

医疗服务行业

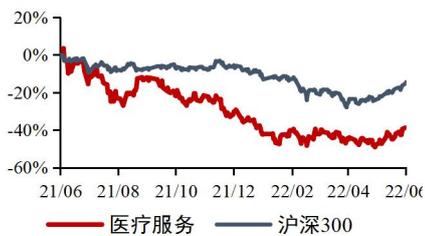
新股专题研究

眼科诊疗服务空间广阔，民营机构驻扎赛道竞跑

2022年8月9日

新股研究/专题报告

医疗服务板块近一年市场表现



相关报告：【山证新股】何氏眼科：深耕眼科黄金赛道，拓展辽宁省外区域发展向上

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

邮箱：yeyzhongzheng@sxzq.com

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

徐雪洁

执业登记编码：S0760516010001

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

报告要点：

➢ **我国是世界上盲和视觉损伤患者最多的国家之一，眼科医疗服务市场规模超千亿。**从全球范围来讲，人口老龄化、环境和生活方式的改变，将导致视力损伤和盲症患者人数急剧增长。据世界卫生组织预测，2030年全球近视人数将增长至33.60亿人，老年性黄斑变性患者、糖尿病视网膜病变患者分别将增至2.43亿、1.81亿人。2020年我国眼科专科医院入院人数、诊疗人次分别达到219.38万人、3433.41万人次，十年年均复合增长率分别达18.99%、13.49%。目前我国主要致盲性眼病由传染性眼病转变为以白内障、近视性视网膜病变、青光眼、角膜病、糖尿病视网膜病变等为主的眼病。据数据统计，2019年中国白内障患者人数约有1.26亿人，近视患者接近6亿，青光眼疾病患者约有2100万，干眼病患者数量约为2.9亿-4.2亿。面对中国老年人口增加、白内障手术渗透率和其他眼病治疗渗透率亟待进一步提升，以及青少年近视防控战略的实施，相关眼科诊疗服务市场需求巨大。整体来看，2019年我国眼科医疗服务市场规模达到1037.4亿元，医学视光、白内障、屈光手术分别占据眼科医疗服务三大细分市场占比分别达到21.3%、18.1%和16.8%，预计到2025年整个眼科医疗服务市场规模将增长至2521.5亿元。

➢ **他山之石：美国、欧洲等海外眼科医疗服务市场均以民营医院为服务主体。**其中美国以诊所为主，印度则受到人口密度大影响，以服务半径更大的专科医院居多；眼科医疗服务的市场集中度不高，其中以欧洲市场最为分散。此外通过对部分国家知名的眼科医疗机构梳理发现它们的经营模式存在共同点，包括医疗机构集中于大型城市或中心城市，医疗服务向周边地区辐射；眼科医疗服务分为前端验光、咨询及后端手术，初级护理人员与眼科医生分工明确；部分运营模式分为手术中心+卫星诊所；以及与当地医生合作密切，共同服务于患者。

➢ **分级诊疗与连锁经营双向推动，民营眼科医院扎根赛道。**多元办医政策推动下，由于眼科患者对于专业民营医院的接受度较高以及民营眼科医院具有针对性、差异性、定制化等能够更好地满足患者需求的优势，我国民营眼科医院数量及市场份额逐步提升。2019年我国民营眼科专科医院为890家，占眼科专科医院数量比重为94.18%；市场规模达401.6亿元，五年复合增长率为20.7%。在经营模式上，民营眼科医院采用分级诊疗服务模式，不仅实现资源配置的最优化和患者就诊的便利化，还能与连锁化经营有效结合双向推动，形成快速布局、标准化复制与规模效应。在扩张战略上，民营连锁眼科医院通常采用自建或自建+并购的方式，围绕核心区域向人口较多、眼科诊疗服务资源尚不饱和的城市外扩。其中自建需要把控投资节奏并给予新开医院的一定时间的培育期，但集团对自设立机构的管控力更强，并购模式下可以迅速抢占本地医疗资源，建立成熟医疗机构，但需要大量资金作支撑，同时需考虑整合协同问题。

➢ **同场竞跑，围绕医师团队、资本与品牌三个核心要素。**在民营眼科医院建立自身竞争优势的过程中，主要围绕三个基本要素，其中核心要素为医师团队与





医疗技术，资本是民营眼科医院进行扩张的充分条件，品牌则是民营眼科医院持续获客能力的关键因素。最后社会资本办医的政策导向从全面鼓励发展到了细化具体方向，以及在医药卫生体系改革深化下，有望推动民营眼科医院通过提高优化服务结构、升级服务水平等措施进一步寻求差异化发展路径。

➤ **民营眼科医院密集上市，赛道走向成熟。**目前在 A 股及港股上市的中国民营眼科医院包括爱尔眼科、光正眼科、何氏眼科、希玛眼科、朝聚眼科，此外还包括近期上市的普瑞眼科、申报创业板 IPO 的华夏眼科。其中爱尔眼科的收入与利润规模领先于其他民营眼科医疗公司，其在全国各地的眼科医疗服务机构布局更加广泛，同时也在美国、欧洲等国家有所布局，规模优势明显；华夏眼科、普瑞眼科两家公司在全国的布局也相对广泛，其中华夏眼科以厦门眼科中心为中心向全国辐射，普瑞眼科聚焦直辖市、省会城市等中心城市，屈光项目收入占比较高；何氏眼科、朝聚眼科、希玛眼科、光正眼科等医疗服务开展区域目前较为集中，区域性优势明显，同时也在以全国性布局为目标。

➤ **投资建议：**从竞争格局来看，爱尔眼科作为赛道龙头的行业地位难以撼动，今年以来民营眼科医院的密集上市，有望推动行业内中小规模民营眼科医院的迅速成长，一方面通过上市拓宽融资渠道、增强融资能力，为公司后续拓展市场奠定资金基础，同时作为公众上市公司，对推动民营眼科医院规范化经营与高质量服务、扩大品牌知名度具有一定促进作用。因此后续可关注新上市民营眼科医院的发展情况。

风险提示：行业监管政策变化风险；医保政策变化风险；医疗纠纷或事故风险；连锁经营模式带来的扩张风险；新冠肺炎疫情持续发展引起的风险等。

目录

1	眼科诊疗需求大，国内眼科诊疗服务市场规模超千亿元	5
1.1	全球眼疾患者数量庞大，有效干预可降低损伤风险	5
1.2	中国眼科医疗服务需求巨大，赛道前景广阔	6
2	民营眼科医院：扎根赛道，同场竞跑	11
2.1	民营医院概况：医院数量与市场份额逐步提升，区域间分布不均	11
2.2	他山之石：海外民营眼科医院及经营特点梳理	12
2.3	分级诊疗模式与连锁经营双向推动	17
2.4	扩张战略自建与收购并举，三要素决定竞争能力	19
2.5	政策导向转变，持续推动民营眼科寻求差异化发展路径	23
3	标的梳理：民营眼科医院密集上市，赛道走向成熟	26
3.1	民营眼科医疗机构密集上市	26
3.2	爱尔眼科领跑，各民营机构稳步追赶	27
3.3	民营眼科医疗机构经营特点梳理	29
4	投资建议	30
5	风险提示	30

图表目录

图 1：全球范围内部分眼科疾病人数预估情况	5
图 2：到 2030 年部分眼疾患者数量（百万人）	5
图 3：中国眼科专科医院入院人次	6
图 4：中国眼科专科医院诊疗人次	6
图 5：全国居民人均消医疗保健消费支出及占比	7
图 6：中国 65 岁以及 0-14 岁人口数量、占比	7
图 7：中国白内障患者人数	8
图 8：中国白内障手术渗透率	8
图 9：中国近视患者人数	9
图 10：全国学生近视率变化及 2030 年防控要求	9
图 11：屈光不正的治疗手段	9
图 12：中国眼科医疗服务分类	10



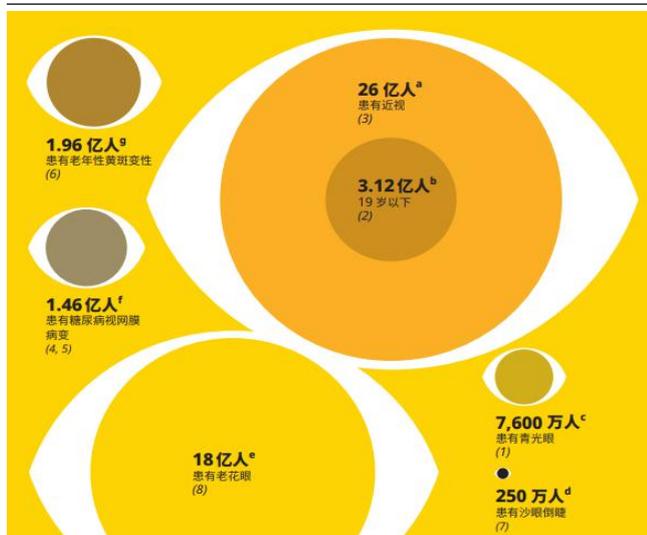
图 13: 中国眼科医疗服务市场规模.....	11
图 14: 2019 年中国眼科医疗服务市场规模占比.....	11
图 15: 中国民营眼科医院数量.....	12
图 16: 民营医院眼科医疗服务市场规模（亿元）.....	12
图 17: 中国不同省份眼科病床密度.....	12
图 18: 截至 2021 年底 CLÍNICA BAVIERA 医疗机构数量及分布.....	15
图 19: 品川医疗集团日本国内眼科医院分布.....	17
图 20: 爱尔眼科（左图）与何氏眼科的分级诊疗模式.....	18
图 21: 爱尔眼科（左图）与何氏眼科国内医院分布图.....	19
图 22: 爱尔眼科扩张模式.....	20
图 23: 何氏眼科医疗质量安全体系.....	22
图 24: 希玛眼科上市之后的扩张之路.....	23
图 25: 何氏眼科医院诊疗服务流程.....	24
图 26: 民营眼科医院部分医保结算项目手术量增速.....	25
图 27: 民营眼科医院白内障项目收入增速.....	25
图 28: 何氏中高端及普瑞高端白内障诊疗收入占比.....	26
图 29: 民营眼科医院屈光项目及视光服务收入占比.....	26
表 1: 部分眼疾采用的应对策略举例.....	6
表 2: 全球主要眼科医疗机构行业举例.....	13
表 3: 国内民营医院扩张模式与优劣势对比.....	19
表 4: 上市及部分拟上市民营眼科医院医师数量及激励情况.....	21
表 5: “十三五”及“十四五”期间政府对社会化办医的政策导向.....	23
表 6: 上市及拟上市从事民营眼科医疗服务公司.....	26
表 7: 上市及部分拟上市民营眼科医院截至 2021 年财务数据对比.....	27
表 8: 2021 年各民营眼科医疗公司服务数量及收入结构.....	28
表 9: A 股及港股上市民营眼科公司估值情况.....	1

1 眼科诊疗需求大，国内眼科诊疗服务市场规模超千亿元

1.1 全球眼疾患者数量庞大，有效干预可降低损伤风险

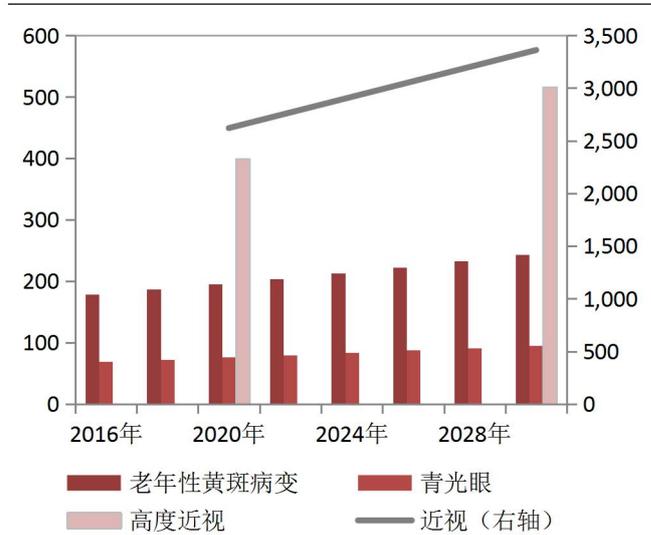
从全球范围来讲，眼疾非常普遍，眼疾患者数量庞大。眼科的全称是“眼病专科”，是研究发生在视觉系统，包括眼球与其相关联的组织有关疾病的学科。常见的眼科疾病包括白内障、屈光不正、青光眼、黄斑变性、结膜炎、视网膜动脉硬化等。据世界卫生组织（WHO）发布的《世界视力报告 2021》显示，2020 年所有年龄的近视患者为 26 亿人，其中 19 岁以下的近视患者为 3.12 亿人（2015 年数据）；老花眼患者为 18 亿人；40 至 80 岁青光眼患者为 7600 万人；沙眼倒睫患者为 250 万人；糖尿病视网膜病变成年患者为 1.46 亿人；30 岁至 97 岁的老年性黄斑变性患者为 1.956 亿人。人口老龄化、环境和生活方式的改变，导致视力损伤和盲症患者人数急剧增长。据世界卫生组织预测，2030 年，全球近视人数将增长至 33.6 亿人，其中伴随严重并发症的高度近视的人数增至 5.167 亿，糖尿病视网膜病变患者人数将增至 1.806 亿人，老年性眼疾青光眼患者、老年性黄斑变性患者人数将增长至 9540 万、2.433 亿人，此外鉴于大多数 70 岁以上者都会患上白内障，这种疾病患者人数也将大幅增长。

图 1：全球范围内部分眼科疾病人数预估情况



数据来源：《世界视力报告 2021》，山西证券研究所

图 2：到 2030 年部分眼疾患者数量（百万人）



数据来源：《世界视力报告 2021》，山西证券研究所

世界卫生组织数据显示，在全球至少有 22 亿人患有视力损伤或盲症，其中至少有 10 亿人的视力损伤本可以预防或尚有治愈的可能，这其中包括未矫正的屈光不正 1.237 亿人、白内障 6520 万人、青光眼 690 万人、角膜混浊 420 万人、糖尿病视网膜病变 300 万人和沙眼 200 万人以及未矫正的老花眼所致的视力损伤 8.26 亿人。而通过有效的干预措施，包括促进健康、预防、治疗和康复，可降低患眼疾或视力损伤的风险，并减轻相关影响。

表 1：部分眼疾采用的应对策略举例

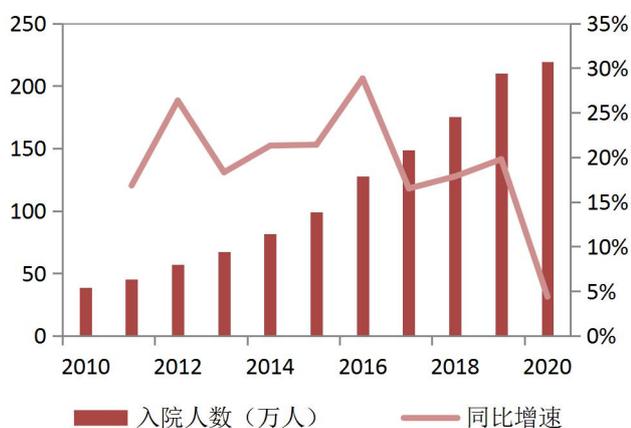
	常用治疗手段	治疗目的
白内障	手术治疗： 超声乳化白内障吸除术、白内障囊外摘除术、飞秒激光辅助下白内障摘除术、人工晶体植入术、多焦点人工晶体植入等	治愈
	药物治疗： 部分滴眼液等	延缓
青光眼	药物治疗： 缩瞳剂、β-肾上腺能受体阻滞剂、α-肾上腺能受体激动剂、前列腺素衍生物、碳酸酐酶抑制剂、高渗剂等	控制
	激光治疗： Nd:YAG 激光虹膜切开术、氩激光或半导体激光周边虹膜成形术、选择性激光小梁成形术等	控制
	手术治疗： 周边虹膜切除术、小梁切除术、非穿透性小梁手术、睫状体冷凝术、青光眼白内障联合手术等	控制
屈光不正	屈光手术： 角膜屈光手术、眼内屈光手术、屈光手术矫正老视等	治愈
	医学视光： 框架眼镜、角膜接触镜等	控制
干眼症	非药物治疗： 眼睑清洁、热敷及睑板腺按摩等物理疗法、湿房镜及硅胶眼罩、软性角膜接触镜、泪小点栓塞等	改善
	手术治疗： 自体颌下腺移植等	
	药物治疗： 人工泪液替代、口服药物局部抗炎与免疫抑制治疗	
眼底病	药物治疗： 玻璃体内注射抗 VEGF 药物等	改善或挽救视力
	激光治疗： 激光光凝、经瞳温热疗法、光动力疗法等	
	手术治疗： 玻璃体切割术等	

资料来源：普瑞眼科招股说明书，山西证券研究所

1.2 中国眼科医疗服务需求巨大，赛道前景广阔

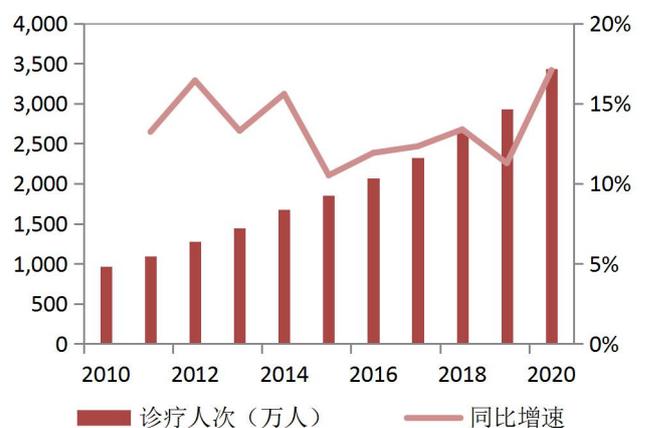
我国是世界上盲和视觉损伤患者最多的国家之一。目前我国主要致盲性眼病由传染性眼病转变为以白内障、近视性视网膜病变、青光眼、角膜病、糖尿病视网膜病变等为主的眼病。根据国家卫健委数据，2020 年我国眼科专科医院入院人数、诊疗人次数分别达到 219.38 万人、3433.41 万人次，十年复合增长率分别达 18.99%、13.49%。

图 3：中国眼科专科医院入院人次



数据来源：中国卫生统计年鉴，山西证券研究所

图 4：中国眼科专科医院诊疗人次



数据来源：中国卫生统计年鉴，山西证券研究所

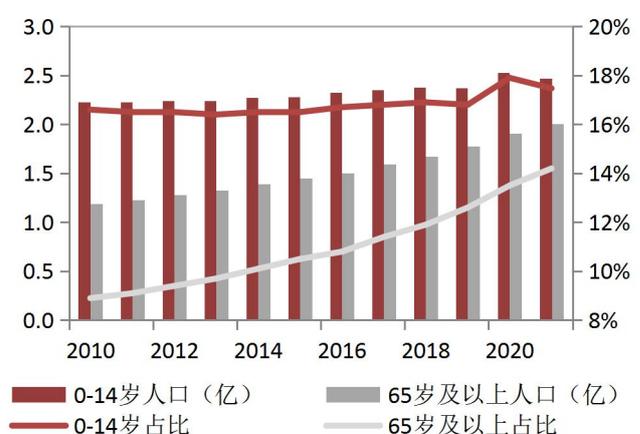
随着国内居民收入增长与健康意识提高，医疗保健这一刚性需求增强。根据国家统计局数据，2021年全国居民人均消费支出为24100元，其中医疗保健消费支出2115元，占比为8.78%，虽然近两年受到新冠疫情，人均医疗保健消费支出及其占比有所下滑，但整体上仍呈现上升趋势，较2013年统计以来复合增长11.09%，占比提升1.88pct。人口结构变化与生活方式影响，也将带来眼科医疗服务需求的进一步增长。老年人口是社会医疗服务的重要需求群体，国家统计局数据显示，2021年我国65岁以上老年人口的数量达到2.01亿人，占总人口比重达到14.20%；此外受到生活方式转变及不良生活习惯的影响，如电脑、手机等智能终端迅速普及，大范围且长时间的使用，使得眼科等常见疾病向低龄化发展。

图5：全国居民人均医疗保健消费支出及占比



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图6：中国65岁以及0-14岁人口数量、占比



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

白内障患者人数增加及手术渗透率不断提升，相关诊疗需求有望进一步增长。作为眼科疾病的其中一类，白内障是全球引致失明的最大原因。白内障患者的眼内晶状体不再透明清晰，并阻挡光线到达视网膜，导致视力永久模糊、降低生活质量。该病症主要以老年患者居多且通常为50岁以上的中老年患者。据数据统计，2019年中国白内障患者人数约有1.26亿人，相比2015年复合增长率约为3.6%，而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，到2025年或将超过1.5亿人。

在白内障治疗领域，白内障手术切除已浑浊的晶状体，植入人工晶体被认为是常用的有经济效益的干预方式。当前我国白内障手术渗透率逐年提升，根据中国防盲治盲网数据，1990年我国白内障年手术量约为14.3万例，CSR（百万人口白内障手术率）仅为83；2000年我国手术量达到48万例，CSR为370；截至2020年末，我国CSR已达到3000+水平，20年间增长达7倍以上，按照《“十四五”全国眼健康规划》的要求，2025年末我国百万人口白内障手术率达到3500以上，预计仍将有16%以上的增长。相比发达国家，我国CSR比例虽提升快速但绝对水平仍然处于低位。数据显示2011年美国CSR约为11000，2012年法国CSR约为11080、荷兰CSR约为11000、日本CSR约为8091、澳大利亚CSR约为8000。因此在国内白内障患者人数增加及手术渗透率不断提升的背景下，白内障相关的诊疗需求将有望进一步增长。

图 7：中国白内障患者人数



资料来源：灼识咨询，《The National and Subnational Prevalence of Cataract and Cataract Blindness in China》，山西证券研究所

图 8：中国白内障手术渗透率



资料来源：国家卫健委、弗若斯特沙利文（注：渗透率=各年的白内障发病率/白内障手术次数），山西证券研究所

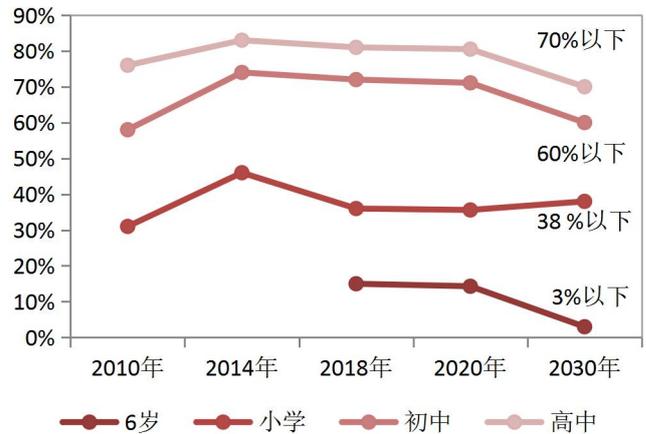
青少年近视防控形势严峻，屈光不正矫正需求释放。屈光不正是指平行光线进入无调节的眼球之后没有聚焦于视网膜的一种情况，最常见的包括近视、远视及散光，屈光不正是国内年轻人最常见的视力异常状况。世界卫生组织最新数据显示，中国近视患者人数多达 6 亿，据 Frost&Sullivan 分析，到 2024 年中国近视患者将达到 6.70 亿人。尤其是中国青少年近视率高居世界第一，据国家卫健委发布的《中国眼健康白皮书》数据显示，2018 年全国儿童青少年总体近视率为 53.6%，其中，6 岁儿童为 14.5%，小学生为 36.0%，初中生为 71.6%，高中生为 81.0%，此外受新冠疫情影响，中小学、幼儿园无法正常到校上学，使用互联网教育和娱乐产品的青少年学生和儿童数量大大增加，国家卫健委调查数据显示，2020 年因疫情影响，我国儿童青少年总体近视率较 2019 年的 50.2% 上升至 52.7%；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%。2018 年 8 月教育部等八部门印发了《综合防控儿童青少年近视实施方案》明确提出综合防控目标：到 2023 年，力争实现全国儿童青少年总体近视率在 2018 年的基础上每年降低 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。到 2030 年，实现全国儿童青少年新发近视率明显下降，儿童青少年视力健康整体水平显著提升，6 岁儿童近视率控制在 3% 左右，小学生近视率下降到 38% 以下，初中生近视率下降到 60% 以下，高中阶段学生近视率下降到 70% 以下。在政府高度重视近视防控战略实施的同时，视功能训练、验光配镜等近视防控和屈光手术诊疗需求有望得到进一步释放。

图 9：中国近视患者人数



资料来源：Literatureresearch, 国家卫健委, 弗若斯特沙利文分析, 山西证券研究所

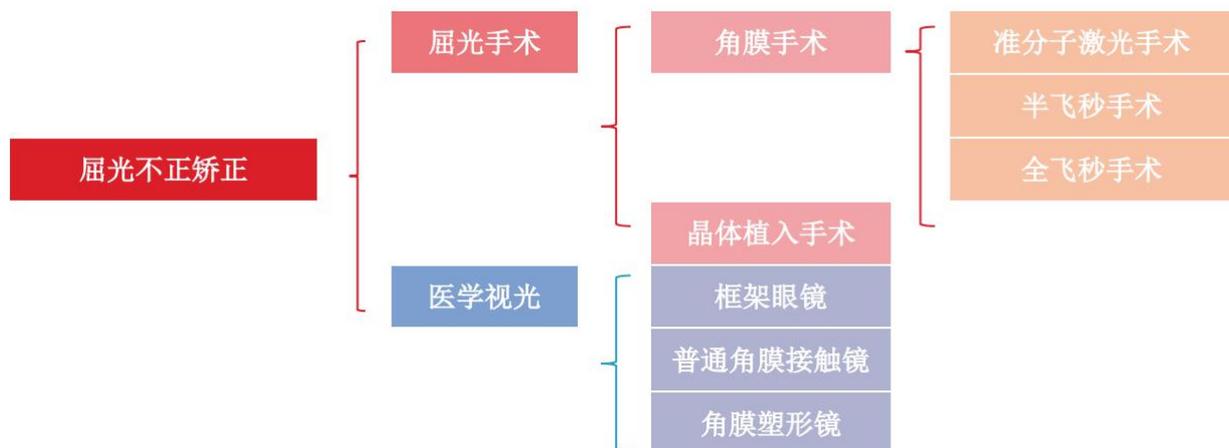
图 10：全国学生近视率变化及 2030 年防控要求



资料来源：国家卫健委, 《综合防控儿童青少年近视实施方案》, 山西证券研究所

目前屈光不正的主要治疗手段为屈光手术以及光学视光矫正两大手段。屈光手术是用手术的方式改变角膜前表面的形态, 以矫正屈光不正。主流的屈光不正手术治疗手段可以分为角膜手术和晶体植入手术, 其中角膜手术(准分子激光手术、半飞秒手术、全飞秒手术)因为可矫正视力度数范围大, 精度高且手术恢复时间短, 得到了消费者的认可。视光矫正是目前普遍、安全、经济的近视矫正手段, 其中相较于传统验光, 医学视光能够在有专业医师指导下帮助屈光患者确定配镜度数, 从而提高双眼视功能, 减缓屈光不正病情的发展, 使得消费者对于专业验光以及配镜服务的需求快速提升。

图 11：屈光不正的治疗手段

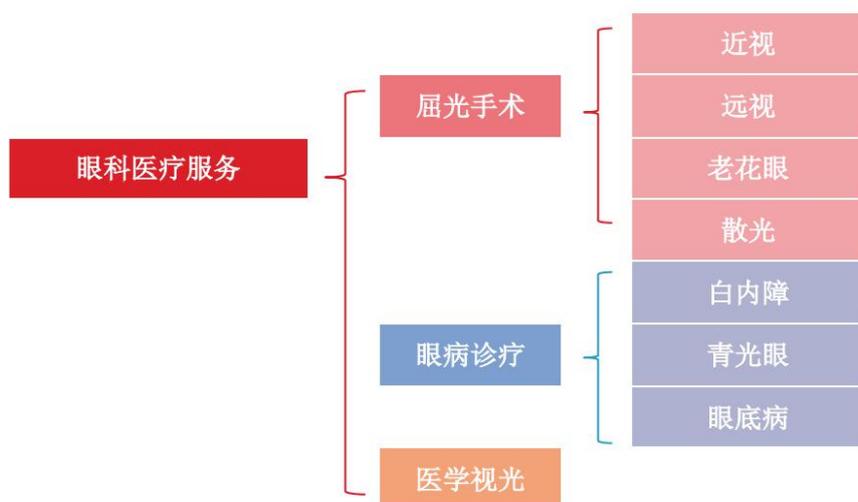


资料来源：华夏眼科招股说明书, 山西证券研究所

青光眼、干眼病等眼科疾病发病率上升、治疗渗透率不足, 具备市场潜力。在其他常见眼病当中, 青光眼是世界第二大可致盲性眼病, 仅次于白内障, 也是导致患者致盲和低视力的不可逆转因素之一。《中国青

《光眼指南 2020》及我国流行病学研究资料显示，据估算到 2020 年我国青光眼疾病患者可达到 2100 万，青光眼 40 岁以上人群患病率为 2.3%，致盲率约为 30%。由于青光眼致盲具有不可逆性，如能早期发现并及时干预，患者仍可维持一定的视觉功能。近年来，由于环境变化、工作压力加大、眼健康的预防保健不到位等因素，干眼症发病率呈上升趋势，此外角膜病、眼底病等眼病的诊疗方面亦处于低治疗渗透率的状态，同时常见的高血压、糖尿病、动脉粥样硬化等慢性疾病还会带来相应的眼部病理结构改变，如数据显示糖尿病患者患糖尿病视网膜病概率达到 34.6%。由此可见我国不同眼病诊疗细分市场所面临的需求还将进一步扩大。

图 12：中国眼科医疗服务分类



资料来源：普瑞眼科招股说明书，山西证券研究所

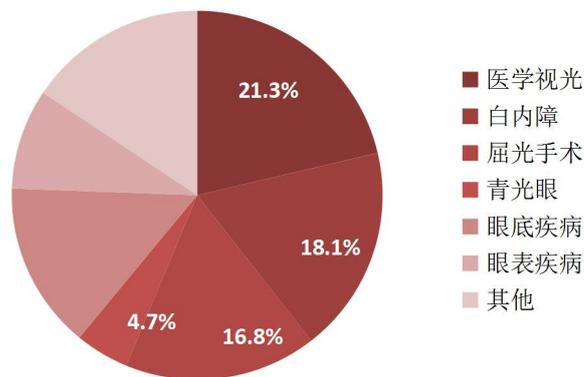
2019 年眼科医疗服务市场规模超千亿，未来增速仍可观。整体来看，2019 年我国眼科医疗服务市场规模达到 1037.4 亿元，较 2015 年复合增速为 19.6%，预计到 2025 年将增长至 2521.5 亿元，五年内复合增长达 17.5%。从市场构成来看，2019 年医学视光、白内障、屈光手术分别占据眼科医疗服务三大细分市场占比分别达到 21.3%、18.1%和 16.8%；预计到 2025 年上述细分市场将分别达到 500.3、338.5 亿、725.0 亿元；眼底、眼表疾病、青光眼及其他疾病的市场规模占比分别为 14.6%、8.8%、4.7%和 15.6%。此外，据全球调研机构 Euromonitor 数据显示，我国眼镜零售市场规模同样保持快速增长态势，2019 年市场规模为 884.25 亿元，较 2015 年年均复合增长 6.31%，预计到 2023 年我国眼镜产品市场规模将突破 1000 亿元达到 1004.67 亿元。

图 13：中国眼科医疗服务市场规模



资料来源：中国卫生统计年鉴，灼识咨询，华夏眼科招股说明书，山西证券研究所

图 14：2019 年中国眼科医疗服务市场规模占比



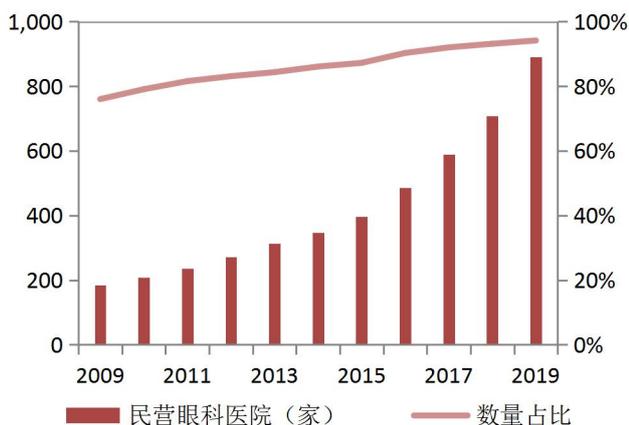
资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，公开资料，企业年报，灼识咨询，华夏眼科招股说明书，山西证券研究所

2 民营眼科医院：扎根赛道，同场竞跑

2.1 民营医院概况：医院数量与市场份额逐步提升，区域间分布不均

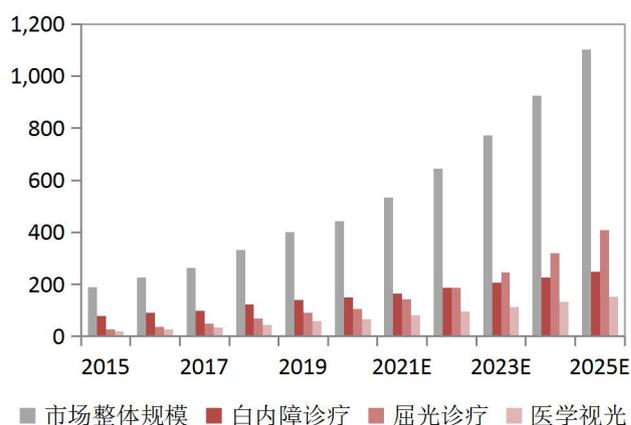
目前我国已经建立了由医院、基层医疗卫生机构、专业公共卫生机构和其他医疗卫生机构等组成的覆盖城乡的医疗卫生服务体系。为解决我国医疗服务供需不平衡、供给不充分等问题，我国政府积极促进形成公立与民营优势互补、专业化分工的多元办医格局，通过建立医联体制度、医师多点执业等制度，提高全社会的医疗服务效率、公平性、可及性。在此过程中，中国眼科医院基础设施建设得到快速提升。截至 2019 年末，我国眼科专科医院数量达到 945 家，眼科专科医院卫生人员数 8.23 万人，医院眼科床位数 132476 张；相较于 2009 年年均复合增长率分别达到 14.59%、16.51%、7.86%。其中民营眼科专科医院 890 家，民营眼科专科医院占比 94.18%，较 2009 年占比 76.03%提升近 20 个百分点。在市场规模方面，据《中国卫生统计年鉴》及灼识咨询数据，2015 年至 2019 年民营眼科医院市场规模迅速从 189.3 亿元增长至 401.6 亿元，年复合增长率为 20.7%，高于同期公立医院眼科医疗服务市场规模年均 18.9%的复合增速。在细分市场领域中，2019 年民营眼科医院在白内障手术、屈光手术市场规模达到百亿元以上，占比达到 50%以上，分别为 71.67%、50.03%，同时在屈光手术、医学视光市场取得较快速度的增长，五年复合增速分别达到 34.90%和 29.69%。

图 15：中国民营眼科医院数量



资料来源：中国卫生统计年鉴，山西证券研究所

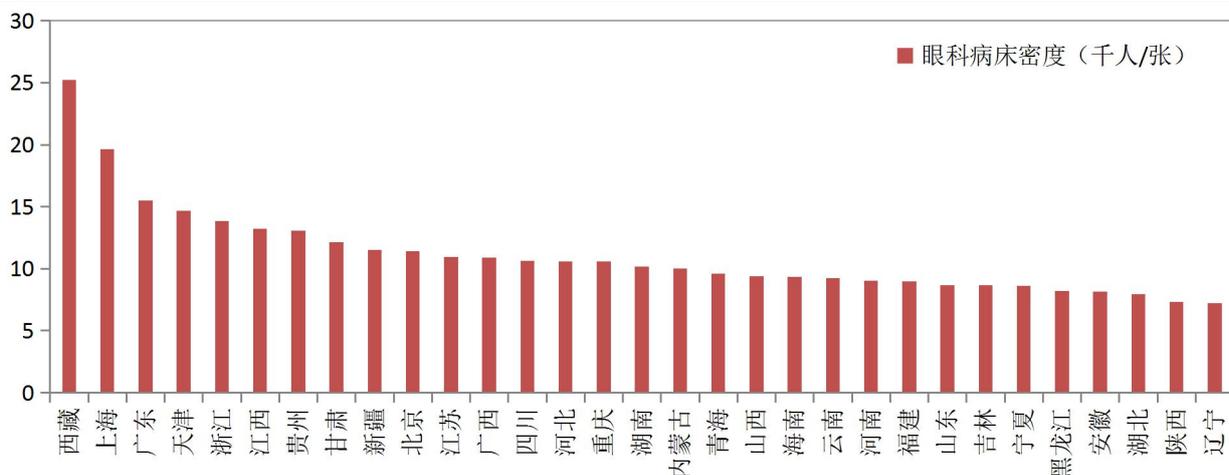
图 16：民营医院眼科医疗服务市场规模（亿元）



资料来源：中国卫生统计年鉴，灼识咨询，山西证券研究所

由于经济发展程度、财政对医保结算额度的支持力度以及高校人才分布的差异性，国内眼科医院存在分布显著不均的特点。目前国内眼科治疗资源主要集中在东南沿海经济发达省份，东部地区的眼科病床密度显著高于中西部省份。如果以常住人口每千人病床数量比较，除西藏自治区外，上海市、广东省以及天津市等眼科病床数量处于全国前列，眼科诊疗资源较为丰富。因此国内绝大部分省份的眼科诊疗市场仍有较大的发展潜力。

图 17：中国不同省份眼科病床密度



资料来源：中国卫生统计年鉴，国家统计局，山西证券研究所

2.2 他山之石：海外民营眼科医院及经营特点梳理

通过资料梳理，我们发现在美国、欧洲、印度眼科医疗服务市场中，均以民营医院为服务主体，其中美国以诊所为主，印度则受到人口密度大影响，以服务半径更大的专科医院居多；各个市场的眼科医疗服务集中度不高，其中以欧洲市场最为分散。此外，由于眼科医疗属性偏弱，发展中国家以自费医疗为主，美国由

于商业保险成熟而能够覆盖医疗属性弱的科室，欧洲国家福利较完善，以国家医保覆盖为主。

表 2：全球主要眼科医疗机构行业举例

名称	成立时间	地区	规模	其他信息
Vasan Eye Care	2002 年	印度	100+家眼科护理医院	Vasan Healthcare Enterprise 旗下公司
TLC Vision Corporation	1994 年	美国、加拿大	80 家眼科医疗机构	曾在纳斯达克上市
Clínica Baviera	1992 年	西班牙、法国、意大利、奥地利	90 家眼科医疗机构	欧洲最大的连锁眼科医疗机构，被爱尔眼科收购
LCA-Vision	1996 年	美国、加拿大	61 家眼科医疗机构	曾在纳斯达克上市
Aravind Eye Care System	1976 年	印度	14 家眼科医院，6 个社区眼科诊所	世界卫生组织预防失明的合作中心
Vision Eye Institute Limited	1991 年	澳大利亚	21 家诊所 10 家日间手术中心	澳大利亚最大的私人眼科护理提供商
EuroEyes（德视佳）	1993 年	德国、丹麦、中国	27 家诊所及卫星诊所	德国及丹麦视力矫正领先品牌之一
台湾大学眼科集团	1992 年	中国台湾	21 家眼科门诊及手术中心	在上海、宁波、苏州、南京等地共建太学眼科中心
品川医疗集团	1988 年	日本、中国等	5 家眼科医院	还拥有美容整形医院、齿科医院

资料来源：各公司官网，公司财报，山西证券研究所

1) 美国：LCA-Vision

医院简介：LCA-Vision 诊所最早成立于 1986 年，其前身是一家服务于美国医院和其他医疗机构管理服务公司。在为医院的服务过程中，LCA-Vision 诊所逐渐研发出了一种新的激光手术技术。1991 年，在第一例激光视力矫正手术在加拿大被批准以后，LCA-Vision 开始把其掌握的激光手术技术应用到眼科矫正手术中。1995 年，LCA-Vision 在美国开业第一家激光视力矫正中心。1996 年，LCA-Vision 把其矫正中心的数量扩展到了 15 家，迅速成为全美国最大的视力矫正服务商之一。同年，LCA-Vision 正式在 NASDAQ 小企业版上市，直至 2014 年 2 月 13 日被 PhotoMedex 收购。截至 2013 年 12 月 31 日，公司运营 61 家固定地点激光视力矫正中心（通常位于美国大城市）。

主营业务：激光视力矫正，白内障服务。

经营特点：1.运营机构可分为：52 家提供全方位服务的固定地点激光视力矫正中心和 9 家手术前后操作卫星视觉中心。

2.明确分工：由当地视力中心的验光师或独立眼科医生提供免费视力评估和咨询服务，使患者了解视力矫正程序；由眼科医生判断患者是否适合进行矫正手术，评估手术风险及术后结果。

3.与医生/验光师密切合作：1) 52 家视力中心中包括 5 家视力中心为获得公司商标许可的眼科医生创办和经营；2) 与独立验光师和其他眼保健提供者建立了合作伙伴网络，由验光师和其他眼保健提供者向患者提供转诊，并共同服务于患者。

4.由于视力矫正手术费用需患者自行支付，公司与一家独立的第三方金融公司密切合作，为符合条件的患者提供 6-60 个月的多种付款计划，但公司不承担任何信用风险。¹

2) 美国：TLC Vision Corporation

医院简介：TLC 视光公司的前身为 TLC 激光眼科医院，成立于 1994 年，1997 年在纳斯达克上市（目前已退市），在美国、加拿大拥有并运营 60 家激光视光矫正中心及约 20 家与外科医生联合成立的中心。2002 年 TLC 激光中心公司与激光视觉中心(Laser Vision Centers)合并成立 TLC 视光公司，从而实现整体上市。Laser Vision 主要业务为眼科医生提供准分子激光器、角膜微切器及其他支持服务，在全球范围内有 318 个网点。

主营业务：屈光激光手术（眼表）、白内障（眼前节）和干性黄斑病变治疗（眼后节）。

经营特点：1.各项业务通过下属业务单元即由专门的下属子公司运营。

2.合作经营模式，建立 TLC 品牌激光眼科护理中心，整合协调护理医生与外科医生工作，初级护理医生负责咨询及提供术前术后护理工作，眼科医生专注激光视觉矫正手术。

3.Laser Vision 可在固定地点提供设备平台，同时借力公司发达的设备配送系统支持移动设备服务。医生按照手术量支付费用，同时公司向医生提供各种增值服务，包括技术支持、培训、建立医生与验光师（初级护理师）的联系进行患者转诊、临床指导等。

4.大力实施终身承诺计划，提高患者忠诚度；与医生建议合作关系，向患者进行营销。²

3) 欧洲：Clínica Baviera

医院简介：1992 年成立于西班牙瓦伦西亚，是欧洲最大的连锁眼科医疗机构。2007 年 4 月在西班牙证券交易所上市，股票代码为 CBAV，2018 年 4 月被爱尔眼科收购。截至 2021 年底，公司医疗机构分布在西班牙主要城市及德国、奥地利、意大利等国家共经营 90 家眼科医疗中心（西班牙有 60 多家，德国和奥地利有 23 家，意大利有 5 家），200 多名眼科医生专门从事通过不同技术矫正屈光问题（近视、远视和/或散光）的手术。

主营业务：屈光手术科、老花眼科、白内障科、视网膜科、小儿眼科和斜视科、眼部整形外科、青光眼科、角膜科和神经眼科。

经营特点：1.以开设新诊所（约每年 3 家新诊所的速度）的方式进行业务扩张，并从 2008 年开始国际扩张进程，业务拓展至西班牙全国、德国、奥地利、意大利，每年平均进行 7 万次手术和 12 万次医疗就诊。

2.运营采取手术中心(surgical clinics)+门诊诊所(consultant clinics)模式，设立中央医疗委员会，通

¹ 资料来源：公司 2013 年财报

² 资料来源：报告《美国 TLC 发展模式研究》

过在线平台技术支持和建议所有的眼科医生。

3. 设立研究、开发和创新部(R+D+i)研究和测试新技术，并在所有诊所建立标准化应用。³

图 18：截至 2021 年底 Clínica Baviera 医疗机构数量及分布



资料来源：Clínica Baviera 2021 年财务报告，山西证券研究所

4) 欧洲：EuroEyes（德视佳）

医院简介： EuroEyes 成立于 1993 年，是视力矫正行业领先的眼科诊所集团之一，将德国眼科卓越与超过 25 年的经验和个性化的客户服务相结合。在德国、丹麦和中国开展业务，并在中国香港地区设有 EuroEyes 办事处，香港上市。

主营业务： 视力矫正服务包括近视治疗（激光视力矫正）、高度近视治疗（植入 ICL 镜片）、老花眼治疗（针对 45 岁以上的人群；集团进行了全球最多的蔡司三焦点手术）和白内障治疗。

经营特点： 1. 主要面向中高收入水平的目标客户提供优质服务，晶体置换手术及屈光手术在欧洲市场中排名前列。

2. 通过在欧洲通过收购+自建模式进一步扩展其业务运营，巩固领先地位，2022 年战略收购 LONDON VISION CLINIC 进军英国市场；每年在中国的一线或二线城市自建约一至三间诊所。⁴

5) 印度：Aravind Eye Care System

医院简介： Aravind 眼科医疗系统是印度的一家民营眼科医疗机构，由 G.Venkataswam 于 1976 年开设了 Aravind 眼科医院，该医院拥有 11 个床位。每年 Aravind 在农村地区举办大约 2500 个免费眼科检查营，同时还为 50% 的患者提供免费或高额补贴的服务。Aravind 的眼保健设施网络不断扩大，目前包括 7 个三级中

³ 资料来源：公司官网，公司 2021 年财报

⁴ 资料来源：公司官网

心、7个二级中心、6个社区眼科诊所和80个视力中心和眼库。Aravind眼科医疗系统也被指定为世界卫生组织预防失明的合作中心。

主营业务：普通眼科、白内障手术、小儿眼科、角膜眼病、青光眼、糖尿病眼病。

经营特点：1.眼科医疗保健系统的医院分为收费和免费的两种，其中收费病人占35%，免费甚至由Aravind进行补贴的病人占65%。收费医院主要为印度的中、上阶层提供眼科医疗保健服务，而免费医院则直接面向印度最贫穷的阶层、特别是印度的广大农村和部落地区的贫困人群。收费服务承担年度运营预算90%，10%来自慈善机构等。

2.麦当劳式的流水线模式：一个医生一般在两个手术台进行轮番操作，手术结束后马上转到同一手术室中另外一个手术台进行手术。主刀医师只负责手术，手术准备及术后的伤口缝合等由专门的护理人员进行。提高了手术的速度、降低手术成本，同时医生、技师、护理人员等在大量的实践中迅速获得经验积累，配合人员培训等措施，提高医疗服务质量。

3.产业链上游延伸：建立了自己的人工晶体生产企业—Aurolab，其生产出来的人工晶体成本只有进口价格的十几分之一，但质量相当；规模化生产后大幅降低人工晶体的成本，进而降低手术费用。为保证人工晶体生产厂的成功，Aravind将其从医疗系统中独立出来。⁵

6) 日本：品川医疗集团

医院简介：品川医疗集团成立于1988年，已经有二十余年的历史。主要从事医疗整形美容、齿科、眼科等方面的专业医疗服务。品川集团在日本设有21家美容整形医院、2家齿科医院、5家眼科医院。

主营业务：近视矫正，白内障手术、老花眼治疗等。

经营特点：1.品川近视诊所分别在东京、札幌、名古屋、梅田、福冈开设（地理位置几乎辐射日本岛），其中东京院是日本级别最大的折射矫正专业诊所。截至21年底，完成LASIK病例数近131万例，ICL案例3.17万例。

2.与日本各地的眼科医生合作，在治疗后提供检查等接待系统；同时通过合作眼科医生介绍获得广泛的患者信任。⁶

⁵ 资料来源：公司官网，诊疗届《全球医疗集团报道之二——印度 Aravind 眼科医疗系统》

⁶ 资料来源：公司官网

图 19：品川医疗集团日本国内眼科医院分布



资料来源：公司官网，山西证券研究所

通过对上述部分国家知名的眼科医疗机构的梳理以及其经营特点的归纳发现，其经营模式的共同点包括：

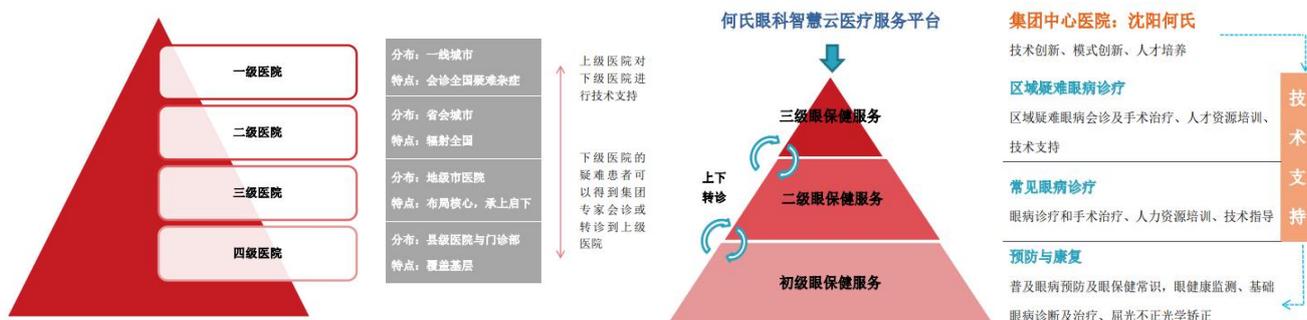
- 1) 机构布局集中于大型城市或中心城市，医疗服务向周边地区辐射；
- 2) 眼科医疗服务分为前端验光、咨询及手术，通过初级护理人员向后端服务转诊导流，与眼科医生分工明确；
- 3) 在机构设立上部分医院分为手术中心+卫星诊所；
- 4) 与当地医生合作密切，建立医生网络，共同服务于患者。

2.3 分级诊疗模式与连锁经营双向推动

国内知名连锁眼科医院如爱尔眼科、何氏眼科等均在公司层面建立了分级诊疗服务模式，其余部分连锁眼科医院也以发展分级诊疗服务模式为目标。具体来看，爱尔眼科是在各省区域内实行纵向分级诊疗体系，包括一级医院，即中心城市医院，主要为公司的技术核心，提供公司内部医院技术支持，同时也是疑难眼病患者的会诊中心；二级医院，即省会城市医院，主要侧重全眼科服务并为地级市医院提供业务指导和技术支持；三级医院，即地级市医院，是公司中枢服务网络，为当地较为领先的眼科医院；四级医院，即县级市医院，服务最广泛的基层人口；同时在省会城市建立横向同城分级诊疗服务，包括同城医院（主要负责疑难杂症和眼科手术）、眼视光门诊部/诊所（负责处理常见眼病及提供日常视光服务）、爱眼 e 站（为社区眼健康服务中心，提供日常视光服务）。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。何氏眼科实行三级眼健康医疗服务模式，同样以双向转诊、上下联动、便捷患者为特征。不同级别眼保健服务功能定位不同，包括初级眼保健服务机构视光门店、诊所等，功能定位于预防与康复，提供眼健康监测、基础眼病诊断及治疗、屈光不

正光学矫正等基础眼科医疗服务；二级眼保健服务机构定位为常见眼病诊疗，同时承担对初级眼保健服务机构的技术指导和人才培养职能；三级眼保健服务机构定位为区域疑难眼病诊疗，承担区域疑难眼病的会诊及手术治疗，同时开展初级、二级眼保健服务，并为初级、二级眼保健服务机构提供人力资源培训和技术支持。

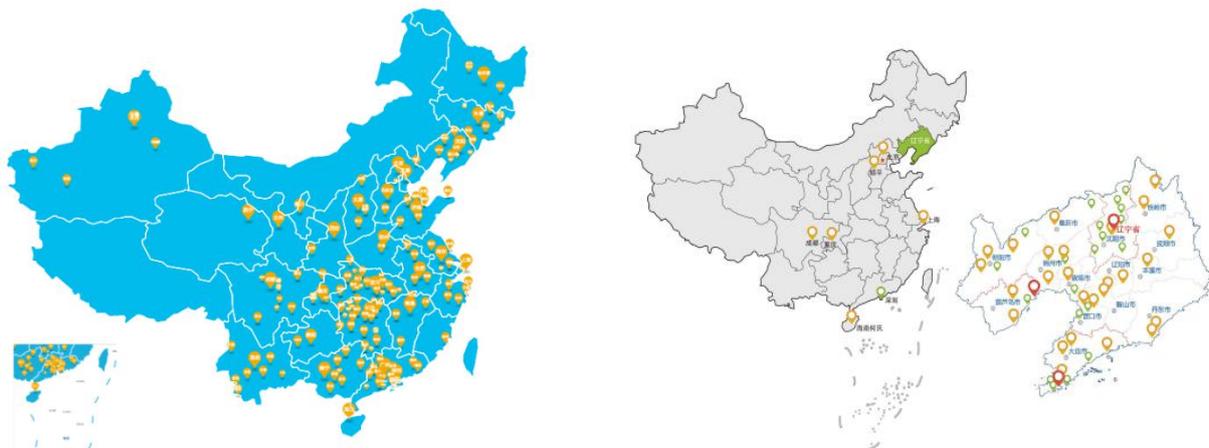
图 20：爱尔眼科（左图）与何氏眼科的分级诊疗模式



资料来源：爱尔眼科年报，何氏眼科招股说明书，山西证券研究所

在分级诊疗服务模式下，民营眼科医院不仅能够优化医院内部的资源配置，还能与连锁化经营有效结合双向推动，形成快速布局、标准化复制与规模效应。首先，诊疗服务相对简单的初级诊疗服务机构，对医师、设备、场所等医疗资源投资要求低，易于搭建基层诊疗服务与品牌传播网络，再结合各级诊疗服务机构上下转诊、技术与人才赋能，进而有效解决服务区域半径问题，实现不同区域市场的快速拓展。爱尔眼科就是通过其分级连锁诊疗体系在多个省区形成横向成片、纵向成网的布局，以此提高它在全国医疗网络的广度、深度以及密度。其次，通过集团层面管控制定标准化建院流程、专业人员配置、诊疗设备配置等医院复制模式，形成明确化、规范化的分级诊疗服务要求，同时对区域内及公司内各级诊疗机构医疗资源进行整合、调配和共享，以保障产品和服务的质量和安全性，进而保证分级诊疗服务模式的医疗质量。第三，在分级+连锁经营模式下，民营医院更易实现规模化优势，上游采购议价能力与下游销售能力双向提升，同时还能在区域内快速形成品牌效应。由于医疗机构均存在一定的服务半径问题，在现有眼科专科医院一定距离的地区开设眼视光专科门诊部，有助于扩大服务覆盖范围，以及强化品牌认知。例如何氏眼科在辽宁省内的区域化优势，是通过其沈阳何氏、大连何氏、葫芦岛何氏三家三级诊疗医院为中心，辐射辽中、辽南、辽西服务半径，以二级眼保健服务机构和初级眼保健服务机构基本实现了辽宁省内地市级医院全覆盖，进而构筑了较强的品牌影响力与市场美誉度。

图 21：爱尔眼科（左图）与何氏眼科国内医院分布图



资料来源：爱尔眼科官网，何氏眼科招股说明书，山西证券研究所

2.4 扩张战略自建与收购并举，三要素决定竞争能力

从扩张方式来看，民营连锁眼科医院通常采用自建或自建+并购的方式，围绕核心区域向人口较多、眼科诊疗服务资源尚不饱和的城市外扩。其中何氏眼科以自建为主，在辽宁省地级市实现全面覆盖的同时，公司将重点拓展的区域划分为以北京为中心的京津冀地区、以上海为中心的长三角地区、以深圳为中心的大湾区以及以成都、重庆为中心的西部地区。相较于并购成熟的医疗机构，医院自建需要 4-6 年的市场培育期才能实现盈利，因此在投资节奏上需要把控，同时需要集团内诊疗服务能力较强的门店作支撑，但优势是集团对自设立机构的管控较强，能够更好地提供标准化的服务、保障服务质量。

表 3：国内民营医院扩张模式与优劣势对比

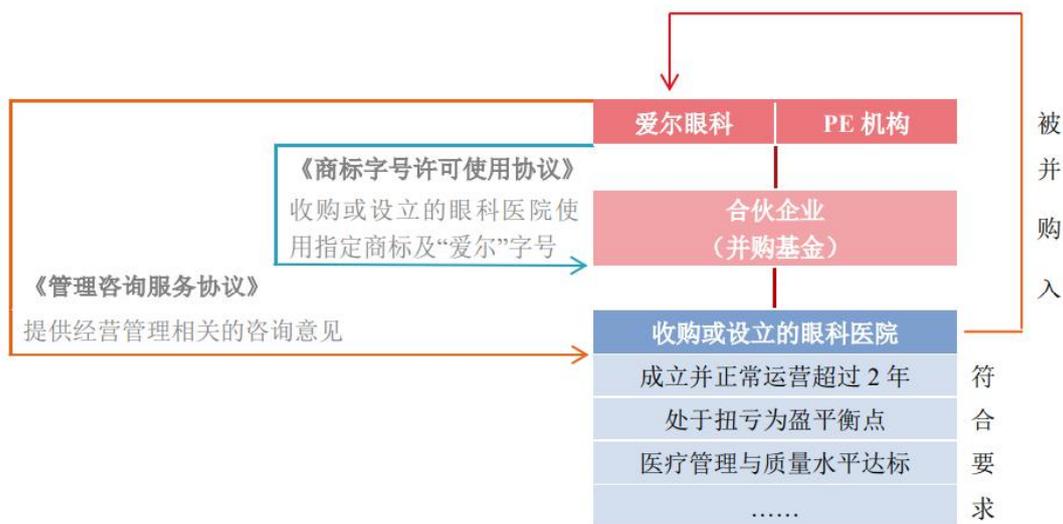
公司	布局地区	扩张方式		自建模式	并购模式
爱尔眼科	中国、美国、欧洲、东南亚	并购基金 自建+收购	优势	集团对自设立机构的管控较强，更好地提供标准化的服务、保障服务质量	并购本地成熟的眼科医疗服务机构，迅速抢占本地医疗资源
华夏眼科	17 个省及 45 个城市	自建+收购			
普瑞眼科	18 个城市	自建+收购			
光正眼科	10 个城市	自建+收购	劣势	1. 需要较长的市场培育期才能实现盈利； 2. 需要把控投资节奏； 3. 需要集团内诊疗服务能力较强的门店作为业绩及现金流支撑	1. 资金需求量大，考验民营医疗机构融资能力； 2. 需要更强的跨区域管控能力； 3. 需要并购标的与公司经营、文化、人员等方面的整合与协同
希玛眼科	深圳、北京、上海、珠海及昆明	自建+收购			
何氏眼科	辽宁，北京、上海、深圳、重庆	自建			
朝聚眼科	内蒙古、浙江、江苏、山西及河北	自建+收购			

资料来源：上市公司公告，公司招股说明书，山西证券研究所

相对于医院自建，自建+并购的扩张方式更为常见，其优势在于通过并购本地成熟的眼科医疗服务机构能够帮助民营连锁眼科医院迅速形成本地化网络。其中以眼科诊疗龙头爱尔眼科最为代表，但不同于传统的

并购模式，爱尔眼科是通过参与设立并购基金或参股医疗机构，结合商标许可使用和管理咨询服务的方式，待到基金下属的眼科医院满足爱尔眼科相关并购条件后，再将其收购至上市公司体内。自 2014 年起至 2022 年 1 月爱尔眼科共与 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。在这种模式下，并购基金为公司储备和孵化更多优质的并购标的，公司也能够各地迅速网点布局并形成品牌辐射力。

图 22：爱尔眼科扩张模式



资料来源：爱尔眼科公司公告，山西证券研究所

在民营眼科医院建立自身竞争优势的过程中，我们认为需要围绕三个基本要素。

首先核心要素为医师团队与医疗技术。医师团队深厚技术背景和丰富经验是医疗机构竞争优势的核心体现，并且由于眼科是依赖影像学检查、激光设备进行手术和治疗的学科，因此医师+医疗设备是医疗机构能够具有持续竞争力的重要因素。另一方面，除了现有的医师团队外，还需要搭建人才的可持续培养体系。一般情况下合格的眼科医生培养需要 5-10 年的时间，不仅需要专业的知识储备，还需要大量的临床经验积累和实践。因此在医师团队体系搭建上，民营眼科医院一方面会利用灵活的机制，通过可观的薪酬、员工持股、合伙人计划等对人才进行充分激励，同时会建立临床、研究、教学一体化的医师培养体系，在临床诊疗的同时，围绕自身强势专科以及学科带头人，培养合格的临床人才，并采用与院校建立合作关系，建立后备人才选聘资源。例如华夏眼科在具有国际影响力眼科学界专家组的领导下，组建了超 800 人的具备专业背景和丰富临床经验的医生队伍；同时厦门眼科中心作为集团眼科诊疗的技术中心，与厦门大学建立战略合作关系，并作为厦门大学的非隶属附属医院，成为为厦门大学的人才培养基地、临床教学基地和科学研究基地，与厦门大学共同设立了博士后科研工作站并开展了研究生招生计划。同时公司也联合北京大学形成工作站和博士后流动站单位的合作机制；此外公司还推出包括“中国眼科医师明日之星计划”、“中国眼科医师未来精英人

人才培养计划”，并设立“华夏转化医学青年基金”一系列人才培养及发展支持计划，为公司未来发展做好人才储备。

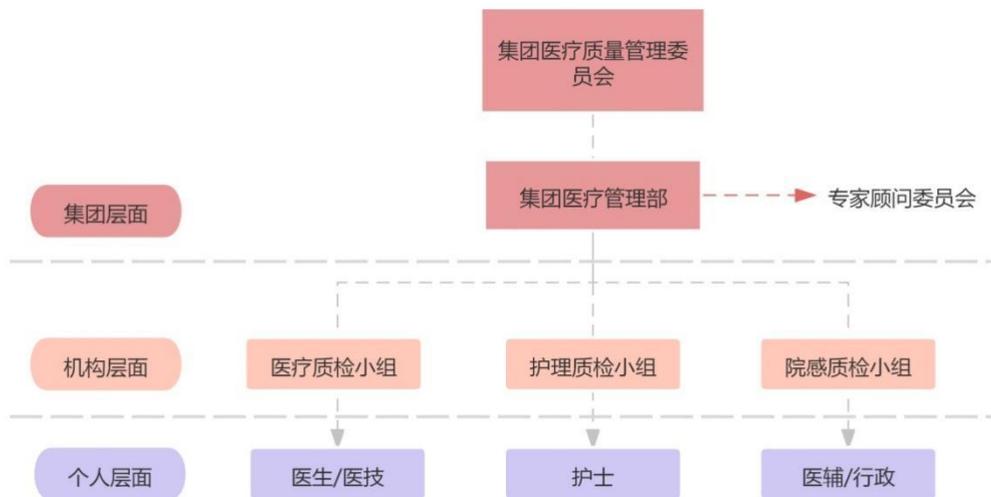
表 4：上市及部分拟上市民营眼科医院医师数量及激励情况

公司名称	医师数量 (最新公布)	薪酬外的激励方式	医疗人员平均薪酬/万元			
			2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
爱尔眼科	17420 名医疗人员	限制性股票激励计划 合伙人计划	12.85	13.83	12.21	13.21
华夏眼科	2827 名医疗人员，其中 891 名医师（副主任级别及以上 300 名）	员工持股计划	12.84	13.74	14.19	15.94
何氏眼科	1597 名医疗技术及服务人员	员工持股计划	8.65	8.57	8.41	10.07
普瑞眼科	1612 名医护人员，其中 417 名为住院医师以上级别	员工持股计划	13.96	14.84	15.73	--
希玛眼科	1461 名雇员	股票激励	--	--	--	--
朝聚眼科	986 名医院专业人员、87 名视光中心专业人员，其中 197 名医师	股票激励	--	--	--	--
光正眼科		限制性股票激励计划	--	--	--	--

数据来源：上市公司财报，公司招股说明书，山西证券研究所（注：爱尔眼科、何氏眼科根据人工成本数据计算得出）

其次，品牌是民营眼科医院持续获客能力的关键因素。相较于公立医院，民营眼科医院更需要市场拓展中以品牌和社会美誉度作支撑，从而具有持续的获客能力，同时还能降低一定的获客成本。患者口碑一方面需要民营医疗机构在长时间提供高质量医疗服务当中进行积累，另一方面患者口碑也是民营医院技术、管理、服务等各方面水平的校验。因此民营眼科医院通常会在集团及医院多个层面均建立质量管控体系，有效保障诊疗服务质量和安全，同时也会通过参与公益项目、医疗援助等形式，树立和提高医院的品牌形象。如何氏眼科在辽宁区域市场深耕 20 多年，通过打造高品质的就诊体验与优势的服务，在 2016 年-2020 年连续五年提名了复旦大学医院管理研究所发布的《中国医院专科声誉和综合排行榜》东北地区眼科声誉排行榜，在辽宁省内构筑了较强的品牌影响力与市场美誉度。

图 23：何氏眼科医疗质量安全体系



资料来源：公司官网，山西证券研究所

第三，资本是民营眼科医院进行扩张的充分条件。其中医院的新建或者眼科科室的新建前期需要较高的资金投入，由于常见的眼科设备如眼科检查设备、验光设备、激光治疗设备、准分子激光手术系统等单一设备的平均采购价格在几十万元至百万元之间不等，此外还包括物业装修、医师等人员配备的支出，因此我们观察到何氏眼科、普瑞眼科、华夏眼科等民营眼科医院新设项目初始投资规模为 3000 万-8000 万不等，视光门店平均投资规模 300 万-1000 万以上不等；爱尔眼科最新披露的三级专科医院项目投资额则均在 3 亿元以上。并购的方式对资金的需求量更大，因此民营眼科医院在发展的同时亟需了良好的融资渠道和融资能力。目前除爱尔眼科外，希玛眼科、光正眼科、何氏眼科、朝聚眼科等民营眼科医院已通过 IPO 或资产重组的方式实现上市融资。以香港上市的希玛眼科为例，公司在上市融资后并购的步伐明显加快，2019-2022 年初先后收购了上海、昆明、珠海及香港等多地眼科医院/中心眼科医院，并向牙科、医疗美容、肿瘤科等其他医疗服务领域进行拓展。

图 24：希玛眼科上市之后的扩张之路

时间轴	设立	收购
2018 年上市之初	香港：中环眼科中心、旺角手术中心及位于旺角、元朗、沙田及铜锣湾的四间卫星诊所	
	大陆：深圳希玛医院；北京希玛医院	
2019 年		大陆：昆明一间眼科医院；上海一间眼科医院及三间诊所
2020 年	香港：中环、荃湾卫星诊所	大陆：珠海香洲区一间眼科医院
	大陆：深圳宝安诊所升级为眼科医院	
2021 年	大陆：广东省惠州眼科医院/中心，福建省福州眼科医院/中心	香港：铜锣湾诊所；中环肿瘤科中心；尖沙咀医学美容、牙科及眼科服务中心
2022 年	大陆：广州眼科医院/中心（预计 2H22）；深圳南山眼科中心（预计 2H22）；东莞、佛山和揭阳三家眼科医院；	香港：眼科视光集团（西环、北角、旺角及将军澳设有中心）；嘉宾眼科中心有限公司
		大陆：深圳市爱康健齿科集团

资料来源：希玛眼科年报，山西证券研究所

2.5 政策导向转变，持续推动民营眼科寻求差异化发展路径

“十四五”时期，我国医药卫生体制改革进一步深化，医疗服务体系的建设更加注重早期预防和医防协同，注重优质资源扩容和深度下沉，注重质量提升和均衡布局。在此基础上，社会资本办医的政策导向也从全面鼓励发展到了细化具体方向，促进社会办医规范化发展。

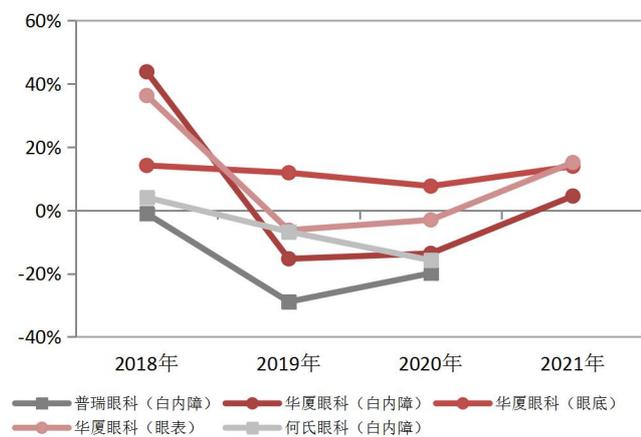
表 5：“十三五”及“十四五”期间政府对社会化办医的政策导向

十三五规划	十四五规划
<p>《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 鼓励社会力量兴办健康服务业，扩大健康服务相关支撑产业规模，优化健康服务业发展环境。 2. 进一步优化政策环境，督促各地落实在市场准入、社会保险定点、重点专科建设、职称评定、学术地位、医院评审等方面对所有医疗机构同等对待的政策措施。 3. 完善医师多点执业政策，改革医师执业注册制度。完善医疗资源规划调控方式，加快社会办医发展。 4. 支持社会办医疗机构与公立医院加强合作，共享人才、技术、品牌。 5. 到 2020 年，按照每千常住人口不低于 1.5 张床位为社会办医院预留规划空间，同步预留诊疗科目设置和大型医用设备配置空间。 	<p>《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 坚持基本医疗卫生事业公益属性，以提高医疗质量和效率为导向，以公立医疗机构为主体、非公立医疗机构为补充，扩大医疗服务资源供给。 2. 实施医师区域注册，推动医师多机构执业。稳步扩大城乡家庭医生签约服务覆盖范围，提高签约服务质量。支持社会办医，鼓励有经验的执业医师开办诊所。 <p>《“十四五”国民健康规划》</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 鼓励社会力量在医疗资源薄弱区域和康复、护理、精神卫生等短缺领域举办非营利性医疗机构。 2. 引导促进医学检验中心、医学影像中心等独立设置机构规范发展，鼓励有经验的执业医师开办诊所。 3. 增加规范化健康管理服务供给，发展高危人群健康体检、健康风险评估、健康咨询和健康干预等服务。 4. 落实行业监管职责，促进社会办医规范发展。

资料来源：国家卫生健康委网站，山西证券研究所

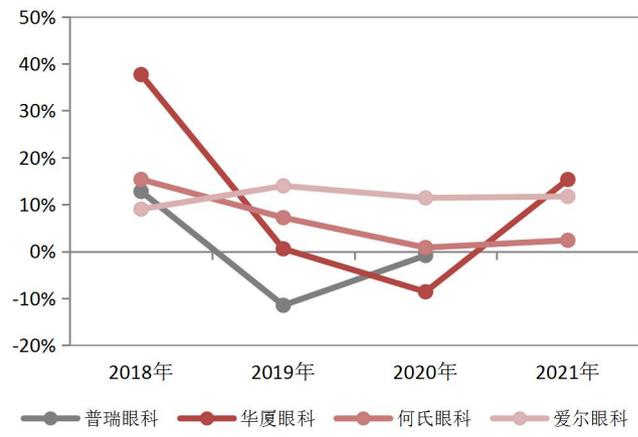
缓解医保基金压力，近年来政府出台了一系列推进医药市场改革和价格管控的措施。所谓医保控费，即控制不合理的医疗费用的增长，减少不合理用药等导致医保费用浪费的行为，目标是要解决基本医疗需求与医保支出增长不足的不平衡，减少不合理的医疗费用支出，提高医保基金使用效率，使医保支付实现可持续性的发展，实现医保基金“广覆盖，保基本”的保障目标。主要方向包括：推进以带量采购为核心的医保招采制度改革；从过去单一的总额控制等相对粗放的指标管理逐渐过渡到建立按病种为主的多元复合式医保支付体系；推动医疗机构绩效考核制度和推行对医疗保险的监控等。民营眼科医院主要收入来源为手术及诊疗，医保结算的相关诊疗项目主要包括白内障、眼底、眼表等。从医保结算的收入占比来看，2018-2021年各民营眼科医院医保结算占营业收入的比重在13%-35%之间，并且医保结算款为民营眼科医院应收账款的主要构成项目；从趋势来看，医保结算及应收账款占营业收入的比重呈现明显地逐年下降的态势，而由于医保中心超期或无支付可能导致应收账款核销的金额较低，对整体业绩影响较小；但医保控费对民营眼科医院收入造成了结构性影响，即医保结算的相关项目短期内收入增长放缓。主要由于部分医保资金较为紧张的地区减少了对所属地区内医院进行眼病筛查、提供复明性眼病治疗的支持力度，导致相关项目的手术量有所减少。

图 26：民营眼科医院部分医保结算项目手术量增速



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图 27：民营眼科医院白内障项目收入增速

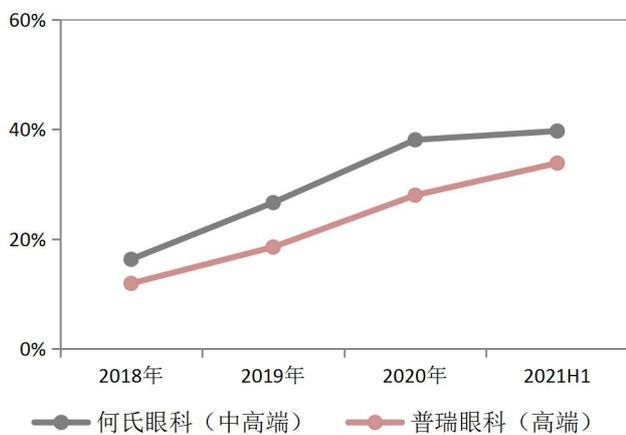


资料来源：招股说明书，公司公告，山西证券研究所

积极拓展白内障中高端诊疗服务及屈光等非医保结算服务项目，进一步发力眼科专科建设。第一，优化白内障项目诊疗服务结构，提高中高端诊疗服务的占比。由复明性白内障向屈光性白内障升级，如推广新的更高端的多焦晶体、推动飞秒白内障等新的手术类型等，满足中高端患者需求，提高自费项目收入占比。第二，大力拓展屈光业务、视光业务等非医保项目业务，满足消费者日益增长的对更好的视觉质量、更先进的诊疗技术和更舒适周到的就医体验的需求，进一步优化业务结构的同时提高非医保项目收入的比重。第三，树立长远发展导向苦练内功。随着医疗服务价格改革的深化，将使得医院的发展需要更加注重提质增效，提升精细化管理，优化收入结构。作为医疗卫生服务领域的力量之一，民营眼科医院将在专科建设上持续发力，通过内部晋升培训、外部交流引进、设立员工持股平台、保持薪酬待遇竞争力等方式加强对医护队伍的建设，

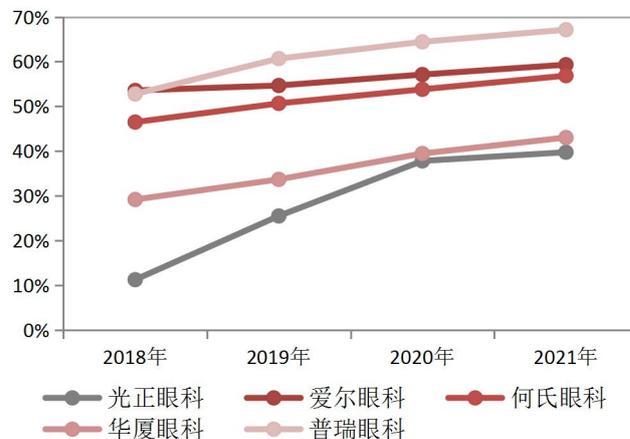
通过不断升级和引入眼科医疗的新技术、新设备，增加医疗服务项目，提供更优质、更高端的眼科医疗服务，从而建立品牌、服务、技术及管理优势，与公立医院形成差异化的发展。

图 28：何氏中高端及普瑞高端白内障诊疗收入占比



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图 29：民营眼科医院屈光项目及视光服务收入占比



资料来源：招股说明书，公司公告，山西证券研究所

3 标的梳理：民营眼科医院密集上市，赛道走向成熟

3.1 民营眼科医疗机构密集上市

目前在 A 股及港股上市的中国民营眼科医院包括爱尔眼科、光正眼科、何氏眼科、希玛眼科、朝聚眼科，近期上市的普瑞眼科以及申报创业板 IPO 材料的华夏眼科。

表 6：上市及拟上市从事民营眼科医疗服务公司

公司名称	股票代码	基本情况
爱尔眼科	300015.SZ	是中国及全球范围医院规模和医疗能力领先的眼科医疗集团，覆盖中国内地、中国香港、东南亚、欧洲和美国，主要从事各类眼科疾病诊疗、手术服务与医学验光配镜。爱尔眼科医院集团股份有限公司于 2009 年 10 月 30 日在深圳证券交易所创业板上市。据上市公司财报，截至 2021 年 12 月 31 日，公司境内医院 174 家，门诊部 118 家。
光正眼科	002524.SZ	由上市公司光正集团于 2018、2020 年对上海新视界眼科医院集团进行资产重组而来。上海新视界眼科医院集团成立于 2004 年，是一家全国连锁的专业眼科医疗机构，专注于眼科医疗事业的投资和发展。据上市公司财报，截至 2021 年 12 月 31 日，光正眼科已经在上海、成都、重庆、郑州、南昌、呼和浩特、济南、青岛、无锡、义乌等 10 个中心城市开设 13 家专业眼科医院和 1 家视光诊所，旗下各家医院的科室设置几乎涵盖了眼科全科诊疗项目。
何氏眼科	301103.SZ	由留学归国眼科医学博士、国际眼科理事会（ICO）理事何伟及其团队创办，成立于 1995 年，是一家集医教研于一体，采用三级眼健康医疗服务模式，致力于全生命周期眼健康管理的集团型连锁医疗机构。公司于 2022 年 3 月 22 日在深圳证券交易所创业板上市。据公司招股说明书，截至 2021 年 12 月 31 日，公司拥有 3 家三级眼保健服务机构，32 家二级眼保健服务机构，55 家初级眼保健服务机构。
希玛眼科	3309.HK	成立于 2012 年，是由香港眼科医生林顺潮教授创办的大型的眼科连锁机构，总部设于中国香港，提供全面的眼科保健、诊断、治疗及手术治疗服务。根据上市公司财报，截至 2021 年末公司在

		中环、九龙、旺角、沙田、铜锣湾、观塘均设有眼科中心，并分别位于深圳、北京、上海、昆明、珠海、惠州、福州等地在运营 8 间眼科医院/中心。
朝聚眼科	2219.HK	于 1988 年在内蒙古包头创立，提供包括屈光矫正（包括老视矫治）、近视防控和视光产品及服务等消费眼科服务，以及白内障、青光眼等多种常见眼科疾病治疗。成立以来，公司扎根于中国华北地区，建立广泛的眼科医院及视光中心网络，横跨内蒙古、浙江省、江苏省、山西省及河北省五个省份或自治区。据上市公司财报，截至 2021 年底公司经营由 17 间眼科医院及 24 间视光中心所组成的网络。
普瑞眼科	301239.SZ	成立于 2005 年，是一家集门诊、临床、医疗和医疗技术开发为一体的专业连锁眼科医疗机构，主营业务为向眼科疾病患者提供专业的眼科医疗服务。公司的产品或服务主要包括屈光项目、白内障项目、医学视光项目和综合眼病项目。据公司招股说明书，截至 2022 年 3 月公司已在北京、上海、天津、重庆、成都、武汉、昆明、兰州、合肥、郑州、南昌、乌鲁木齐、哈尔滨、济南、西安、贵阳、沈阳、长春开业了 21 家普瑞眼科医院及 3 家眼科门诊部。
华夏眼科	——	中国大型眼科医疗连锁集团，本部厦门大学附属厦门眼科中心成立于 1997 年，主要从事各类眼科疾病诊疗、手术服务与医学验光配镜。据公司招股说明书，截至 2021 年底公司在国内开设了 56 家眼科专科医院，覆盖 17 个省及 46 个城市。

数据来源：公司财报及招股说明书，公司官网，山西证券研究所

3.2 爱尔眼科领跑，各民营机构稳步追赶

爱尔眼科规模优势明显，各民营眼科医院均保持良好增速。从 2021 年业绩数据来看，爱尔眼科的收入与利润规模领先于其他民营眼科医疗公司，其在全国各地的眼科医疗服务机构布局更加广泛，同时也在美国、欧洲等国家有所布局，规模优势明显，近三年毛利率均值更高达到 50% 以上。其余民营眼科医疗公司中，华夏眼科、普瑞眼科两家公司在全国的布局也相对广泛，因此收入规模也相对较高，何氏眼科、朝聚眼科、希玛眼科三家公司的收入规模相对较小，医疗服务开展区域目前较为集中，分别在辽宁省、内蒙古及香港&一线城市具有区域性优势，并以向全国其他地域拓展为目标。此外由于希玛眼科在香港和一线城市的经营成本较高，导致毛利率水平较低外，其余公司的近三年毛利率均值在 40% 左右。光正眼科业绩中包含正在剥离的其他业务，2021 年其眼科医疗服务收入为 7.60 亿，近三年毛利率均值为 43.73%，与其他民营眼科医疗机构水平相当。从三年复合增速来看，各民营眼科医疗机构均保持良好的增长态势，我们认为主要一方面得益于在国家战略促进下医疗服务行业的快速发展，居民生活水平提高、医疗保障服务体系不断完善、眼科医疗服务需求强劲的宏观背景下眼科医疗市场空间不断扩大，另一方面得益于各个民营眼科医疗公司不断完善自身医疗服务网络、提高技术以及多元化的服务多元化，接诊服务能力不断提升。

表 7：上市及部分拟上市民营眼科医院截至 2021 年财务数据对比

公司名称	营业收入 (万元)	近三年复合 增速%	净利润 (万元)	近三年复合 增速%	近三年毛利率 均值	近三年毛利率 均值
爱尔眼科	1,500,080.94	23.27	246,990.32	32.05	50.75	15.52
华夏眼科	306,443.66	12.61	45,363.11	40.44	42.81	11.67
普瑞眼科	171,019.07	18.94	9,372.19	44.09	42.92	4.06

光正眼科	104,447.69	-3.86	4,218.47	36.98	34.66	6.58
何氏眼科	96,245.14	16.18	8,636.43	15.46	42.31	10.58
希玛眼科	91,464.01	37.51	1,787.36	-19.92	31.05	2.34
朝聚眼科	99,988.50	16.43	16,174.90	61.07	42.63	13.60

数据来源：wind，山西证券研究所（注：业绩单位均采用 CNY；光正眼科收入及利润包含其钢结构工程及能源业务；普瑞眼科 2021 年报未审计，毛利率未公布，故采用 19-20 年均值）

各公司服务项目以白内障、屈光项目等为主，爱尔眼科、华夏眼科、何氏眼科年门诊服务数量超百万。从服务项目及收入构成来看，各民营眼科医疗公司提供的诊疗服务项目较为类似，包括屈光项目（包括手术及视光服务）、白内障项目、眼前段手术、眼后段手术等项目，从 2021 年数据来看，屈光手术、白内障手术及视光服务收入占比较高，合计达到 50% 以上。从门诊人次及手术量来看，爱尔眼科在诊疗服务总量上具有绝对领先优势，华夏眼科的门诊服务人次与手术量也相对较高，此外何氏眼科的门诊服务人次量也相对较高，我们认为其通过三级诊疗服务模式中初级眼保健服务机构的网络布局能够更广泛的服务于门诊患者，并通过前期对基础眼病的筛查诊断及健康监测向其二级、三级眼保健服务机构进行转诊。

表 8：2021 年各民营眼科医疗公司服务数量及收入结构

	爱尔眼科	普瑞眼科	华夏眼科	光正眼科
服务项目	屈光手术、白内障手术、眼前段手术、眼后段手术、视光服务	为屈光项目、白内障项目、医学视光项目以及综合眼病项目	白内障、屈光、眼底、斜弱视及小儿眼科、眼表、青光眼、眼眶和眼肿瘤、眼外伤在内的眼科八大亚专科及眼视光专科	屈光手术、白内障手术、眼前段手术、眼后段手术、视光服务
门诊数量	1019.61 万人次	74 万人次（2020 年）	167.14 万人次	——
手术量	81.73 万例	7.79 万例（2020 年）	29.28 万例	——
收入结构	屈光手术 36.80%	屈光项目 49.35%	屈光项目 31.25%	屈光项目 30.48%
	白内障手术 14.61%	白内障项目 20.02%	白内障项目 24.68%	白内障项目 25.92%
	眼前段手术 9.71%	综合眼病项目 15.24%	眼底 11.10%	视光服务 9.26%
	眼后段手术 6.63%	视光项目 15.08%	眼表 5.38%	眼后段项目 4.00%
	视光服务 22.52%		斜弱视及小儿眼科 6.18%	眼前段项目 2.96%
	其他病种 9.55%		配镜业务 11.78%	
	希玛眼科	何氏眼科	朝聚眼科	
服务项目	白内障、青光眼、斜视及屈光手术及眼表疾病服务，销售视力辅助产品（如眼镜及镜片）	白内障、青光眼、玻璃体视网膜病变等诊疗服务；屈光不正光学矫正、屈光不正手术及视功能训练视光服务	白内障、青光眼、斜视、眼底疾病、眼表疾病、眼眶疾病及小儿眼病等常见眼科疾病治疗；屈光矫正、近视防控以及提供视光产品及服务	
门诊数量	——	119 万人次	88.73 万人次	
手术量	3.51 万例（香港+大陆）	4.60 万例	9.09 万例（2020 年）	
收入结构	眼科服务 82.70%	屈光不正手术矫正服务 20.91%	门诊服务 57.50%	
	销售视力辅助产品 12.61%	白内障诊疗服务 16.28%	住院服务 34.17%	
		玻璃体视网膜诊疗服务 7.01%	销售视力辅助产品 8.25%	
		其他眼病诊疗服务 4.01%		
		非手术治疗 15.44%		
	视光服务 35.95%			

资料来源：公司财务报告，公司招股说明书，山西证券研究所

3.3 民营眼科医疗机构经营特点梳理

我们按照医疗机构的服务半径以及服务量级（门诊&手术），将各民营眼科医院大体分为两类，包括全国性的眼科医疗机构（爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科）和具有区域性优势的眼科医疗机构（何氏眼科、朝聚眼科、希玛眼科、光正眼科），并对它们各自的经营特点进行归纳如下：

1) 爱尔眼科：连锁经营与规模化优势均领先，实行纵向分级诊疗体系与同城横向分级诊疗服务相结合；通过并购基金孵化标的，迅速拓展本地化医院资源，拥有香港亚洲医疗、美国 MING WANG 眼科中心、欧洲 Clínica Baviera.S.A、东南亚 ISEC Healthcare Ltd 等领先的海外眼科机构；实行医教研一体化建设，搭建全球眼科医生发展平台，推动临床、教学与科研协同发展以及深化校企合作。

2) 华夏眼科：全国布局眼科医院较为广泛，医疗服务机构数量较多，具有一定规模、品牌和技术优势；立足于厦门眼科中心国内领先的诊疗实力和丰富的医院运营和管理经验，背靠厦门大学教研资源，以厦门眼科中心为中心向全国辐射，将部分二线城市医院定位为区域中心，并辅以地级市、县级市医院及视光中心进行下沉和补充。

3) 普瑞眼科：公司采用“直营连锁”的经营模式，聚焦直辖市、省会城市等中心城市，继而辐射周边市场，形成了公司在行业内独树一帜的连锁发展战略；公司屈光项目占比较高，收入占比由 2018 年的 38.19% 逐年提升至 2021 年的 51.00%。

4) 何氏眼科：深耕辽宁省内 20 多年，诊疗服务网络覆盖全省地级市，招股说明书数据显示何氏眼科 2019 年在辽宁省眼科诊疗及视光服务市场份额约为 11.10%；公司建立特色三级诊疗服务模式，实现双向转诊、上下联动、便捷患者、优化配置，医院复制实现快速覆盖，扩大服务半径，上市融资后有望加快全国中心城市布局。

5) 朝聚眼科：公司在内蒙古地区以核心区域以医院簇形式实现覆盖，即在当地首先设立第一家医院，然后在周边不断辐射，逐渐形成集群化效应；公司已在蒙西、蒙东及其邻近地区建立领先的品牌影响力，根据弗若斯特沙利文报告，2019 年公司在蒙西眼科诊疗服务的市场占有率达到 32.3%；在内蒙古民营眼科医院中收益规模排名第一。

6) 希玛眼科：布局中国香港及内地一线城市，服务面向中高端市场，上市融资后自建及并购扩张进程有所加快，此外通过并购方式向牙科、医疗美容等其他医疗服务领域扩展。

7) 光正眼科：公司以长三角、京津冀、川渝区、大湾区为立足点、一二线城市为着重布局，2021 年公司在华东地区（主要为上海）收入占比近 60%；在上海市享有一定品牌与医研资源优势，同济大学附属医院眼科中心落户上海新视界眼科医院，并与蔡司、爱尔康、美尔目等机构开展战略合作。

4 投资建议

受到人口老龄化带动相关眼科疾病患者增多以及青少年近视防控形势严峻因素影响，国内眼科医疗服务需求旺盛，市场空间广阔；民营眼科医院在外部推动以及自身具有针对性、差异化、灵活的服务特点加持下，面临未来的发展潜力可期。在经营连锁化、诊疗分级化、自建与收购并举的扩张战略下，民营眼科医院以其医师资源与技术能力、品牌美誉度及资金实力，提高诊疗服务能力，筑牢竞争优势，将带动眼科诊疗赛道走向成熟。

从竞争格局来看，爱尔眼科作为赛道龙头的行业地位难以撼动，同时，我们认为今年以来民营眼科医院的密集上市，有望推动行业内中小规模民营眼科医院的迅速成长，一方面通过上市拓宽融资渠道、增强融资能力，为公司后续拓展市场奠定资金基础，同时作为公众上市公司，对推动民营眼科医院规范化经营与高质量服务、扩大品牌知名度具有一定促进作用。因此后续可关注新上市民营眼科医院的发展情况，包括业务初步具有全国性规模，通过上市融资进一步完善连锁医院网点布局，提高市占率、建立规模优势，如华夏眼科、普瑞眼科；以及区域优势确立，关注对全国市场拓展的潜力，如何氏眼科。

表 9：A 股及港股上市民营眼科公司估值情况

代码	证券简称	股价（元）	每股收益（元）			市盈率（倍）			市销率	总市值（亿元）
		2022/7/29	2021A	2022E	2023E	TTM	2022E	2023E	TTM	2022/7/29
300015.SZ	爱尔眼科	30.39	0.43	0.43	0.56	87.37	70.49	53.92	13.67	2140.39
002524.SZ	光正眼科	6.71	0.09	0.28	0.00	-102.09	23.61	--	3.33	34.58
301103.SZ	何氏眼科	36.41	0.95	0.72	0.97	68.09	50.70	37.61	5.79	57.54
301239.SZ	普瑞眼科	73.84	0.84	--	--	108.05	--	--	6.17	110.48
3309.HK	希玛眼科	3.43	0.02	0.06	0.09	226.25	54.33	36.35	4.42	42.49
2219.HK	朝聚眼科	3.26	0.26	0.31	0.39	13.59	9.10	7.18	2.20	23.10

资料来源：wind，山西证券研究所（注：统计以人民币计，除何氏眼科外，其余公司预测年份每股收益采用万得一致预期）

5 风险提示

1) 行业监管政策变化风险：民营眼科医院发展在很大程度上受益于国家医疗服务行业监管政策，未来发展亦与国家医疗服务行业监管政策息息相关。未来如果国家医疗服务行业监管政策发生变化，如缩减公共医疗保障体系的覆盖范围和支付规模、限制社会资本投资医疗机构、限制民营医疗机构的药品和医疗服务的价格等，将会对民营眼科医院未来的发展产生不利影响。

2) 医保政策变化风险：为减少医保资金不合理支出，提高医保基金使用率，我国推行了广泛的医保控费政策，若民营眼科医院持续增加对医保收入的依赖或者无法顺利拓展其他非医保项目收入，则未来收入的稳定性和增长的可持续性预计将受到不利影响。

3) 医疗纠纷或事故风险：眼科属于医学的重要分支，无论是临床医学还是药理学，由于患者个体对象差异、医疗环境条件差异、医生执业素质差异等各种原因，医疗服务经常会面临发生医疗事故或医疗责任纠纷的风险，可能会导致民营眼科医院面临投诉、经济赔偿、行政处罚、刑事责任或法律诉讼，存在向客户或第三方赔偿的风险，且对民营眼科医院声誉和品牌美誉度产生不利影响。

4) 连锁经营模式带来的扩张风险：民营眼科医院通过连锁商业模式得到了快速有效地发展，运营及管理的范围和难度相应提升。如果民营眼科医院未能合理安排扩张速度，导致内控体系、管理水平、人力资源、营销能力等方面不能适应公司规模快速扩张，可能会导致新开医院效益不及预期，影响公司整体业绩及运营。

5) 新冠肺炎疫情持续发展引起的风险：目前国内疫情发展逐步趋于稳定，但由于局部地区疫情反复造成疫情防控及患者入院治疗意愿延后可能会对民营眼科医院经营造成短期不利影响。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自转载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

