

砥砺前行，民营眼科龙头持续领跑

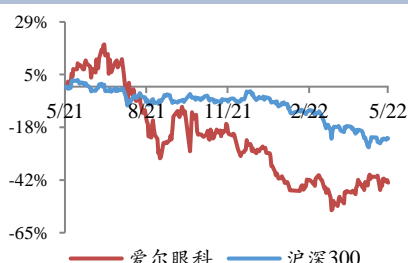
投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-05-18

主要观点：

收盘价（元）	34.34
近 12 个月最高/最低（元）	67.21/26.94
总股本（百万股）	5,422
流通股本（百万股）	4,457
流通股比例（%）	82.21
总市值（亿元）	1,862
流通市值（亿元）	1,531

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：陈珈蔚

执业证书号：S0010122030002

邮箱：chenjw@hazq.com

相关报告

● 民营眼科医疗先行者，先发&规模优势滚雪球

爱尔眼科是目前全球规模最大、诊疗量最多的眼科医疗连锁机构和眼科医疗服务先行者，自 2003 年成立以来已有近 20 年发展史；截至 2021 年底，公司在全球范围内开设眼科医疗机构 723 家，其中国内上市公司旗下医院共 292 家，接近实现国内省市全覆盖；全球网络横跨中国内地、中国香港、欧洲、美国、东南亚，规模优势显著。2021 年公司实现营业收入 150.01 亿元，2009~2021 CAGR 30.66%，实现归母净利润 23.23 亿元，2009~2021 CAGR 30.87%，净利率由 2009 年的 14.83% 提升至 2021 年的 16.47%。借助长期积累的品牌口碑、深厚的品牌文化底蕴及标准化可复制的运营模式，公司旗下新增医院快速成熟、老牌医院持续升级，未来业务覆盖的密度、广度、深度将持续提升。

● 多维度竞争优势奠定高质量成长基石

1) “并购基金+合伙人”模式打破了民营连锁机构扩张过程中的“人才、资金”双瓶颈，驱动扩张提速。自 2014 年成立并购基金以来，公司旗下医院数量由 2014 年初的 50 家快速扩张至 2021 年底的 292 家，公司并购基金旗下仍有 318 家医疗机构（医院&诊所）存量，未来扩张需求可顺利落地。2) 全面分级连锁及全球化生态战略帮助公司在优化资源配置、实现技术资源高效迭代的同时，将优质医疗服务持续下沉，高效满足患者的个性化就医需求。目前公司在部分省会城市已经拥有超越公立医院的技术水平，同时分级连锁网络已经完成省会城市 90% 覆盖、地级市 80% 覆盖，新十年 1+8+N 战略还将持续深化公司分级诊疗网络。3) 医教研体系建设及人才培养计划为公司乃至行业输送眼科人才，为高速扩张提供了人员及技术支撑。截至 2020 年底，爱尔上市公司及并购基金旗下医疗机构眼科医生共计 6000 余人，约占全国总眼科医师的 1/8，人才聚集效应明显。4) 持续创新奠定公司长期发展基石。公司抓住新发展机遇。高端术式占比已达到较高水平，且仍处上升趋势；角膜塑形镜为公司视光业务主力，有望实现价量齐增；创新开设干眼门诊等特色门诊，利用全球化布局优势持续引进新技术，领跑新赛道。

● 眼科赛道持续扩容，爱尔引领行业发展

1) 需求：我国老龄化程度的逐渐加深、不健康生活方式的逐渐普遍化等因素导致我国居民眼病发病率日趋提高；人均消费支出的增长及认知水平的提高导致居民对眼健康的关注度提升，眼科医疗服务的需求旺盛。2) 供给：国家一以贯之鼓励社会办医，着力于发展眼健康行业，民营眼科医疗机构得以迅速发展，但人均可得眼科医疗资源相较发达国家仍较低，医疗优质的医疗资源处于稀缺状态。3) 市场：眼科医疗服务市场整体规模稳增，各细分赛道渗透率较低，为行业发展持续扩容。4) 趋势：术式、服务高端化转型带来客单价提升，干眼诊疗、老花手术等新兴赛道是未来增长点，市场空间广阔。

● 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司是民营眼科医疗服务绝对领导者，新十年将按照 1+8+n 战略完善医院布局，打造世界级眼科医学中心，通过业务内生增长及医院外延并购扩张保持业绩增速，通过医教研创新平台打造医师资源壁垒，实现长期发展。预计公司 2022-2024 年将实现营业总收入 185.74/229.23/281.63 亿元人民币，同比+23.8%/23.4%/22.9%；预计实现归母净利润 30.71/40.19/51.62 亿元人民币，同比+32.2%/30.8%/28.5%；对应 PE 60.44/46.20/35.96x；首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

并购基金旗下医院管理风险；医疗事故风险；新建医院发展不及预期；疫情大面积爆发风险；行业竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15001	18574	22923	28163
收入同比（%）	25.9%	23.8%	23.4%	22.9%
归属母公司净利润	2323	3071	4019	5162
净利润同比（%）	34.8%	32.2%	30.8%	28.5%
毛利率（%）	51.9%	52.2%	52.4%	52.6%
ROE（%）	20.5%	21.3%	21.8%	21.9%
每股收益（元）	0.43	0.57	0.74	0.95
P/E	97.55	60.44	46.20	35.96
P/B	20.21	12.89	10.07	7.86
EV/EBITDA	43.75	33.34	26.58	21.36

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 眼科连锁引领者，持续成长又快又稳	6
1.1 十九年成就高质量眼科连锁王国	6
1.2 老牌医院实力雄厚，新增医院快速爬坡	7
1.3 上市以来业务量价齐升，疫情不改高增长	10
2 供需推动眼科赛道不断扩容，爱尔紧跟趋势，全面领先市场	12
2.1 人口老龄化、眼健康状况严峻造成需求不断增长	12
2.2 政策支持民营医院发展，医疗资源仍待补充	13
2.3 眼科医疗服务市场规模增速快，各细分赛道发展势头强劲	15
2.4 赛道玩家众多，爱尔一骑绝尘	23
3 创新模式奠定高质量成长基石	24
3.1 持续深化医教研平台建设，人才内培外引	24
3.2 “并购基金+合伙人”模式驱动扩张全面提速	26
3.3 全面分级连锁生态优化布局网络	30
4 盈利预测与投资建议	32
4.1 盈利预测	32
4.2 投资建议	33
风险提示:	34
财务报表与盈利预测	35

图表目录

图表 1 爱尔眼科发展历程	6
图表 2 爱尔眼科全球布局 (截至 2021 年底)	7
图表 3 爱尔眼科股权结构情况	7
图表 4 部分医院 2021 年基本情况	8
图表 5 爱尔眼科核心老牌医院收入增速	8
图表 6 爱尔眼科核心老牌医院净利率	8
图表 7 近年新增医院经营情况	9
图表 8 核心老牌医院收入、净利润 (万元) 及占比	9
图表 9 新增医院跻身爱尔净利润前十 (营业收入&净利润 RMB 万元)	9
图表 10 公司上市后历年门诊量 (万人次) 及增速	10
图表 11 公司上市后历年手术量 (万例) 及增速	10
图表 12 公司历年业绩	11
图表 13 公司毛利净利均稳步提升	11
图表 14 公司三费费率稳定, 控费效果良好	11
图表 15 屈光与视光成为公司两大核心业务 (亿元)	12
图表 16 屈光与视光业务毛利率远高于其他业务	12
图表 17 我国人口老龄化趋势不可逆	12
图表 18 2020 年我国儿童青少年近视率不容忽视	13
图表 19 中国人均卫生费用逐年增长 (RMB 亿元)	13
图表 20 中国人均卫生费用处于低位 (美元, 2018 年)	13
图表 21 眼科行业相关政策	14
图表 22 民营眼科医院数量高速增长 (家)	15
图表 23 中国眼科医生数量 (人)	15
图表 24 2019 年指定国家每百万人口眼科医院数量 (家)	15
图表 25 2019 年国家/地区每百万人口的眼科医生数量 (人)	15
图表 26 2015~2024E 中国眼科医疗机构门诊量 (百万人次)	16
图表 27 2015~2024E 中国眼科医疗机构住院病人数 (百万人次)	16
图表 28 2015~2024E 中国眼科医疗服务市场规模 (RMB, 十亿元)	16
图表 29 2019 年中国眼科医疗服务细分市场规模占比	17
图表 30 2015~2025 (估计) 中国医学视光市场规模 (亿元)	17
图表 31 角膜塑形镜市场渗透率极低	18
图表 32 2020 年公司视光业务收入拆分	18
图表 33 公司视光业务高速增长 (亿元)	18
图表 34 2020 年各国每千人近视手术量 (台)	19
图表 35 2015~2025E 中国屈光手术市场规模 (亿元)	19
图表 36 常见近视手术对比	20
图表 37 爱尔眼科屈光业务全面中高端化	20
图表 38 中国白内障手术量 (万例) 及 CSR (例/百万人)	21
图表 39 2011 年各国 CSR (例/百万人)	21
图表 40 2015~2025 (估计) 中国白内障手术市场规模 (亿元)	21
图表 41 爱尔眼科白内障手术收入 (亿元) 及增速	22

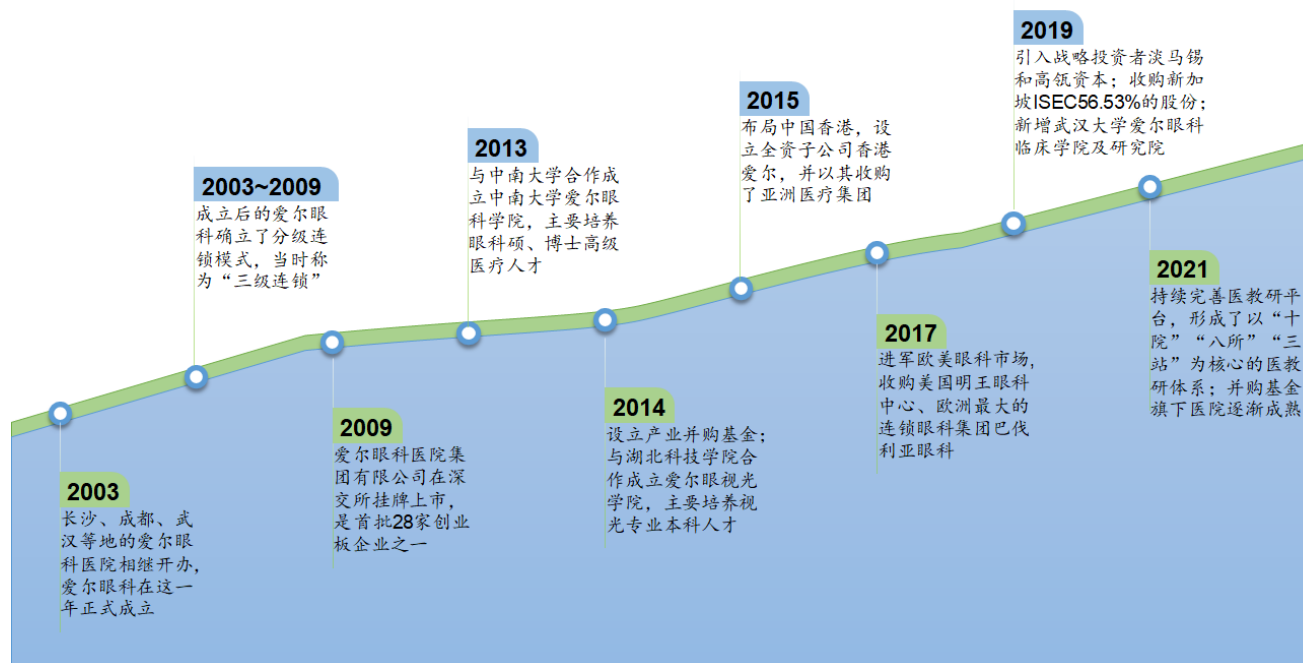
图表 42 爱尔干眼门诊“七步诊疗法”	23
图表 43 爱尔干眼诊疗服务	23
图表 44 眼科行业内主要竞争者情况	23
图表 45 “十院、八所、三站、三中心、两基地、一平台”医教研创新平台	25
图表 46 爱尔眼科高层次人才培养计划	25
图表 47 爱尔眼科医生资源聚集效应显现	26
图表 48 公司吸引高学历人才（名）	26
图表 49 学术科研能力显著	26
图表 50 爱尔眼科并购基金模式	27
图表 51 爱尔参加的主要并购基金梳理	27
图表 52 公司体内医院（含门诊部）数量（家）	28
图表 53 爱尔眼科合伙人计划	29
图表 54 东莞爱尔历史沿革	29
图表 55 东莞爱尔快速爬坡	30
图表 56 爱尔全国分级连锁生态	30
图表 57 长沙爱尔“一城四院七门诊”布局情况	31
图表 58 公司收入预测（RMB MN）	32

1 眼科连锁引领者，持续成长又快又稳

1.1 十九年成就高质量眼科连锁王国

民营眼科医疗服务先行者，19 年发展史堪称民营眼科医疗连锁的教科书。爱尔眼科医院集团股份有限公司于 2003 年成立，经过近二十年的实践与探索，成功创立了分级连锁商业模式并将其推广至全国，成为国内发展速度最快的民营眼科专科连锁医疗机构之一。2006 年公司被评为“中国最具特色实力眼科医院”，2008、2009 年公司连续两年入选“清科——中国最具投资价值企业 50 强”。2009 年爱尔眼科在深交所挂牌上市，成为首批 28 家创业板上市企业之一，届时公司已在全国 12 个省市设立了 19 家连锁医院，上市后充裕的资金加快了其扩张的步伐。公司重视人才培养，2013 年开始着手医教研平台的建设，与中南大学合作成立中南大学爱尔眼科学院以培养高级眼科硕博人才，2014 年与湖北科技学院合作成立爱尔眼视光学院以培养视光专业本科人才；同年设立产业并购基金，形成“内生增长+外延并购”双轮驱动的扩张模式。2015 年公司开启全球战略，设立全资子公司香港爱尔并以其收购亚洲医疗集团。2017 年公司先后收购美国 MINGWANG 眼科中心以及欧洲最大的连锁眼科集团巴伐利亚眼科，成为全球唯一一家拥有中国、欧洲两家上市公司的眼科医疗连锁。2019 年公司引入战略投资者淡马锡与高瓴资本，以借鉴其全球化思维和成功经验，助力自身国际化布局，并在同年收购新加坡 ISEC 眼科集团 56.53% 的股份。2021 年公司形成了“十院”“八所”“三站”为核心的医教研体系，并购基金旗下医院逐渐成熟，接连归入上市公司旗下，公司品牌影响力不断提升。

图表 1 爱尔眼科发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

规模大、诊疗量多，医疗网络覆盖中国内地、中国香港、欧洲、美国、东南亚。
 截至 2021 年底，公司在全球共布局 723 家医疗机构，其中，中国内地 610 家（上

市公司旗下 292 家, 产业并购基金旗下 318 家)、中国香港 7 家、美国 1 家、欧洲 93 家、东南亚 12 家。从渗透率看, 目前公司对地级市覆盖达到 80% (目标在未来达 90%), 此外公司也正持续对县级医院进行布局探索。未来新十年, 公司将持续推进 1+8+N 战略——打造 1 家世界级眼科中心、8 家国家或区域级眼科中心、N 家省会医院, 集团业务规模及覆盖的深度、高度、广度、密度有望进一步提高。

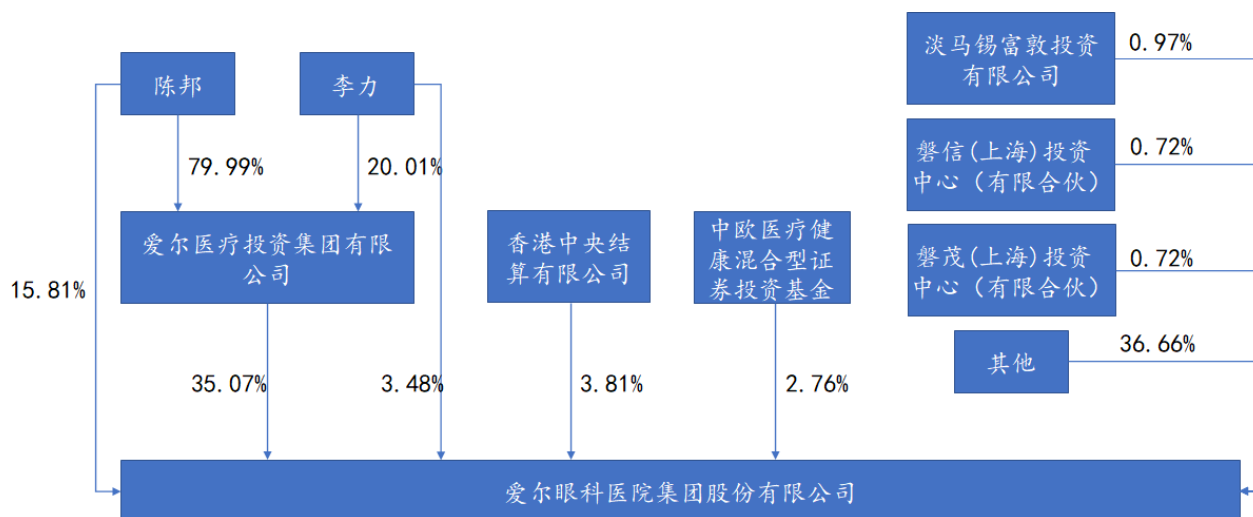
图表 2 爱尔眼科全球布局 (截至 2021 年底)



资料来源: 公司社会责任报告, 华安证券研究所

公司股权结构稳定, 实际控制人为董事长陈邦。公司股权较为集中且相对稳定, 实际控制人陈邦直接持有爱尔眼科 15.81% 的股权, 并通过其控股的爱尔医疗投资集团有限公司间接持有爱尔眼科 35.07% 的股权, 合计持有 50.88% 股权。陈邦、李力作为高管层, 合计持股 56.12%, 与股东利益高度吻合。

图表 3 爱尔眼科股权结构情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

1.2 老牌医院实力雄厚, 新增医院快速爬坡

根据成立时间, 公司体内医院分为老牌医院和新增医院两类。老牌医院是公司

上市前成立的医院，均有超过十年的发展史，经营成熟，底蕴雄厚，其中以成都爱尔、武汉爱尔、衡阳爱尔、株洲爱尔、长沙爱尔、沈阳爱尔、重庆爱尔、广州爱尔这8家医院作为老牌医院的代表。新增医院是2009年公司上市后通过自建、并购或从并购基金并入成立的医院，承担开拓市场，扩大品牌影响力的任务，自2009年初至2021年底，公司体内内地新增医院共275家，海外新增医院113家（含香港），部分新增医院表现亮眼，以深圳爱尔、东莞爱尔等为代表。

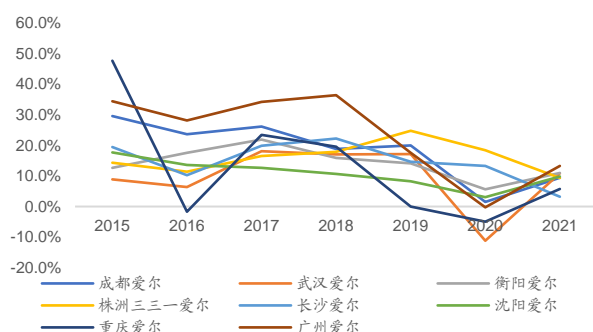
图表 4 部分医院 2021 年基本情况

	门店名称	地点	类型	开业时间	建筑面积（平方米）	收入（万元）	净利润（万元）
核心老牌医院	成都爱尔	成都	成立	2002.12	6,313	41,699	12,667
	武汉爱尔	武汉	成立	2003.7	18,409	53,760	14,695
	衡阳爱尔	衡阳	成立	2003.9	3,465	19,120	4,588
	株洲三三一爱尔	株洲	成立	2004.9		16,489	3,845
	长沙爱尔	长沙	成立	2004.12	8,957	45,794	17,699
	沈阳爱尔	沈阳	收购	2005.8	6,069	42,397	9,834
	重庆爱尔	重庆	成立	2006.7	21,000	25,964	4,906
	广州爱尔	广州	成立	2008.2	36,000	24,502	4,034
上市后部分新增医院	深圳爱尔	深圳	成立	2013.5	6,568	29,826	5,305
	东莞爱尔	东莞	体外并入体内	2014.8	11,535	23,165	5,862
	滨州沪滨爱尔	滨州	体外并入体内	2014.12	8,000	20,303	3,843
	佛山爱尔	佛山	体外并入体内	2014.12	6,970	11,937	2,974
	长沙湘江爱尔	长沙	成立	2015.7	7,042	11,063	2,974

资料来源：公司公告，华安证券研究所

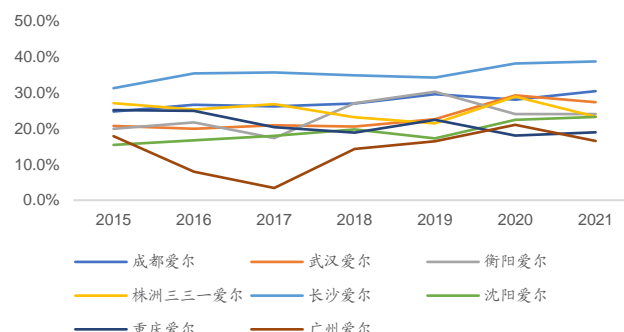
老牌医院发展成熟并保持优质增长。8家核心老牌医院均为上市前成立的各省市核心医院，除广州爱尔（于2008年开业）外，其余老店均有十五年以上的营业历史，除近两年受疫情影响外，各医院基本保持10%~20%左右的收入增速，彰显老牌医院的品牌效应及强劲的内生增长能力，随着龙头医院扩建升级，未来综合接诊能力将继续提升。老牌医院通过十几年的深厚积淀，在当地形成了良好的口碑，盈利能力达到较高水平，各医院净利率基本保持在15%~30%的水平，远高于公司平均水平。

图表 5 爱尔眼科核心老牌医院收入增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 爱尔眼科核心老牌医院净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

新增医院增长能力强劲，快速爬坡。新增医院为上市后通过自建、直接并购、并购基金并购三种方式成立的新医院，受益于公司标准化模式及品牌效应的不断增

强，近年来新增医院业绩亮眼，爬坡速度非常快，不少医院在开业后第二年即可实现盈利并在之后的年度实现更高质量的发展。

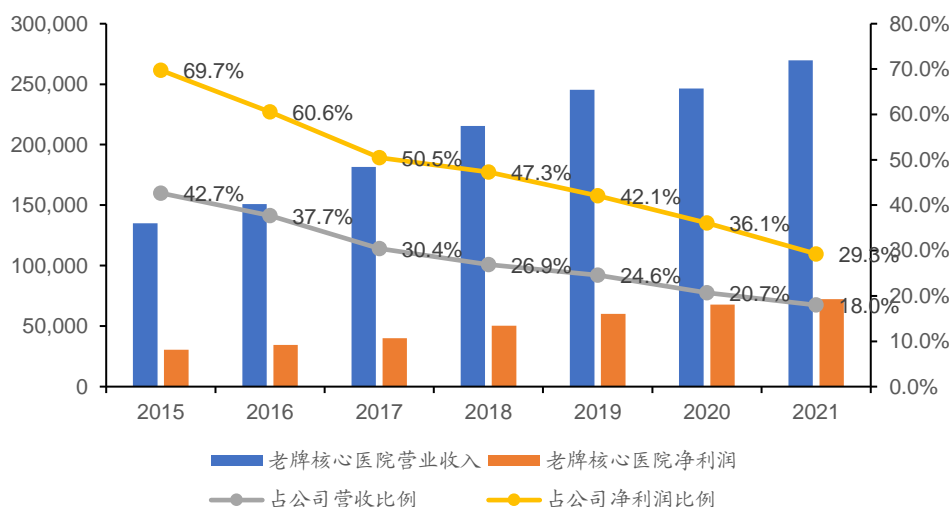
图表 7 近年新增医院经营情况

门店名称	开业时间	收入增速							净利率						
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
深圳爱尔	2013.5	115.9%	30.6%	37.5%	51.1%	29.0%	4.6%	22.6%	2.0%	5.4%	11.0%	14.9%	13.7%	21.5%	17.8%
东莞爱尔	2014.8		127.6%	97.9%	45.6%	39.2%	18.3%	20.5%	-15.2%	22.6%	20.4%	23.5%	26.9%	27.9%	25.3%
滨州沪滨爱尔	2014.12		77.6%	15.0%	7.7%	19.8%	14.5%	12.7%		22.5%	18.5%	17.3%	15.8%	18.1%	18.9%
佛山爱尔	2014.12						11.8%	18.0%	-79.5%				16.4%	20.6%	24.9%
长沙湘江爱尔	2015.7			100.0%	27.5%	29.9%	19.6%	13.9%		3.6%		14.8%	21.7%	22.0%	26.9%
深圳爱尔	2013.5	115.9%	30.6%	37.5%	51.1%	29.0%	4.6%	22.6%	2.0%	5.4%	11.0%	14.9%	13.7%	21.5%	17.8%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

新增医院收入、净利润占比迅速提高，承担更加重要的任务。2015 年至 2021 年，核心老牌医院收入占比由 69.7%减少到 29.3%，净利润占比由 42.7%减少到 18.0%，说明公司标准化复制取得显著成效，众多新增医院进入快速增长阶段，收入利润占比不断提高，为公司业务发展注入新的力量。新增医院在各地建立起口碑，逐渐发展成为成熟医院，其中，东莞爱尔与深圳爱尔已跻身为爱尔净利润前十医院。新增医院逐步成为集团医院体系的新一代支柱，支持公司未来持续扩张的战略，公司品牌影响力也有望不断扩大，形成良性循环与增长飞轮。

图表 8 核心老牌医院收入、净利润（万元）及占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 新增医院跻身爱尔净利润前十（营业收入&净利润 rmb 万元）

排名	2020						2021					
	门店名称	开业时间	营业收入	占比	净利润	占比	门店名称	开业时间	营业收入	占比	净利润	占比
1	长沙爱尔	2004.12	44,370	3.7%	16,908	9.0%	长沙爱尔	2004.12	45,794	3.1%	17,699	7.2%
2	武汉爱尔	2003.7	48,483	4.1%	14,168	7.5%	武汉爱尔	2003.7	53,760	3.6%	14,695	5.9%
3	成都爱尔	2002.12	38,105	3.2%	10,656	5.7%	成都爱尔	2002.12	41,699	2.8%	12,667	5.1%
4	沈阳爱尔	2005.8	38,609	3.2%	8,653	4.6%	沈阳爱尔	2005.8	42,397	2.8%	9,834	4.0%

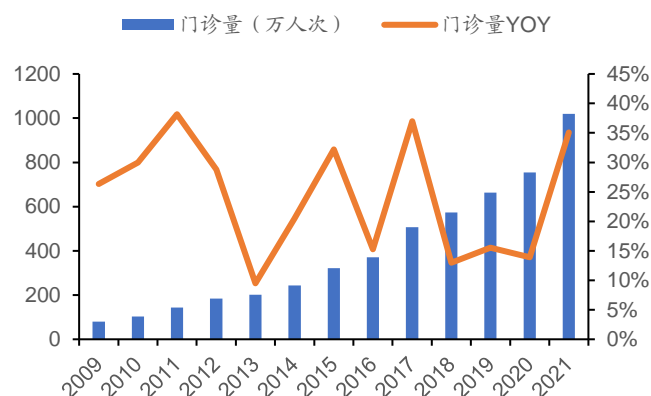
5	东莞爱尔	2014.8	19,221	1.6%	5,359	2.9%	东莞爱尔	2014.8	23,165	1.5%	5,862	2.4%	
6	深圳爱尔	2013.5	24,054	2.0%	4,986	2.7%	深圳爱尔	2013.5	29,826	2.0%	5,305	2.1%	
7	广州爱尔	2008.2	21,619	1.8%	4,533	2.4%	重庆爱尔	2006.7	25,964	1.7%	4,906	2.0%	
8	重庆爱尔	2006.7	24,548	2.1%	4,412	2.4%	衡阳爱尔	2003.9	19,120	1.3%	4,588	1.9%	
9	株洲爱尔	2004.9	13,420	1.1%	4,290	2.3%	贵阳爱尔	2003.6	18,950	1.3%	4,436	1.8%	
10	衡阳爱尔	2003.9	17,232	1.4%	4,111	2.2%	广州爱尔	2008.2	24,502	1.6%	4,034	1.6%	
合计			289,660	24.3%	78,077	41.6%				325,177	21.7%	84,026	34.0%
集团总计			1,191,241	100.0%	187,717	100.0%				1,500,081	100.0%	246,990	100.0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 上市以来业务量价齐升，疫情不改高增长

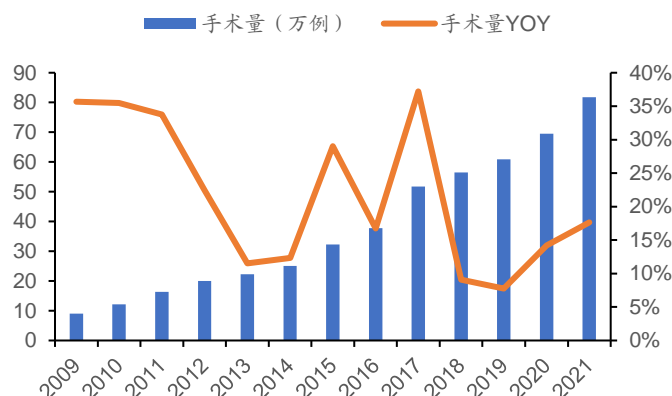
公司业务规模持续增长，2021 年门诊量为 2009 年的 13 倍，手术量为 2009 年的 9 倍。2009 年上市时，集团门诊量为 79.74 万人次，到 2021 年底，门诊量已达到 1019.61 万人次，2009~2021 CAGR 23.66%；2009 年手术量 9.01 万例，2021 年手术量共计 81.73 万例，2009~2021 CAGR 20.17%，在近两年疫情扰动下公司业务量仍保持较高的增速，彰显强劲的管理能力和业务水平。

图表 10 公司上市后历年门诊量（万人次）及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

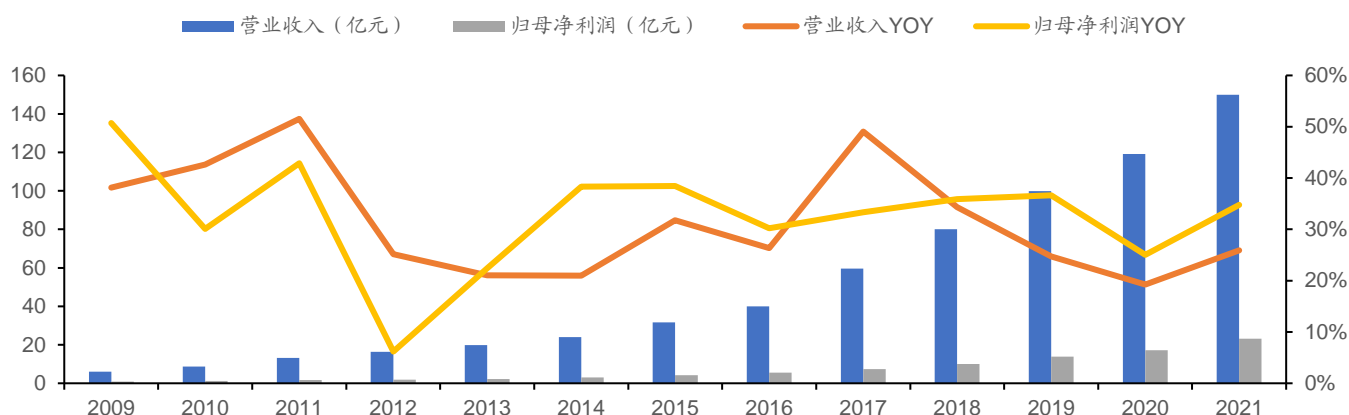
图表 11 公司上市后历年手术量（万例）及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

业务规模持续扩张、量价齐升带来的是公司业绩的高增长。公司营业收入高速增长，从 2009 年的 6.06 亿元增至 2021 年的 150.01 亿元，尽管 2020 年受新冠疫情影响，全行业均受到冲击，公司营收依旧保有 19.24% 增速；其余年份营收增速均超过 20%，2009~2021 CAGR 30.66%。公司归母净利润由 2009 年的 0.92 亿元增至 2021 年的 23.23 亿元，2012 年受新闻事件影响增速放缓为 6.18%，2013 年迅速恢复到 22.43%，2020 年疫情扰动下增速仍达到 25.01%，其余年份增速均超过 30%，2009~2021 CAGR 30.87%，2021 年前三季度归母净利润已超 2020 年全年水平，2021 年全年增速 34.78%。2022 年一季度我国疫情点状爆发，在此背景下公司仍保持 18.72% 的营收增速和 26.15% 的归母净利润增速，公司在后疫情时代的恢复与发展势头十分强劲。

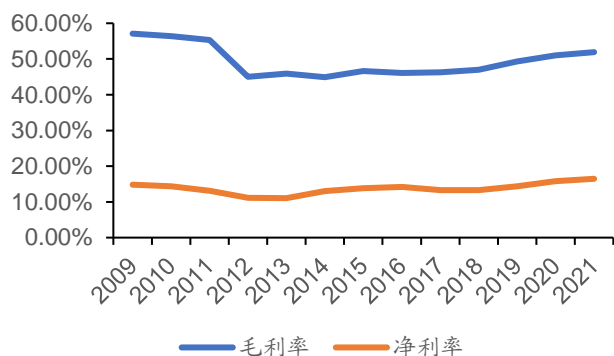
图表 12 公司历年业绩



资料来源：公司公告，华安证券研究所

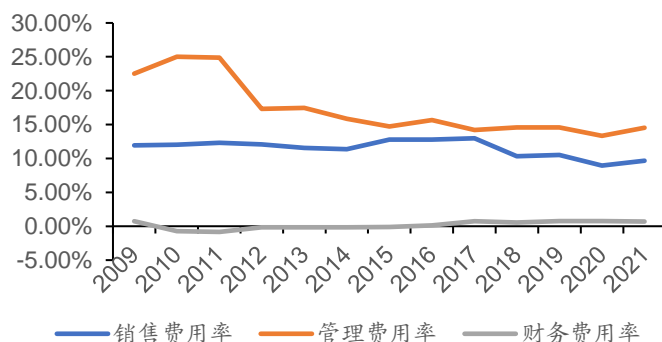
盈利能力与费用管控能力在快速扩张之下依旧表现稳定。公司毛利率常年保持在 45%以上，净利率保持在 10%以上，2012 年毛利率的迅速下滑是由会计准则的变更导致，在此之后公司受益于规模的有序扩张，毛利率稳步提升，2021 年公司毛利率增至 51.92%，净利率增至 16.47%；费用率常年保持相对稳定，2021 年费用率在规模扩张、人员成本增加的背景下略微上升，2021 年销售费用率 9.65%，管理费用率 14.53%，财务费用率从未超过 1%。充分体现公司在规模迅速扩张的过程中对于成本及费用的管控也卓有成效，具备未来长期稳定扩张的基础。

图表 13 公司毛利净利均稳步提升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

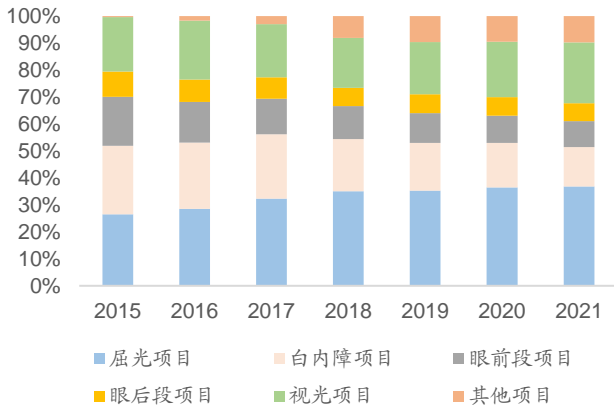
图表 14 公司三费费率稳定，控费效果良好



资料来源：公司公告，华安证券研究所

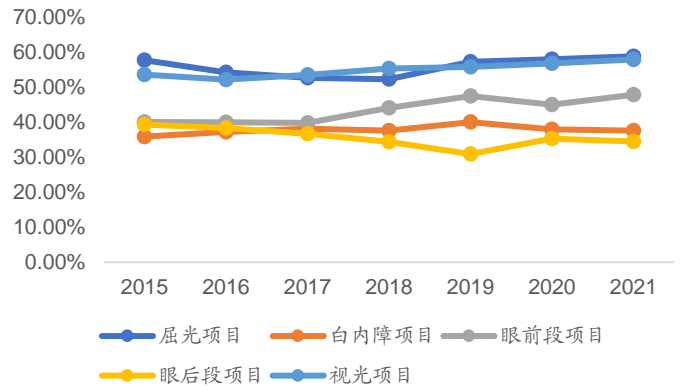
公司两大核心业务为具有高毛利的屈光与视光业务。屈光、视光及白内障业务始终是公司的三大主营业务，随着全飞秒、ICL 等高端定制屈光手术及角膜塑形镜等视光业务的推广升级，屈光与视光业务占比不断提高，且始终维持 50%以上的毛利率，成为公司两大核心业务。2021 年公司屈光业务收入达到 55.20 亿元，占公司总收入的 36.80%，为公司贡献最多收入；视光业务和白内障业务收入分别达到 33.78 亿元和 21.91 亿元，占公司总收入的 22.52%和 14.61%。毛利率方面，2021 年公司屈光和视光业务毛利率分别达到 58.95%和 58.04%，白内障、眼前段及眼后段业务毛利率分别为 37.67%、47.95%及 34.52%。

图表 15 屈光与视光成为公司两大核心业务（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 16 屈光与视光业务毛利率远高于其他业务



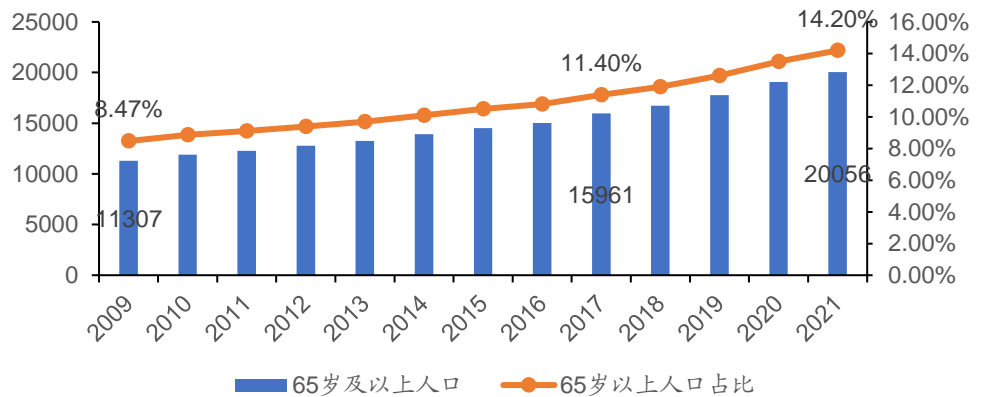
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 供需推动眼科赛道不断扩容，爱尔紧跟趋势，全面领先市场

2.1 人口老龄化、眼健康状况严峻造成需求不断增长

人口老龄化及青少年眼健康状况日趋严峻，我国眼科医疗服务需求持续膨胀。近年来，我国人口老龄化程度不断加深，根据国家统计局的数据，我国 65 岁以上人口逐年增长，2021 年达 2.01 亿人，占全国人口的 14.20%，人口老龄化趋势不可逆。随着老龄化程度的加深，白内障、糖尿病视网膜病变等与年龄高度相关的眼病发病率将持续提高，患病人数持续增加。

图表 17 我国人口老龄化趋势不可逆

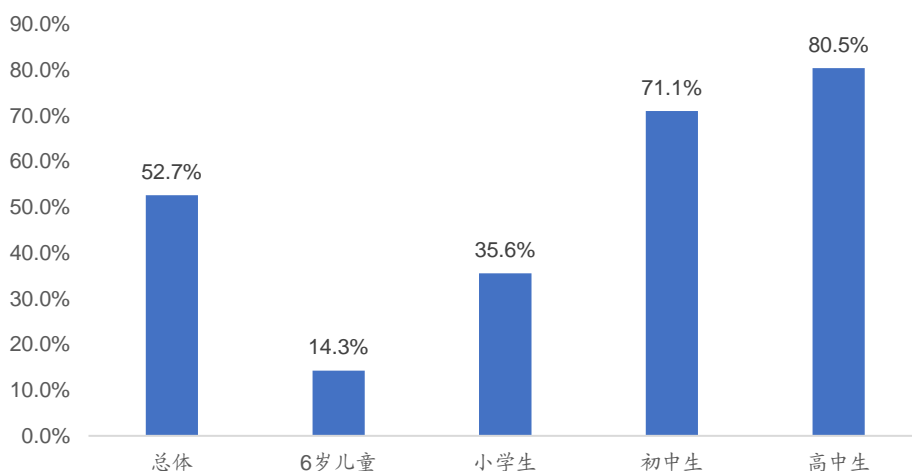


资料来源：国家统计局，华安证券研究所

青少年近视正成为主流疾病，眼健康状况值得关注。中国已成为近视第一大国，世界卫生组织此前的研究报告显示，中国近视患者人数多达 6 亿人次，青少年近视率居世界第一。根据国家卫健委公布的 2020 年全国儿童青少年近视调查结果显示，2020 年我国儿童青少年总体近视率为 52.7%，较 2019 年上升 2.5 个百分点，其中 6 岁儿童为 14.3%，小学生为 35.6%，初中生为 71.1%，高中生为 80.5%。高度近

视容易引发多种严重并发症，比如白内障、视网膜脱离和青光眼等，是重点防治的致盲性眼病，近视专项调查显示，近 10% 近视学生为高度近视，而且占比随年级升高而增长，在幼儿园 6 岁儿童中有 1.5% 为高度近视，高中阶段达到 17.6%。

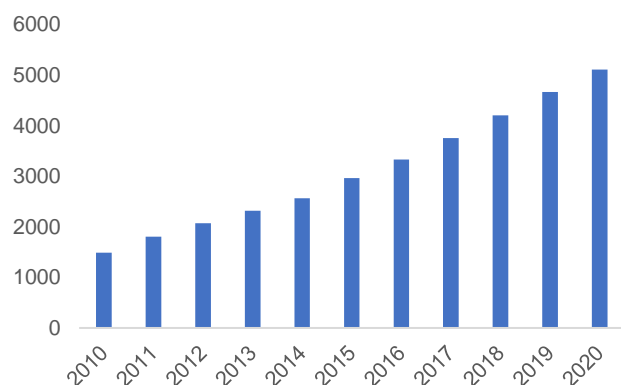
图表 18 2020 年我国儿童青少年近视率不容忽视



资料来源：卫健委，华安证券研究所

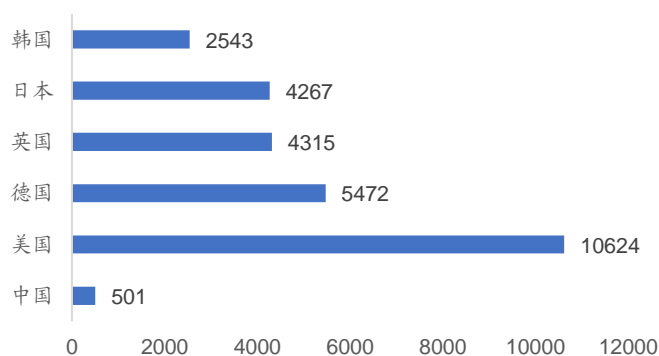
随着人们收入水平及健康意识的提高、我国医疗保障制度的不断完善，我国居民人均卫生费用逐年提高。根据国家统计局的数据，我国人均卫生费用从 2010 年的 1490 元提高到 2020 年的 5112 元，年均复合增长率为 13.12%，但相较于发达国家仍处于较低水平，随着未来进一步的消费升级，眼科医疗潜在需求将不断转化为现实的有效需求。

图表 19 中国人均卫生费用逐年增长 (rmb 亿元)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 20 中国人均卫生费用处于低位 (美元，2018 年)



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴 2021》，华安证券研究所

2.2 政策支持民营医院发展，医疗资源仍待补充

政策明确支持社会办医及眼健康事业。近年来，国家及省市层面逐步出台政策文件支持和引导社会办医，推动专科医院发展，为社会办医提供了广阔的空间。在政策利好的背景下，民营眼科医疗机构在眼科医院总体市场的渗透率提高，眼疾病治疗及预防的概念逐渐被普及。在民众日益重视眼健康的背景下，眼科医疗服务的受众年龄层拓宽，各项政策文件逐步出台和落地，引导和推进儿童及青少年近视防

控宣传、普及眼防护，以达到及早发现眼病，及时转诊干预的目的。政策重视眼科医疗服务各方面的建设，对于眼科医疗资源的扩容与下延、眼科医疗服务的质量等都提出了积极要求。

在政策引导下，民营眼科医疗机构得到迅速发展。眼科在设备配置、临床流程方面具有较强的独立性，绝大部分与眼相关的检查都能实现可视化、数据化和标准化。相较于综合医院，眼科专科医院设备投入、场地投入等要求处于中等水平，进入壁垒和其他严肃专科医疗（如肿瘤等）而言较低但同时需要具备一定的启动资金用于运营单体医院，新进入者仍具备一定门槛，但先进入者同时具备先发优势，能够凭借成熟可复制的商业模式进行复制。

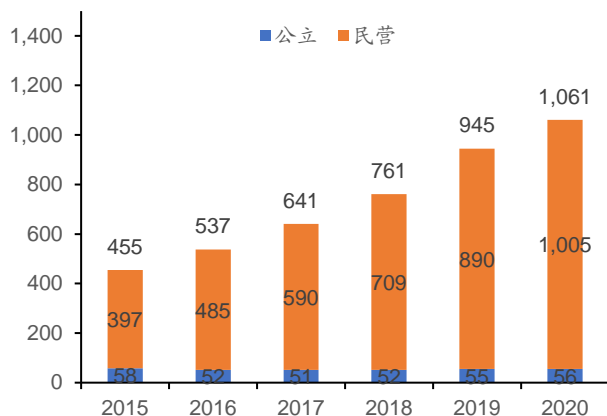
图表 21 眼科行业相关政策

文件名称	发布时间	相关内容
《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	2019.6	加大政府支持社会办医力度，严格控制公立医院数量和规模，为社会办医留足发展空间，支持向社会基层医疗机构购买服务；19~20 年在北京、上海、沈阳、南京、杭州、武汉、广州、深圳、成都、西安等 10 个城市开展诊所备案管理试点，降低了连锁门诊取得资质的流程和门槛。
《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	2021.5	推进儿童青少年近视防控和超重肥胖防控；推动老年健康服务体系建设，增加医养结合服务供给；积极支持社会办医发展；社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团，推进专科联盟和远程医疗协作网发展。
《0~6 岁儿童眼保健及视力检查服务规范（试行）》	2021.6	面向社会公众和儿童家长普及儿童眼保健科学知识，提高视力不良防控意识，提升科学知识知晓率，引导家庭积极主动接受儿童眼保健和视力检查服务；根据不同年龄段正常儿童眼及视觉发育特点，结合 0~6 岁儿童健康管理服务时间和频次，为 0~6 岁儿童提供 13 次眼保健和视力检查服务。目的是早期发现儿童常见眼病、视力不良及远视储备量不足，及时转诊干预。
《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025 年）》	2022.1	鼓励社会办医。拓展社会办医空间，社会办医区域总量和空间不作规划限制；加强社会办医的规范化管理和质量控制，提高同质化水平。探索社会办医和公立医院开展多种形式的协作。诊所设置不受规划布局限制，实行备案制管理。
《“十四五”全国眼健康规划（2021-2025 年）》	2022.1	着力加强眼科医疗服务体系建设、能力建设、人才队伍建设，持续完善眼科医疗质量控制体系，推动眼科优质医疗资源扩容并下延；有效推进儿童青少年近视防控和科学矫治工作，进一步提升白内障复明能力，逐步提高基层医疗卫生机构对糖尿病视网膜病变等眼底疾病的筛查能力，推动角膜捐献事业有序发展。

资料来源：国家卫健委，华安证券研究所

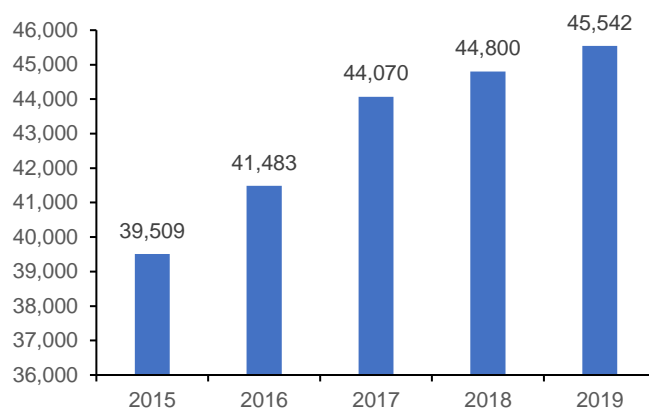
眼科医疗服务市场具备发展空间，因此获得了社会资本的青睐；在政策鼓励下，民营眼科医疗服务得到迅速发展。我国民营眼科医院数量由 2015 年的 397 家增至 2020 年的 1005 家，CAGR 20.4%。而我国公立医院数量则大体保持稳定，由 2015 年的 58 家减少到 2020 年的 56 家。此外，对眼科医疗教育日渐增加的关注使得眼科医疗专业人士数量于过往几年有所增长，中国眼科医疗专业人士数量由 2015 年的 39509 人增加至 2019 年的 45542 人，CAGR 3.6%。

图表 22 民营眼科医院数量高速增长 (家)



资料来源：国家卫健委、Frost & Sullivan、清晰医疗招股说明书，华安证券研究所

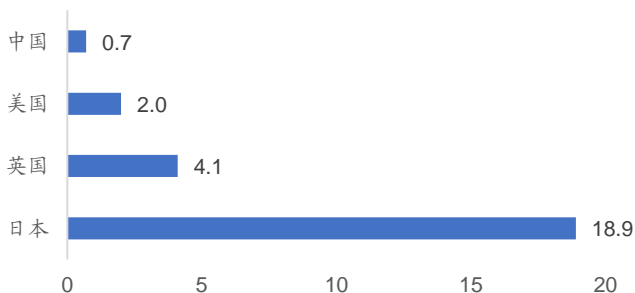
图表 23 中国眼科医生数量 (人)



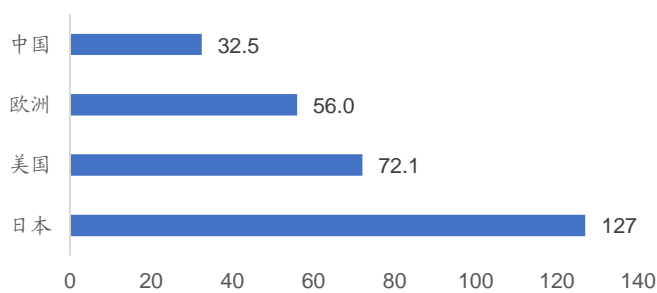
资料来源：国家卫健委、Frost & Sullivan、清晰医疗招股说明书，华安证券研究所

眼科医疗资源依旧稀缺。虽然我国眼科医院数量及眼科医生数量在逐年增长，但基于我国病人基数较大的原因，人均眼科资源相比于发达国家仍较低。根据弗若斯特沙利文以国际眼科理事会统计数据作基础的估计，2019 年中国每百万人口的眼科医院数量仅为 0.7 家，远低于日本 (18.9 家)、美国 (2.0 家) 及英国 (4.1 家) 等发达国家；此外，2019 年中国每百万人口的眼科医生数量约为 32.5 人，同样远低于日本 (127.0 人)、美国 (72.1 人) 及欧洲 (56.0 人) 等发达国家和地区。我国人口对眼科医生或眼科医院的比例相对较低，未来增长潜力高。

图表 24 2019 年指定国家每百万人口眼科医院数量 (家) 图表 25 2019 年国家/地区每百万人口的眼科医生数量 (人)



资料来源：清晰医疗招股说明书，华安证券研究所



资料来源：清晰医疗招股说明书，华安证券研究所

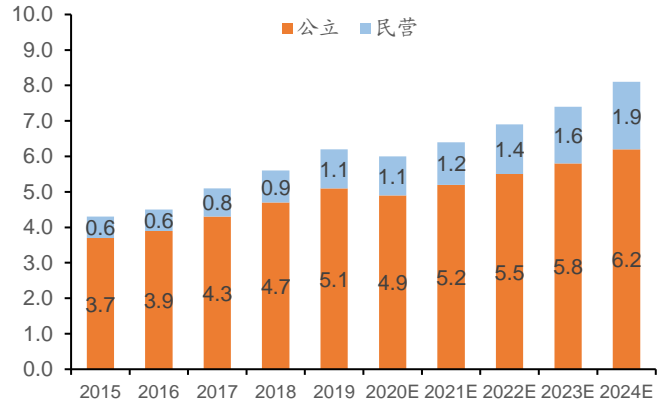
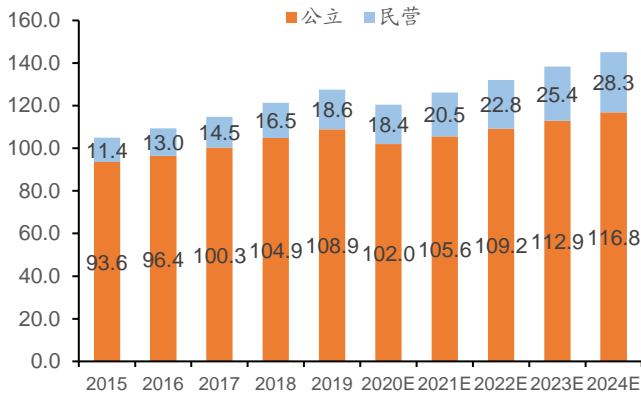
2.3 眼科医疗服务市场规模增速快，各细分赛道发展势头强劲

需求旺盛带来眼科业务量的持续提升。根据国家卫健委及弗若斯特沙利文分析，2019 年中国眼科医疗机构门诊量超过 1.27 亿，2015~2019 CAGR 5.0%，由于 2020 年初疫情爆发，2020 年门诊量受到影响、增速放缓，但疫情只是延后了患者就诊复诊的需求，随着疫情得到控制，门诊量恢复至正常水平，预计 2020~2025 CAGR 4.8%，2024 年门诊量预计将会超过 1.45 亿人次。

眼科住院病人数量与门诊量同步增长。根据国家卫健委及弗若斯特沙利文分析，2019 年中国眼科医疗机构住院人数 620 万人次，2015~2019 CAGR 9.6%，2020 年由于疫情扰动，患者活动受阻以及医疗资源发挥受限，2020 年住院病人数量会有所降

低,随着疫情的缓和,住院人数将逐渐恢复至正常水平,预计 2020~2024 CAGR 7.9%, 2024 年住院量预计将达到 800 万人。

图表 26 2015~2024E 中国眼科医疗机构门诊量 (百万人次) 图表 27 2015~2024E 中国眼科医疗机构住院病人人数 (百万人次)

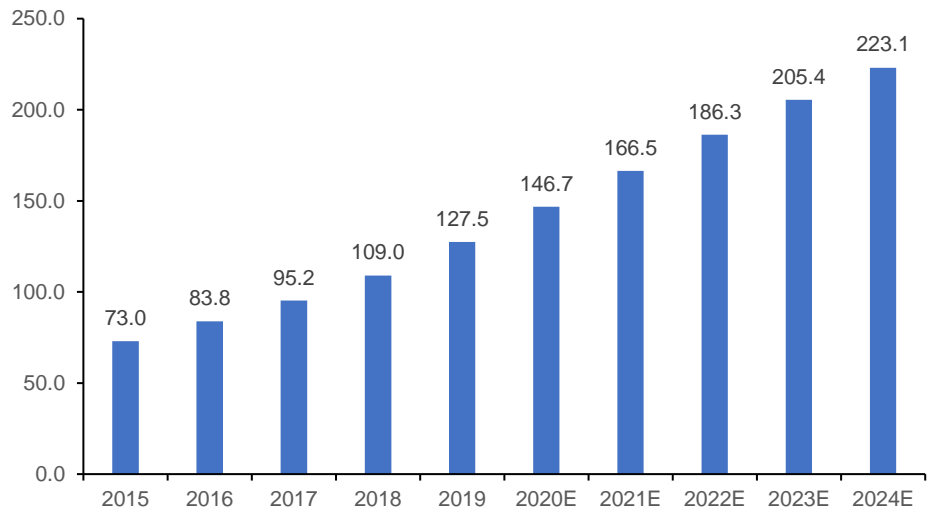


资料来源: 国家卫健委、Frost & Sullivan, 华安证券研究所

资料来源: 国家卫健委、Frost & Sullivan, 华安证券研究所

随着业务量的不断提升,眼科医疗服务的市场规模迅速扩大,行业持续高景气。根据国家卫健委及弗若斯特沙利的数据,2019 年中国眼科医疗服务市场规模达 1275 亿元, 2015~2019 CAGR 15.0%, 2020 年预计将达 1467 亿元, 预计 2020~2024 CAGR 11.0%, 2024 年市场规模预计将达到 2231 亿元。

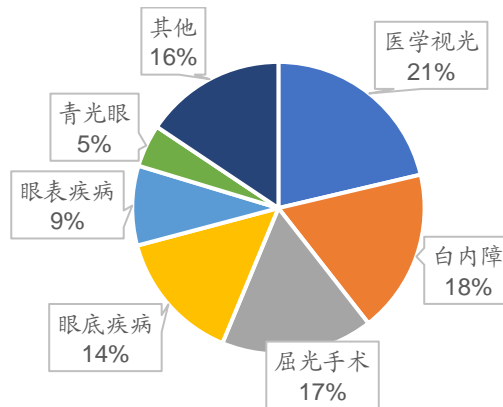
图表 28 2015~2024E 中国眼科医疗服务市场规模 (rmb, 十亿元)



资料来源: 国家卫健委、Frost & Sullivan、清晰医疗招股说明书, 华安证券研究所

眼科黄金赛道, 业务覆盖全生命周期。眼科又叫眼病专科, 可细分为屈光、视光、白内障、青光眼等亚专科, 从对于青少年的视光业务、对于中青年的屈光手术到中老年的常见眼病的治疗, 细分业务不断拓展, 相关业务覆盖全生命周期。其中, 医学视光、白内障、屈光手术在 2019 年分别占据眼科医疗服务细分市场的前三位, 占比分别达到 21.3%、18.1%和 16.8%。就目前行业发展趋势看, 视光、屈光、白内障及干眼业务是行业内主要竞争方向。

图表 29 2019 年中国眼科医疗服务细分市场规模占比

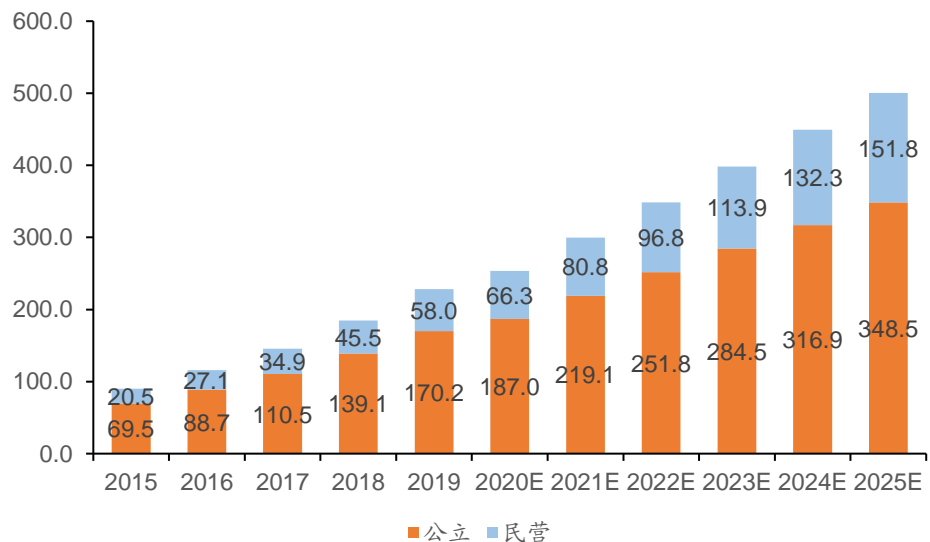


资料来源：华夏眼科招股书，华安证券研究所

2.2.1 视光：市场不断扩容，角膜塑形镜市场蓝海广阔

随着新技术的涌现，视光赛道不断扩容。由于我国巨大的近视患者人口基数，以及居民消费水平的逐步提高，医学视光业务逐步普及，其在眼科医疗服务市场规模中占比最高，是眼科行业最主要的收入来源之一。2019 年中国医学视光市场整体市场规模约为 228.1 亿元，2015~2019 CAGR 26.2%。其中，民营视光市场规模约为 58.0 亿元，2015~2019 CAGR 29.6%，预计未来医学视光市场将继续保持快速增长，2020~2025 CAGR 18.0%，2025 年民营视光市场规模预计将达到 151.8 亿元。

图表 30 2015~2025（估计）中国医学视光市场规模（亿元）



资料来源：华夏眼科招股书，华安证券研究所

角膜塑形镜自身属性奠定了优良赛道基础。角膜塑形镜是一种非手术方法，通过佩戴硬性镜片来暂时矫正或消除屈光不正，可逆性改变角膜曲率，一般在 8~40 岁的患者中使用，大多用来矫正近视度数增长快的青少年视力。从效果上看，角膜塑形镜是目前被医学界公认用于矫正青少年视力最有效的方法。从价格上看，角膜塑形镜单价达 1 万元左右，显著高于近视矫正常用的框架镜、软性隐形眼镜等产品，除了镜片本身，在日常使用过程中还需要护理液、冲洗液、润滑液、双联盒等必备护

理产品, 高价单品叠加必备配件, 奠定了优秀赛道的基础。从消费频次看, 角膜塑形镜平均使用 1~2 年即需要更换, 此外, 必备护理液产品更换频率同样较高, 因此客户消费频次较高。从用户粘性上看, 角膜塑形镜用户续戴率高, 相关调研显示, 角膜塑形镜用户 3~4 年、5~6 年、7~8 年续戴率分别达到 98%、73%、44%, 因此用户粘性较高。

角膜塑形镜市场尚处蓝海, 渗透率低, 是行业新风口。2018 年, 卫健委在《近视防控指南》中指出, 长期配戴角膜塑形镜可延缓青少年眼轴长度进展约 0.19 毫米/年(眼轴每增长 1 毫米, 近视增长 275~300 度), 相比于佩戴框架眼镜可以有效减缓青少年裸眼视力情况。虽然角膜塑形镜视力矫正效果显著, 但在国内仍未普及, 根据中国医疗器械行业协会及视光学分会数据, 2015 年角膜塑形镜消费量为 64.3 万副, 若按一副均价 1 万元计算, 2015 年角膜塑形镜终端市场规模至少为 64.3 亿元, 而 2015 年角膜塑形镜渗透率仅为 0.51%, 市场空间广阔。2011 年到 2015 年, 国内角膜塑形镜市场份额以 44% 的年均复合增长率高速增长, 随着角膜塑形镜的验配逐渐规范, 技术逐渐成熟, 客户认可度将会逐渐提高, 渗透率将会快速提高。

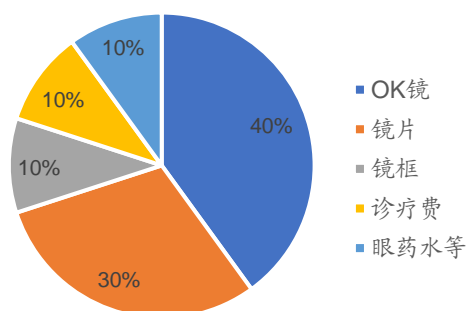
图表 31 角膜塑形镜市场渗透率极低

	2011	2012	2013	2014	2015
OK 镜消费量 (万副)	14.91	20.69	30.18	44.79	64.3
8~18 岁青少年近视人数 (万人)	12892	12870	12822	12754	12650
渗透率	0.12%	0.16%	0.24%	0.35%	0.51%
渗透率的增长率		39.00%	46.42%	49.20%	44.74%

资料来源: 中国医疗器械行业协会及视光学分会, 华安证券研究所

爱尔眼科抢先布局角膜塑形镜市场, 视光业务收入高速增长。眼视光市场 2015~2019 CAGR 26.2%, 2019 年爱尔眼科视光业务收入达到 19.3 亿元, 同比增速 30.7%, 高于市场增速; 由于 2020 年上半年受疫情影响, 年收入增速放缓至 27.15%, 2021 年视光业务收入反弹明显, 同比增长 37.68%, 创下近 6 年增速新高。角膜塑形镜为爱尔眼科视光业务贡献了 40% 以上的收入, 成为爱尔眼科视光业务新的增长点。

图表 32 2020 年公司视光业务收入拆分



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 33 公司视光业务高速增长 (亿元)



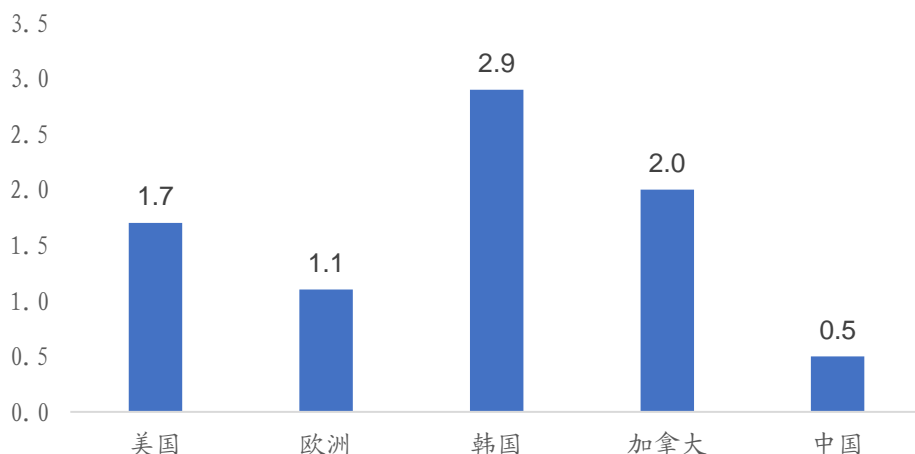
资料来源: wind, 华安证券研究所

2.2.2 屈光: 增长迅速, 业务趋向中高端, 爱尔眼科紧跟趋势

中国近视人群基数大, 摘镜意愿强烈。中国目前是第一近视大国, 而一方面视力是征兵入伍、公安招警、空军招飞等职业的硬性要求, 另一方面, 随着消费能力的提高, 人们对于颜值、生活品质等要求也在提高, 人们摘镜的愿望较为强烈。随着大

众认知水平的提高，屈光手术作为唯一的摘镜矫正手段，在近视人群中形成了现象级热潮，《国人近视手术白皮书》显示，2020年近视手术量同比2018年增长近75%。但相较欧美国家，中国近视手术渗透率仍较低。根据《国人近视手术白皮书》数据，2020年中国每1千人中只有0.5人接受了近视手术，而美国为1.7人，欧洲为1.1人，韩国则达到了2.9人，我国近视手术渗透率仅为欧美国家的1/4~1/3。

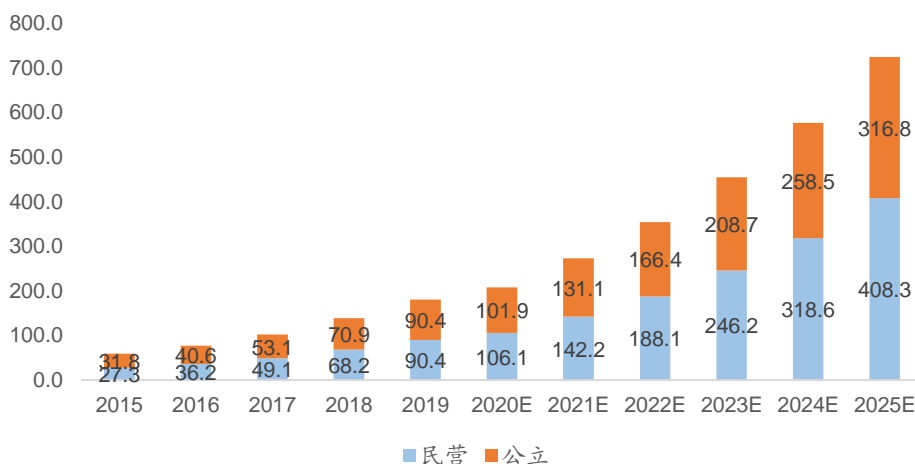
图表 34 2020 年各国每千人近视手术量（台）



资料来源：《国人近视手术白皮书》，华安证券研究所

中国屈光手术市场规模快速扩张，未来有望突破700亿元规模。中国屈光手术发展迅速，市场规模由2015年的59.0亿元快速扩张至2019年的180.7亿元，期间CAGR为32.3%，由于国内近视人群基数较大，渗透率较低，随着屈光手术的进一步普及，未来仍将保持较高增速，预计2020~2025 CAGR 28.4%，在2025年市场规模有望达到725亿元。

图表 35 2015~2025E 中国屈光手术市场规模（亿元）



资料来源：华夏眼科招股书，华安证券研究所

术式趋向安全化、个性化，带来更高定价空间。常见的近视手术包括激光类和晶体植入类（ICL），激光类手术中，包括表层手术和以LASIK、半飞秒、全飞秒为主的板层手术。表层手术是比较早出现的近视手术，目前已经逐步被淘汰，近视手

术发展至今，术式不断升级，随着我国经济发展与消费升级，许多近视患者不仅追求看得清，更要看得好，近视手术也向着更安全、更个性化的方向发展，2020 年相较于 2018 年个性化近视手术量增长 53%。越高端的近视手术，对应的价格也相对较高，为屈光业务带来了更高的定价空间。

图表 36 常见近视手术对比

	原理	特点	个性化可行性	价格
表层手术	刮除中央区角膜上皮后，用准分子激光照射角膜中央区，切削少量角膜组织，使之变平以矫正近视。	术后疼痛感明显，恢复慢，可能会发生角膜上皮雾状混浊（HAZE），可能出现眼压升高等问题	可行	7000~8000
LASIK（包含半飞秒）	先使用板层刀制瓣（半飞秒利用飞秒制瓣），之后使用准分子激光对基质层进行切削，完成相应度数的矫正，复位，矫正近视	适用范围广；恢复快，无痛；可能引发瓣相关并发症，但几率几乎为零；半飞秒术后结果更可控、视觉质量更高	可行	15000~20000
全飞秒 SMILE	手术全程使用飞秒激光，先使用激光在基质层中制作一个透镜，之后在角膜表层制作一个微切口将透镜取出，改变角膜厚度从而矫正近视	无瓣相关并发症，安全性高；手术不能重复进行；恢复较 LASIK 稍慢	不可行	20000~25000
ICL	在角膜边缘做一个小切口，然后将 ICL 装到自身晶状体前面，相当于把一个特制的隐形眼镜通过手术的方式装到眼睛里	视觉质量更好；适用范围广；切口小，损伤小，更安全；可能导致白内障提前发生	可行	30000~35000

资料来源：知乎、有来医生，华安证券研究所

爱尔眼科屈光业务全面中高端化，增速亮眼。2021 年，公司屈光收入中，全飞秒手术占比 45~50%，半飞秒占比 25~30%，ICL 占比 20~25%，其他低端手术占比不到 5%，近几年公司高端术式占比不断提高且未来会继续延续，总体呈现高端手术增速高于屈光业务平均增速的趋势且仍在延续，其中公司近几年推出的精雕（高端个性化半飞秒手术）是所有手术中增速最快的。

图表 37 爱尔眼科屈光业务全面中高端化



高度近视晶体植入术

高度近视 ICL 晶体植入术可以矫正的度数范围（近视度数 50-1800 度、散光度数 600 度），术后视觉效果优于普通框架眼镜的矫正效果。

[MORE](#)



睛逸近视手术

全激光治疗，无刀无瓣，一步完成，手术时间短，视觉质量高，适合近视度数 800 度以内角膜偏薄者。

[MORE](#)



精雕近视手术

精雕近视手术是角膜地形图引导下个性化 LASIK 手术，在通过激光对角膜进行个性化切削，提升术后视觉质量。

[MORE](#)



SMILE 近视手术

全飞秒激光近视手术无需制作角膜瓣，能最大限度保持角膜完整物理形态，是真正实现安全、无刀、无瓣的矫治方式。

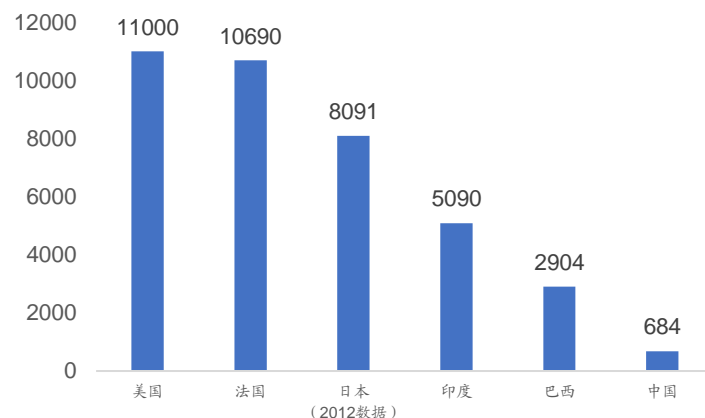
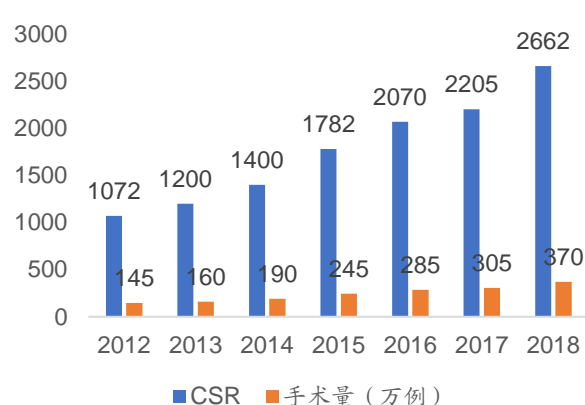
[MORE](#)

资料来源：长沙爱尔眼科医院官网，华安证券研究所

2.2.3 白内障：渗透率增长迅速，医保控费催化术式转型

政策推动白内障手术快速发展。随着我国对国民视力健康重视程度不断提高，在过去十年中国家发布和实施多项鼓励政策来普及白内障手术，通过“百万白内障复明工程”、“健康快车”等政府和民间慈善组织的大力推动，2012年至2018年我国白内障手术量 CAGR 约为 16.90%，2018 年 CSR（每百万人口白内障手术率）达到 2662，提前实现了《“十三五”全国眼健康规划》提出的 2020 年底达到 2000 以上的目标。虽然我国白内障手术渗透率迅速提升，但与发达国家甚至某些发展中国家相比仍有较大差距，2011 年美国 CSR 就已达到 11000，法国 CSR 达到 10690，印度 CSR 达到 5090，因此我国白内障手术的渗透率仍有较大上升空间。

图表 38 中国白内障手术量（万例）及 CSR（例/百万人） 图表 39 2011 年各国 CSR（例/百万人）

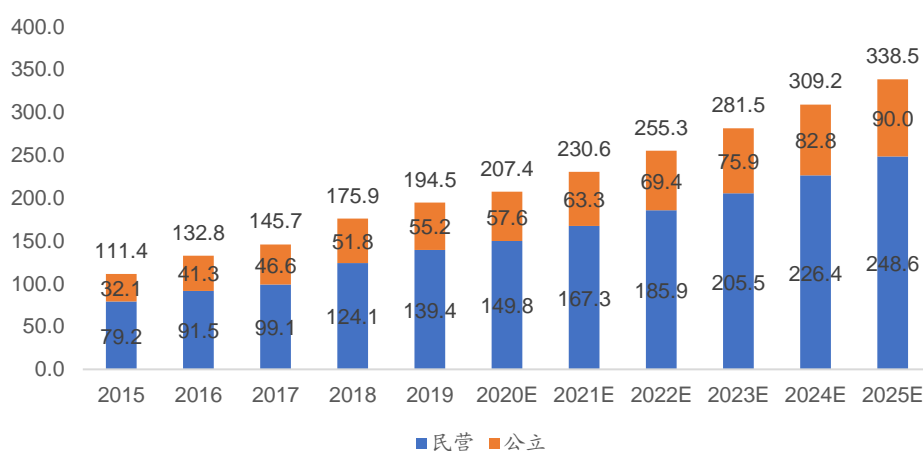


资料来源：爱博医疗招股书，华安证券研究所

资料来源：《Cataract Surgical Rate and Socioeconomics: A Global Study》，华安证券研究所

医保控费导致市场规模增速有所放缓。白内障手术市场规模由 2015 年的 111 亿元增长至 2019 年的 195 亿元，CAGR 15.0%；受部分地区医保控费影响，白内障筛查活动受限，对低端白内障手术增速产生了阶段性影响，2019 年市场规模增速放缓至 10.57%。虽然受到医保控费影响导致白内障手术增速放缓，但未来老龄化程度的继续加深将带来更多的白内障手术需求，转型高端术式将提高手术均价，预计 2020~2025 CAGR 10.3%，2025 年整体市场规模达到 338.5 亿元。

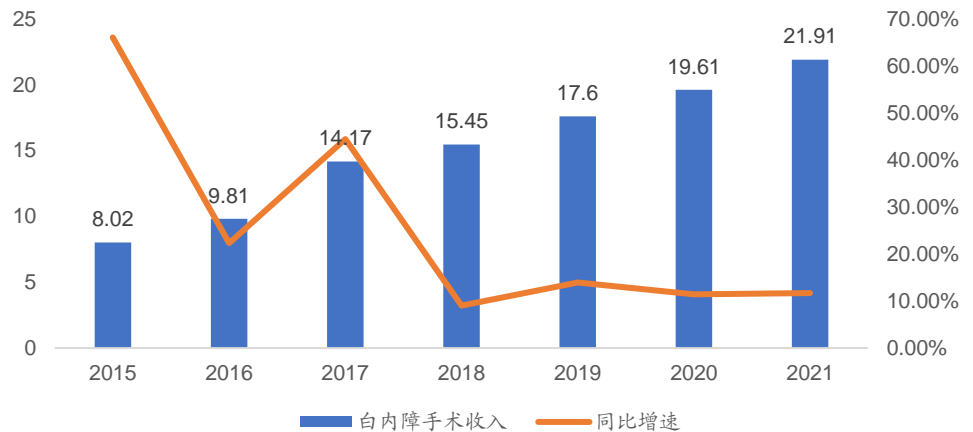
图表 40 2015~2025（估计）中国白内障手术市场规模（亿元）



资料来源：华夏眼科招股书，华安证券研究所

公司白内障手术向高端转型。针对医保控费对白内障业务的影响，公司对白内障业务进行了调整，术式由复明性白内障（低端）向屈光性白内障（中高端）转型，据调研资料，目前公司白内障业务收入中，高端占比达到 30%，低端占比 25%~30%。由于消费升级，患者越来越有能力选择更高端的治疗方式，而高端术式并不受医保控费的影响。经过术式升级后，公司白内障业务增速提升明显，2020 年尽管受疫情影响，营收增速仍保持在 10% 以上，2021 年增速为 11.73%，在业务量增速放缓的情况下，客单价的提升是主要驱动力，随着公司相关业务的不断成熟，白内障板块有望实现量价齐升。

图表 41 爱尔眼科白内障手术收入（亿元）及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2.4 干眼：赛道处于起跑阶段，潜力巨大

患者基数巨大，物理疗法尚待普及。干眼症也称为角结膜干燥症，是由多种因素所导致的、以眼睛干涩为主要症状的泪液分泌障碍性眼病，常表现为眼睛干涩感、异物感、烧灼感，眼红眼痒、视力模糊、疼痛怕风、畏光流泪，严重的还会导致角膜损伤甚至视力损害。据《国人干眼多中心大数据报告》的数据，我国干眼发病率约为 21%~30%，潜在干眼患者约有 3.6 亿人，医疗机构门诊就诊的干眼患者占眼科总就诊人数的 30% 以上，是眼科门诊第一常见眼病，随着电子产品的普及导致用眼习惯改变等原因，干眼患者人数每年可能新增 10%，且有患者年轻化的趋势。目前，国外市场相关药物设备的研发受到热捧，而在国内，干眼症才刚刚引起重视，现阶段以药物治疗为常用治疗方式，但当下临床上常应用的药物只可缓解干眼的不适症状，很难达到治愈的目的，且不同类型及程度的干眼需要个性化的治疗才能达到较好的效果。随着人们对干眼症认知水平的提高以及消费能力的提高，预计将会有大量的患者寻求物理治疗以达到更好的效果。

爱尔眼科已率先搭建干眼诊疗体系。公司自 2014 年便开设了干眼门诊，并在近几年进行升级，以门诊为核心，搭建了干眼慢病防控体系。目前爱尔眼科在全国有 350 多家专业的干眼门诊，600 余名干眼医生，每年接诊超过 60 万人次干眼患者。此外，爱尔眼科还构建了干眼全系诊疗服务体系，拥有“柔润干眼 SPA”、“光润干眼治疗”以及同步国际的“睑润 LipiFlow 热脉动治疗”等 20 余种干眼诊疗方案，以七步诊疗法针对不同患者干眼类型、程度及病因、生活用眼习惯等，为每个患者“量眼”打造，制定个性化的诊疗方案。

图表 42 爱尔干眼门诊“七步诊疗法”



资料来源：东莞爱尔眼科医院官网，华安证券研究所

图表 43 爱尔干眼诊疗服务



资料来源：长沙爱尔眼科医院官网，华安证券研究所

2.4 赛道玩家众多，爱尔一骑绝尘

眼科赛道玩家众多，行业内竞争较为激烈。公立医院由于声誉优势，在病人心中地位较高，较一般民营医院更有竞争力，但受限其公立属性，规模难以进一步扩张，市场空间有限。民营眼科方面，爱尔眼科从布局范围及规模都远胜其他公司，市场份额最大，是民营眼科赛道绝对的龙头，目前爱尔眼科在部分城市已拥有超越公立医院的技术水平，主要竞争对手是以北京同仁眼科中心等为代表的国内顶尖眼科医院。

图表 44 眼科行业内主要竞争者情况

代表	分布范围	规模（2021 年）
爱尔眼科	国内完成 90% 省会城市覆盖、80% 地级市覆盖，海外延伸	眼科医疗机构中国内地 610 家（上市公司旗下 292 家），中国香港 7 家、美国 1 家、欧洲 93 家、东南亚 12 家 年门诊量 1019.61 万人次 年手术量 81.73 万例 营收规模 150.01 亿元
华厦眼科	覆盖 17 个省及 46 个城市，辐射国内华东、华中、华南、西南、华北等地区	内地 56 家眼科专科医院 年门诊量 167.14 万人次 年手术量 29.28 万例 营收规模 30.64 亿元
民营眼科连锁	已在全国 18 个城市包括北京、上海、成都、重庆、武汉、昆明、兰州、合肥、郑州、南昌、乌鲁木齐、哈尔滨、西安、贵阳、沈阳等地创办医院	内地 21 家眼科医院及 3 家眼科门诊部 上半年门诊量 46.87 万人次 上半年手术量 4.57 万例 营收规模 17.10 亿元
普瑞眼科		内地 18 家眼科医院 年门诊量 88.73 万人次 年住院量 4.6 万例 营收规模 9.98 亿元
朝聚眼科	扎根华北，布局内蒙古、浙江省、江苏省、山西省及河北省	内地 90 家眼科医疗机构，辽宁占 81 家 年门诊量 119 万余人次 年手术量 4.6 万余例
何氏眼科	深耕辽宁，进军全国，已在北京、上海、成都、重庆、海南等地创办医疗机构	

		营收规模 9.62 亿元 眼科医疗机构共 64 家 年手术量 3.51 万人次 营收规模 11.13 亿港元
公立眼科 医院	希玛眼科	立足香港，辐射大湾区
	北京同仁眼科中心	位于北京市，国家重点学科，三大眼科中心之一
	复旦眼耳鼻喉医院	位于上海市，国家重点学科，三大眼科中心之一
	中山大学眼科中心	位于广州市，国家眼科重点实验室所在地（唯一），三大眼科中心之一，亚太眼科学会永久总部
		年手术量约 6 万例（仅眼科）（2016 年数据） 估计营收规模为 7.5~8.0 亿元（2016 年数据） 年门诊量约 87.1 万人次（2016 年数据） 年手术量约 5.7 万例（2016 年数据） 估计营收规模为 7.0~7.5 亿元（2016 年数据） 年门诊量约 101 万人次（2016 年数据） 年手术量超过 6 万例（2016 年数据） 估计营收规模为 7.5~8.0 亿元（2016 年数据）

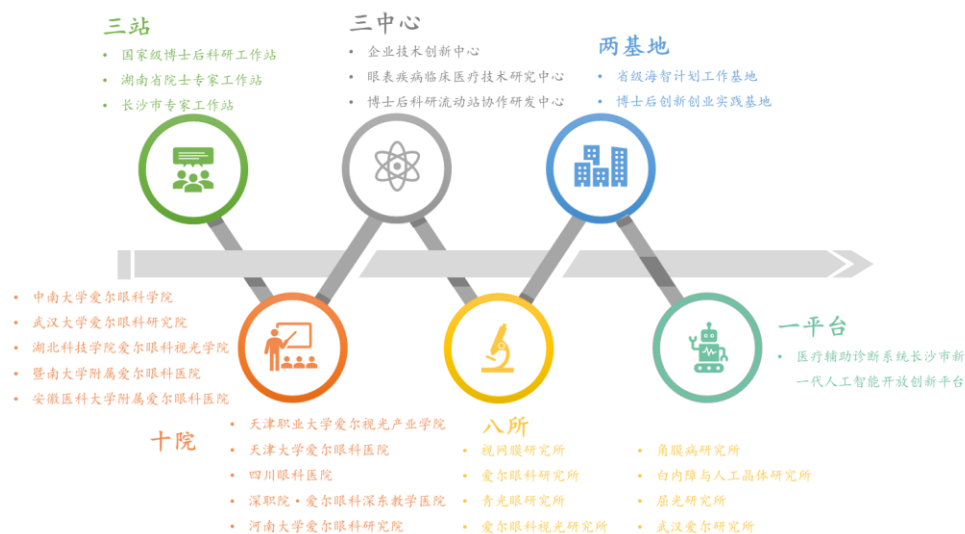
资料来源：各公司公告、招股说明书及官网，华安证券研究所

3 创新模式奠定高质量成长基石

3.1 持续深化医教研平台建设，人才内培外引

打造十院、八所、三站、三中心、两基地、一平台的医教研创新平台，形成长期人才、学术、科研、临床优势。公司多年来持续重视临床、教学、科研的一体化发展，自 2013 年首次与中南大学合作成立中南大学爱尔眼科学院后，至今已与十所国内知名院校达成合作。除与名校合作建立学院外，公司也通过搭建眼科学研究所、科研工作站等多种方式，汇聚名校师资队伍和科研实力，实现医教研协同发展，提升临床研究能力；同时实现了人才培养的梯队化、完整化，为公司加速发展提供有力的人才支撑，同时为中国眼科行业发展及人才培养做出积极贡献。2021 年 12 月，公司与中国科学院计算技术研究所、北京九辰智能医疗设备有限公司联合共建的“医疗辅助诊断系统长沙市新一代人工智能开放创新平台”获批成立，旨在聚焦医疗辅助诊断系统领域，利用在眼科临床资源、人工智能算法以及智能设备开发上的优势，建设技术创新能力强、成果转化效率高、开放共享效果显著的新一代人工智能开放创新平台。经过一系列布局和建设，公司目前形成了“十院、八所、三站、三中心、两基地、一平台”的医教研创新平台，打造全方位优势。

图表 45 “十院、八所、三站、三中心、两基地、一平台”医教研创新平台



资料来源：公司官网、公司社会责任报告，华安证券研究所

多项人才计划内培外引。公司积极制定并实施了博才计划、光子计划、优才计划、岳麓计划以及湘江计划等多项人才培养计划，不断完善内部培养体系，大量培养医疗人才、经营管理人才及复合型人才，为公司的快速发展提供了充足的人才保障。同时，公司实施了全球引才引智计划，面向全球引进十余名世界级眼科大师、百余名全国领先眼科领军人才，逐步引进和培养千余名地区领先的名医，以及一大批医院经营管理、医技、护理人才，借助爱尔眼科的全球化布局，打造一个国际化的高层次人才“最佳栖息地”。通过总院长研修班、岳麓计划、湘江计划、优才计划、鲲鹏计划等集团战略性培训计划培养核心医疗管理人员，共计开展 25 期，覆盖 870 人次，不断充实集团的核心专家团队和各医院的人才力量。

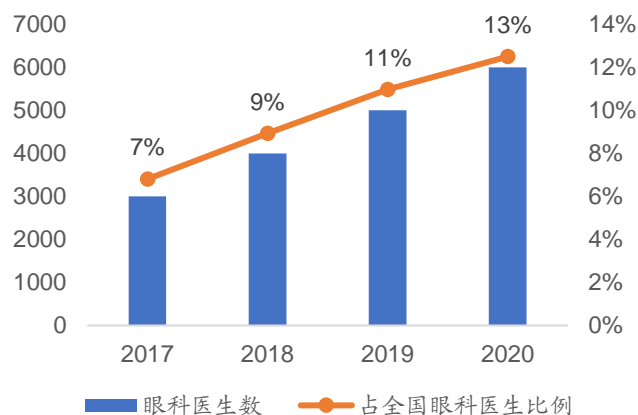
图表 46 爱尔眼科高层次人才培养计划

	内培		
	光子计划	博才计划	优才计划
目标人才	临床+管理人才	临床+科研人才	视光+管理人才
引进人数	计划 1000 人	计划每年 20 人	计划每年 10~15 人
项目特色	手术培训+国际访学 培养复合型眼科骨干 医师	在读期间签约成为正式 员工结业后享受“双一 流”高校博士毕业生待 遇	充分挖掘视光与小 儿眼科领域青年人 才
	外引		
	眼科大师	领军人才	眼科名医
目标人才	国际知名眼科专家	全国领先眼科领军人才	地区领先眼科名医
引进人数	计划引入 10 余人	计划引入 100 余人	计划引入 1000 余人
项目特色	未来十年眼科人才战略 提供“合伙人”股权激励、科研基金支持 全面协助专家、名医组建团队		

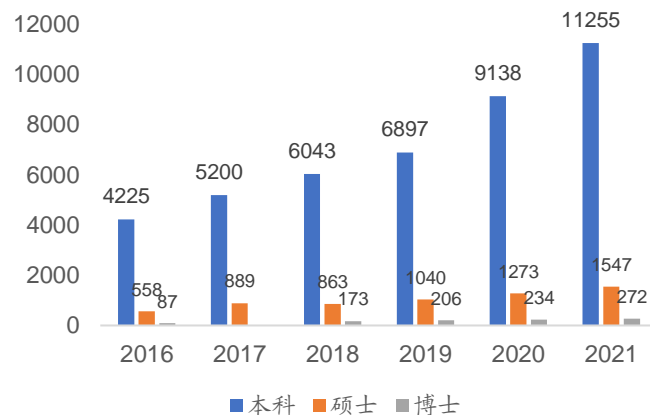
资料来源：公司官网、公司公告、公司社会责任报告，华安证券研究所

人才聚集效应显现，学术科研能力显著。2017年至2020年，公司眼科医生人数以每年约1000人的速度快速增长，截至2020年公司眼科医生人数已达6000余人，占全国眼科医生人数的1/8；公司高学历员工数量稳步增长，2021年公司已拥有1547名硕士、272名博士。近年来，公司每年在各类学术论文及科研项目中均有丰硕的成果产出，2021年发表SCI/Medline期刊论文63篇，获批科研项目88项。医教研平台的建设与人才培养计划的完善在提升公司自我造血能力的同时，也帮助公司不断增强人才积淀的厚度和学术科研的深度。

图表 47 爱尔眼科医生资源聚集效应显现



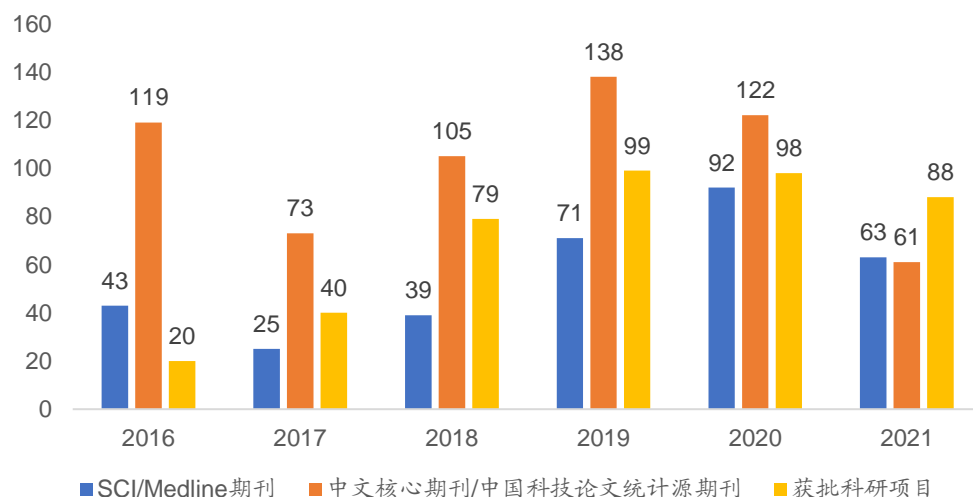
图表 48 公司吸引高学历人才（名）



资料来源：公司社会责任报告，华安证券研究所（注：医生数量及占比并非精确值）

资料来源：公司公告，华安证券研究所（注：2017年爱尔眼科硕士、博士共889人）

图表 49 学术科研能力显著



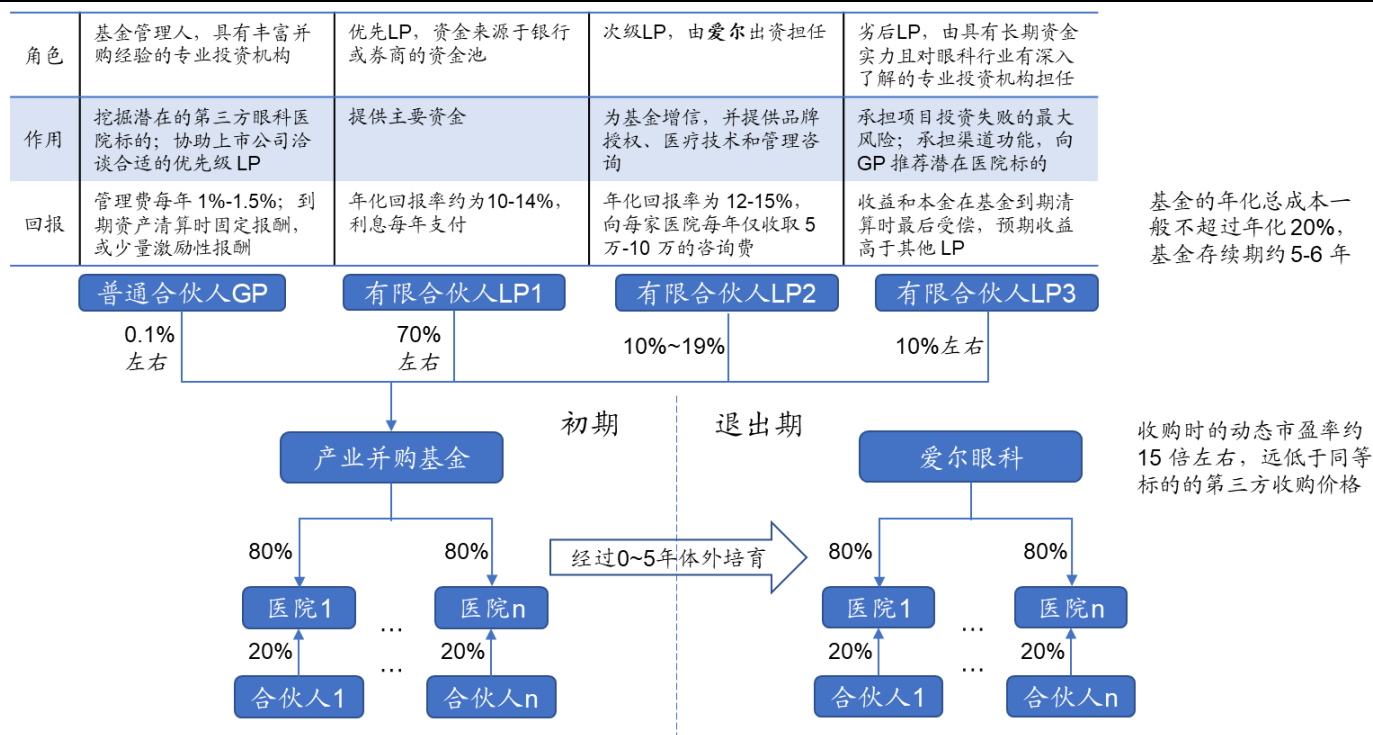
资料来源：公司社会责任报告，华安证券研究所

3.2 “并购基金+合伙人”模式驱动扩张全面提速

从2014年起，公司开始成立并购基金并推出合伙人计划，形成创新的外延扩张模式及人才激励模式。

并购基金模式解决扩张过程中的资金瓶颈，实现快速布局。根据公司并购基金战略的相关规定，1）公司作为 LP 以较少的资金与第三方投资机构共同出资成立产业并购基金并向外部募资；2）利用并购基金广泛的社会资源及雄厚的资金储备，做到快速、精准地锁定优质标的或快速推进新建医院；3）新医院在并购基金旗下进行为期 3~5 年的培育，爱尔在此过程中向体外医院输出品牌、标准化管理体系，共享营销资源，加快体外医院培育；4）收购发展成熟的盈利医院股权，并入体内，第三方投资机构获利退出。

图表 50 爱尔眼科并购基金模式



资料来源：公司公告，华安证券研究所

并购基金模式推动爱尔快速扩张。截至目前，爱尔及其子公司已投资设立 10 余支并购基金，共与 11 家并购基金签署了《商标字号许可使用协议》，取得商标字号许可的医院共 320 家。爱尔在并购基金中持股基本在 19% 左右，通过产业并购基金放大了公司的投资能力，解决了扩张过程中的资金瓶颈，为未来的扩张提供了更多储备标的。2014 年设立并购基金以后，公司扩张速度明显加快，体内医院数量由 2014 年初的 50 家扩张到 2021 年底的 292 家，随着并购基金旗下医院逐渐经营成熟，未来还会有大量医院并入上市公司体内，爱尔仍将在全国保持较快的覆盖速度。

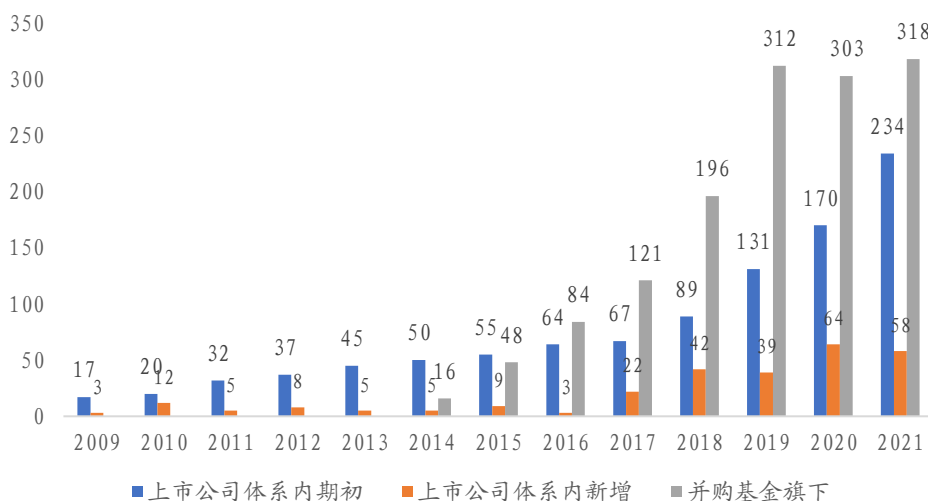
图表 51 爱尔参加的主要并购基金梳理

基金名称	成立日期	持股	标的医院
南京爱尔安星眼科医疗产业投资中心（有限合伙）	2016	19.0%	41
湖南亮视交银眼科医疗合伙企业（有限合伙）	2016	19.5%	19
湖南亮视长银医疗产业投资基金合伙企业（有限合伙）	2018	19.0%	69
湖南亮视长星医疗产业管理合伙企业（有限合伙）	2018	19.0%	61
湖南亮视晨星医疗产业管理合伙企业（有限合伙）	2019	19.0%	33

芜湖远翔天祐投资管理中心（有限合伙）	2019	19.9%	56
芜湖远澈旭峰股权投资合伙企业（有限合伙）	2020	19.3%	13
湖南亮视中星医疗产业管理合伙企业（有限合伙）	2021	19.0%	22

资料来源：爱企查、公司公告，华安证券研究所（注：并购基金旗下医院根据已披露公告及爱企查可查到资料统计，与实际可能存在偏差）

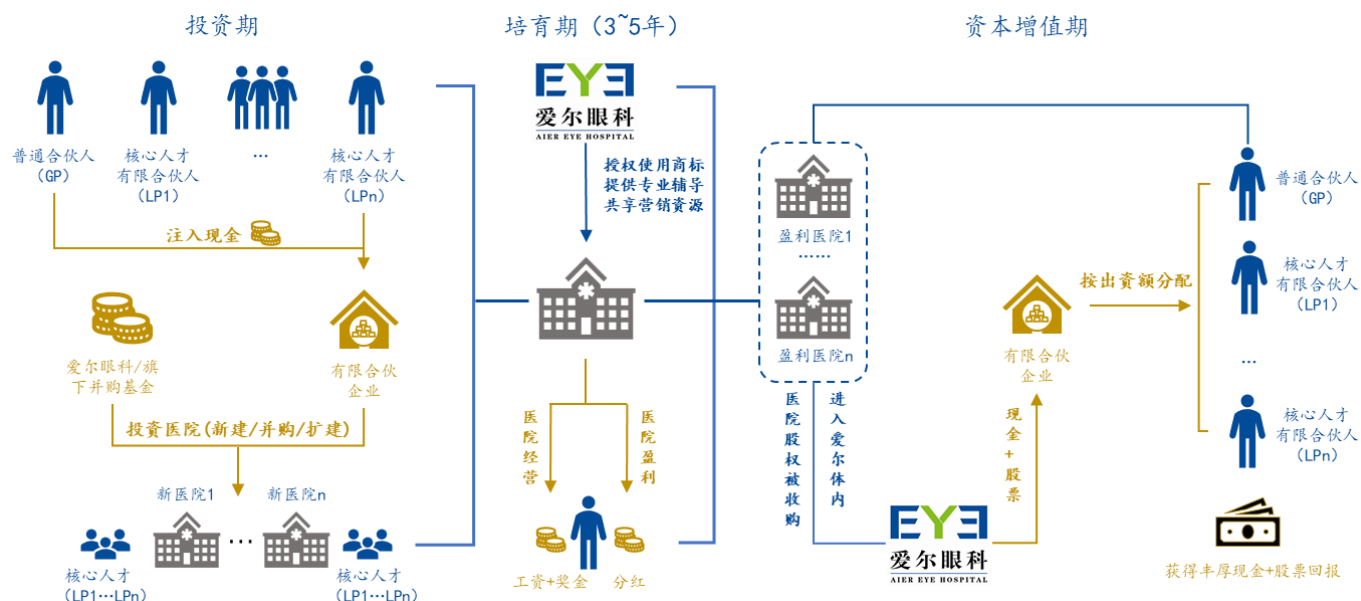
图表 52 公司体内医院（含门诊部）数量（家）



资料来源：爱企查、公司公告，华安证券研究所

合伙人计划解决扩张过程中的人才瓶颈。公司的合伙人计划主要包括：1）招募符合资格的核心管理人才和核心技术人才作为合伙人成立有限合伙企业；2）公司与其共同投资设立新医院（包括设立、并购和扩建的形式）；3）核心人才团队负责管理、运营新医院并获得工资及分红，爱尔提供品牌、辅导、资源支持；4）新医院达到一定盈利水平后，由爱尔以公允价格收购合伙人股权，新医院由此并入上市公司体内，合伙人从中获得丰厚回报。合伙人计划激励的对象包括对新医院发展有重要支持作用的上级医院核心人才和新医院自身的核心人才等。

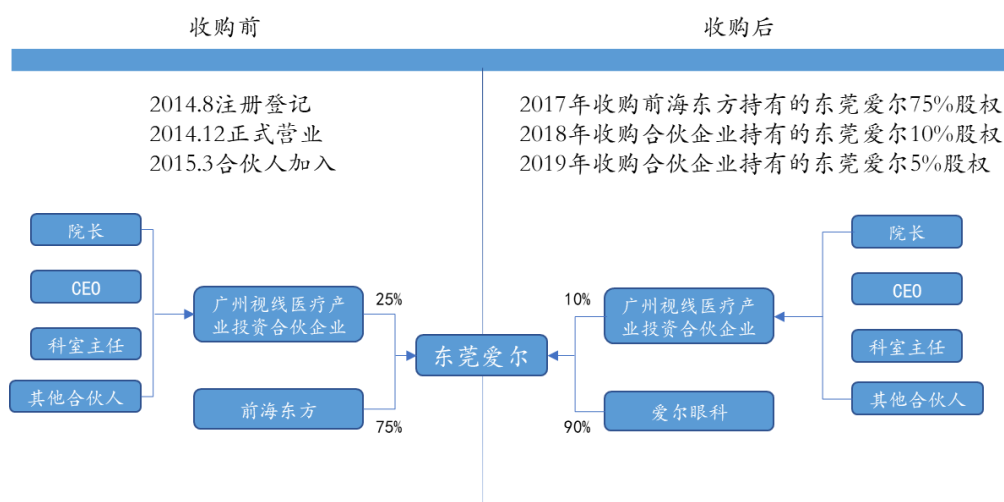
图表 53 爱尔眼科合伙人计划



资料来源：公司公告，华安证券研究所

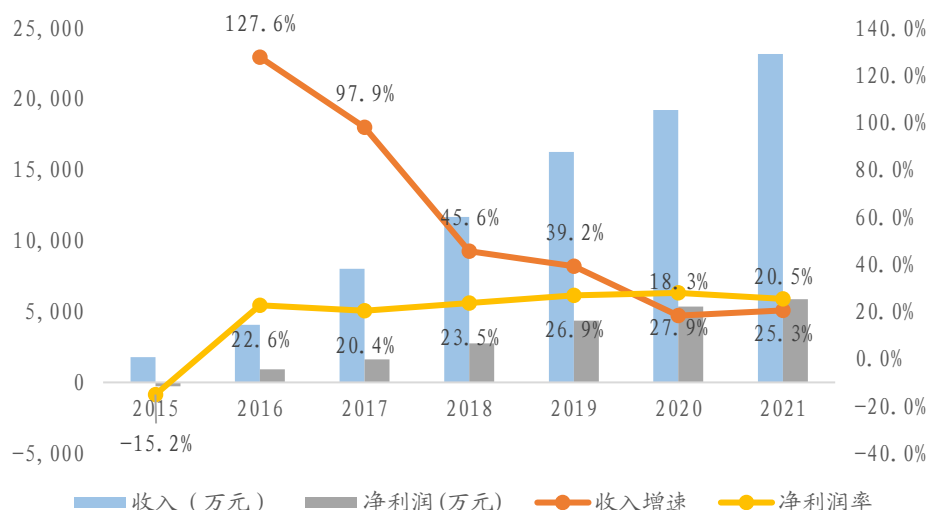
合伙人计划绑定人才，催化新医院快速爬坡。由于合伙人计划由核心管理人才及核心技术人才入股并负责运营，能够使合伙人在退出后获得丰厚的现金及股票回报，因此对于人才的吸引与绑定具有非常积极的作用。此外，合伙人对于医院的经营管理也更有积极性，促进了新医院的发展提速，以东莞爱尔为例，东莞爱尔于2014年8月登记注册，2014年12月正式营业，2016年便扭亏为盈，净利润率达到22.6%，收入增速达到127.6%，并在之后依旧保持优质增长，股权兑现后，院长、CEO、科室主任等核心人才继续在医院履职。

图表 54 东莞爱尔历史沿革



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 55 东莞爱尔快速爬坡

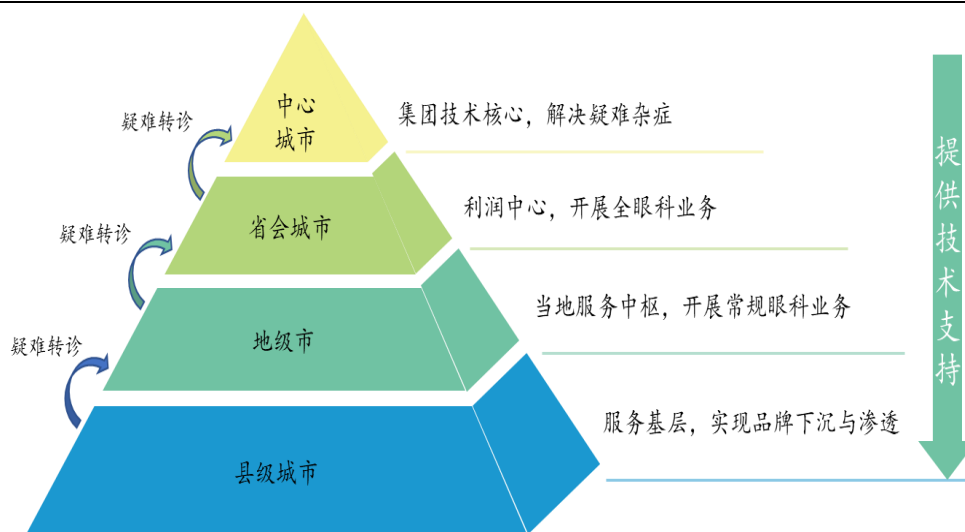


资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 全面分级连锁生态优化布局网络

建立全国分级连锁生态，提高医疗网络高度、广度与深度。随着基层首诊、分级转诊的逐步推进，医疗需求的重心不断下沉，基层的市场机遇和空间逐步扩大，为了解决需求和供给的配置不对称造成的“看病难”的局面，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。上级医院汇聚先进的技术 with 经验丰富的医生，集中力量对疑难杂症进行研究会诊，形成技术高地，还可以为下级医院提供指导、培训，带动下级医院诊疗水平提升；下级医院通过公司品牌效应，在基层快速获客，形成当地品牌，并不断扩大影响力与渗透率。医院之间定位和职能清晰、沟通顺畅，高度适合中国国情和市场环境，提高了资源共享效率和医院网络的高度、广度与深度。

图表 56 爱尔全国分级连锁生态

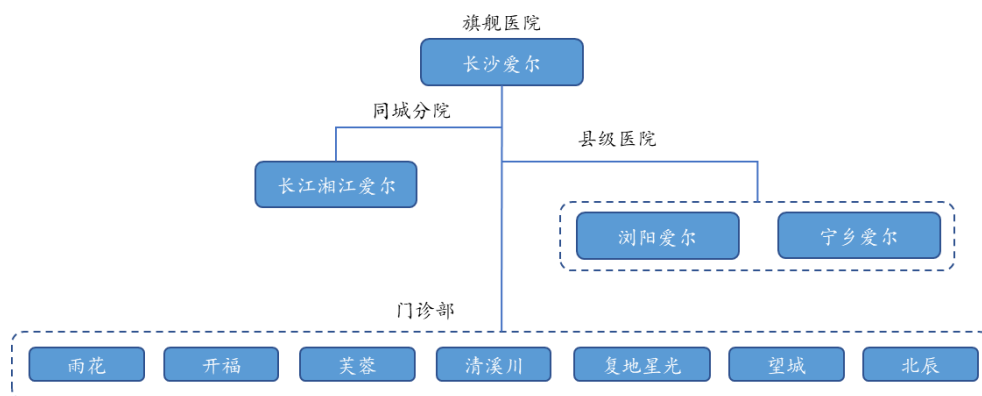


资料来源：公司公告，华安证券研究所

横向布局同城网络生态，提高医疗网络密度。为最大限度开发重点城市市场潜

力，提高市场占有率，公司不断推进以省会城市一城多院、眼视光门诊部（诊所）以及爱眼 e 站的横向同城分级诊疗网络建设，多个省区形成“横向成片、纵向成网”的布局，区域内资源配置效率及共享程度进一步提高。通过上级医院对下级医院进行技术支持，下级医院的疑难患者可以得到集团专家会诊或转诊到上级医院，实现了资源配置的最优化和患者就诊的便利化，并在当地建立起口碑，形成当地龙头品牌，巩固了地域眼科医院龙头地位。

图表 57 长沙爱尔“一城四院七门诊”布局情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

稳步推进全球化生态，共享全球眼科智慧。爱尔眼科先后成功并购香港亚洲医疗、美国 MING WANG 眼科中心、欧洲 Clinica Baviera 眼科集团、东南亚 ISEC 眼科集团等领先眼科机构，同时，公司借助国际化平台，通过爱尔全球视觉健康管理有限公司打造全球眼科医生集团平台，并与国内外眼科研究机构在科研、管理等方面推进深入合作，深度融合国际先进的医疗服务理念和最前沿的技术体系，学习高端服务模式、先进医疗技术和管理经验。全球化生态战略有利于公司发展高端医疗服务，搭建世界级科研、人才、技术创新平台，促进“共享全球眼科智慧”的力度和深度不断增强。

建立互联网生态实现医疗网络线上延伸。即便分级连锁布局在持续下沉，但中国地域广阔、人口众多，仍有部分区域患者需求无法得到满足，除此之外，国内疫情还将持续，不少地区患者行动受限，无法及时获得诊疗服务，而眼科医疗可以借助互联网技术实现自由连接、跨地域治疗，促进学术共享和医患共赢。为此，爱尔眼科强化总部赋能支持，加快互联网医院建设，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。

新十年规划推进 1+8+n 战略，持续完善分级诊疗网络。截至目前，公司正在修建长沙爱尔眼科医院新址，预计 2022 年 7 月份搬入新址，目标打造为 1 家世界级眼科中心，北京、上海、广州、深圳、成都、重庆、沈阳、武汉的医院新址也均在修建推进当中或已经开业，按照十年来布局，目标打造为 8 家国家级或区域级眼科中心。此外，公司在国内已基本完成省会城市 90% 覆盖，地级市 80% 覆盖，公司将继续深化分级诊疗网络，探索县级医院模式，为医疗资源下沉基层试点。因此，未来公司分级诊疗网络将会持续完善，医疗网络的高度、广度、密度、深度将会持续提高。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们将爱尔收入按照业务板块进行拆分，分别对屈光业务、视光业务、白内障、眼前段、眼后段和其他业务进行预测。其中，屈光业务可分为 ICL、全飞秒、半飞秒及其他，视光业务可以分为 OK 镜、镜片、镜框镜架、护理检查费及其他，白内障可拆分为多焦点晶体、普通非球面晶体、普通晶体。对于屈光项目，我们认为中高端手术收入占比提高，老花屈光手术处于开发拓展阶段，仍能保持一段时间增速；对于白内障项目，我们认为术式有升级但仍有部分属于医保项目，增速稳中有降；眼前段和眼后段是公司成熟业务，2021 年增速较快主要系疫情导致需求延后，预期未来增速放缓；视光业务 2021 年增速超预期，预计未来有所放缓，但仍能保持一段时间高速增长，OK 镜、离焦镜是新的增长点；其他业务维持稳定，干眼项目等特色门诊开发中，未来可能成为新的增长点。

图表 58 公司收入预测 (rmb mn)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
屈光业务					
收入	4,348.81	5,519.73	6922.95	8625.35	10650.56
Yoy%	23.17%	26.92%	25.42%	24.59%	23.48%
白内障项目					
收入	1,961.36	2,191.19	2426.09	2699.99	3015.95
Yoy%	11.41%	11.72%	10.72%	11.29%	11.70%
眼前段项目					
收入	1,200.41	1,456.02	1681.70	1933.96	2214.38
Yoy%	8.43%	21.29%	15.50%	15.00%	14.50%
眼后段项目					
收入	817.49	994.80	1178.83	1378.06	1594.41
Yoy%	17.45%	21.69%	18.50%	16.90%	15.70%
视光项目					
收入	2,453.91	3,378.45	4553.40	6075.94	8036.18
Yoy%	27.15%	37.68%	34.78%	33.44%	32.26%
其他业务					
收入	1,130.43	1,460.62	1811.17	2209.62	2651.55
Yoy%	17.04%	29.21%	24.00%	22.00%	20.00%
营业总收入					
收入	11,912.41	15,000.81	18574.14	22922.92	28163.03
Yoy%	19.24%	25.93%	23.82%	23.41%	22.86%

资料来源：wind，华安证券研究所

4.2 投资建议

从公司角度看，爱尔眼科是目前全球规模最大的眼科医疗连锁机构和眼科医疗服务先行者，本身具备远超同行业的规模优势及先发优势，凭借长期积累的品牌口碑、深厚底蕴及成熟的标准化模式，持续抢占市场，已完成省会城市 90% 覆盖，地级市 80% 覆盖，为行业内其他竞争者开拓市场带来不小的难度，形成了天然的竞争壁垒；2021 年公司实现营业收入 150.01 亿元，2009~2021 年 CAGR 30.66%，实现归母净利润 23.23 亿元，2009~2021 年 CAGR 30.87%，净利率逐年提升，由 2009 年的 14.83% 提升至 2021 年的 16.47%。多维度的竞争优势使得爱尔常年保持高质量增长。“**并购基金+合伙人**”模式打破了民营连锁机构扩张过程中的“人才、资金”双瓶颈，自 2014 年成立并购基金以来，公司旗下医院数量猛涨，由 2014 年初的 50 家扩张到 2021 年底的 292 家，公司并购基金仍在为公司开拓市场，基金旗下仍有 318 家医院存量，未来扩张需求可顺利落地。**分级连锁生态**的持续完善，使得公司医疗资源高效配置，一方面集中力量发展重点区域临床科研能力，形成技术高地，通过向下级医院的技术支持提高整体临床医疗水平，另一方面延伸触角，将更多医院或门诊覆盖到基层，提高了医疗服务的可触及性，并向上输送疑难病症，实现快速获客，抢占市场。**新十年，公司将持续推进“1+8+n”战略**，打造 1 家世界级眼科中心，8 家国家或区域级眼科中心，继续推进各省省会城市医院网络建设，带动地级市医院发展，推进医疗服务下沉县级医院试点，届时，爱尔分级诊疗网络将会在高度、广度、密度及深度上呈现进一步的提升，实现多个维度的高质量成长。此外，**公司全球化布局、医教研创新平台建设及人才培养计划将持续为公司发展提供及时的技术支持、人才供应**。眼科赛道在医疗服务行业中本身更偏向于“重设备、轻医生”的特点，即便如此，公司仍通过多年来对医教研平台的建设及多层次的人才培养计划，不断培养及引进优秀的眼科人才，2020 年公司眼科医生人数就已超过 6000 人，约占全国眼科医师人数的 1/8，人才聚集效应明显，形成人才壁垒；在技术上，公司通过全球化优势，共享全球眼科智慧，能及时引进国外先进技术，提高公司整体医疗技术水平，从而能够与国内顶尖的公立眼科医院竞争，2021 年，公司多项医疗指标均达到国家三级眼科医院评选标准，在部分省会城市更是拥有了超越公立医院的医疗水平。

从整个行业端看，我国老龄化程度在持续深化，全民眼健康状况仍较为严峻，我国作为眼病大国，各项眼科服务的渗透率却仍处于较低水平，大量诊疗需求还未被满足，未来市场空间有待开拓，随着居民消费能力及对眼科服务的认知水平不断提高，近年来眼科医疗机构门诊量及住院量迅速增长，伴随新技术的普及，各项眼科医疗服务向高端化升级，整体呈现量价齐升的趋势。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年中国眼科医疗服务市场规模达 1275 亿元，2015~2019 年间年均复合增速达到 15.0%，其中 2019 年中国医学视光市场整体市场规模约为 228.1 亿元，2015 年至 2019 年 CAGR 为 26.2%，预计未来医学视光市场将继续保持快速增长，2020 年至 2025 年 CAGR 预计为 18.0%，角膜塑形镜及离焦镜等新的近视矫正技术为视光服务带来新的增长点；中国屈光手术发展较快，市场规模由 2015 年的 59.0 亿元快速扩张至 2019 年的 180.7 亿元，期间 CAGR 为 32.3%，由于国内近视人群基数较大，渗透率较低，随着屈光手术的进一步普及，未来仍将保持较高增速，预计 2020 年至 2025 年 CAGR 为 28.4%，在 2025 年市场规模有望达到 725 亿元。除此之外，眼科赛道仍有不少新的治疗手段尚待开发，多数业务渗透率仍处低位，未来市场空间不可限量。爱尔眼科凭借在各细分赛道的前瞻布局，始终保持超越行业的增速，从业务端为公司带来持久的内生动力。目前公司高端术式占比已达到较高水平，且仍

处上升趋势；角膜塑形镜为公司视光业务主力，有望实现价量齐增；创新开设干眼门诊等特色门诊，利用全球化布局优势持续引进新技术，领跑新赛道。

政策方面，国家一直以来均明确支持社会办医及眼保健事业，具有一贯性及连续性，预计对于社会办医的支持方向不会改变，仅从全面支持社会办医变为支持优质民营医疗机构发展，反倒对于诸如爱尔眼科这类的优质民营医疗机构更加利好。此外，爱尔眼科各项业务中高端占比较大，因此医保收入占比较小，受到医保政策变化的影响较小，整体政策风险较小。

眼科赛道是黄金赛道，爱尔是民营眼科医疗服务绝对领导者，我们认为公司将持续按照“1+8+n”战略完善医院布局，打造世界级眼科医学中心，通过业务内生增长及医院外延并购扩张提供持久增速，通过医教研创新平台打造医师资源壁垒，实现长期发展。预计公司 2022-2024 年将实现营业总收入 185.74/229.23/281.63 亿元人民币，同比+23.8%/23.4%/22.9%；预计实现归母净利润 30.71/40.19/51.62 亿元人民币，同比+32.2%/30.8%/28.5%；对应 PE 60.44/46.20/35.96x；首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

并购基金旗下医院管理风险：公司通过参与投资产业并购基金，许可其投资、设立的医院使用公司指定商标及“爱尔”字号，授权使用品牌的医院受管理程度较低，可能发生违法违规行为、医疗事故和医疗纠纷等风险事件，影响公司整体品牌形象。

医疗事故风险：医学的复杂性和专业性决定了手术必然会存在一定的风险；同时，患者对手术的认知有限、对术后效果的感知和评价可能存在一定的主观片面性，由此可能导致医疗纠纷的产生，一直以来公司保持了较好的医疗质量，医疗纠纷、医疗事故发生率相对较低，但随着门诊量、手术量的不断增长，其绝对数有可能上升。

新建医院发展不及预期风险：体内新建医院可能由于发展不成熟，爬坡速度较慢，从而整体增速放缓。此外公司在投资并购过程中可能会产生一定商誉，如果并购的标的资产经营状况未达预期则存在商誉减值风险。

疫情反复爆发风险：目前国内外疫情反复点状爆发，公司作为全球性眼科医疗机构，预计上述因素在未来仍可能影响公司经营业绩。若疫情未来不能得到有效控制或出现大规模反弹，公司的经营业绩仍存在不确定性。

行业竞争加剧：近年来，多家民营眼科连锁机构相继上市，竞争加剧，虽然公司是全球规模最大的眼科连锁机构，具有竞争优势，但眼科赛道玩家众多，公司在部分渗透程度较低的地区仍会面临竞争压力，可能影响公司扩张的效率。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7215	7656	9969	13840	营业收入	15001	18574	22923	28163
现金	4402	4139	5726	8769	营业成本	7212	8884	10908	13350
应收账款	1516	2026	2472	3021	营业税金及附加	41	59	78	76
其他应收款	268	311	406	488	销售费用	1447	2062	2496	3059
预付账款	79	149	175	206	管理费用	1958	2534	3131	3827
存货	571	652	811	978	财务费用	106	88	62	10
其他流动资产	379	379	379	379	资产减值损失	-217	-44	-30	-26
非流动资产	14634	17513	20542	23613	公允价值变动收益	-448	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	141	167	211	256
固定资产	2384	2643	2826	2924	营业利润	3494	4809	6117	7706
无形资产	751	859	979	1110	营业外收入	16	11	12	12
其他非流动资产	11498	14011	16736	19578	营业外支出	362	446	459	456
资产总计	21849	25169	30511	37453	利润总额	3148	4374	5671	7261
流动负债	6276	6155	7050	8288	所得税	678	958	1240	1576
短期借款	671	0	0	0	净利润	2470	3416	4431	5686
应付账款	1380	1976	2403	2897	少数股东损益	147	345	412	523
其他流动负债	4225	4179	4647	5392	归属母公司净利润	2323	3071	4019	5162
非流动负债	3349	3349	3349	3349	EBITDA	5249	5588	6949	8506
长期借款	58	58	58	58	EPS (元)	0.43	0.57	0.74	0.95
其他非流动负债	3291	3291	3291	3291					
负债合计	9625	9504	10399	11637					
少数股东权益	914	1259	1671	2195					
股本	5406	5406	5406	5406					
资本公积	2213	2213	2213	2213					
留存收益	3691	6786	10822	16002					
归属母公司股东权	11310	14405	18441	23621					
负债和股东权益	21849	25169	30511	37453					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4084	4589	6028	7572	成长能力				
净利润	2323	3071	4019	5162	营业收入	25.9%	23.8%	23.4%	22.9%
折旧摊销	1125	832	986	1085	营业利润	30.7%	37.6%	27.2%	26.0%
财务费用	122	184	173	173	归属于母公司净利	34.8%	32.2%	30.8%	28.5%
投资损失	-141	-167	-211	-256	获利能力				
营运资金变动	-227	-212	122	369	毛利率 (%)	51.9%	52.2%	52.4%	52.6%
其他经营现金流	3433	4163	4837	5832	净利率 (%)	15.5%	16.5%	17.5%	18.3%
投资活动现金流	-2514	-3997	-4268	-4356	ROE (%)	20.5%	21.3%	21.8%	21.9%
资本支出	-1488	-3967	-4316	-4402	ROIC (%)	18.3%	18.1%	18.7%	19.0%
长期投资	-1196	4	-14	-13	偿债能力				
其他投资现金流	169	-34	62	58	资产负债率 (%)	44.1%	37.8%	34.1%	31.1%
筹资活动现金流	-240	-856	-173	-173	净负债比率 (%)	78.7%	60.7%	51.7%	45.1%
短期借款	184	-671	0	0	流动比率	1.15	1.24	1.41	1.67
长期借款	-1324	0	0	0	速动比率	1.05	1.11	1.27	1.53
普通股增加	1285	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-164	0	0	0	总资产周转率	0.69	0.74	0.75	0.75
其他筹资现金流	-220	-184	-173	-173	应收账款周转率	9.90	9.17	9.27	9.32
现金净增加额	1340	-264	1588	3042	应付账款周转率	5.23	4.50	4.54	4.61

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.43	0.57	0.74	0.95	P/E	97.55	60.44	46.20	35.96
每股经营现金流	0.76	0.85	1.12	1.40	P/B	20.21	12.89	10.07	7.86
每股净资产	2.09	2.66	3.41	4.37	EV/EBITDA	43.75	33.34	26.58	21.36

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人：陈珈蔚，研究助理，主要负责医疗服务行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。