连锁眼科医院分析框架

——医疗服务行业系列报告之一

行业评级：看好

2023年1月2日

分析师 孙建
邮箱 sunjian@stocke.com.cn
证书编号 S1230520080006

摘要

1、国内连锁眼科医院发展

- 民营连锁眼科医院，以爱尔为龙头，中小眼科陆续上市，A股形成板块效应；
- 不同眼科眼科医院，布局模式、业务结构、成本费用不同，形成差异化发展路径。

2、门店利润贡献拆分看业绩弹性

- 新门店亏损状态拖累表观利润，门店成熟后，亏损转盈利带来较强利润弹性；
- 成熟期整体利润（未来）> 盈利门店利润（拆分）> 报表整体利润（表观）。

3、OK镜集采影响

- 眼科耗材（OK镜）进入集采时代；
- 量化判断OK镜集采对收入影响。

4、投资建议

- 全国布局并且消费眼科为主的连锁眼科医院具有更高估值溢价；
- 连锁眼科从扩张期到成熟期的净利率弹性，驱动利润快速增长；
- **关注：**普瑞眼科、华厦眼科、爱尔眼科、何氏眼科、朝聚眼科。

风险提示

1、疫情流行，医院客流恢复低于预期；

2、扩张期，新开门店进展和次新店盈亏平衡周期低于预期；

3、眼科器械耗材OK镜集采，降价幅度超预期。

目录

CONTENTS

01 眼科医院行业

02 医院拆分看利润结构

03 OK镜集采

04 投资建议

01

连锁眼科医院行业特点

全国布局 区域布局

民营医院 消费眼科

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

爱尔眼科成长为千亿白马，中小连锁眼科医院陆续上市

爱尔眼科	华厦眼科	普瑞眼科	何氏眼科	朝聚眼科
长沙起家 全国布局	厦门眼科 全国布局	西南起家 全国布局	辽宁地区为主	内蒙地区为主
医院 610家	医院 57家	医院 22家	医院 90家	医院 17家
收入 150亿	收入 31亿	收入 17亿	收入 10亿	收入 10亿
利润 23.2亿	利润 4.5亿	利润 0.9亿	利润 0.9亿	利润 1.6亿
净利率 16%	净利率 15%	净利率 5%	净利率 9%	净利率 16%

注1：以财务数据为各公司2021年经营数据，利润和净利率为归母净利润和归母净利率；
注2：医院数量，爱尔眼科为2021年国内医院数量，朝聚眼科为2021年医院（不含视光中心）数量，华夏眼科、普瑞眼科、何氏眼科为招股书时医院数量，其中何氏眼科90家包括所有一二三级眼保健机构

数据来源：Wind，爱尔眼科2021年报，华厦眼科招股书，普瑞眼科招股书，何氏眼科招股书及2021年报，朝聚眼科招股书及2021年报，浙商证券研究所

01 眼科医院：扩张模式

全国布局Vs区域深度

爱尔眼科之后，新上市连锁眼科医院，扩张模式分为：

- 华厦眼科、普瑞眼科的全国扩张型；
- 何氏眼科、朝聚眼科的区域深度型。

华厦眼科



普瑞眼科



何氏眼科



朝聚眼科



全国扩张型连锁眼科医院

区域型连锁眼科医院

数据来源：Wind，华厦眼科招股书，普瑞眼科招股书，何氏眼科招股书，朝聚眼科招股书，浙商证券研究所

眼科医院：业务结构

不同眼科医院结构差异

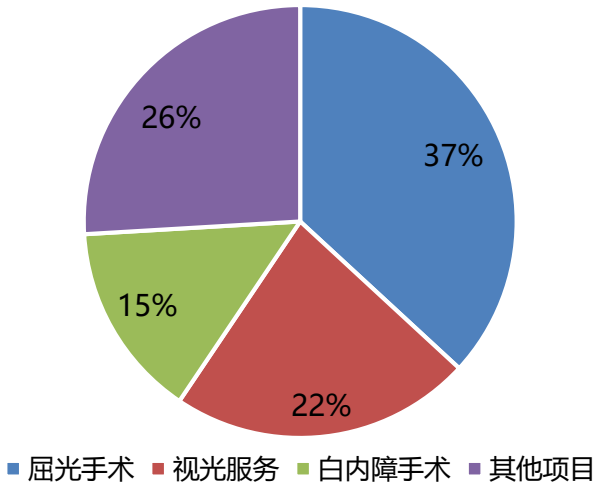
问题：相比爱尔眼科，其他各家眼科都有哪些业务特色

1、华厦眼科：基础眼科（白内障、眼底、眼表、小儿）占比高，视光/配镜比例低；

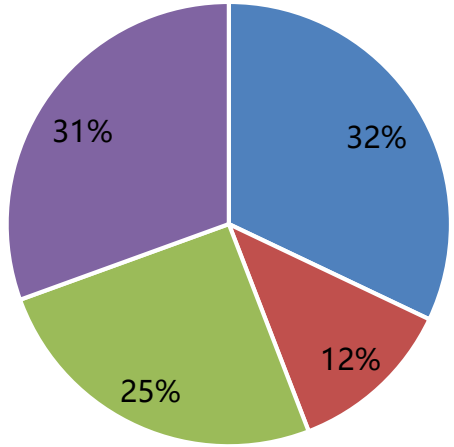
2、普瑞眼科：屈光特色，占比超50%；

3、何氏眼科：视光特色，占比33%。

爱尔眼科

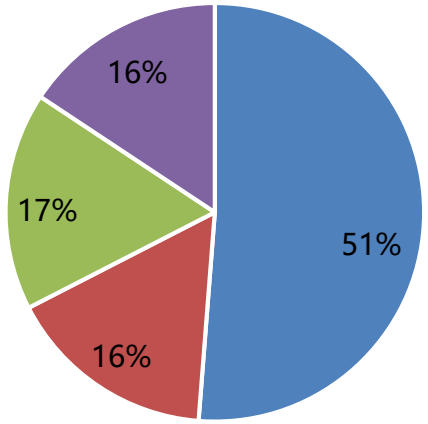


华厦眼科



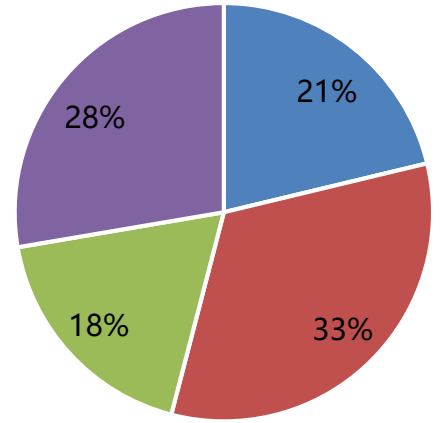
基础眼科占比高

普瑞眼科



屈光占比高

何氏眼科



视光占比高

注：何氏眼科为2020年收入结构，其他各家公司为2021年收入结构

数据来源：Wind，爱尔眼科2021年报，华厦眼科招股书，普瑞眼科招股书，何氏眼科招股书，浙商证券研究所

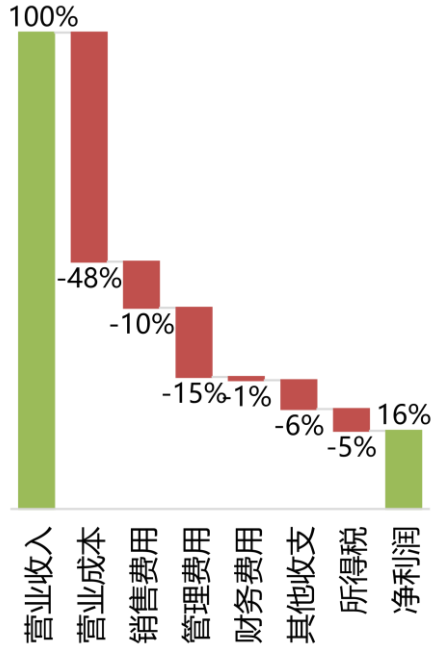
眼科医院：成本/费用/利润率

从费用结构看盈利差异

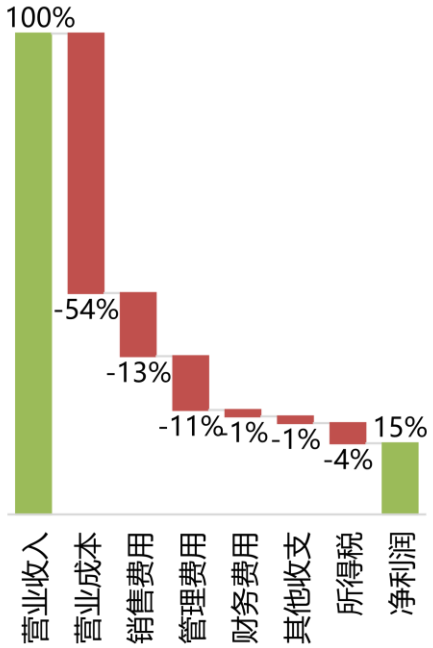
眼科医院对比：其他眼科和爱尔眼科差距在哪里？我们假设爱尔眼科是标准模型，其他眼科医院相比有差异

- **普瑞眼科**：销售费率19%，最高。全国化扩张过程当中，加强广告宣传，提升品牌力；
- **何氏眼科**：毛利率40%，最低。屈光和视光等高毛利率的业务占比较低。

爱尔眼科（标准模型）

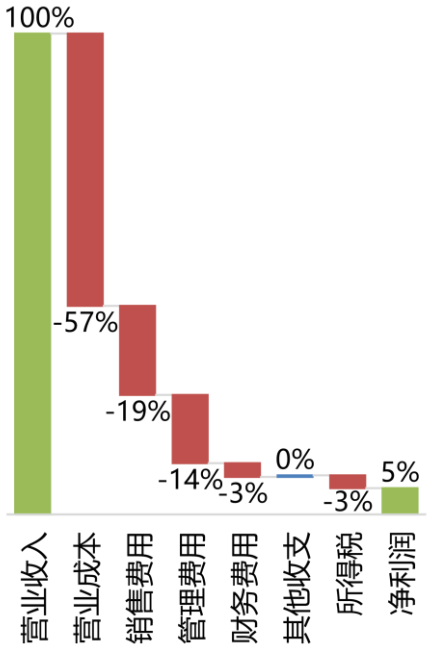


华厦眼科



厦门眼科占比高

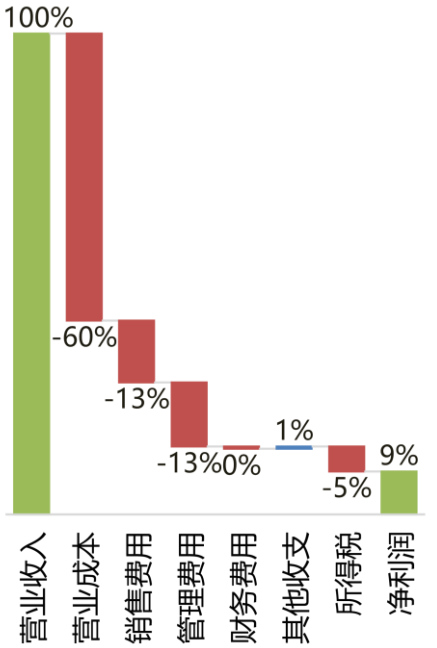
普瑞眼科（低净利率）



销售费用率过高

广告费用率10%占比高

何氏眼科（低净利率）



毛利率40%过低

注：上述数据为各家公司2021年利润表结构

数据来源：Wind，爱尔眼科2021年报，华厦眼科招股书，普瑞眼科招股书，何氏眼科2021年报，浙商证券研究所

眼科医院：消费属性（估值溢价支撑力之一）

消费属性比例有多大?

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

问题：为什么说连锁眼科医院算消费类医疗服务

消费眼科业务(屈光+视光)

- **非医保**：自费占比高 >30%；
- **毛利率**：消费眼科业务毛利率52% > 其他业务毛利率33%；
- **结构**：消费眼科业务的收入占比54%，毛利占比65%。

技术升级驱动客单价持续提升（医疗消费属性）

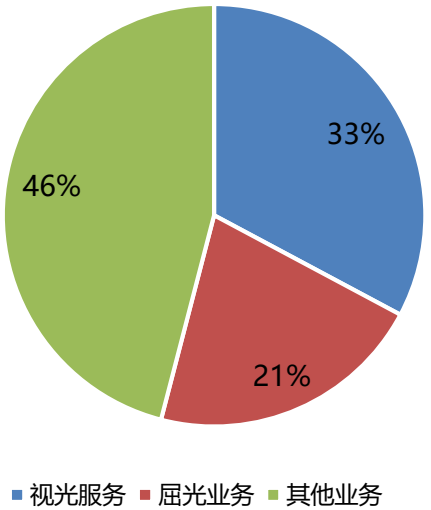
技术升级

屈光：升级到全飞秒、ICL

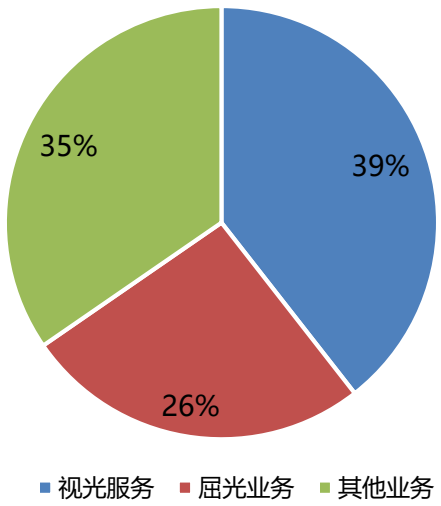
视光：升级到离焦镜、OK镜

白内障：升级到非球面多焦点晶体

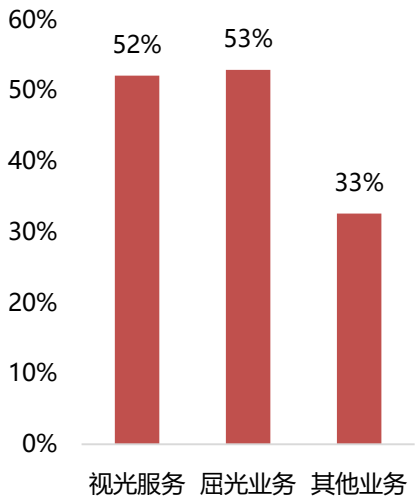
何氏眼科2020年**收入**结构



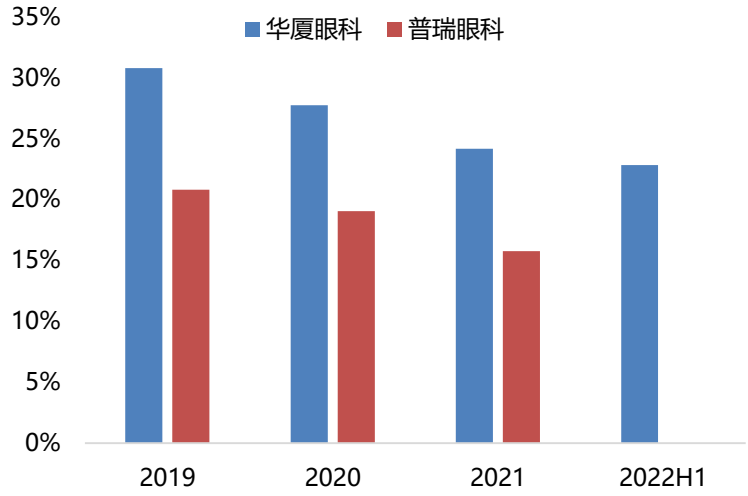
何氏眼科2020年**毛利**结构



何氏眼科2020年毛利率



眼科医院医保占比低于30%



数据来源：Wind，华厦眼科招股书，普瑞眼科招股书，何氏眼科招股书及2020年报，浙商证券研究所

02

连锁眼科医院利润结构拆分

表观利润 盈利利润 长期利润

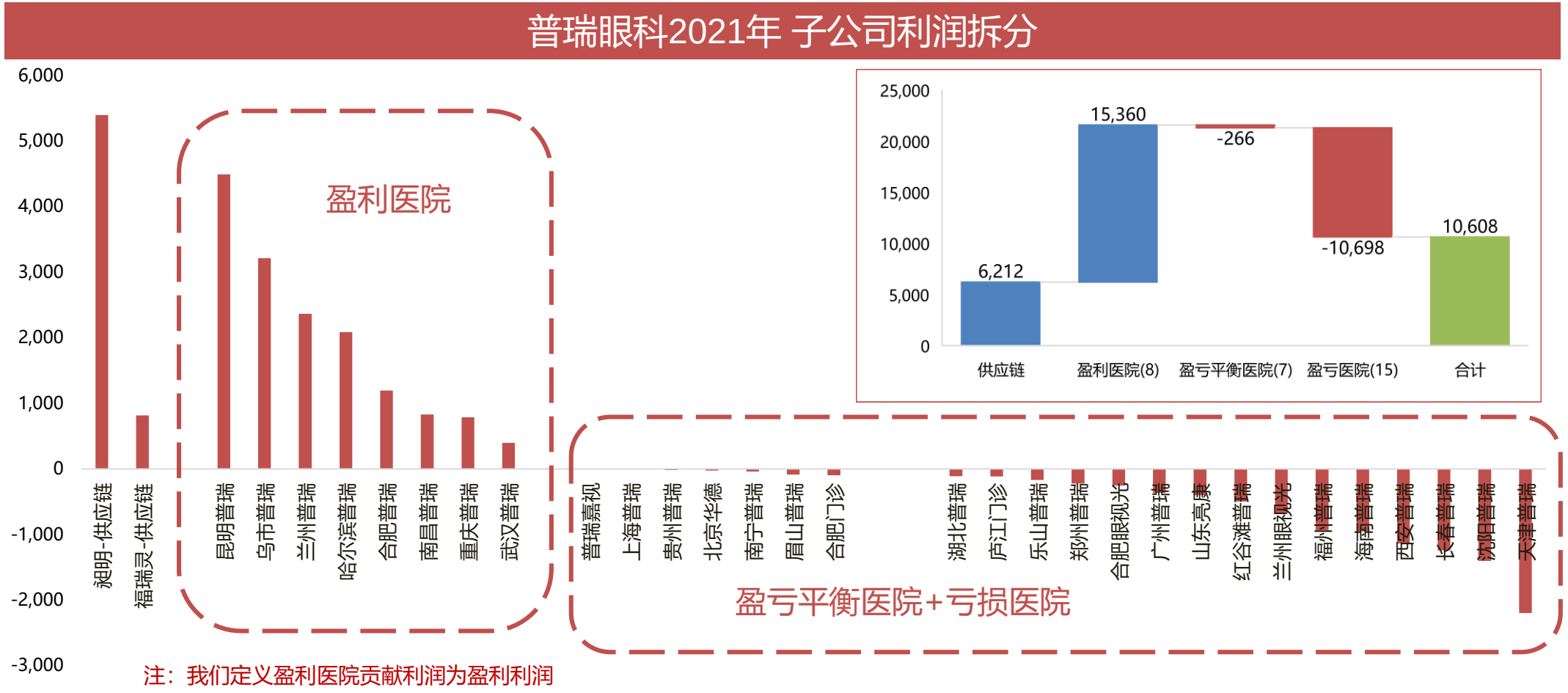
敏感性分析看利润弹性

扩张期连锁医院：利润结构拆分（表观利润=盈利利润-亏损）

从利润结构看盈利关键点

问题：扩张期的连锁医院，如何看待报表表观利润、盈利利润和远期利润？

普瑞眼科：2021年报表利润0.94亿。贡献拆分，**8家盈利医院的盈利利润1.5亿**+ 7家盈亏平衡医院+15家亏损医院（-1亿）



注：我们定义盈利医院贡献利润为盈利利润

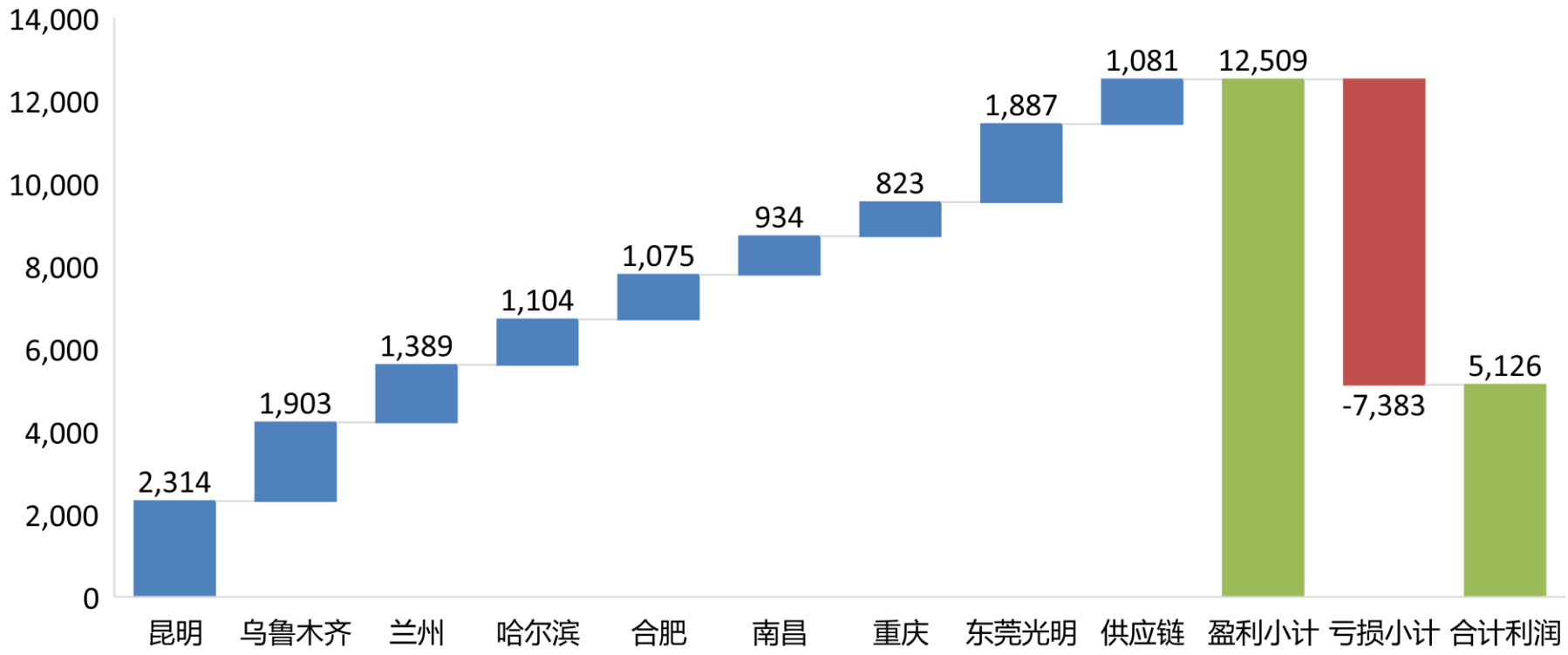
数据来源：Wind，普瑞眼科招股书，浙商证券研究所

扩张期连锁医院：利润结构拆分（表观利润=盈利利润-亏损）

普瑞眼科看利润结构

普瑞眼科为例：2022H1利润：表观利润5100万=盈利利润1.25亿-亏损医院7400万

普瑞眼科2022H1净利润结构（盈利-亏损=报表利润）



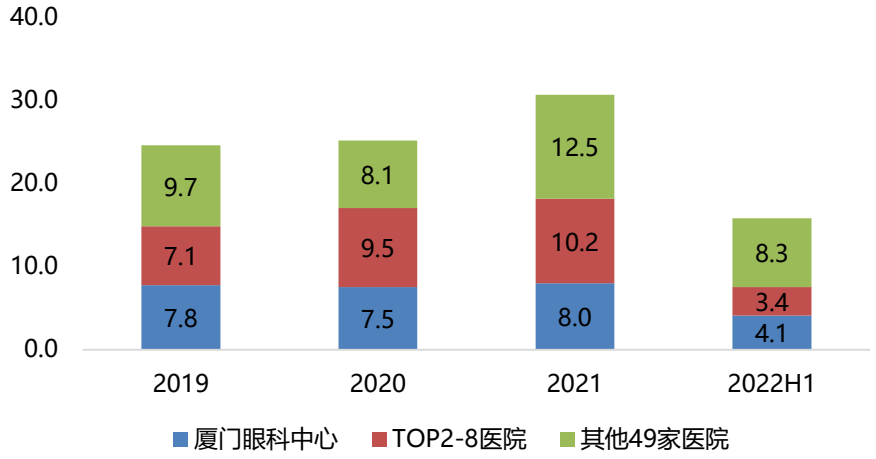
注：我们定义盈利医院贡献利润为盈利利润

数据来源：Wind，普瑞眼科2022年中报，浙商证券研究所

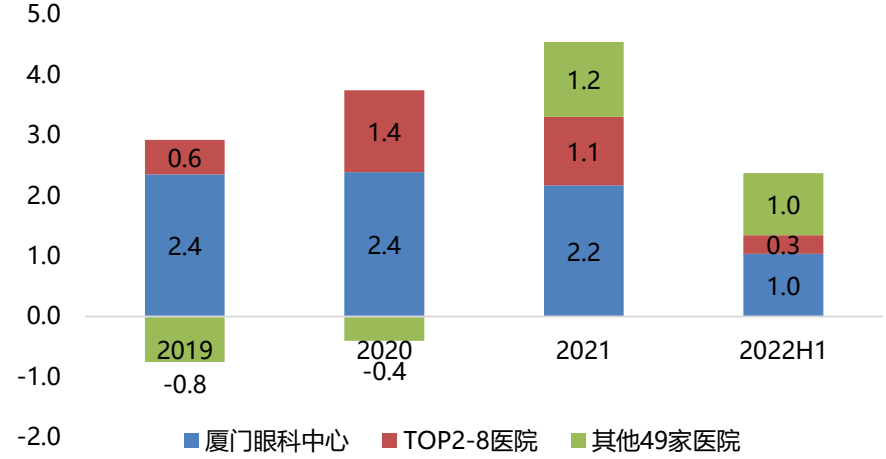
扩张期连锁医院的收入和利润贡献拆分

华厦眼科看不同层级医院差异

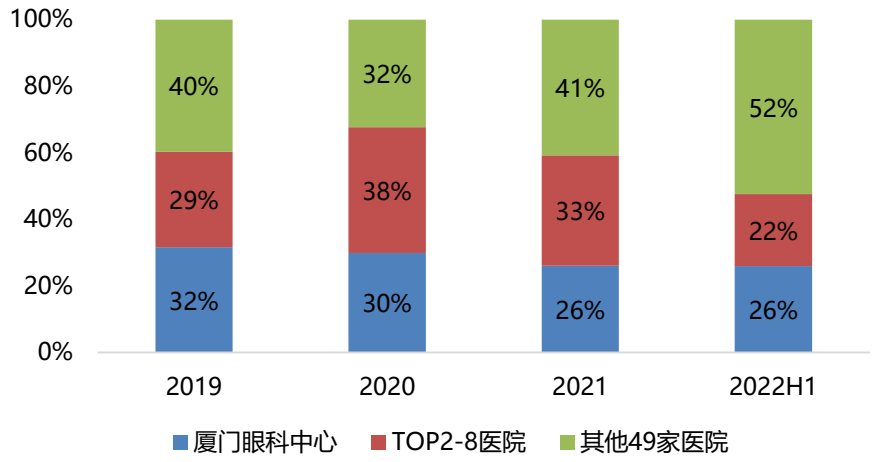
华厦眼科不同层级医院 收入增速



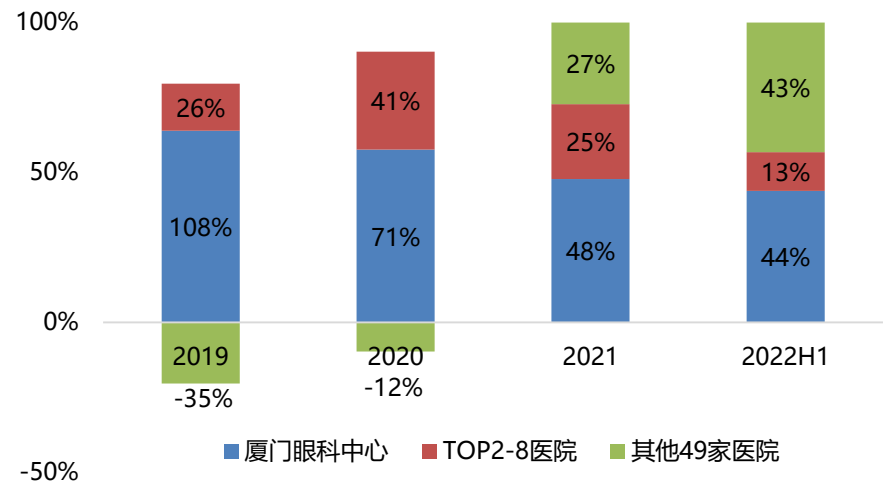
华厦眼科不同层级医院利润增速



华厦眼科不同层级医院收入结构



华厦眼科不同层级医院利润结构



厦门眼科中心

- 收入占比26%
- 利润占比48%

TOP 2-8医院

- 收入占比33%
- 利润占比25%

其他49家医院

- 收入占比41%
- 利润占比27%

注：利润为归母净利润

数据来源：Wind，华厦眼科招股书，浙商证券研究所

02 扩张期连锁医院的收入和利润贡献拆分

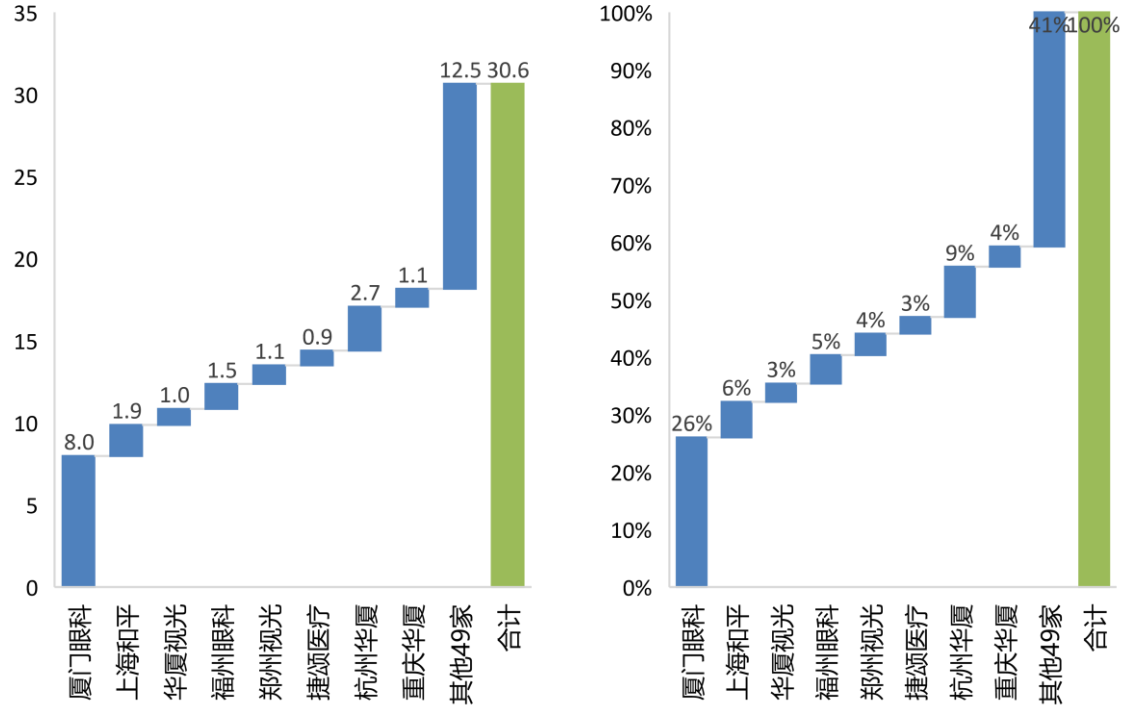
华厦眼科看不同层级医院差异

1、厦门眼科中心（大本营）： 8亿收入，2.2亿净利润，27%净利率；1/4收入，贡献了近一半利润；

2、中型医院（扩张主力）： 10亿收入，1.1亿净利润，11%净利率；1/3收入占比；

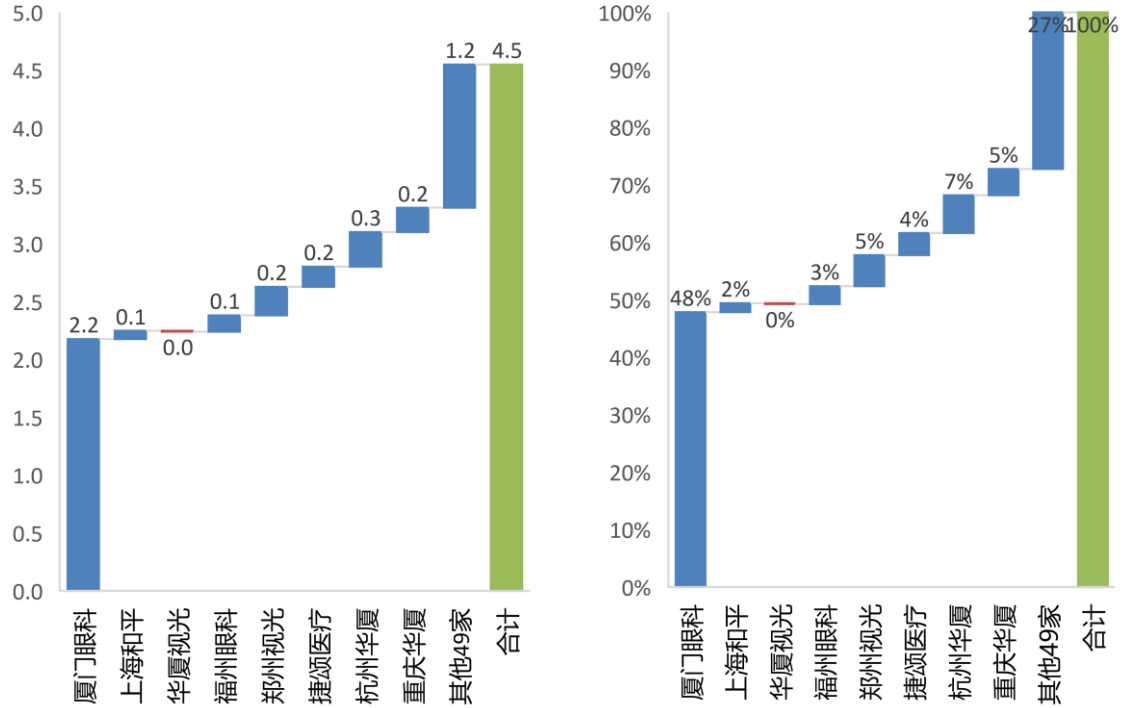
3、其他中小医院（潜力门店）： 12亿收入，1.2净亿利润，10%净利率； 41%收入占比，27%利润占比。

华厦眼科医院子公司2021年**收入**及占比



厦门眼科中心 2021年收入8亿，占比26%

华厦眼科医院子公司2021年**净利润**及占比



厦门眼科中心 2021年净利润2.2亿，占比48%

数据来源：Wind，华厦眼科招股书，浙商证券研究所

注：净利润和净利率为归母净利润和归母净利率

眼科医院：成熟净利率15%

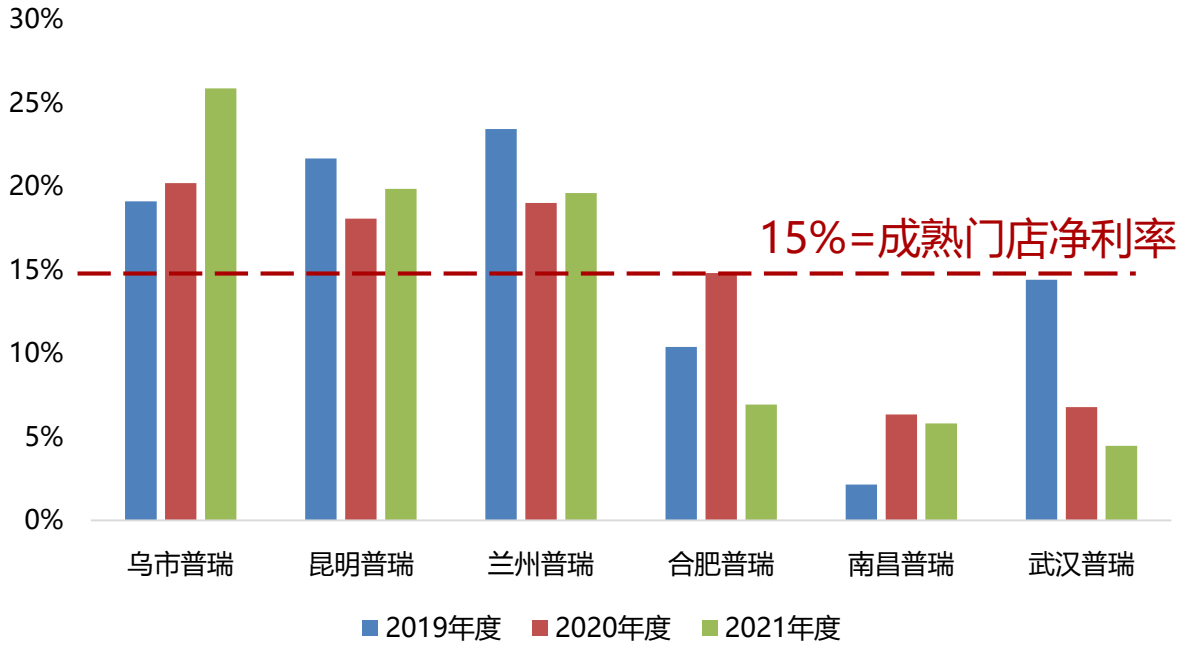
成熟模型预测15%净利率合理性

15%净利率（成熟模型下净利率预测）

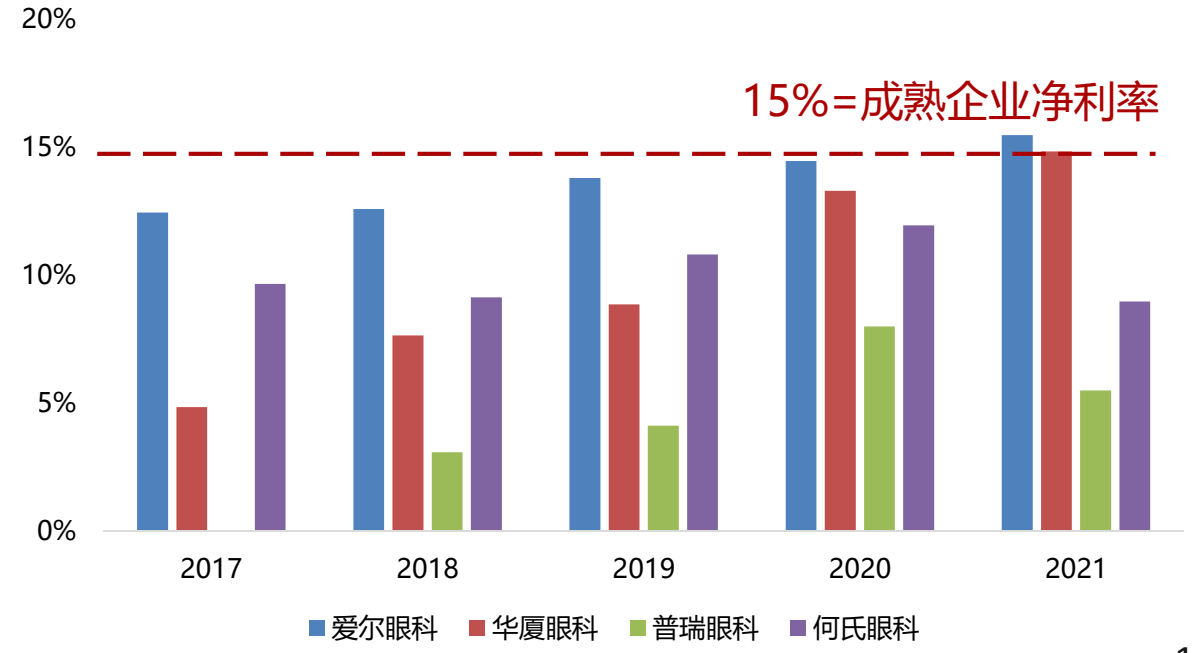
- 成熟眼科门店的净利率可以达到15%，核心成熟店会达到20-25%净利率；
- 成熟眼科医院的整体净利率大约在15%（爱尔眼科、华厦眼科）。

15%净利率成熟期利润（未来） > 盈利门店利润（拆分） > 报表整体利润（表观）

成熟门店净利率 >15%



成熟眼科医院净利率 >15%



数据来源：Wind，爱尔眼科年报，华厦眼科招股书，普瑞眼科招股书，何氏眼科招股书及2021年报，浙商证券研究所

眼科医院：扩张型医院净利润敏感性分析

敏感性分析远期利润

问题：扩张型医院，当期净利率较低，如何测算远期的净利润弹性?

敏感性分析：假设收入20%复合增速，以及中性、乐观净利率假设条件下，3年后净利润计算值

20亿 收入

收入初始假设值

×

5%净利率

低净利率假设

=

1亿 净利润

低净利率假设的净利润假设值

3-5倍

×20%

3年复合增速假设值

=

34.56亿 收入

3年后收入计算值

×

10%净利率

中性假设

=

3.45亿 净利润

3年后中性10%净利率假设的净利润计算值

×

15%净利率

乐观假设

=

5.18亿 净利润

3年后乐观15%净利率假设的净利润计算值

注：20亿收入，5%净利率，20%收入增速，10%净利率，15%净利率都是假设值

数据来源：浙商证券研究所

03

连锁眼科医院OK镜集采

OK镜首次集采

对医院收入影响

眼科耗材：OK镜集采

集采文件出台对OK镜的影响

OK镜首次纳入集采

2022年12月16日，河北省医保局发布三明联盟OK镜集中带量采购文件（征求意见稿）

- 规则1：产品系统竞价价格=单片“标准片”申报价格×40%＋单片“环曲片”申报价格价格×60%；
- 规则2：中选率最高70%；
- 规则3：采购量分配，分配给第一名中选企业10%的约定采购量；
- 规则4：非中选产品，纳入监控管理，采购量不得高于中选产品的最低采购量。

OK镜厂商

欧普康视、爱博医疗、昊海生科等

- **欧普康视**：2021年OK镜收入6.7亿，63万片；
- **爱博医疗**：2021年OK镜收入1.1亿，21.5万片；2022H1收入同比增长71.70%；
- **昊海生科**：2022年12月28日，自研OK镜获批，同时代理亨泰品牌OK镜。

数据来源：《三明联盟医用耗材集中带量采购文件》，欧普康视2021年报，爱博医疗2021年报及2022年中报，浙商证券研究所

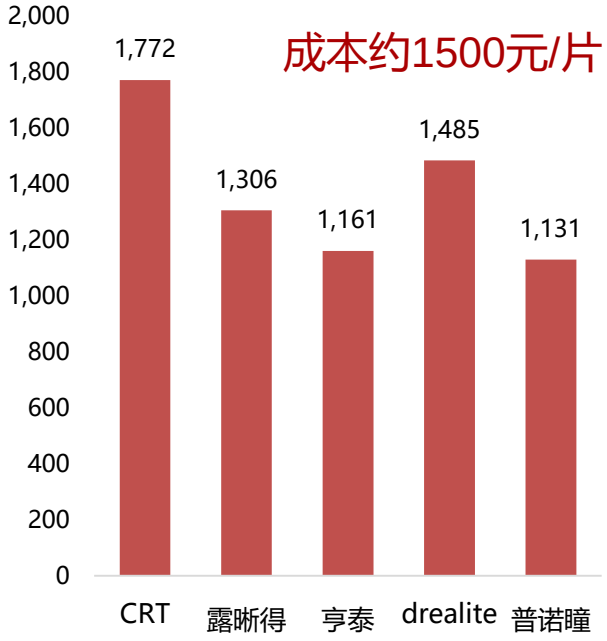
眼科耗材：OK镜集采

OK镜集采影响

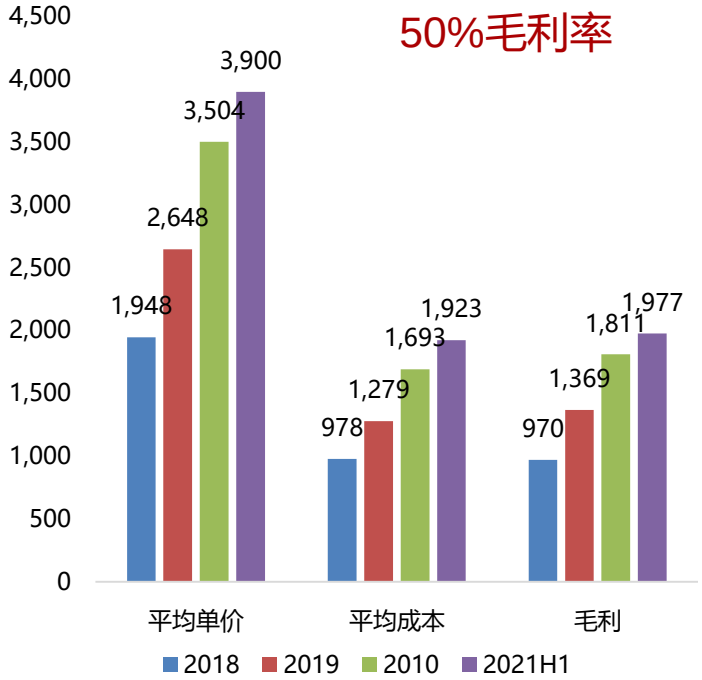
问题：OK镜集采对医院到底有多大影响？

收入 ×12%占比×50%毛利率×降幅 = **影响**

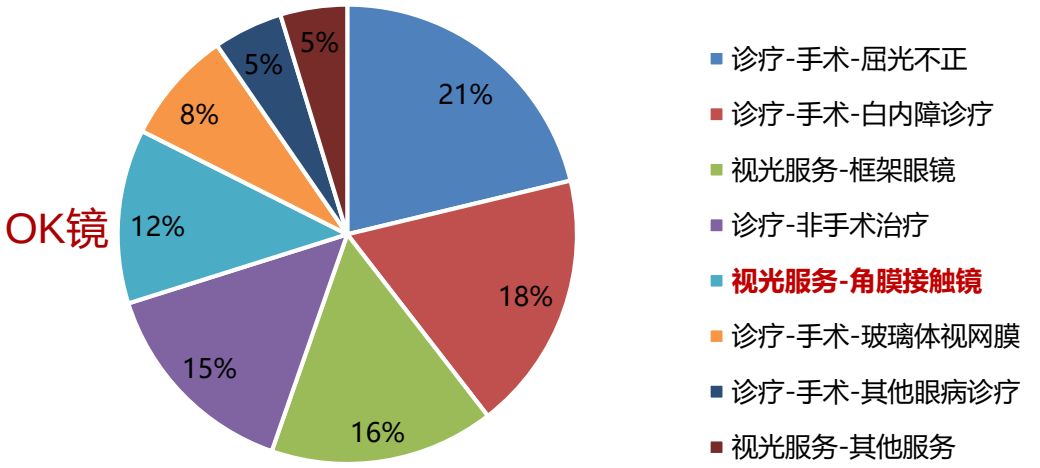
华厦眼科OK镜平均采购成本



何氏眼科OK镜成本、毛利及单价



OK镜在何氏眼科医院2020年收入中占比12%



主要业务：屈光> 白内障>框架眼镜>OK镜

数据来源：Wind，华厦眼科招股书，何氏眼科招股书，浙商证券研究所

04 投资建议

全国布局医院

业绩弹性医院

投资建议

1、关注全国布局并且消费眼科为主的连锁眼科医院

- 民营连锁眼科医院以屈光、视光等高毛利率、非医保业务为主，具备消费医疗属性，享有估值溢价；
- 全国布局的连锁眼科，品牌认知度更强、市场空间更大，具备较高的天花板。

2、关注扩张期，新开医院比例高，业绩弹性大的连锁眼科医院

- 扩张期连锁医院，新开设较多新医院，会导致短期整体净利率较低，表观净利润偏低；
- 新医院，从开设期亏损拖累利润，到成熟期贡献利润，带动整体利润有较大弹性增长。

3、关注：普瑞眼科、华厦眼科、爱尔眼科、何氏眼科、朝聚眼科

风险提示

1、**疫情流行，医院客流恢复低于预期**

- 疫情防控政策优化后，未来各地将陆续面临疫情流行的压力。连锁眼科医院的客流量可能短期无法恢复到正常水平，医院日常经营仍然受到一定程度影响。

2、**连锁医院扩张期，新开门店进展和次新店盈亏平衡周期低于预期**

- 处于扩张期的连锁眼科医院，新医院开设可能受到疫情等因素干扰，开设进度低于预期。部分医院处于培育期内，具备规模效应前，收入低于装修、设备、人员等成本支出，从而形成阶段性亏损。若下属医院未能有效形成规模，可能导致盈亏平衡周期拉长。

3、眼科器械耗材OK镜集采，降价幅度超预期

- 视光作为连锁眼科医院的重要业务板块，OK镜终端价格下降可能导致医院视光业务的收入和毛利率下降。

行业评级与免责声明

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1、看好 ：行业指数相对于沪深300指数表现＋10%以上；

2、中性 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%～＋10%以上；

3、看淡 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

行业评级与免责声明

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券研究所股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券研究所股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

联系方式

浙商证券研究所研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所研究所：http://research.stocke.com.cn