAGR 为 7.56%。人员规模的扩张，是伴随着业务量的增长和营业面积的扩张而必须采取的扩张动作。2017 年的平均人员规模相对于 2016 年平均人员规模有略微的下降，但这是由于 2017 年并购基金旗下 9 家非省会级医院进入上市体系，并且新建了几家非省会级的医院。相比于省会级医院而言，这些地区的医院规模较小，需要的人员也相对较少，所以 2017 年的平均人员规模的下降不是由于公司紧缩人手造成的，而是由于在地县级城市进行大量扩张所导致的。

人员的扩张具有很强的针对性。2009 年-2017 年总人数一直在增加的同时，平均产出（营业收入/人员数）也是呈现出上升趋势，从 2009 年人均产出 22.46 万上升至 2017 年人均产出 38 万，CAGR 达到了 6.78%，说明爱尔扩大平均人员规模是出于公司业务扩张的需要。

图表 24 平均人员规模 2017 年达到 174 人



图表 25 2017 年人均产出达到 38 万



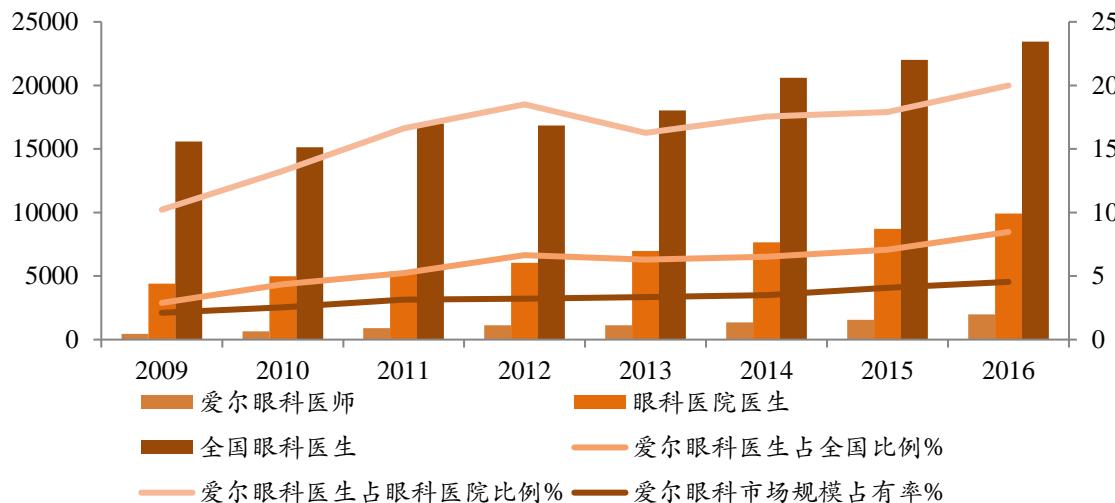
资料来源：wind，广证恒生

资料来源：wind，广证恒生

二、眼科医师是眼科诊疗行业的核心资源，主导着眼科医疗机构得诊疗服务水平。根据国家卫计委披露的数据，2017 年医生总数为 1803462 人，而眼科医生仅占其中的 1.3%，为 23445 人，数量稀少，所以医师资源是核心战略资源。爱尔眼科的眼科医生数量是逐年增长的。2009 年爱尔眼科的眼科执业（助理）医师数量为 450 人，而 2016 年达到了 1985 人（根据爱尔眼科的公告，医师占医务人员人数的 26% 左右），CAGR 为 23.62%。爱尔的眼科医生占全国眼科医生以及眼科专科医院医生的比例也是逐年增长的。截止至 2016 年，爱尔眼科已经拥有了全国将近 8.47% 的眼科医生资源，高于爱尔眼科的市场规模占有率 4.54%（未含并购基金部分），体现了公司对于医师资源的重要，而充足的医生资源也保证了爱尔眼科领先的医疗服务质量和。



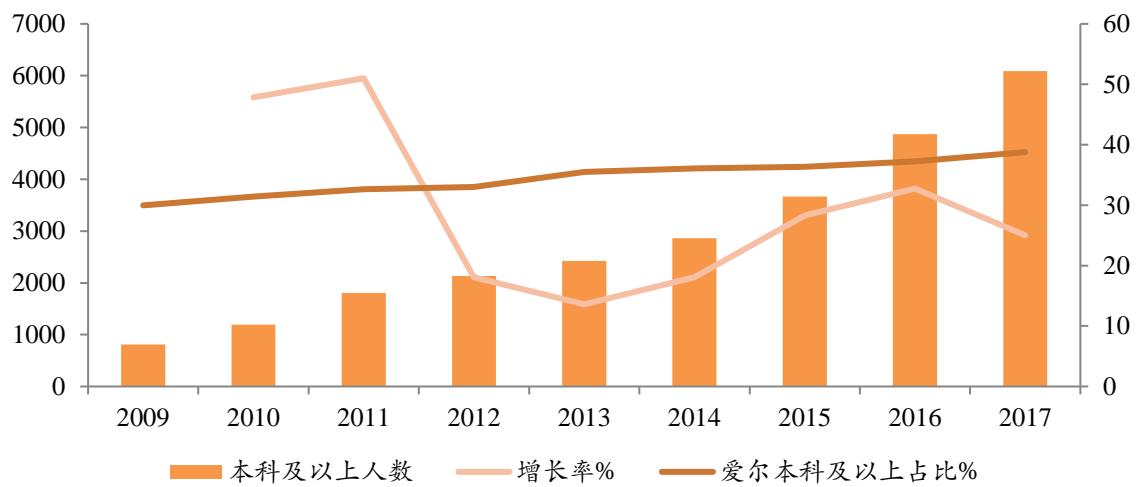
图表 26 爱尔眼科占据全国 8.47%的眼科医生资源



资料来源：公司公告，广证恒生

在数量增加的同时，医师质量也在逐步提高。上市前，爱尔员工中拥有本科学历的人数只有 809 人，占比仅为 29.97%。上市以来，爱尔对于引进高尖端人才十分重视，拥有高学历的员工人数逐年增多，2017 年，爱尔眼科有 6089 名员工至少拥有本科学历，CAGR 高达 28.7%，同时本科学历的员工占总员工的比例已经达到了 38.78%。

图表 27 爱尔眼科员工中拥有本科学历将近 6000 人



资料来源：公司公告，广证恒生

为了保持医生资源的领先地位，爱尔眼科从内部和外部两方面入手，保持血液不断流畅循环。

在公司内部，爱尔眼科不断进行各种培训，加强医疗人员的管理。爱尔十分注重各种培训班的开展，分为内培和外培，努力将培训能力打造成爱尔的核心竞争力之一。一方面，培训可以提高爱尔内部医师的业务水平，另一方面，通过举办各种培训班，可以提升爱尔的影响力并且开拓更多的客源。

爱尔眼科的医生发展培养体系，经过数年的实践，已形成一套颇具特色的培养模式，将教学、培训、考核一体化，进一步促进与临床的有效联动和转化。根据公开资料显示，近些年爱尔在集团内部开办了多种培训班，2018 年爱尔先后举办了广州全飞秒培训中心第二期培训班、荧光素眼底血管造影术诊断技术培训班、第一届眼科 AB 超诊断技术培训班、干眼门诊规范化培训班、第五期院长培训班、首届功能影像基



础（眼前节检查）培训班、第三届全飞秒激光角膜屈光手术技术培训班和总第九期玻切手术技术规范化培训班。培训班课程分为理论部分和实操部分，帮助医师们在理解理论的基础上，能够更快地通过实践进行巩固。培训班的授课专家包括集团内部优秀的医师和国内顶尖医师，可以加强医院各层级医师之间的交流，学习国内知名眼科专家的先进理念。

图表 28 爱尔眼科举办多样化培训班提高业务水平，将培训能力打造为核心竞争力之一

培训班名称	时间	授课专家
总第九期玻切手术技术规范化培训班	2018.5	深圳爱尔眼科医院李双农院长、南昌爱尔眼科医院叶波院长、中南大学爱尔眼科学院博士生导师彭绍民教授等
第三届全飞秒激光角膜屈光手术技术培训班	2018.5	广州爱尔眼科医院院长王铮教授、武汉爱尔眼科医院张青松主任、广州爱尔眼科医院屈光手术中心熊露主任等
首届功能影像基础（眼前节检查）培训班	2018.5	北京市眼科研究所副主任医师王智群教授、上海交通大学附属第六人民医院徐泽全老师、汉口爱尔刘慧林老师等
干眼门诊规范化培训班	2018.4	集团角膜病学组组长李绍伟教授、集团角膜病学组名誉组长孙旭光教授、北京大学第一医院眼科中心主任晏晓明教授、天津医科大学眼科医院副院长赵少贞教授等
第5期院长培训班	2018.4	李力总裁、唐仕波总院长等
第一届眼科AB超诊断技术培训班	2018.3	中国医学科学院生物医学工程研究所的杨军教、天津市眼科医院高建民教授、武汉爱尔眼科医院王勇院长等
集团第一届功能影像（FFA）诊断培训班	2018.3	中山眼科中心丁小燕教授、哈尔滨爱尔眼科医院院长彭绍民教授、武汉爱尔功能影像科张莹主任等
准分子激光角膜屈光手术医师规范化培训班	2017.12	中南大学爱尔眼科医院博士生导师王铮教授、中南大学爱尔眼科医院硕士生导师方学军教授、重庆爱尔眼科医院周奇志院长、武汉爱尔眼科医院张青松主任等
爱尔眼科医院集团第一届青光眼专业基础培训班	2017.12	爱尔眼科医院集团青光眼学组组长林丁教授、南昌爱尔眼科医院青光眼科刘学群主任、长沙爱尔眼科医院副院长叶长华教授、中南大学爱尔眼科学院硕士生导师赵平教授等

资料来源：公开资料整理，广证恒生

在公司外部，爱尔眼科联合办学培养了一批又一批的人才，注入了公司内部体系。2013年公司与中南大学成立了中南大学爱尔眼科学院，近两年毕业的硕士和博士中，80%成为了爱尔眼科医师团队中的一员。而2014年、2016年，爱尔眼科又先后成立了湖北科技爱尔眼科视光学院、院士专家工作站和博士后科研流动站协作研发中心，不断为爱尔眼科提供高水平的医师资源。

2.5.3. 扩张设备规模：引进先进眼科设备，保障优质服务

在设备方面爱尔眼科也进行了积极的升级。2009年爱尔眼科平均每家公司的医疗设备投入为1798万元，2017年平均每家公司的设备投入达到了2757万元。具体来看，近些年爱尔在各个省会城市都配备了先进的医疗设备。以深圳爱尔为例，在2015.5.5至2016.1.21之间，先后引进了YAG激光玻璃体消融术、德国海德堡共焦激光眼底扫描系统、德国Zeiss210高档手术显微镜、Pascal多点扫描眼底激光系统和极速全激光飞秒iFS150。此外，爱尔还先后为太原爱尔、合肥爱尔、重庆爱尔、南昌爱尔、南京爱尔等医院配置飞秒激光装置（目前在眼科应用、可以产生近红外波长(1053nm)的脉冲的激光，用于切割角膜组织以形成角膜瓣与角膜基质层，从而代替角膜板层刀，每台飞秒激光装置约400万元）

2.5.4 标准化“超配”行为助力新医院转亏为盈

由于对原有成熟的基础运营能力进行复制以及三大“超配”动作（扩大面积、增加人员、增加设备）提升盈利能力，爱尔才拥有“点石成金”的能力。长春爱尔设立于2010年，当年亏损645.25万元，通过扩建面积至12773平方米，配备一系列国外引进的先进设备，引进23个至少达到副主任医师职称的眼科医生，在2013年成功实现盈利241.32万元。

上市后爱尔开始大幅度进行新建和收购，充分发挥募资的作用，以净资产一定溢价收购，但是新建或者并购的医院由于对当地业务的不熟悉以及需要时间将公司运营体系输入到新设立的医院中，一开始都难免会出现亏损或者微利。但是经过一套标准化的“超配”行为洗礼后，新设立的公司逐渐提高了盈利能力，最终能够成功转亏为盈。

图表 29 标准化的“超配”行为助新设医院转亏为盈

医院名称	自建/收 购年份	当年利润 (万元)	标准化动作	后期利润 (万 元)
南昌爱尔	2009	-467.46	2010年投入550万元；配置治疗近视的飞秒激光设备、阿玛仕全激光准分子设备、美国VISX波前像差仪；	33.63 (2014)
昆明爱尔	2010	-787.29	2010年配备128名人员：临床24名，医技16名，护理38名，管理与服务35名，视光配镜15名	1164.7 (2017)
长春爱尔	2010	-645.25	扩建面积至12773平方米；配备国蔡司VisuMax全飞秒、Pentacam全景仪、美国白内障超声乳化仪、日本尼德克综合验光仪等；引入主任医师15人，副主任医师8人	241.32 (2013)
重庆麦格	2010	91.59	2011年扩建面积至5080.98平方米；增加投资560万元；配备德国蔡司3D-Smile全飞秒激光近视矫治系统、德国阿玛仕AMARIS500准分子设备等；2011年增加医院人员至90-120人；2011年投入1860万元	505.22 (2016)
石家庄爱尔	2010	-40.37	2012年扩建面积至5500平方米；2012年投资2300万元；2012年增加医院配备人员至130人；配备德国蔡司VisuMax全飞秒激光手术系统、德国鹰视飞秒全激光手术系统、白内障智能超声乳化手术系统等	181.65 (2014)
怀化爱尔	2011	-487.09	2011年投入900万元；配备人员65人；配备意大利全自动综合验光组合、依视路卡帕电脑磨边机、日本尼德克非接触式眼压计等	206 (2016)
西安爱尔	2011	159.71	2011年投资6,722.34万元；配备u视“全激光”手术系统、visx star系统、M22强脉治疗仪等	1775.4 (2017)
韶关爱尔	2012	-155.88	2012年投资1800万；2015年扩建至3740平方米；2012年医院配备人员60-70人；配备瑞士达芬奇飞秒激光设备、意大利全自动综合验光组合、日本尼德克电脑验光仪等	13.22 (2016)
湖北爱尔 (汉口)	2013	-355.09	2013年投入6773万元；2013年扩建至18409平方米；2017年眼科专科医生扩增至50人；配备视觉质量分析仪OPD-Scan III、Spectralis HRA眼底血管造影系统等先进设备	538.9 (2015)
深圳爱尔	2013	-668.65	2013年投资2295万元；2017年眼科医生扩增至125名；配备极速全激光飞秒iFS150、Pascal多点扫描眼底激光系统、德国Zeiss210高档手术显微镜等	1314.2 (2017)

资料来源：公开资料整理，广证恒生（括号中为所示利润的年份）



3. 复制标准化：从简单复制到升级复制，跨越式扩张

连锁企业毫无例外都要实施扩张策略，但区域差异和自身能力不足会带来很多问题，盲目扩张、保守发展和突破方向的选择错误更是严重问题。爱尔的扩张经验具有很强的借鉴意义。根据我们的研究，爱尔在连锁模式、扩张模式和地域布局三个维度呈现出三大特征：

1. 在连锁模式方面，从“三级连锁”升级为“分级连锁”，带动网点的下沉至县级地区，顺应分级诊疗政策。在“分级连锁”的框架内，采用率先发展一级和二级医院、省会城市医院、繁华地区医院的自上而下扩张模式。
2. 在扩张模式方面，爱尔眼科从依靠新建/直接收购进行扩张的单轮驱动，升级为“公司+产业并购基金”的双轮驱动，加快扩张步伐。
3. 在地域布局方面，爱尔眼科采用从两湖地区逐步向全国各地发展网点的由点及面模式。

3.1. 连锁模式升级，自上而下进行扩张

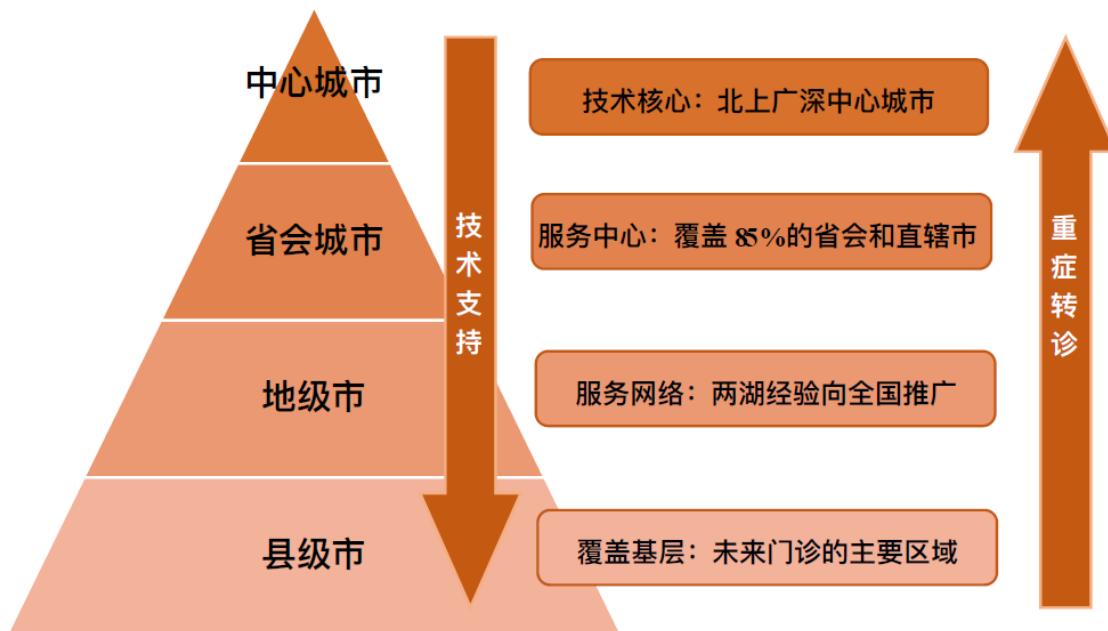
为了扩大市场规模，将服务更好地覆盖基层，爱尔眼科在上市后逐渐将“三级连锁”升级为“分级连锁”。在以“分级连锁”作为扩张模式的情况下，爱尔遵循先发展一级和二级医院、省会城市医院、繁华地区医院的原则，在中心地带构建起强大的影响力，随后通过品牌辐射力，发展下级城市的医院。

3.1.1. 网点下沉至县级，服务覆盖基层

由于中国眼科市场的地域性强，成立初期爱尔眼科选择的连锁模式是“三级连锁”：“一级医院-二级医院-三级医院”。随着基层首诊、分级转诊的逐步推进，医疗需求的重心将不断下沉，基层的市场机遇和空间将逐步扩大。为此，爱尔眼科顺应改革趋势，通过发展模式创新，将连锁模式进行了升级，进一步将三级连锁升级至“中心城市-省会-地级市-县”分级连锁模式，加快向地市和县域下沉网络，加快网点扩张速度，加快优质医疗资源的横向、纵向流动，在集团体系内打造医生多点执业的平台，为基层患者提供优质的眼科医疗服务，进一步强化公司的发展根基，提高覆盖面和渗透率。

分级连锁模式包括4个层级的医院。中心城市医院主要坐落于北上广深，是全国技术和疑难眼病会诊中心；省会城市医院是分级连锁模式中的服务中心；地级市医院构成爱尔眼科的服务网络；县级市医院是爱尔的最基层的医院，解决最常见的眼科疾病。在这个连锁模式中，每一个层级的医院都对下一级的医院提供人员支持和技术指导，解决不了的疑难问题将传输到上一级医院，结构清晰合理。这样的连锁模式使中心城市医院和省会城市医院汇集了最优秀的医师，不需要将医师资源进行平均分配，解决优质眼科医生不足的问题。如果每一个网点都需要配置各个技术水平的眼科医生，即使爱尔目前拥有8.47%的全国眼科资源，也不足以拥有足够的顶尖眼科医生分配到各个网点。医院之间定位和职能清晰、沟通顺畅，高度适合中国国情和市场环境，提高资源共享效率和医院网络的广度深度。

图表 30 爱尔网点下沉至县级地区，县级地区将成为未来主要门诊区域



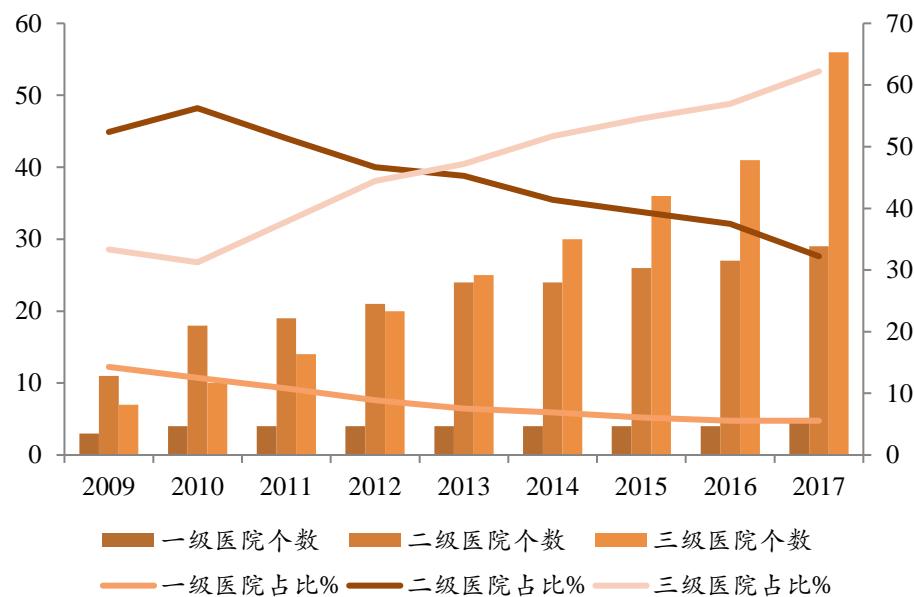
资料来源：公司公告，广证恒生

3.1.2. 在中心地区打响“爱尔”品牌，逐步下沉网点

分级连锁模式使得爱尔内部的医院层级分明，然而在这些按怎样的顺序发展这些层级的医院，是爱尔眼科需要解决的问题。爱尔眼科给出的答案是遵循自上而下的规律：从一二级医院到三级医院，从省会到地县级市，从消费能力高的地区到消费能力低的地区。爱尔的这种扩张方式，使得它可以先在中心地带做好自己的品牌，拉动和吸引更多地消费群体，减少之后在非中心地区建设网点的阻力。

一、爱尔先在中心城市和省会城市建设一级、二级医院，然后再加速下沉建设三级医院，至 2017 年形成了 5 家一级医院、29 家二级医院、56 家三级医院的版图（根据年报和官网医院统计）。2009 年，爱尔网点未覆盖主要的省会城市，大多数精力还是放在建设一、二级医院上，当年一级医院、二级医院、三级医院的数量分别为 3、11、7，三级医院的数量甚至没有二级医院多，一级医院、二级医院、三级医院占比分别为 14.29%、52.38%、33.33%。2010 年，爱尔又建设了 7 家新的二级医院，而三级医院只增加了 3 家。随着一、二级医院布局的完善，爱尔加速对三级医院的建设。2017 年时二级医院只增加了 2 家，而三级医院增加了 15 家，一级医院、二级医院、三级医院占比分别为 5.56%、32.22%、62.22%。

图表 31 三级医院占比逐渐上升，超过一、二级医院总和



资料来源：公司公告，广证恒生（这里的统计只计算年报并表的医院数）

二、分级连锁自上而下的布局策略要求爱尔先在省会地区建立医院，然后再逐步向地级、县级地区下沉自己的连锁网络。爱尔选择以省会城市作为根据地的原因主要有两点：

1.如果要先在地县级地区建立医院，需要通过运营大量的医院来提高自己的声誉，成本高并且管理难度大；

2.患者有疑难病症一般都会选择去省城或中心城市进行诊治，而不会去偏远地区的医院求医，爱尔先在省城建立自己的医院，可以吸引大量地县级地区的人来省城进行就诊，从而提高影响力。

截止至 2018 年，根据爱尔眼科官网显示，大陆地区除了新疆，西藏和内蒙古这三个自治区没有爱尔的医院以外，其余省市都有爱尔眼科旗下的医院。而在这些省市中，除了浙江省、河南省、福建省以外，爱尔都选择了在省会城市建立第一家医院。

图表 32 爱尔眼科将省会城市作为各省的根据地

省份	首先建立的医院	建立年份	所在城市	是否为省会
辽宁	沈阳爱尔眼视光医院	2007	沈阳	是
湖南	长沙爱尔眼科医院	2003	长沙	是
湖北	武汉爱尔眼科医院	2003	武汉	是
广东	广州爱尔眼科医院	2008	广州	是
山东	济南爱尔眼科医院	2007	济南	是
四川	成都爱尔眼科医院	2002	成都	是
安徽	合肥爱尔眼科医院	2007	合肥	是
黑龙江	哈尔滨爱尔眼科医院	2007	哈尔滨	是
山西	太原爱尔眼科医院	2009	太原	是
江西	南昌爱尔眼科医院	2009	南昌	是
江苏	南京爱尔眼科医院	2010	南京	是
云南	昆明爱尔眼科医院	2010	昆明	是
吉林	长春爱尔眼科医院	2010	长春	是
河北	石家庄爱尔眼科医院	2010	石家庄	是



贵州	贵阳眼科医院	2010	贵阳	是
广西	南宁爱尔眼科医院	2011	南宁	是
陕西	西安爱尔眼科医院	2011	西安	是
甘肃	兰州爱尔眼科医院	2012	兰州	是
浙江	宁波爱尔光明眼科医院	2013	宁波	否
河南	许昌爱尔眼科医院	2015	许昌	否
海南	海南爱尔新希望眼科医院	2017	海口	是
宁夏	银川爱尔眼科医院	2017	银川	是
福建	泉州爱尔眼科医院	2017	泉州	否
青海	西宁爱尔眼科医院	2015	西宁	是

资料来源：公开资料整理，广证恒生

三、爱尔在省内的布局策略是先在消费能力高的地区进行建设医院，然后再逐步向消费能力较弱的地区进行网点覆盖。爱尔在湖南网点最多，我们将其作为研究对象。爱尔首先是在省会长沙设立了长沙爱尔眼科医院，接下来在几个GDP比较高的城市进行了网点建设，至2004年，除了岳阳外，年均GDP排名前5的城市都已经有爱尔的网点。而GDP较低的怀化和湘西在2015年左右才建设了第一家爱尔医院。

图表 33 繁华城市先进行网点建设，逐步向省内其他城市发展

城市名称	2001-2013年均GDP(亿元)	该城市首家爱尔医院成立时间
长沙	3083.246	2003
岳阳	1129.288	2009
常德	1079.151	2004
衡阳	1025.118	2003
株洲	913.7797	2004
郴州	780.5965	2010
湘潭	658.0401	2012
永州	583.9357	2012
邵阳	563.5174	2008
益阳	527.4833	2012
怀化	517.5943	2015
娄底	514.2261	2011
湘西	212.9383	2014

资料来源：wind，公司公告，广证恒生

3.2. 扩张模式的转变：单轮驱动升级为双轮驱动，连锁规模快速提升

一、根据我们的研究，爱尔眼科成熟医院的营收增长已经不能够拉动爱尔整体的增长超过眼科医疗服务的市场水平，要保持高的增长速度，就必须通过外延式增长（如新建/直接收购/产业基金并购）来助力。

我们选取了8家成熟公司（武汉爱尔、沈阳爱尔、长沙爱尔、成都爱尔、重庆爱尔、衡阳爱尔、株洲爱尔、广州爱尔）来分析内生性增长可预见的瓶颈。这8家公司都是在上市前就成立，并且每年的收入量都很庞大，以这8家公司作为爱尔成熟公司的代表具有合理性。

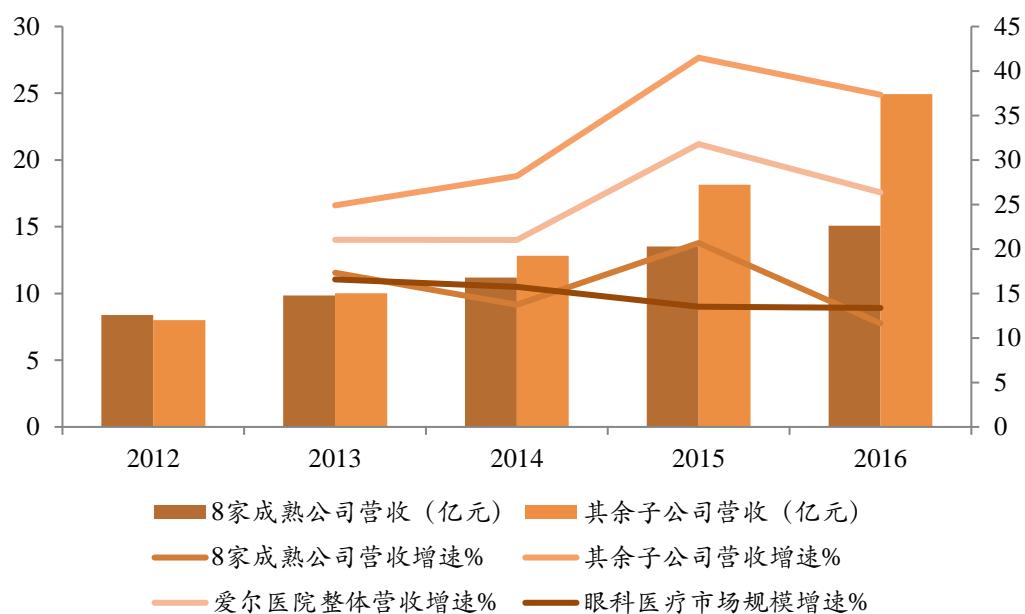
成熟医院的营收增长水平逐渐与行业趋同。在2012年，这8家成熟公司的营收占据了公司整体营收51.15%，但随着爱尔的扩张以及其余医院的发展，2016年这8家成熟公司营收占公司整体营收的比例下降为37.69%。从增长率方面来看，这8家成熟子公司的营收的增长速度基本和眼科医疗市场规模的增长速度维持在同一水平。2012-2016年这8家成熟子公司的营收增长率分别为17.32%、13.71%、20.67%和11.63%，

同期眼科医疗市场规模的增长率分别为 16.58%、15.74%、13.51%、13.37%，在 2014 年和 2016 年这 8 家成熟公司的增长率甚至低于眼科医疗市场规模整体的增长速度。可见，这些公司在规模上已经做的很大，在当地的市场份额也已经到达了较高水平，已经有很成熟的经营模式，经过了十多年的发展，发展速度已逐渐向行业水平趋同。

新医院的营收增长率十分可观，远超市场平均水平。在 2012-2016 年，除了这 8 家成熟公司以外的其余子公司的营收增长率十分可观，分别达到了 24.9%、28.19%、41.49%、37.34%，远高于市场平均的水平。

可见，爱尔这些年营业收入的高速增长，主要依赖外延的扩张，通过新医院的设立，将爱尔原有的模式复制到这些医院，使这些医院的营业收入在短时间内得到高速的增长，从而达到爱尔整体的市场规模保持高速增长。

图表 34 外延增长推动爱尔营收增长率超过眼科医疗市场规模的增长



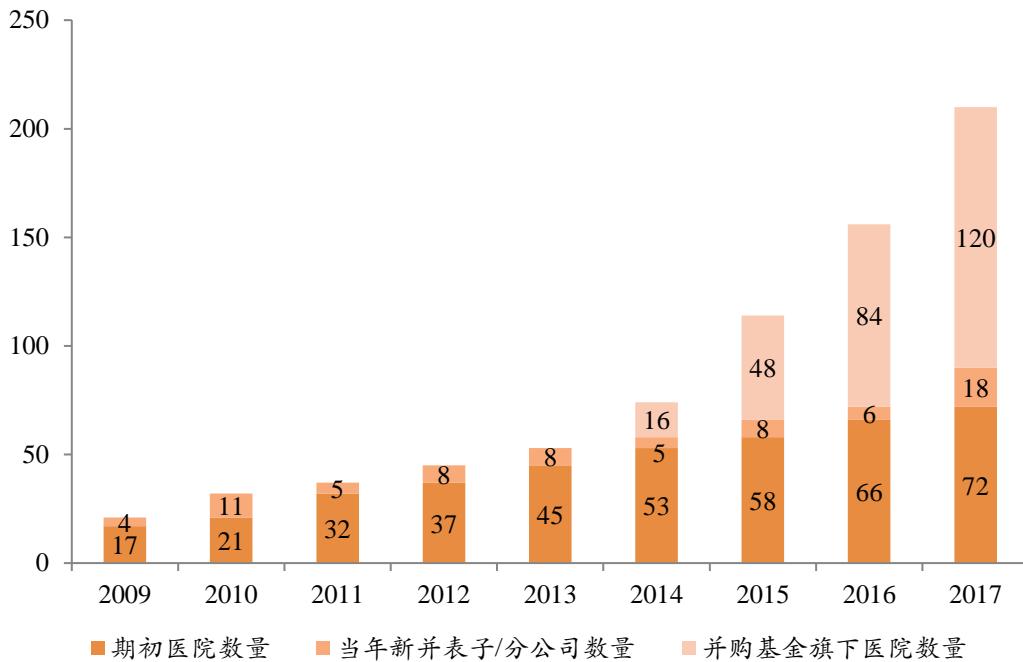
资料来源：公司公告，广证恒生

二、爱尔眼科的扩张模式经历了从“公司”层面的单轮驱动模式升级为“公司+产业并购基金”的双轮驱动模式的过程。在 2014 年前，爱尔眼科主要以公司的自有资金或在股票市场公开募集资金来新建新医院或者收购医院，这属于用公司自有资金层面的扩张，我们将其称为单轮驱动扩张。2014 年开始，爱尔眼科借力产业并购基金，创新外延式扩张模式，提高了公司的投资能力和运用资金效率，加快推进爱尔在全国空白市场的战略布局，进一步下沉医院网络渠道，提升爱尔在全国的品牌辐射力和市场渗透率。截止 2017 年，爱尔眼科参与设立的并购基金旗下的眼科医院已经超过 120 家。

由于爱尔眼科部分医院没有在年报中进行披露，在这里，以爱尔眼科在年报中披露的公司来进行研究。在 2014 年以前，爱尔眼科主要以新建和并购的模式进行，2009-2013 年平均每年新增加 7-8 新医院，扩张速度较为缓慢；2014 年开始，爱尔眼科的网点规模通过产业并购基金迅速扩张，对 9 家并购基金旗下的公司进行收购并入上市体系，体内医院在 2017 年增加了 18 家，这是之前年份无法比拟的。

按照爱尔眼科的想法，并购基金主要通过收购或新建方式投资医院，收购的医院项目将在收购后几年陆续并入上市公司；新建医院项目因市场培育期需要三年左右实现盈利，其盈利水平达到 300-500 万元，即可以并入上市体系。可以预见的是，随着这些产业并购基金运作愈发成熟，未来几年将有大量的并购基金旗下的医院注入上市体系，体内医院的规模也将迅速扩张。

图表 35 产业并购基金加速爱尔眼科扩张规模，2017 年连锁规模 200 余家



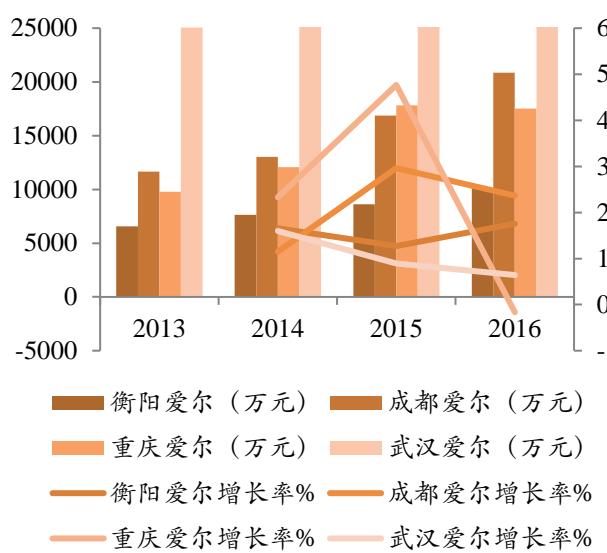
资料来源：公司公告，广证恒生

3.2.1. 单轮驱动扩张：新设医院增长迅速，培育周期逐步缩短

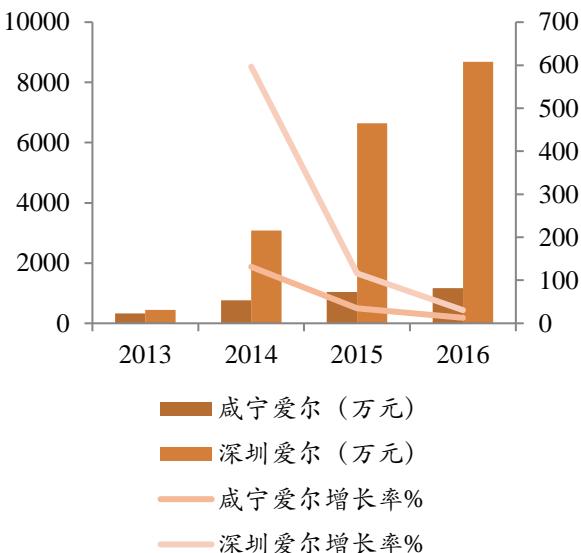
一、在第一个单轮驱动阶段，爱尔眼科新成立的医院可以通过借鉴已有医院成熟的运营模式，在刚刚成立的阶段就能够实现很高速的增长。

这里选取了 2013 年刚刚成立的咸宁爱尔和深圳爱尔与成熟的医院衡阳爱尔、成都爱尔、重庆爱尔和武汉爱尔进行比较。从总体营业收入规模来看，刚刚成立的医院的营业收入是远远无法和已经成熟运营多年的医院相比的，但它们的增长速度极快。在 2013-2016 年期间，咸宁爱尔营业收入从 2013 年的 332.36 万元上升至 2016 年的 1169.45 万元，深圳爱尔营业收入从 2013 年的 441.75 万元上升至 2016 年的 8680.39 万元，CAGR 分别为 52.1% 和 169.85%；与之相对比，虽然衡阳爱尔、成都爱尔、重庆爱尔和武汉爱尔的整体营收规模上远远超过这两家新设立的公司，但是这四家成熟医院在 2013-2016 年的增长速度相对逊色，CAGR 分别为 15.6%、21.36%、21.44% 和 10.37%，其中，作为爱尔“先行军和模范军”的武汉爱尔在 2016 年甚至出现了营收的下滑，这 4 年来的 CAGR 已经低于眼科医疗行业的市场规模增长速度。可见，与成熟医院相比，新成立的医院营收增长动力很强，尤其在前几年，营业收入规模可以翻好几倍。

图表 36 成熟医院营收增长速度较为缓慢



图表 37 新成立医院成立初期营收增长速度极为迅速



资料来源: wind, 广证恒生

资料来源: wind, 广证恒生

二、在单轮驱动阶段，爱尔眼科成立新医院的方法是新建和直接收购，通过研究我们发现，新建的医院普遍首年增长速度高于并购的医院。原因在于新建医院从零开始，市场需要培育，团队需要磨合，通过爱尔眼科分级连锁模式，上级医院具有示范效应，新建的医院可以很快地通过模仿一些成熟的爱尔医院的运营方式，在下一年营业收入实现大幅度的增长；而并购的医院因为在收购前就已经在运营，在当地积累了一定的顾客资源和品牌效应，起点相对高。

我们以医院成立后最初两年的营业收入来进行研究。新医院设立的时间一般在年中，为了保持与第二年营业收入的时间跨度一致，根据数据可得性对首年营业收入进行了不同的处理：

咸宁爱尔、深圳爱尔和湘西爱尔成立月份较晚，首年营业收入选取的是第二年完整年份的营业收入；

营口爱尔、娄底爱尔、孝感爱尔、自贡爱尔的首年营业收入根据成立日期和成立至期末的营业收入来计算（由于眼科月度营业收入相对稳定，并且对东莞爱尔，朝阳爱尔等医院进行研究，可见2016年全年营业收入和2016年半年收入的两倍相近），例如，自贡爱尔在2015/7/17开始营业，当年营业期为5.5个月，成立至期末的营业收入为645.52万元，故首年营业收入可估计为 $645.52*12/5.5=1408.41$ 万元；

北京爱尔和成都爱尔由于披露了整年（包括收购前）的营业收入，故直接采用。

具体来看，对于新建的医院来说，首年几乎都是亏损的，但是经过一年的运营，逐渐学习成熟医院的运营模式和管理模式，下年的营业收入都会有很大的提高，其中深圳爱尔、营口爱尔和东莞爱尔甚至在首年营业收入的基础上增长速度超过了100%。而对于并购的医院而言，可分成两种不同的情况：一些医院原本运营模式就比较成熟，盈利能力较强，爱尔优秀医院的示范效应对这些医院的影响偏小；另一些医院原本的运营模式比较落后，盈利能力较弱，爱尔企业的示范效应对这些医院的影响比较大，通过学习和改进，这些企业也可以实现相对较快的增速。我们将首年净利润为正的医院视作原本运营模式比较成熟的医院，将首年净利润为负的医院视作运营模式相对落后的医院。研究结果表明，对于运营模式较为成熟的医院，平均增长速度大概在10%左右，而对于运营模式相对落后的，平均增速都在20%以上。



图表 38 新建医院开始年份营收增速高于收购的医院

医院名称	成立方式	成立时间	首年净利润 (万元)	首年营业收入 (万元)	下年营业收入 (万元)	增长速度%
咸宁爱尔	新建	2013.6	-188.56	768.97	1036.39	34.78
深圳爱尔	新建	2013.9	-688.65	3077.71	6645.27	115.92
营口爱尔	新建	2014.7	-136.09	285.74	626.79	119.36
湘西爱尔	新建	2014.11	-273.22	908.99	1476.76	62.46
北京爱尔	并购	2010	1250.31	5597.3	6344.42	13.35
成都康桥	并购	2012	712.47	6493.06	7011.4	7.98
娄底眼科	并购	2015.4	346.55	4820.58	5265.26	9.22
孝感爱尔	并购	2015.6	-13.30	1177.59	1467.62	24.63
自贡爱尔	并购	2015.7	-184.42	1408.41	1810.21	28.53

资料来源：公司公告，广证恒生

四、单轮驱动扩张阶段，爱尔的复制能力得到了进一步的提升，具体体现在新设医院的培育周期正在变得越来越短。从新开到正常运营到盈利，中间的过程及不达预期的阵痛其实无可避免，但因此不扩张又没有远大未来。这世界没有完美，如果只看结果就看不到爱尔做的努力。企业面临的很多矛盾是相近的，但只有优秀企业能够做到短期与中长期发展目标的平衡。

根据2013年3月调研反馈，公司开业44家医院，20多家医院盈利，20多家医院亏损；2013年12月调研反馈依然有50%的医院亏损；2014年9月调研反馈，公司有32家医院盈利，19家医院亏损，业绩盈利的医院已超60%。虽然业绩亏损的医院数量很多，但爱尔始终表示不会考虑出售医院。凭借其独特的优势：强大的内生能力，爱尔可以通过现有医院的模式进行复制推广，使新设医院扭亏为盈。通过这些年的扩张经验，爱尔将这种复制能力运用地越来越成熟，新开的医院很快就能跟上公司整体的行进步伐并实现盈利。

培育周期定义为从设立年份到开始盈利年份所经历的时间。通过研究可以发现，2012年以前建立的医院基本上培育周期都需要4年以上，而2012-2014年后成立的医院基本2-3年就可以实现盈利，2015年成立的孝感爱尔和长沙湘江爱尔甚至通过1年的运营就开始进入盈利模式。培育周期的缩短彰显了爱尔眼科连锁模式的愈发成熟，新建或者直接收购的新医院能够更快地对公司进行“反哺”，给予爱尔眼科更大的底气去进行更快速的扩张。

图表 39 复制能力的提升缩短培育周期，2015年成立的孝感爱尔和长沙湘江爱尔1年就实现盈利

医院名称	成立方式	成立年份	当年净利润 (万元)	首次盈利年份	当年净利润 (万元)	培育周期 (年)
上海爱尔	自建	2005	-1,095.31	2014	789.77	9
南昌爱尔	自建	2009	-467.46	2014	33.63	5
昆明爱尔	自建	2010	-787.29	2014	101.2	4
石家庄爱尔	并购	2010	-40.37	2014	181.65	4
怀化爱尔	自建	2011	-487.09	2016	206	5
韶关爱尔	自建	2012	-155.88	2016	13.22	4
湖北爱尔（汉口）	自建	2013	-355.09	2015	538.9	2
深圳爱尔	自建	2013	-668.65	2015	131.87	2
湘西爱尔	自建	2014	-239.76	2016	3.6	2
孝感爱尔	并购	2015	-13.3	2016	44.29	1
长沙湘江	自建	2015	-439.19	2016	89.32	1

资料来源：公司公告，广证恒生



3.2.2. 双轮驱动模式：产业并购基金提供优质标的，加速规模扩张速度

通过研究我们已经发现，爱尔成熟医院营收增长逐渐回归市场整体增速，爱尔要保持高速度的增长，就必须要进行外延扩张。但是通过新建/直接收购方式成立的新医院在开始阶段不可避免地要经历亏损或者微利阶段，有很强的不确定性。2014年爱尔眼科开始启动的“双轮驱动”模式能够很好的解决这个问题：通过产业并购基金对优质医院进行培育，盈利后再进行收购。并购基金由于其专业性，具有广泛的社会资本，能够发现并联系优质收购标的，在收购谈判方面也比较有优势，并且决策效率较高，能够迅速决策锁定标的。同时，并购基金还可以发挥杠杆的作用，提高资金利用率和回报。

一、2014年开始，爱尔眼科先后参加设立了7家产业并购基金和机构（深圳前海东方医疗产业并购合伙企业、北京华泰瑞联并购基金中心、湖南爱尔中钰眼科医疗产业并购投资基金、华泰瑞联二期产业并购基金、南京爱尔安星眼科医疗产业投资中心、湖南亮视交银眼科医疗合伙企业和湖南亮视长银医疗产业投资基金合伙企业），用11.88亿的自有资金撬动了162亿的资金规模，大大加快医院连锁的资产储备。通过产业并购基金，爱尔眼科放大了自己的投资能力，为未来发展储备更多并购标的，推动爱尔积极稳健地并购整合及外延式扩张，抓住市场发展机遇，进一步提高爱尔在全国的市场占有率和品牌辐射力。在这些并购基金中，爱尔都是作为有限合伙人，承担的风险相对可控。

在前四家产业并购基金中，爱尔持股比例都不超过10%，用4.18亿的资金撬动了122亿的资金规模。随着监管的加强，杠杆的力度有所下降，在之后设立的产业并购基金中，爱尔持股比例达到了将近20%。

图表 40 爱尔眼科参与设立产业并购基金一览

并购基金名称	设立时间	基金规模	爱尔眼科		基金的内部结构
			出资	持股比例	
深圳前海东方爱尔医疗产业并购合伙企业	2014.3	2亿	2000万	10%	东方金控作为GP，出资667万元，爱尔眼科作为LP，出资2000万元，其余资金由东方金控负责募集
北京华泰瑞联并购基金中心	2014.3	10亿	1亿	10%	华泰瑞联基金管理有限公司作为唯一GP，爱尔眼科作为LP出资1亿元
湖南爱尔中钰眼科医疗产业并购投资基金	2014.12	10亿	9800万	9.8%	中钰创投作为GP出资200万元，爱尔眼科作为LP，出资9800万元，其余资金由中钰创投募集
华泰瑞联二期产业并购基金	2015.8	100亿	2亿	2%	南京华泰瑞联股权投资基金管理合伙企业与基金管理团队合计认缴出资1亿元。爱尔作为LP之一，出资2亿元
南京爱尔安星眼科医疗产业投资中心	2016.5	10亿	1.9亿	19%	前海安星作为GP出资人民币100万元，山南智联（爱尔眼科全资子公司）作为LP出资人民币19,000万元，其它有限合伙人出资人民币80,900万元。
湖南亮视交银眼科医疗合伙企业	2016.12	20亿	3.9亿	18%	锦傲投资（GP）出资人民币100万元，交银国际出资人民币149,900万元，拉萨亮视（爱尔全资子公司）出资人民币39,000万元，铭鸿创投出资人民币11,000万元。



湖南亮视长银医疗 产业投资基金合伙 企业	2017.12	10 亿	1.9 亿	19%	前海安星 (GP) 出资人民币 100 万元, 申万宏源出资人民币 75,000 万元, 拉萨亮视 (爱尔全资子公司) 出资人民币 19,000 万元, 铭鸿创投出资人民币 5,900 万元。
合计		162 亿	11.88 亿		

资料来源：公司公告，广证恒生

二、2014 年后爱尔眼科转变成为“双轮驱动”进行扩张后，将体内培育周期压至更短，并购基金旗下的医院先在体外进行培育，医院运营成熟之后再通过募资收购注入上市体系。2017 年爱尔眼科将爱尔中钰并购基金旗下的沪滨爱尔、朝阳爱尔和深圳前海并购基金旗下的东莞爱尔、湖州爱尔、太原爱尔康明、九江爱尔、泰安爱尔、佛山爱尔、清远爱尔通过募资收购之后进行了上市，并在并表后的第一年都获得了盈利，解决了以往新并表的医院只能亏损或者微利的问题，改善爱尔的公司报表情况。

这 9 家并购基金旗下注入上市体系的医院对爱尔 2017 年净利润的增加的推动作用是很明显的，2017 年这 9 家公司的净利润占公司整体净利润比例达到 8.68%，占合并报表净利润同比增长(2017 年净利润-2016 年净利润) 的比例高达 30.45%，是 2017 年净利润增长的重要推动力。在这 9 家医院所在的区域，有 8 家是爱尔在当地没有网点的，提高爱尔眼科网点覆盖率。随着日后通过并购基金方式并入上市体系的医院数量逐渐增多，爱尔在全国的覆盖速度也将越来越快。

图表 41 并购基金旗下医院并入上市体系推动净利润增长 30.45%，加快网点在全国的布局

公司名称	2017 年净利润	所属产业并购基金 名称	净利润占公司 净利润比例%	净利润占公司净利 润同比涨幅比例%	爱尔在当 地是否有关 网点
沪滨爱尔	23,523,158.45	爱尔中钰并购基金	2.97	10.42	否
朝阳眼科	9,400,674.47	爱尔中钰并购基金	1.19	4.17	否
东莞爱尔	16,457,707.24	深圳前海并购基金	2.08	7.29	否
湖州爱尔	4,012,396.20	深圳前海并购基金	0.51	1.78	否
太原爱尔康明	4,442,236.57	深圳前海并购基金	0.56	1.97	是
九江爱尔	3,117,780.10	深圳前海并购基金	0.39	1.38	否
泰安爱尔	1,595,813.14	深圳前海并购基金	0.2	0.71	否
佛山爱尔	5,469,297.08	深圳前海并购基金	0.69	2.42	否
清远爱尔	688,471.26	深圳前海并购基金	0.09	0.31	否
合计			8.68	30.45	

资料来源：公司公告，广证恒生

三、并购基金上市的医院在并表时就已经产生了盈利，但这不意味着这些公司已经发展成熟，没有继续上升的空间。从坪效（万元/平方米）来看，去年并购基金上市的这几家公司的坪效远远低于长沙爱尔、重庆爱尔这样的成熟公司，空间的利用效率还不高，这些医院上市之后仍然有很大的增长空间，能够推动爱尔整体的业绩快速提升。

图表 42 经过并购基金培育的医院在上市后仍有巨大的上升空间

公司名称	经营面积 (平方米)	2016 年营业收入 (万元)	坪效 (万元/平方米)
东莞爱尔	11535	4052.91	0.35
湖州爱尔	3352.74	2660.73	0.79
太原爱尔	2548.25	2968.13	1.16
九江爱尔	3400	1410.44	0.41



泰安爱尔	5000	2131.73	0.43
清远爱尔	2937	940.78	0.32
佛山爱尔	6500	3276.51	0.5
长沙爱尔	9000	23314.06	2.59
重庆爱尔	8867	17516.46	1.98

资料来源：公开资料整理，广证恒生

3.2.3. 盈利结构趋于平衡，各大分/子医院齐力助爱尔业绩腾飞

扩张初期由于复制能力有限，培育周期还相对较长，爱尔的盈利主要靠前几家公司支撑。随着复制能力的提升以及体外并购基金的培育，大多数新成立/新并表公司很快就能够实现盈利，成为公司新的增长点。截止 2017 年，大部分医院都已经进入盈利模式，拉动公司整体业绩提升。

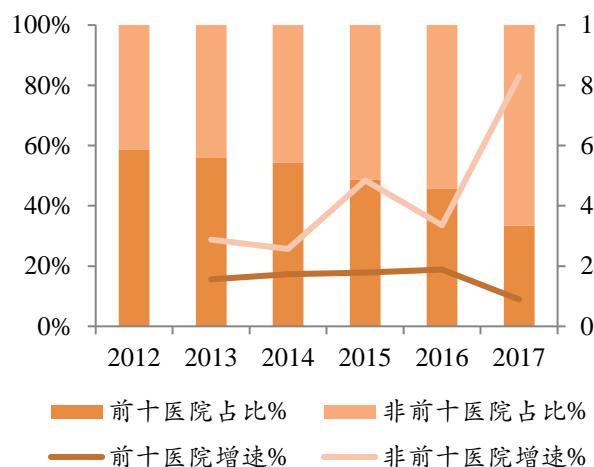
在上市初期爱尔眼科的盈利和营收主要由前十大子公司提供，由于培育周期较长，新设立的医院仍处在成长状态，还没有开始实现盈利，公司整体的盈利主要靠前十大医院支撑。2012 年前十大医院的营业利润占公司整体营业利润的 58.76%，净利润占公司整体净利润的 129.54%，非前十大医院处于亏损状态。

随着培育周期的缩短，体内的医院基本都实现了盈利，公司的增长不只依赖盈利较强的前几家医院，新成立的医院也能够创造丰厚的利润。在快速扩张的 2017 年，前十大医院净利润占公司整体净利润的比例仅为 57.2%，非前十大医院的净利润占公司整体的净利润比例已经达到了 42.8%。从增速来看，2017 年前十大医院的营业收入增长率为 8.92%，净利润增长率为 19.67%，相比之下，非前十大医院整体的营业收入增长率高达 82.93%，净利润增长率高达 80.29%，年轻医院的厚积薄发助力非前十大医院的业绩飙升。

图表 43 2017 年前十医院的营收占比下降为 33.44%

图表 44 2017 年前十医院净利润占比下降为 57.2%

营业收入



净利润



资料来源：wind，广证恒生

资料来源：wind，广证恒生

3.3. 由点及面式扩张：以两湖为大本营，逐步向全国扩张

连锁模式的地域扩张路径选择对创业者来说很有挑战，爱尔在这方面做了极佳的实践，可以概括为三个主要特点：

1. 先对两湖进行建设，以两湖作为大本营
2. 对靠近两湖周边的省份进行重点建设，形成以两湖为中心的网点布局
3. 两湖以外的地区采取“抱团”策略，通过原有医院的影响力加速发展

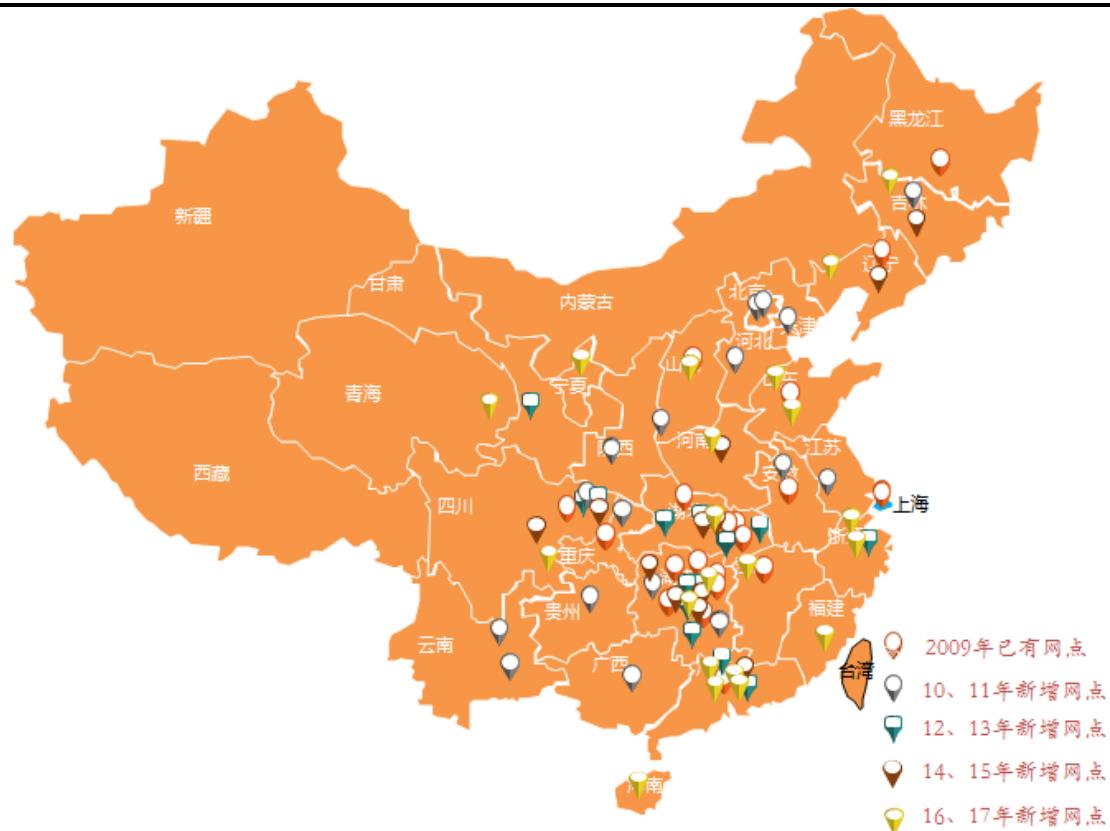


1) 爱尔眼科的前身是长沙爱尔眼科医院，总部也设在长沙，开始阶段的建设重点主要放在两湖地带，在上市前的17家医院里面，有5家在湖南，4家在湖北，上市前的布局思想奠定了爱尔以两湖为大本营的发展方式。通过对爱尔网店布局的分布研究发现，爱尔的网点在2014年就已经覆盖了两湖所有地级市。并且在大多数省份都没有完全覆盖地级市之际，两湖地区已经开始着手建设县级城市，2015年在湖南建立了第一家县级爱尔眼科医院。

2) 爱尔的后期建设围绕两湖而展开，靠近两湖地区的广东省、江西省、重庆直辖市、四川省、河北省、河南省、安徽省等省份都有多家爱尔眼科的网点，并且这些网点分布的位置都靠近两湖的边缘地带，在这些省份地区建立的医院可以借助爱尔在两湖已经形成的品牌辐射效应，拉动大量潜在的顾客，减少宣传费用。可以预见，在今后几年，爱尔将在这些省份建立更多的新医院，争取覆盖这些省份的地级市。

3) 两湖以外的地区，医院的布局遵循同样的策略。可以看到吉林省、广东省、安徽省、辽宁省等省份，这些省份内的爱尔医院都靠得相对比较近，这是由于每一连锁医院都在当地形成了一定的市场影响力，并对周边地区产生辐射，所以爱尔在建立一家医院时，首先会考虑建在离已有网点较近的地方，减少不必要的宣传成本支出，因此形成了“抱团”分布的情景。

图表 45 爱尔眼科形成以两湖为中心的网点布局



资料来源：公司公告，广证恒生

4. 管理能力标准化：坚持“利出一孔”，解放生产力

当生产关系同生产力的发展要求相适合时，能够有力地推动生产力的解放，为生产力的发展提供更广阔的空间。良好生产关系的建立依赖于企业的管理能力，企业需要通过构建一系列利益相关者之间的作用机制，才能够产生有助于生产力发展的生产关系。摩根曾说过：“不论采取什么方法，都必须以调动人的积极性为目的。”爱尔眼科作为眼科医疗行业的龙头，制定了多种有针对性的措施调动员工工作积极性、激励管理层为公司创造更多的财富、加强各层级医院之间的联系和提高子公司的业绩。

《管子·国蓄》称：“利出于一孔者，其国无敌。出二孔者，其兵不诎；出三孔者，不可以举兵；出四



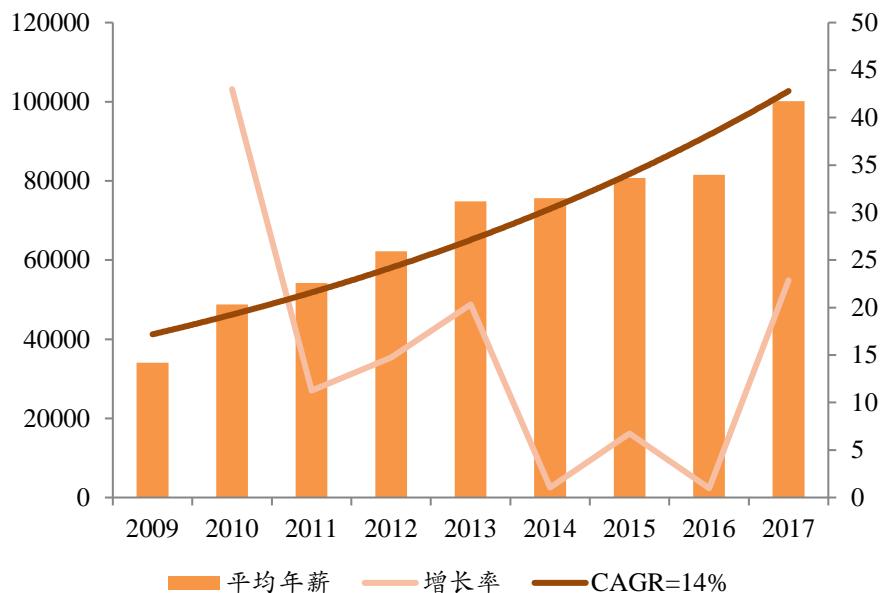
孔者，其国必亡”。商业亦同此理，正如任正非所言：“十五万人的能量如果在一个单孔里去努力，大家的利益都在这个单孔里去获取。如果华为能坚持‘力出一孔，利出一孔’，下一个倒下的就不会是华为。”爱尔建立的管理机制，使一万五千多名爱尔人齐心协力，“利出一孔”，共同为爱尔的眼科王国之梦奋斗。

4.1. 满足四大需求，提高员工积极性

管理是门艺术，管理人则是艺术的艺术。任何一个公司的发展都是离不开每一位员工的辛勤劳动，调动员工的积极性是一件非常复杂的工作。爱尔设立了一系列的措施满足员工财富需求、学术需求、培训需求、事业需求，从而激励员工的斗志。

一、在财富需求方面，2009-2017年，爱尔眼科的人均年薪（扣除高管工资）都在逐年增长，CAGR达到14%，远远超过了通胀率水平，2017年剔除高管后的人均年薪已经达到了10万元。爱尔眼科后期大量在地级市和县级地区扩张，而这些地区的工资水平整体相对较低，在这样的情况下，爱尔的人均年薪仍然能保持增长的趋势。同行对比来看，2017年新视界人均年薪9.53万元，爱瑞阳光眼科人均年薪6.99万元，低于爱尔眼科的人均年薪。

图表 46 2017 年人均年薪超过 10 万元



资料来源：公司公告，广证恒生

二、在学术需求方面，由于学术研究对评定职称至关重要，医师对此十分重视。爱尔并不是一家只注重盈利的公司，它为员工提供了良好的学术环境，积极举办各种学术交流会，邀请全球/国内顶尖专家分享最新眼科学术成果，激发员工探讨学术的激情，致力于为中国眼科医疗的发展做出贡献，并取得学术成就。

图表 47 爱尔眼科 2016-2017 年举办学术交流会汇总

学术交流会名称	时间	备注
爱尔眼科医院集团 2017 角膜及眼表学科年会	2017.5.18	来自集团各医院角膜及眼表学科的 70 多位医师参加了此次会议，促进集团角膜及眼表事业发展，规范科室运作与学科建设，增强学术地位与资源整合。
第一届上海爱尔眼科华东学术峰会和	2017.3.10	邀请 30 多位著名眼科专家前来作眼底病、白内障、

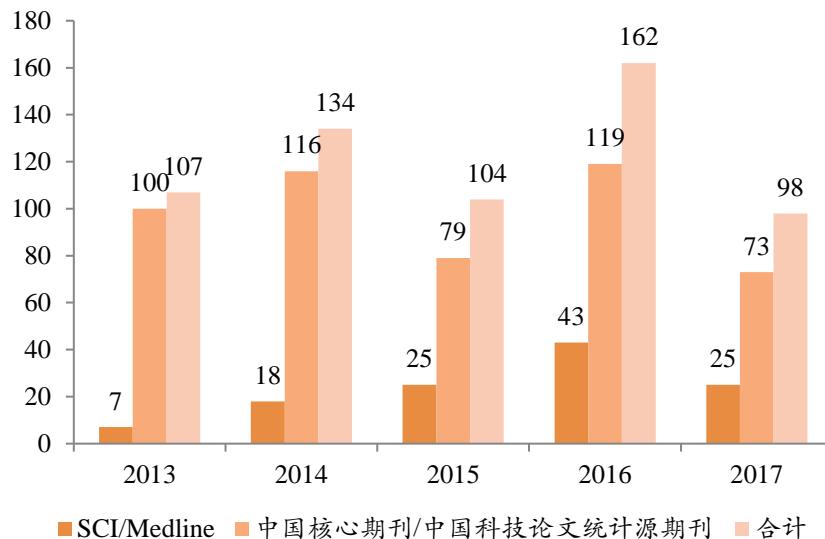


第一届眼科疑难病例讨论及眼科手术并发症处理峰会		眼表及角膜、青光眼、屈光手术、泪道疾病以及眼科疑难病等方面专题讲座，展示眼科学的最新进展、最新技术及最新成果。
2016年橘洲视光国际论坛	2016.11.20	围绕“双眼视功能异常临床研究、近视研究新进展、大数据环境下的视光学发展新模式”等主题，联合国家级继续教育专题培训，邀请国内外著名专家和学者进行专题报告，共同研讨眼科、视光学和视觉科学领域的临床新技术、研究动态和产业发展。
白内障及屈光手术国际论坛暨爱尔眼科医院集团白内障年会	2016.8.12	汇聚国内外知名眼科专家，为广大眼科医师提供学术交流平台。
屈光手术国际论坛 (IRSS•2016)	2016.5.28	邀请国内外著名眼科专家共聚一堂，共襄盛举，集思广益，一道进行学术交流，为全球屈光手术医生提供一场高水平的学术盛宴，共同促进屈光手术技术发展与创新。
爱尔眼科医院集团2016年度眼眶与眼整形学科年会	2016.5.19	来自集团各医院60余名眼眶与眼整形专业医师及集团相关职能部门管理人员参加会议，持续完善及推进集团眼眶与眼整形学科发展，明确学科发展方向、规范学科建设体系。
泪道及眼表疾病治疗新进展学术研讨会	2016.5.7	邀请国内眼科界知名教授及在眼科视光学方面具有丰富经验的专家进行专题发言，与参会代表就泪道疾病微创手术治疗新进展及干眼症等眼表疾病的诊疗新技术、新进展和新经验进行交流和讲座。
武汉爱尔眼科医院眼鼻相关内镜微创泪道学术交流会	2016.3.18	爱尔眼科医院集团泪道学范金鲁教授、王志全教授及湖北省眼科学会委员项楠等湖北省知名眼科专家应邀参加会议，与国内10余家医院近200余名业界同仁共同分享最新眼科学术成果。

资料来源：公开资料整理，广证恒生

在浓厚的学术学习氛围的熏陶下，爱尔眼科的员工在学术科研方面取得了丰硕的成果，每年都会在SCI、Medicine等国际期刊以及中国的一些核心期刊进行发表论文，并且每年发表的论文数目基本都超过100篇，其中2016年在各大核心期刊发表论文合计162篇。

图表 48 爱尔眼科高度重视学术氛围建设，学术论文高产



资料来源：公司公告，广证恒生

三、在培训需求方面，爱尔眼科注重对于员工技术的培养，持续开展各类培训，提升员工的专业技能，加强医疗及管理人才的继续教育，大量培养高素质人才，成为各类人才力争上游的学习型组织。2014年，公司共培训各类管理人员400余人次，完成了8个亚专科83名医师送培计划，开展专项学习班和远程培训班进行医疗人员专业培训达22000余人次。2016年，针对实用型人才，公司完成了9个亚专科163名医师送培计划，考核认定各亚专科医师63人次。此外，为提升各连锁医院管理层的经营管理能力，2016年公司开展了领导力和职业素养培训班，其中CEO培训结业58人，筹建负责人培训结业63人。

四、在事业需求方面，爱尔的医生职称评定和公立医院一样，只是相对于教学医院不能够带研究生。同时部分员工可以通过股权激励计划和合伙人计划，实现内部创业，并能获取较高额收益，满足事业方面的需求。

1) 公司进行的1次股票期权激励计划和2次限制性股票激励计划中，大部分都分配给中层管理人员、核心技术人员和业务人员。在这3次激励计划中，分别有69.46%、83.3%、88.52%的份额是分给了中层管理人员、核心技术人员和业务人员，所占人数分别为189、243、1578。可见，爱尔越来越重视对于基础员工的激励，授予这些基础员工的股票比例越来越高，得到激励计划的基础员工人数也越来越多。

图表 49 爱尔对非高级管理人员的激励力度逐渐加大

激励项目	推行时间	规模(股)	授予非高级管理人员数量(股)	占比%	涉及人数
首期股票期权激励	2011	891万	618.72万	69.46	189
首期限制性股票激励	2013	545万	505.45万	83.3	243
第二期限制性股票激励	2016	2009万	1947.5万	88.52	1578

资料来源：公司公告，广证恒生

2) 通过合伙人计划，员工有机会实现高收益的回报。参照公司收购并购基金旗下医院的数据，测算出合伙人计划的年回报率平均超过20%。

“合伙人计划”是指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共同投资设立新医院，在新医院达到一定盈利水平后，公司以公允价格收购合伙人持有的医院股权，以激励员工为医院的发展做出更大的贡献。由于合伙人仍持股，目前尚无法直接计算整体收益，但是根据2017年1月爱尔对9家并购基金旗下医院进行收购的信息，可以通过换算，得到合伙人计划的账面浮盈收益率。

爱尔眼科的公告公布了合伙人企业在收购东莞爱尔、清远爱尔、泰安爱尔股份时的实际出资额，合伙



人企业收购沪滨爱尔、朝阳爱尔、九江爱尔的价格可以通过爱尔公告给出的并购基金的收购价通过比例换算得到，通过这些数据计算发现，参加合伙人计划能够获得丰厚的报酬，参加东莞爱尔、清远爱尔、泰安爱尔、沪滨爱尔、朝阳爱尔和九江爱尔的内部收益率分别为 132.6%、32.32%、69.96%、10.54%、30.51%、27.2%。

图表 50 参加合伙人计划可以获得丰厚的收益，年收益率超 20%

公司名称	合伙人参与时间	合伙人支付价格 (万元)	爱尔收购价格 (万元)	合伙人所拥有的股权的价值 (万元)	IRR	备注
东莞爱尔	2015.3.20	725 (25%)	9847.5 (75%)	3282.5	132.6%	
清远爱尔	2015.3.18	400 (20%)	2644.80 (80%)	661.2	32.32%	
泰安爱尔	/	950 (41.3%)	3013.66 (58.7%)	2120.34	69.96%	2015.1.30 和 2015/12/15 分别出资 450 万元和 500 万元
沪滨爱尔	2015.12.15	2686 (10%)	20884.50 (70%)	2983.5	10.54	2015.12.15 两家合伙人企业分别收购了 5% 的股份
朝阳爱尔	2015.10.18	982 (20%)	3724.60 (55%)	1354.4	30.51%	
九江爱尔	2015.5.18	988 (32%)	3106.24 (68%)	1461.76	27.2%	2015.5.18 两家合伙人企业分别收购了 20% 和 12% 的股份

资料来源：公司公告，广证恒生（注：括号中的百分比为获得股票的份额）

4.2 薪酬制度和股权激励机制激励管理层为公司创造更多财富

公司制企业的控制权和所有权是分离的，管理层的积极性对于公司的发展起着决定性的作用。因此，如何激励管理层为公司的发展尽职尽责是公司管理中一个核心的问题。

爱尔眼科将高管的报酬和公司的业绩相挂钩，来激励高管为股东利益最大化而进行决策，主要通过薪酬制度和股权激励机制来进行。

1) 爱尔高级管理人员的报酬和业绩紧密关联。公司董事、监事的报酬经公司董事会审议批准后，提交股东大会审议通过后实施。高级管理人员的薪酬由董事会批准后实施，主要参考公司的经营业绩和个人绩效。董事、监事、高级管理人员的报酬根据公司薪酬分配政策，结合其经营绩效、工作能力、岗位职责等考核确定并发放。

2) 股权激励机制是爱尔用来激励管理层的核心手段。对于股权激励问题，这里只进行简单阐述，在“惟精惟一，大作于细--爱尔眼科式连锁哲学执天下之牛耳”这篇报告中有更加详细的分析。

爱尔眼科目前实行的股权激励计划主要包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两种，上市至今推出了 3 次股权激励计划（1 次股票期权和 2 次限制性股票），每次股权激励计划都给予高层管理人员足够的份额，行权跨度周期都在 5 年左右，这样可以将高层管理人员的个人利益和公司整体的发展联系在一起，避免短期行为。

图表 51 股权激励计划授予高管的情况

授予对象	职务	股票期权激励计划数量 (万股)	首次限制性股票激励计划数量 (万股)	第二期限制性股票激励计划数量 (万股)
李力	副董事长、总裁	100 (11.23%)	9.2 (1.5%)	10.01 (0.46%)
郭宏伟	董事、副总裁	80 (8.98%)	/	/



韩忠	财务总监、董秘	52.08 (5.85%)	10 (1.7%)	8.58 (0.39%)
万伟	副总裁	20 (2.25%)	/	8.58 (0.39%)
李爱明	副总裁	20 (2.25%)	6 (1.0%)	8.58 (0.39%)
唐士波	副总裁	/	5 (0.8%)	8.58 (0.39%)
刘多元	财务总监	/	4 (0.7%)	8.58 (0.39%)
吴士君	董事会秘书	/	/	8.58 (0.39%)

资料来源：公司公告，广证恒生

目前这些股权激励计划的效果都不错，都达到了行权条件。2011 年的股票期权激励计划的行权条件包括：以 2010 年净利润为基数，2011-2016 年相对于 2010 年的净利润增长率分别不低于 20%、40%、65%、90%、110%、140%；2011 年-2013 年和 2014-2016 年的净资产收益率分别不低于 9.6% 和 10%。而实际情况为 2011-2016 年相对于 2010 年的净利润增长率分别为 42.9%、52.0%、85.8%、157.0%、255.8%、363.4%，2011-2016 年的净资产收益率分别为 13.4%、13.1%、14.8%、17.3%、21.1%、21.4%。同样，首期限制性股票激励计划也都达到了预期的效果。爱尔的股权激励计划起到了实效。

4.3.加强子公司管理，推动子公司业绩腾飞：分级管理和合伙人计划

由于子公司分处各地，如果缺少标准化的管理制度，爱尔将负担极高的管理成本。爱尔采用分级管理制度加强各层级医院的管控和协作；为了提高各医院网点的运营业绩，采取了合伙人计划。通过规范式的管理制度和合伙人计划，子公司和整个企业联系更加密切。

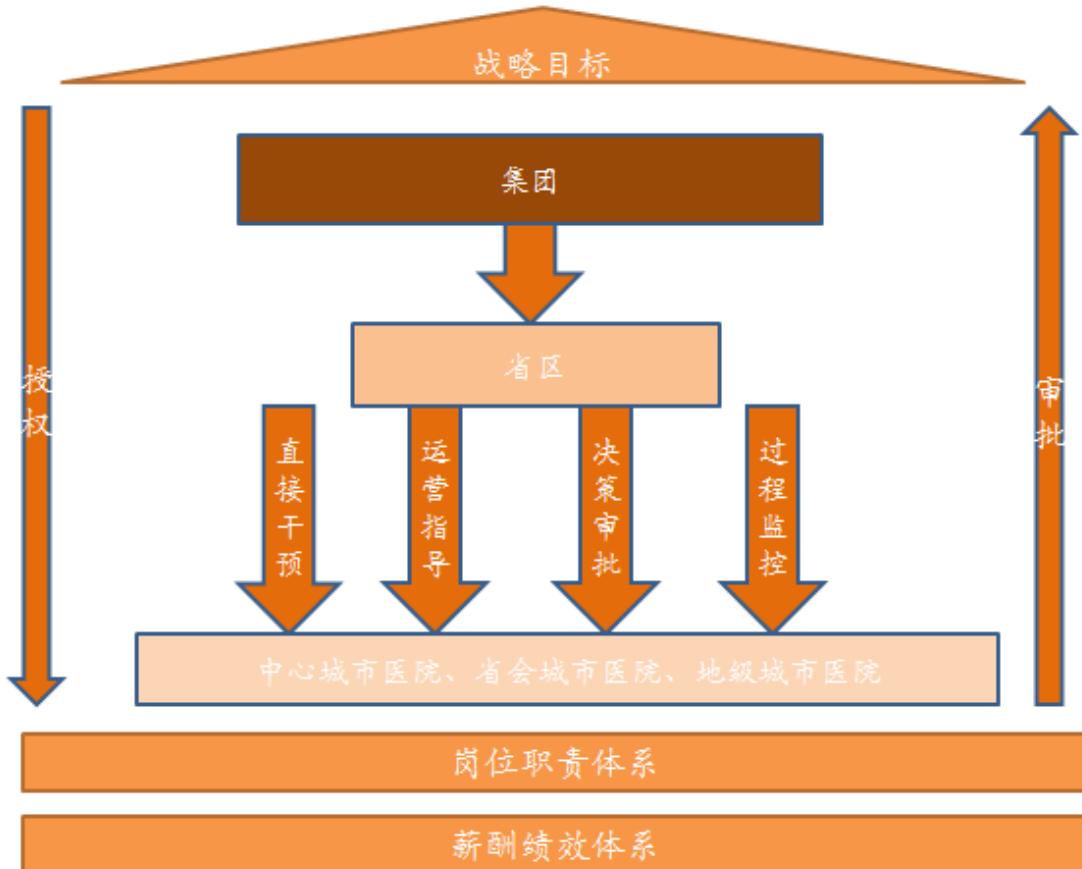
4.3.1.分级管理模式保障分工合理，医师资源得到合理分配

一、与医院体系推行的“中心城市——省会城市——地级城市——县级城市”的分级连锁模式相对应，在管理层面，爱尔实行的是“集团——省区——医院”的分级管理模式。具体来说，在这个三级管理模式里，集团直接管理省区，同时对医院经营的关键环节予以管控，如财务管理、设备药耗品采购、核心人才管理等。省区对辖区省会医院、地级医院进行直接管理；为实现管理的最佳幅度与深度，县级医院由上属地级医院进行管理。

分级管理的核心是授权管理。其中，总部负责全局及重点事项管控，确保集团总部对医院经营关键环节的控制，规避重大经营风险；日常经营管理权恰当地授予省区和医院，提高日常运营效率。通过不断完善和规范授权监督控制措施，逐步形成集团战略及标准规范、区域管控、各级医院执行三位一体的授权管理模式。授权体系按照公司组织结构从上至下依次授权分权，集团的权限高于省区，省区的权限高于医院，上级的权限高于下级。流程审批须遵循由下至上，由医院至省区至集团逐级审批的原则，非特殊情况、特殊规定不应跨级上报审批。授权体系定期修订，同时根据情况变化和管理需要适时调整，保证管理的即时效率。省区管控模式的建立，有效地降低了爱尔的管理幅度，提升了管理效率。省区根据集团授权，通过直接干预、运营指导、决策审批、过程监控等手段，对辖区医院实施有效管控。

分级管理模式与爱尔的分级连锁模式一一对应，这种管控模式可以有效地进行风险控制，保证了各个管理层级之间分工明权，使这个集团的运转流畅，保障了爱尔分级连锁的快速复制和风险的控制。

图表 52 爱尔实行“集团-省区-医院”分级管理模式



资料来源：公司公告，广证恒生

二、爱尔的分级管理模式和分级连锁模式要求公司在医师资源上要进行结构化有效分配。省会级医院需要有更多的优质医师资源为市县级医院进行指导，同时负责为地级市和县级地区传输上来的疑难患者进行诊治。爱尔在实践中也是这样做的。通过研究发现，爱尔眼科的核心医师资源大部分都分布在省会级的医院。其中作为两湖地区规模最大的武汉爱尔、长沙爱尔，这两家老牌医院都有大约 30 名副主任级以上医师，同时在北上广深这几个消费能力大的城市也都分配了有大约 20 名的副主任级以上医师。而地级市以及县级地区的连锁医院分配的医师资源较少，一般不超过 10 名副主任级以上医师。这样的医师分配贯彻了爱尔分级连锁的战略思想，有利于爱尔的分级连锁扩张。

图表 53 爱尔眼科的医师资源分配与分级连锁模式相适应

医院名称	主任医师	副主任医师	总计	是否为省会级医院
武汉爱尔	11	20	31	是
长沙爱尔	16	14	30	是
北京爱尔	17	7	24	是
深圳爱尔	17	6	23	是
武汉（汉口）爱尔	5	15	20	是
上海爱尔	5	9	14	是
广州爱尔	7	5	12	是
沈阳爱尔	7	5	12	是
南昌爱尔	3	8	11	是
衡阳爱尔	1	9	10	否



株洲爱尔	3	6	9	否
常德爱尔	2	7	9	否
南京爱尔	7	1	8	是
泰安爱尔	5	3	8	否
济南爱尔	5	3	8	是
无锡爱尔	3	5	8	否
合肥爱尔	4	3	7	否
湘江爱尔	3	1	4	否
黄石爱尔	1	3	4	否
九江爱尔	1	3	4	否
赣州爱尔	0	3	3	否
安庆爱尔	0	2	2	否

资料来源：公开资料整理，广证恒生

4.3.2. “合伙人计划”推动11家省级医院净利率从0.6%上涨至9%

爱尔引入“合伙人计划”来提高子公司的运营效率和盈利能力。“合伙人计划”的实质是“公司搭台、骨干唱戏，资源共享、高效激励”，有利于爱尔留住核心人才，激发子公司的核心人才的创造力、积极性和能动性，使新医院尽早盈利、长足发展，推动公司规模与效益同步提高。

从实践来看，“合伙人计划”大大推动了核心人才的工作能动性，2015年推出的“省会合伙人计划”针对14家省会医院，其中南京爱尔、合肥爱尔、太原爱尔、济南爱尔、南昌爱尔、南宁爱尔、昆明爱尔、天津爱尔、重庆爱尔麦格、石家庄爱尔和宁波爱尔光明11家医院的“省会合伙人计划”已于2016年12月正式落地，并取得了惊人的效果。2016年这11家医院整体净利润为1291.51万元，净利率仅为0.6%，在合伙人计划实行半年后，在2017年上半年，这11家医院整体的净利润就已经达到了6980.79万元，净利率达到了9.0%（在《惟精惟一，大作于细--爱尔眼科式连锁哲学执天下之牛耳》这篇报告中有更加详细的关于合伙人计划的内容介绍），作为眼科医疗行业首家实行合伙人计划的企业，爱尔的实践可谓十分成功。

5.未来十年，爱尔在路上

爱尔眼科将基础运营单元能力、复制扩张能力、管理输出能力的标准化做到极致，展现了对连锁医疗发展模式的深刻理解。天时、地利、人和助推爱尔成长为眼科医疗巨头企业。

- **与时代契合的成长，享受时代的红利。**任何一家优秀企业，既是创始人团队与员工持续艰苦奋斗造就的，同时也是时代成就的。方向决定企业的大势，坚定选择与一个时代和顺应时代发展的朝阳产业成为命运共同体，成为领航者，这是主航道理念践行者战略。中国进入高端服务业高速发展的阶段，我们确信眼科医疗正是受益于时代的主航道之一。
- **创始人拥有远大的愿景。**自爱尔成立之时起，爱尔眼科董事长陈邦就设定了理想：让所有的人，无论贫富贵贱，在爱尔眼科的体系内都能享受到眼健康的权利。同时，他对企业的发展有详细的规划，爱尔志在2020年前建立200家地级市医院，1000家县级市医院，收入超过100亿元，并且网点基本覆盖全国城乡县域。爱尔一直朝着行业龙头的目标坚持践行——2009年上市，2014年并购基金计划启动，2015年设立香港子公司为海外布局做准备，2015年建立第一家县级医院，2016年设立美国全资子公司等等，都向眼科王国之梦迈出了坚定的脚步。
- **深谙商业本质，做成功的商业实践，是探索出自己道路并可持续发展的不二法门。**商业社会不乏有情怀的人，也不乏创造财富的人，成就伟业的往往是二者兼备，他们用各种努力穿越周期，把短期与长期的矛盾出色地统筹解决。爱尔在前期积极探索医院经营模式，建立起老营医院强劲的单体盈利能力，



后期对这一能力进行快速复制，扭亏为盈的新设医院如雨后春笋般涌现。建设老营的能力和扩张连锁意识的快速觉醒与实践，就是这个阶段专科连锁医院的最佳商业实践。

➤ **管理要解决的核心问题是“力”和“利”皆出一孔。**聚集一群人靠愿景，驱动一群人靠管理。共同的愿景可以使一群志同道合的人聚集在一起，而让这一群人在漫长的道路上同甘共苦则需要通过管理来凝聚人心。杰出的管理者能将客户、员工、股东和社会的利益融合，将价值观与激励约束机制融合，以实现分享和共赢，爱尔一万五千人“力”出一孔也源于此。

爱尔眼科上市及上市以来遭遇过两次较大挑战。世间没有一帆风顺的征途，前行的勇士需要斩除途中的荆棘。展望未来，我们认为爱尔需要未雨绸缪的几个方面：

➤ **优化预期管理，坚守长期价值。**

500-1000亿元市值是一线龙头企业的试金石，从过往经验看，大多会出现反复，管理者应有平常心，避免市值和业绩增长单边思维惯性过大带来的问题。长期而言企业估值与其竞争力会不断靠近，但在中短期，企业盈利、市盈率和市场偏好都是在不断变化之中，可能引发市值波动乃至大幅波动。企业应积极优化市场预期管理，倡导长期价值趋势和核心竞争力原则，在发展中立于主动位置。

➤ **提升管理能力，持续艰苦奋斗。**

随着连锁模式升级为“分级连锁”，网点下沉至县级，随着管理半径从全国走向全球，发展过程中问题会不断升级，相应的，商业模式需要不断完善，管理能力需要不断提高。

新形势下并购基金的运作面临新的挑战，而且，随着爱尔体量渐大，平衡规模扩张与业绩增长的困难系数将上升。之前数年建立的并购池是战略储备的重点，未来数量的意义将不断淡化，而质量和类型的优化才是重中之重。

过去公司做到了“利”出一孔和“力”出一孔，在更上一层楼之后，如何升级激励约束机制保证团队自上而下坚持艰苦奋斗是关键任务。

➤ **增强忧患意识，规划未来增长。**

《增长的极限》一书指出：增长的终结会以很多种方式出现。而从优秀走向卓越期待基业长青的企业，正是要以非凡的努力去打破极限。受益于行业继续处于高景气周期，凭借自身出色竞争力，爱尔的可持续发展空间依然广阔。但结合目前爱尔业务在眼科专科医院市场约25%的占比，以及网点布局趋于成熟，我们认为应为后并购时代规划和培育新的增长点。

创业之路没有尽头，前方有无尽的挑战，唯有永远保持创业的初心才能走得更远。

爱尔在路上，未来更精彩！

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4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。