

爱尔眼科 VS 华厦眼科 VS 光正眼科 VS 希玛眼科

眼科医院产业链深度梳理

中国眼科专科医院中，民营医院占比为大头，从 2015 年的 397 家增长至 2019 年的 890 家，CAGR 达 22.4%。在细分市场上，视光、白内障、屈光手术分别占据眼科医疗服务市场的前三位，合计超 50%。

此外，从一级市场投资来看，据企查查统计，2018 年以来大部分眼科市场投资都投向眼科医疗服务市场，且民营连锁医院为其中重点。

其中，爱尔眼科为中国目前规模龙头的眼科医疗机构。同时近年来，华厦眼科、何氏眼科、普瑞眼科纷纷开始 IPO 上市之路，目前处于排队中。资本市场给出的高溢价，让这个行业的动向，时刻都处在聚光灯下。

对眼科相关领域，之前我们研究过角膜塑形镜（OK）镜领域的爱博 VS 欧普，详见科技版报告库，今天，我们重点研究眼科医院赛道。

从产业链结构看：

上游主要包括材料、器械等供应商，代表企业有蔡司、爱尔康、博士伦等；

中游为医疗服务机构，公立医院、专科医院等，代表企业有爱尔眼科、希玛眼科、光正眼科、何氏眼科等；

下游则是终端患者。



图：产业链结构

来源：塔坚研究

看到这里，我们随之需要思考几个问题：

1) 眼科医院市场，未来主要看什么？背后驱动力是什么？

2) 这个行业的规模究竟有多大？代表企业中，哪家具备优势？

(壹)

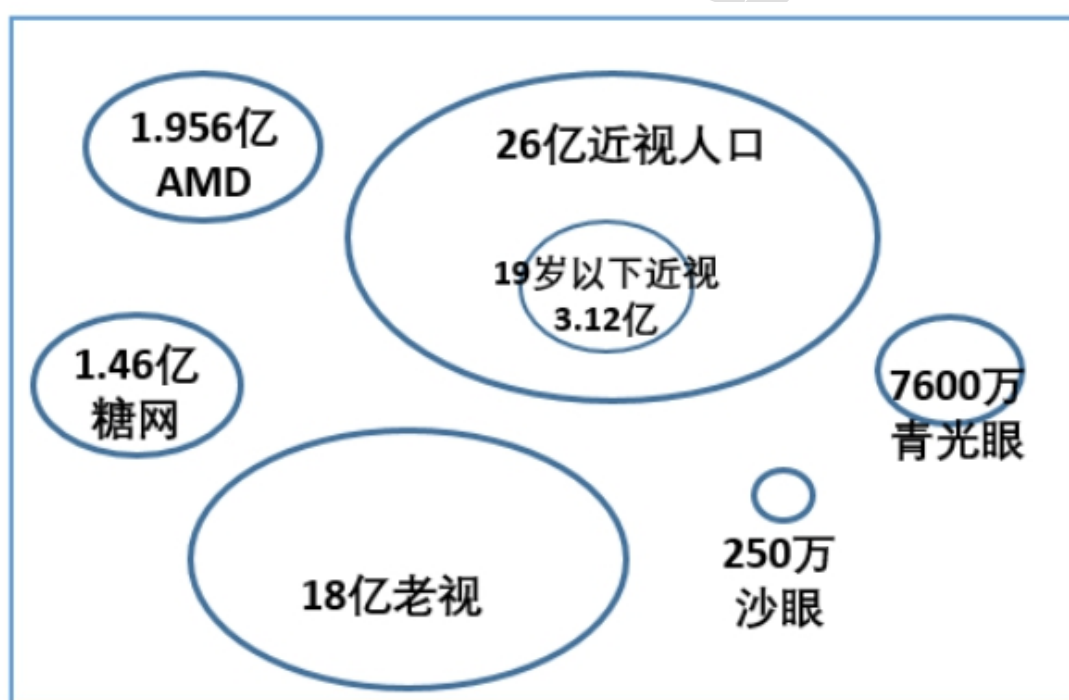
眼科，主要研究的是视觉系统，包括眼球及相关联组织的有关疾病。常见的眼科疾病包括：白内障、屈光不正、青光眼、眼底血管病变等。其中，眼底血管病变主要病种，是：老年黄斑病变（AMD）、糖尿病黄斑水肿（DME）、继发于病理性近视（PM）的脉络膜新生血管、视网膜静脉阻塞（RVO）。

眼科疾病分类	国内主要治疗方式	全球主流治疗方式
非致盲类眼病	屈光不正	光学矫正（框架眼镜、角膜塑形镜） 药物治疗（低浓度硫酸阿托品滴眼液，国内尚未获批） 屈光手术
	干眼症	药物治疗-人工泪液、角膜修复促粘液蛋白分泌治疗 药物治疗-抗炎 手术治疗
	白内障	软性角膜接触镜和硬性巩膜镜 超声乳化晶体摘除术/飞秒激光辅助白内障手术+人工晶体植入术
	青光眼	药物治疗-前列腺素类衍生物（最常用） 激光治疗 手术治疗
致盲类眼病	眼底血管病变（wAMD、RVO、pmCNV、DME）	药物治疗-抗 VEGF 治疗
	眼底血管病变（干性 AMD）	目前尚无批准的有效治疗方法 基因治疗（临床阶段）

图：常见眼科疾病

来源：国盛证券

根据 WHO 发布的《世界视力报告》显示，2020 年全球 26 亿人患有近视眼，其中 19 岁以下的近视人数达到 3.12 亿人；18 亿人患有老花眼（远视/老视）；7600 万 40 岁至 80 岁的人患有青光眼；30 岁至 97 岁的人群中患黄斑变性的人为 1.95 亿；1.46 亿人患有糖尿病视网膜病变（糖网）；沙眼患者 250 万人。

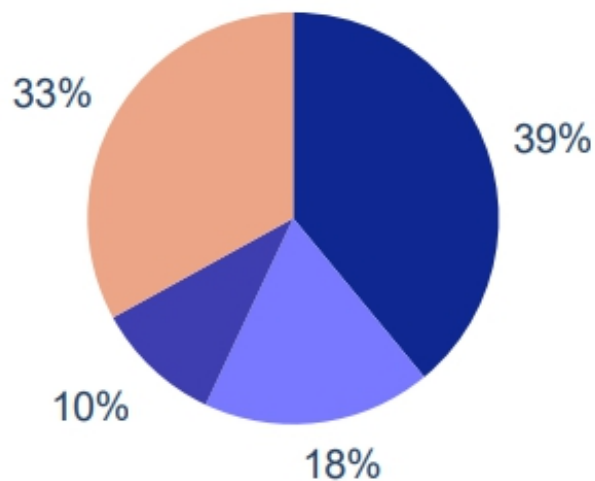


图：全球重要眼病患者数

来源：安信证券

在致盲原因中，以白内障占比 39% 为主，其次是未经矫正的屈光不正占 18%、青光眼占 10%。

■ 白内障 ■ 未经矫正的屈光不正 ■ 青光眼 ■ 其他原因



图：致盲主要原因

来源：安信证券

很显然，眼科疾病已经成为一个日益严重和需要解决的焦点问题。那么，眼科市场究竟有多大？

我们通过对爱尔眼科 vs 希玛眼科 vs 光正眼科 vs 华夏眼科 vs 何氏眼科 vs 普瑞眼科来看。

(贰)

从收入结构来看，几家眼科医院中均涉及这几大业务：屈光项目、白内障项目、视光服务等。我们具体分别来看一下：

爱尔眼科——是以屈光项目为主（37%），其次是视光服务（19.77%）、白内障项目（15.02%）、眼前段项目（11.08%）等。

希玛眼科——眼科服务占 87.04%，专注于治疗白内障、青光眼及斜视的手术以及角膜、玻璃体视网膜疾病等眼科疾病（未披露具体占比）。其次，是视力辅助产品（12.96%）。

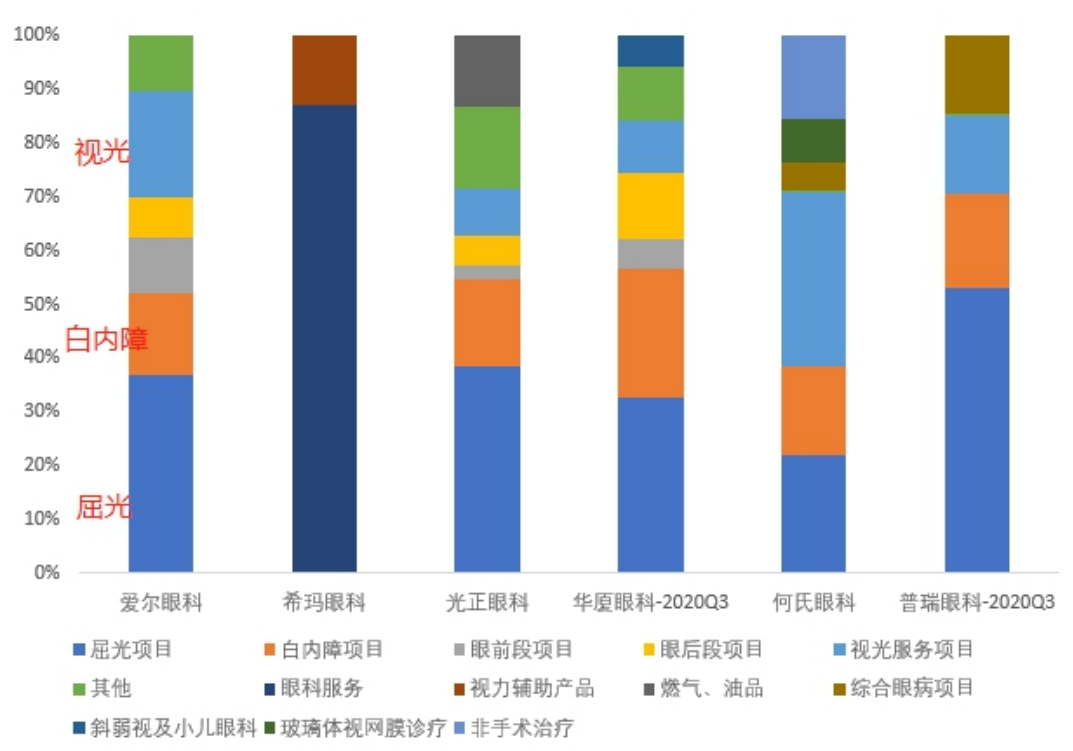
光正眼科——业务较杂，收入以屈光项目为主（38.67%），其次是白内障项目（15.98%），其他非眼科业务（能源及钢结构业务）占比 28.58%。

华夏眼科（2020Q3）——主要以屈光服务为主（32.68%），其次是白内障（23.98%）、眼后段项目（12.12%）、斜弱视及小儿眼科（5.93%）。

何氏眼科——视光服务占比较大，为 32.1%，屈光项目、白内障项目占比分别为 21.94%、16.71%，非手术治疗占比 15.37%。

普瑞眼科（2020Q3）——屈光业务为主（53.08%），接着是白内障项目（17.43%）、综合眼病项目（14.6%，含角膜病、青光眼、斜视、泪道病、眼整形、眼底病）、视光服务（14.59%）。

整体来看，爱尔眼科、光正眼科、华夏眼科、普瑞眼科均以屈光业务为主，何氏眼科以视光服务为主。



图：2020Q2 收入结构 (单位: %)

来源：塔坚研究

并且，需要注意的是，**屈光项目、视光服务项目的毛利率整体较高**，其次是综合眼病、白内障、斜弱视等项目。

2020Q2	爱尔眼科	光正眼科	华夏眼科 2020Q3	何氏眼科	普瑞眼科 2020Q3
屈光项目	54.39%	33.98%	48.98%	50.35%	53.46%
白内障项目	31.06%	44.88%	27.39%	33.07%	38%
眼前段项目	31.18%		38.64%		
眼后段项目	27.45%		37.96%		
视光服务项目	46.68%	34.96%	51.82%	49.04%	44.92%
其他病种	42.58%		31.78%		
钢结构制作安装		-5.31%			
燃气、油品		13.58%			
综合眼病项目				46.03%	20.41%
斜弱视及小儿眼科			46.41%		
玻璃体视网膜诊疗				28.21%	
非手术治疗				17.86%	

图：业务毛利率对比

来源：塔坚研究

接着，来看 2020Q3 各家业绩情况（注：港市的希玛眼科仅披露中报、年报数据，何氏眼科、华夏眼科、普瑞眼科均在 IPO 阶段，数据披露不全）：

2020Q3	收入	收入增速	净利润	净利润增速	毛利率	净利率
爱尔眼科	85.66	10.78	16.81	28.77	47.65	19.62
希玛眼科2020Q2	2.39	-1.05	-0.19	-162.15	23.48	-8.47
光正眼科	6.18	-37.56	0.27	-85.32	33.69	4.43
华夏眼科	18.08		2.15		40.83	11.90
何氏眼科2020Q2	3.39		0.33		40.09	9.80
普瑞眼科	10.12		1.03		44.41	10.13

图：近期业绩数据

来源：塔坚研究

从近期数据来看，收入规模由大到小依次是：爱尔眼科 > 华夏眼科 > 普瑞眼科 > 光正眼科 > 何氏眼科 > 希玛眼科。其中：

希玛眼科净利润为负，一方面受卫生事件影响，另一方面是业务扩展增加，带动推广费用及行政开支增加。同时，由于新眼科服务中心投入运营但业绩不佳，导致成本上升，毛利率低于同行。

光正眼科收入增速大幅下滑是受卫生事件影响所致，净利润大幅下滑则是由于资产处置产生损失所致。

而爱尔眼科是从卫生事件中恢复速度较快的，2020Q1 收入增速负增长，但 Q2 开始回暖，Q3 增速已经实现正增长。如下图季度收入增速所示：



图：季度收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从历史近十个季度增速对比，光正眼科 2018Q3 至 2019Q2 增速较高，是因为收购上海新视界眼科医院影响所致，刨除并购因素，其他公司的收入增长景气度都比较高。

(叁)

爱尔眼科	希玛眼科	光正眼科	华夏眼科	何氏眼科	普瑞眼科
18.57	36.34	0.72	8.03	6.67	-3.79
18.50	8.59	-9.49	15.76	7.81	7.47
22.45	4.90	8.55	19.76	10.02	7.98
爱尔眼科	希玛眼科	光正眼科	华夏眼科	何氏眼科	普瑞眼科
15.78	32.62	2.90	7.27	9.16	1.00
15.15	10.95	0.50	12.18	9.96	9.20
17.74	6.05	11.12	14.14	12.76	9.96
爱尔眼科	希玛眼科	光正眼科	华夏眼科	何氏眼科	普瑞眼科
14.95	32.32	0.43	7.51	6.67	-3.79
14.04	8.49	-5.32	13.81	7.81	7.85
16.69	4.90	5.37	16.14	10.02	8.13

图：回报情况

来源：塔坚研究

总资产周转率	爱尔眼科	希玛眼科	光正眼科	华夏眼科	何氏眼科	普瑞眼科
2017年	0.89	1.73	0.34	0.91	0.61	1.53
2018年	0.85	0.77	0.54	1.11	0.75	1.64
2019年	0.93	0.58	0.58	1.16	0.81	1.41
权益乘数	爱尔眼科	希玛眼科	光正眼科	华夏眼科	何氏眼科	普瑞眼科
2017年	1.70	1.48	1.96	1.74	1.14	1.49
2018年	1.61	1.06	2.27	1.83	1.15	1.46
2019年	1.69	1.30	1.68	1.88	1.15	1.31
净利率	爱尔眼科	希玛眼科	光正眼科	华夏眼科	何氏眼科	普瑞眼科
2017年	13.30	12.83	1.41	3.23	9.60	-1.66
2018年	13.31	9.89	-4.28	6.41	9.15	3.08
2019年	14.33	6.77	12.23	7.43	10.81	4.11
期间费用率	爱尔眼科	希玛眼科	光正眼科	华夏眼科	何氏眼科	普瑞眼科
2017年	27.23	17.54	16.35	31.43	28.93	37.00
2018年	23.73	21.24	20.95	29.22	27.16	35.28
2019年	23.61	25.04	23.82	28.20	28.75	34.52

图：杜邦因子、费用率对比

来源：塔坚研究

对比三要素来看，有以下几点：

- 1) 爱尔眼科的回报相对较高，并且较为稳定。一方面，爱尔眼科净利率 13-14%，而普瑞眼科、华夏眼科的净利率只有 3%-7%，爱尔眼科几乎高出 2 倍以上。这是因为，爱尔眼科经营多年，其规模优势和集约优势较为突出，毛利率略高；同时，爱尔眼科具有较强的品牌优势，相较其他眼科企业，它在市场开支方面相对较少。整体费用率从 27%降至 23%左右，其他各家则相对比爱尔高一些。
- 2) 总资产周转率方面，普瑞眼科较高，是由于其固定资产周转率相比同行较好，每单位固定资产接诊量较高，设备使用效率较高。
- 3) 权益乘数方面，爱尔眼科负债率处于同行中等水平，主要是短期借款明显增加，补充流动资金。另外，融资成本中占比较大为质押借款，是为子公司提供质押担保，年利率为 1 个月 LIBOR+140BP，融资成本相对较低。

(肆)

聚焦我国，眼科疾病患者人数超过 10 亿人，其中近视和眼干症患者占人口总数 60%以上。此外，老龄化的加剧也使得白内障、青光眼、老花眼等与年龄相关的眼病发病率不断提高。不过注意，干眼症、青光眼目前主要以药物治疗为主，大部分眼科医院主要是以屈光、白内障手术为主。

因此，眼科行业的增速，用公式表达为：

$$\text{眼科医院行业增速} = \frac{(1 + \text{屈光不正人群增速}) \times (1 + \text{屈光手术渗透率增速}) \times (1 + \text{屈光手术价格增速}) - 1 + (1 + \text{白内障人群增速}) \times (1 + \text{白内障手术渗透率增速}) \times (1 + \text{治疗费用增速}) - 1}{1}$$

其中，屈光不正人群包括近视、远视（含老花眼）、散光。

接下来我们挨个来看。

由“量”因素来看，我们分成几大眼疾问题来看：

1) 屈光不正人群

近视和远视是两种常见的屈光不正。目前，屈光不正的主要治疗手段为屈光手术以及光学矫正两大手段。

近视方面——

一般来说，近视度数会在 5 岁-15 岁时快速增加，在 20 多岁时趋于相对稳定。因此，近视人群主要看青少年近视发展情况，其次是看成人情况。

青少年方面，参考我们角膜塑形镜产业链文章，据 2019 年数据，中国近视患病人数超 6 亿人，占全球比重的 42.86%。其中，我国青少年近视人数总计约 2.7 亿人，居世界首位。我国青少年近视率（70%）远超海外，美国近视率约为 25%、德国 15%、英国 10%、澳大利亚仅 1.3%。

面对我国近视率高水平，教育部、卫健委牵头签订近视防控责任书。到 2023 年，力争全国儿童青少年总体近视率在 2018 年基础上，每年降低 0.5 个百分点以上，近视高发省份每年降低 1 个百分点以上。

成人方面（20 岁以上），整体近视率接近 33.7%，远超全球整体近视率 12.5%。根据卫健委调查预计，2025 年中国成人近视约为 3.6 亿人，复合增速为 2.7%。

因此，我们假设：未来五年，青少年近视率每年按 1% 下降，近视人群增速为-1%，成人近视人群增速为 2.7%。

远视方面——

主要是老花眼，根据爱尔眼科统计数据表示：35 岁以上成年人有 57% 可能会患上老花眼，55 岁以上的人发病率接近至 100%。

随着我国人口逐渐步入老龄化，远视的需求趋势也不断增长。2019 年远视眼（老花眼）发病人数约为 2.5 亿人，其中 20 岁以上远视眼（老花眼）发病人数约为 2.2 亿人。

根据中国发展基金会发布的《发展报告 2020：人口老龄化的发展趋势和政策》测算：2020 年我国老年人约有 1.8 亿，约占总人口的 13%；2025 年，老年人将超过 2.1 亿，占总人口的 15%，复合增速为 3.9%。

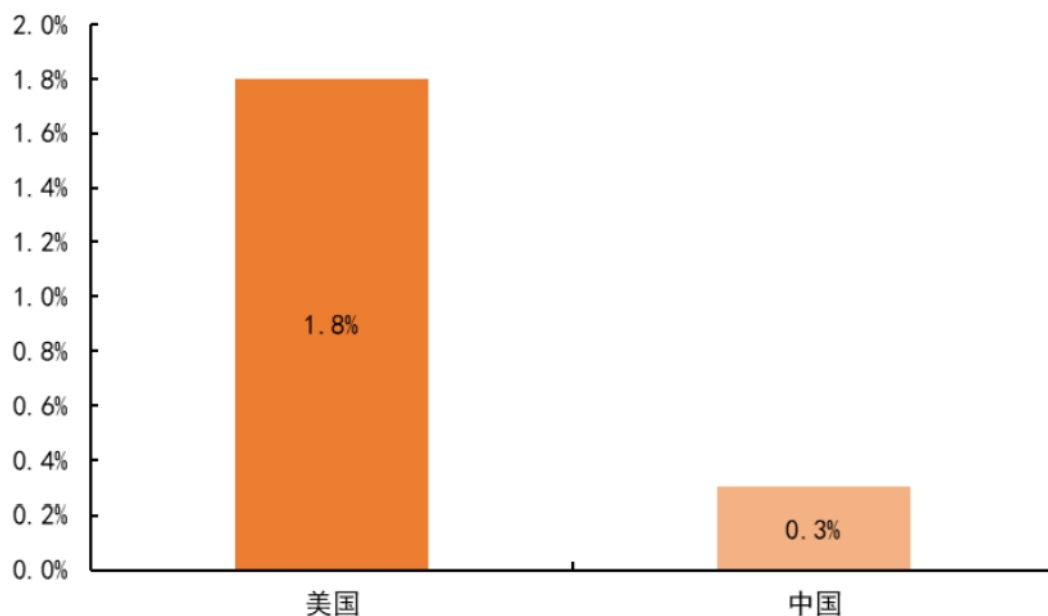
因此，我们假设：未来五年，远视人群的增速为 3.9%。 综上所述，未来五年，屈光人群的增速（近视+远视，主要是近视，近视权重较大）在 2.9% 左右。

2) 屈光手术渗透率

屈光不正主要可分为手术治疗和非手术治疗。手术治疗主要针对 18 岁以上的成年人，青少年则选择非手术治疗。其中，非手术治疗目前普及率较高的是框架眼镜，其次是角膜接触镜（隐形眼镜）、角膜塑形镜。

这里，我们主要看屈光手术部分。

据相关数据显示，2018 年，美国屈光手术渗透率为 1.8%，而我国屈光手术渗透率仅为 0.3%。我国与发达地区之间的差异巨大。



图：屈光手术渗透率

来源：平安证券

我国屈光手术渗透率低的原因在于：一方面是眼科专业人士的缺口仍较大，医生较为稀缺。2015 年中国每百万人眼科医生数量约为 26.4 人，远低于其他发达地区。如日本的 114.1 人，美国为 54.7 人，英国为 46.4 人。另一方面是屈光手术的极小并发症，导致之前让患者望而却步。

不过，考虑我国屈光手术的培训和技术越来越规范，我们假设：未来五年，我国屈光手术渗透率水平能达到美国三分之一水平，为 0.6%，增速为 18.9%。

(伍)

3) 白内障人群及白内障手术渗透率

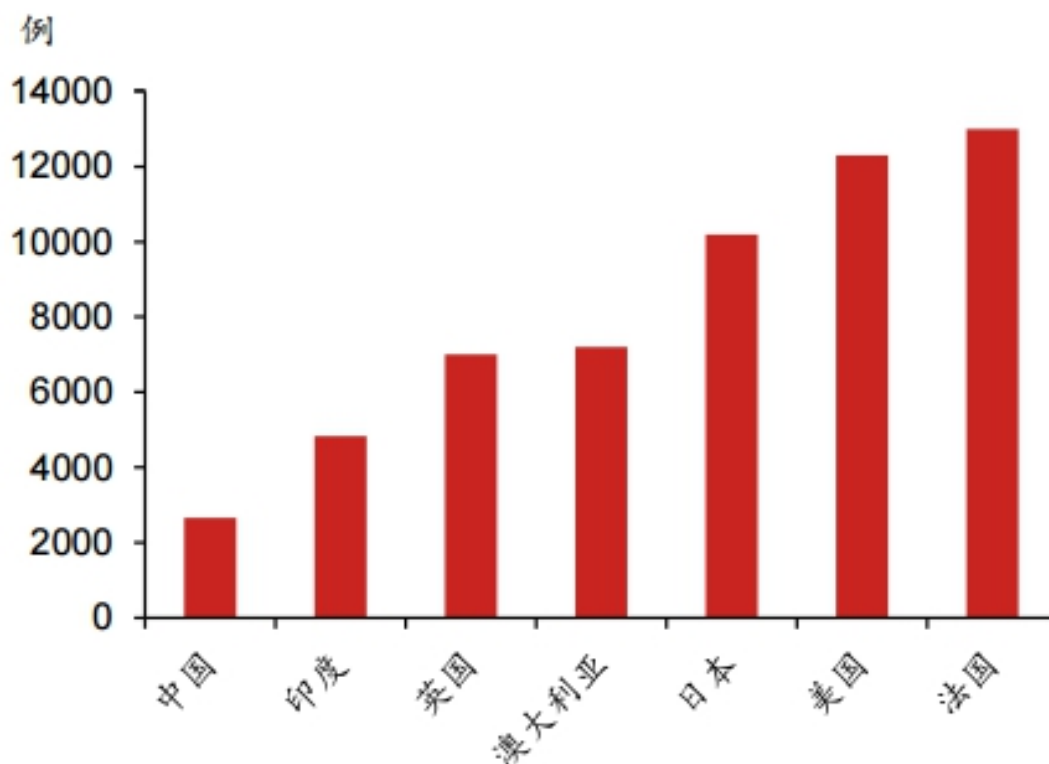
白内障是全球 40 岁以上人群视力下降的较常见原因。在中国，60 岁以上人群白内障发病率超 70%，80 岁以上人群发病率超 90%。因此，人口老龄化的快速增长意味着白内障手术的患者群体扩大。

2019 年中国白内障患者人数约为 1.26 亿人，相比 2015 年，复合增长率为 3.6%。

此处我们仍参考中国发展基金会的预测数据，未来五年，白内障人群增速为老龄化增速 3.9%。

但注意，由于白内障手术的可及性有限（手术质量较低，术后视力恢复水平较差）以及患者对疾病的认识不足，中国每百万人口的白内障手术渗透率（CSR）远低于发达地区，甚至低于印度。

从图中来看，2018 年我国每百万人口的白内障手术例数仅为 2662 例，远低于印度（4830 例）、英国（7000 例）、日本（10198 例）、美国（12300 例）等。



图：各国 CSR 对比

来源：野村东方国际证券

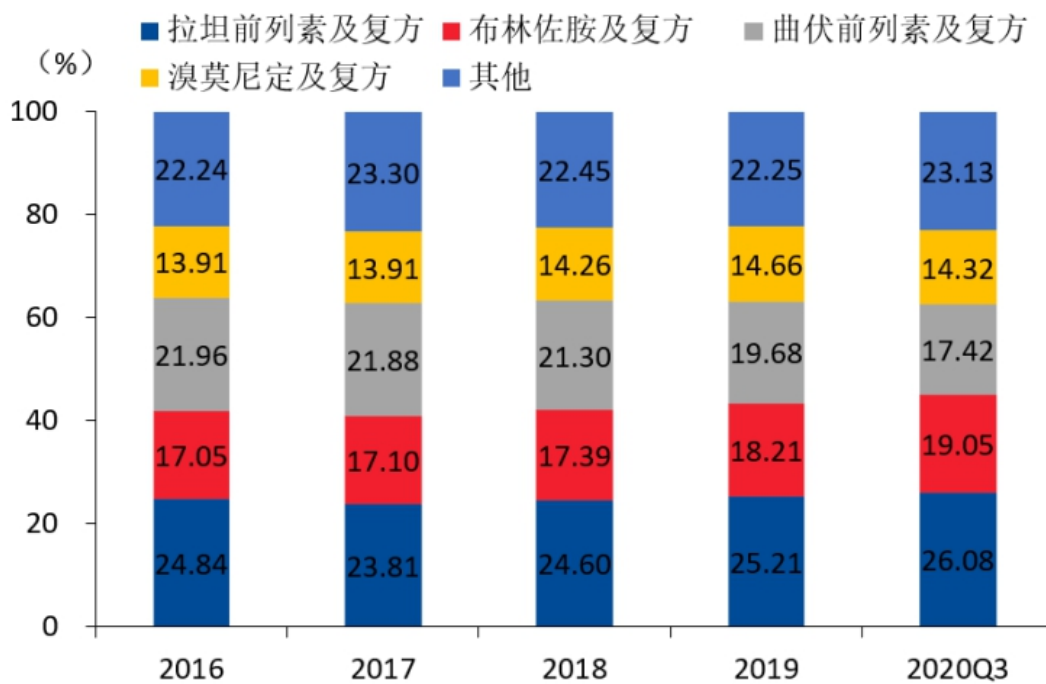
不过，随着人均可支配收入的提升，患者意识提高，新技术推出（多焦点人工晶体恢复效果、视觉效果更为优异），以及政策驱动（监管层实施百万贫困白内障患者复明工程，通过项目引导，推动白内障手术纳入医保），可带动整体渗透率的提升。

这里，参考爱博医疗招股书数据：预计到 2025 年，我国百万人口白内障手术渗透率达到 4287 例，增速为 12.65%。（对爱博所在的 OK 镜赛道，之前在科技版报告库中研究过，此处不详细叙述）

此外，在我国，青光眼致盲率仅次于白内障。据弗若斯特沙利文统计，2015 年至 2019 年我国青光眼患者人数从 1810 万增长至 1960 万，预计 2030 年将增长至 2300 万。其中，2019 年我国近 2000 万青光眼患者中，闭角型青光眼占 56.1%，开角型青光眼占 43.1%。

不过，目前青光眼主要以药物治疗为主，手术治疗极低。大部分眼科医院仍是以屈光、白内障手术为主。因此，此处只是简单提及。

青光眼用药市场中，由于前列腺素类似物由于具有降低眼内压的功效及良好的安全性，是目前首选治疗方案。使用较多的前列腺素类似物是拉坦前列素和曲伏前列素，在青光眼用药市场上合计占到 45%左右份额。



图：青光眼用药市场格局

来源：兴业证券

综上，从患病基数上排名，屈光（8 亿多人）>白内障（1 亿多人）>青光眼（2000 万人）。

(陆)

接着看“价”因素。

4) 主要眼疾治疗费用

主要眼疾治疗费用中，白内障、屈光手术的治疗费用相对较高。

其中，白内障的手术纳入医保，人工晶体材料费以 1800 元/个为较高标准，纳入医保报销范围，并按相应住院比例报销。

此外，由广东协同江西、河南开展高值医用耗材人工晶状体类带量采购，中选品种平均价格由 3074 元降为 1418 元，降幅高至 90%左右，进一步将人工晶状体再挤水分。因此，人工晶体受带量采购影响，国产替代加速，未来价格会相对便宜。

青光眼的价格相对便宜，但它是一种需要终身治疗和随访的眼病，许多青光眼患者需要终身用药。因此，长期用药也面临一定经济负担。目前，青光眼也属于医保范畴。

而屈光手术属于自费项目，医保并不能报销，主要看消费升级和人均可支配收入的提升。

眼疾	治疗方式	治疗价格	是否报销，比例
屈光不正	框架眼镜	500-2000元	否，自费
	角膜接触镜（隐形眼镜、角膜塑形镜）	100-10000元	
	屈光手术	0.5-4万	
白内障	白内障超声乳化术	人工晶体材料 2000-10000 元	是，70%以上，如果 选择较好专科医院， 则50%-60%
	白内障囊内摘除		
青光眼	药物治疗	2000元以内	一级：80%；二级 60%；三级40%
	激光治疗	1000元左右	
	手术治疗	3000-6000元	

图：治疗费用

来源：塔坚研究

考虑到屈光手术属于可选消费，不受医保控费的影响，因此，其价格可能会随着医疗通胀水平的提升而提升，因此，我们假设：未来五年，屈光不正的治疗费用按 CPI 增速 3% 增长。

而其他眼疾（白内障、青光眼）治疗费用受医保控费的影响，价格可能基本保持不变或者下降，我们假设增速为 0。

综上，眼科行业未来几年增速大致在 43% 左右。

(柒)

接下来，我们具体测算一下眼科医院行业的具体规模。由于眼科医院主要以屈光不正、白内障手术为主，公式为：

屈光不正手术规模=总人口×屈光不正成人发病率（成人）×屈光手术渗透率×价格

白内障手术规模=老年人人群×白内障手术渗透率×价格

视光服务手术规模=角膜塑形镜规模+其他配镜规模，其中，其他配镜规模=总人口×配镜率×价格

相关参数我们假设：

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权与免责声明】 1) 版权声明：版权所有，违者必究，未经许可不得以任何形式翻版、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创声明：如报告内容有引用但未标注来源，请随时联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容声明：我们只负责财务分析、产业研究，内容不支持任何形式决策依据，也不支撑任何形式投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来变化做背书，未来发生任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。所有内容仅服务于行业研究、学术讨论需求，如为股市相关人士，请务必取消对本号的关注。4) 阅读权限声明：我们仅在公众平台仅呈现部分报告内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题声明：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的行业都能覆盖，也不接受私人咨询和问答，请谅解。6) 平台声明：所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如大家对以上数据终端有意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。