

爱尔眼科 (300015.SZ)
全球眼科医疗服务市场领导者，品牌影响力持续增强

2024年11月24日

——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
余汝意（分析师）
阮帅（分析师）

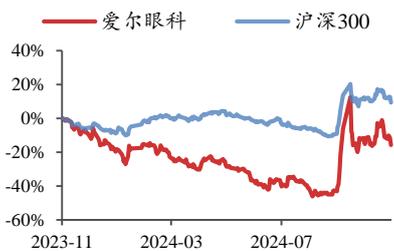
yuruyi@kysec.cn

ruanshuai@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790524040007

| | |
|------------|------------|
| 日期 | 2024/11/22 |
| 当前股价(元) | 14.28 |
| 一年最高最低(元) | 19.09/9.05 |
| 总市值(亿元) | 1,331.90 |
| 流通市值(亿元) | 1,129.75 |
| 总股本(亿股) | 93.27 |
| 流通股本(亿股) | 79.11 |
| 近3个月换手率(%) | 122.65 |

股价走势图


数据来源：聚源

●全球眼科医疗服务市场领航者，持续增强品牌影响力

公司是全球领先的专业眼科连锁医疗机构。截至2023年底，品牌医院、眼科中心及诊所在全球范围内共有881家，医疗网络遍及中国大陆、中国香港、欧洲、美国、东南亚等地区。公司品牌口碑累积多年，2023年门诊量突破1500万人次、手术量突破100万例。公司着力完善分级连锁模式，业务版图持续扩大。随着眼科医疗服务需求持续扩容，长期发展前景向好。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为38.08/42.56/49.16亿元，当前股价对应PE分别为35.0/31.3/27.1倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

●推进“1+8+N”战略布局，发挥分级连锁网络体系优势

公司着力打造1家世界级眼科医学中心（长沙爱尔）、8家国家及区域眼科医学中心（北上广深、成都、重庆、武汉、沈阳）、N家省域一流和地区领先的眼科医院。公司中心城市旗舰医院稳健发展，长沙、武汉、成都、辽宁、重庆、广州、东莞、深圳等地的爱尔眼科医院保持较快增长。2023年，公司于境内的医院数量达256家、门诊部数量达183家，各省区内地、县市的医疗网络持续完善。

●庞大近视人群与逐步加深的老龄化驱动我国眼科医疗市场快速增长

中国成人近视及远视患者规模较大，据灼识咨询数据，预计我国屈光市场规模从2015年的59亿元逐年攀升至2025年的725亿元，复合增速达28.51%。根据国家疾控局数据，2022年中国儿童青少年近视率高达51.9%，该形势推动视光服务市场的快速增长。灼识咨询指出，2019年中国医学视光市场规模已达228亿元，随着消费者对专业验光及配镜服务需求的进一步提升，预计到2025年市场规模将突破500亿元。随着我国人口老龄化程度逐步加深，灼识咨询预计2025年白内障患者数将超过1.5亿人。虽然近些年中国白内障CSR水平显著提升，但相比世界上其他主要经济体，我国CSR比例仍处低位，具备较大提高空间。

●风险提示： 医疗风险、管理风险、授权使用品牌风险及诉讼仲裁风险等。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 16,110 | 20,367 | 22,271 | 24,437 | 26,864 |
| YOY(%) | 7.4 | 26.4 | 9.3 | 9.7 | 9.9 |
| 归母净利润(百万元) | 2,524 | 3,359 | 3,808 | 4,256 | 4,916 |
| YOY(%) | 8.6 | 33.1 | 13.4 | 11.8 | 15.5 |
| 毛利率(%) | 50.5 | 50.8 | 49.8 | 50.0 | 50.1 |
| 净利率(%) | 15.7 | 16.5 | 17.1 | 17.4 | 18.3 |
| ROE(%) | 15.3 | 18.3 | 18.0 | 17.6 | 17.6 |
| EPS(摊薄/元) | 0.27 | 0.36 | 0.41 | 0.46 | 0.53 |
| P/E(倍) | 52.8 | 39.7 | 35.0 | 31.3 | 27.1 |
| P/B(倍) | 8.0 | 7.1 | 6.3 | 5.5 | 4.8 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|-------------------------------|----|
| 1、 爱尔眼科：立足中国、走出国门的眼科医疗服务巨头 | 4 |
| 1.1、 股权结构稳定，管理层履历丰富 | 7 |
| 1.2、 业绩快速增长，盈利能力稳中有进 | 8 |
| 2、 眼科市场蓬勃发展，屈光及视光业务快速增长 | 10 |
| 2.1、 屈光手术市场需求庞大，驱动公司核心业务较快增长 | 12 |
| 2.2、 人口老龄化推动白内障治疗市场快速增长 | 14 |
| 2.3、 儿童青少年近视率高，市场空间较大 | 17 |
| 2.4、 眼前段与眼后段结构疾病市场规模稳定增长 | 19 |
| 3、 稳步实施“1+8+N”战略布局，完善分级连锁网络体系 | 21 |
| 4、 推进科研创新平台建设，加速成果转化应用 | 24 |
| 5、 盈利预测与投资建议 | 27 |
| 5.1、 关键假设 | 27 |
| 5.2、 盈利预测与估值 | 28 |
| 6、 风险提示 | 29 |
| 附：财务预测摘要 | 30 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------------|----|
| 图 1： 爱尔眼科拓展全球网络，海外诊所突破 123 家（截至 2023.12.31） | 4 |
| 图 2： 公司门诊量、手术量持续上升 | 6 |
| 图 3： 公司股权结构稳定，子公司协同发展 | 7 |
| 图 4： 2019-2023 年公司营收快速增长 | 8 |
| 图 5： 2019-2023 年公司扣非归母净利润持续增长 | 8 |
| 图 6： 2023 年屈光手术和视光服务合计营收占比超 60% | 9 |
| 图 7： 屈光手术业务毛利占比维持在 40%以上 | 9 |
| 图 8： 公司地区营收结构稳定，大陆地区收入占比维持在 88%左右 | 9 |
| 图 9： 净利率持续提升，毛利率保持在 50%左右 | 9 |
| 图 10： 屈光手术和视光服务毛利率维持高位 | 9 |
| 图 11： 公司期间费用率相对稳定，2023 年管理费用率有一定下降 | 10 |
| 图 12： 预计中国眼科医疗服务市场规模持续扩大（单位：亿元） | 10 |
| 图 13： 预计公立机构占据中国眼科医疗服务市场的大部份额（单位：亿元） | 11 |
| 图 14： 医学视光、白内障、屈光手术分别占据眼科医疗服务细分市场的前三位 | 11 |
| 图 15： 预计中国眼科医院市场规模持续扩大，民营眼科医院扩张更快（单位：亿元） | 12 |
| 图 16： 中国民营眼科医院机构数迅速增长（单位：所） | 12 |
| 图 17： 预计中国屈光不正患者持续增多（单位：亿人） | 13 |
| 图 18： 预计中国屈光手术市场规模快速增长 | 13 |
| 图 19： 公司屈光手术业务较快增长，2023 年营收突破 70 亿元 | 14 |
| 图 20： 中国 CSR 已突破 3000，与世界上其他主要经济体仍有较大差距 | 14 |
| 图 21： 随着老龄化加剧，预计中国白内障患者持续增多 | 16 |
| 图 22： 预计中国白内障手术市场规模快速扩张 | 16 |
| 图 23： 2023 年公司白内障手术业务营收突破 30 亿元，毛利率回升 | 17 |
| 图 24： 儿童青少年近视率达 51.9%（2022 年） | 17 |
| 图 25： 中高度近视学生占比近半（2022 年） | 17 |

| | |
|----------------------------------------------------------|----|
| 图 26: 预计中国医学视光市场规模持续扩大..... | 19 |
| 图 27: 近些年公司视光服务业务持续发展, 2023 年营收近 50 亿元..... | 19 |
| 图 28: 2023 年公司眼前段手术和眼后段手术合计营收突破 30 亿元..... | 21 |
| 图 29: “1+8+N” 战略的推进将深化公司的分级连锁模式、赋能上级医院..... | 21 |
| 图 30: 公司医疗网络持续完善, 境内医院数量与门诊部数量快速增长..... | 22 |
| 图 31: 公司持续加大研发投入..... | 24 |
| 图 32: 公司近半数研发人员持硕/博学历..... | 24 |
| 图 33: 公司纵向项目获批数维持高位..... | 24 |
| 图 34: 公司在“质”和“量”上保持论文产出..... | 24 |
| 图 35: 公司科研创新成绩斐然(截至 2023 年 6 月)..... | 25 |
| 图 36: 2023 年公司集团积极参与多场国内外学术会议..... | 25 |
| 表 1: 历经 22 年发展, 爱尔眼科已成为国际眼科诊疗巨头..... | 4 |
| 表 2: 目前公司已覆盖 14 大亚专科, 各亚专科团队精英荟萃..... | 5 |
| 表 3: 公司高管均具备丰富的行业经验..... | 8 |
| 表 4: 屈光矫正手术不断发展, 患者可根据自身情况选择合适的矫正术式..... | 13 |
| 表 5: 人工晶体集采政策落地, 为白内障患者重获“光明”带来福音..... | 15 |
| 表 6: 三大主流视光矫正方法为患者提供适宜的近视防控方案..... | 18 |
| 表 7: 眼前段与眼后段手术助力多种常见眼科疾病的治疗..... | 19 |
| 表 8: 公司业绩排名前十的医院中, 中心城市旗舰医院占据绝大部分席位..... | 22 |
| 表 9: 公司积极举办和参与一系列重要国际眼科学术活动..... | 25 |
| 表 10: 持续推进研发项目, 赋能未来业务发展..... | 26 |
| 表 11: 2024-2026 年爱尔眼科各版块营收预计稳健增长(单位: 百万元)..... | 28 |
| 表 12: 与可比公司平均估值相比, 公司估值较高, 预计公司品牌扩张与广阔市场空间结合将持续创造价值..... | 29 |

1、爱尔眼科：立足中国、走向国门的眼科医疗服务巨头

爱尔眼科创立于2002年，于2009年创业板上市，作为专业眼科连锁医疗机构，主要从事各类眼科疾病诊疗、手术服务与医学验光配镜。公司于2016年正式开启国际化战略，目前医疗网络已遍及中国大陆、中国香港、欧洲、美国、东南亚等地区。

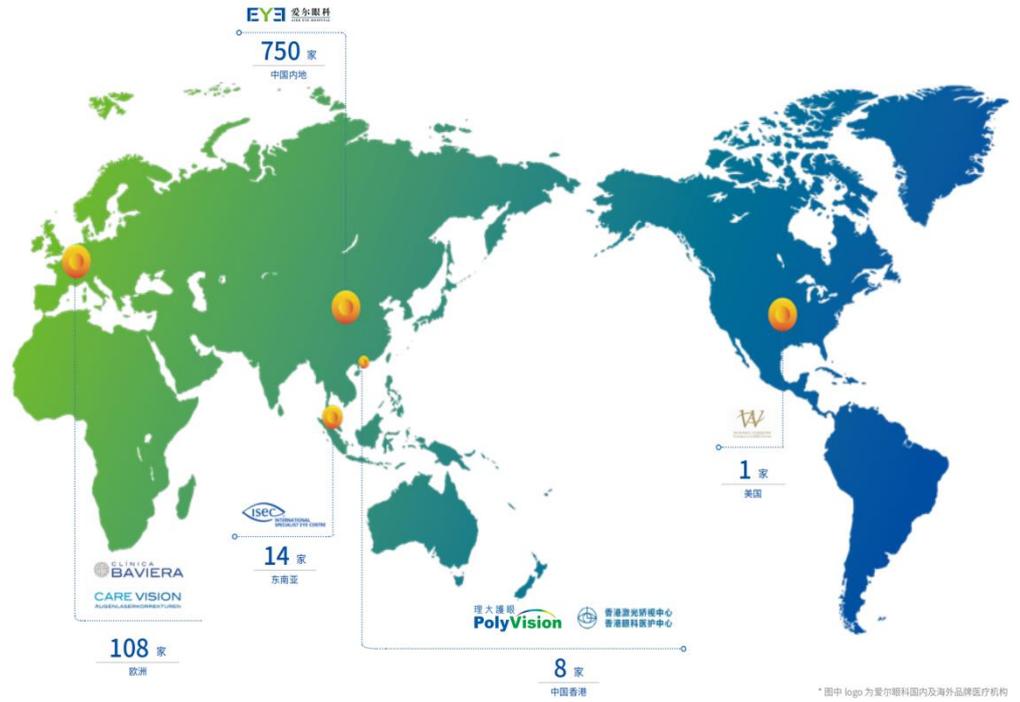
截至2023年12月31日，爱尔眼科品牌医院、眼科中心及诊所在全球范围内共有881家。其中，中国内地750家（包括上市公司旗下439家，产业并购基金旗下311家），中国香港8家，在海外布局突破123家眼科诊所，包括美国1家，欧洲108家，东南亚14家。

表1：历经22年发展，爱尔眼科已成为国际眼科诊疗巨头

| 年份 | 发展历程 |
|-------|-------------------------------------------------------------------|
| 2002年 | 爱尔眼科品牌创立：第一家全资医院“长沙爱尔眼科医院”成立 |
| 2004年 | 爱尔眼科服务中国：确立“分级连锁”发展模式 |
| 2006年 | 角膜捐献光明延续：第一家爱尔眼库成立 截至2023年12月“库站联合”模式已建设9库50站 |
| 2009年 | 首批IPO创业板上市 |
| 2013年 | 打通医教研体系建设：中南大学爱尔眼科学院成立；爱尔眼科研究所成立 |
| 2016年 | 开启国际化战略：眼科医疗布局进入中国香港（收购亚洲医疗、理大护眼） |
| 2017年 | 共享全球眼科智慧：眼科医疗布局进入美国/欧洲 （收购Wang Vision眼科中心、收购CLINICA BAVIERA集团） |
| 2019年 | 上市十周年：眼科医疗布局进入东南亚（收购ISEC眼科集团） |
| 2022年 | 爱尔眼科大厦正式启用，爱尔眼科数字眼科研究所及欧洲研究所成立 |
| 2023年 | 爱尔眼科国际临床培训中心启幕 |

资料来源：公司官网、开源证券研究所

图1：爱尔眼科拓展全球网络，海外诊所突破123家（截至2023.12.31）



资料来源：公司公告

公司眼科病症治疗与服务的覆盖范围广泛。2023年公司新成立麻醉学组，目前已经有覆盖各亚专科、眼科药学、功能影像等在内的14个专业学组，各学组均由一众行业知名的专家团队领衔。

表2：目前公司已覆盖14大亚专科，各亚专科团队精英荟萃

十四大亚专科



屈光手术专科



视光专科



白内障专科



眼底病专科



角膜及眼表专科



斜视与小儿眼科



青光眼专科



眼睑病与眼整形专科



泪道病专科



眼眶病及眼肿瘤专科



眼科影像专科



医学检验专科



药学专科



麻醉专科

公司部分核心学组



屈光手术学组

屈光手术学组由行业知名的屈光手术专家领衔，带领2000余名临床经验丰富的医生、检眼师、专科护士组成。创屈光手术领域六大安全体系，即“检查、设备、专家、技术、流程、服务”

视光学组由国内外知名眼视光专家领衔，带领 5000 余名博士生导师、博士后、视光医生、视光师组成。围绕 5P 近视管理模式开展近视管理工作，每年为全国数百万的青少年儿童提供近视眼防控和眼健康诊疗服务。承担了包括国家科技部重点研发计划、国家自然科学基金、湖南省重点研发计划等多项重点科技项目。并成功获得第十九届世界近视眼大会的主办权



白内障学组由行业知名白内障专家领衔的 900 余位白内障手术医生组成。应用飞秒激光技术和高科技、功能性人工晶状体，引领白内障手术进入无刀、微创的个性化定制时代

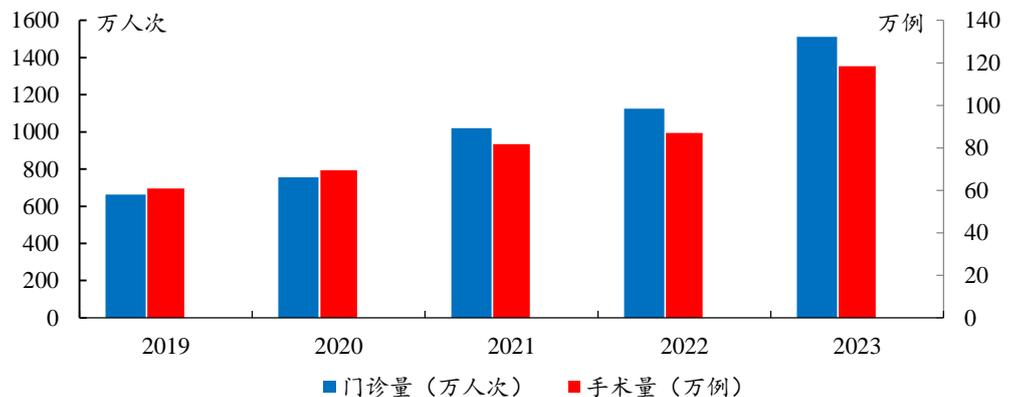
眼底病学组由行业知名的 50 余名眼底病专家团队领衔，并带领集团 600 余名眼底病医生，致力于各种眼底疾病的临床诊疗、服务工作，搭建疑难眼底病诊疗平台，并开展眼底病科研、教学工作



资料来源：公司官网、开源证券研究所

近年来公司门诊量、手术量均持续提升。公司门诊量由 2019 年的 663 万人次快速增长至 2023 年的 1511 万人次，手术量由 2019 年的 61 万例提升至 2023 年的 118 万例。

图2：公司门诊量、手术量持续上升

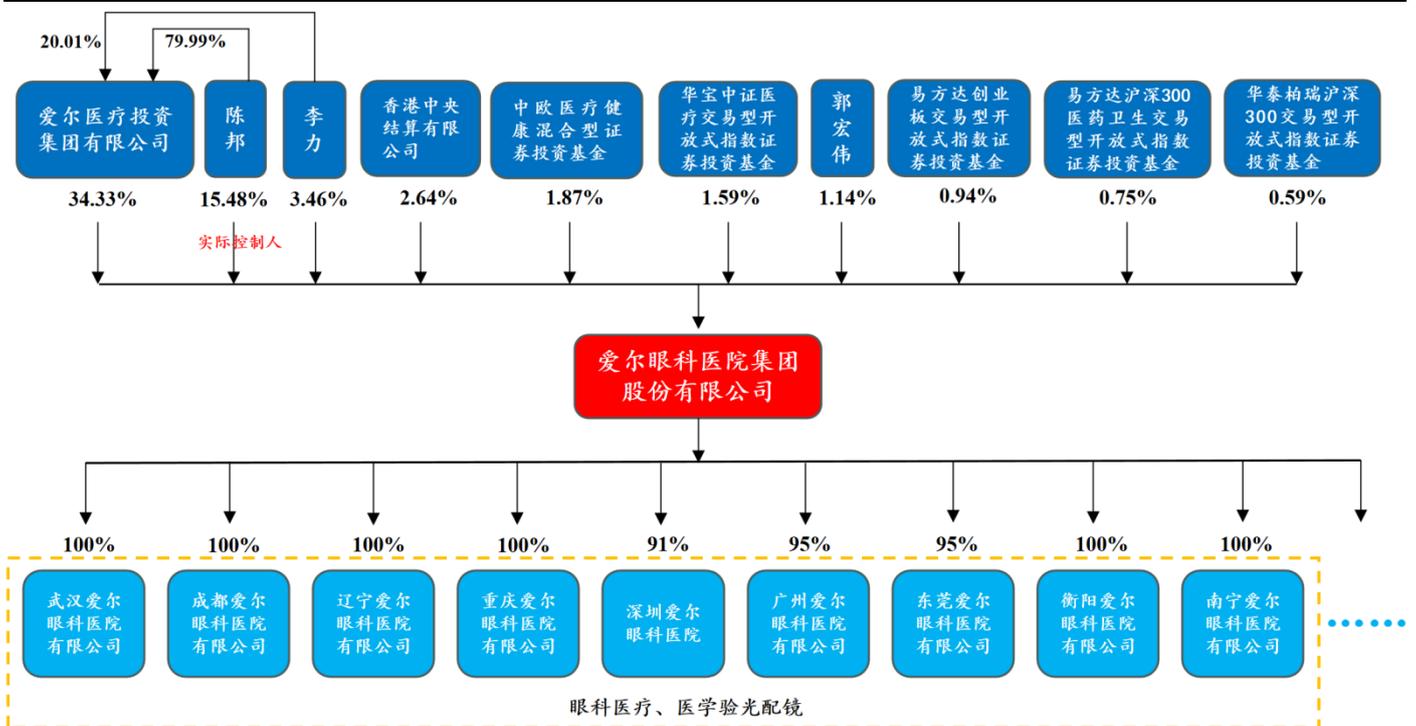


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、股权结构稳定，管理层履历丰富

公司股权结构稳定，子公司业务协同发展。截至 2024 半年报，公司创始人陈邦为实际控制人，通过直接持有及控股爱尔医疗投资集团有限公司合计控制公司 42.94% 的股份。公司在多地设有眼科医院子公司，协同助力集团市场渗透。

图3：公司股权结构稳定，子公司协同发展



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所 注：数据截至公司 2024 半年报

管理团队具备丰富的行业经验。公司创始人陈邦，历任长沙爱尔眼科医院副董事长、长沙爱尔眼科医院集团副董事长、爱尔眼科医院集团董事长，现兼任爱尔医

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

疗投资集团有限公司执行董事、湖南大学兼职 MBA 导师。公司副董事长、总经理李力，历任长沙爱尔眼科医院董事长兼总经理、长沙爱尔眼科医院集团董事长兼总经理、爱尔眼科医院集团董事长兼总经理。公司董事、副总经理、董事会秘书吴士君，先后就职于中共上海市委研究室、东方国际集团、德恒证券、恒泰证券、上海银基信息科技股份有限公司，现为第十届深圳证券交易所上市委员会委员。公司其余高管均具有丰富的工作履历与管理经验。

表3：公司高管均具备丰富的行业经验

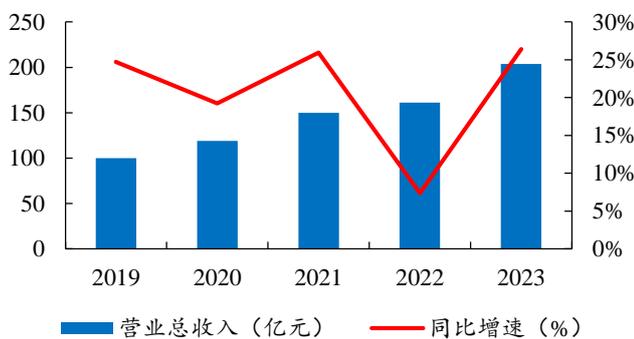
| 姓名 | 职务 | 工作经历 |
|-----|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 陈邦 | 董事长 | 公司创始人、湖南大学兼职 MBA 导师，历任长沙爱尔眼科医院副董事长、长沙爱尔眼科医院集团董事长、爱尔眼科医院集团董事长。现兼任爱尔医疗投资集团有限公司执行董事 |
| 李力 | 副董事长、总经理 | 历任长沙爱尔眼科医院董事长兼总经理、长沙爱尔眼科医院集团董事长兼总经理、爱尔眼科医院集团董事长兼总经理 |
| 韩忠 | 董事、副总经理 | 历任湖南海联房产公司财务部经理、湖南省建设银行直属支行信贷部部长和会计部部长、长沙爱尔眼科医院董事、爱尔眼科医院集团财务总监、董事会秘书 |
| 吴士君 | 董事、副总经理、董事会秘书 | 先后就职于中共上海市委研究室、东方国际集团、德恒证券、恒泰证券、上海银基信息科技股份有限公司，现为第十届深圳证券交易所上市委员会委员 |
| 李爱明 | 副总经理 | 历任中荷合资常德达门船舶有限公司经理助理、湖南省回春堂制药厂销售中心市场总监、长沙爱尔眼科医院 CEO、武汉爱尔眼科医院 CEO |
| 唐仕波 | 副总经理、总院长 | 教育部二级教授，博士生导师，国家杰出青年基金获得者，国务院特殊津贴获得者，德国洪堡基金获得者，卫生部有突出贡献中青年专家，千百十工程国家级学科带头人培养对象，卫生部德育先进工作者。曾任中山大学中山眼科中心副主任、眼科医院副院长 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、业绩快速增长，盈利能力稳中有进

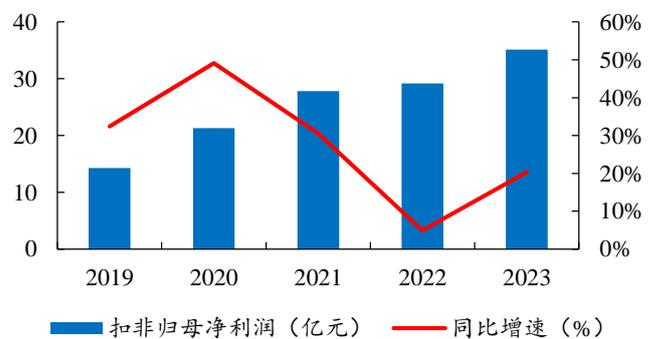
公司营收与扣非归母净利润均保持快速增长态势。公司 2023 年营业收入突破 200 亿元，较 2019 年营收实现翻倍，CAGR 达 19.49%；2024 上半年营收达 105.45 亿元。公司扣非归母净利润从 2019 年的 14.29 亿元增长至 2023 年的 35.14 亿元，CAGR 达 25.23%；2024 上半年扣非归母净利润达 17.85 亿元。

图4：2019-2023 年公司营收快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2019-2023 年公司扣非归母净利润持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司前三大核心业务分别为屈光手术、视光服务与白内障手术。屈光手术占营收比重维持在 35%至 40%的区间内，占毛利比重保持在 40%以上；视光服务的营收占比由 2019 年的 19.32%逐年提升至 2023 年的 24.35%，毛利占比由 2019 年的 21.91%逐年提升至 2023 年的 27.35%；白内障手术的营收占比大致在 15%左右浮动，毛利

占比在 10% 上下波动。

图6：2023 年屈光手术和视光服务合计营收占比超 60%

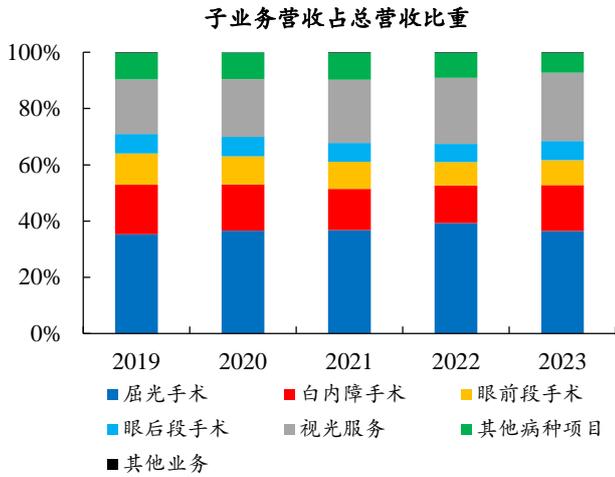
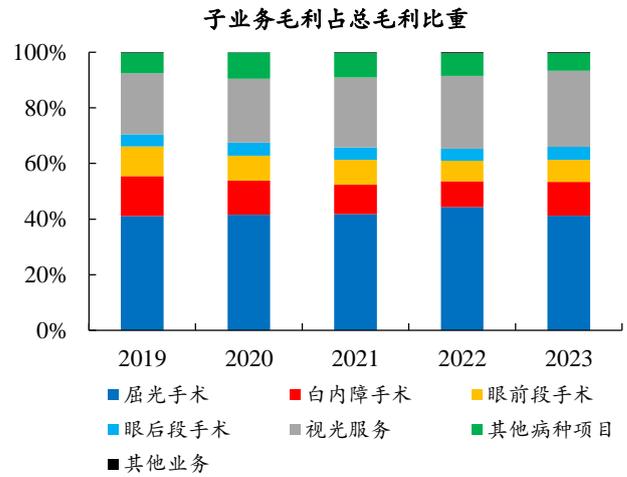


图7：屈光手术业务毛利占比维持在 40% 以上

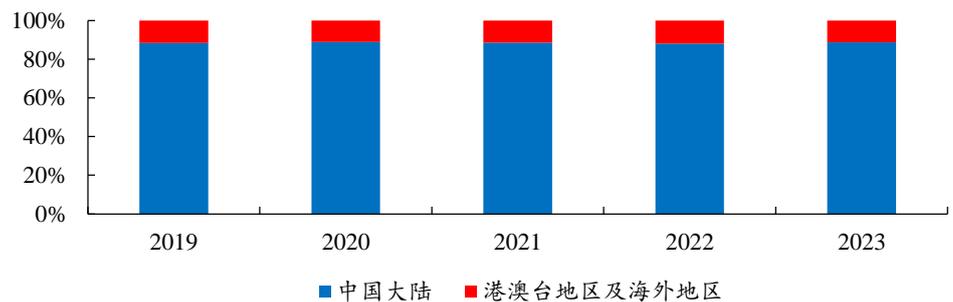


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

近年来公司于中国大陆的业务占总营收比重大致维持在 88% 至 89% 的区间内。

图8：公司地区营收结构稳定，大陆地区收入占比维持在 88% 左右

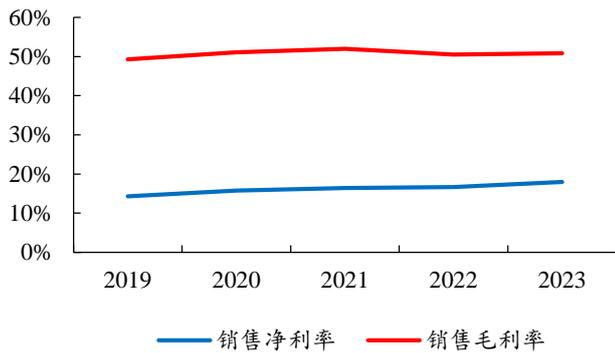


数据来源：Wind、开源证券研究所

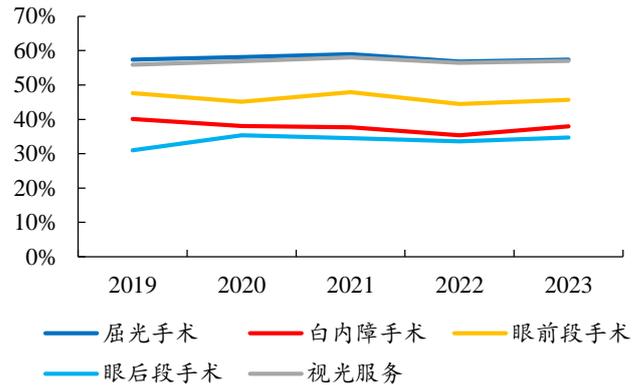
整体盈利能力稳中有进，屈光及视光业务毛利率维持高位。近年来公司毛利率维持在 50% 左右，净利率从 2019 年的 14.33% 逐步提升至 2023 年的 17.95%。公司屈光手术业务和视光服务的毛利率近 60%，其余业务的毛利率在 2023 年均有一定的同比提升。

图9：净利率持续提升，毛利率保持在 50% 左右

图10：屈光手术和视光服务毛利率维持高位



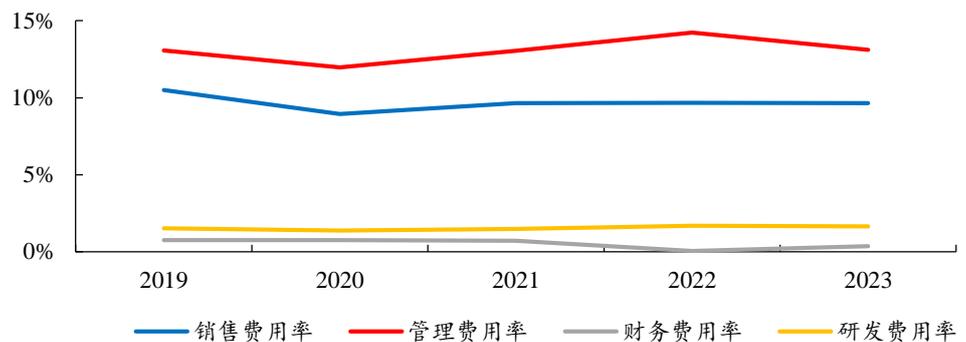
数据来源: Wind、开源证券研究所



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司期间费用率相对稳定。近些年公司管理费用率保持在10%至15%的区间内，2023年为13.11%，同比有一定下降；2021年至2023年，销售费用率维持在9.65%左右；研发费用率维持在1%至2%之间，财务费用率控制在1%以内。

图11: 公司期间费用率相对稳定，2023年管理费用率有一定下降

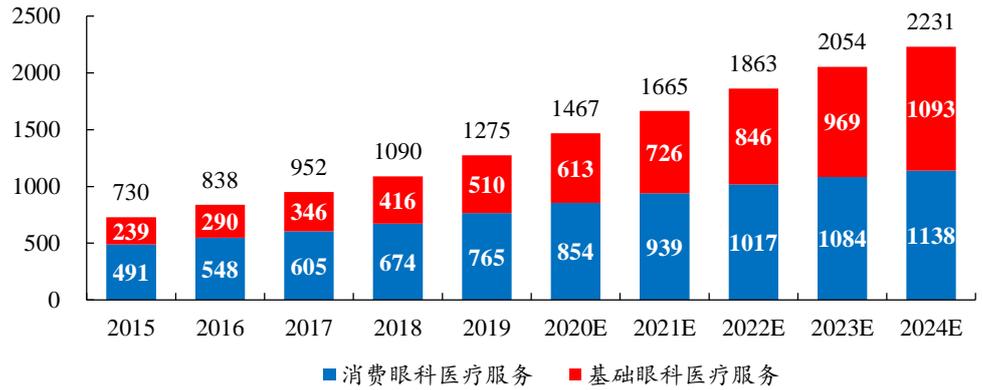


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、眼科市场蓬勃发展，屈光及视光业务快速增长

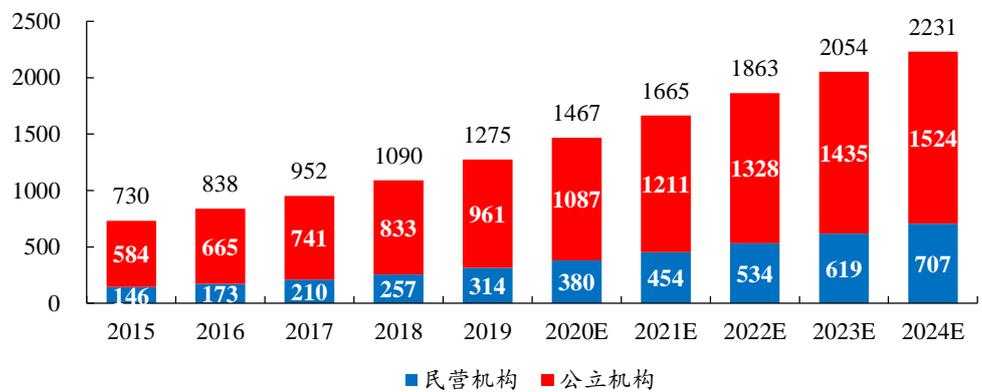
中国眼科医疗服务市场规模持续增长。随着中国老龄化程度的加深、大众不良用眼习惯问题的持续，根据弗若斯特沙利文数据，预计眼科医疗服务市场的总体规模由2015年的730亿元扩大至2024年的2231亿元。其中，基础类的眼科医疗服务市场增长迅速，预计2024年与消费类的眼科医疗服务市场规模大致持平。从机构类型来看，公立机构占据了眼科医疗服务总体市场的大部分份额，预计2024年其市场体量突破1500亿元；而民营机构的增速相对更快，预计2024年其规模达到2015年的约5倍。

图12: 预计中国眼科医疗服务市场规模持续扩大 (单位: 亿元)



数据来源：朝聚眼科招股说明书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图13：预计公立机构占据中国眼科医疗服务市场的大部分份额（单位：亿元）

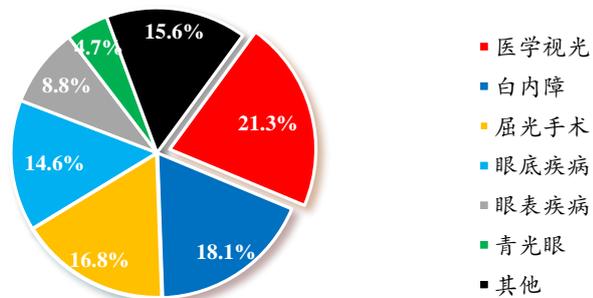


数据来源：朝聚眼科招股说明书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

在业务细分市场上，据灼识咨询数据，医学视光、白内障、屈光手术的规模分别占据中国眼科医疗服务市场的前三位，占比分别达 21.3%、18.1%和 16.8%（2019 年）。

图14：医学视光、白内障、屈光手术分别占据眼科医疗服务细分市场的前三位

中国眼科医疗服务市场规模拆分（2019年）

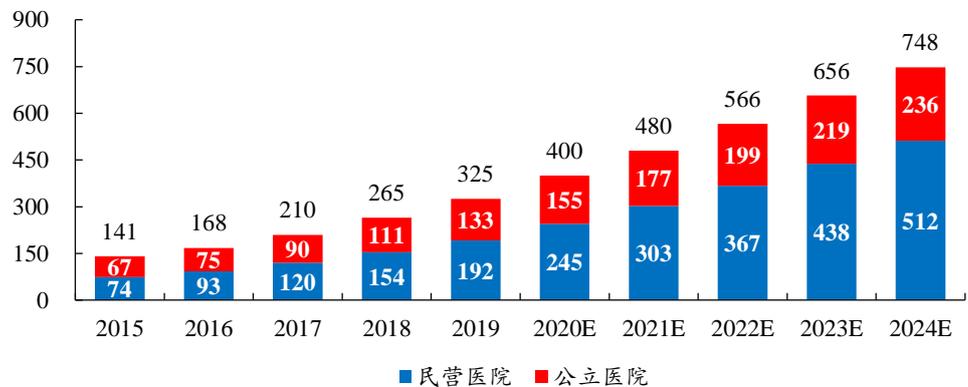


数据来源：中国卫生统计年鉴、华夏眼科招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

中国眼科专科医院的市场规模逐年扩大，民营眼科医院市场扩张更快。据弗若

斯特沙利文数据，预计眼科医院的市場体量由 2015 年的 141 亿元逐步攀升至 2024 年的 748 亿元，其中，2024 年民营眼科医院规模预计达 512 亿元。

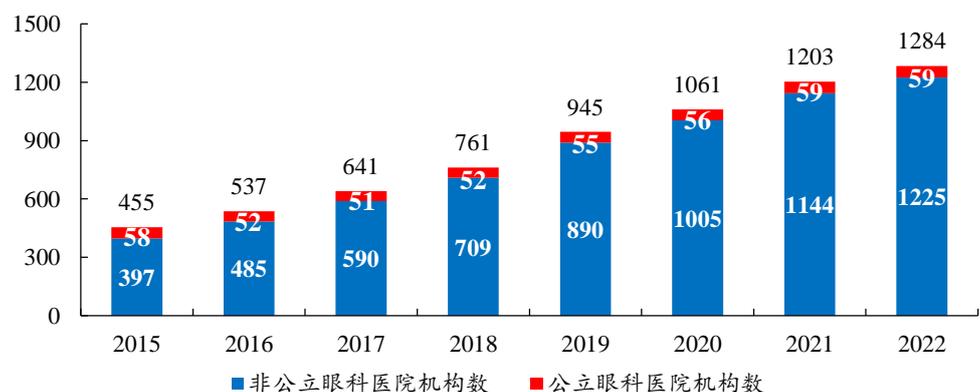
图15：预计中国眼科医院市场规模持续扩大，民营眼科医院扩张更快（单位：亿元）



数据来源：朝聚眼科招股说明书、国家卫健委、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

中国民营眼科医院机构数呈持续增长态势。中国民营眼科医院机构数量由 2015 年的 397 所逐年增加至 2022 年的 1225 所。公立眼科医院机构较少且增长缓慢。

图16：中国民营眼科医院机构数迅速增长（单位：所）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1、屈光手术市场需求庞大，驱动公司核心业务较快增长

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，近视眼和远视眼是两种常见的屈光不正。

目前，屈光不正的主要治疗手段为屈光手术以及光学视光矫正两大手段。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。目前主流的屈光不正手术治疗手段包括全飞秒手术、半飞秒手术、全激光手术、植入式隐形眼镜 (ICL)

等。其中，随着人民群众生活水平提高、屈光手术类型的更新迭代，中高端手术如全飞秒、ICL 等因为切口小、精度高，使其在屈光矫正手术治疗市场中发展较快。半飞秒等普通手术因其价格低廉、适用性广等特点，仍是许多二三线城市患者或特殊条件患者的主流选择。

表4：屈光矫正手术不断发展，患者可根据自身情况选择合适的矫正术式

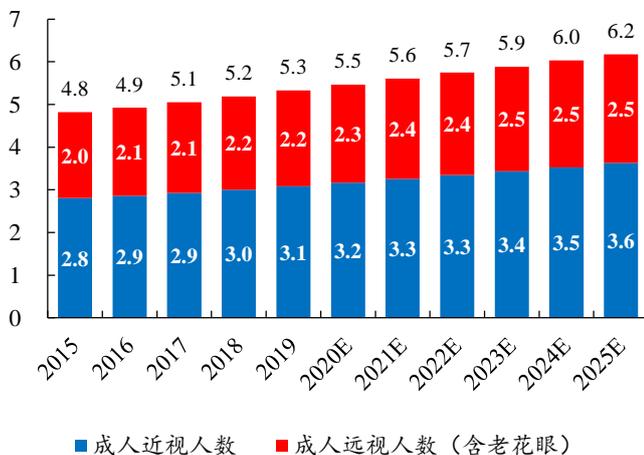
| 术式名称 | 原理简介 | 优劣势 | 适合人群 | 费用（双眼） |
|-----------|-------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|-----------------------|
| 全飞秒手术 | 使用飞秒激光在角膜基质层上切削出一个相应度数的微透镜，然后从角膜边缘制作一个长2毫米的切口，最后将微透镜从这个2mm微小切口取出，完成近视矫正 | 优点： ①恢复快 ②反应轻 ③干眼风险小 缺点： ①角膜要求高 ②个性化低 | ①角膜厚度：480um 以上 ②矫正范围：近视<800度，散光<500度 ③喜欢激烈运动/有参军需求 | 约 15000 元 ~25000 元 |
| 半飞秒手术 | 先使用飞秒激光制作角膜瓣，然后使用准分子激光进行基质切削，最后将角膜瓣复位完成近视矫正 | 优点： ①恢复快 ②个性化高 缺点： ①容易眼干 | ①角膜厚度：480um 以上 ②矫正范围：近视<1200度，散光<600度 ③有视觉要求/经济情况普通 | 约 10000 元 ~16000 元 |
| 全激光近视手术 | 用准分子激光直接在角膜表层切削，不做角膜瓣制作，完成度数切削 | 优点： ①无角膜瓣 ②角膜上稳定 缺点： ①恢复慢，用药时间长 | ①角膜厚度：470um 以上 ②矫正范围：近视<800度，散光<600度 ③中低度数/角膜薄 | 18000 元左右 |
| 晶体植入（ICL） | 通过角膜缘 2-3mm 的小切口，将一枚人工晶体植入到眼内虹膜和自然晶状体之间，相当于在眼睛里植入一副隐形眼镜 | 优点： ①不切削角膜 ②视觉质量好 缺点： ①价格昂贵 | ①角膜厚度：无要求 ②矫正范围：近视<1800度，散光<600度 ③高近视/角膜薄 | 约 30000 元 ~40000 元 |

资料来源：浙江大学二院眼科中心公众号、宿迁市第一人民医院眼科公众号、朝聚眼科招股说明书、丁香医生、开源证券研究所

中国近视、远视患者人数庞大，且预计持续增长。据灼识咨询数据，2025 年中国成人近视患者数量预计达 3.6 亿人，成人远视（含老花眼）患者预计达 2.5 亿人。

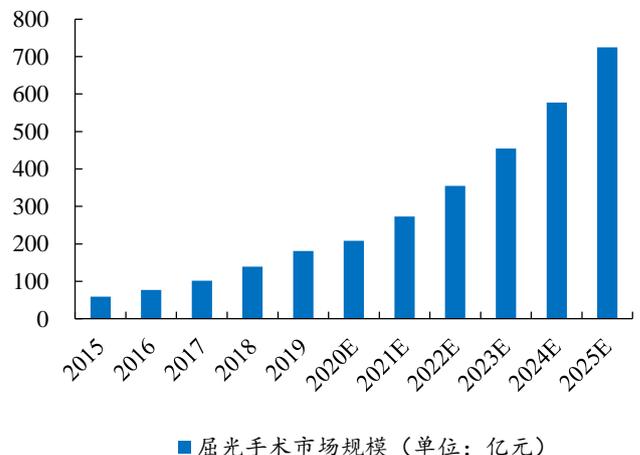
中国屈光手术市场具备较大增长潜力。随着中国屈光不正手术治疗的普及，中国屈光手术市场预计保持快速增长，据灼识咨询数据，预计市场规模从 2015 年 59 亿元逐年攀升至 2025 年的 725 亿元。

图17：预计中国屈光不正患者持续增多（单位：亿人）



数据来源：华夏眼科招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

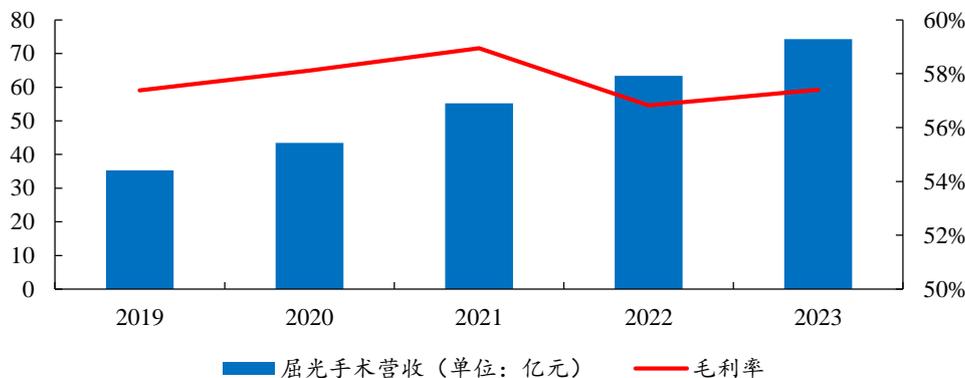
图18：预计中国屈光手术市场规模快速增长



数据来源：华夏眼科招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

公司屈光手术业务较快增长。作为公司核心业务，近些年公司的屈光手术营收保持快速增长，2023 年营收突破 70 亿元，较 2019 年营收实现翻番，毛利率维持在 56% 以上。2024 上半年，公司屈光手术营收达 41.55 亿元，毛利率为 57.19%。

图19：公司屈光手术业务较快增长，2023 年营收突破 70 亿元



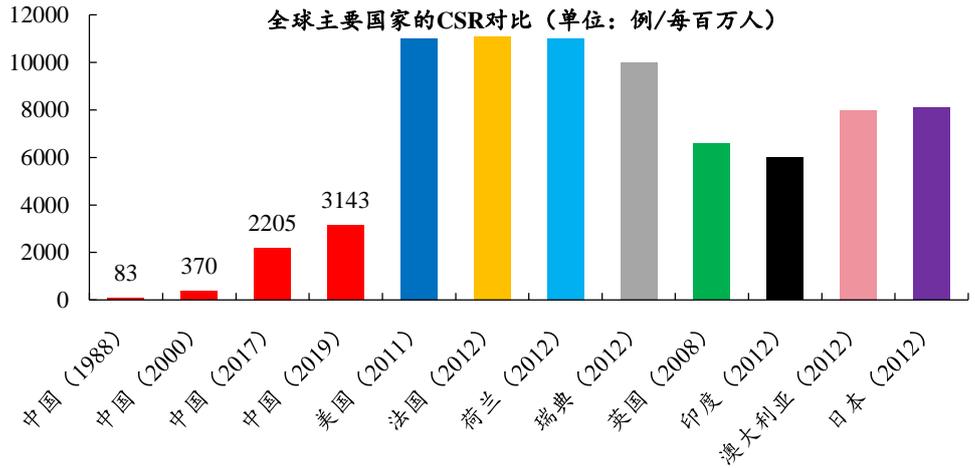
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、人口老龄化推动白内障治疗市场快速增长

白内障是指晶状体透明度降低或者颜色改变所导致的光学质量下降的退行性改变。随着年龄的增长及其他因素，晶状体的蛋白质发生分解并凝结，形成堆积，造成一定程度的浑浊，导致光无法达到视网膜，从而造成视力模糊甚至失明。截至 2020 年，中国成人白内障的发病率达到 22.78%。白内障发病率与年龄高度相关，据 2018 年屈光性白内障手术新进展国际会议公布的数据显示，我国 60 岁至 89 岁人群白内障发病率约为 80%，90 岁以上人群白内障发病率高达 90% 以上。

中国每百万人白内障手术例数（简称 CSR）快速提升，从 1988 年的每百万人 83 例增长至 2019 年的每百万人 3143 例。虽然中国白内障 CSR 水平显著提升，但相比世界上其他主要经济体，中国的 CSR 比例仍然处于低位，具备进一步发展空间。

图20：中国 CSR 已突破 3000，与世界上其他主要经济体仍有较大差距



数据来源: 华夏眼科招股说明书、普瑞眼科招股说明书、北京青年报官网、《Cataract Surgical Rate and Socioeconomics: A Global Study》、开源证券研究所

白内障的治疗以人工晶体置换为标准疗法。2023年11月30日, 国家组织的人工晶体集中带量采购产生拟中选结果, 人工晶体类耗材降价明显, 预计广泛惠及接受晶体植入的白内障患者。

表5: 人工晶体集采政策落地, 为白内障患者重获“光明”带来福音

| 申报产品类别 | 申报企业 | 中选价格 (元) | 申报产品类别 | 申报企业 | 中选价格 (元) |
|----------------------------------|----------------------|----------|------------------------------------|----------------------|----------|
| 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (预装) | 豪雅捷美士 (宁波) 医疗器械有限公司 | 950 | 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 博士伦 (上海) 贸易有限公司 | 830 |
| 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 深圳市新产业眼科新技术有限公司 | 784 | 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (预装) | 上药控股有限公司 | 1034 |
| 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 无锡蕾明视康科技有限公司 | 790 | 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 上海潇莱科贸有限公司 | 628 |
| 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 爱博诺德 (北京) 医疗科技股份有限公司 | 797 | 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 深圳清清视界眼科产品有限公司 | 806 |
| 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 北京鑫诺康桥经贸有限公司 | 797 | 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 新爱锐医疗器械 (河南) 有限公司 | 822 |
| 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 河南宇宙人工晶状体研制有限公司 | 811 | 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 尼德克医疗器械贸易 (上海) 有限公司 | 823 |
| 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 华润广东医药有限公司 | 812 | 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 北京视达医疗器械有限公司 | 823 |
| 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 天津世纪康泰生物医学工程有限公司 | 818 | 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 天津高视晶品医疗技术有限公司 | 823 |
| 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 爱尔康 (中国) 眼科产品有限公司 | 825 | 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 郑州耐视医药科技有限公司 | 824 |
| 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 苏州宣丰经贸有限公司 | 830 | 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 西安眼得乐医疗科技有限公司 | 830 |
| 人工晶体 (含推注器) 非球面-单焦点-非散光 (非预装) | 杭州畅德贸易有限公司 | 830 | 人工晶体 (含推注器) 双焦点-非散光 (非预装, 视力改善) | 爱博诺德 (北京) 医疗科技股份有限公司 | 2880 |

| 申报产品类别 | 申报企业 | 中选价格 (元) | 申报产品类别 | 申报企业 | 中选价格 (元) |
|--------------------------------|------------------------|-------------|-----------------------------|---------------------|-------------|
| 人工晶体(含推注器) 非球面-单焦点-非散光(非预装) | 河南赛美视生物科技 有限公司 | 831 | 人工晶体(含推注器) 双焦点-非散光(预装) | 北京视达医疗器械 有限公司 | 2644 |
| 人工晶体(含推注器) 非球面-单焦点-非散光(非预装) | 杭州协合医疗用品 有限公司 | 833 | 人工晶体(含推注器) 双焦点-非散光(非预装) | 上药控股有限公司 | 2517 |
| 人工晶体(含推注器) 非球面-单焦点-非散光(非预装) | 上海建华精细生物制 品有限公司 | 834 | 人工晶体(含推注器) 双焦点-非散光(非预装) | 深圳市新产业眼科新 技术有限公司 | 2524 |
| 人工晶体(含推注器) 非球面-单焦点-散光(非预装) | 爱尔康(中国)眼科产 品有限公司 | 1496 | 人工晶体(含推注器) 双焦点-非散光(非预装) | 华润广东医药 有限公司 | 2542 |
| 人工晶体(含推注器) 非球面-单焦点-散光(非预装) | 无锡蕾明视康科技 有限公司 | 1850 | 人工晶体(含推注器) 双焦点-非散光(非预装) | 天津高视晶品医疗技 术有限公司 | 2563 |
| 人工晶体(含推注器) 非球面-单焦点-散光(非预装) | 华润广东医药 有限公司 | 1885 | 人工晶体(含推注器) 双焦点-散光(非预装) | 爱尔康(中国)眼科产 品有限公司 | 2298 |
| 人工晶体(含推注器) 非球面-单焦点-散光(非预装) | 爱博诺德(北京)医疗 科技股份有限公司 | 1886 | 人工晶体(含推注器) 双焦点-散光(非预装) | 华润广东医药 有限公司 | 3082 |
| 人工晶体(含推注器) 非球面-单焦点-散光(非预装) | 上药控股有限公司 | 1897 | 人工晶体(含推注器) 双焦点-散光(非预装) | 上药控股有限公司 | 3091 |
| 人工晶体(含推注器) 双焦点-非散光(非预装) | 爱尔康(中国)眼科产 品有限公司 | 1796 | 人工晶体(含推注器) 双焦点-散光(非预装) | 天津高视晶品医疗技 术有限公司 | 3103 |
| 人工晶体(含推注器) 三焦点-非散光(预装) | 上药控股有限公司 | 14537 | 人工晶体(含推注器) 三焦点-非散光(非预装) | 爱尔康(中国)眼科产 品有限公司 | 8996 |
| 人工晶体(含推注器) 三焦点-散光(非预装) | 爱尔康(中国)眼科产 品有限公司 | 12996 | 人工晶体(含推注器) 景深延长-非散光(非预装) | 华润广东医药 有限公司 | 6990 |
| 人工晶体(含推注器) 三焦点-散光(非预装) | 上药控股有限公司 | 18188 | 人工晶体(含推注器) 景深延长-散光(非预装) | 爱尔康(中国)眼科产 品有限公司 | 6836 |
| 人工晶体(含推注器) 景深延长-非散光(非预装) | 爱尔康(中国)眼科产 品有限公司 | 3596 | 人工晶体(含推注器) 景深延长-散光(非预装) | 华润广东医药 有限公司 | 9090 |

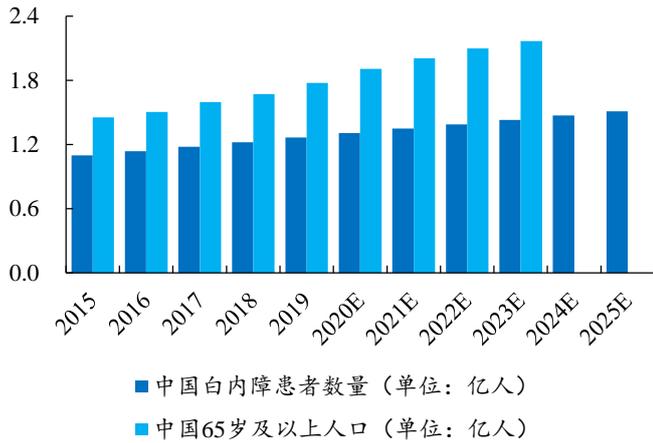
资料来源：国家组织医用耗材联合采购平台、开源证券研究所

中国白内障患者人数庞大。随着人口老龄化程度的加深，白内障在中国的患者数量呈现持续上升态势。据灼识咨询数据，2019年中国白内障患者人数约有1.26亿人，预计2025年患者数将超过1.5亿人。

中国白内障手术市场规模保持快速增长。根据灼识咨询数据，2019年中国白内障手术市场体量约195亿元，随着老龄化程度的加深、人民生活水平的提升，中国白内障手术市场规模在2025年预计达到339亿元。

图21：随着老龄化加剧，预计中国白内障患者持续增多

图22：预计中国白内障手术市场规模快速扩张

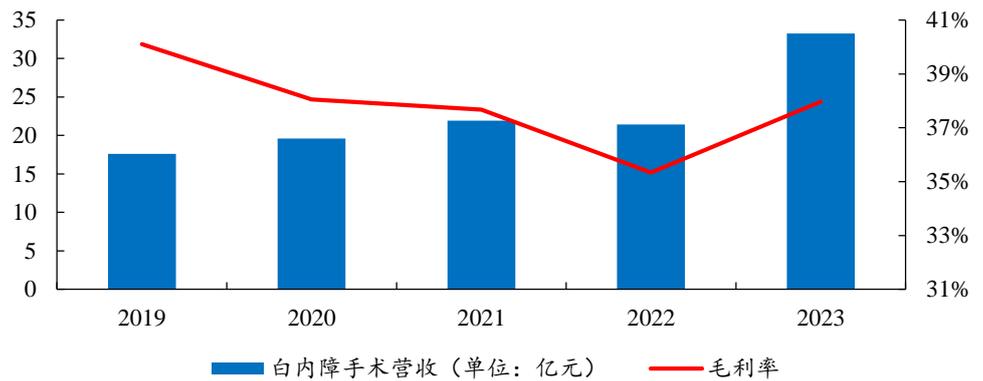


数据来源: 华夏眼科招股说明书、国家统计局、灼识咨询、开源证券研究所 注: 中国65岁及以上人口数据均为实际数

数据来源: 华夏眼科招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

2023 年公司白内障手术营收达 33.27 亿元, 同比增长超 50%, 毛利率回升至 37.97%。2024 上半年, 公司白内障手术营收达 17.35 亿元, 毛利率为 37.5%。

图23: 2023 年公司白内障手术业务营收突破 30 亿元, 毛利率回升



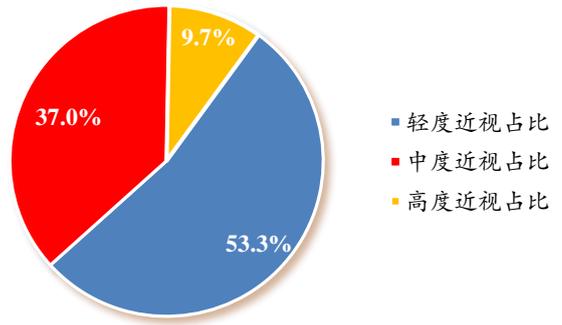
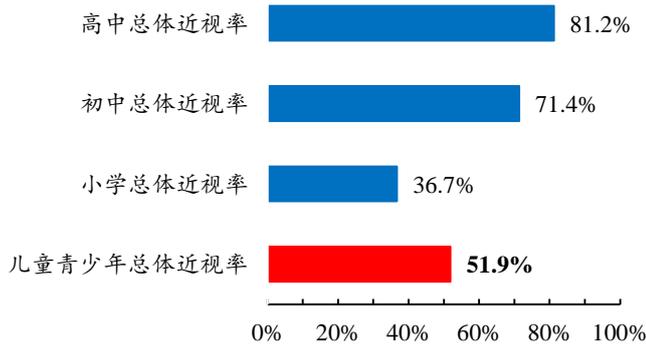
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、儿童青少年近视率高, 市场空间较大

我国儿童青少年近视问题突出。据国家疾控局监测数据, 2022 年我国儿童青少年总体近视率为 51.9%, 其中, 初中生与高中生的总体近视率分别高达 71.4% 与 81.2%。近视学生中, 中高度近视合计占比 46.7%。

图24: 儿童青少年近视率达 51.9% (2022 年)

图25: 中高度近视学生占比近半 (2022 年)



数据来源：国家疾控局监测数据、开源证券研究所

数据来源：国家疾控局监测数据、开源证券研究所

儿童青少年是近视发生的关键时期，也是近视预防和干预的关键阶段。视光矫正是目前普遍、安全、经济的近视矫正手段，也是青少年屈光不正患者主要的视力矫正方式。其根据光学原理，通过镜片或非永久改变（如角膜接触镜）眼屈光折光力，达到清晰成像在视网膜上的目的。当前主要的视光矫正方式包括低浓度阿托品、OK 镜、离焦镜等。

表6：三大主流视光矫正方法为患者提供适宜的近视防控方案

| 控制方法 | 技术原理 | 使用方法 | 优劣势 | 费用 |
|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| 低浓度阿托品 | 阿托品为竞争性毒蕈碱型受体（M-受体）阻断剂。亚洲人群的系列随机对照临床实验提示阿托品滴眼液具有显著延缓近视进展作用，且存在浓度依赖效应，0.01%阿托品滴眼液具有良好的延缓近视进展效果，且和高浓度阿托品滴眼液相比具有最小不良反应以及停药后最小反弹效应，其他类似研究也指出 0.01%阿托品滴眼液的近视防控效果可达 27%~83%，具有较小的不良反应和停药后反弹效应，同时对近视控制具有累积效应 | 每晚睡前，双眼各滴一次，每次一滴，建议治疗至少持续两年。对于儿童青少年快速进展期近视，0.01%阿托品滴眼液可联合角膜塑形镜（OK 镜）使用 | 优点： 临床唯一证实能有效缓解近视进展的药物，睡前滴一次，使用方便，可联合使用 缺点： 部分儿童使用早晨出现畏光，单纯使用控制效果不强 | 约 300 元/月 |
| OK 镜 | 角膜塑形镜即 OK 镜，是一种矫正近视的硬性隐形眼镜，适用于 8 岁以上，近视度数在 -0.75D~-6.00 度之间。OK 镜因其逆几何设计，使得镜片与角膜之间的泪液分布不均，产生的流体力学效应改变角膜的几何形态，使得角膜中央光学区变平坦、中周部变陡，变陡峭的中周部使得光线聚焦在视网膜前面产生近视性离焦，达到延缓眼轴增长和近视度数加深的作用，因此佩戴角膜塑形镜是目前青少年视力矫正的最优选择 | OK 镜属于 III 类医疗器械，必须在正规医疗机构由眼科医生验配。睡前佩戴，晨起摘镜，保证佩戴时间 8 小时左右 | 优点： 临床应用时间久，安全性高，目前认为 OK 镜控制近视效果最好 缺点： 低龄或者高度近视及散光严重者佩戴难度大，摘戴及卫生条件要求较高，护理不规范易引起结膜充血、角膜炎等症状 | 约 10000 元/年 |
| 离焦镜 | 近视离焦眼镜采用周边离焦原理，让眼睛的中央视野（眼睛直接看到的区域）获得清晰的视觉，镜片周边区正微透镜或者渐进离焦设计，使得周边光线也可以聚焦在视网膜前。将不同方位的离焦量拉回到舒适区，形成近视性周边离焦，从而延缓近视发展 | 全天配戴（除睡眠、洗浴时间外），保持周边离焦效应时间越长，对眼轴生长的控制越好 | 优点： 特殊设计的框架眼镜佩戴方便，不良反应较少 缺点： 需保证日间佩戴时间与佩戴规范 | 约 4000/副 |

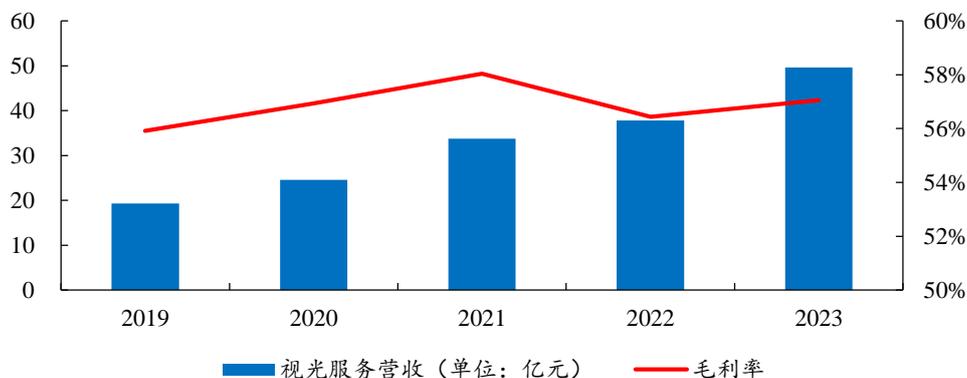
资料来源：北京华夏民众眼科医院公众号、浙大儿院科普公众号、开源证券研究所

视光市场包含传统验光和医学视光两大类。传统验光主要是通过电脑验光得到屈光参考度数，然后插片试戴，根据屈光度数、散光度数、轴位等数据确定配镜的处方。与之相对的，医学视光特指在医院等机构进行的，有专业医师指导下的验光、视光配镜等活动。据灼识咨询数据，2019年中国医学视光市场规模达228亿元，随着消费者对于专业验光以及配镜服务的需求进一步提升，预计市场体量将持续增长，预计2025年突破500亿元。

图26：预计中国医学视光市场规模持续扩大


数据来源：华夏眼科招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

公司视光服务业绩快速增长。近些年，公司视光服务业务营收快速增长，从2019年的19.3亿元增长至2023年的近49.6亿元，是公司业绩的第二大营收来源。毛利率维持在57%左右。2024上半年，公司视光服务营收达23.71亿元，毛利率为55.95%。

图27：近些年公司视光服务业务持续发展，2023年营收近50亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、眼前段与眼后段结构疾病市场规模稳定增长

眼前段手术指涉及眼球前段结构，如角膜、虹膜、睫状体、晶状体等疾病所施行的手术，通常包括青光眼、角膜病、眼整形、斜视等的治疗。眼后段手术指涉及眼球后段结构如玻璃体、视网膜等等部位疾病所进行的手术，通常包括眼底病、玻璃体切除和单纯视网膜脱离手术等。

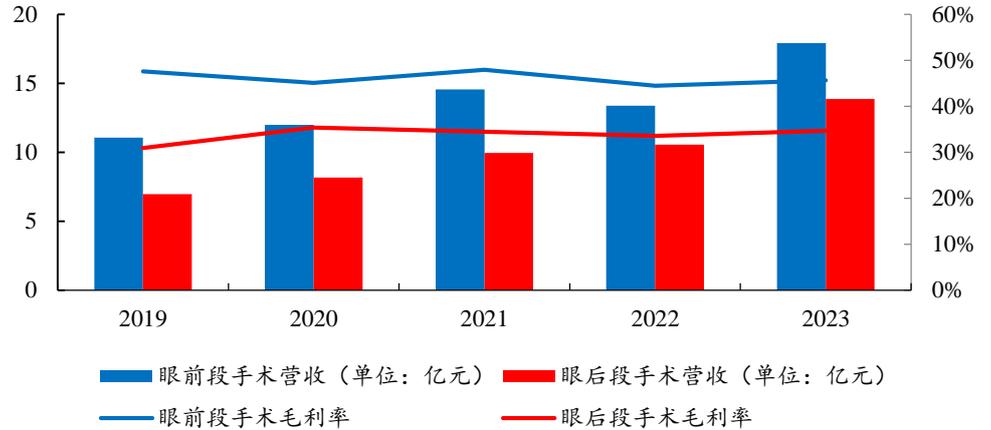
表7：眼前段与眼后段手术助力多种常见眼科疾病的治疗

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

| 病症名称 | | 病症简介 |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 眼前段手术适用的主要疾病 | 干眼症 | 指各种原因引起的泪液质量异常或者动力学异常,从而导致眼部出现干涩的症状,也有可能出现眼部的异物感、烧灼感、畏光、视物模糊或者视疲劳 |
| | 青光眼 | 以眼压升高为主要因素,从而导致特征性视神经萎缩和视野缺损的疾病。眼压是眼球内容物作用眼球内壁的压力,当眼压升高,引起视神经供血不足,改变了视神经节细胞的视网膜内环境,使视神经节细胞凋亡及轴突变性,造成视功能进行性丧失,严重者可失明 |
| | 角膜病 | 角膜病原因复杂,常见原因是外伤或感染,这些损伤因素导致角膜产生病变,可以引起多种角膜病,常见的的是角膜炎、角膜变性和营养不良、角膜并发症、角膜先天异常、角膜肿瘤等。透明角膜混浊是角膜病的基本病理改变,也是患者视功能障碍的主要原因 |
| | 斜视 | 指两只眼睛不能同时注视目标,是一种眼外肌的疾病,该疾病在日常生活中较为常见。斜视一般分为内斜视,外斜视和上下斜视。一般情况下,斜视的发生与遗传或者是日常生活中的用眼习惯有关 |
| 眼后段手术适用的主要疾病(眼底病) | 孔源性视网膜脱离 | 因玻璃体腔内液体经由视网膜产生的裂孔进入视网膜下引起。症状早期表现为眼前黑影飘动、视力轻度下降,随视网膜脱离范围增大症状逐步加重,眼前遮挡感越来越明显,如果及黄斑区视力会急剧下降,并伴有色觉异常或视物变形 |
| | 黄斑前膜 | 由于细胞增生在黄斑区内界膜表面形成的一层无血管结构的纤维组织;可呈现轻重程度不一的事物变形、视力下降,必要时需手术治疗 |
| | 黄斑裂孔 | 指黄斑中心凹发生的全层视网膜缺损,典型的症状包括眼前中央有一小的视野缺损区,伴随着中央视力下降和色觉异常 |
| | 糖尿病性视网膜病变 | 人体内血糖值长期高于正常引起的一种眼底疾病,是糖尿病患者常见的眼部并发症之一,严重可致盲 |
| | 年龄相关性黄斑变性 | 随年龄增长患病率增高,是黄斑结构的衰老性改变,是老年人致盲的主要疾病之一。根据临床表现不同分为干性和湿性,干性黄斑变性临床表现为黄斑区呈现脱色素和地图状萎缩,患者视力经常下降到0.1-0.3;湿性临床表现为黄斑区有大量出血和渗出,患者主诉表现为视力突然骤降、眼前有混乱黑影 |
| | 视网膜静脉阻塞 | 多种原因引起的视网膜静脉血流受阻的眼底改变,分为视网膜中央静脉阻塞、分支静脉阻塞。症状主要有不同程度的视力下降,眼前黑影飘动,视物发暗,变形,眼前黑点,具有闪光感等 |
| | 高度近视眼底病变 | 高度近视可出现的一系列眼底病理性改变,包括视网膜脱离、视物变形、中央黑点、玻璃体混浊等,是一种严重威胁视功能的眼病 |
| | 黄斑下出血 | 来源于视网膜或脉络膜的血液在黄斑区视网膜神经上皮和色素上皮层之间的积聚,也可同时出现在视网膜色素上皮下。该病可导致严重的视力下降 |
| | 飞蚊症 | 一般是由玻璃体变性引起的,是一种自然老化现象,胶原纤维凝固、透明质酸钠水解,水分析出,从而形成了在眼前的黑影跳动,就像飞蚊一样 |
| 中心性浆液性脉络膜视网膜病变 | 多见于健康状况良好的青壮年男性(25~50岁),单眼或双眼发病,通常表现为限制性疾病,但可复发。临床表现为单眼视力轻度下降、视物变暗或色调发黄、变形或小视,并有中央相对暗区 | |

资料来源:武汉爱尔眼科官网、有来医生、开源证券研究所

公司眼前段和眼后段手术营收稳定增长。公司眼前段手术营收从2019年的11.07亿元增长至2023年的17.91亿元,眼后段手术从2019年的6.96亿元逐年增长至2023年13.86亿元。2023年两项业务合计营收突破30亿元,2024上半年突破16亿元。

图28：2023 年公司眼前段手术和眼后段手术合计营收突破 30 亿元


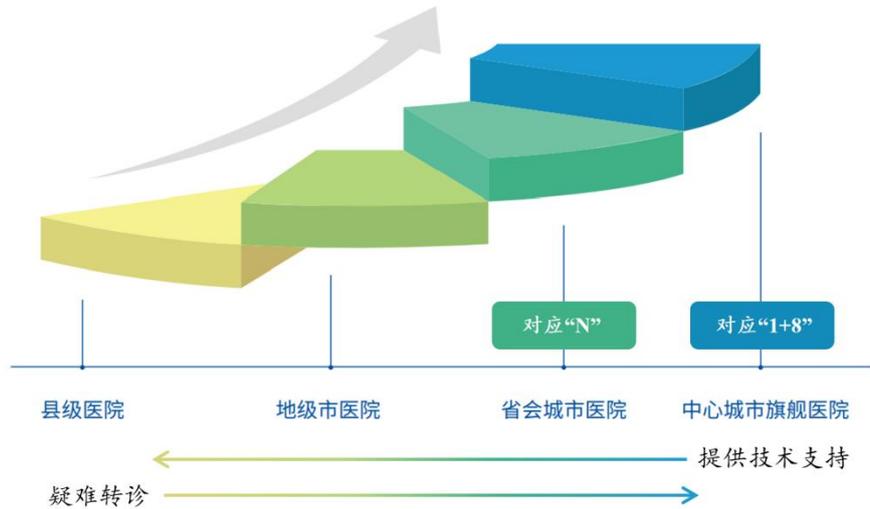
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、稳步实施“1+8+N”战略布局，完善分级连锁网络体系

为解决需求和供给配置不对称造成的“看病难”局面，公司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，上级医院可以为下级医院提供医疗技术支持，下级医院可以为上级医院转诊疑难眼病患者，将眼科诊疗服务覆盖中国广大城乡县域，为更多的患者提供高质量、可及的眼健康服务。

2022 年，立足公司 20 周年新起点，在分级连锁模式基础上，公司提出着力构建“1+8+N”的眼科医疗服务网络，打造 1 家世界级眼科医学中心（长沙爱尔眼科）、8 家国家及区域眼科医学中心（北上广深、成都、重庆、武汉、沈阳）、N 家省域一流和地区领先的眼科医院。

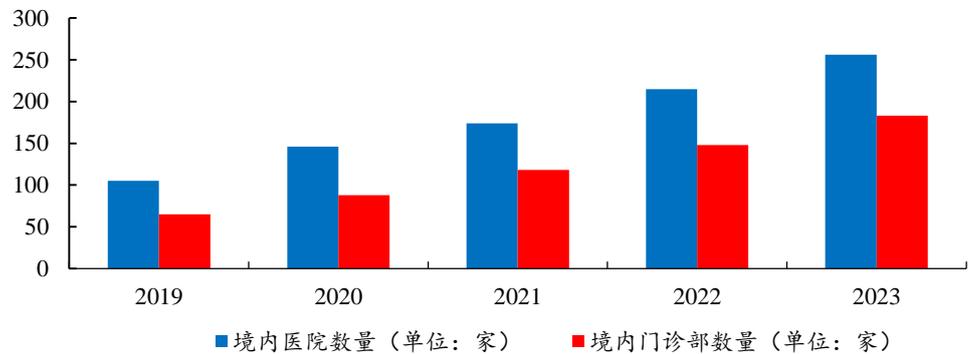
图29：“1+8+N”战略的推进将深化公司的分级连锁模式、赋能上级医院



资料来源：公司公告、开源证券研究所

充分发挥分级连锁优势，公司医院、门诊部持续扩张。公司持续推进中心城市和重点省会城市的区域性眼科中心建设，通过收购进一步完善各省区内地、县市的医疗网络，加大眼科门诊部（诊所）网络布局。公司于境内的医院数量从2019年的105家迅速增长至2023年的256家，门诊部从2019年的65家增长至2023年183家。

图30：公司医疗网络持续完善，境内医院数量与门诊部数量快速增长

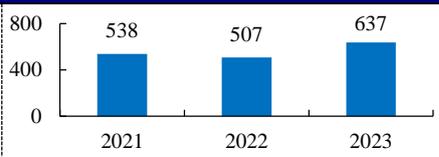
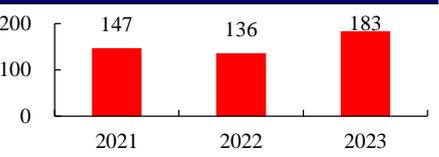
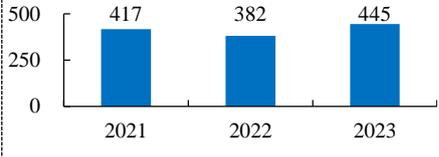
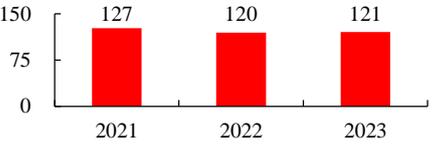
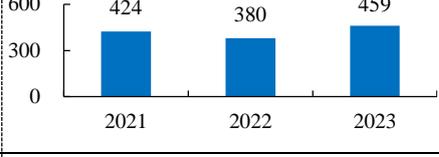
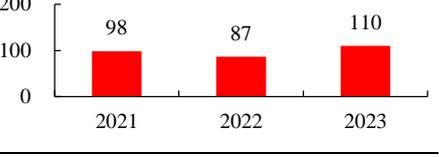
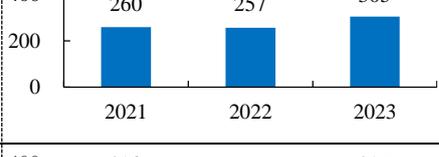
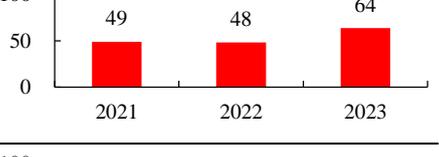
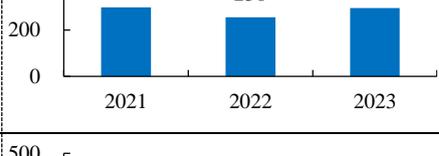
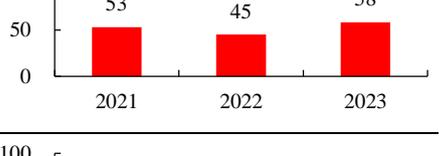
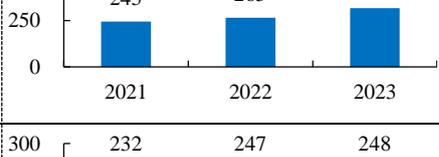
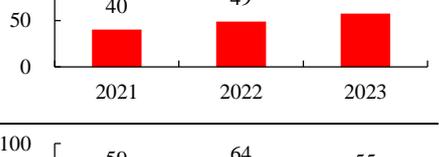
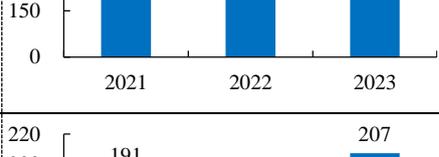
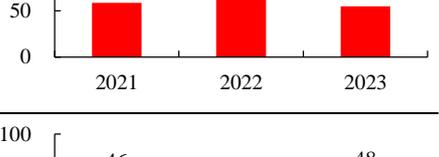
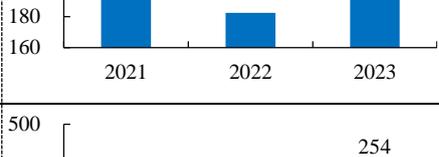
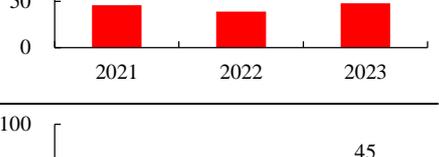
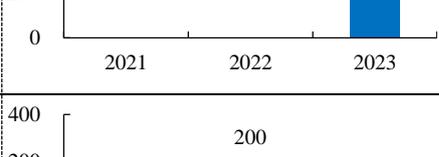
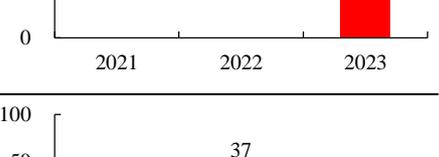
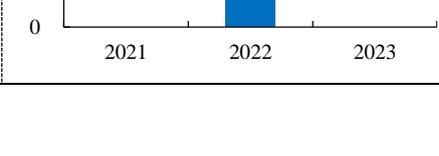
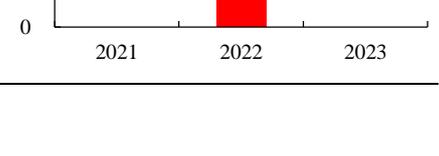


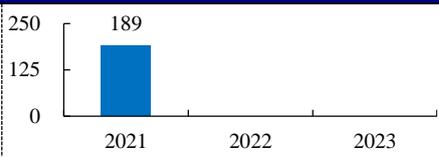
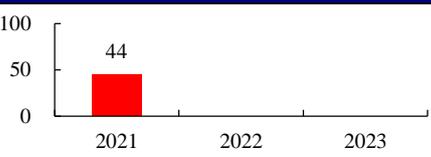
数据来源：公司公告、开源证券研究所 注：不含并购基金旗下的医院和门诊部数量

中心城市旗舰医院均实现稳健增长。2021年至2023年，长沙、武汉、成都、辽宁、重庆、广州、东莞、深圳的爱尔眼科医院均保持业绩前十。2023年，业绩前十的爱尔眼科医院的营收均超2亿元，长沙、武汉、成都、辽宁四地旗舰医院的净利润超1亿元。

表8：公司业绩排名前十的医院中，中心城市旗舰医院占据绝大部分席位

| 公司名称 | 公司类型 | 注册资本 | 营收 (单位: 百万元) | | | 净利润 (单位: 百万元) | | |
|----------|------|------|--------------|------|------|---------------|------|------|
| 长沙爱尔眼科医院 | 分公司 | - | 458 | 467 | 552 | 177 | 136 | 139 |
| | | | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |

| 公司名称 | 公司类型 | 注册资本 | 营收 (单位: 百万元) | 净利润 (单位: 百万元) |
|----------------|------|---------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 武汉爱尔眼科医院有限公司 | 子公司 | 1800 万元 |  |  |
| 成都爱尔眼科医院有限公司 | 子公司 | 4000 万元 |  |  |
| 辽宁爱尔眼科医院有限公司 | 子公司 | 6 亿元 |  |  |
| 重庆爱尔眼科医院有限公司 | 子公司 | 8425 万元 |  |  |
| 深圳爱尔眼科医院 | 子公司 | 4500 万元 |  |  |
| 广州爱尔眼科医院有限公司 | 子公司 | 5130 万元 |  |  |
| 东莞爱尔眼科医院有限公司 | 子公司 | 2900 万元 |  |  |
| 衡阳爱尔眼科医院有限公司 | 子公司 | 600 万元 |  |  |
| 南宁爱尔眼科医院有限公司 | 子公司 | 4500 万元 |  |  |
| 滨州沪滨爱尔眼科医院有限公司 | 子公司 | 2500 万元 |  |  |

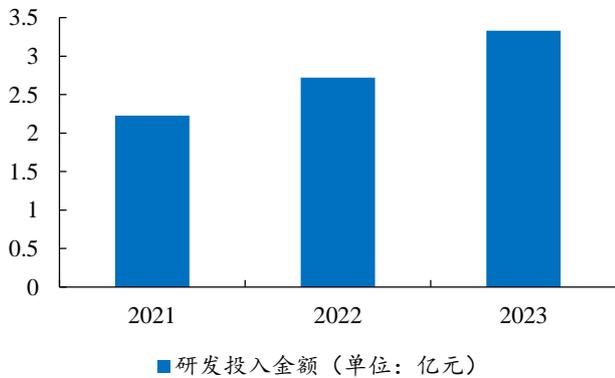
| 公司名称 | 公司类型 | 注册资本 | 营收 (单位: 百万元) | 净利润 (单位: 百万元) |
|--------------|------|---------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 贵阳爱尔眼科医院有限公司 | 子公司 | 3350 万元 |  |  |

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

4、推进科研创新平台建设，加速成果转化应用

公司高度重视科研投入。公司研发投入从 2021 年的 2.23 亿元快速增长至 2023 年的 3.33 亿元。2023 年，公司有近千位研发人员，其中近半数持有硕/博学历。

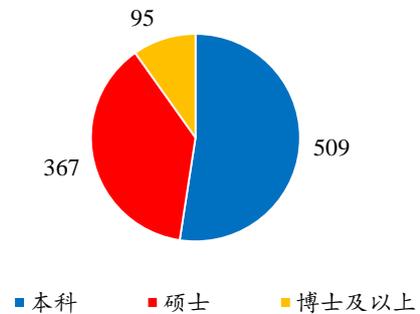
图31: 公司持续加大研发投入



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图32: 公司近半数研发人员持硕/博学历

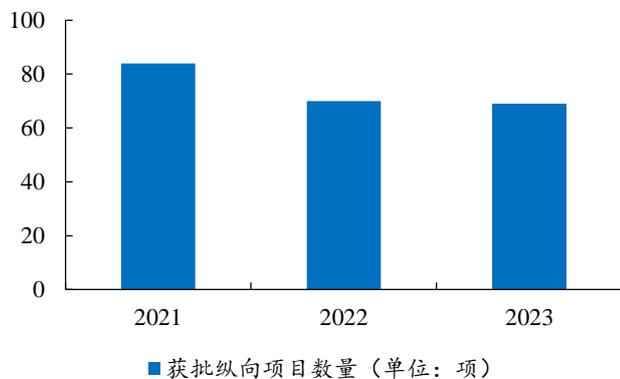
2023年公司研发人员学历情况 (单位: 人)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

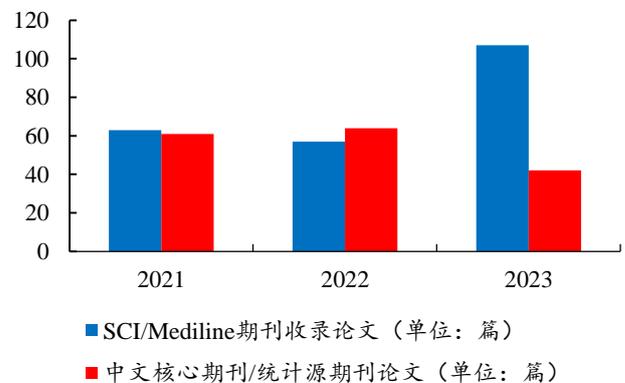
公司近年科研成果丰硕。2023 年公司共获批纵向项目 69 项，其中国家级项目 2 项、省级项目 53 项、市区级项目 14 项；2023 年公司专家发表 SCI/Medline 期刊收录论文 107 篇，中文核心期刊/统计源期刊论文 42 篇。截至 2023 年 6 月，公司已有 579 项授权专利、近百本学术著作。

图33: 公司纵向项目获批数维持高位



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图34: 公司在“质”和“量”上保持论文产出



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图35：公司科研创新成绩斐然（截至 2023 年 6 月）


资料来源：公司官网

公司积极深化全球学术交流。2023 年至今，公司主办一系列国际论坛和学术会议，议题覆盖屈光手术、白内障、疑难眼眶病、视网膜等各种眼科病症和治疗服务。此外，公司专家积极参加如美国视觉及科学学会年会、美国屈光及白内障外科医师协会年会、亚太眼科学会年会、亚太白内障与屈光外科医师协会会议等重要的国际眼科学术会议。

表9：公司积极举办和参与一系列重要国际眼科学术活动

| 2023 年至今公司主办/承办的重要论坛及会议 | |
|-----------------------------|----------------------------------------------------|
| 第四届屈光性白内障手术国际论坛（IRCS） | 第二届疑难眼眶病学术论坛 |
| 第十届国际视网膜高峰论坛（IRS• 2023） | 第三届爱尔眼科 EVO ICL 国际论坛 |
| 爱尔眼科首届青光眼国际高峰论坛 | 第二届角膜及眼表疾病国际论坛（2024• ICC） |
| 2024 第四届屈光手术国际论坛（IRSS 2024） | 第三届疑难眼眶病学术论坛&第三届全国甲状腺相关眼病专家论坛暨第三十八届全国眼眶病眼影像继续教育学习班 |
| 2023 年公司专家参与的重要国际眼科学术会议 | |
| 美国视觉及科学学会年会（ARVO） | 美国屈光及白内障外科医师协会年会（ASCRS） |
| 亚太眼科学会年会（APAO） | 亚太白内障与屈光外科医师协会会议（APACRS） |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图36：2023 年公司集团积极参与多场国内外学术会议


资料来源：公司公告

公司多个研发项目取得积极进展，协同助力医疗服务水平提升。据公司 2023 年

报披露，公司多个研发项目按照研究进展已达到结题标准，多个项目旨在利用数字化提质增效。

表10：持续推进研发项目，赋能未来业务发展

| 项目名称 | 项目进展 | 预计对公司未来发展的影响 |
|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 基于人工智能技术辅助的国人高度近视相关人工晶状体测算公式的研究 | 按照研究进展达到结题标准 | 建立并形成公司具有独立知识产权的适用于国人长眼轴高度近视白内障人工晶状体屈光度测算的新型在线计算公式，并获得推广应用 |
| 治疗干性年龄相关性黄斑变性创新药物的实验研究 | 按照研究进展达到结题标准 | 筛选小化合物分子药物 |
| 基质金属蛋白酶在预测视网膜静脉阻塞黄斑水肿疗效及调整治疗方案的作用 | 按照研究进展达到结题标准 | 建立并形成我公司具有独立知识产权的RVO-ME临床精准治疗，并获得推广应用 |
| 眼用光生物调节治疗仪的研制及临床验证研究 | 按照研究进展达到结题标准 | 为眼底病患者提供一种安全、无创、有效、廉价的视觉康复手段，其在临床推广应用可为公司带来更多的患者及经济效益 |
| 儿童青少年近视眼防控及诊疗关键技术研究 | 按照研究进展达到结题标准 | 形成民营企业产学研一体化的科技创新示范，打通上游产品研发和下游生产应用的全创新产业链环节，打造视光产品产业链，形成民营企业一体化科技创新示范 |
| 面向远程眼科手术的视听感知交互技术研发及应用 | 按照研究进展达到结题标准 | 利用集团庞大的临床资料和中南大学爱尔眼科学院丰富的教学培训经验，有利于完成一系列行之有效、针对性强、能演练多种复杂病例的特定手术场景的远程眼科手术应用方案，推动眼科手术标准化的建设和相关产业的发展。以此为公司率先培养优秀眼科手术医生，提高眼科手术技术 |
| 真菌性角膜炎智能辅助诊断算法研发及应用 | 构建了大规模细粒度的真菌性角膜炎影像数据集，总计近10万张标注图像，并包括约2万张包括镰刀菌、曲霉菌、链格孢霉菌、酵母菌在内的多菌属标注影像。研究了二阶段真菌性角膜炎诊断算法，二分类诊断准确率达到96.65%，在菌种细分类准确率为60.37%。开发了真菌性角膜炎智能辅助诊断系统，单张影像诊断时间小于1秒，1000张影像诊断时间为10秒；投稿论文1篇，申请专利1项 | 研究开发的真菌性角膜炎诊断系统可辅助医生进行诊断与排查，对提高真菌性角膜炎诊断效率与准确率，减轻医生的工作量十分必要，将大大提高爱尔眼科医院真菌性角膜炎的诊断效率 |
| 面向数字眼科的联邦协同平台系统 | ①学术论文：创新提出任务驱动的触觉信息化表征方法、重点突破拟真的撕囊感知交互模型，形成2篇会议文章已接收；②感知交互模型：重点突破撕囊交互；完成超乳操作仿真交互；③构建基于视听触多模态协同感知数据集：形成近4000数据序列，包含真实猪眼操作及虚拟环境撕囊操作；④融合感知交互平台：集成物理引擎仿真；实现多交互模型系统集成；⑤专利：共7项。1项外观专利已授权；2篇发明专利审查中；4项实用新型专利，其中2项授权，2项审查中；⑥软件著作权：1项取得证书；⑦触控力反馈设备改 | 本项目拟建设的联邦协同平台，在保护数据隐私的情况下，将计算专家知识与医学专家知识共同引入到平台的建设上，打通计算与医学的壁垒构建可用的智能“大模型”，服务于眼疾病的诊断、治疗等，利用优质模型赋能资源匮乏区域的眼科诊疗机构，助力国家智能眼健康的发展 |

| 项目名称 | 项目进展 | 预计对公司未来发展的影响 |
|--------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| | 造：完成 3 种夹持方案，实现镊合操作还原。 | |
| 基于多模态信息的老 年黄斑变性 AMD 高精 度辅助诊断研究 | 构建了多模态 AMD 数据集，开发了多阶段的交互式标注工具，完成了对 AMD 数据集的标注工作。针对 AMD 干湿性分类提出了双分支注意力网络方法，针对 AMD 湿性有无纤维化任务提出了融合 OCT 和广角图像的跨模态交互学习方法，针对 AMD 湿性亚型分类提出了基于迁移学习的两阶段分类方法，在爱尔眼科数据集上，验证了以上方法的有效性。录用生物医学图像会议论文 1 篇，申请国家发明专利 1 项，申请软件著作权 1 项 | AMD 计算机辅助诊断技术可以缓解专业医师匮乏，降低 AMD 误诊率，使患者得到及时诊治，降低黄斑变性导致的致盲率或视功能受损等方面有着重要的临床意义和研究价值 |
| 基于零信任的眼健康 大数据平台安全防护 技术研究 | 重点开展了体系结构设计、关键技术突破以及系统研发等 3 方面的工作，包括面向眼健康大数据平台的零信任安全防护架构、多平台异构服务发现与微隔离可视化编排以及大数据平台安全持续诊断与缓解。完成了眼健康大数据平台多业务微隔离系统的研制，并将相关软件系统部署在集团数据中心开展集中测试，能够纳管 Linux 系统、Docker 等、云原生平台等基础设施。申请国家发明专利一项，发表相关论文一篇 | 项目完成后，将会在爱尔眼科眼健康大数据平台中构建独立的安全切面，支持安全防护策略的可视化、精细化管理。此项应用会大幅提升爱尔眼科医院集团 IT 信息化的安全管理能力，将成为医疗领域中系统安全与数据安全的高效应用实践之一 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

公司连锁扩张持续发力，三大核心眼科业务具备坚实的市场需求作为增长基础，公司有望未来持续实现业绩的攀升。我们预计各板块业务增长情况如下：

(1) 屈光手术业务的业绩贡献稳中有进，随着屈光不正患者群体的进一步扩大以及中国屈光不正手术治疗的普及，公司业绩预计保持稳健增长，2024-2026 年屈光手术收入增速为 10.00%、10.50%、11.00%；毛利率基本保持稳定，2024-2026 年屈光手术毛利率为 57.20%、57.30%、57.30%。

(2) 白内障手术业务有望随着老龄化的加剧进一步增长，同时，我国白内障 CSR 水平相比其他全球主要经济体而言仍较低，预计我国白内障手术治疗的普及度将进一步提升，预计 2024-2026 年收入增速为 10.00%、11.00%、11.00%；毛利率持续提升保持高位，2024-2026 年白内障手术业务毛利率为 37.50%、37.60%、37.60%。

(3) 视光服务业务未来有望保持稳健增势，随着消费者对医学视光的专业化需求的进一步释放，视光服务营收预计进一步提升，预计 2024-2026 年收入增速为 10.00%、9.90%、9.80%；毛利率保持稳定，2024-2026 年视光服务业务毛利率为 56.50%、56.40%、56.30%。

(4) 眼前段手术业务有望未来随着青光眼、干眼症等的市场需求的上升而保持一定增势，预计 2024-2026 年收入增速为 10.00%、10.00%、10.00%；毛利率保持稳定，2024-2026 年毛利率为 41.00%、42.00%、43.00%。

(5) 眼后段手术业务有望随着眼底病等市场规模的进一步扩张而增长，预计

2024-2026 年收入增速为 10.00%、10.00%、10.00%；毛利率保持稳定，2024-2026 年毛利率为 31.00%、32.00%、33.00%。

(6)其他业务和项目保持相对稳定,预计 2024-2026 年收入增速为 1.00%、1.00%、1.00%；毛利率保持稳定,2024-2026 年其他业务毛利率为 45.00%、45.00%、45.00%。

表11：2024-2026 年爱尔眼科各版块营收预计稳健增长（单位：百万元）

| 子版块 | 财务表现 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|----------|---------|---------|---------|----------|
| 屈光手术 | 营收 | 7431.31 | 8174.44 | 9032.76 | 10026.36 |
| | 同比增速 (%) | 17.27 | 10.00 | 10.50 | 11.00 |
| | 成本 | 3165.99 | 3498.66 | 3856.99 | 4281.26 |
| | 毛利率 (%) | 57.40 | 57.20 | 57.30 | 57.30 |
| 白内障手术 | 营收 | 3326.97 | 3659.67 | 4062.23 | 4509.08 |
| | 同比增速 (%) | 55.24 | 10.00 | 11.00 | 11.00 |
| | 成本 | 2063.67 | 2287.29 | 2534.83 | 2813.66 |
| | 毛利率 (%) | 37.97 | 37.50 | 37.60 | 37.60 |
| 视光服务 | 营收 | 4959.86 | 5455.85 | 5995.97 | 6583.58 |
| | 同比增速 (%) | 31.25 | 10.00 | 9.90 | 9.80 |
| | 成本 | 2130.27 | 2373.29 | 2614.24 | 2877.02 |
| | 毛利率 (%) | 57.05 | 56.50 | 56.40 | 56.30 |
| 眼前段手术 | 营收 | 1791.38 | 1970.52 | 2167.57 | 2384.33 |
| | 同比增速 (%) | 33.74 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| | 成本 | 973.11 | 1162.61 | 1257.19 | 1359.07 |
| | 毛利率 (%) | 45.68 | 41.00 | 42.00 | 43.00 |
| 眼后段手术 | 营收 | 1385.58 | 1524.14 | 1676.55 | 1844.21 |
| | 同比增速 (%) | 31.31 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| | 成本 | 905.15 | 1051.66 | 1140.06 | 1235.62 |
| | 毛利率 (%) | 34.67 | 31.00 | 32.00 | 33.00 |
| 其他 | 营收 | 1472.06 | 1486.78 | 1501.65 | 1516.66 |
| | 同比增速 (%) | 1.12 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| | 成本 | 783.79 | 817.73 | 825.91 | 834.17 |
| | 毛利率 (%) | 46.76 | 45.00 | 45.00 | 45.00 |

数据来源：公司公告、开源证券研究所 注：2024-2026 年关键假设数据来自开源证券研究所

5.2、盈利预测与估值

历经 20 多年发展,公司构建了广泛的医疗服务网络。依托庞大的眼科消费市场,公司将充分发挥行业龙头的品牌效应、规模效应,推动进一步的版图扩张和业绩增长。

我们看好公司的长期发展,预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 38.08/42.56/49.16 亿元,当前股价对应 PE 分别为 35.0/31.3/27.1 倍。我们选取与公司业务模式相近的华夏眼科、普瑞眼科作比较。与可比公司的平均估值相比,爱尔眼科估值略高;考虑公司作为全球领先的眼科医疗机构,其拥有广泛的知名度和良好的口碑,在海内外市场的持续扩张将进一步提升公司市场份额和竞争力。公司品牌

认知度的持续提升,有望进一步提高公司盈利能力,因此估值溢价具备一定合理性,首次覆盖,给予“买入”评级。

表12: 与可比公司平均估值相比,公司估值较高,预计公司品牌扩张与广阔市场空间结合将持续创造价值

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价(元) | 归母净利润增速(%) | | | PE(倍) | | |
|-----------|--------|--------|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 301267.SZ | 华夏眼科 | 21.90 | -7.99 | 18.07 | 17.16 | 30.0 | 25.4 | 21.7 |
| 301239.SZ | 普瑞眼科 | 49.57 | -67.20 | 97.69 | 33.90 | 84.5 | 42.7 | 31.9 |
| | 可比公司平均 | | -37.59 | 57.88 | 25.53 | 57.26 | 34.09 | 26.81 |
| 300015.SZ | 爱尔眼科 | 15.01 | 13.37% | 11.77% | 15.50% | 35.0 | 31.3 | 27.1 |

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 数据截至 2024 年 11 月 21 日收盘, 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

6、风险提示

医疗风险: 就眼科手术而言, 尽管大多数手术操作是在显微镜下完成且手术切口极小, 但由于眼球的结构精细, 组织脆弱, 并且眼科手术质量的好坏将受到医师水平差异、患者个体的身体和心理差异、诊疗设备、质量控制水平等多种因素的影响, 因此眼科医疗机构不可避免地存在一定的医疗风险。

管理风险: 连锁经营有利于公司发挥资源充分共享、模式快速复制、规模迅速扩大的优势, 但随着连锁医疗服务网络不断扩大, 公司在管理方面将面临较大挑战。

授权使用品牌风险及诉讼仲裁风险: 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, 更好地满足各地眼科患者的需求。授权使用品牌医院可能因执行不到位、操作失误、理解不当等原因导致无法达到公司提出的运营标准, 严重时可能发生违法违规行、医疗事故和医疗纠纷等风险事件, 影响公司整体品牌形象。同时, 在患者或其他第三方与该等医院发生纠纷时, 存在对方将上市公司作为共同被告提起诉讼仲裁的可能, 从而导致公司面临诉讼仲裁风险。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 9657 | 10186 | 14689 | 16916 | 23571 |
| 现金 | 6004 | 6099 | 10202 | 12337 | 18301 |
| 应收票据及应收账款 | 1583 | 1899 | 2133 | 2165 | 2628 |
| 其他应收款 | 226 | 245 | 342 | 260 | 424 |
| 预付账款 | 88 | 114 | 112 | 133 | 138 |
| 存货 | 731 | 900 | 924 | 1067 | 1115 |
| 其他流动资产 | 1025 | 929 | 977 | 953 | 965 |
| 非流动资产 | 16922 | 20001 | 18475 | 18642 | 18199 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 3519 | 3864 | 3802 | 3687 | 3522 |
| 无形资产 | 814 | 828 | 866 | 907 | 960 |
| 其他非流动资产 | 12588 | 15308 | 13807 | 14048 | 13715 |
| 资产总计 | 26579 | 30187 | 33165 | 35558 | 41770 |
| 流动负债 | 5369 | 6011 | 6583 | 5385 | 7647 |
| 短期借款 | 573 | 850 | 712 | 781 | 746 |
| 应付票据及应付账款 | 1466 | 1872 | 2084 | 2099 | 2556 |
| 其他流动负债 | 3330 | 3289 | 3787 | 2505 | 4345 |
| 非流动负债 | 3595 | 4151 | 3856 | 4006 | 3932 |
| 长期借款 | 115 | 22 | 52 | 40 | 47 |
| 其他非流动负债 | 3480 | 4128 | 3804 | 3966 | 3885 |
| 负债合计 | 8963 | 10162 | 10439 | 9392 | 11579 |
| 少数股东权益 | 944 | 1169 | 1461 | 1813 | 2204 |
| 股本 | 7177 | 9328 | 9328 | 9328 | 9328 |
| 资本公积 | 3970 | 1525 | 1525 | 1525 | 1525 |
| 留存收益 | 6940 | 9581 | 12244 | 15084 | 18444 |
| 归属母公司股东权益 | 16671 | 18856 | 21264 | 24354 | 27987 |
| 负债和股东权益 | 26579 | 30187 | 33165 | 35558 | 41770 |

| 现金流量表(百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 4491 | 5872 | 6214 | 4234 | 7948 |
| 净利润 | 2689 | 3656 | 4100 | 4607 | 5307 |
| 折旧摊销 | 844 | 1006 | 955 | 1081 | 1215 |
| 财务费用 | 7 | 74 | -7 | -96 | -224 |
| 投资损失 | -44 | -47 | -45 | -46 | -46 |
| 营运资金变动 | -277 | -297 | 1000 | -1507 | 1475 |
| 其他经营现金流 | 1272 | 1480 | 210 | 195 | 220 |
| 投资活动现金流 | -3260 | -3304 | 467 | -1247 | -822 |
| 资本支出 | 1388 | 1460 | 462 | 872 | 803 |
| 长期投资 | -796 | -306 | -0 | -0 | -1 |
| 其他投资现金流 | -1076 | -1539 | 929 | -374 | -19 |
| 筹资活动现金流 | 390 | -2510 | -2578 | -852 | -1162 |
| 短期借款 | -98 | 277 | -139 | 69 | -35 |
| 长期借款 | 57 | -93 | 30 | -12 | 7 |
| 普通股增加 | 1770 | 2152 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1757 | -2446 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -3097 | -2400 | -2470 | -909 | -1134 |
| 现金净增加额 | 1643 | 93 | 4102 | 2136 | 5964 |

| 利润表(百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 16110 | 20367 | 22271 | 24437 | 26864 |
| 营业成本 | 7980 | 10022 | 11191 | 12229 | 13401 |
| 营业税金及附加 | 45 | 49 | 57 | 61 | 68 |
| 营业费用 | 1556 | 1966 | 2116 | 2321 | 2552 |
| 管理费用 | 2293 | 2669 | 2895 | 3128 | 3385 |
| 研发费用 | 272 | 333 | 345 | 354 | 376 |
| 财务费用 | 7 | 74 | -7 | -96 | -224 |
| 资产减值损失 | -95 | -384 | -276 | -381 | -376 |
| 其他收益 | 57 | 221 | 139 | 180 | 159 |
| 公允价值变动收益 | -357 | -79 | -79 | -79 | -79 |
| 投资净收益 | 44 | 47 | 45 | 46 | 46 |
| 资产处置收益 | -1 | 1 | -0 | 0 | -0 |
| 营业利润 | 3534 | 4948 | 5393 | 6078 | 6920 |
| 营业外收入 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 营业外支出 | 212 | 409 | 310 | 360 | 335 |
| 利润总额 | 3335 | 4551 | 5094 | 5730 | 6597 |
| 所得税 | 646 | 895 | 994 | 1123 | 1290 |
| 净利润 | 2689 | 3656 | 4100 | 4607 | 5307 |
| 少数股东损益 | 165 | 297 | 292 | 351 | 392 |
| 归属母公司净利润 | 2524 | 3359 | 3808 | 4256 | 4916 |
| EBITDA | 4041 | 5427 | 5853 | 6519 | 7400 |
| EPS(元) | 0.27 | 0.36 | 0.41 | 0.46 | 0.53 |

| 主要财务比率 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 7.4 | 26.4 | 9.3 | 9.7 | 9.9 |
| 营业利润(%) | 1.2 | 40.0 | 9.0 | 12.7 | 13.9 |
| 归属于母公司净利润(%) | 8.6 | 33.1 | 13.4 | 11.8 | 15.5 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 50.5 | 50.8 | 49.8 | 50.0 | 50.1 |
| 净利率(%) | 15.7 | 16.5 | 17.1 | 17.4 | 18.3 |
| ROE(%) | 15.3 | 18.3 | 18.0 | 17.6 | 17.6 |
| ROIC(%) | 14.4 | 17.3 | 17.9 | 17.4 | 17.3 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 33.7 | 33.7 | 31.5 | 26.4 | 27.7 |
| 净负债比率(%) | -27.1 | -22.3 | -41.5 | -44.0 | -57.9 |
| 流动比率 | 1.8 | 1.7 | 2.2 | 3.1 | 3.1 |
| 速动比率 | 1.6 | 1.5 | 2.1 | 2.9 | 2.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 10.4 | 11.7 | 11.0 | 11.4 | 11.2 |
| 应付账款周转率 | 5.6 | 6.1 | 5.9 | 6.0 | 5.9 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.27 | 0.36 | 0.41 | 0.46 | 0.53 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.48 | 0.63 | 0.67 | 0.45 | 0.85 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.79 | 2.02 | 2.28 | 2.61 | 3.00 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 52.8 | 39.7 | 35.0 | 31.3 | 27.1 |
| P/B | 8.0 | 7.1 | 6.3 | 5.5 | 4.8 |
| EV/EBITDA | 31.8 | 23.8 | 21.3 | 18.8 | 15.8 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn