

爱尔眼科 (300015)：眼科龙头，市场领先

——医疗服务行业系列报告之二

中航证券金融研究所

沈文文, CFA

证券执业证书号: S0640513070003

电话: 010-59562524

邮箱: shenww@avicsec.com

行业分类: 医药生物

2019年12月30日

投资要点:

➤ 公司概况

爱尔眼科是我国目前规模最大的眼科专科医疗机构，公司第一大股东为爱尔医疗投资集团有限公司，实际控制人为陈邦。公司主要业务范围包括眼科疾病诊疗、手术服务以及医学验光配镜等。目前公司的业务可以分为三块，分别为医疗服务、视光服务及其他业务。其中，医疗服务可以细分为四个板块：屈光手术、白内障手术、眼前段手术和眼后段手术。公司两大核心主营业务分别为医疗服务和视光服务。医疗服务在2019H1实现营收34.65亿元；视光服务实现营收8.38亿元，是公司第二大业务板块；公司其他业务营收为4.46亿元。公司三大业务在公司总营收占比分别为72.96%、17.65%、9.39%，2019H1公司医疗服务、视光服务及其他项目同比增速分别为18.04%、30.98%、118.05%，公司的各项业务均保持良好的增速。

➤ 眼科服务行业持续高景气

我国眼科手术市场广阔，我国初高中学生及大学生近视眼率已超过70%，高居世界榜首。对比全球22%的近视率，我国近视患者高达人口总数的47%。随着人们用眼习惯的变化，眼部疾病发病率不断攀升，对眼部保护、眼病诊疗等方面的需求也将不断增加。预计我国未来对眼科医院市场的需求将进持续上升。自2003年开始，政策对于社会办医的支持力度更加明显，我国民营眼科专科医院数量从2003年的72家增长至2018年的709家，9.85倍，凸显我国对于社会办医鼓励程度之大。从卫生支出的GDP占比、医保基金的短期支付能力和医疗技术的提升等因素看，眼科市场有望持续保持高景气。从医保控费的角度看，医疗服务对政策免疫，具备走出独立行情的潜质。

➤ 公司技术提升，并肩国际顶尖水准

公司一直注重研发投入，研发费用涨幅明显，由2012年309.20万元增长至2018年9749.47万元，2018年研发费用增速为218.67%。公司白内障业务方面采用的治疗通常为超声乳化手术结合人工晶体植入的方案；屈光手术方面，随着技术的升级，目前公司屈光手术技术的专业化程度和经验丰富的医师资源大幅提升，为客户提供多样化、安全可靠的各类屈光手术服务。在眼科手术技术的不断迭代升级的同时，公司紧跟技术前沿，通过不断提升自身技术水平，为客户提供优质的眼科医疗服务，目前公司医疗服务技术方面已经与世界顶尖眼科医疗水平并驾齐驱。

➤ 分级连锁助扩张，内生外延双轮驱动

公司投资评级	持有
当前股价(19.12.30)	38.68元

基础数据 (2019.12.30)	
沪深300	4081.63
总股本(亿)	30.98
流通A股(亿)	25.13
流通A股市价(亿)	971.92
每股净资产(元)	2.08
ROE(%)	20.14
资产负债率(%)	40.78
PE	86.29
PB	18.42



股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航资本大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

传真: 010-59562637

公司分级连锁标准化趋于完善，复制能力高，异地扩张能力强。“分级连锁”将公司体内、体外眼科医疗机构由上自下分为中心、省会、地市、县四个等级，针对不同资源等级市场设立不同层级的医疗机构，打通各地市场，以“横向成片，纵向成网”犹如毛细血管一般向全国省市布局，扩张公司网络辐射区域，扩大受众人群，使患者便于就近进行治疗。

公司目前在中国大陆拥有 400 余家医疗机构，中国香港拥有 7 家、欧洲 85 家、美国 1 家医疗机构。同时，公司于 2019 年 12 月 20 日完成收购新加坡 ISEC Healthcare 公司，公司于东南亚地区增加 11 家医疗机构。

➤ **长期资本保驾护航，合伙人计划锁住核心资源**

公司 2017 年 11 月 7 日向陈邦、高瓴资本管理有限公司及信诚基金管理有限公司非公开发行股票。该次非公开发行股票数量共 6233 万股，发行价格为 27.60 元/股，其中高瓴资本在该次非公开发行股票中认购 3718 万股，认购金额达到 10.26 亿元。公司定增收官后，高瓴资本正式成为公司十大股东之一，截至 2019 年 10 月底，高瓴资本持公司总股本的 1.57%，居公司十大股东第六位。与此同时，公司开展合伙人模式股权激励等多种激励计划以释放管理效率，提升扩张速度。合伙人计划与股权激励计划为公司提供了良好的可并入公司的医院标的、提升核心人才的积极性的同时，也弥补了公司在快速扩张的同时所面临的医疗人才短缺、人才流失的现状。

➤ **盈利预测和投资评级**

我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.45 元、0.58 元和 0.77 元，对应的动态市盈率分别为 86.29 倍、66.40 倍和 50.18 倍。眼科医疗服务行业表现出较高的景气度，公司扩张脚步仍在持续，其三大主营业务医疗服务、视光服务及其他业务收入增长稳健，给予持有评级。

➤ **风险提示：行业政策风险，医疗事故风险，并购低于预期风险**



目录

一、 公司概况.....	6
1.1 公司基本情况.....	6
1.2 主营业务	7
1.3 行业定位.....	10
二、 眼科服务行业持续高景气.....	11
2.1 卫生支出占比有望进一步提升	12
2.2 政策扶持社会办医	13
2.3 眼科需求提升	15
2.4 技术提升刺激需求释放	17
2.5 医保支付能力短期无忧	22
2.6 核心主业对医保控费免疫	24
三、 内生外延双轮驱动.....	24
3.1 行业具备快速复制属性	24
3.2 内生增长稳健	27
3.3 外延并购持续推进，国际化布局初现	28
四、 激励机制完善.....	31
4.1 合伙人制—着眼未来，利益共享	31
4.2 股权激励释放管理效率	32
五、 长期资本保驾护航.....	36
六、 人才梯队建设给力.....	37
七、 盈利预测和投资评级.....	38
7.1 收入预测	38
7.2 盈利预测及投资评级	39
八、 风险提示.....	39

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	6
图表 2: 公司股权结构	7
图表 3: 公司营业收入及增速	8
图表 4: 公司历年归母净利润及增速	8
图表 5: 公司产品收入细分 (亿元)	8
图表 6: 公司历年收入构成	9
图表 7: 公司 2019H1 营业构成	9
图表 8: 公司历年主要业务收入 (亿元) 及增速	9
图表 9: 公司主营产品毛利率	9
图表 10: 公司门诊人次及增速	10
图表 11: 公司手术人次及增速	10
图表 12: 行业产业链	10
图表 13: 眼科手术分类	11
图表 14: 公司主要眼科医疗服务	11
图表 15: 我国人均卫生支出及增速	13
图表 16: 我国卫生支出结构变化	13
图表 17: 我国及部分发达国家医疗卫生支出 GDP 占比对比	13
图表 18: 我国扶持社会办医主要政策沿革	14
图表 19: 公立/民营专科医院数量及增速	15
图表 20: 公立/民营专科眼科医院数量及增速	15
图表 21: 全球最新近视眼患病率及人数	16
图表 22: 我国最新近视眼患病率及人数	16
图表 23: 全球 2020-2050 近视眼发病趋势	16
图表 24: 我国屈光医疗服务市场规模	16
图表 25: 我国白内障收费情况 (元)	16
图表 26: 我国 CSR 数据	17
图表 27: 白内障手术市场规模 (亿元)	17
图表 28: 公司三费情况 (万元)	18
图表 29: 公司研发投入增长趋势 (万元)	18
图表 30: 公司的人才和研发体系	18
图表 31: 屈光手术方式沿革	19
图表 32: 人体眼部结构	19
图表 33: 眼角膜制瓣	19
图表 34: 屈光手术种类	20
图表 35: 飞秒激光制瓣、传统板层刀制瓣优劣对比	20
图表 36: Lasik/半飞秒、全飞秒伤口示意 & ICL 人工晶体位置	21
图表 37: 白内障手术方式沿革	21
图表 38: 公司白内障手术分类	22
图表 39: 医疗保险基金收支情况 (亿元) 及增速	23
图表 40: 医疗保险基金收支盈余及增速	23
图表 41: 2018 年我国医疗保险基金收支情况	23

图表 42: 参保患者持医保卡就医流程	23
图表 43: 参保患者持医保卡住院流程	23
图表 44: 公司应对医改政策策略	24
图表 45: 公司分级连锁模式	25
图表 46: 我国眼科市场规模 (亿元)	25
图表 47: 我国眼科专科医院出入院人次	25
图表 48: 全部、综合、专科医院营收 (亿元) 增速	26
图表 49: 眼科市场、眼科专科营收 (亿元) 增速	26
图表 50: 公司 2018 年营收构成 (亿元)	26
图表 51: 眼科 (左)、眼科专科 (右) 市占率情况	26
图表 52: 公司控股子公司数量变化	27
图表 53: 长沙爱尔营收、净利润 (万元) 及增速	27
图表 54: 武汉爱尔营收、净利润 (万元) 及增速	27
图表 55: 成都爱尔营收、净利润 (万元) 及增速	28
图表 56: 沈阳爱尔营收、净利润 (万元) 及增速	28
图表 57: 爱尔眼科近年成本结构	28
图表 58: 爱尔眼科近年费用波动	28
图表 59: 公司眼科医疗机构网络分布	29
图表 60: 巴伐利亚眼科公司	30
图表 61: 巴伐利亚眼科欧洲眼科网络	30
图表 62: 巴伐利亚近年营收及增速	30
图表 63: 巴伐利亚近年净利润及增速	30
图表 64: ISEC Healthcare 营收及增速	31
图表 65: ISEC Healthcare 归母净利润及增速	31
图表 66: 爱尔眼科合伙人计划	32
图表 67: 公司激励计划次数	32
图表 68: 公司第一次激励计划	33
图表 69: 公司第二次激励计划	34
图表 70: 公司第三次激励计划	35
图表 71: 高瓴资本近一年投资产品	36
图表 72: 高瓴资本持股格力电器变化情况	36
图表 73: 公司人才建设计划	37
图表 74: 公司学术报告发布数量	38
图表 75: 公司高学历人才数量	38
图表 76: 公司主营业务及费用预测	38
图表 77: 盈利预测表	40

一、公司概况

爱尔眼科医院集团股份有限公司（以下简称“爱尔眼科”或“公司”）原名为长沙爱尔眼科医院有限公司、长沙爱尔眼科医院集团有限公司等。爱尔眼科是我国目前规模最大的眼科医疗机构。公司主要业务范围包括眼科疾病诊疗、手术服务以及医学验光配镜等。在公司制定的全球发展战略布局下，经过逐年发展扩张，其眼科医疗机构网络已经遍布中国大陆、中国香港、欧洲、美国。同时，公司于2019年向东南亚扩张业务，国际化格局已渐显规模。

1.1 公司基本情况

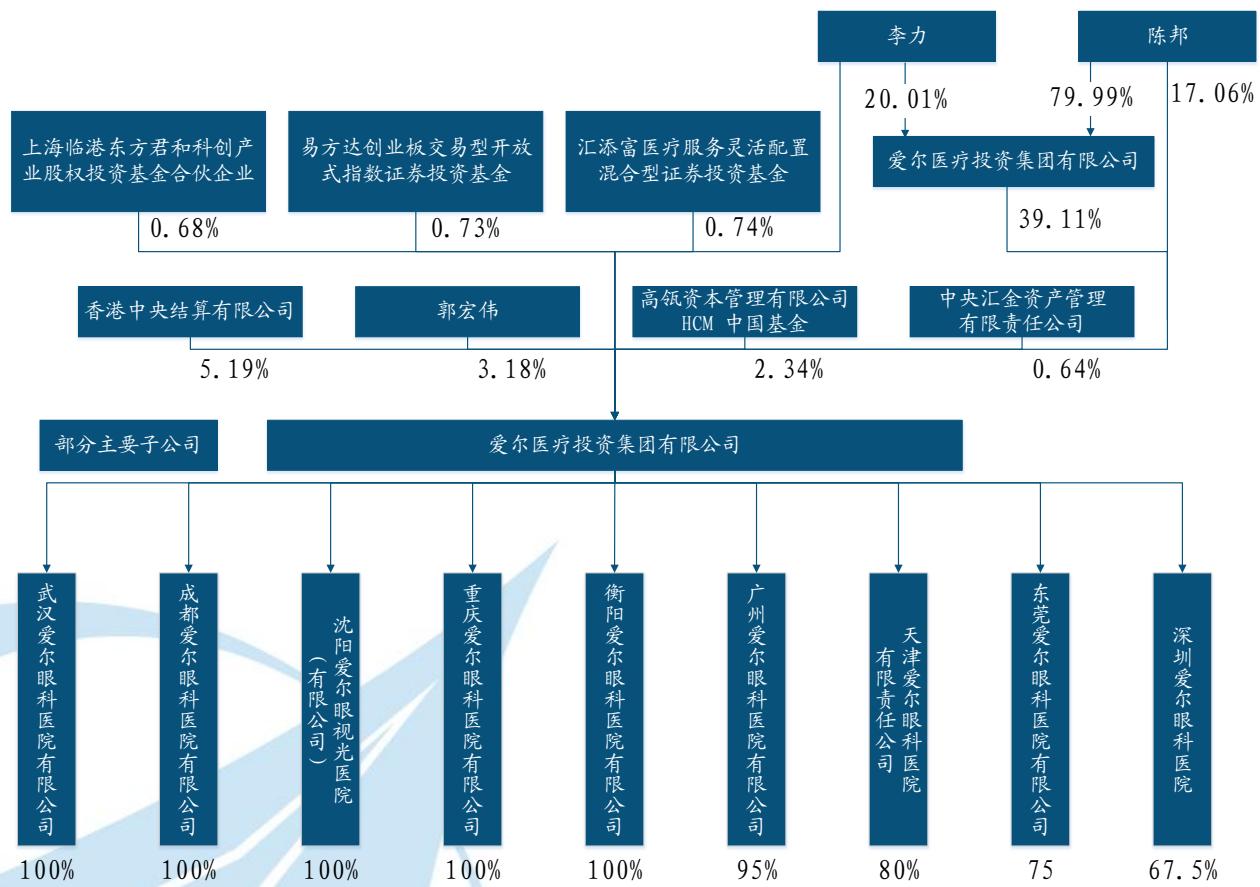
爱尔眼科成立于2003年1月24日，公司原名为长沙爱尔眼科医院有限公司、长沙爱尔眼科医院集团有限公司、爱尔眼科医院有限公司。公司于2009年10月30日成功在深圳证券交易所挂牌上市。2015年，公司设立全资子公司香港爱尔，并以其收购亚洲医疗，利用其为跳板作为迈向国际化的第一步。2017年，公司拓展海外业务，向欧洲、美国眼科市场进军，收购欧洲最大眼科医疗机构 Clínica Baviera, S.A (巴伐利亚眼科) 和美国 AW Healthcare Management 眼科。此外，2019年中，公司收购东南亚知名眼科机构 ISEC Healthcare Ltd. 35%的股份，持续扩大海外眼科医疗机构规模。

图表 1：公司历史沿革

- 
- 2003年1月，长沙爱尔眼科医院有限公司成立（公司前身）
 - 2009年10月，爱尔眼科医院集团股份有限公司在深圳证券交易所挂牌上市
 - 2013年，爱尔眼科医院集团与中南大学联合成立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，与湖北科技大学联合成立爱尔眼视光学院
 - 2015年，公司布局中国香港，设立全资子公司香港爱尔，并以其收购了亚洲医疗集团
 - 2017年 进军欧洲、美国眼科市场。完成对美国AW Healthcare Management, LLC收购、欧洲最大的眼科连锁机构 Clínica Baviera, S.A (巴伐利亚眼科) 收购
 - 2018年，在中国大陆30个省市区建立290余个专业眼科医院，并增加研发投入
 - 2019年，公司收购新加坡ISEC Healthcare Ltd. 35%的股份

资料来源：Wind、公司官网、中航证券金融研究所

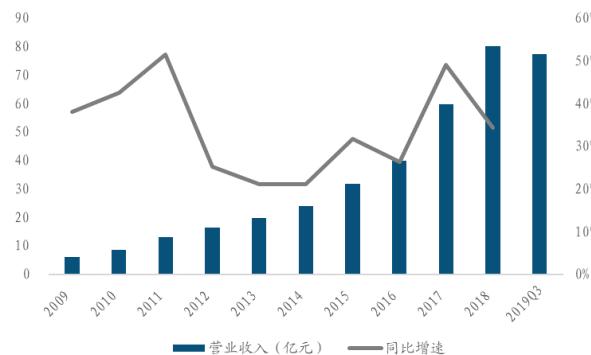
公司第一大股东为爱尔医疗投资集团有限公司，实际控制人为陈邦。截至2019年中报，陈邦直接持有爱尔眼科股份17.06%；通过爱尔医疗投资集团有限公司间接持有公司39.11%股份。陈邦为爱尔医疗投资集团有限公司的实际控制人，持有爱尔医疗投资集团有限公司80%股份。

图表 2：公司股权结构


资料来源：公司公告、中航证券金融研究所（截至 2019 年中报）

1.2 主营业务

2018 年爱尔眼科实现营收 80.09 亿元，同比增长 34.31%；归母净利润 10.09 亿元，同比增长 35.88%；扣非后归母净利润 10.79 亿元，同比增长 39.12%。同 2009 年相比营业收入增长 13 倍，归母净利润增长 11 倍。2019Q3 公司累计实现营收 77.32 亿元，同比增长 34.69%；归母净利润 12.31 亿元，同比增长 37.55%；扣非后归母净利润 12.35 亿元，同比增长 37.55%。受国家政策引导、国民眼科健康意识的提升，以及公司核心医疗服务业务增长的驱动，公司营收规模长期保持快速增长，市占率稳中有升，经过多年的发展和国际布局，爱尔眼科已经成为全球眼科医疗机构巨头之一。

图表 3: 公司营业收入及增速

图表 4: 公司历年归母净利润及增速


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

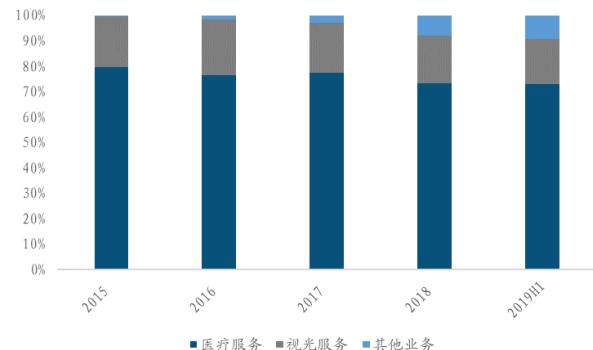
爱尔眼科目前的业务可以分为三块，分别为医疗服务、视光服务及其他业务。公司核心两大主营业务分别为医疗服务和视光服务，进一步拆分，公司核心的医疗服务可以细分为四个板块：屈光手术、白内障手术、眼前段手术和眼后段手术。医疗服务在2019H1实现营收34.65亿元，其中，屈光手术及白内障手术收入在医疗服务业务中占比最大，分别为17.79亿元、8.47亿元，眼前段、眼后段手术实现营收分别是5.11亿元、3.28亿元；视光服务实现营收8.38亿元，是公司第二大业务板块；公司其他业务营收为4.46亿元。

图表 5: 公司产品收入细分 (亿元)

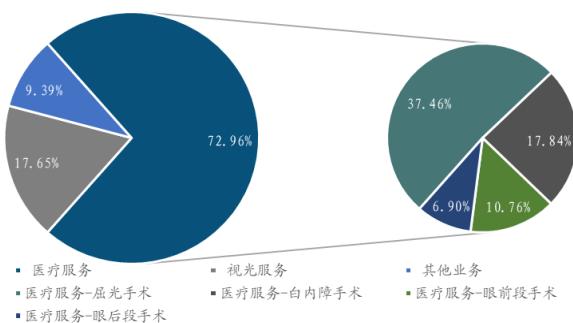
分产品	2015年	2016年	2017年	2018年	2019H1
医疗服务	25.17	30.60	46.13	58.82	34.65
- 屈光手术	8.40	11.41	19.31	28.12	17.79
- 白内障手术	8.02	9.81	14.17	15.45	8.47
- 眼前段手术	5.76	6.06	7.87	9.83	5.11
- 眼后段手术	2.99	3.31	4.78	5.42	3.28
视光服务	6.38	8.72	11.72	14.77	8.38
其他业务	0.11	0.68	1.78	6.50	4.46

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

从业务构成来看，2019H1公司三大业务在公司总营收占比分别为72.96%、17.65%、9.39%。医疗服务业务中，屈光手术、白内障手术、眼前段手术、眼后段手术分别占公司总营收的比例为37.46%、17.84%、10.76%和6.90%。

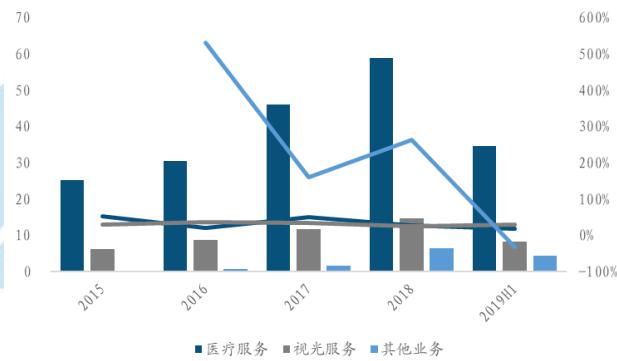
图表 6: 公司历年收入构成


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

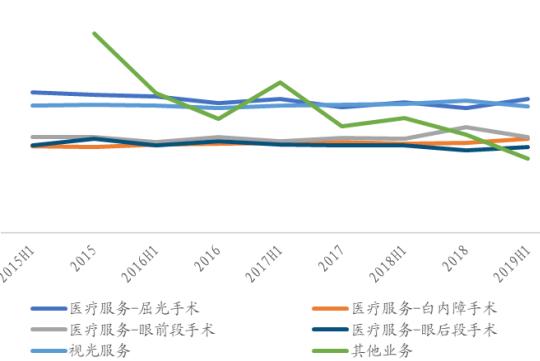
图表 7: 公司 2019H1 营业构成


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

从成长能力来看,2019H1 公司医疗服务、视光服务及其他项目同比增速分别为 18.04%、30.98%、118.05%。具体到细分业务,2009 年至 2018 年,公司屈光手术业绩收入由 1.97 亿元增长至 28.12 亿元,增长逾 14 倍。白内障、眼前段、眼后段医疗业务近十年来增速有所浮动,但增长较为稳定。由于公司业务分类调整和统计口径的变化,公司其他业务高速增长,同样是公司业绩快速增长的重要动力。2019 年公司屈光业务、白内障业务、眼前段业务、眼后段业务、视光服务和其他业务毛利率分别为 56.14%、39.35%、40.15%、35.96%、53.06%、31.19%。相较其他业务,医疗业务多年来毛利率十分稳定,且维持在较高水平。

图表 8: 公司历年主要业务收入 (亿元) 及增速


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

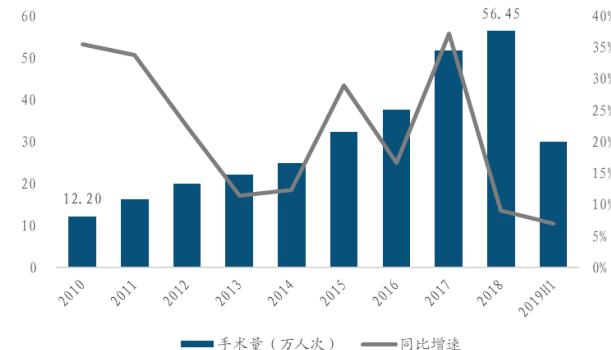
图表 9: 公司主营产品毛利率


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

进一步分析,公司多年来医疗业务快速增涨主要因为公司手术量的持续上涨,同时,公司连续多年近视眼手术数量居于全国第一。手术总量方面,2018 年公司门诊量为 573.57 万人次,手术量 56.45 万人次;2019H1 门诊量 316.43 万人次,手术量 29.96 万人次。2010 年至 2018 年,门诊人次增长 5.53 倍,手术人次增长 4.63 倍。长期来看,公司手术人次与门诊人次多年来处于增长态势,并基本维持 1: 10 的比例关系。随着诊疗人次的不断增长,我们预计公司的营业收入会继续维持快速增长的趋势。

图表 10: 公司门诊人次及增速


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

图表 11: 公司手术人次及增速


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

1.3 行业定位

从公司所属行业角度分析,公司处于眼科医疗行业下游,直接面对眼科患者客户群体,竞争对手为同行业客户潜在选择的民营、公立医疗机构。从规模方面来看,公司规模较大,在眼科医院行业中的主要竞争对手普遍为具备一定规模的省市地区综合性医院的眼科或眼科专科医院。从临床与科研实力角度来看,公司实力较为突出,行业中实力突出的医疗机构也是公司有力的竞争对手。例如: 希玛眼科、北京同仁医院、温州医科大学附属眼视光医院、广州中山大学中山眼科中心以及上海复旦大学附属眼耳鼻喉科医院等。

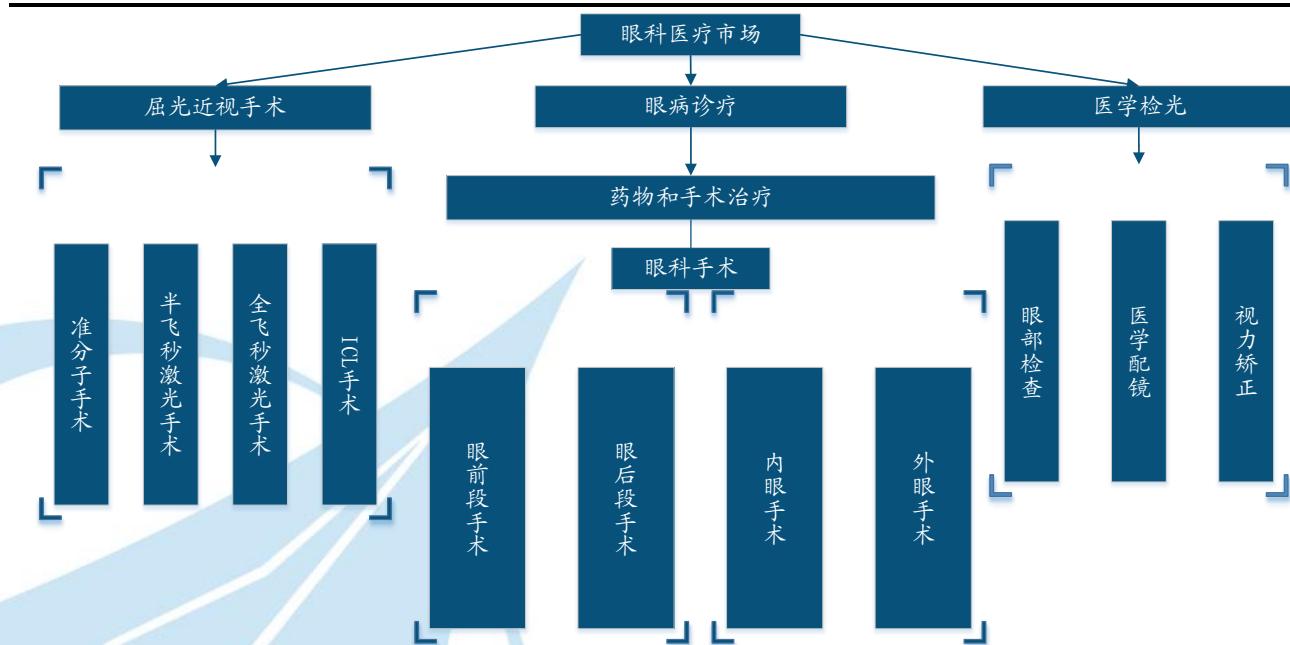
图表 12: 行业产业链


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

二、眼科服务行业持续高景气

目前我国眼科医疗市场主要分为屈光近视手术、眼病诊疗及医学验光三个市场。继续细分，屈光近视是手术可划分为 Lasik 准分子手术、半飞秒激光手术、全飞秒激光手术和 ICL 手术。眼病诊疗主要可分为眼前段、眼后段手术或外眼手术与内眼手术，包括青光眼、角膜病、斜视等手术和眼底病、玻璃体切除等手术。医学检光可分为眼部检查、医学配镜、视力矫正等。

图表 13: 眼科手术分类



资料来源：网络公开资料、中航证券金融研究所

具体到爱尔眼科的医疗服务业务，眼前段、眼后段包括角膜病、青光眼、眼底病等相关手术治疗。眼前段手术即为包括眼前节部分的手术，其范围包括角膜、虹膜、睫状体、前房、后房、晶状体悬韧带、房角、部分晶状体、周边玻璃体、视网膜及眼外肌附着点部和结膜等；眼后段手术即为包括眼后节部分的手术，其范围包括玻璃体、视网膜、脉络膜。

图表 14: 公司主要眼科医疗服务

疾病类别	疾病名称	划分范围	治疗手段
角膜病	圆锥角膜	眼前段	早期：胶原关联，联合戴镜/RGP 中期：板层角膜移植/飞秒激光角膜表层镜片术 晚期：穿透性角膜移植
青光眼	开角型青光眼 闭角型青光眼 急性闭角型青光眼	眼前段	<ul style="list-style-type: none"> 引流阀植入术 Ex-press 微型引流钉植入术 超声睫状体成形术 Schlemm 管成形术
小儿眼科	斜视	眼前段	早期：验光配镜矫正治疗；视觉康复训练

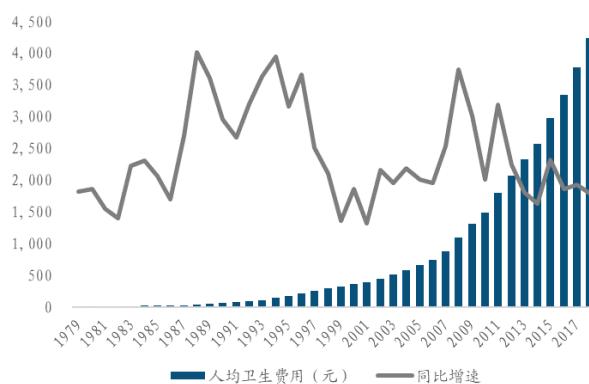
			晚期: 手术治疗, 通过手术调整眼外肌
	弱视	眼前段	伴有屈光不正: 佩戴眼镜予以矫正 双眼视力存在差异: 遮盖治疗/压抑治疗
验光配镜	硬性角膜接触镜 角膜塑形镜	医学验光	治疗包括: 屈光参差人群 高度近视、高度散光 角膜移植眼、屈光手术后不规则散光、眼外伤术后等
屈光矫正	屈光不正	屈光	<ul style="list-style-type: none"> 普通 Lasik 手术 全飞秒 (Smile) 激光手术 半飞秒激光手术 ICL 手术
白内障	白内障	白内障	超声乳化+人工晶体植入 • (LenSx 激光辅助)
眼整形	眼整形	眼整形	针对不同情况, 通过手术方法矫正眼部先天或后天外伤: 涵盖美眼术(双眼皮)、大眼术(开内外眼角)、眶隔回纳祛眼袋、精雕修复术(埋线拆除、双眼皮修复)等
眼底病	飞蚊症	眼后段	UltraQ Reflex YAG 激光治疗法
	糖尿病眼病	眼后段	使用 Pascal 激光系统 早期: 激光矫正治疗 晚期: 进行玻璃体切除手术
	黄斑部疾病	眼后段	<ul style="list-style-type: none"> 激光治疗 雷珠单抗联合非手术疗法 光动力疗法 (PDT)

资料来源: 公司官网、中航证券金融研究所

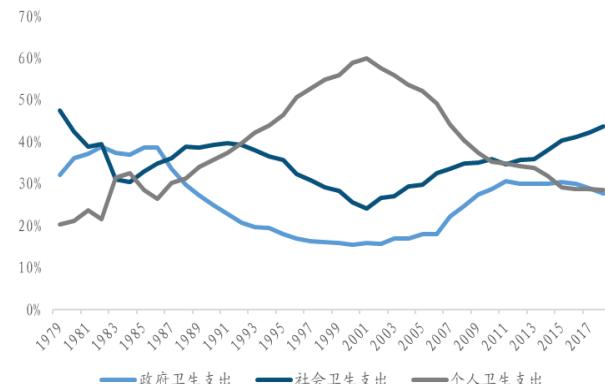
我国眼科手术市场广阔, 其两大市场支柱分别为白内障手术与屈光手术。其中白内障作为 60 岁以上最常见、发病率最高的眼科疾病, 随着我国人口不断老龄化, 我们可以预见, 其手术市场也在随之扩大。屈光矫正方面, 我国初高中生及大学生近视眼率已超过 70%, 高居世界榜首。对比全球 22% 的近视率, 我国近视患者高达人口总数的 47%。此外, 我国几十年来推行社会办医的政策抑制了公立专科医院, 却促进了民营专科、眼科医院的快速扩张。随着人们用眼习惯的变化, 眼部疾病发病率不断攀升, 对眼部保护、眼病诊疗等方面的需求也将不断增加。预计我国未来对眼科医院市场的需求将进持续上升。

2.1 卫生支出占比有望进一步提升

从我国医疗消费角度分析, 近四十年来, 我国人均医疗卫生支出费用稳步提升, 截至 2018 年, 我国人均医疗支出费用已经升至到 4237.00 元, 近十年来人均卫生支出费用仍保持 10%-15% 的年增长率。从其结构来看, 1989 年到 2009 年的 20 年间, 医疗卫生支出受政策影响波动明显, 政府卫生初期支出逐渐弱化, 个人卫生支出占比逐年增高, 并成为卫生支出的主要支柱, 2001 年高达 59.97%。2003 年之后, 政府显著加大了对医疗卫生领域的支持, 政府卫生支出占比显著提高。2018 年政府、社会、个人卫生支出比重分别为 27.74%、43.66%、28.61%。

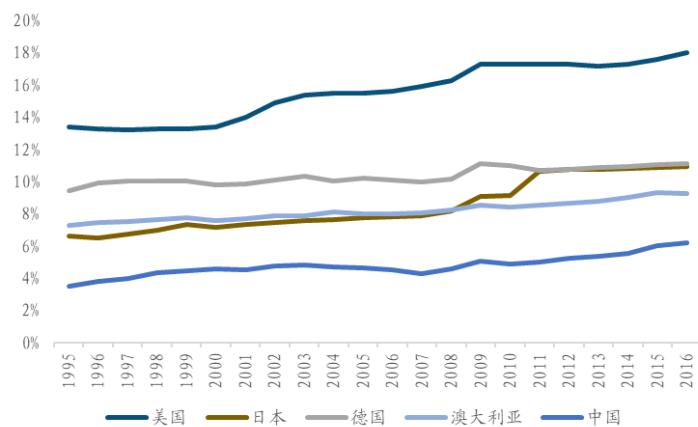
图表 15: 我国人均卫生支出及增速


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

图表 16: 我国卫生支出结构变化


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

从医疗卫生支出 GDP 占比情况来看,与部分发达国家相比,我国医疗卫生支出 2018 年的 GDP 占比为 6.57%,2017 年为 6.36%,美国 2017 年则高达 17.90%。我国医疗卫生支出与美、日、德、澳大利亚等国家差距显著,但同时也凸显了未来医疗卫生支出的提升潜力。预测随着我国经济的发展和国民生活水平的提高,将大幅释放人们对医疗卫生服务领域的需求,人均卫生支出将持续提升。

图表 17: 我国及部分发达国家医疗卫生支出 GDP 占比对比


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

2.2 政策扶持社会办医

我国现有国情需求是带动眼科服务行业持续景气的重要因素之一。政策角度分析,基于我国医疗资源高度集中、分布不均的背景,在 2000 年我国便开始鼓励并支持社会、个人投资机构建立各类医疗机构。随着我国国民医疗健康意识的逐步觉醒,医疗健康消费水平的不断提升,也加大了人们对医疗服务领域的需求,带动了医疗行业的发展。政府不断出台有关政策,在社会办医方面予以非公立医疗机构一定支持,非公立医疗机构在资格认定、审批等方面均有国家方面的政策支持,一定程度上弥补了非公立医疗机构与公立医疗机构竞争上的先天条件不足。我们认为,由于公立综合、专科眼科医疗机构发展缓慢,私立眼科医疗机构抓住了机会。另一方面,眼科服务行业标准化程度高,易于复制,在规模扩张方面具备先天优势。

图表 18: 我国扶持社会办医主要政策沿革

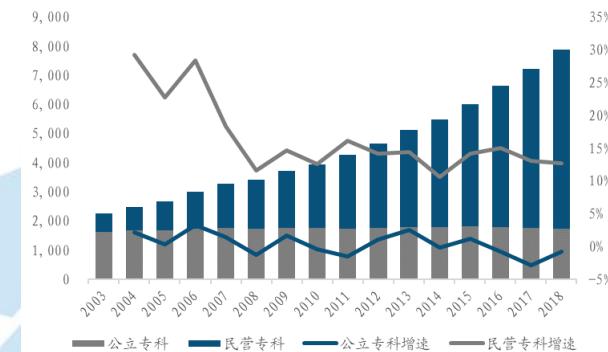
发布时间	发布单位	发布名称	发布内容
1985年4月	卫生部	《关于卫生改革的若干规定报告》	首次建议社会资本进入医疗服务行业领域
1992年9月	国务院	《关于深化医疗卫生改革的几点意见》	提出从政府卫生投入走向社会多方面投入
1994年9月	卫生部	《医疗机构管理条例实施细则》	为民营医疗机构设立了具体管理规定
1997年1月	国务院、中共中央	《关于为卫生改革与发展的决定》	首次提出个人/社会力量可以设立医疗机构
2000年2月	国务院体改办、国家计委、国家经贸委、财政部、劳动保障部、卫生部、药品监管局、中医药管理局	《关于城镇医药卫生体制改革的指导意见》	鼓励社会投资人士以各类方式开办医疗机构
2010年12月	发展改革委、卫生部、财政部、商务部、人力资源社会保障部	《进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	大力鼓励社会资本进入医疗服务行业领域
2012年3月	国务院	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》	首次指出2015年非公立医疗机构床位数与服务量占总量的20%
2013年9月	国务院	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	提出加快落实对非公立医疗机构和公立医疗机构同等对待政策
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》	提出优先支持社会资本办医，加快形成社会医疗办医体系
2015年3月	国务院	《全国医疗卫生服务体系规划纲要(2015-2020年)》	强调了社会办医的重要性，要求建立、完善社会医疗制度
2016年10月	卫计委、国家发展改革委、教育部、财政部、人力资源社会保障部	《关于加强生育全程基本医疗保健服务的若干意见》	鼓励社会力量举办多样化的医疗服务机构
2017年1月	国务院	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》 《“十三五”卫生与健康规划》	强调加快社会办医，完善社会医疗规划调控；大力推动社会办医，设立非公立专科医院、推动医师多点执业
2017年2月	卫计委	《关于修改<医疗机构管理条例实施细则>的决定》	进一步鼓励、促进民间投资及社会办医
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	至2020年，对社会办医疗力量、能力、技术等全方面提

		意见》	升
2018年6月	卫健委、中医药管理局	《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》	将二级以下医疗机构审批和执业登记证合并
2019年6月	卫健委等十部	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	加大社会办医扶持力度，进一步放宽社会办医政策，深化“放管服”，探索公立、社会医疗机构合作模式

资料来源：国务院、卫健委等、中航证券金融研究所

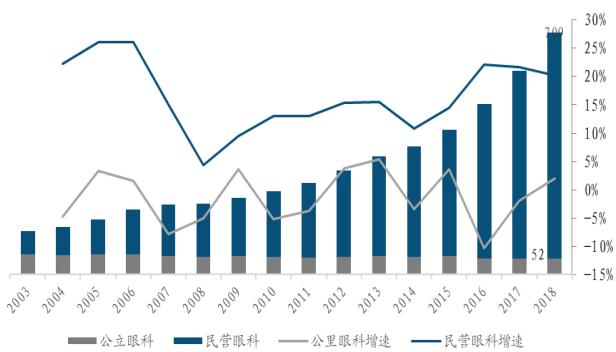
自2003年开始，经过国家长期的扶持，我国专科医院数量由2271家成长至7900家，2003年到2018年间，我国非公立专科医院数量增加5629家，对比我国公立专科医院数量十几年来仅增长103家。民营眼科专科医院数量从2003年的72家增长9.85倍，截至2018年为709家，公立专科医院不增反降，由64降至52家。其原因一方面由于政策对医疗机构的集中管理要求，公立医院统计标准变更、医院兼并或部分改为社区卫生服务中心，另一方面由于长时间以来政策方面对于社会办医的支持力度更加明显。凸显我国对于社会办医鼓励程度之大，近年来政策方向仍维持不变，眼科民营医院增速保持在20%以上。

图表 19：公立/民营专科医院数量及增速



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

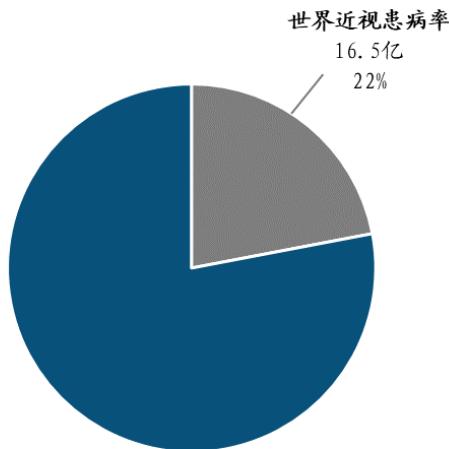
图表 20：公立/民营专科眼科医院数量及增速



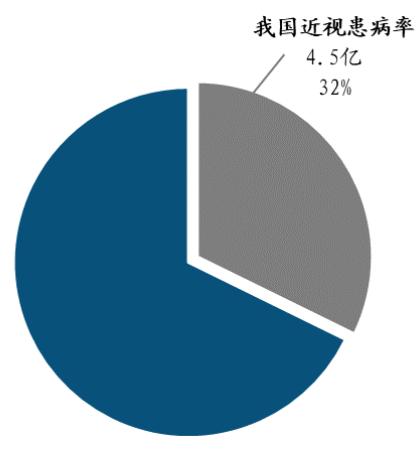
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

2.3 眼科需求提升

2018年的《中国义务教育质量监测报告》显示：我国初高中学生及大学生近视眼率为世界首位，超过70%。2018年我国近视患病总人数已逾4.5亿人，全球近视患病率人数16.5亿人。目前我国青少年患病率逐年递增，预计我国2020年近视眼患病率将达到6.5亿人，占全国总人口的47%。

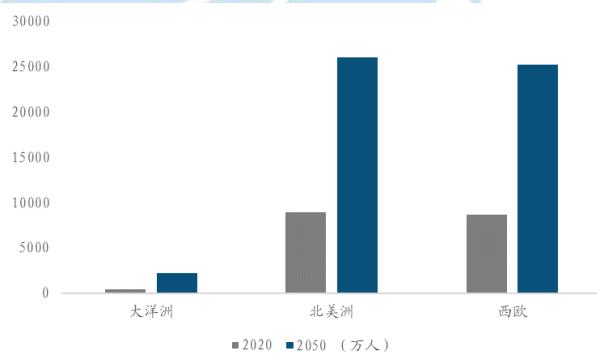
图表 21: 全球最新近视眼患病率及人数


资料来源: 公开网站、中航证券金融研究所

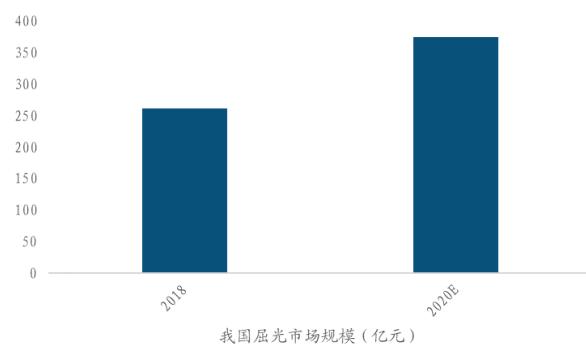
图表 22: 我国最新近视眼患病率及人数


资料来源: 知网、中航证券金融研究所

我们以手术量和手术价格估算屈光医疗服务市场规模, 目前屈光手术中, 占比最高的两个手术分别是全飞秒和半飞秒手术, 市场价格平均约为 20000 元和 15000 元, 我们取屈光手术平均价格约为 17500 元/例, 我国屈光手术目前手术量约为 150 万例, 2018 年我国屈光医疗服务市场规模约为 262.50 亿元, 2020 年预计市场规模为 375.38 亿元。根据 4.5 亿近视患病率人群测算, 我国目前屈光手术率约为 0.33%, 同美国 0.67% 的屈光手术率相比, 显著偏低。长期来看, 未来我国近视患病人群、屈光手术率及屈光医疗服务市场规模仍有大幅提升的空间。

图表 23: 全球 2020-2050 近视眼发病趋势


资料来源: 知网、中航证券金融研究所

图表 24: 我国屈光医疗服务市场规模


资料来源: 知网、中航证券金融研究所

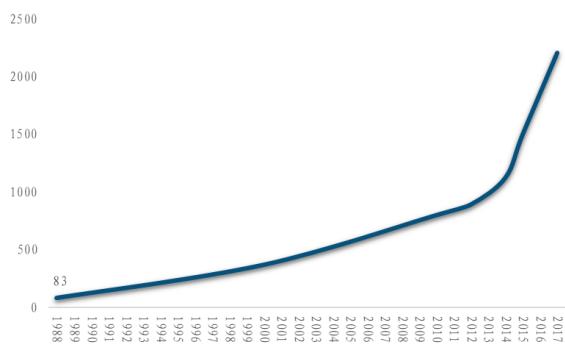
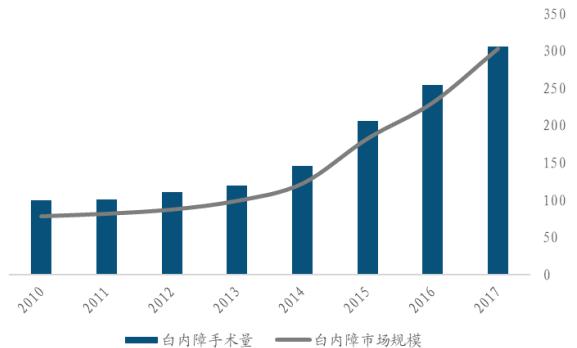
在 2015 年我国公布的《“十三五”全国眼健康规划 (2016-2020)》我国百万人口白内障手术率 (CSR) 数据为 1500, 2017 年我国每百万人口白内障手术率已经提升至 2205 人。根据我国 2017 CSR, 我们估算 2017 全国白内障手术量为 306.49 万例, 市场规模为 303.89 亿元。同 2010 年 78.83 亿元的市场规模相比, 增长 3.86 倍。

图表 25: 我国白内障收费情况 (元)

年份	医药费	手术费	检查费	合计费用
2010	4,820.40	2,003.40	1,046.80	7,870.60
2011	5,004.30	1,959.30	1,104.40	8,068.00

2012	4,983.20	1,850.90	1,043.20	7,877.30
2013	5,792.30	1,792.20	726.10	8,310.60
2014	5,937.20	1,826.10	641.60	8,404.90
2015	6,298.20	1,914.70	672.50	8,885.40
2016	6,536.40	2,029.60	696.60	9,262.60
2017	6,952.20	2,207.30	755.70	9,915.20
2018	6,902.50	2,334.60	798.40	10,035.50

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

图表 26: 我国 CSR 数据

图表 27: 白内障手术市场规模 (亿元)


资料来源: 卫健委、中航证券金融研究所

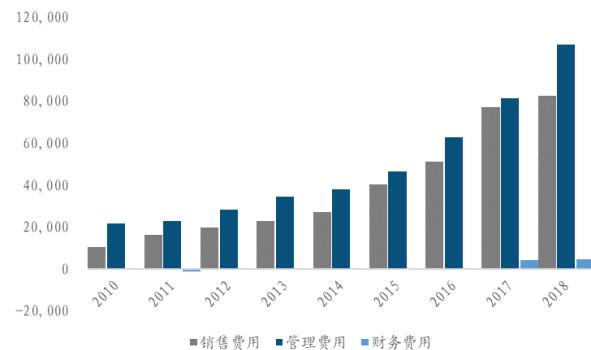
资料来源: Wind、中航证券金融研究所

尽管 CSR 显著提升, 但相较于欧美发达国家 9000 的 CSR 数值仍有差距。在未来, 随着人口持续老龄化所带来的包括白内障在内的眼科市场的需求将不断增长, 在量价齐升的助推下, 我们推测白内障服务市场仍有空间, 预计我国白内障服务市场将持续增长。

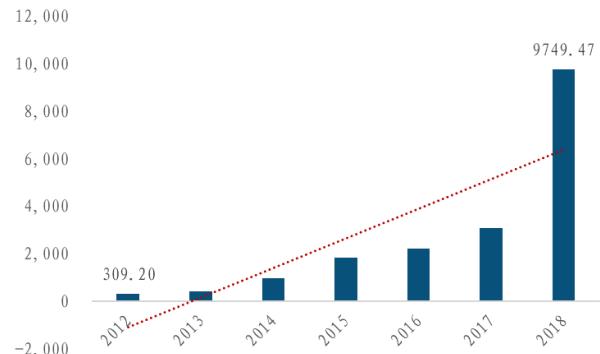
屈光和白内障是爱尔眼科的两大核心业务, 伴随屈光和白内障医疗服务市场的快速增长, 公司此两大业务板块也将受到催化, 继续保持快速增长趋势。

2.4 技术提升刺激需求释放

2018 年, 公司费用较 2017 年有所上涨, 其中管理费用、研发费用上涨明显, 分别为 31.47%、218.67%。公司目前正处于大力发展、海内外快速扩张阶段, 管理费用上涨主要归于公司规模扩大、员工薪资总额上升、其他折旧及摊销增长等原因所导致。公司研发费用涨幅尤为明显, 原因为公司持续增加对眼科临床运用技术研究进行投入, 由 2012 年 309.20 万元增长至 2018 年 9749.47 万元。

图表 28: 公司三费情况 (万元)


资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 29: 公司研发投入增长趋势 (万元)


资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

除了加大研发投入, 公司一直注重人才培养, 夯实技术创新的基础。2017 年, 公司提出通过“两院、两所、两站”, 即中南大学爱尔眼科学院和湖北科技学院爱尔眼视光学院(两院)、爱尔眼科研究所和爱尔眼视光研究所(两所)以及博士后科研流动站和院士专家工作站(两站)的建立, 完善人才资源系统的建设, 巩固并吸纳创新人才。2018 年公司在“两院、两所、两站”的基础上增加武汉爱尔眼科研究所、角膜研究所、屈光研究所、青光眼研究所及视网膜研究所 5 个研究所, 改为“两院、七所、两站”。随着对科研的愈加重视和科研能力的提升, 公司不仅在研发经费近几年投入翻倍, 加强自身科研能力。海外方面, 公司也利用其平台优势, 与国际顶尖眼科研究人员进行深度的国际化研究及合作, 提升眼科医疗方面的研究实力。

图表 30: 公司的人才和研发体系
两院、两所、两站

中南大学爱尔眼科学院
湖北科技学院爱尔眼视光学院
爱尔眼科研究所
爱尔眼视光研究所
博士后科研流动站
院士专家工作站

2018 年
增加

两院、七所、两站


资料来源: 公司公告、中航证券金融研究所

以屈光手术为例, 屈光手术是公司医疗服务中最为重要的手术业务之一, 2009 年屈光服务营收 1.97 亿元, 2018 年为 28.12 亿元, CAGR34.38%。公司屈光手术可分为下述方案类型: 准分子、半飞秒、全飞秒和 ICL 晶体植入。自 1993 年我国引入准分子激光表面切削术后, 随着屈光手术技术的升级, 目前公司屈

光手术技术的专业化程度和经验丰富的医师资源大幅提升，为客户提供多样化、安全可靠的各类屈光手术服务。

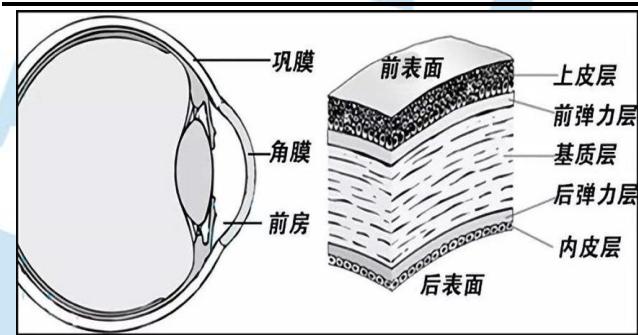
图表 31: 屈光手术方式沿革



资料来源：知网、中航证券金融研究所

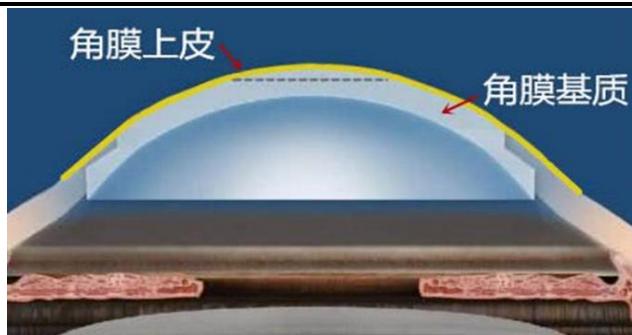
近视、远视与散光是屈光不正的三种常见种类。视力正常的人眼球内前后长度适中，会把想要看清的物体清晰地在眼内视网膜上成像，而屈光不正的人由于眼球前后长度过长或过短，致使物体没有成像于视网膜上，而是视网膜前方或后方，导致观看远处物体时模糊不清，当物体进入眼球内在视网膜前成像即为常说的近视眼。屈光手术通过改变对角膜切削改变角膜曲率或在晶状体前植入人工晶体从而改变光进入眼内投影的路径，从而使物体能够正好投影成像在视网膜上。

图表 32: 人体眼部结构



资料来源：公开网络、中航证券金融研究所

图表 33: 眼角膜制瓣



资料来源：公开网络、中航证券金融研究所

图表 34: 屈光手术种类

手术种类	PRK (已淘汰)	T-PRK (半淘汰)	LASIK	半飞秒/ 精雕 C+	Smile 全飞秒	ICL
是否需要制作眼角膜	否	否	是	是	否	否
普及程度	已淘汰	极低	较高	较高	高	高
手术精度	低	低	较高	高	高	高
术后不适感	疼痛、畏光、流泪、眼睛干涩症状明显	疼痛、微光、流泪、眼睛干涩的症状明显	术后当天有异物感，略有干涩、流泪，第二天可达到矫正视力	术后当天异物感，略有干涩、流泪，第二天可达到矫正视力	基本没感觉，术后立刻达到矫正视力	术后当天有异物感，略有干涩、流泪，第二天可达到矫正视力
矫正范围		600 度	1200 度	1200 度	800 度	高度近视

资料来源：公开网络、中航证券金融研究所

准分子激光原位角膜磨镶术 (LASIK)首先使用机械板层刀磨削角膜基质制作角膜瓣，制瓣中保留角膜的前弹力层及上皮，仅削去部分角膜上皮和角膜基质，但使其仍与角膜有连接处。完成制瓣过程后，翻起角膜瓣，使用准分子激光对角膜基质层进行激光手术，完成激光切削后将角膜瓣盖回。

半飞秒激光手术与准分子激光手术相似，但以激光飞秒取代传统机械板层刀制瓣，制瓣后再使用准分子激光进行角膜基质切削。相较于传统机械板层刀，飞秒激光精确度更高，因此手术更快速，对角膜瓣的切割更精准，更安全，更精确。

图表 35: 飞秒激光制瓣、传统板层刀制瓣优劣对比

飞秒激光制瓣 VS 传统板层刀制瓣	优势	不足
	大幅度降低手术风险	设备投入费用高
	嵌入式角膜瓣：	
	避免医源性感染	
	术后视觉质量更完美	对环境要求较高
	适用人群更广泛	
	制作角膜基质透镜	

资料来源：公开网络、中航证券金融研究所

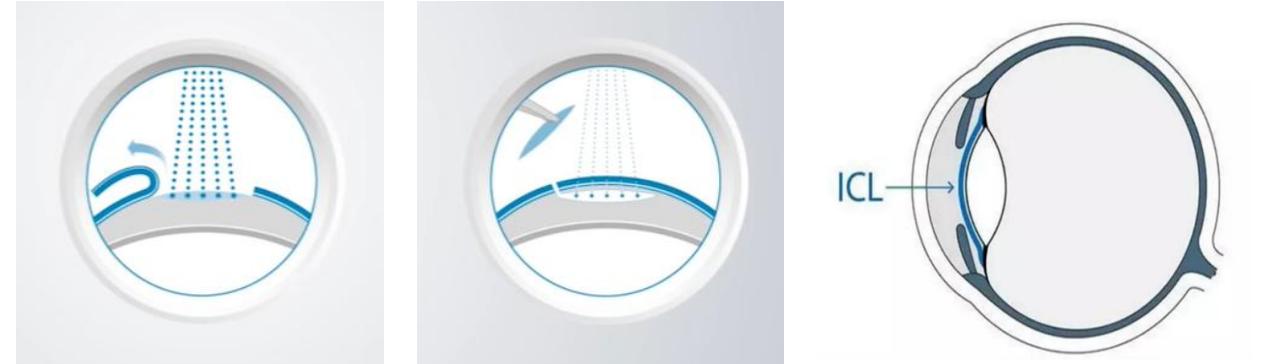
精雕 C+飞秒作为半飞秒手术的一种，会在手术前使用仪器对被手术者的角膜和眼球的数据进行测量和跟踪，根据所获得的数据参数针对不同的客户制定个性化的手术方案，以提高术后的视觉质量。

SMILE 全飞秒与飞秒激光手术不同，全飞秒手术再手术过程中不需要制作角膜瓣。全飞秒手术使用飞秒激光穿透角膜上皮，在角膜基质层通过两次深度不同的切割，直接切削需要削去的部分，之后用激光开一个约为 2-4mm 的小口，取出被分离的角膜基质。飞秒激光手术切口通常为 20mm 的圆形伤口（仅留部分角膜处连接），全飞秒伤口通常小于 4mm。

有晶状体眼人工晶状体植入术 (ICL)即在眼球虹膜（眼睛有色部分）和晶状体之间处植入一枚使用瑞士 STAAR 公司具有高生物相容性的 Collamer 晶体材料根据个人情况所定制的 ICL 眼内晶体，ICL 眼内晶体的功能类似于植入式的隐形眼镜，通常是一个厚度 50 微米 (0.05mm) 的柔软晶体。手术会在眼球内部制作一个 3-6mm 的切口。随后注入凝胶用来保护眼内组织，将人工晶体放于眼球屈光系统中的后房间隙，并固

定于睫状沟内，抽取凝胶。手术过程中不会除去任何眼部组织，因此 ICL 手术能够最大程度上保留了眼部组织的完整性。理论上人工晶体是可以终身使用，但由于 ICL 手术的可逆性，晶体可以根据个人需求随时取出。

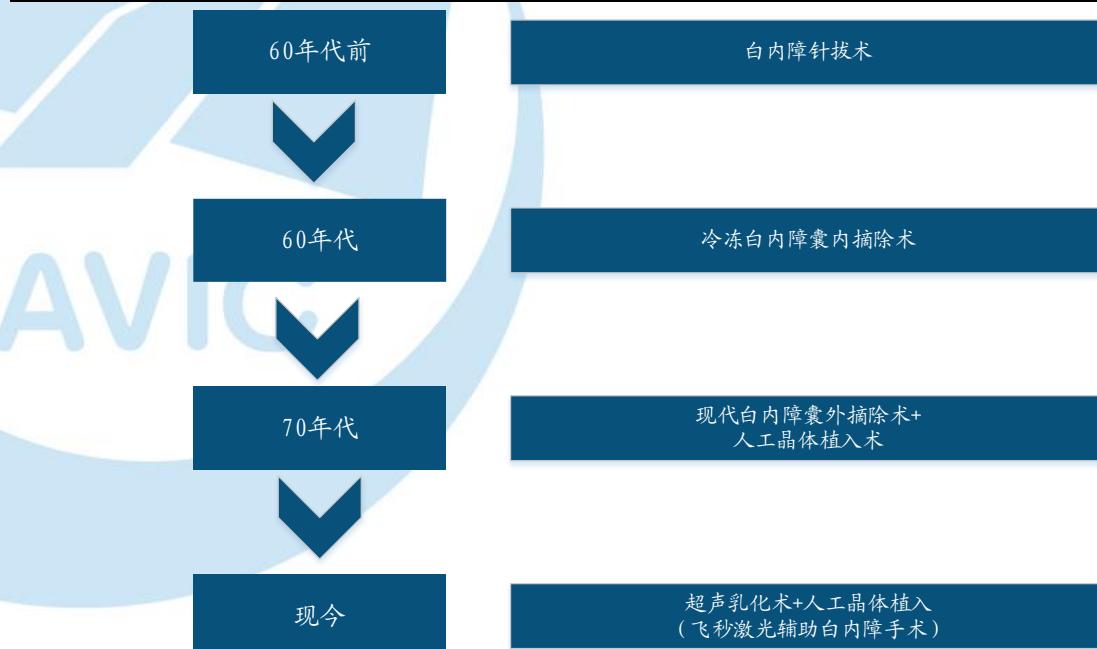
图表 36: Lasik/半飞秒、全飞秒伤口示意 & ICL 人工晶体位置



资料来源：公开网络、中航证券金融研究所

晶状体对于人眼就是可自动变焦的镜头，由于多种原因所引起的晶状体浑浊而造成光线进入人眼后被浑浊晶状体阻扰，无法精准投影成像在视网膜上所导致的视物模糊，则被统称为白内障。其发病因主要为：外伤性、老年性、并发性等。白内障疾病目前药物治疗效果并不明确，公司现采用的治疗通常为超声乳化手术结合人工晶体植入的方案。公司白内障手术服务按类型可分为单焦点和多焦点。白内障是目前全世界范围内排名第一的可逆性致盲眼病。同时，公司白内障各类手术可根据客户诉求选择是否在白内障手术时配合 LenSx 飞秒激光辅助手术，即使用激光代替机械刀为眼部做切口。

图表 37: 白内障手术方式沿革



资料来源：公开网络、中航证券金融研究所

图表 38: 公司白内障手术分类

类别	晶体类型	材质	切口大小	特点
单焦点	硬片式	硬性材料, 不可折叠	5-6mm	创伤大, 恢复慢, 可造成术源性散光
	球面	软性材料, 可折叠	3mm	损伤小, 恢复快, 大大减少术源性散光
	非球面	软性材料, 可折叠	2.2mm	损伤小, 实力接近于自然晶体, 夜视力佳
	矫正散光	软性材料, 可折叠	1.8mm	损伤小, 眩光小, 成像质量高, 夜视力佳
多焦点	双焦点	软性材料, 可折叠	1.8mm	微创, 对比敏感度高, 视觉干扰小, 夜视力佳, 可恢复远程、近程视力
	矫正散光双焦点	软性材料, 可折叠	1.8mm	微创, 可矫正散光, 对比敏感度高, 夜视力佳, 可恢复远程、近程视力
	三焦点	软性材料, 可折叠	1.8mm	微创, 手术同时矫正近视、老花, 色彩还原度高, 视觉感受清晰、舒适, 可恢复远、中、近全程视力

资料来源：公司资料、中航证券金融研究所

公司治疗白内障过程即超声乳化术结合人工晶体植入术，使用超声乳化仪对人体眼部眼角膜部边缘进行切割，通过一个 2-3mm 的微型创口，使用超声波将晶状体核粉碎，使其震溶后吸出，随后植入人工晶体，达到去除浑浊晶状体的过程。

白内障手术中，公司为客户提供了选择 LenSx 飞秒激光替代传统机械刀切割创口的服务。LenSx 飞秒激光系统是经过 FDA 批准的首个应用在白内障手术的飞秒激光系统，该系统在美国组装生产，目前的主要应用范围是白内障手术。通过将飞秒激光引入白内障手术，可以为手术带来更高的准确性；相较于传统超声乳化手术飞秒激光可降低手术对角膜内皮细胞的损伤，具有更高的安全性；并且，飞秒激光能够提供白内障手术所需的重复性和居中性，为降低手术的风险难度带来便利，术后使患者恢复视力更加快速。

公司 2009 年白内障手术营收为 1.09 亿元，2018 年增至 15.45 亿元，占公司总营收 19.29%。公司白内障手术营收 10 年增长 14 倍，CAGR 为 34.22%。2018 年，我国白内障人均医药费合计为 10035.5 元。

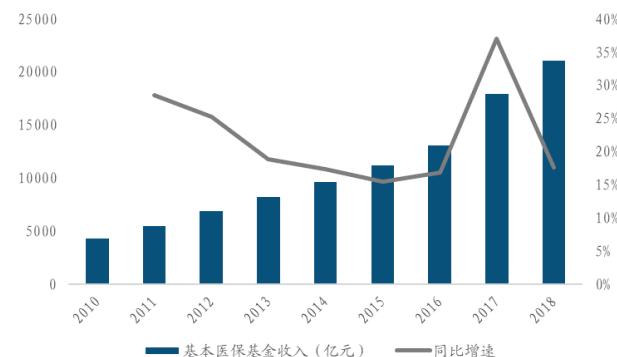
在眼科屈光、白内障手术技术的不断迭代升级的同时，公司紧跟技术前沿，通过不断提升自身技术水平，为客户提供优质的眼科医疗服务，目前公司医疗服务技术方面已经与世界顶尖眼科医疗水平并驾齐驱。

2.5 医保支付能力短期无忧

2018 年我国基本医疗保险收入 21090.11 亿元，同比增长 17.61%，较 2010 年 4309 亿元增长 5.14 倍；基本医疗保险支出 17607.66 亿元，同比增长 22.08%，较 2010 年 3538 亿元增长 4.98 倍。2013 至 2016 年我国医保基金收支缺口呈稳定增长趋势，2018 年增长趋势略显低迷。结合我国 2018 年职工、城乡、农合医保收入均超过支出的情况来看，未来我国基本医疗保险基金支出盈余有望提高，医保基金短期支付能力不断提高。

图表 39: 医疗保险基金收支情况 (亿元) 及增速


资料来源：人社部、中航证券金融研究所

图表 40: 医疗保险基金收支盈余及增速


资料来源：人社部、中航证券金融研究所

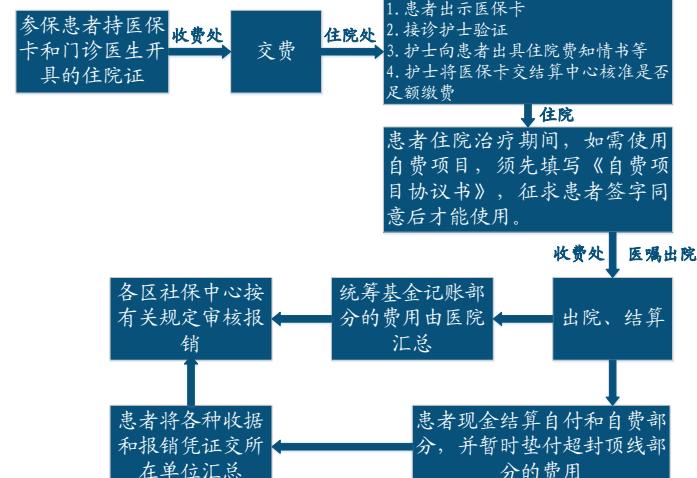
图表 41: 2018 年我国医疗保险基金收支情况

		参保人数 (亿人)	收入 (亿元)	支出 (亿元)	基金当期结存		基金累计结存	
基本 医疗 保险	合计	13.44	21090.11	17607.66	3482.46	1746.43	23233.74	11460.96
	职工医保	3.17	13259.28	10504.92	2754.36	1746.43	18605.38	11460.96
	居民 医保	小计	10.27	7830.83	7102.73	728.10	--	4628.36
	城乡	8.97	6973.94	6284.51	689.43	--	4332.94	--
	农合	1.30	856.89	818.22	38.67	--	295.42	--

资料来源：国家医保局、中航证券金融研究所

医保报销基本流程可分为门诊报销和住院报销，白内障手术根据各省市规定和爱尔眼科在当地的医疗保险定点、定级不同，覆盖比例有所不同；屈光手术根据国家规定不给予报销。

图表 42: 参保患者持医保卡就医流程

图表 43: 参保患者持医保卡住院流程


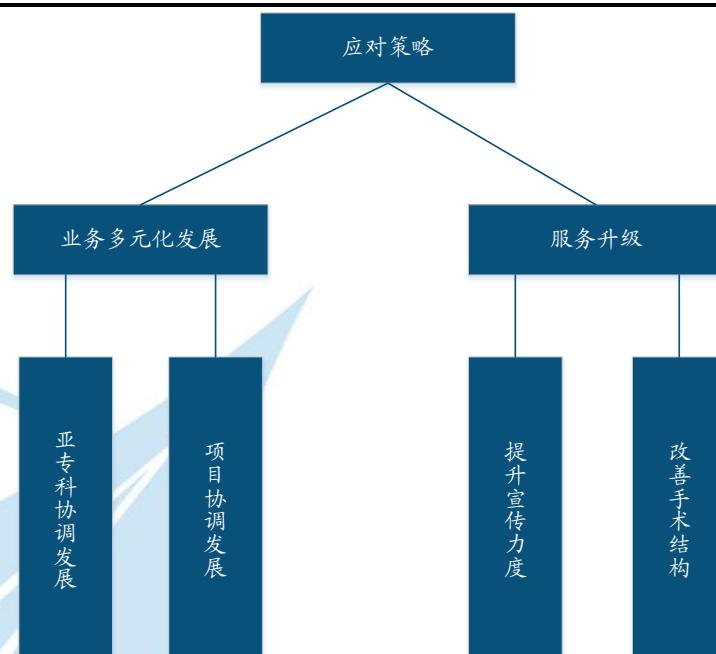
资料来源：公司资料、中航证券金融研究所

资料来源：公司资料、中航证券金融研究所

2.6 核心主业对医保控费免疫

公司约总收入的 1/4 来自于医保，在近年来医保控费的大环境下，高值耗材价格调控和 4+7 带量采购等政策的本质是以降低、平衡医疗支出组成，减少浪费以及不合理的支出。从行业角度来看，公司所处行业为眼科行业，主要收入来源为手术及诊疗，药品收入占比低，约占总营业收入 11%，受医保政策影响较小。另一方面，随着医保控费带来的药品、高值耗材的价格下降形成的医保基金节约，引导更多的资金用于手术及医疗诊断。

图表 44：公司应对医改政策策略



资料来源：公开资料、中航证券金融研究所

三、内生外延双轮驱动

爱尔眼科针对国内现有眼科市场情况，独创了适应我国市场环境特具特色的“分级连锁”经营模式。“分级连锁”使公司近年来能够在体内医疗机构数量大幅增加的同时，保证公司持续快速发展。

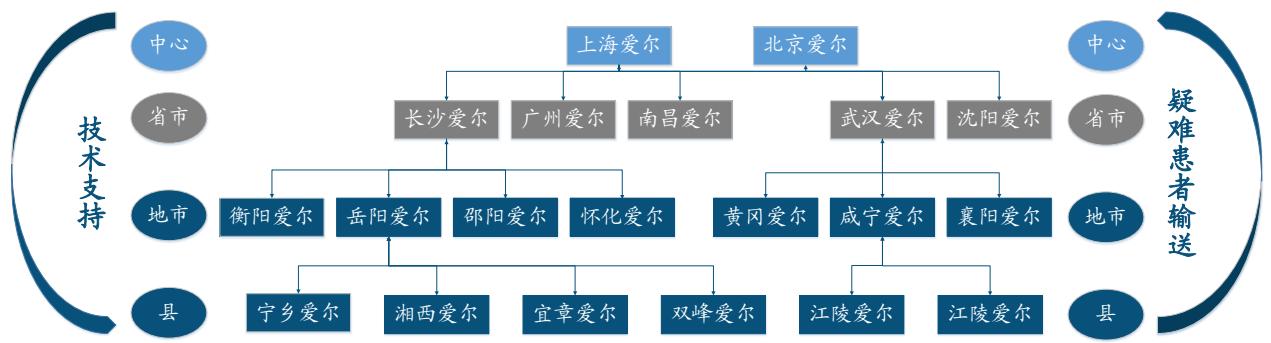
3.1 行业具备快速复制属性

公司分级连锁标准化趋于完善，复制能力高，异地扩张能力强。“分级连锁”将公司体内、体外眼科医疗机构由上自下分为中心、省会、地市、县四个等级，针对不同资源等级市场设立不同层级的医疗机构，打通各地市场，以“横向成片，纵向成网”犹如毛细血管一般向全国省市布局，扩张公司网络辐射区域，扩大受众人群，使患者便于就近进行治疗。公司扩张所需费用方面，建设地市级医疗机构需投资 2500-3000 万元，建设周期一般为半年至一年，扭亏周期约为三年。

公司中心级连锁医疗机构设立于北京、上海，主要是公司的眼科技术中心，解决全国范围的眼科疑难杂症，同时为下级医疗机构提供技术服务需求。省级连锁医疗机构建立在省会地区，以开展眼科服务的方式成为公司的盈利中心，为地市级、县级医疗机构提供指导、支持。地市级、县级连锁医疗机构为公司铺开业务网络，覆盖全国范围客户，是公司的客户中心，为患者提供眼视光等常见眼科疾病的同时，为上级

医院输送疑难患者。

图表 45: 公司分级连锁模式

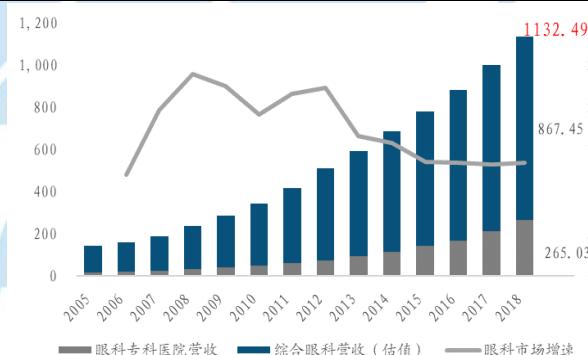


资料来源：公司资料、中航证券金融研究所

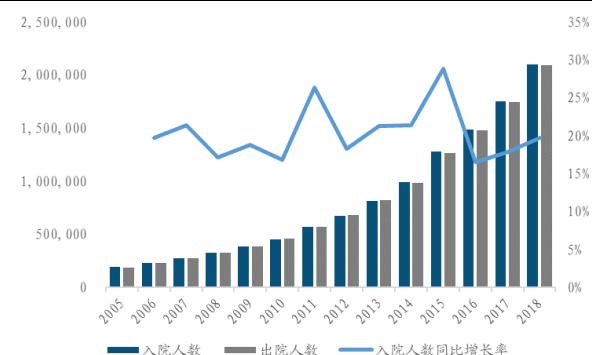
公司所使用的“分级连锁”模式优势之处在于：公司内部实现技术资源共享，公司下级医院可获得上级医院的技术支持；公司资源配置获得最优化，对不同情况的患者进行分级治疗，疑难患者可以从下级医院转诊至上级医院，保障上、下级医院医疗资源能够得到充分的使用，改变了我国现有眼科医疗资源区域集中的现状。

2018 年我国眼科专科医院总营收为 265.03 亿元，同比增长 25.92%。2018 年我国综合医院总营收为 2.31 万亿元，根据报告统计，眼科科室占综合医院总营收 2.5%-5%，我们估算综合医院眼科营收 2018 年约为 867.45 亿元。我国 2018 年眼科市场总量约为 1132.49 亿元。自 2005 年起至 2012 年眼科总收入增长态势明显，营收增速维持在 19%-22%，2013 年-2018 年眼科市场增速略有放缓，但整体仍呈稳中有增，保持 13%-15% 的增长态势。2018 年眼科专科医院入院人数达 210.18 万人，较 2005 年增长超过 11 倍。

图表 46: 我国眼科市场规模 (亿元)



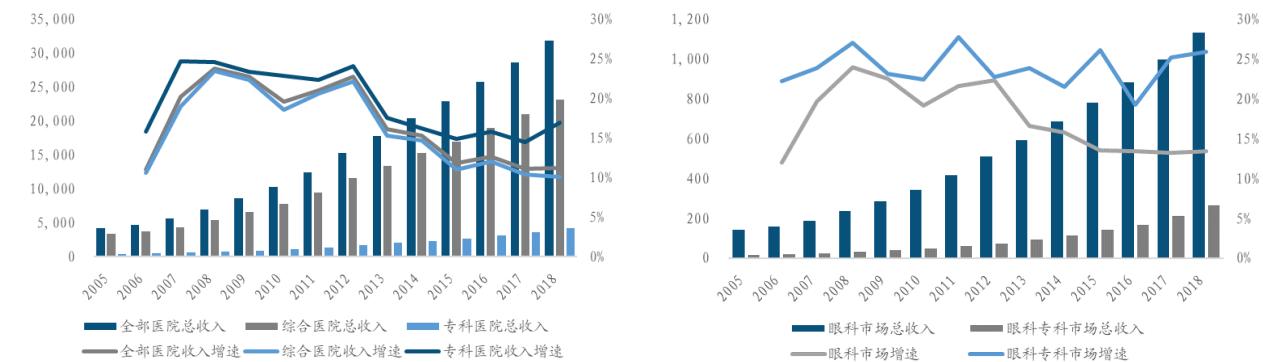
图表 47: 我国眼科专科医院出入院人次



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

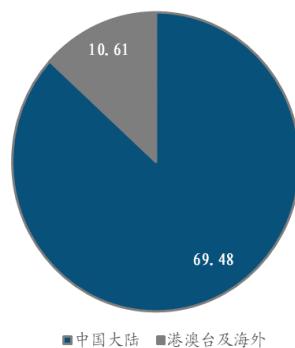
2005 年至 2018 年间，专科医院营收增速始终保持在 14%-25% 间，超过我国综合医院和全部医院总营收增速；细分到眼科市场方面，眼科专科医院营收增速始终保持在 20% 以上，近年来稳定在 25% 左右，超过十几年来眼科总市场增速 22% 的高点。总结来看，我国医院总收入方面，专科医院市场增速大于全部医院和综合医院，在眼科市场中，眼科专科医院市场增速大幅超越眼科总市场。

图表 48: 全部、综合、专科医院营收(亿元)增速 **图表 49: 眼科市场、眼科专科营收(亿元)增速**


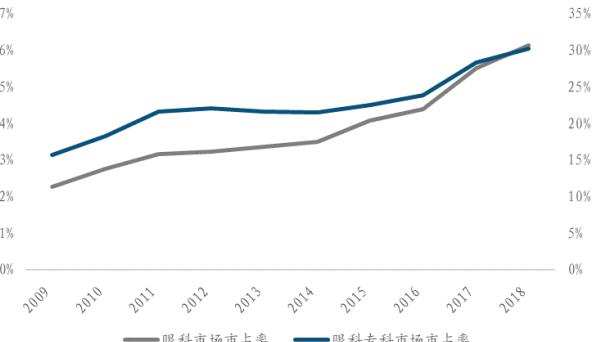
资料来源: 公司资料、中航证券金融研究所

资料来源: 公司资料、中航证券金融研究所

根据我们的估算,公司市占率方面,自2009年至2018年,十年中市占率实现大幅突破,由2009年的2.27%增长为2018年的6.14%,增长幅度达270%。公司在国内利用并购、设立新医院等连锁模式使公司在数年内成长为拥有眼科医疗机构数量最多的医疗集团,大力扩张的同时占领市场,在市场不断扩大的同时成功提高自身市场占有率,推动公司高速发展。

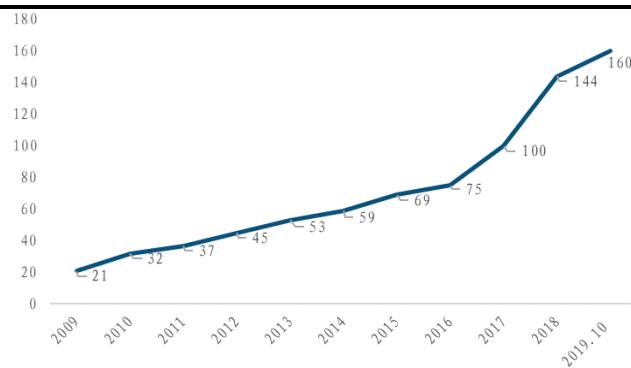
图表 50: 公司 2018 年营收构成(亿元)


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

图表 51: 眼科(左)、眼科专科(右)市占率情况


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

随着专科医院市场的增长,眼科专科市场规模也以超越专科医院市场规模的增长趋势在不断增长,同时公司利用分级连锁模式不断扩张。自2015年来,大力施行“广覆盖,深密度”的外延扩张战略。2015年公司设立5家医疗机构;2016年设立6家医疗机构;2017年购买14家、设立5家,共19家医疗机构;2018年公司设立6家、收购37家,共43家医疗机构;截至2019年上半年,购买12家、设立2家医疗机构。公司2016-2019年10月份,控股/参股子公司已由75家快速增加至160家。2019年10月底,公司开展了新一轮的并购计划,以发行股份及现金购买方式购买5笔、合计30家眼科医疗机构及视光学中心,进一步扩大公司眼科市场规模,提升公司整体盈利能力。

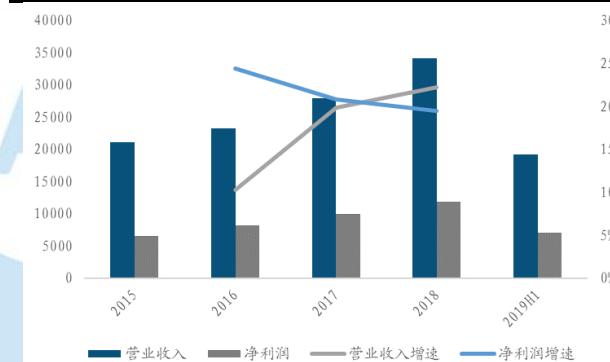
图表 52: 公司控股子公司数量变化


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

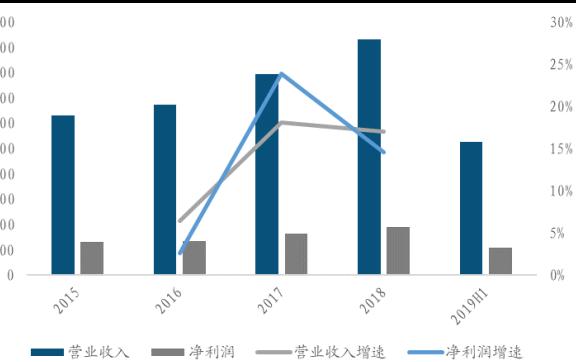
在医疗领域上拥有使用国际级手术设备和方案及医疗团队，同时公司积极促进行业人才的互相科研学习，国内拥有“两院、七所、两站”的科研教育体系，国际向海外顶尖医疗水准看齐，人才储备持续攀升。连锁扩张和清晰的全球战略化布局发展策略带来的品牌优势和公司持续提升的业务专业能力给予消费者选择公司产品的信心，公司在行业内的竞争能力将愈发凸显。

3.2 内生增长稳健

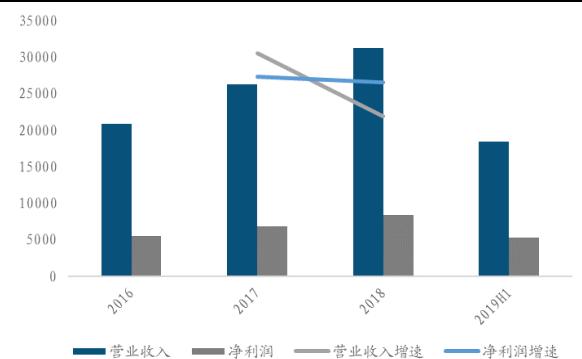
爱尔眼科体内主要核心医院，如长沙爱尔眼科医院、武汉爱尔眼科医院、成都爱尔眼科医院及沈阳爱尔眼科医院近几年来营收和净利润稳步提升。长沙爱尔眼科医院 2018 年实现营收 34161 万元、净利润 11873 万元，2019H1 实现营收 19164 万元、净利润 7012 万元；武汉爱尔眼科 2018 年实现营收 46578 万元、净利润 9535 万元，2019H1 实现营收 26438 万元、净利润 5421 万元；成都爱尔眼科 2018 年实现营收 31278 万元、净利润 8422 万元；2019H1 实现营收 18470 万元、净利润 5318 万元；沈阳爱尔眼科 2018 实现营收 34623 万元、净利润 6838 万元；2019H1 实现营收 18786 万元、净利润 3767 万元。

图表 53: 长沙爱尔营收、净利润 (万元) 及增速


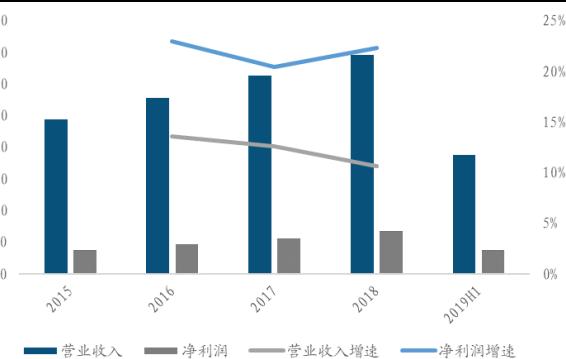
资料来源: 公司公告、中航证券金融研究所

图表 54: 武汉爱尔营收、净利润 (万元) 及增速


资料来源: 公司公告、中航证券金融研究所

图表 55: 成都爱尔营收、净利润 (万元) 及增速


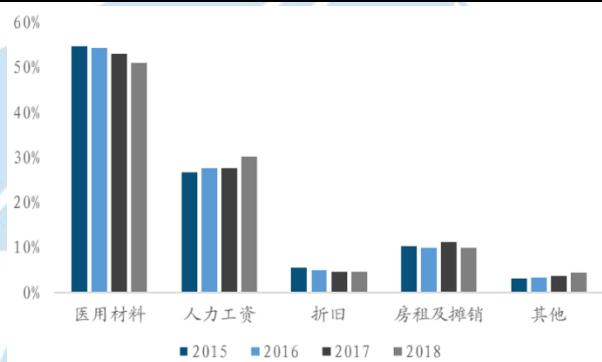
资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

图表 56: 沈阳爱尔营收、净利润 (万元) 及增速


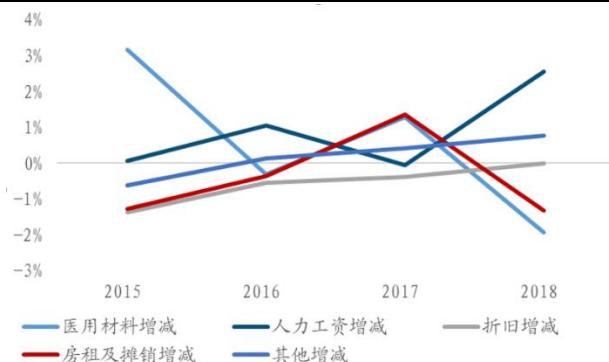
资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

沈阳爱尔眼科成立于 2001 年，长沙爱尔眼科、成都爱尔眼科均成立于 2002 年，武汉爱尔眼科成立于 2004 年。在爱尔眼科诸多重要子公司中，这四个眼科医疗机构是公司中具有代表性的典型老牌子公司，其业务每年增长态势显著、稳定，为公司近年来业绩增长做出贡献。

另一方面，在公司全球扩张速度大幅上升的情形下，各项营业成本，如人力工资、折旧、医用材料等在总成本中结构保持稳定，年同比增减震荡较低，凸显了公司优秀的控费能力。较低、稳定的房租及摊销成本结构则表现了公司在标准统一化的分级连锁模式优异的可复制及高管理能力等特性。

图表 57: 爱尔眼科近年成本结构


资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图表 58: 爱尔眼科近年费用波动


资料来源：Wind、中航证券金融研究所

3.3 外延并购持续推进，国际化布局初现

公司目前在中国大陆拥有 400 余家医疗机构，中国香港拥有 7 家、欧洲 85 家、美国 1 家医疗机构。同时，公司于 2019 年计划收购新加坡 ISEC Healthcare 公司，计划于 2019 年年底完成收购，届时公司将于东南亚地区增加 11 家医疗机构。

2015 年，爱尔眼科建立香港子公司（香港爱尔），使公司迈向国际化战略布局踏出了第一步。公司利用香港爱尔作为支点，以国内“毛细血管”般的业务网络和连锁经营模式作为杠杆，有望在未来撬动国际眼科医疗业务市场板块。香港作为与海外、亚洲市场沟通的重要纽带之一，公司在熟悉香港的商业环境、政策体系后，能够快速帮助公司实现对亚洲乃至欧美市场的布局扩张。截至 2019 年 H1，公司已依托香港爱尔收购、成立“亚洲服务”、“亚洲护眼”、“欧洲爱尔”等子公司，向海外持续拓展业务。2017 年，公司

在欧美市场大力布局，并购美国 Wang Vision 眼科中心，收购欧洲最大的连锁眼科机构龙头巴伐利亚 (ClínicaBaviera, S. A) 眼科，在国际化战略的道路上再一次取得了质的飞跃。2019 年 8 月，公司进军东南亚医疗服务市场，选择切入该市场最为发达的新加坡、马来西亚等市场，夯实全球眼科医疗机构的领先地位。ISEC 在东南亚地区有着极高的医疗实力和科研能力，ISEC 最大的优势在于其眼科医生，他们曾在当地著名的大学教学医院担任咨询职位，并且是东南亚领先的眼科医生们。总体来看，海外扩张不仅提升了公司的科研水平能力，使公司的医疗团队进一步扩大，跻身拥有国际化的专家团队公司之一；数次国际化的并购、收购为公司提供了并购整合的宝贵经验，使公司在国际化整合能力得到强化。

图表 59：公司眼科医疗机构网络分布



资料来源：公司官网、中航证券金融研究所

巴伐利亚是欧洲著名大型连锁眼科专科医疗机构，成立于 1992 年，创始人为 Julio Baviera 博士；并在 2007 年于西班牙证券交易所挂牌上市。巴伐利亚在人工晶体手术等视光医学上表现突出，有着长达 25 年的运营历史，并且在欧洲市场也有着广泛的影响力。巴伐利亚在欧洲设立共 85 家眼科及医美诊所。巴伐利亚在德国、西班牙等国家屈光手术市场占有率稳居第一名；在德国及西班牙医疗领域方面市占率居第一名；并在德国、意大利、奥地利及西班牙四个国家共成立了 80 余家眼科医院。同时，巴伐利亚自主开发了高效的实时医疗管理和信息系统，为远程诊断、会诊、临床科研交流提供了良好的平台。

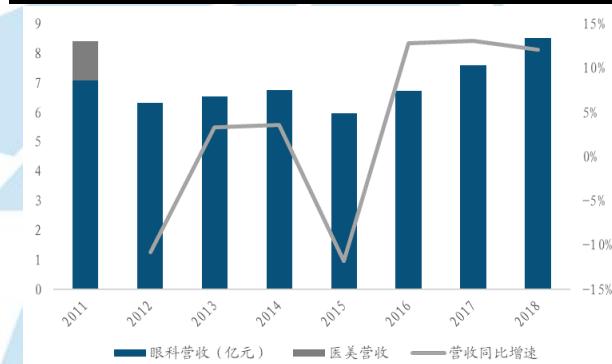
图表 60: 巴伐利亚眼科公司


资料来源：公司资料、中航证券金融研究所

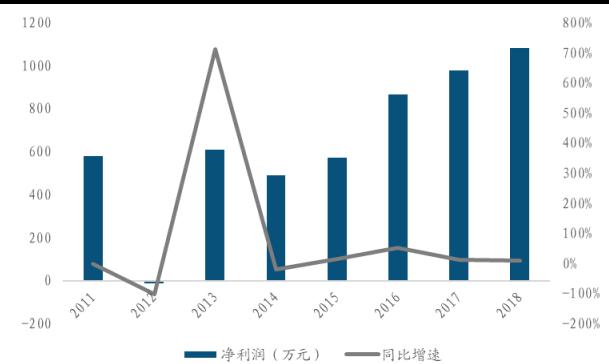
图表 61: 巴伐利亚眼科欧洲眼科网络


资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

巴伐利亚 2011 年至 2014 年营收略有波动，自近 3-4 年以来其业绩表现上升明显。巴伐利亚 2018 年实现营收 8.54 亿元，同比增长 12.13%；净利润方面，2018 年巴伐利亚实现净利润 1082.06 万元，同比增长 10.62%。巴伐利亚 2015 年开始营收稳步增长，营业收入年增长率稳定在 10%-15%，净利润自 2013 年扭亏，2014 年开始实现逐年攀升，同比增长近两年维持在 10%-13%。2017 年 9 月巴伐利亚被爱尔眼科正式并表，2018 年为公司提供了 10.68% 的营业收入。

图表 62: 巴伐利亚近年营收及增速


资料来源：Bloomberg、中航证券金融研究所

图表 63: 巴伐利亚近年净利润及增速


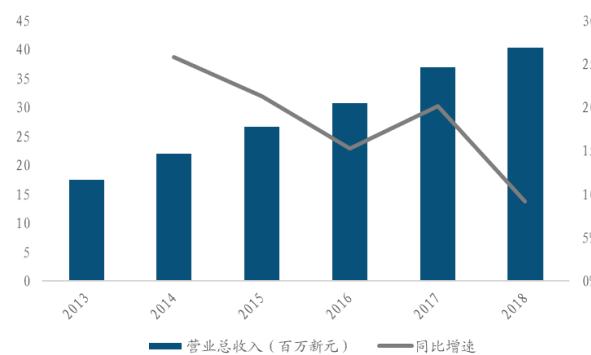
资料来源：Bloomberg、中航证券金融研究所

2019 年 8 月底，公司通过新加坡全资子公司爱尔眼科国际（新加坡）有限公司收购上市公司 ISEC Healthcare Ltd. (ISEC) 35% 股份，收购价格为 0.36 新元，该收购总价最高约为 1.6 亿新元，已于 2019 年 12 月 20 日完成对 ISEC 的收购。收购完成后，公司业务将伸展至东南亚地区。ISEC 于 2014 年在新加坡成立，创始人 Lee Hung Ming 医生是 LASIK 屈光及白内障手术专家；另一名联合创始人 Wong Jun Shyan 医生也是著名的玻璃体视网膜专家。ISEC 在 2015 年完成 IPO，在新加坡凯利板上市，在东南亚地区拥有并经营 11 家眼科及全科诊所，其中 6 家设立于新加坡，4 家设立于马来西亚，1 家设立于缅甸，ISEC 眼科团队拥有 24 名眼科医生及 6 名全科医生，主要业务范围囊括白内障手术、屈光手术、玻璃体视网膜疾病、角膜病、青光眼、葡萄膜炎、眼整形及全科门诊等，是东南亚连锁眼科医疗服务机构中的佼佼者。

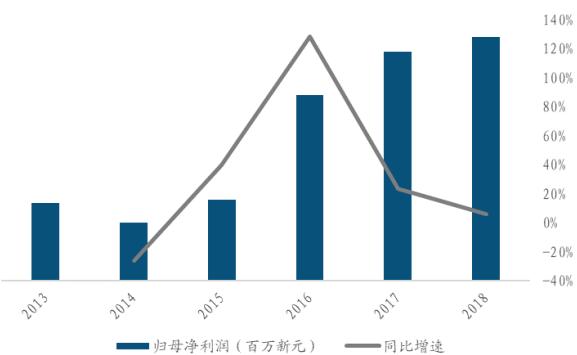
2018 年 ISEC 实现营收、净利润 4040 万新元、870 万新元，同比增长 9.19%、10.13%；ISEC 2018 年

归母净利润为 840 万新元，同比增长 6.33%。近年来 ISEC 营业收入增长显著、毛利率呈上升趋势。

图表 64: ISEC Healthcare 营收及增速



图表 65: ISEC Healthcare 归母净利润及增速



资料来源: Wind、中航证券金融研究所

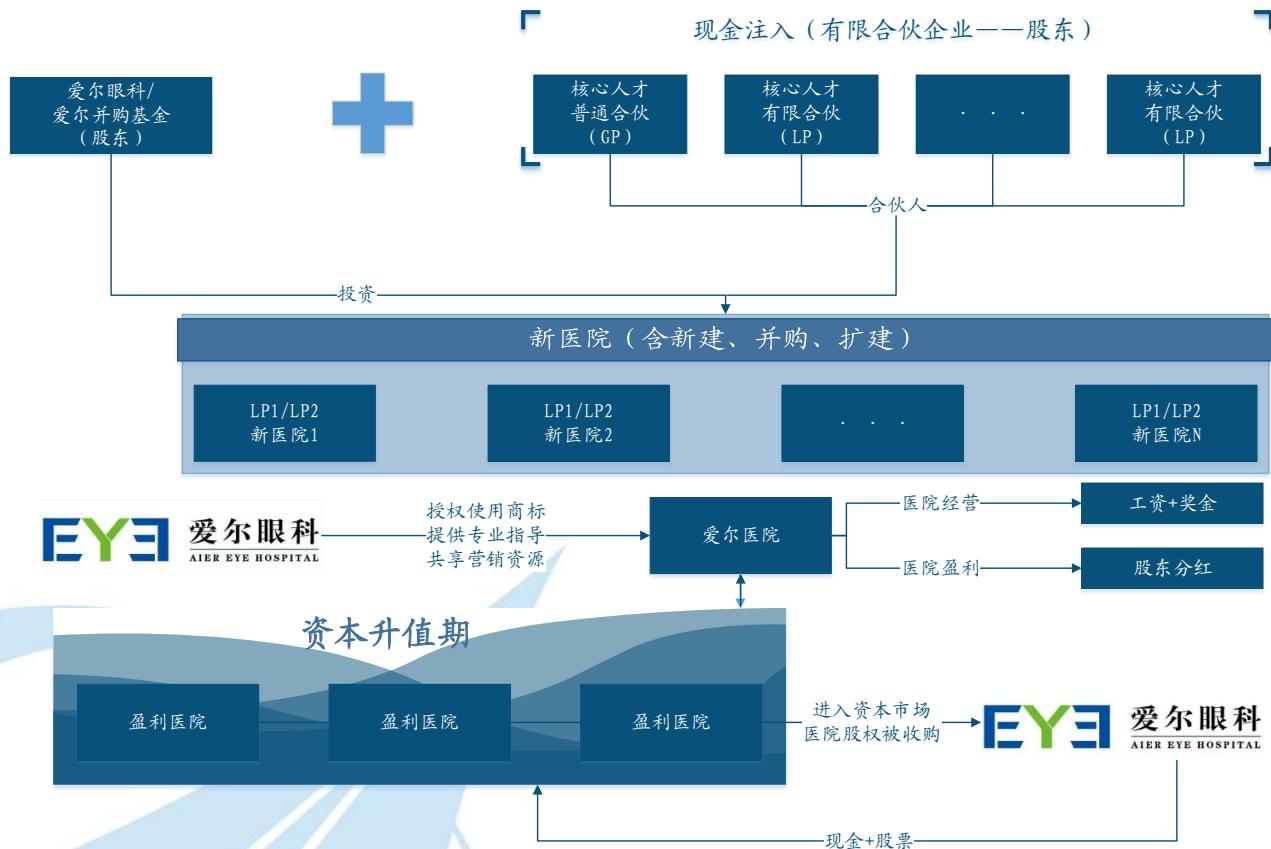
资料来源: Wind、中航证券金融研究所

四、激励机制完善

随着分级连锁模式的成功进行，公司开展了合伙人模式股权激励等多种激励计划以释放管理效率，提升扩张速度。合伙人计划与股权激励计划为公司提供了良好的可并入公司的医院标的、提升核心人才的积极性的同时，也弥补了公司在快速扩张的同时所面临的医疗人才短缺、人才流失的现状。

4.1 合伙人制一着眼未来，利益共享

在公司具有一定核心技术的技术型人才或管理型人才科作为合作股东同爱尔眼科合资设立新医院，包含新设医院、扩建医院或并购医院。在新设医院盈利能力达到公司所要求的水平后，公司将使用现金、股票发行或两者加以结合的方式对达到要求的新设立医院进行收购。公司选择两名核心人才组建合伙团队，建立新医院，公司将持有此新医院机构部分股权合伙团队将持股新医院部分股份，如 10%-20%。公司对新设医院现有发展水平进行考核，适当时期将合伙医院股份转让至合伙人。在新设医院发展步入正轨、完成公司制定盈利目标后，公司将会以收益现金+股票或结合的形式（公允价格）将合伙团队所运营的股份回收，纳入公司体内，并入公司报表。合伙人计划能够为公司补充大批发展时期所需要的核心人才，为公司提供强有力的人才资源保障。合伙人计划以股权为激励方式，实现对业绩攀升迅速的子公司实施鼓励，以体外孵化并购的方式有效的促进、提升了公司在地区市场竞争能力。

图表 66: 爱尔眼科合伙人计划

资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

4.2 股权激励释放管理效率

公司 2011 年开始启动股权激励计划，通过股权激励的形式，让他们以股东的身份参与到公司中，实现风险共担、利益共享的目标。股权激励作为枢纽，可以调动员工积极性，提升企业管理效率。

图表 67: 公司激励计划次数

	第一次激励计划	第二次激励计划	第三次激励计划
实施时间	2011 年 5 月	2013 年 1 月	2016 年 6 月
数量	900 万股	562.5 万限制性股票 62.5 万预留限制性	2005.9 万限制性股票 191.01 预留限制性
激励人数	198	258	1557

资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

公司目前为止共实施激励计划 3 次，第一次是 2011 年 5 月的股权激励计划，第二次是 2013 年 1 月开始的限制性股票计划，第三次是 2016 年 6 月开展的第二次限制性股票计划。

公司实施的首次股权激励计划行权时间为 7 年，共六个行权期，发行股票 900 万份，激励人数 198 人，行权条件主要为根据公司财务业绩指标进行考核，以达到公司财务业绩考核目标作为激励对象当年度的行权条件之一。该激励计划已于 2018 年 5 月 5 日完成全部行权。

图表 68: 公司第一次激励计划

第一次股权激励计划						
2011年						
总摊销费用	2011年	2012年	2013年			
4694.06 万元	1182.9 万元	1480.19 万元	869.97 万元			
2014年	2015年	2016年	2017年			
187.76 万元	353.62 万元	187.76 万元	52.16 万元			
	行权价格 (元)	股权数量 (万股)	激励人数			
2010年10月31日	41.58	900				
2011年5月6日	41.43	900	198			
2011年5月30日	41.43	890.8	194			
2011年8月23日	25.89	1425.28	194			
2012年						
	行权价格 (元)	股权数量 (万股)	激励人数			
2012年7月25日	25.74	1425.28	194			
2013年						
注销第一次股权激励计划		离职注销	合计注销			
第一个行权期未行权的期权份额						
1425.28*20%=285.056 万		61.4016	346.4576 万			
	行权价格 (元)	股权数量 (万股)	激励人数			
2013年6月28日	25.64	1425.28	194			
2014年						
	行权价格 (元)	股权数量 (万股)	激励人数			
2014年3月5日	25.64	1,078.82	175			
2014年3月17日	第二个行权期可行权股票 215.7655 万股					
2014年5月16日	17.021	861.3571	174			
2014年5月23日	第三个行权期可行权股票期权 322.4949 万					
2015年						
截止 2014 年 12 月 31 日期末发行在外的累计可行权的股票期权 1,058.2893 万股。						
	行权价格 (元)	股权数量 (万股)	激励人数			
2015年5月6日	17.021	950.1666	168			
2015年6月8日	11.249	1425.0573	168			
2015年1月至12月累计股票期权行权 401.2012 万股						
其中属于第三期股份期权行权 88.0720 万股，属于第四期股份期权行权 313.1292 万股						
2016年						
	行权价格 (元)	股权数量 (万股)	激励人数			
2016年5月6日	10.955	950.0382	168			
截止 2016 年 12 月 31 日期末发行在外的累计可行权的股票期权 635.986 万股						
2017年						
	行权价格 (元)	股权数量 (万股)	激励人数			

2017年5月8日	10.955	467.4349	162
2017年5月19日	7.183	701.1523	162
2017年8月2日	第六个行权期可行权股票期权总数为 701.1523 万份		
2018年			
2018年6月28日	第六个行权期结束, 股票期权激励对象在第六个行权期内共行权 7,011,523 份		

资料来源: 公司公告、中航证券金融研究所 (红色字体为激励计划变更情况)

公司第二次激励计划于 2013 年 1 月开展, 向激励对象定向增发 562.5 万股限制性股票: 有效期 4 年, 锁定期 1 年, 解锁期 3 年; 62.5 万预留限制性股票: 有效期为 3 年, 锁定期 1 年, 解锁期 2 年, 激励人数 258 人, 解锁条件主要为公司业绩提升。2016 年 3 月 28 日, 第二次激励计划的所有限制性股票全部解锁。公司最新一期激励计划于 2016 年 6 月开始, 本期激励人数成倍数增加, 覆盖范围大幅提升, 本次激励重点为医院一线的核心人员。公司第三次激励计划授予对象人次为 1557 人, 股权数量为 2005.9 万限制性股票及 191.01 预留限制性股票。

图表 69: 公司第二次激励计划

第二次股权激励计划			
2013年			
总摊销费用	2013年	2014年	2015年
2053 万元	513.25 万元	513.25 万元	513.25 万元
2016 年			
513.25 万元			
	股权数量 (万股)	激励人数	回购/授予价格 (元)
2013年1月16日	562.5	258	
	62.5 预留		
2013年1月23日	544.65	249	
2013年12月26日	62.5 预留	62	14.25
2014年			
	股权数量 (万股)	激励人数	回购/授予价格 (元)
2014年1月28日	538.65	244	8.68
2014年3月17日	第二期股票激励可行权总数 215.7655 万股		
2014年5月	93.60 预留		
2015年			
	股权数量 (万股)	激励人数	回购/授予价格 (元)
2015年3月19日	回购注销限制 13.56 万	233	5.63
2015年3月30日	预留授予限制性股票第一期解锁的限制性股票数量为 46.0512 万股		
2015年5月	352.7777		
	69.0677 预留		
2016年			
	股权数量 (万股)	激励人数	回购/授予价格 (元)
2016年3月10日	回购注销首次授予限制性股票 1.6846 万股	231	3.66
	回购注销预留授予限制	59	6.18

	性股票 1.7969 万股	
2016 年 3 月 28 日	限制性股票第三期解锁	
	预留授予限制性股票第二期解锁	

资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

图表 70：公司第三次激励计划

第三次股权激励计划			
2016 年			
	股权数量 (万股)	激励人数	回购/授予价格 (元)
2016 年 6 月 8 日	2005.9	1557	
	191.01 预留		
2017 年			
	股权数量 (万股)	激励人数	回购/授予价格 (元)
2017 年 5 月 23 日	286.315 预留	322	10.82
回购注销已获授未解锁的限制性股票 70.6800 万股	1515		9.19
2017 年 6 月 19	第一期解锁，可申请解锁的限制性股票数量为 998.9778 万股		
2018 年			
	股权数量 (万股)	激励人数	回购/授予价格 (元)
2018 年 5 月 17 日	2098.68		5.93
	429.46 预留		7.01
2018 年 5 月 31 日	回购注销限制性股票 45.3948 万股	1481	5.93
	回购注销预留授予限制性股票 11.1373 万股	311	7.01
2018 年 6 月 11 日	第二期限制性股票解锁、第一期预留授予限制性股票解锁		
	限制性股票第二期申请解锁的股份数量共计 9,516,573 股		
	预留授予限制性股票第一期申请解锁的股份数量共计 1,422,210 股		
2019 年			
	股权数量 (万股)	激励人数	回购/授予价格 (元)
2019 年 6 月 11 日	回购注销首次授予限制性股票 42.2247 万股	1446	4.41
	回购注销预留授予限制性股票 16.0718 万股	291	5.24
	第三期限制性股票解锁，申请解锁的股份数量共计 13,928,248 股		
	第二期预留授予限制性股票解锁		

资料来源：公司公告、中航证券金融研究所（红色字体为激励计划变更情况）

五、长期资本保驾护航

公司 2017 年 11 月 7 日向陈邦、高瓴资本管理有限公司（高瓴资本）及信诚基金管理有限公司发行非公开发行股票。该次非公开发行股票数量共 6233 万股，发行价格为 27.60 元/股，其中高瓴资本在该次非公开发行股票中认购 3718 万股，认购金额达到 10.26 亿元。公司定增收官后，高瓴资本正式成为公司十大股东之一，截至 2019 年 10 月底，高瓴资本持公司总股本的 1.57% 身居公司十大股东第六位。

高瓴资本是国内的一家私募股权与风险投资公司，由张磊建立于 2005 年，在北京、纽约、香港、新加坡多地设有办事处。高瓴资本专注于消费者、TMT、工业和医疗行业，投资领域方面也覆盖人工智能、VR、新能源汽车等新兴领域。

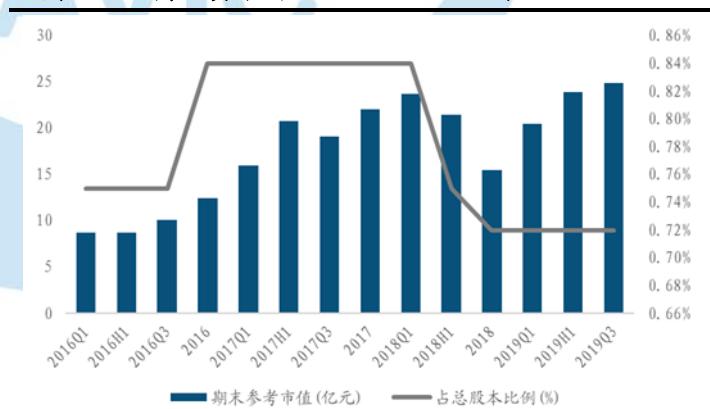
图表 71：高瓴资本近一年投资产品

投资时间	产品名称	产品行业
2019-11-03	编程猫	教育、人工智能
2019-10-10	高灯科技	企业服务
2019-03-25	贝壳找房	VR 房产
2019-02-27	地平线机器人	人工智能
2018-11-26	永辉超市	零售商超
2018-10-05	美菜网	电子商务、生鲜
2018-09-10	海底捞	餐饮
2018-08-02	小鹏汽车	汽车、电动车

资料来源：企查查、中航证券金融研究所

以格力电器为例，高瓴资本于 2016 年入股格力电器，2019Q3 持有格力电器股份比例为 0.72%，以 4339.64 万股的持股市量连续数年成为格力电器的十大股东之一。2016 年至 2019 年，高瓴资本在对格力电器持股数量基本不变的情况下实现了 2.85 倍的资产增长。2019 年 4 月 9 日，格力电器发布公告，以公开征集转让受让方的方式，转让格力电器 15% 的股权。经过一番角逐，2019 年 10 月底，珠海明骏投资合伙企业在与对手格物厚德股权投资的竞争中取得胜利，以股份不低于 44.17 元/股的转让价格受让，交易金额达到 398.57 亿元，珠海明骏投资合伙企业股东为高瓴资本。

图表 72：高瓴资本持股格力电器变化情况



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

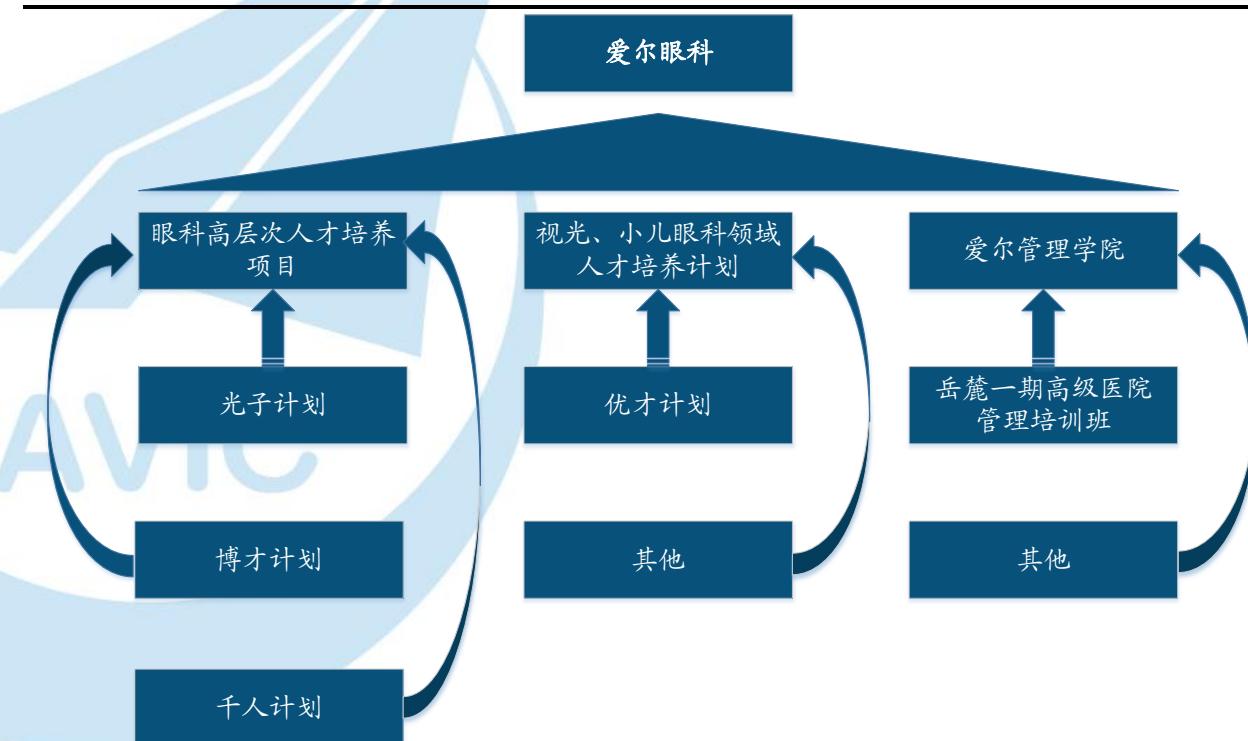
2017年，高瓴资本百丽国际进行了私有化收购，收购价格为每股6.3港元，交易总规模达到531亿港元。百丽国际市值曾一度超过1400亿港元，后由于百丽国际所处行业市场规模发展放缓，其发展也遭遇瓶颈，市值一度下滑，高瓴资本实际上于市场低点切入实施了对百丽国际的私有化。2019年9月，百丽国际对其旗下运动品牌公司滔搏国际控股有限公司（滔搏）进行了分拆上市，上市首日市值达到573.61亿港元，超过高瓴资本2017年收购百丽国际价格。

截至2019年2月，高瓴资本已对中国投资近500家企业，合计投资金额达到600亿美元，高瓴资本投资眼光长远，视角独到，在实现了投资资产升值的同时，也与被投资公司共同发展，实现双赢。其所投资的公司大部分为表现优异、业绩良好的明星公司，如格力、百丽、京东、腾讯、滴滴、药明康德等。我们认为长期资本的进入能够给予爱尔眼科一定的估值溢价。

六、人才梯队建设给力

公司自上市以来子公司不断增加，随着分级连锁的模式逐渐成熟，公司2015年后迎来连锁布局高峰。随着公司组织架构逐渐统一，全国布局速度的加快，公司对于核心管理、眼科医疗人才的需求程度已不满足于提高工资、完善固定工资体系、加强薪酬绩效考核管理等单一的人才激励计划。面对人才缺口逐渐加大的状况，公司不断突破局限，除合伙人计划外，公司也从高层和基层两个方向通过开展各项计划和活动，同时向公司体内源源不断地输送人才储备。

图表 73: 公司人才建设计划



资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

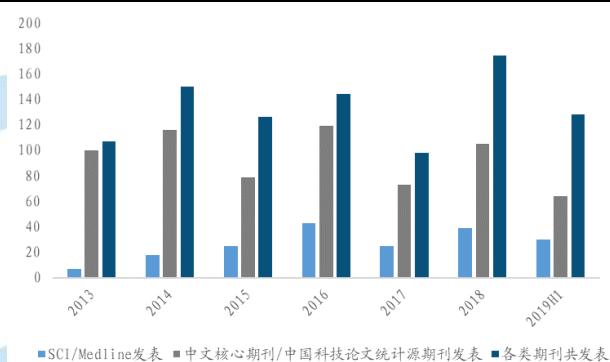
高层培养方面，公司近年来开展了光子计划、博才计划等，并于2018年在长沙总部启动了“千人计划”的项目计划。公司希望通过“千人计划”整合内外部资源，运用公司特有的国际化平台对后备人才进

行培养，从而挑选、培养出千名具有潜力的骨干医生和具有国际战略目光的优秀管理型人才。随着公司开展多项人才引进计划，未来公司人才储备能力可期。

2013年，公司与中南大学共同创建“中南大学爱尔眼科学院”，对全国本科高材生进行筛选，进行硕士生、博士生的教育培养，为将来公司发展提供可靠的科研人员保障。中南大学为列选入我国“211工程”、“985工程”的重点大学，中南大学爱尔眼科学院是中南大学下的二级教学科研机构，覆盖10余种包括屈光、白内障、眼底病等眼亚科专业，重点开展临床科学的研究和学术活动等相关活动，自中南大学爱尔眼科学院创立后，公司科研立项、SCI等报告发布等方面数量上涨明显。学院拥有博士生导师11名，硕士生导师30名，学院2013年起计划年招收40名优秀学员，含博士生10名，硕士生30名。截至2018年，学院已招收硕士生近180人、博士生60人，其中已毕业硕士生99人、博士生13人。

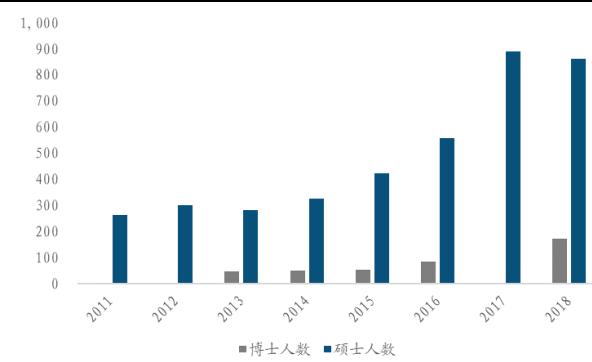
随着公司人才补充计划日渐完善，公司在高学历、科研方面的人才储备数量也在不断上升。自2013年起，公司拥有博士学历员工47名、硕士学历员工282名；2018年博士、硕士学历员工分别增长至183名、863名，数量增长明显。

图表 74: 公司学术报告发布数量



资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

图表 75: 公司高学历人才数量



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

七、盈利预测和投资评级

7.1 收入预测

在财务预测的过程中，我们根据公司的业务种类划分分别预测，然后进行汇总，预测中的主要假设包括：1) 眼科手术水平未发生重大变化；2) 公司的经营业务未发生重大变化；3) 日常经营中未发生重大医疗事故。

图表 76: 公司主营业务及费用预测

	16A	17A	18A	19E	20E	21E
总营收 (百万元)	4000.40	5285.50	8008.57	10373.34	13289.62	16860.54
医疗服务						
营业收入 (百万元)	3060.04	4069.85	5881.80	7175.80	8790.35	10680.28
增长幅度 (%)		33.00	27.51	22.00	22.50	21.50
毛利率 (%)	44.32	45.00	45.50	47.00	47.00	47.00

视光服务						
营业收入 (百万元)	872.12	1133.76	1476.92	1897.84	2419.75	3060.98
增长幅度 (%)		30.00	26.04	28.50	27.50	26.50
毛利率 (%)	52.27	52.00	55.47	53.00	52.00	52.00
其他						
营业收入 (百万元)	68.24	81.89	649.85	1299.70	2079.52	3119.28
增长幅度 (%)		20.00	264.39	100.00	60.00	50.00
毛利率 (%)	47.76	45.00	41.25	42.00	42.00	42.00
其他假设						
营业费用 (%)	12.80	12.98	10.31	12.00	12.00	11.85
管理费用 (%)	15.68	14.19	14.60	14.60	14.60	14.60
税率	17.12	22.82	22.78	22.80	22.80	22.80

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

7.2 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.45 元、0.58 元和 0.77 元, 对应的动态市盈率分别为 86.29 倍、66.40 倍和 50.18 倍。眼科医疗服务行业表现出较高的景气度, 公司扩张脚步仍在持续, 其三大主营业务医疗服务、视光服务及其他业务收入增长稳健, 给予持有评级。

八、风险提示

行业政策风险, 医疗事故风险, 并购低于预期风险。

图表 77: 盈利预测表

报表预测		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表							
营业收入		4000.40	5962.85	8008.57	10373.34	13289.62	16860.54
减: 营业成本		2155.81	3203.07	4244.81	5448.98	7026.49	8939.00
营业税金及附加		6.55	13.45	12.92	19.04	24.39	30.94
营业费用		512.24	774.03	825.55	1244.80	1594.75	1938.96
管理费用		627.25	845.94	1071.92	1514.51	1940.28	2461.64
财务费用		5.40	42.66	45.06	72.46	60.72	48.43
资产减值损失		13.84	40.99	185.56	80.13	80.13	80.13
加: 投资收益		21.19	39.97	46.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益		0.00	0.00	-38.43	0.00	0.00	0.00
其他经营损益		0.00	0.00	-97.49	0.00	0.00	0.00
营业利润		700.50	1082.66	1533.06	1993.42	2562.85	3361.43
加: 其他非经营损益		-16.28	-84.17	-177.52	-91.81	-91.81	-91.81
利润总额		684.22	998.49	1355.53	1901.61	2471.04	3269.63
减: 所得税		117.11	221.28	303.12	433.57	563.40	745.48
净利润		567.11	777.21	1052.41	1468.04	1907.65	2524.15
减: 少数股东损益		9.64	50.25	56.91	79.39	103.16	136.50
归属母公司股东净利润		557.47	742.51	1008.94	1388.66	1804.49	2387.65
资产负债表		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金		775.94	2560.03	1289.91	1639.85	2476.41	3656.13
应收和预付款项		556.57	826.20	1135.31	1406.69	1852.93	2284.16
存货		206.77	273.82	359.05	500.08	607.77	801.62
其他流动资产		58.79	11.58	434.21	434.21	434.21	434.21
长期股权投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程		782.86	1257.00	1668.13	1593.93	1499.44	1374.94
无形资产和开发支出		481.17	2645.11	2573.95	2516.70	2459.26	2401.61
其他非流动资产		1152.29	1687.22	2105.33	2055.19	2005.05	1954.92
资产总计		4014.40	9260.95	9565.88	10146.65	11335.07	12907.59
短期借款		0.00	0.00	280.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项		779.26	1508.59	1250.72	1221.34	1253.07	1295.08
长期借款		186.06	1467.12	1319.98	1319.98	1319.98	1319.98
其他负债		1.09	489.50	362.62	362.62	362.62	362.62
负债合计		966.41	3465.21	3213.33	2903.95	2935.68	2977.68
股本		1010.32	1585.98	2383.38	3097.81	3097.81	3097.81
资本公积		529.44	2252.23	1336.69	622.26	622.26	622.26
留存收益		1241.38	1377.88	1972.74	2783.50	3837.03	5231.04
归属母公司股东权益		2781.15	5216.09	5692.81	6503.57	7557.10	8951.12
少数股东权益		155.89	255.96	277.74	357.12	460.28	596.78
股东权益合计		2937.04	5472.05	5970.55	6860.69	8017.39	9547.90
负债和股东权益合计		3903.45	8937.26	9183.88	9764.64	10953.07	12525.59
现金流量表		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量		683.53	1352.93	1405.68	1630.32	1991.83	2557.51
投资性现金净流量		-743.22	-2704.00	-1804.61	-372.87	-372.87	-372.87
筹资性现金净流量		122.22	2972.26	-802.76	-907.50	-782.39	-1004.91
现金流量净额		63.56	1613.01	-1199.08	349.94	836.57	1179.72

资料来源: wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

沈文文, CFA, SAC 执业证书号: S0640513070003, 2011 年 7 月加入中航证券金融研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户提供。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。