

爱尔眼科 (300015)

证券研究报告

2021年06月17日

十八载岁月转瞬过，高质量发展再启航

筚路蓝缕十八载，构筑全球最大的眼健康集团

爱尔眼科创立至今已逾 18 年。眼科赛道的高成长性及公司矢志不渝的耕耘助力公司逐步成长为全球规模最大、诊疗量最多的眼科医疗连锁机构。截至 2020 年底，公司及并购基金在全球共有 645 家医疗机构，其中中国内地 537 家，海外 108 家，业务遍及亚欧美三大洲。爱尔眼科规模业务持续放量，自 2009 年公司上市到 2020 年底，十一年间上市公司体系内门诊量和手术量分别上升 8.47 倍和 6.71 倍，上市公司的营收及归母净利润增长到上市初的 18.66 倍和 17.74 倍。公司的网络布局和业务体量构筑起眼科诊疗领域的深厚护城河。

三驾马车驱动布局长远

我们将上市公司体系的医院拆解为三个部分：老牌医院（8 家核心成熟医院），新增医院（绝大部分为上市后大陆新增医院）以及海外医院（香港、欧洲、美国和新加坡的医疗机构）。通过分析公司收入及利润结构的演化，公司发展的主要驱动因素已完成老牌医院向新增医院的转化，2020 年新增医院的营收占比达 70%，净利润占比达 52%，已成为公司业绩的核心支撑。

六大业务共举持续发展

随着中国老龄化程度的加深以及青少年不良用眼习惯问题的持续，推动中国眼科诊疗人次持续攀升，眼科市场不断扩容。公司提供屈光、视光、白内障、眼前段、眼后段及其他等六类诊疗项目。2020 年屈光、视光及白内障三大板块的营收占比达 74%。公司可提供眼科全系统解决方案，通过业务持续升级保证各项业务均保持在较高的盈利水平。

二次创业豪情不减，开启高质量发展新十年

公司从三个维度聚焦高质量发展。一在广度上，通过分级连锁生态、同城网络生态及眼科互联网生态三位一体的布局，建立高质量的眼科医疗服务体系；二在高度上，努力打造 8-9 家世界级、国家级区域眼科医学中心，2021 年 3 月公司定增募资拟用于打造七家区域性眼科中心，有助于提高区域整体的眼科医疗能力；三在深度上，通过国内培育和全球化布局，已形成“五院八所两站两基地三中心”的科教研体系。完善的人才发展路径和全面的激励体制吸引全球眼科人才持续汇聚。

盈利预测与估值：在高质量发展的新十年节点，公司通过纵向分级连锁体系、横向同城分级诊疗体系和全球资源协同体系的战略布局，将进一步强化眼科服务领域的龙头地位。我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 155.43/201.82/260.78 亿元，归母净利润分别为 23.27/30.37/39.49 亿元；EPS 分别为 0.56/0.73/0.95 元。参考可比公司估值区间，给予公司 2021 年 27.73 倍 PS，目标价 104.59 元，维持“买入”评级。

风险提示：扩张速度低于预期；医疗事故风险；估值下行风险；疫情反复风险；估值差异风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,990.10	11,912.41	15,543.05	20,182.45	26,078.26
增长率(%)	24.74	19.24	30.48	29.85	29.21
EBITDA(百万元)	3,273.25	4,113.61	3,520.97	4,545.33	5,854.02
净利润(百万元)	1,378.92	1,723.81	2,326.70	3,037.13	3,948.57
增长率(%)	36.67	25.01	34.97	30.53	30.01
EPS(元/股)	0.45	0.42	0.56	0.73	0.95
市盈率(P/E)	180.16	193.02	145.26	111.28	85.60
市净率(P/B)	51.26	34.30	27.75	22.21	17.63
市销率(P/S)	33.83	28.37	21.75	16.75	12.96
EV/EBITDA	36.91	74.26	94.21	72.46	55.56

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	81.07 元
目标价格	104.59 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,169.06
流通 A 股股本(百万股)	4,043.74
A 股总市值(百万元)	337,986.03
流通 A 股市值(百万元)	327,825.63
每股净资产(元)	2.49
资产负债率(%)	41.99
一年内最高/最低(元)	92.69/41.36

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
李慧瑶	联系人
lihuiyao@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《爱尔眼科-季报点评:三季度业绩超预期，彰显眼科医疗服务龙头》2020-10-27
- 《爱尔眼科-半年报点评:二季度业绩恢复超预期，再次验证眼科医疗服务刚需》2020-08-26
- 《爱尔眼科-季报点评:2020Q1 疫情短期影响业绩，业务恢复呈乐观态势》2020-04-30

内容目录

1. 筚路蓝缕十八载，构筑全球最大的眼健康集团.....	5
2. 三驾马车驱动布局长远，六大业务共举持续发展.....	8
2.1. 双轮拓展，内外兼修，驱动眼科巨轮高速前进	8
2.1.1. 老牌医院：经营多年扎根深厚，上市十一年间净利润 CAGR 18.14%	9
2.1.2. 新增医院：体量增长迅猛，逐渐成为公司业绩的核心支撑	12
2.1.3. 海外医院：布局港欧美新，规模稳步增长.....	14
2.1.4. 三类医院增长动力结构解析.....	15
2.2. 需求旺盛，消费升级，推动业务规模持续提升	16
2.2.1. 眼科业务覆盖全生命周期，需求端及支付端共同推动眼科市场扩容	16
2.2.2. 六大业务板块收入规模不断增长，毛利率保持较高水平	20
3. 二次创业豪情不减，开启高质量发展新十年.....	22
3.1. 广度：分级连锁生态、同城网络生态及眼科互联网生态三位一体	22
3.1.1. 分级连锁生态	22
3.1.2. 同城网络生态	22
3.1.3. 眼科互联网生态.....	23
3.2. 高度：打造区域眼科医学中心，提升整体眼科实力	23
3.3. 深度：全球引才引智，医教研协同发展	24
3.3.1. 五院八所二站二基地三中心，医教研一体化格局日益完善	24
3.3.2. 眼科人才持续汇聚，股权激励激发活力	26
4. 盈利预测与估值	27
4.1. 盈利预测	27
4.2. 估值与投资评级.....	28
5. 风险因素.....	29

图表目录

图 1：爱尔眼科全球布局.....	5
图 2：爱尔眼科历年就诊量	5
图 3：爱尔眼科历年业绩情况（亿元）	6
图 4：爱尔眼科历年毛利率及净利率.....	6
图 5：爱尔眼科管理费用率及销售费用率稳步下降.....	6
图 6：爱尔眼科股权结构（截至 2021 年 Q1）	8
图 7：国内爱尔眼科旗下医院数量稳步增长.....	8
图 8：爱尔眼科老牌医院营收稳步增长（亿元）	9
图 9：爱尔眼科老牌医院净利润持续提升（亿元）	9
图 10：爱尔眼科老牌医院净利率	10
图 11：长沙爱尔眼科医院发展历程.....	10
图 12：长沙爱尔眼科医院科室设置.....	10
图 13：长沙爱尔眼科医院医生骨干.....	11

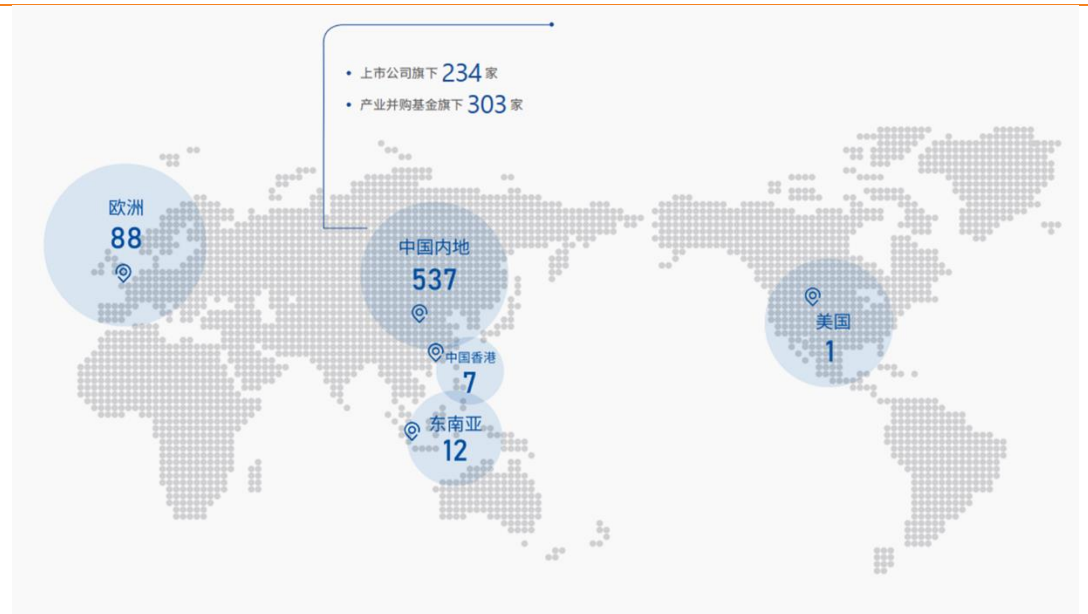
图 14: 长沙爱尔眼科医院技术水平	11
图 15: 长沙爱尔眼科医院设备配置	11
图 16: 长沙爱尔眼科医院营收稳步提升	12
图 17: 长沙爱尔眼科医院净利润逐年增长	12
图 18: 爱尔眼科新增医院营收快速放量	12
图 19: 爱尔眼科新增医院净利润高速增长	12
图 20: 爱尔眼科新增医院净利率	13
图 21: 东莞爱尔眼科医院业绩规模快速增长	14
图 22: 滨州沪滨爱尔医院营收稳步增长	14
图 23: 爱尔眼科海外医院营收稳步增长 (亿元)	15
图 24: 爱尔眼科海外医院净利润稳步增长 (亿元)	15
图 25: 爱尔眼科新增医院净利率	15
图 26: 爱尔眼科三类医院的营收占比	16
图 27: 爱尔眼科三类医院的净利润占比	16
图 28: 中国近视率居亚洲首位	17
图 29: 中国每千人近视手术量远低于欧美水平 (台)	17
图 30: 中国屈光手术市场规模	17
图 31: 中国医学视光市场规模	18
图 32: 中国白内障患者人数	18
图 33: 中国白内障手术市场规模	18
图 34: 中国眼表疾病市场规模	19
图 35: 中国眼底疾病市场规模	19
图 36: 全国居民人均可支配收入、消费支出和人均医疗保健消费支出 (元)	20
图 37: 爱尔眼科各板块业务收入稳步增长 (亿元)	20
图 38: 爱尔眼科各业务板块收入占比	20
图 39: 武汉爱尔眼科医院屈光矫正解决方案 (部分)	21
图 40: 爱尔眼科屈光及视光业务毛利较高	21
图 41: 爱尔眼科分级连锁体系	22
图 42: 爱尔眼科长沙地区同城网络生态建设	23
图 43: 爱尔眼科互联网生态	23
图 44: 爱尔眼科与高校的战略合作发展历程	24
图 45: 爱尔眼科的国际化学术平台	25
图 46: 爱尔眼科医教研体系	25
图 47: 爱尔眼科创新人才支持体系	26
图 48: 爱尔眼科的员工人数	27
图 49: 爱尔眼科历年股权激励计划	27
表 1: 中国主要眼科医院比较	7
表 2: 爱尔眼科上市体系内三类医院规模	9
表 3: 爱尔眼科并购基金一览	13
表 4: 爱尔眼科的全球网络布局	14

表 5：2021 年 3 月爱尔眼科定增募投项目	24
表 6：爱尔眼科集团专家在各级眼科学会任职情况	26
表 7：爱尔眼科盈利预测	28
表 8：可比公司估值情况	28

1. 筚路蓝缕十八载，构筑全球最大的眼健康集团

爱尔眼科创立于 2003 年，是目前全球规模最大、诊疗量最多的眼科医疗连锁机构。公司网络覆盖中国内地、中国香港、欧洲、美国、东南亚。截至 2020 年底，全球共有 645 家爱尔眼科医疗机构，其中，中国内地 537 家、中国香港 7 家、美国 1 家、欧洲 88 家、东南亚 12 家。

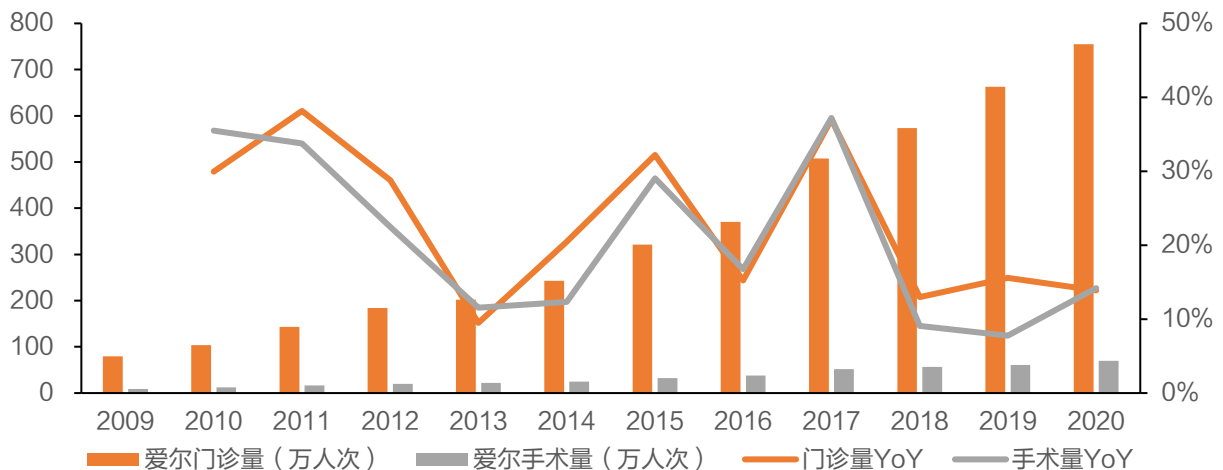
图 1：爱尔眼科全球布局



资料来源：公司社会责任报告，天风证券研究所

爱尔眼科规模业务持续放量。爱尔眼科的门诊总量节节攀升，从 2009 年上市的 79.74 万人次增长为 2020 年的 754.87 万人次，2009-2020 年十一年间上升了 8.47 倍，CAGR 22.67%；爱尔眼科手术量节节攀升，从 2009 年的 9.01 万人次增长为 2020 年的 69.47 万人次，2009-2020 年十一年间上升了 6.71 倍，CAGR 20.41%。

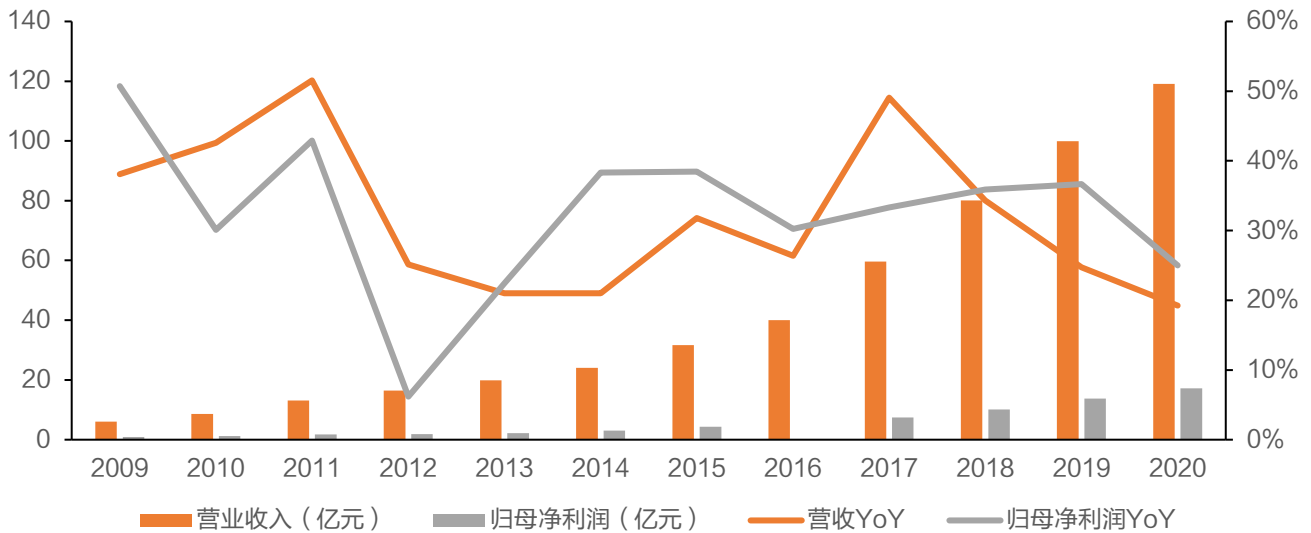
图 2：爱尔眼科历年就诊量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

爱尔眼科业务规模持续放量推动强劲的业绩增长和盈利增加。自 2009 年到 2020 年底，爱尔眼科营收及归母净利润从 6.06 亿元及 0.92 亿元分别升至 119.12 亿元及 17.24 亿元，增长到上市初的 18.66 倍和 17.74 倍，CAGR 分别达 31.10%及 30.53%。

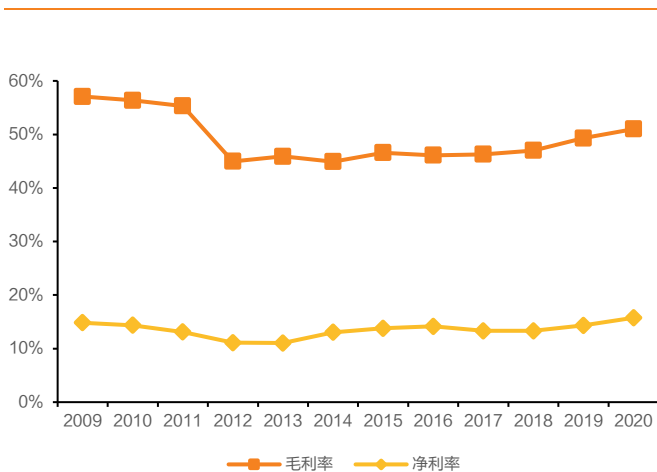
图 3：爱尔眼科历年业绩情况（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

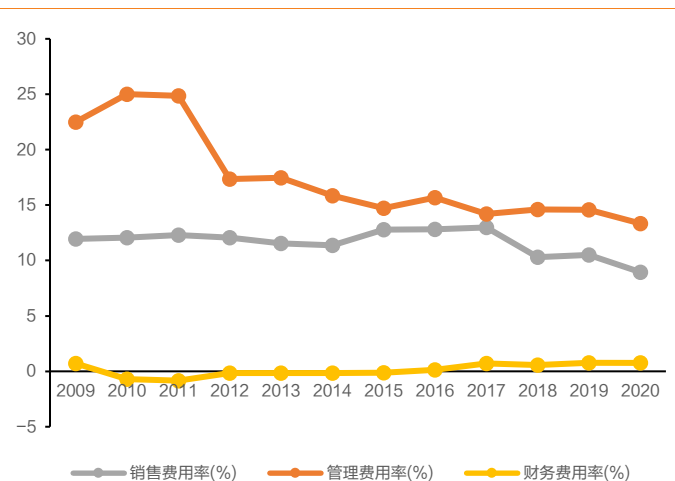
爱尔眼科盈利水平及费用管控能力稳步提升。公司稳步扩张的同时，盈利能力依旧能保持较高水平。同比 2019 年，2020 年毛利率提升至 51.03%，净利率提升至 15.76%。随着经营规模扩大，爱尔眼科的管理费用率和销售费用率呈现稳步下降态势。相较于 2019 年，公司 2020 年管理费用率下降为 13.34%，销售费用率下降为 8.95%，这一方面是受疫情影响，更重要的原因在于爱尔眼科的成本控制能力和品牌影响力逐渐提升。

图 4：爱尔眼科历年毛利率及净利率



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 5：爱尔眼科管理费用率及销售费用率稳步下降



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

爱尔眼科以网络布局和业务体量构筑眼科医疗服务机构的绝对优势。爱尔眼科遍布国内外的医院及门诊部构筑起宽阔的护城河。当前公立综合和专科医院是中国眼科市场的主要贡献者，但公立医院受限于体制和就诊容量，规模及业务量难以放量。爱尔眼科通过不断地内生新建医院以及外延并购扩张进行国内及全球的战略布局，公司和产业基金旗下的连锁规模已扩展到 645 家诊疗机构（2020 年底），规模上遥遥领先。

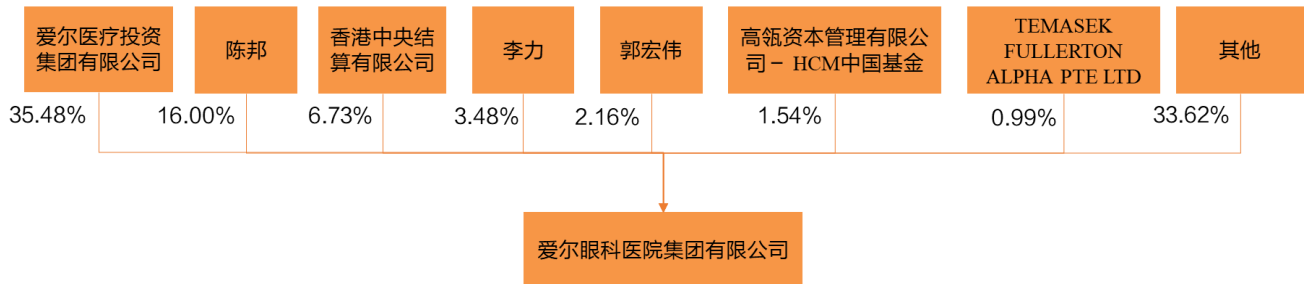
表 1：中国主要眼科医院比较

类别	医院	成立时间	规模	布局区域	年门诊量 (万人次)	年手术量 (万)	上市情况	2020 年 收入 (亿元)	2020 年 归母净 利润 (亿元)
公立大型眼科医院	中山大学中山眼科中心	1953	广州两院区。我国首家眼科三级甲等医院，亚太眼科学会（APAO）永久总部所在地	广州	113	7.8	—		
	复旦大学附属耳鼻喉科医院	1952	上海总院及两分部 国家卫健委所属唯一一所集医教科研为一体的三级甲等耳鼻喉专科医院	上海	248 (2019)	14 (2019)	—		
	温州医科大学附属眼视光医院	1998	总院及 12 家分院，浙江省唯一一家三级甲等眼科专科医院	温州（四家），博鳌、上海、苏州、杭州（两家）、宁波（两家）、台州、南宁	94.8 (2019)	6.23 (2019)	—		
民营眼科连锁医院	爱尔眼科 (300015.SZ)	2003	大陆 300 余家 欧美香港 80 余家	全国 海外	754.87 (2020)	69.47 (2020)	A 股	119.12	17.23
	华夏眼科	1997	51	全国	158.23 (2019)	25.98 (2019)	拟上市	25.15	3.06
	普瑞眼科	2005	22	全国	73.54 (2019)	7.79 (2019)	拟上市	13.62	1.09
	上海新视界	2004	13	上海、呼和浩特、江西、郑州、青岛、济南、重庆、成都、无锡、平度	42.79 (2018)	8.29 (2018 门诊)	光正眼科 (002524.SZ)收购		
	爱瑞阳光	2008	16	川渝陕	8 (2015)	2 (2015)			
	艾格眼科	2003	4	湖北（武汉鄂州）	10 (2015)	1 (2015)	无		
	光彩明天	2002	8	北京、武汉、西宁、乌鲁木齐、济南、广州、沈阳、成都	1.2	/	无		
	朝聚眼科	1988	40	内蒙、浙江等五个省	/	/	无		
	江河集团 (601886.SH)	1999	国内近 10 家 澳大利亚 15 家	泛长三角地区 澳大利亚	/	/	A 股	8.77 (2020 医疗业务)	
	何氏眼科	1995	17	东北地区	101 (2019)	5 (2019)	拟上市	8.38	1.00
	瑞视眼科	1996	4	上海	/	/	无		
	外资眼科诊所	希玛眼科 (3309.HK)	2012	8	北京 深圳 香港 昆明等地	/	2	港股	7.00 (HKD)

资料来源：各医院官网，各公司公告，华夏眼科招股书，何氏眼科招股书，普瑞眼科招股书，天风证券研究所，注：复旦大学附属耳鼻喉科医院门诊量及手术量为全院眼科、耳鼻喉科等所有科室的总诊疗量

公司股权结构稳定，实控人为董事长陈邦。截止 2021 年 Q1，爱尔医疗投资集团直接持有公司 35.48%的股权，公司实控人陈邦直接持有公司 16.00%的股权。总裁李力直接持有公司 3.48%的股权。战投机构高瓴资本和淡马锡分别持有上市公司 1.54%和 0.99%的股权。

图 6：爱尔眼科股权结构（截至 2021 年 Q1）



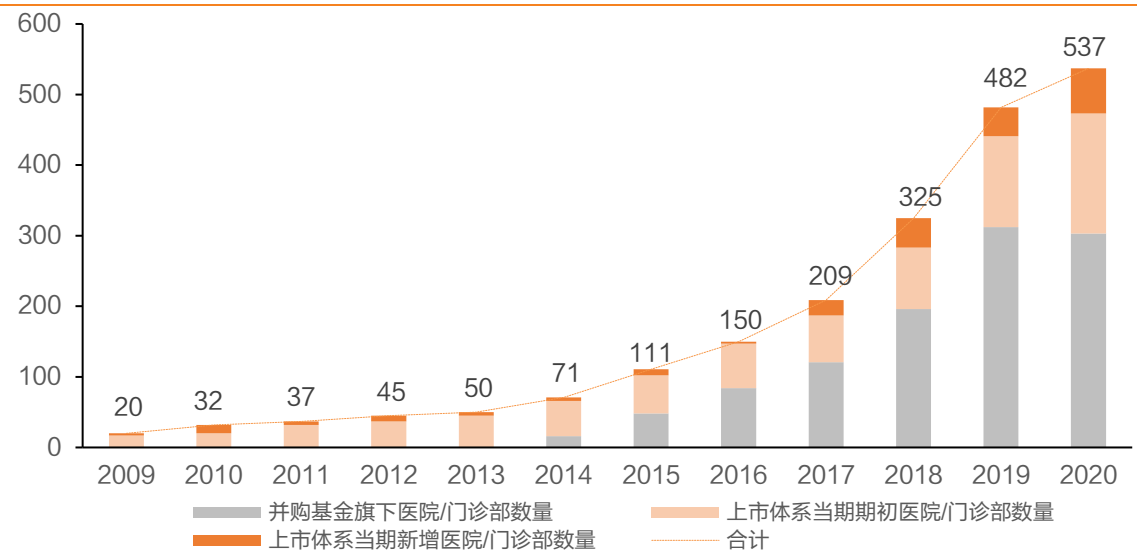
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 三驾马车驱动布局长远，六大业务共举持续发展

2.1. 双轮拓展，内外兼修，驱动眼科巨轮高速前进

体内新增和并购基金驱动下，爱尔眼科旗下医疗机构数目逐年增长。截止 2020 年底，爱尔眼科及产业并购基金在中国内地共有 537 家医疗机构，其中上市公司旗下 234 家，产业并购基金旗下 303 家。2020 年 7 月 9 日，公司以发行股份及支付现金购买资产、非公开发行股份募集配套资金新增股份等方式共并购重组收购了 30 家医院，进一步完善了公司全国网络战略布局。并购基金体系内仍储备有大量医疗机构并将适时并入上市公司体内，为公司的可持续发展奠定了坚实基础。

图 7：国内爱尔眼科旗下医院数量稳步增长



资料来源：公司公告，天眼查，天风证券研究所

爱尔眼科体内医院众多，为了进一步解析爱尔眼科旗下医院的增长模式，我们将上市公司体系的医院分为三个部分进行分析：上市前的老牌医院，在大陆地区的新增医院以及海外医院（含香港）。我们这里以能获得上市以来完整数据的 8 家成熟医院（武汉爱尔、长沙爱尔、沈阳爱尔、成都爱尔、重庆爱尔、衡阳爱尔、株洲爱尔和广州爱尔）作为老牌医院的代表。大陆地区的其他新增医院主要由新建和并购两种方式获得。2018 年后公司开启全球外延拓展，相继收购港欧美及新加坡的眼科诊疗机构，统称为“海外医院”。

表 2：爱尔眼科上市体系内三类医院规模

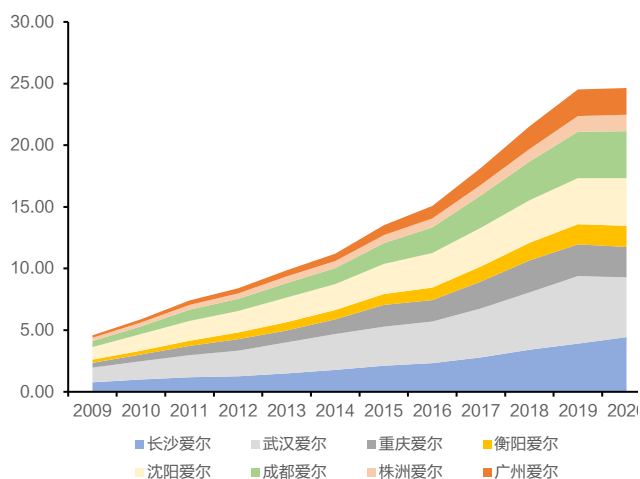
医院类型	纳入时间	纳入方式	数量	代表医院/医疗机构
老牌医院	2009 年之前	自建/收购	8 家	武汉爱尔、长沙爱尔、沈阳爱尔、成都爱尔、重庆爱尔、衡阳爱尔、株洲爱尔、广州爱尔
新增医院	绝大多数为 2009 年后	自建/收购	226 家	东莞爱尔、天津爱尔、各门诊部等
海外医院	2016 年后	收购	中国香港 7 家、美国 1 家、欧洲 88 家、东南亚 12 家	香港亚洲医疗服务公司、美国 AW Healthcare 诊所、欧洲 Clinica Baviera, S.A, 新加坡 ISEC HEALTHCARE GROUP

资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：时间截止至 2020 年底

2.1.1. 老牌医院：经营多年扎根深厚，上市十一年间净利润 CAGR 18.14%

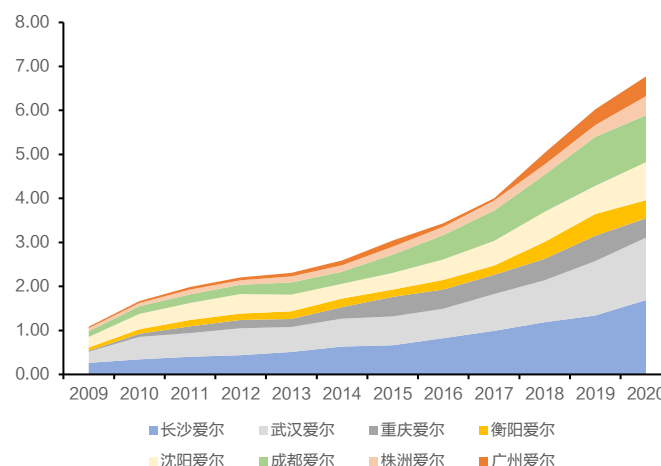
8 家老牌医院是分布于省会或重要地级市的核心医院，各医院均成立于 2009 年公司上市之前，运营至今业绩始终保持稳步增长。自 2009 年到 2020 年底，八家老牌医院营收总和从 4.57 亿元增长至 24.64 亿元，十一年增长 4.39 倍，CAGR 16.54%。八家老牌医院净利润总和从 1.08 亿元增长至 6.77 亿元，十一年增长 5.26 倍，CAGR 18.14%。

图 8：爱尔眼科老牌医院营收稳步增长（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

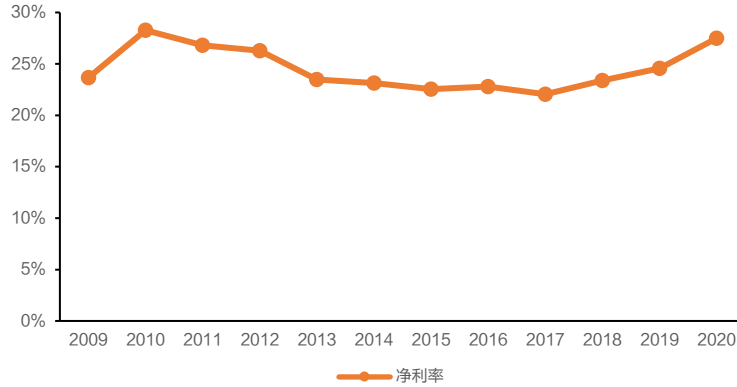
图 9：爱尔眼科老牌医院净利润持续提升（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

积淀深、能力强，老牌医院的盈利能力持续提升。老牌医院是爱尔眼科上市公司体系内的重要医院，在长期运营的过程中通过大量的诊疗手术、优质的患者服务、持续的公益活动，在当地形成了良好的口碑，老牌医院的盈利能力始终保持在较高水平。2009 年到 2020 年 8 家老牌医院整体净利率始终保持在 20% 以上，2020 年净利率水平高达 27.49%，是利润端内生性成长的重要动力。

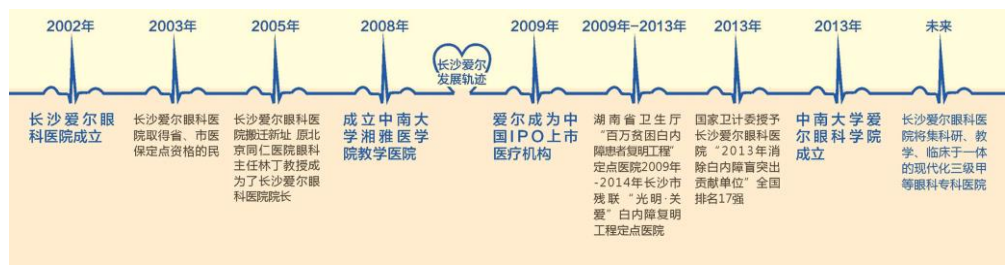
图 10: 爱尔眼科老牌医院净利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

长沙爱尔眼科是爱尔眼科体系内老牌医院的典型代表。长沙爱尔眼科医院创立于 2002 年, 是公司上市体系内的重要医院。长沙爱尔眼科医院拥有 600 多名员工, 100 多名注册眼科医师。长沙爱尔累计眼科门诊 150 余万人次, 眼科手术 20 余万例, 医院集临床、科研和教学于一体, 是一家建制齐全的眼科诊疗机构。

图 11: 长沙爱尔眼科医院发展历程



资料来源: 长沙爱尔眼科医院官网, 天风证券研究所

长沙爱尔眼科医院的眼亚专科开展全面。长沙爱尔眼科医院可针对白内障、眼底病、斜弱视、角膜病、青光眼、眼外伤、眼整形、屈光科、视光科、泪道科等专业项目进行诊疗。医院拥有门诊 30 余个, 床位 180 多张。

图 12: 长沙爱尔眼科医院科室设置

 屈光(近视)手术中心	 白内障科室	 青光眼白内障科室
 角膜病科室	 视光学科室	 斜弱视/小儿眼病科室
 眼底病/眼外伤科室	 眼眶病与眼整形/泪道科	

资料来源: 长沙爱尔眼科医院官网, 天风证券研究所

长沙爱尔眼科医院由权威医生领衔。医院汇聚了一大批眼科权威医生及技术骨干, 其中林丁教授是湖南区总院长及长沙爱尔眼科医院院长, 中华医学会眼科专业委员会青光眼学组委员、湖南省眼科专业委员会副主任委员, 曾获 2015 年度“中华眼科学会奖”、欧洲白内障屈光外科学会年会“Visian ICL 1000 Award”奖。段宣初教授是湖南省区副总院长、长沙爱尔副院长, 中华医学会眼科学分会专家会员、全国防盲技术指导组委员。向前教授是爱尔集团湖南区医疗总监、副院长, 担任中华医学会眼科分会眼外伤学组委员、

湖南省医学会眼科学分会委员。

图 13：长沙爱尔眼科医院医生骨干

 <p>林丁 (院长)</p> <p>职称: 主任医师 教授 博士研究生导师 职务: 湖南区总院长, 院长, 擅长: 各种疑难青光眼、白内障治疗 经历: 曾获2015年度“中华眼科学会奖”、欧洲白内障屈光外科学会年会“Visian ICL 1000 Award”奖; 担任《眼科》、《中国眼耳鼻喉杂志》杂志编委, 《眼科实践与研究》杂志副主编(爱尔集团), Clinical and Experimental Ophthalmology、《药物不良反应杂志》审稿人, 迄今为止, 累计完成白内障、青光眼等手术近十万例。</p>	 <p>段宣初 (特聘专家)</p> <p>职称: 主任医师 教授 博士研究生导师 职务: 湖南省区副总院长 长沙爱尔副院长 擅长: 各类型青光眼, 白内障及疑难眼病诊治 经历: 从医从教近三十年, 主要从事青光眼早期诊断与难治性青光眼的治疗, 擅长各类型青光眼, 白内障及疑难眼病诊治。</p>	 <p>向前 (白内障/眼整形科室)</p> <p>职称: 主任医师 教授 硕士研究生导师 职务: 爱尔集团湖南区医疗总监 副院长 擅长: 白内障、眼肌病眼整形与泪道等疑难眼病诊治 经历: 从医从教近30年, 熟练完成各类复杂性白内障飞秒激光、超声乳化吸除联合非球面单焦点、多焦点、三焦点、散光型人工晶体植入手术近3万余台次, 眼整形眼肌病泪道病手术3000余台次。</p>
---	--	---

资料来源: 长沙爱尔眼科医院官网, 天风证券研究所

长沙爱尔眼科医院各业务技术实力突出。医院青光眼 MIGS 技术、飞秒激光角膜内皮移植术等已同步国际水平。医院在屈光、视光、白内障、眼底病、眼整形等全眼科病种上拥有先进的诊疗设备, 配备了博士伦 1.8mm 超微切口超声乳化仪、飞秒白内障、德国蔡司全新一代 3DSmile 全飞秒激光、瑞士达芬奇 500 万赫兹飞秒激光等先进的眼科设备。

图 14：长沙爱尔眼科医院技术水平

- 01 青光眼MIGS技术：国际同步手术方式
- 02 恶性青光眼、新生血管性青光眼等疑难手术
- 03 飞秒激光角膜内皮移植术：国际同步手术方式
- 04 顽固性、高危免疫排斥等疑难角膜移植术
- 05 微创玻璃体切除术、黄斑裂孔转位修补术等
- 06 前房手术方式、陈旧性视网膜脱离、巨大裂孔性视网膜脱离等复杂手术
- 07 湖南省飞秒激光白内障手术
- 08 屈光性人工晶体置换术：国际同步

资料来源: 长沙爱尔眼科医院官网, 天风证券研究所

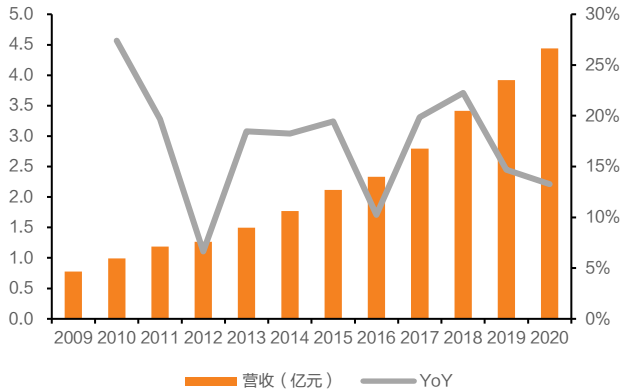
图 15：长沙爱尔眼科医院设备配置



资料来源: 长沙爱尔眼科医院官网, 天风证券研究所

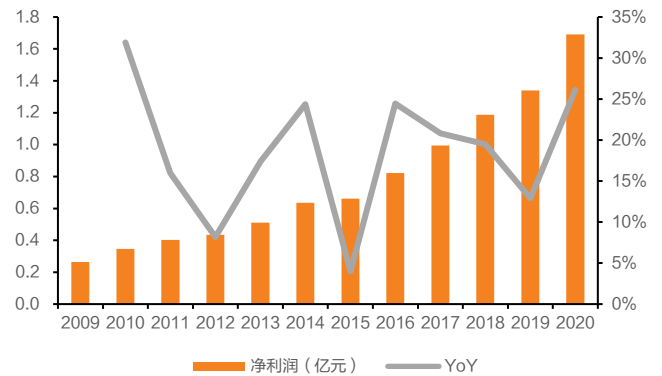
长沙爱尔眼科医院通过 19 年持续深耕，经营规模稳步增长。自 2009 年到 2020 年底，长沙爱尔眼科医院营收从 0.78 亿元增长至 4.44 亿元，十一年间增长 4.71 倍，CAGR 17.16%；净利润从 0.26 亿元增长至 1.69 亿元，十一年增长 5.43 倍，CAGR 18.43%。

图 16：长沙爱尔眼科医院营收稳步提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：长沙爱尔眼科医院净利润逐年增长

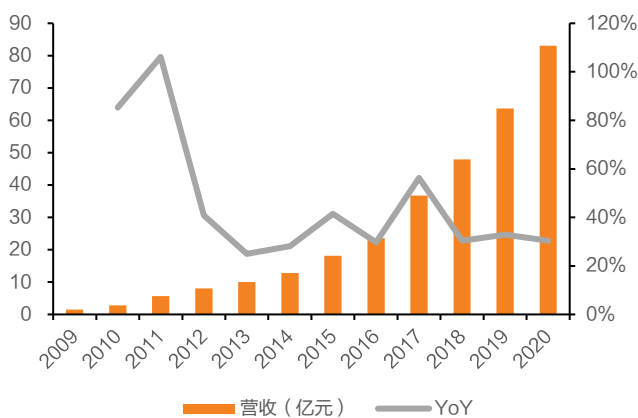


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.2. 新增医院：体量增长迅猛，逐渐成为公司业绩的核心支撑

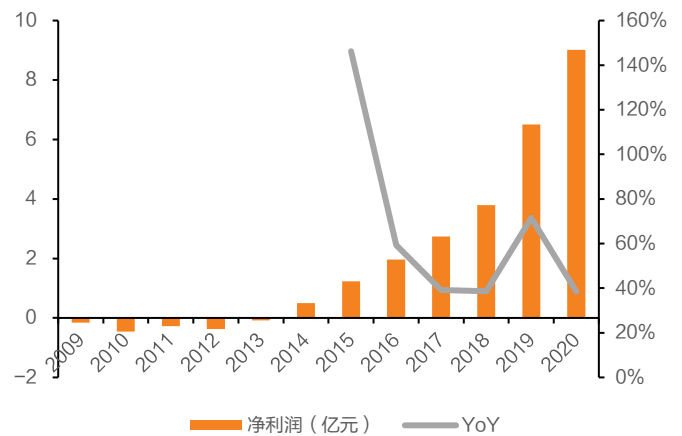
新增医院近年来营收规模及净利润增长迅猛，逐渐成为公司主营业务发展的强力助推剂。新增医院是中国大陆除老牌医院外医院的统称，绝大多数新增医院为上市后新建和并购两种方式获得。自 2009 年到 2020 年底，新增医院营收总和从 1.49 亿元增长至 83.50 亿元，十一年增长 54.74 倍，CAGR 44.13%。新增医院净利润总和从 -0.16 亿元增长至 9.01 亿元。

图 18：爱尔眼科新增医院营收快速放量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

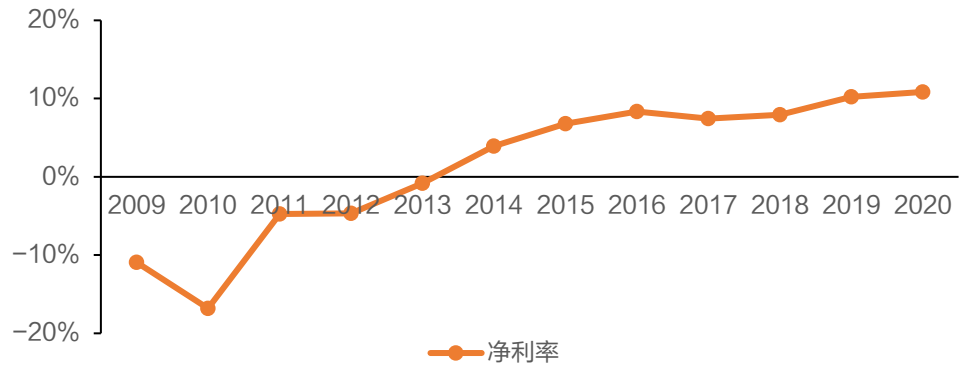
图 19：爱尔眼科新增医院净利润高速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

随着数量规模的扩充，新增医院的盈利能力持续提升。新增医院十一年间的利润水平实现了由亏转盈，并逐渐成为上市公司体系净利润的主要支柱。2009 年到 2020 年整体净利率从 -10.92% 提升到 10.85%，随着新增医院逐渐成熟，预计盈利水平有望进一步提升。

图 20: 爱尔眼科新增医院净利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

新增医院单点增长能力强劲, 共同推动经营规模持续放大。新增医院主要通过新建和并购两种方式获得。并购分为上市公司直接并购和通过并购基金收购两种方式。其中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, 可最大限度避免盈利负担, 甚至可直接贡献可观业绩。

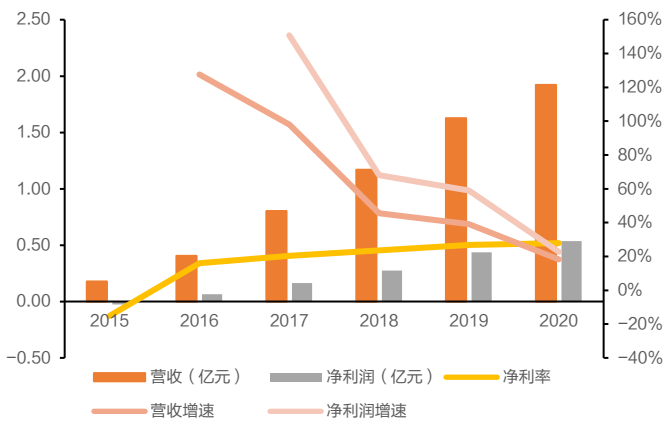
表 3: 爱尔眼科并购基金一览

名称	深圳前海东方爱尔医疗产业并购合伙企业	湖南爱尔中钰眼科医疗产业投资合伙企业	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	芜湖远翔天祐投资管理中心	湖南亮视长银医疗产业投资基金合伙企业	湖南亮视晨星医疗产业管理合伙企业	芜湖远澈旭峰股权投资合伙企业	湖南亮视中星医疗产业管理合伙企业
成立时间	2014/3/27	2014/12/31	2016/6/7	2016/12/21	2017/6/12	2018/1/4	2019/8/22	2020/3/20	2020/9/30
募集规模	2 亿元	10 亿元	10 亿元	20 亿元	8 亿元	10 亿元	10 亿元	6.2 亿元	10 亿元
爱尔眼科出资比例	10%	10%	19%	20%	20%	19%	19%	19%	19%
GP	深圳前海东方创业金融控股有限公司	中钰资本管理(北京)有限公司	深圳市前海安星资产管理有限公司	上海锦傲投资管理有限公司	北京远旭股权投资基金管理有限公司	深圳市前海安星资产管理有限公司	深圳市前海安星资产管理有限公司	北京远旭股权投资基金管理有限公司	上海投中资产管理有限公司
GP 出资	667 万元	200 万元	100 万元	100 万元	10 万元	100 万元	100 万元	10 万元	100 万元
GP 出资比例	3.33%	0.20%	0.10%	0.05%	0.01%	0.10%	0.10%	0.016%	0.10%
对外募资	0.8667	0.9	0.809	0.8045	—	0.809	—	—	—
存续期限	3 年	5 年	5 年	5 年	5 年	5 年	5 年	5 年	5 年
会计核算方法	成本法	成本法	成本法	成本法	独立核算	成本法	成本法	独立核算	成本法

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

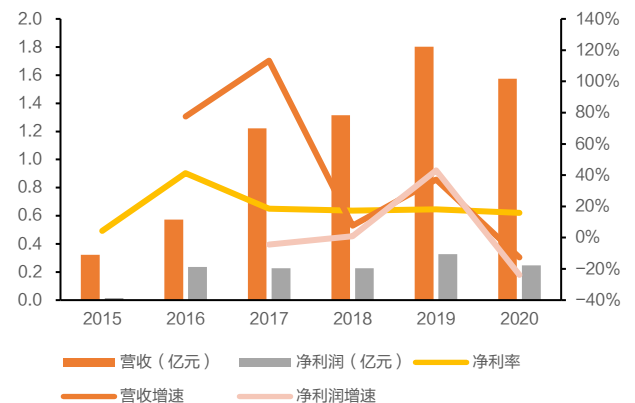
东莞爱尔和滨州沪滨爱尔均于 2014 年新建, 分别由深圳前海东方爱尔及湖南爱尔中钰产业并购基金持股, 是 2017 年产业基金旗下首批并表医院的代表。经过体外培育, 东莞爱尔和滨州沪滨爱尔的规模进一步壮大, 2017 年并表当期的营收就分别达到 0.80 亿元及 1.22 亿元, 净利润也为正, 净利率保持在较高水平。

图 21：东莞爱尔眼科医院业绩规模快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：滨州沪滨爱尔医院营收稳步增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.3. 海外医院：布局港欧美新，规模稳步增长

爱尔眼科向全球拓展的战略持续推进。公司先后收购中国香港亚洲医疗集团（2016 年）、美国 MING WANG 眼科中心（2017 年）、欧洲 Clínica Baviera.S.A（2017 年）、新加坡 ISEC（2019 年）等领先的海外眼科机构（我们统称公司在大陆以外的医疗机构为“海外医院”），助力公司成为网罗亚美欧三大洲的全球最大连锁眼科医疗集团。其中公司在欧洲、东南亚的分支机构已分别在西班牙马德里（CBAV.MC）、新加坡上市（SGX: 40T）。

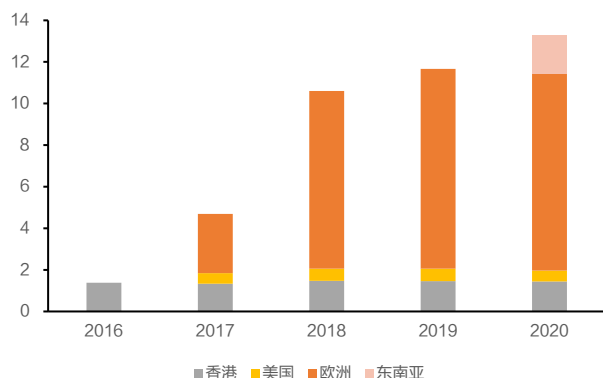
表 4：爱尔眼科的全球网络布局

地区	收购标的	标的医疗机构	收购时间	收购价格	收购股权
中国香港	亚洲医疗集团有限公司	2 家眼科诊所，5 家眼科检查及医学视光中心	2016	1.82 亿港元	100.00%
欧洲	Clínica Baviera, S.A (CBAV)	西班牙、德国、意大利、奥地利等 76 家眼科医疗中心	2017	1.52 亿欧元	86.83%
美国	AW Healthcare Management	1 家眼科中心	2017	1800 万美元	75.00%
新加坡	ISEC Healthcare Ltd (40T)	新加坡 6 家、马来西亚 4 家及缅甸 1 家，共 11 家眼科及全科诊所	2019	1.5 亿新元	35%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

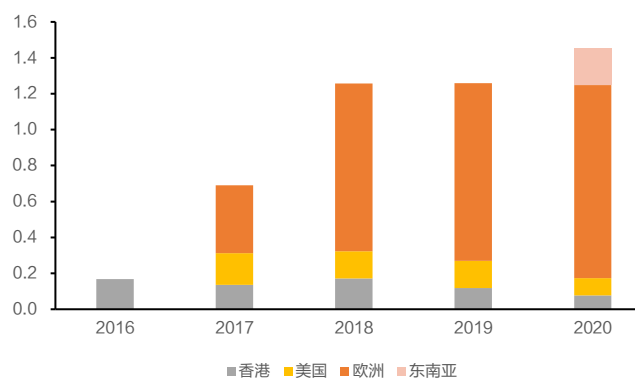
收购海外医院是爱尔全球化布局的重要节点，海外医院收入规模平稳增长。2019 年海外医院收入 11.67 亿元，2020 年海外医院收入 11.44 亿元，主要是由于新冠疫情导致体内诊所业务无法顺利开展收入略降以及 ISEC 并表贡献收入 1.82 亿人民币所致。2019-2020 年海外医院利润分别为 1.26 亿、1.45 亿人民币，主要是由于 2020 年欧洲净利润逆势增长至 1.07 亿人民币以及 ISEC 并表贡献利润 0.21 亿人民币。通过对香港、欧洲和美国的优质眼科企业标的进行收购，公司的全球化眼健康生态圈战略稳步推进。

图 23：爱尔眼科海外医院营收稳步增长（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

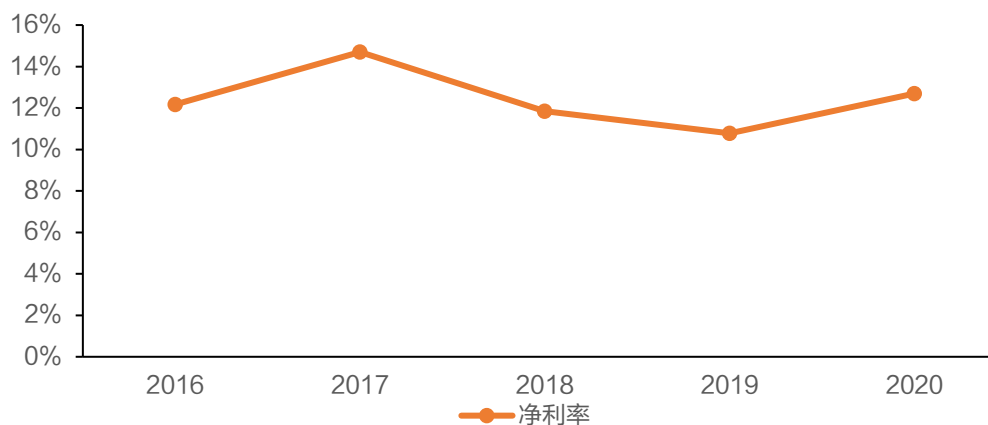
图 24：爱尔眼科海外医院净利润稳步增长（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

海外医院的净利率水平保持稳定。由于海外医院多布局在眼科市场较为成熟的地区，盈利能力能保持在相对稳定的水平。2016-2020 年海外医院整体的净利率分别为 12.17%、14.70%、11.85%、10.78%及 12.70%。

图 25：爱尔眼科新增医院净利率

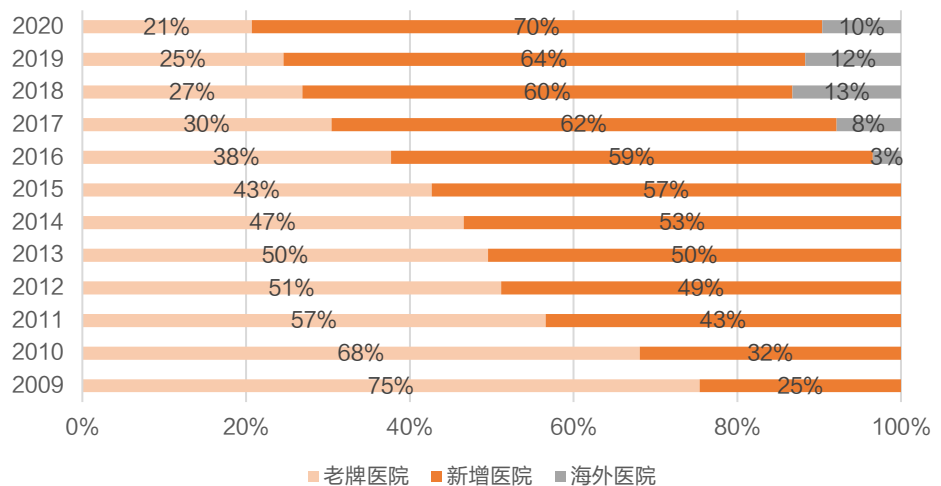


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.4. 三类医院增长动力结构解析

通过逐年拆解三类医院对上市公司的业绩贡献，可以发现公司发展的主要驱动因素由老牌医院转换为新增医院。从营收结构看，2013 年以前，老牌医院占主导地位，2013 年以后新增医院的收入占比首超 50%后持续提升，2020 年占比高达 70%。

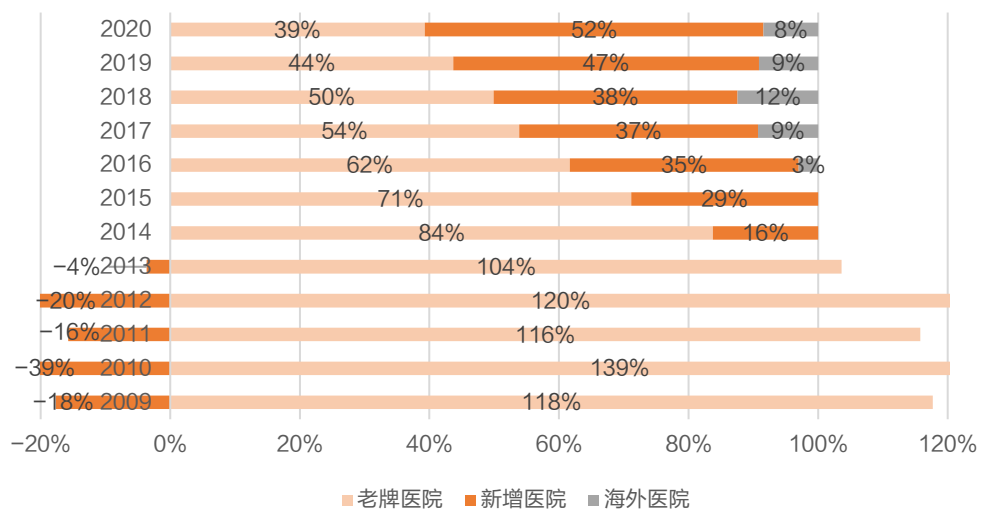
图 26：爱尔眼科三类医院的营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从利润结构看，2009-2013 年上市公司的净利润全部由老牌医院贡献，新增医院由于体量及数目较小仍处在亏损阶段。2014 年后随着新增医院陆续成熟及并购基金装入上市公司体内的节奏加快，新增医院的数量规模快速放大，盈利水平也处在高速增长通道，2020 年新增医院的净利润占比首次超过 50%，达 52%。**新增医院逐渐成为上市公司业绩的主要支撑。随着公司经营能力和品牌声誉不断增强，新纳入上市公司体系的医院陆续成熟，带动公司营收及盈利能力逐步提高。**

图 27：爱尔眼科三类医院的净利润占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 需求旺盛，消费升级，推动业务规模持续提升

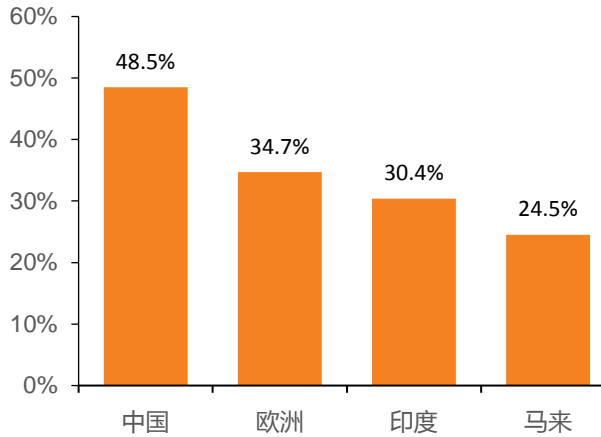
2.2.1. 眼科业务覆盖全生命周期，需求端及支付端共同推动眼科市场扩容

眼科医疗服务覆盖范围广阔。眼科诊疗从业务范围划分包含视光、屈光、白内障、眼底、青光眼、斜弱视、眼表、眼眶与眼肿瘤等亚专科。从年龄段区分，眼科疾病覆盖全生命周期，从小儿斜视、青少年高发的近视到老年人多发的白内障等均有涵盖。随着中国老龄化程度的加深以及青少年不良用眼习惯问题的持续，推动中国眼科诊疗人次持续攀升，眼科市场不断扩容。

屈光：近视发病率高，屈光手术渗透率低。由于学业工作压力、用眼习惯、电子产品使

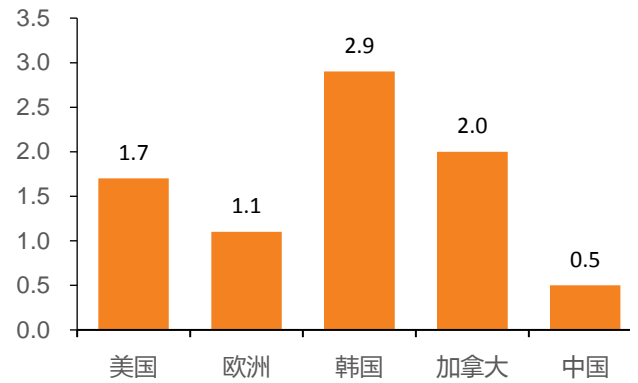
用等危害近视相关的危害因素持续存在，导致中国近视比例高、近视患者逐年攀升。亚洲近视发生率高于欧美，而中国近视发生率居亚洲首位，达 48.5%。目前中国近视患者人数已超 6 亿。与此同时，中国近视人群对近视手术的认知仍低于欧美国家。2020 年中国每 1 千人中只有 0.5 人接受了近视手术，而美国有 1.7 人，欧洲 1.1 人，韩国则达到了 2.9 人。

图 28：中国近视率居亚洲首位



资料来源：《国人近视手术白皮书》，爱尔眼科投资者关系公众号，天风证券研究所

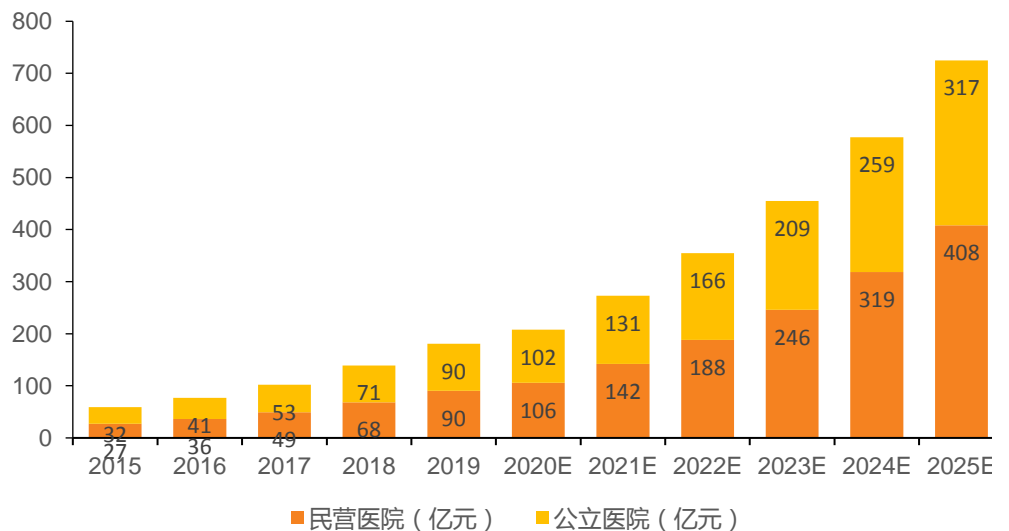
图 29：中国每千人近视手术量远低于欧美水平（台）



资料来源：《国人近视手术白皮书》，爱尔眼科投资者关系公众号，天风证券研究所

中国屈光手术市场发展迅速，预计 2025 年市场规模超 700 亿。中国屈光手术市场规模从 2015 年约 59.0 亿元攀升至 2019 年 180.7 亿元。随着中国屈光手术治疗进一步普及，市场规模有望保持快速增长，据华夏眼科招股书预计 2025 年中国屈光手术市场增长至约 725.0 亿元。

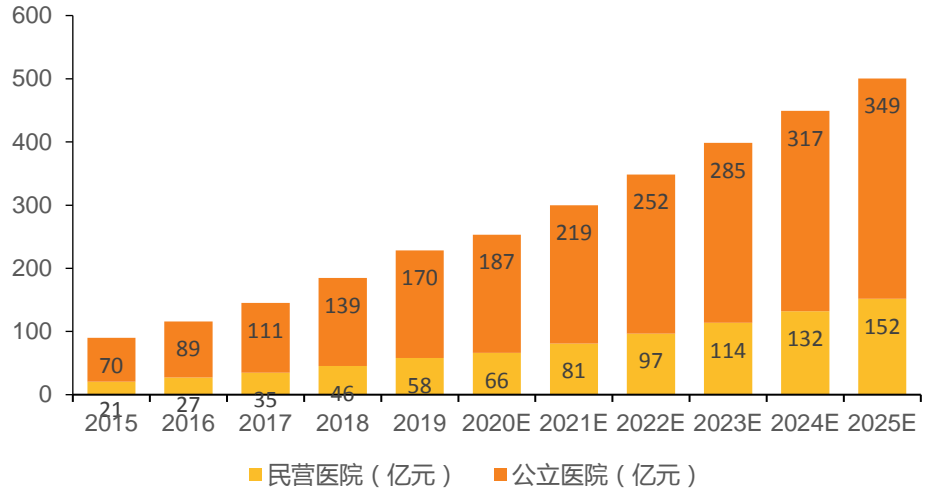
图 30：中国屈光手术市场规模



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华夏眼科招股书，灼识咨询，天风证券研究所

视光：青少年近视率超 50%推动视光市场规模持续攀升，预计 2025 年医学视光市场规模超 500 亿。根据国家卫健委公布的 2018 年全国儿童青少年近视调查结果，2018 年全国儿童青少年总体近视率达 53.6%。其中，小学生为 36.0%，初中生为 71.6%，高中生高达 81.0%。视光矫正是矫正近视的主要方式，也是青少年近视患者主要的视力矫正方式。随着中国屈光不正患者人数的增加以及视光矫正单次价格的增长，医学视光市场规模持续攀升，据华夏眼科招股书预计 2025 年市场规模超 500 亿。

图 31：中国医学视光市场规模



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华夏眼科招股书，灼识咨询，天风证券研究所

白内障：老龄化促使中国的白内障患者数量持续上升，2025 年白内障手术市场规模有望超 300 亿。中国是全球白内障患者人数最多也是白内障治盲人数最多的国家。2019 年中国白内障患者人数约有 1.26 亿人。随着中国老年人口的增加以及发病率的小幅提升，预计中国白内障患者人数将保持持续增长。据华夏眼科招股书数据，中国白内障患者人数预计 2025 年将超过 1.5 亿人。患者数攀升促进中国白内障手术市场规模快速增长，迅速从 2015 年的约人民币 111.4 亿元增长至 2019 年的约人民币 194.5 亿元，据华夏眼科招股书预计 2025 年整体市场规模将达到人民币 338.5 亿元。

图 32：中国白内障患者人数

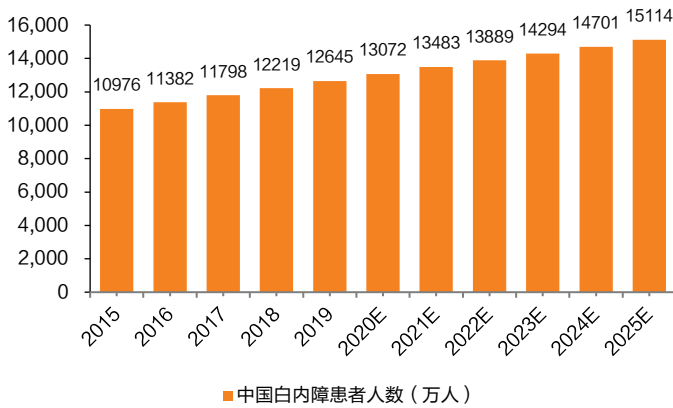
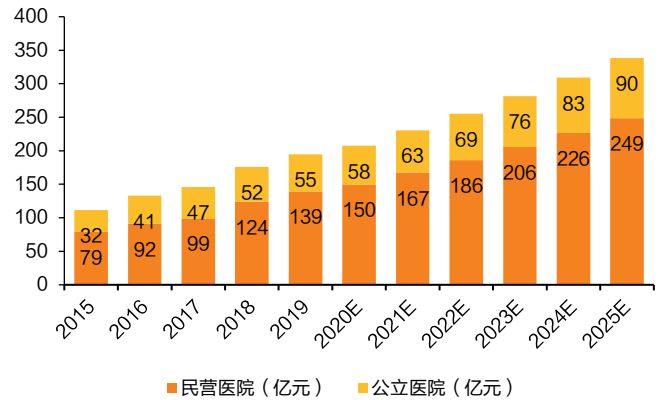


图 33：中国白内障手术市场规模

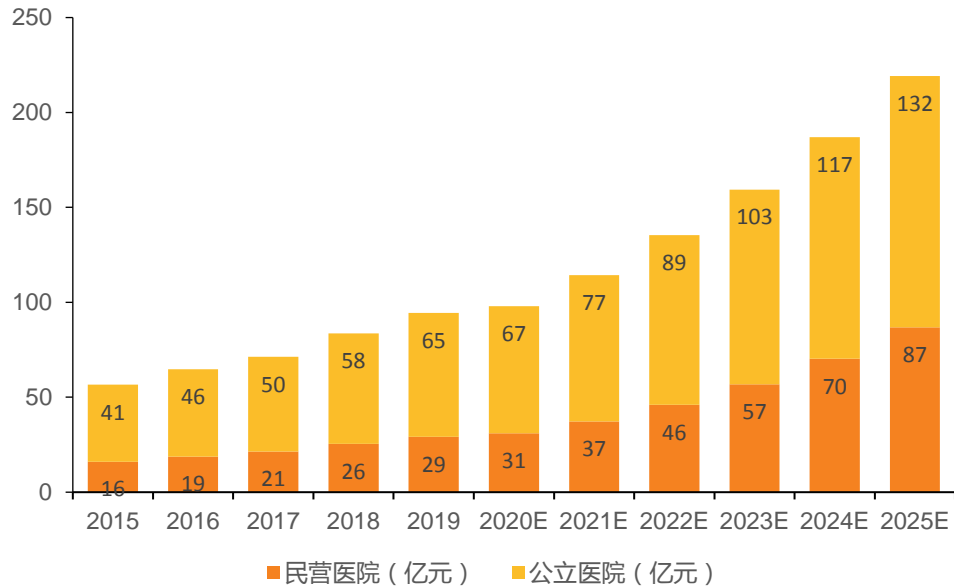


资料来源：《The National and Subnational Prevalence of Cataract and Cataract Blindness in China》，灼识咨询，华夏眼科招股书，天风证券研究所

资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，灼识咨询，华夏眼科招股书，天风证券研究所

眼表：发病率及支付能力提升推动眼表疾病市场规模快速提升。随着干眼病发病率的提升以及人民生活水平的快速提升，更多眼表疾病得到了有效的诊疗。中国眼表疾病整体市场规模从 2015 年的 56.5 亿元快速增长至 2019 年的 94.4 亿元。中国眼表疾病诊疗市场将保持两位数以上增长。据华夏眼科招股书，2025 年中国眼表疾病市场规模预计将达到 219 亿元。

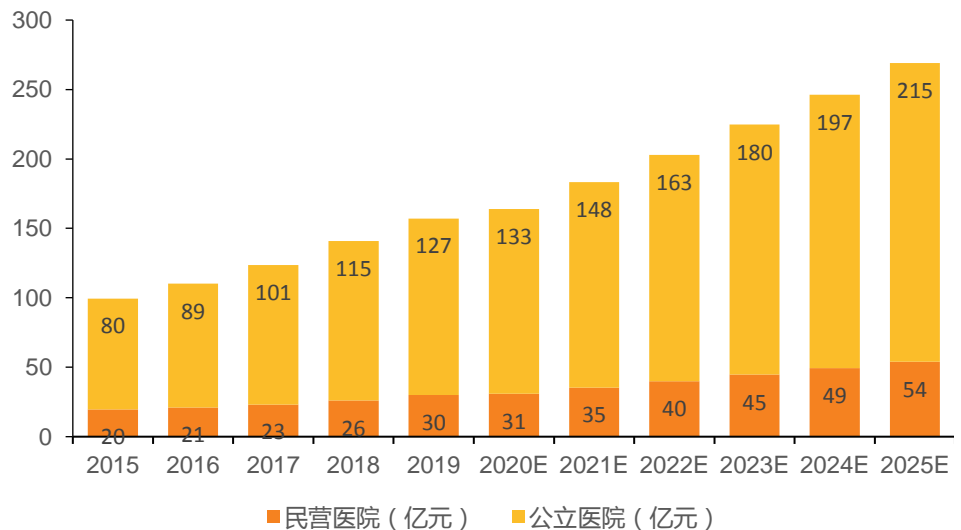
图 34：中国眼表疾病市场规模



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华夏眼科招股书，灼识咨询，天风证券研究所

眼底：眼底病复杂程度高、难治愈且视力预后大多较差，在所有的眼底疾病中，糖尿病性视网膜病变以及黄斑变性是较为常见的眼底疾病种类，也是威胁 50 岁以上人群的重要治盲疾病。中国眼底疾病整体市场规模从 2015 年的约人民币 99.5 亿元快速增长至 2019 年的约人民币 157.1 亿元。据华夏眼科招股书预计 2025 年中国眼底疾病市场规模将达到 269 亿元。

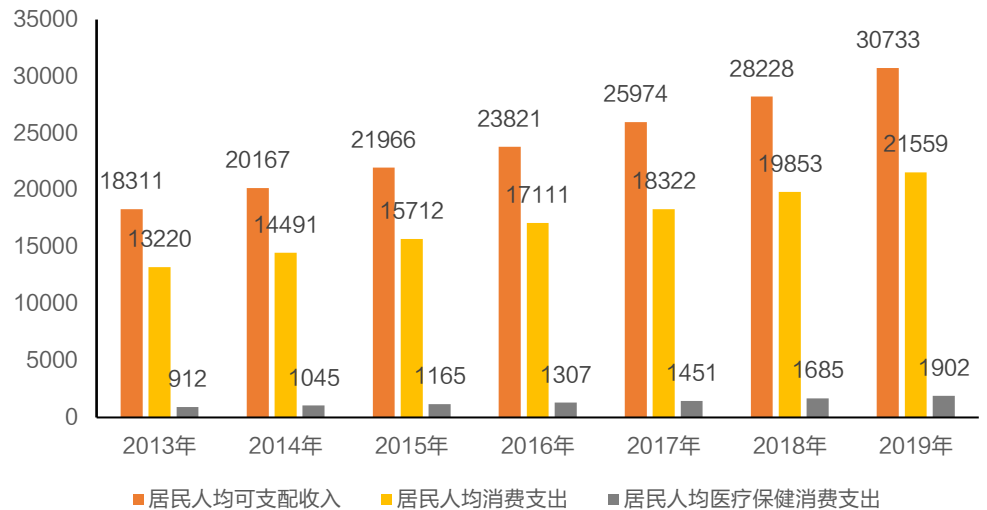
图 35：中国眼底疾病市场规模



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华夏眼科招股书，灼识咨询，天风证券研究所

与需求增长相匹配的是，中国居民对医疗保健的支付能力提高。中国经济一直保持着高速稳定的增长态势，中国居民年度人均可支配收入不断提高，2019 年居民人均可支配收入为 30733 元，较 2013 年年复合增长率为 9.01%。人均医疗保健消费支出同步上升，由 2013 年的 912 元增长为 2019 年的 1902 元，增长 108.6%，中国的医疗服务支付水平持续增加，带动眼科诊疗市场持续扩容。

图 36：全国居民人均可支配收入、消费支出和人均医疗保健消费支出（元）

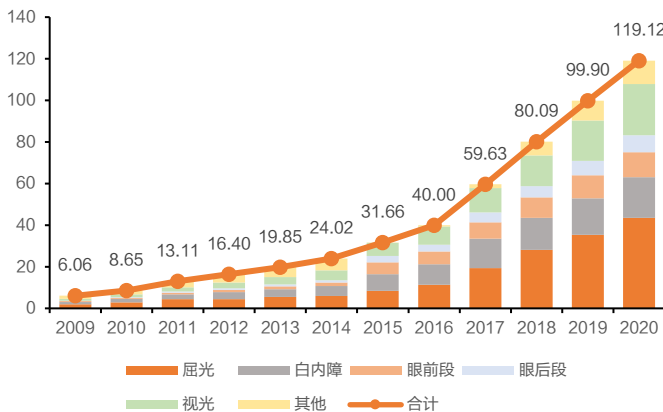


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.2.2. 六大业务板块收入规模不断增长，毛利率保持较高水平

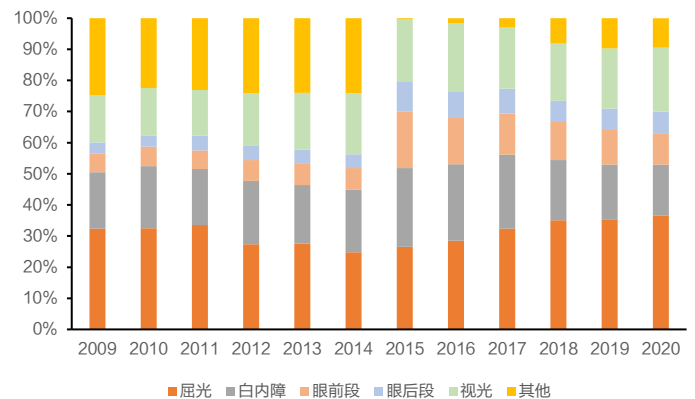
屈光、视光及白内障是爱尔眼科的主要业务，三大板块 2020 年营收占比达 74%。屈光业务 2020 年营收达 43.49 亿元，是公司收入占比最高的业务，高达 37%。2020 年视光和白内障业务收入分别为 24.54 和 19.61 亿元，占公司营收的 21%和 16%。2020 年眼前段和眼后段业务收入分别为 12.00 和 8.17 亿元，占公司营收的 10%和 7%。

图 37：爱尔眼科各板块业务收入稳步增长（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 38：爱尔眼科各业务板块收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

眼科全系统解决方案齐备，业务升级满足患者个性化需求。公司各业务板块细分领域持续拓展，能更好满足患者诊疗需求并进一步提高了医院的学科建设水平。以武汉爱尔眼科医院为例，医院已建立针对近视手术、白内障、斜视小儿眼科、医学验光、眼底病、角膜病、泪道病、青光眼、眼整形等各类眼病的全系统治疗方案。仅屈光矫正就可提供精雕绿飞秒、全飞秒、飞秒、表层、传统、晶体植入、老视、角膜加固、后巩膜加固等针对不同人群的定制解决诊疗，提供差异化的精准治疗。

图 39：武汉爱尔眼科医院屈光矫正解决方案（部分）

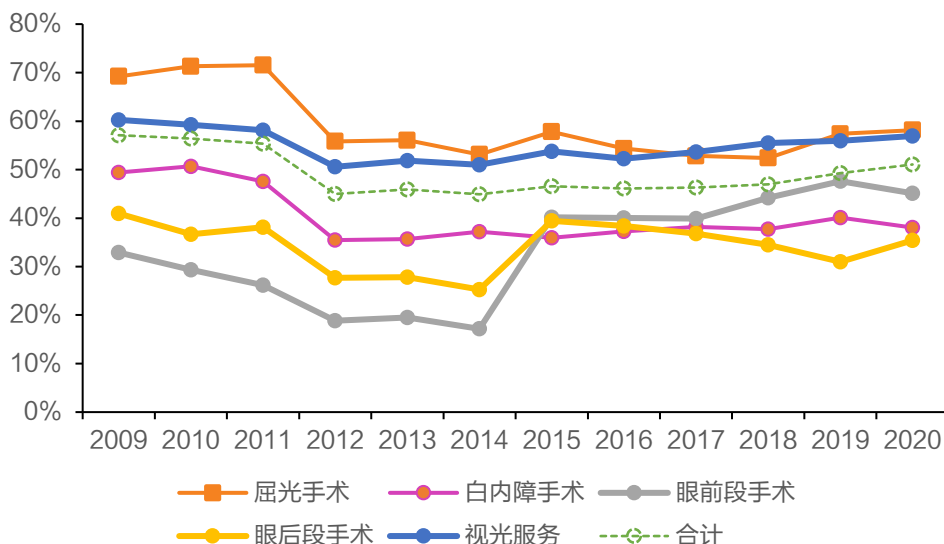
个性化定制屈光矫正解决方案

名称	方案	特点
精雕绿飞秒矫正技术		
德国鹰视FS200(GREEN)飞秒激光 德国鹰视EX500准分子激光 (GREEN)	GREEN-Contura	利用TOPOLYZER检查系统及新一代绿飞秒，为近视、散光量身定制个性化、精细化的解决方案，追求良好的视觉方案。
	Custom Q™	自带角膜定位跟踪，全程智能定位，精准高效，优化夜间视力。
全飞秒矫正技术		
德国蔡司VisuMax飞秒激光 全飞秒激光Smile3.0	小切口微透镜分离	小切口，微创，无需制作角膜瓣，能最大限度的保持角膜生物力学结构，即使军人、运动员等特殊职业人群都适合。
飞秒矫正技术		
德国AMARIS阿玛仕 1050RS	消像差切削	干频极速激光，七维跟踪，精细光斑智能分布SPT技术、智能脉冲技术，高度的个性化解决。
德国蔡司VisuMax全飞秒激光 德国鹰视EX500准分子激光	Q值引导	全激光矫正近视，舒适度高，节省角膜。
德国AMARIS阿玛仕 1050RS	消像差切削	干频极速激光，七维跟踪，精细光斑智能分布SPT技术、智能脉冲技术，高度的个性化解决。
德国鹰视FS200飞秒激光 德国鹰视EX500准分子激光	Q值引导	速度更快，个性化程度高，激光全程10秒左右，大大减少角膜水肿，恢复迅速，视觉效果理想。
	波前优化	
美国Intralase飞秒激光 德国鹰视EX500准分子激光	Q值引导	飞秒制瓣，角膜制瓣比传统板层刀更精确，没有角膜板层刀的制瓣风险，术后视觉质量好。
	波前优化	

资料来源：武汉爱尔眼科医院官网，天风证券研究所

高毛利项目推动屈光和视光业务保持较高的盈利水平。视光业务的角膜塑形镜、屈光业务的定制屈光手术等高端业务的推广迭代使得屈光及视光项目在 2009-2020 年间始终维持 50%以上的高毛利率。白内障业务通过“焕晶”等高端术式的迭代，使白内障业务毛利率保持在 35%以上。

图 40：爱尔眼科屈光及视光业务毛利较高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 二次创业豪情不减，开启高质量发展新十年

2021 年，爱尔眼科明确新十年的核心词是聚焦“高质量发展”。公司董事长陈邦表示，公司全面开启从高速发展到高质量发展的新征程，要做患者信赖、员工幸福、同行尊重、政府信任、社会认可的眼科医疗机构，打造百年爱尔。

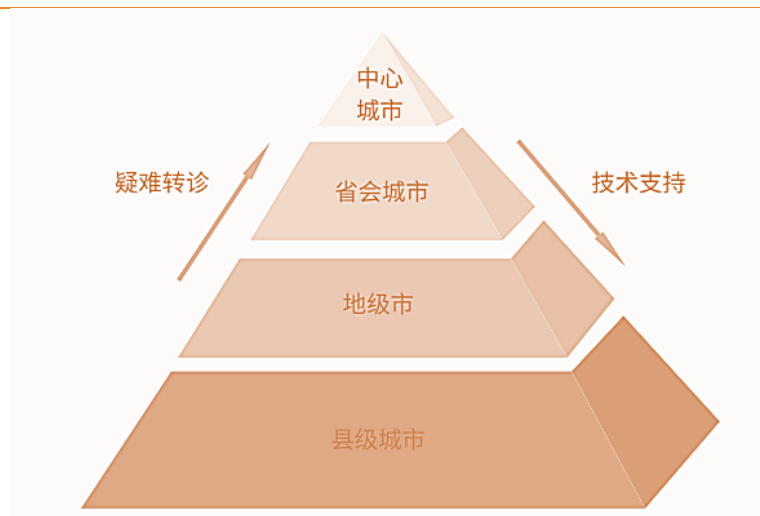
立足新十年，公司的高质量发展主要取决于三个方面：一是在广度上，坚定不移地把网络布局到中国广大的城乡县域，借助数字化、AI 等新技术来打造全人群、全生命周期的智能化眼健康服务平台，让老百姓在家门口就能够享受到高质量的、可及的眼科医疗服务；二是在高度上，努力打造 8-9 家世界级、国家级区域眼科医学中心，每家省会城市医院要达到当地一流水平，地级市医院要在当地全面领先，提高中国整体眼科医疗能力；三是在深度上，通过全球化布局，与全球最好的人才和机构合作，实现医教研转化的协同发展，推动人类的眼科学和视觉科学的发展进步，展现中国力量。通过不同层级医院的功能定位，提高资源共享效率、医疗水平，不断拓展医疗网络的广度、深度和密度，持续增强集团的整体实力和各家医院的竞争力。

3.1. 广度：分级连锁生态、同城网络生态及眼科互联网生态三位一体

3.1.1. 分级连锁生态

爱尔眼科在发展中探索并建立了“中心城市医院—省会城市医院—地级市医院—县级医院”的分级连锁模式，着力覆盖中国大部分城乡县域，推进地县一体化，为更多的患者提供优质、便利的眼健康服务。

图 41：爱尔眼科分级连锁体系



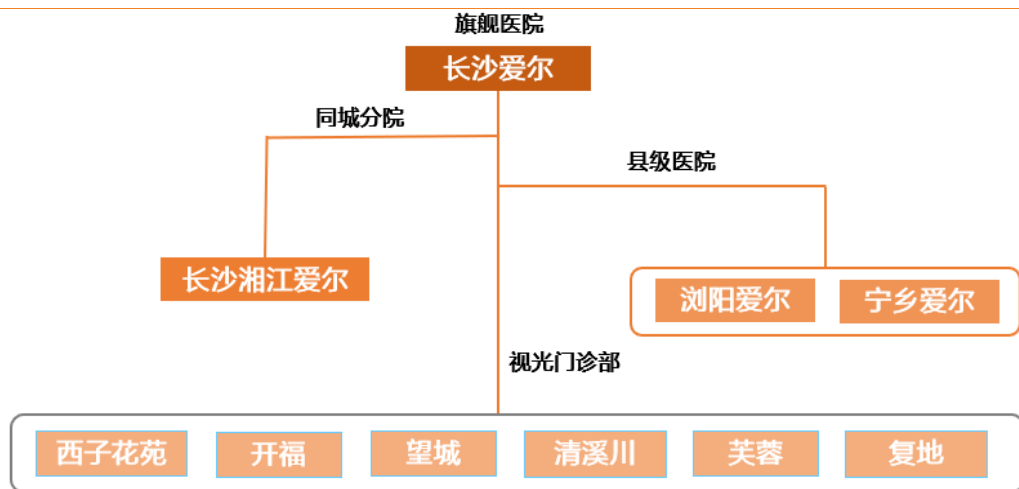
资料来源：公司社会责任报告，天风证券研究所

3.1.2. 同城网络生态

同城网络生态促使区域内资源配置效率及共享程度进一步提高，实现资源配置的最优化和患者就诊的便利化。为实现分级诊疗、有序就诊、患者便利的目的，爱尔眼科结合“健康中国”“青少年近视防控”的国家战略，建立“以眼科医院为龙头，眼科（视光）门诊为主体，爱眼 e 站为触角”的同城网络诊疗体系。2020 年，公司逐步完善横向同城分级诊疗体系，多个省区形成“横向成片、纵向成网”的布局。

长沙的同城网络生态基本建立，形成了“一城四院六门诊部”的架构，探索推行了“基层首诊、急慢分治、双向转诊、上下联动”的分级诊疗模式。在长沙爱尔眼科医院的统筹下，长沙湘江爱尔眼科医院、浏阳爱尔眼科医院、宁乡爱尔眼科医院相继开业。· 西子花苑门诊部、爱尔眼科芙蓉门诊部、爱尔眼科开福门诊部、望城爱尔眼科门诊部、清溪川爱尔眼科门诊部、复地星光爱尔眼科门诊部，先后开业成立，有望加快长沙地区地县网络布局，建立高质量多层次的眼科服务体系。

图 42：爱尔眼科长沙地区同城网络生态建设



资料来源：长沙爱尔眼科医院官网，长沙爱尔眼科医院公众号，天风证券研究所

3.1.3. 眼科互联网生态

爱尔眼科强化总部赋能支持，加快互联网医院建设。公司打造线上线下相结合的眼健康“互联网+”生态。公司已建立云服务平台，囊括“在线问诊”“自诊自查”“知识宣教”“在线商城”等服务类型，并通过自主研发的软件系统，智能化的眼科设备等，为社区、偏远地区等提供高质量的专业眼科服务。截止 2020 年底，公司上线智慧医院系统的医院共 89 家，全年累计为 60 余万患者提供线上预约、缴费及查询等服务。

图 43：爱尔眼科互联网生态



资料来源：公司社会责任报告，天风证券研究所

3.2. 高度：打造区域眼科医学中心，提升整体眼科实力

旗舰扩容提质加密，定增打造七家区域性眼科中心。公司于 2021 年 3 月 26 日披露定增预案，发行股份不超过 2.06 亿股，拟募集资金总额不超过 36.50 亿元，主要用于对重点省会及直辖市龙头医院的新建及迁址扩建。募资拟全部用于打造七家区域性眼科中心及补充流动资金。其中，公司拟对长沙、上海、沈阳、南宁等老牌医院迁址扩建，拟在湖北、安徽、贵州等地新建医院加密一城多院布局。此次定增有助于提升现有医院的区域服务供给能力并充分发挥其医教研的引领作用，为实现公司打造 8-9 家世界级、国家级

区域眼科医学中心战略奠定基础，也可进一步改善公司资本结构，为公司持续发展提供充足动力。

表 5：2021 年 3 月爱尔眼科定增募投项目

序号	医院	成立年份	项目	预计项目投资总额 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)	建设周期
1	长沙爱尔	2002 年	长沙爱尔迁址扩建项目	4.20	4.20	12 个月
2	湖北爱尔	新建	湖北爱尔新建项目	3.28	2.96	18 个月
3	安徽爱尔	新建	安徽爱尔新建项目	5.13	4.87	2 年
4	沈阳爱尔	2005 年	沈阳爱尔眼视光迁址扩建项目	7.81	7.81	5 年
5	上海爱尔	2005 年	上海爱尔迁址扩建项目	2.37	1.78	12 个月
6	贵州爱尔	新建	贵州爱尔新建项目	5.24	4.46	3 年
7	南宁爱尔	2011 年	南宁爱尔迁址扩建项目	1.52	1.52	9 个月
8			补充流动资金项目	8.91	8.91	
合计				38.46	36.50	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 深度：全球引才引智，医教研协同发展

3.3.1. 五院八所二站二基地三中心，医教研一体化格局日益完善

爱尔眼科持续推动与名校共赢发展模式，建立全方位的战略合作关系。2020 年暨南大学与爱尔眼科达成战略合作，包括共建 3 家大湾区核心区域医院。同年 9 月，爱尔眼科与安徽医科大学签署战略合作协议，共同打造中部区域眼科医学中心。2021 年 5 月，天津大学与爱尔眼科在天津举行战略合作协议签约仪式，并为“天津大学爱尔眼科医院”揭牌。爱尔眼科利用自身技术等资源优势为行业赋能，积极促进产学研合作，整合医学教研优质资源，实现资源共享。

图 44：爱尔眼科与高校的战略合作发展历程



资料来源：公司官网，爱尔眼科公众号，天风证券研究所

除了国内院校的学科共建，公司的国际科研学术平台也逐步成熟。作为横跨亚、美、欧三大洲的全球眼科医疗连锁机构，公司与全球 40 多个眼健康领域 NGO 及国际眼科机构建立并保持联系，总结传播中国眼健康经验，引进并吸收国际同步的眼科技术和医疗管

理理念。

图 45：爱尔眼科的国际化学术平台



资料来源：公司社会责任报告，天风证券研究所

公司打造的医教研一体化平台不断完善。爱尔眼科在 2020 年成立白内障与人工晶状体研究所，获批设立博士后科研工作站、湖南省眼视光工程技术研究中心和湖南省眼视光国际科技合作基地等四大科研创新平台，形成“五院”、“八所”、“两站”、“两基地”、“三中心”的科教研体系，实现内部科研资源联动，推动集团科研创新水平的发展。

图 46：爱尔眼科医教研体系



资料来源：公司社会责任报告，天风证券研究所

人才是发展的长久动力，公司尤其重视人才战略发展。公司开展的系列人才培养计划包括“岳麓计划”“湘江计划”“光子计划”和“优才计划”，多年来为爱尔眼科及行业打造了一批领先人才，助力爱尔眼科快速发展。

图 47：爱尔眼科创新人才支持体系



资料来源：公司公众号，天风证券研究所

通过不断完善平台建设和爱尔眼科医疗团队汇聚了国内外大批知名专家教授。集团专家在国家级眼科学会、地市级眼科学会担任委员、副主任委员或主任委员的共 569 人次，在白内障、屈光、视光、眼底等亚专科均有涉猎，向眼科医疗行业贡献爱尔专家智慧。在专家带领下，公司科研成果丰硕，2020 年发表 SCI/Medline 论文 92 篇，发表中文核心期刊/中国科技论文统计源期刊 122 篇；共获批纵向项目 98 项、横向项目 17 项；公司专家主编/参编专著 10 本，参与发表专家共识 3 篇。

表 6：爱尔眼科集团专家在各级眼科学会任职情况

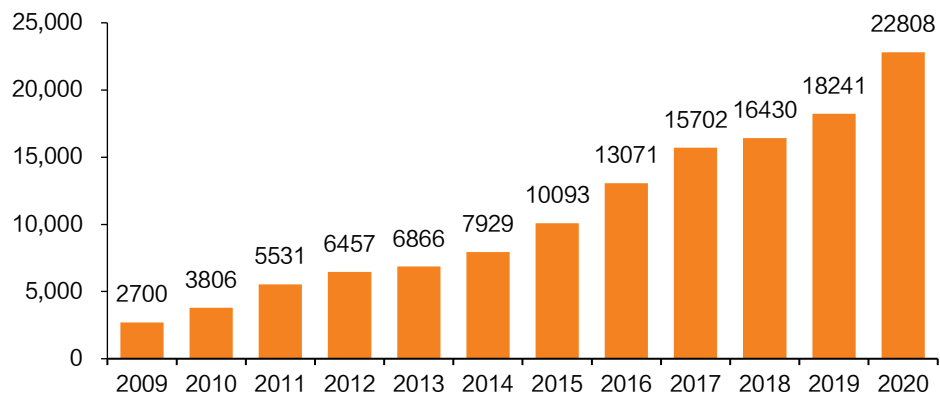
亚专科	全国学会	省级学会	市级学会	区级协会	合计
白内障	27	115	88	3	233
屈光	11	45	49	1	106
视光及小儿眼科	12	24	22	0	58
眼底	27	54	25	1	107
眼表及角膜	6	14	17	0	37
泪道	6	9	3	0	18
眼整形	3	5	2	0	10
合计	92	266	206	5	569

资料来源：公司社会责任报告，天风证券研究所，注：考虑存在着一人任职多个级别眼科协会的情况，以上表格按照人次统计。

3.3.2. 眼科人才持续汇聚，股权激励激发活力

爱尔眼科员工人数 11 年翻 7 倍，眼科医生数量占全国 1/8。随着公司版图逐渐拓张以及业务的持续拓展，公司员工数始终在稳步增加。自 2009 年到 2020 年底，员工人数从 2700 人增长至 22808 人，十一年间增长 7.45 倍，CAGR 21.41%。截止 2020 年 8 月，爱尔及产业基金旗下眼科医生约 6000 名，占全国眼科医生数量的 1/8，成为中国眼科诊疗领域的重要力量。

图 48：爱尔眼科的员工人数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司持续的股权激励构筑了具有竞争力的激励体系。上市以来，公司先后实施了股票期权、限制性股票以及合伙人计划、省会合伙人计划等多形式、多层次的激励措施，让公司核心骨干与公司结成长期利益共同体，极大地释放核心骨干的工作动能。截至 2020 年末，公司 2016 年限制性股票激励计划已全部解锁，激励对象实现了较好收益。2021 年 4 月 8 日公司发布 2021 年限制性股票激励计划，公司以 2021 年 6 月 2 日作为首次授予日，向 4906 名激励对象首次授予 4754.61 万股限制性股票。此次激励力度范围为历次之最，覆盖员工比例达四分之一，为新十年发展奠定人才基石。

图 49：爱尔眼科历年股权激励计划



资料来源：爱尔眼科公众号，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

关键假设

1. 屈光手术：由于近视发病率长期处于在较高水平，屈光手术渗透率有望持续增长，2021-2023 年屈光业务收入将持续放量，预计增速分别为 29.2%、30.3%和 29.1%；
2. 视光业务：公司布局视光门诊和爱眼 e 站以及角膜塑形镜等高毛利业务持续迭代，有望贡献新增长点，预计 2021-2023 年视光业务收入增速分别为 32.5%、30.2%和 30.0%；
3. 白内障业务：随着“焕晶”高端术式提高收入和毛利水平，多焦点晶体、非球面屈光性晶体占比稳步提升，预计 2021-2023 年白内障业务收入增速分别为 23.2%、21.2%和 19.8%；

- 4.眼前段业务：预计 2021-2023 年眼前段业务收入增速分别为 34.0%、33.0%和 32.0%；
5.眼后段业务：预计 2021-2023 年眼前段业务收入增速分别为 37.0%、36.0%和 35.0%。

表 7：爱尔眼科盈利预测

合计 (单位: 百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	9990.10	11912.41	15543.05	20182.45	26078.26
YoY	24.7%	19.2%	30.5%	29.9%	29.2%
毛利率	49.3%	51.0%	50.2%	50.2%	50.2%
屈光业务	3530.77	4348.81	5620.67	7326.44	9461.98
YoY	25.6%	23.2%	29.2%	30.3%	29.1%
毛利率	57.4%	58.1%	58.0%	57.9%	57.8%
视光业务	1929.89	2453.91	3250.44	4233.50	5504.38
YoY	30.7%	27.2%	32.5%	30.2%	30.0%
毛利率	55.9%	56.9%	55.0%	55.2%	55.4%
白内障业务	1760.49	1961.36	2417.35	2930.31	3511.90
YoY	14.0%	11.4%	23.2%	21.2%	19.8%
毛利率	40.1%	38.1%	38.3%	38.5%	38.7%
眼前段业务	1107.06	1200.41	1608.55	2139.37	2823.97
YoY	12.7%	8.4%	34.0%	33.0%	32.0%
毛利率	47.6%	45.1%	45.2%	45.3%	45.4%
眼后段业务	696.04	817.49	1119.96	1523.15	2056.25
YoY	28.3%	17.4%	37.0%	36.0%	35.0%
毛利率	31.0%	35.4%	37.0%	37.0%	37.0%
其他业务	965.86	1130.43	1526.08	2029.68	2719.78
YoY	48.6%	17.0%	35.0%	33.0%	34.0%
毛利率	38.5%	51.0%	45.0%	44.0%	43.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

盈利预测：

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 155.43、201.82、260.78 亿元，同比增长分别为 30.5%、29.9%、29.2%；归属于上市公司股东的净利润分别为 23.27、30.37、39.49 亿元；EPS 分别为 0.56、0.73 和 0.95 元。

4.2. 估值与投资评级

我们选取通策医疗、海吉亚医疗及锦欣生殖等医疗服务企业作为可比公司，采用 PS 法进行估值。爱尔眼科 PS 估值低于可比公司的平均水平。随着公司迈入高质量发展阶段，通过纵向分级连锁网络体系、横向同城分级诊疗体系和全球资源协同体系的战略布局，有望进一步强化在眼科服务领域的龙头地位。参考可比公司估值区间，给予公司 2021 年 27.73 倍 PS，目标价 104.59 元，维持“买入”评级。

表 8：可比公司估值情况

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PS			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
通策医疗	358.91	1150.81	1.54	2.30	3.07	4.03	42.47	39.28	30.34	23.58
海吉亚医疗	75.57	467.01	0.38	0.63	0.88	1.10	18.10	22.88	16.83	11.77
锦欣生殖	14.71	368.84	0.10	0.16	0.22	0.26	22.66	20.54	16.30	13.43
平均			0.67	1.03	1.39	1.80	27.74	27.57	21.15	16.26
爱尔眼科	81.07	3379.86	0.42	0.56	0.73	0.95	25.91	21.75	16.75	12.96

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：通策医疗、海吉亚医疗及锦欣生殖的预测 EPS 及 PS 为万得一致预期，收盘价及总市值为 2021 年 06 月 16 日收盘数据，海吉亚医疗、锦欣生殖数据已按最新汇率转化为人民币

5. 风险因素

1、扩张速度低于预期

公司通过内生及外延提升公司的规模水平，若新建或并购医院的落地节奏不及预期，有可能对公司业绩增长造成负面影响。

2、医疗事故风险

医疗服务行业中医疗纠纷不能完全避免，若因医疗质量或患者沟通不畅造成医疗纠纷，社会舆论可能对企业形象有损。

3、估值下行风险

公司目前估值靠近历史偏高位置，若市场风险偏好改变或对公司成长性预期有所调整，或可能影响公司估值水平的稳定性。

4、疫情反复风险

尽管疫情对国内影响趋缓，但尚未消除，仍存在零星反复的可能性。海外疫情仍在持续，也对公司海外诊疗业务的正常开展造成一定压力。

5、估值差异风险

可比公司中包含港股公司，考虑到 A/H 股估值差异，可比标的选择可能对估值水平造成波动。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,840.18	3,063.11	4,613.39	7,420.82	12,010.42	营业收入	9,990.10	11,912.41	15,543.05	20,182.45	26,078.26
应收票据及应收账款	1,179.88	1,416.38	1,357.62	1,797.10	2,917.27	营业成本	5,064.55	5,833.83	7,741.45	10,049.73	12,988.31
预付账款	101.99	139.31	216.25	213.68	349.46	营业税金及附加	22.19	30.41	46.63	60.55	78.23
存货	374.21	494.56	658.30	838.30	1,095.91	营业费用	1,048.54	1,066.46	1,709.74	2,199.89	2,816.45
其他	530.81	532.12	656.97	680.27	845.24	管理费用	1,305.02	1,425.46	2,176.03	2,845.73	3,664.00
流动资产合计	4,027.08	5,645.49	7,502.52	10,950.18	17,218.30	研发费用	152.31	164.25	310.86	504.56	704.11
长期股权投资	0.96	0.83	0.83	0.83	0.83	财务费用	75.53	90.35	158.00	180.52	208.50
固定资产	1,764.61	2,097.55	2,198.08	2,232.05	2,219.42	资产减值损失	(314.14)	(362.81)	152.00	101.30	106.00
在建工程	361.14	662.32	463.62	324.54	227.17	公允价值变动收益	(56.41)	(380.41)	0.00	0.00	0.00
无形资产	555.05	545.71	519.90	590.39	677.51	投资净收益	113.41	159.04	0.00	0.00	0.00
其他	5,185.91	6,588.70	6,441.37	6,294.04	6,146.70	其他	557.26	1,211.66	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	7,867.67	9,895.10	9,623.80	9,441.84	9,271.64	营业利润	2,021.84	2,674.18	3,248.34	4,240.18	5,512.65
资产总计	11,894.75	15,540.59	17,126.32	20,392.02	26,489.94	营业外收入	8.03	14.84	0.00	0.00	0.00
短期借款	580.00	487.10	0.00	0.00	0.00	营业外支出	189.64	325.74	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,091.68	1,453.98	1,713.58	2,464.43	2,996.12	利润总额	1,840.24	2,363.27	3,248.34	4,240.18	5,512.65
其他	1,206.96	1,393.21	1,951.97	1,166.06	2,462.24	所得税	409.08	486.11	714.63	932.84	1,212.78
流动负债合计	2,878.64	3,334.29	3,665.55	3,630.49	5,458.36	净利润	1,431.16	1,877.17	2,533.71	3,307.34	4,299.87
长期借款	1,635.71	1,381.96	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	52.24	153.36	207.00	270.21	351.30
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,378.92	1,723.81	2,326.70	3,037.13	3,948.57
其他	357.67	172.17	274.79	268.21	238.39	每股收益(元)	0.45	0.42	0.56	0.73	0.95
非流动负债合计	1,993.38	1,554.13	274.79	268.21	238.39						
负债合计	4,872.02	4,888.42	3,940.34	3,898.70	5,696.75						
少数股东权益	428.69	798.30	1,005.30	1,275.51	1,626.80	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	3,097.81	4,121.52	4,169.06	4,169.06	4,169.06	成长能力					
资本公积	561.30	2,376.92	2,329.37	2,329.37	2,329.37	营业收入	24.74%	19.24%	30.48%	29.85%	29.21%
留存收益	3,585.14	5,732.46	8,011.61	11,048.75	14,997.32	营业利润	29.79%	32.26%	21.47%	30.53%	30.01%
其他	(650.21)	(2,377.01)	(2,329.37)	(2,329.37)	(2,329.37)	归属于母公司净利润	36.67%	25.01%	34.97%	30.53%	30.01%
股东权益合计	7,022.73	10,652.18	13,185.98	16,493.32	20,793.18	获利能力					
负债和股东权益总计	11,894.75	15,540.59	17,126.32	20,392.02	26,489.94	毛利率	49.30%	51.03%	50.19%	50.21%	50.19%
						净利率	13.80%	14.47%	14.97%	15.05%	15.14%
						ROE	20.91%	17.49%	19.10%	19.96%	20.60%
						ROIC	38.49%	45.19%	39.89%	58.22%	67.60%
						偿债能力					
						资产负债率	40.96%	31.46%	23.01%	19.12%	21.51%
						净负债率	9.75%	-9.21%	-33.37%	-43.51%	-56.69%
						流动比率	1.40	1.69	2.05	3.02	3.15
						速动比率	1.27	1.54	1.87	2.79	2.95
						营运能力					
						应收账款周转率	9.69	9.18	11.21	12.80	11.06
						存货周转率	27.25	27.42	26.96	26.97	26.97
						总资产周转率	0.93	0.87	0.95	1.08	1.11
						每股指标(元)					
						每股收益	0.45	0.42	0.56	0.73	0.95
						每股经营现金流	0.50	0.80	0.86	0.73	1.18
						每股净资产	1.58	2.36	2.92	3.65	4.60
						估值比率					
						市盈率	180.16	193.02	145.26	111.28	85.60
						市净率	51.26	34.30	27.75	22.21	17.63
						EV/EBITDA	36.91	74.26	94.21	72.46	55.56
						EV/EBIT	41.36	82.61	97.39	74.51	56.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com