

周锐

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

爱尔眼科

300015

推荐

眼科连锁第一品牌，高壁垒高成长性

6-12 个月目标价：80.50 元

当前股价：53.68 元

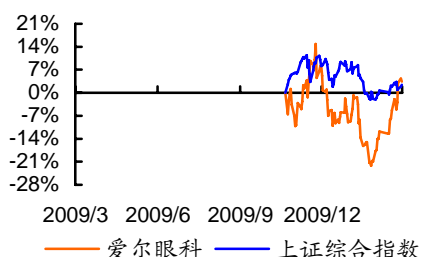
评级调整：首次

基本资料

上证综合指数	3069.14
总股本(百万)	134
流通股本(百万)	34
流通市值(亿)	18
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.96
资产负债率	33.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
爱尔眼科	25.27	-4.62	0.00
上证综合指数	4.08	-5.26	4.17



相关报告

20100224_行业研究-医药生物-公立医院改革加速推进-看好

2010107-行业研究-医药生物-行业变局，独特产品和独特盈利模式将获得超常发展

投资要点：

- **未来 3-5 年是爱尔眼科的黄金发展期。**眼科连锁具有投资规模大，进入壁垒高，规模效应明显等特点。爱尔眼科作为国内首家上市的眼科连锁医院，资金、技术实力领先，目前全国性扩张步伐加快，将快速跟竞争对手拉开差距。我们预计未来 3-5 年将是爱尔的黄金增长期，2010-2011 年将完成全国布局，2012-2013 年利润增长有望加速，之后将进入一个相对平稳的增长阶段；
- **飞秒激光应用推动公司份额扩大，盈利能力提升。**日本品川通过快速推广飞秒激光技术，4 年时间内迅速占领了日本 60% 的市场份额。爱尔眼科作为国内最早引入飞秒激光技术的企业，目前开始在大部分二级医院配备飞秒激光设备，预计该技术的推广将使公司迅速扩大市场份额，并提高准分子激光业务的盈利能力；
- **白内障业务受益于医改，增速明显加快。**中国的白内障患病率很高，但治疗率低，随着新农合、城镇居民医疗保险等报销标准的提高，和卫生部推动的“百万贫困白内障患者复明工程”等公益事业的推动，白内障的手术量高速增长，2009 年爱尔的白内障手术量预计将增长 70% 左右，是目前公司增长最快的业务；
- **从美国 TLCV 和日本品川的发展来看，爱尔具有更大的发展空间。**美国最大的眼科连锁占有美国准分子激光市场的 15%，日本品川占有日本市场份额的 60%，中国的民营眼科医院连锁的生存环境介于日美之间，而中国的潜在近视治疗市场远远大于日美，爱尔在中国目前的准分子激光份额还不足 5%，白内障手术的份额仅有 2% 左右，相对发展空间相对更加广阔；
- **盈利预测和投资评级。**爱尔目前正处于黄金发展期，有望实现超常规的增长，公立医院改革等政策也对公司发展构成有力支撑，我们预计公司 09-12 年将实现每股收益 0.69、1.05、1.61 和 2.58 元，目前 2010 年动态 PE52 倍，虽然估值较高，但考虑到公司的高成长性，给予推荐的投资评级。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	439	601	815	1154
同比(%)	39%	37%	36%	42%
归属母公司净利润(百万元)	61	92	141	215
同比(%)	57%	49%	54%	53%
毛利率(%)	55.4%	55.6%	56.3%	57.9%
ROE(%)	25.9%	7.5%	10.4%	13.7%
每股收益(元)	0.46	0.69	1.05	1.61
P/E	121.13	81.22	52.81	34.54
P/B	31.42	6.10	5.47	4.72
EV/EBITDA	96	54	36	24

资料来源：中投证券研究所

目 录

核心观点：三大动力推动公司超常规发展	3
1、国内首家上市眼科连锁，先发优势超越竞争对手；	3
2、面临飞秒激光产业升级最大机遇；	3
3、受益医保覆盖面增加，被压抑的白内障治疗需求在加速释放；	3
一、爱尔眼科经营架构和业务构成	4
1.1 爱尔主要经营架构	4
1.2 目前医院盈利情况	5
1.3 主要业务构成	5
1.4 爱尔眼科医院主要特点	6
二、眼科连锁是个高壁垒，可加速扩张的行业	7
2.1 眼科连锁医院和口腔连锁医院的对比	7
2.2 爱尔眼科全国布局加速进行	7
三、准分子激光手术——消费升级进行时	9
3.1 技术——飞秒激光将引导近视治疗行业升级	9
3.2 市场——国内潜在近视治疗人群巨大	12
四、白内障——被压抑需求正加速释放	14
4.1 白内障手术技术——日趋成熟	14
4.2 白内障手术市场——被压抑的需求巨大	14
五、其他业务构成	16
5.1 眼前段手术	16
5.2 眼后段手术	16
5.3 检查治疗	17
5.4 配镜业务	17
5.5 药物销售	18
六、从国外眼科医院发展透视国内未来格局	19
6.1 美国 TLC VISION	19
6.2 日本品川	20
6.3 中国未来发展趋势研判	21
七、盈利预测和估值	21

核心观点：三大动力推动公司超常规发展

1、国内首家上市眼科连锁，先发优势超越竞争对手；

公立医院改革为民营医院的发展提供了广阔的空间，而眼科医院和口腔医院是民营医院蓬勃发展的两个朝阳领域。相对而言，眼科连锁医院具有投资规模大，进入壁垒高，品牌影响力大等特点。作为国内首家上市的眼科连锁医院，爱尔眼科募集资金达 8.82 亿，借助二级市场融资，公司具备未来 2-3 年内迅速完成国内布点的实力，拉开与竞争对手的距离，充分分享国内眼科医疗市场的快速增长；

2、面临飞秒激光产业升级最大机遇；

技术的进步将推动一个行业的发展，并造成竞争格局的巨大变化，飞秒激光的应用已经使近视治疗进入全激光的时代，爱尔作为国内首家引入飞秒激光技术的厂家，目前正在对下属主要眼科医院推进飞秒激光的应用，目前在省市城市的爱尔眼科医院都将配备飞秒激光设备。

飞秒激光的应用将对爱尔眼科产生深远的影响：1、通过快速实现技术升级可以抢占更多的市场份额，扩大市场占有率；2、飞秒激光手术的价格是一般准分子激光手术的两倍，该项业务的扩展将极大的提升公司的盈利能力。

3、受益医保覆盖面增加，被压抑的白内障治疗需求在加速释放；

中国白内障的治疗率很低，受近年医保覆盖面大幅增加推动，被压抑的白内障治疗需求在加速增加。爱尔眼科积极参加卫生部组织的百万贫困白内障患者复明工程等公益事业，在白内障治疗领域的影响力不断增加，白内障业务目前是公司增长最快的细分领域。

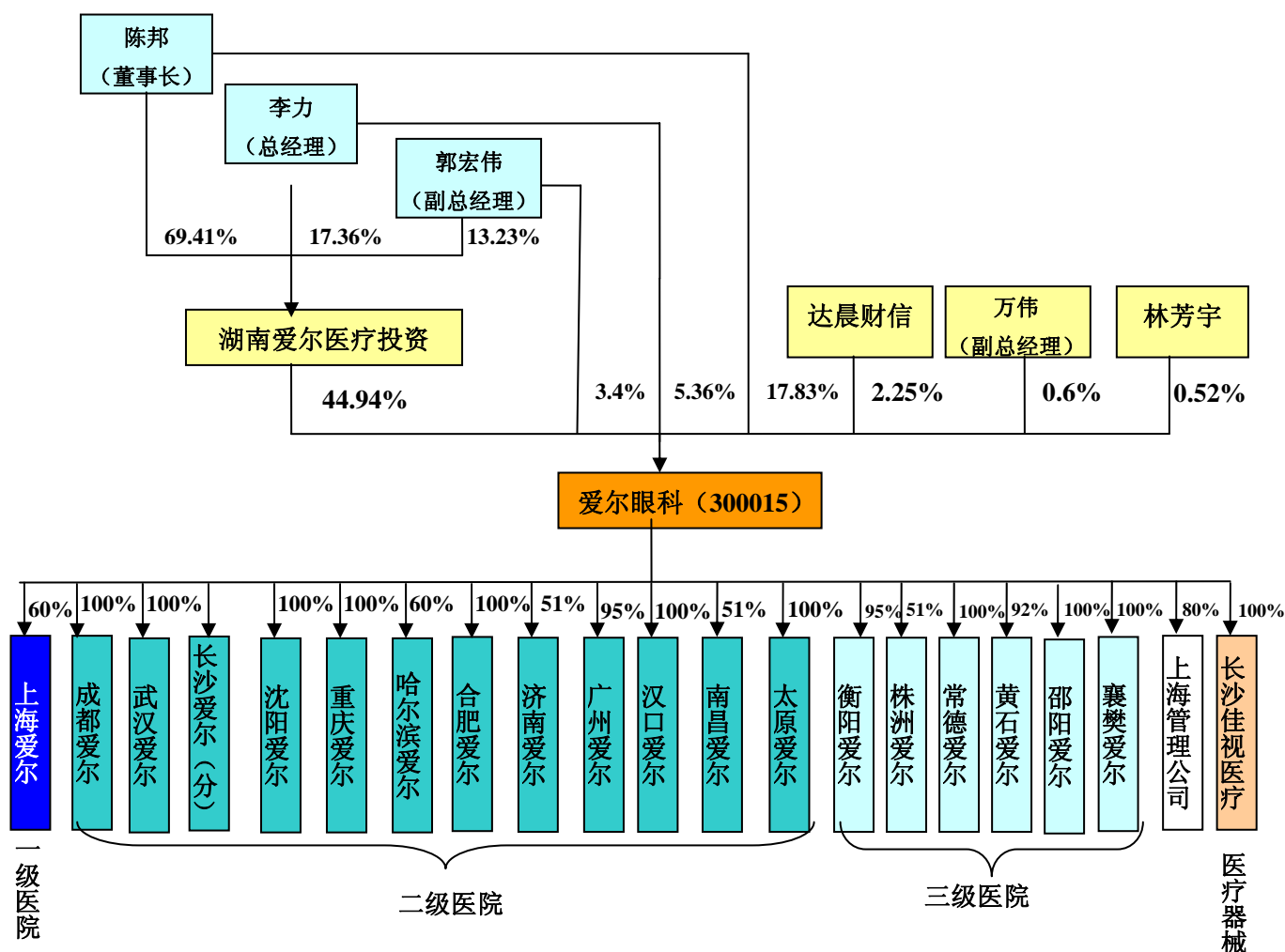
我们认为爱尔眼科是将实现超常规发展的企业，在 2010-2011 年，公司将基本完成在全国省会城市的布点，业务规模加速扩大，2011-2013 年公司盈利能力加快提升，利润将充分释放，很有可能未来实现 5 年 10 倍的增长。

一、爱尔眼科经营架构和业务构成

1.1 爱尔主要经营架构

爱尔眼科是一家民营控股的眼科医院连锁企业，公司董事长陈邦、总经理李力、副总经理郭宏伟、万伟持有公司股权。

图 1 爱尔眼科股东构成和经营架构



数据来源：公司公告，中投证券研究所 图表中未包括 2010 年开业的岳阳、菏泽、南京，以及新收购的石家庄、南充，此外，公司对南昌爱尔和济南爱尔的股权拟增持到 100%，

公司在眼科连锁上以“三级连锁”模式为特色，第一层次以上海爱尔为技术支持核心，第二层次目前有成都爱尔、武汉爱尔等 13 家中等城市眼科医院，是目前公司最主要的利润来源，第三层次有衡阳爱尔等 8 家，对公司业务构成有益补充。目前公司仍在快速布点过程中，医院数量未来还会持续增加。

1.2 目前医院盈利情况

在爱尔眼科 2009 年以前开业的 19 家医院中，盈利状况最好的为成都爱尔、武汉爱尔、沈阳爱尔、长沙爱尔，三级医院中衡阳、株洲和常德医院也已经进入很好的状态，这些医院成立年份都在 2002-2005 年间，其余医院还处于市场培育期。

表 1：爱尔眼科所属医院的盈利情况

	开办年 份	持股比例	总资产	净资产	08 年收 入	08 年利 润	09 年中期 收入	09 年中 期利润	备注
一级医院									
上海爱尔	2005 年	60%	3848	3344	3001	-392	1507	-253	
二级医院									
成都爱尔	2002	100%	4304	3726	3482	987	2144	602	
武汉爱尔	2003	100%	8117	6061	10324	2283	5356	1096	
长沙爱尔	2004		5250	4489	6133	1552	3345	1046	
沈阳爱尔	2005	100%	6613	5641	5818	1804	4754	1309	收购
重庆爱尔	2006	100%	3420	2828	3270	159	1872	115	
哈尔滨爱尔	2007	60%	1585	6	1297	-282	961	-27	收购
合肥爱尔	2007	100%	2267	1364	2143	190	1032	74	
济南爱尔	2007	51%	832	-18	438	-203	150	-117	
广州爱尔	2008	95%	1143	924	559	-54	743	11	收购
汉口爱尔	2008	100%	2034	954	150	-54	409	9	
南昌爱尔	2009	51%							
太原爱尔	2009	100%							
三级医院									
衡阳爱尔	2003	95%	2059	1595	1902	416	1059	299	
株洲爱尔	2004	51%	2960	2263	2107	416	1255	235	
常德爱尔	2004	100%	1732	1367	1461	236	740	164	
黄石爱尔	2004	92%	1245	988	1250	150	708	104	
邵阳爱尔	2008	100%	1085	323	301	-246	250	-117	
襄樊爱尔	2008	100%	1729	1215	275	-224	365	-61	

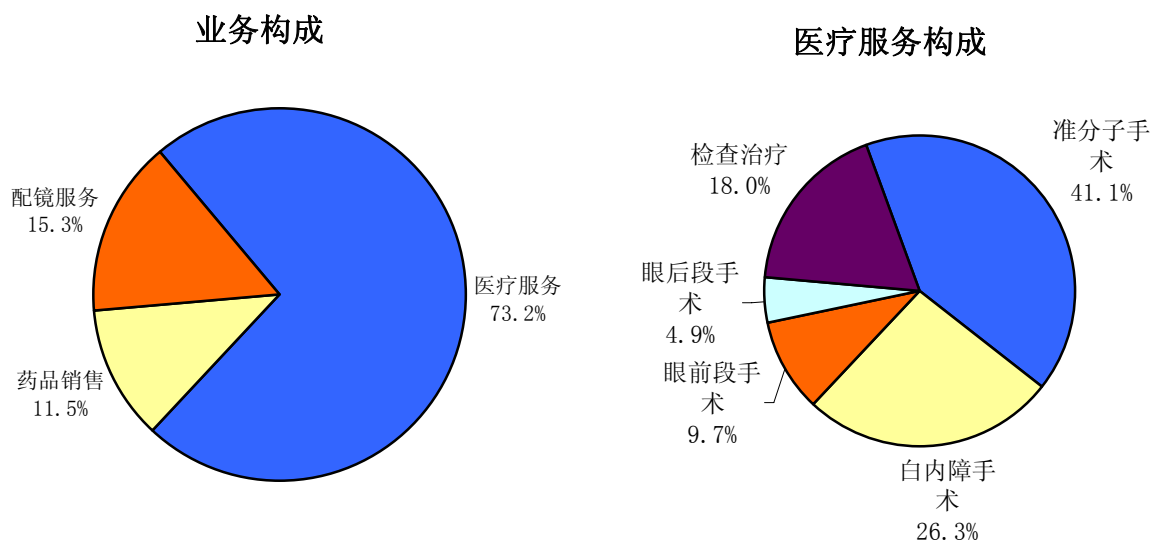
数据来源：公司公告，中投证券研究所

1.3 主要业务构成

爱尔眼科的主要业务包括医疗服务、配镜服务和药品销售，医疗服务占了公司业务的 73.2%，是公司最主要的收入来源。

在医疗服务收入中，准分子激光手术是最大的业务来源，占医疗服务收入的 41.1%，其次是白内障手术，占比达到 26.3%，其他还有眼前段手术、眼后段手术、检查治疗等业务收入。

图 2 爱尔眼科主要业务收入构成



数据来源：图中数据为 2009 年中期业务构成数据，中投证券研究所

1.4 爱尔眼科医院主要特点

眼科医院的投入较大，省会城市的眼科医院投入需要 5000 万左右，一般需
要租整栋楼建设，资金需求大，这对于竞争对手而言无疑是个很大的壁垒。

在服务方面，爱尔引入国外眼科医院经营的先进理念，开通了网上预约挂号，
网上预约手术，对特殊病患采取上门服务，并成立了明眸善睐俱乐部，形
成了公司独特的竞争优势。

图 3 爱尔眼科的部分下属眼科医院图片和服务环境



数据来源：爱尔眼科网站，中投证券研究所

二、眼科连锁是个高壁垒，可加速扩张的行业

2.1 眼科连锁医院和口腔连锁医院的对比

目前已经上市的民营连锁医院有口腔连锁医院通策医疗，在眼科和口腔领域，民营连锁医院的发展都具有肥沃的土壤，但二者也有着明显的不同。

表 2：眼科连锁和口腔连锁医院的异同

差异	口腔连锁医院	眼科连锁医院
患者重视程度	牙疼不是病，但患者重视程度在逐步提高	眼睛是心灵的窗户，患者对眼睛都格外重视
民营品牌影响力	佳美等全国性口腔医疗品牌逐步树立，民营口腔诊所蓬勃发展	公立医院仍占主导，深圳等部分地区民营品牌逐步确立
政策壁垒	开设口腔诊所相对容易，个体医生也能开设。	新办眼科医院审批不易，没有足够实力难以开设，个体医生不具备开办条件。
所需场地大小	150—1000 多平方米	1500-20000 平方米
治疗标准化程度	牙科治疗标准化程度低，导致口腔医生治疗水平差异大，需要长时间医疗经验	准分子激光和白内障已经逐步成为标准化治疗手段，培养医生速度相对较快
设备价格	牙椅价格一般在 5 万以下	准分子激光设备约 332 万，角膜板层刀 36 万，如果做飞秒激光还需要 350 万的飞秒激光设备
治疗费用	一般低于 1000 元，部分正畸治疗可能上万	白内障约 4200 元，准分子激光约 5300 元，飞秒激光上万
规模效应	设备利用率低，规模效应一般	设备利用率提升空间大，规模效应明显

资料来源：中投证券研究所

从上面的比较可以看出，眼科连锁医院的进入壁垒无论是所需场地，设备价格，治疗费用等方面都远远高于口腔，而患者的重视程度又很高，这样品牌的影响力就更为重要，而相对而言，眼科的准分子激光和白内障手术更加标准化，规模效应会更加明显。

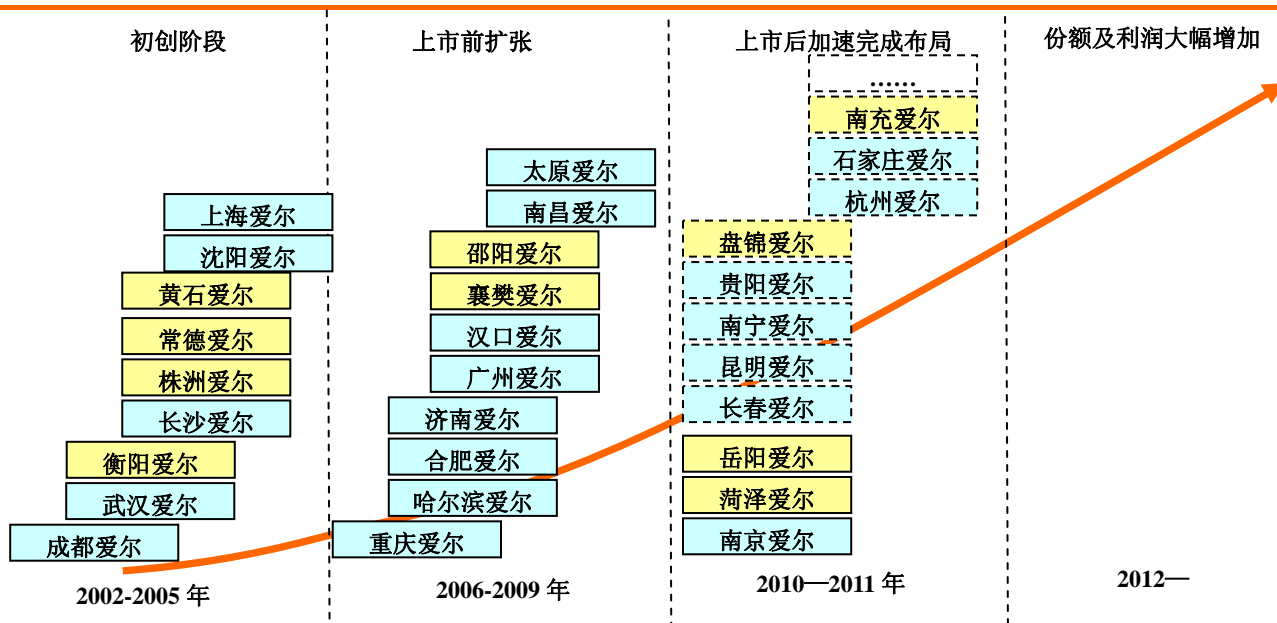
2.2 爱尔眼科全国布局加速进行

眼科连锁医院同样具有可复制的特点，而资金人力和人员储备是决定全国扩张速度大小的关键因素。

爱尔眼科上市融资后，资金的瓶颈已经解决，而人员方面爱尔目前已经建立了自身的人才培养体系，通过引进和人才培养相结合，以满足未来高速扩张的需要。

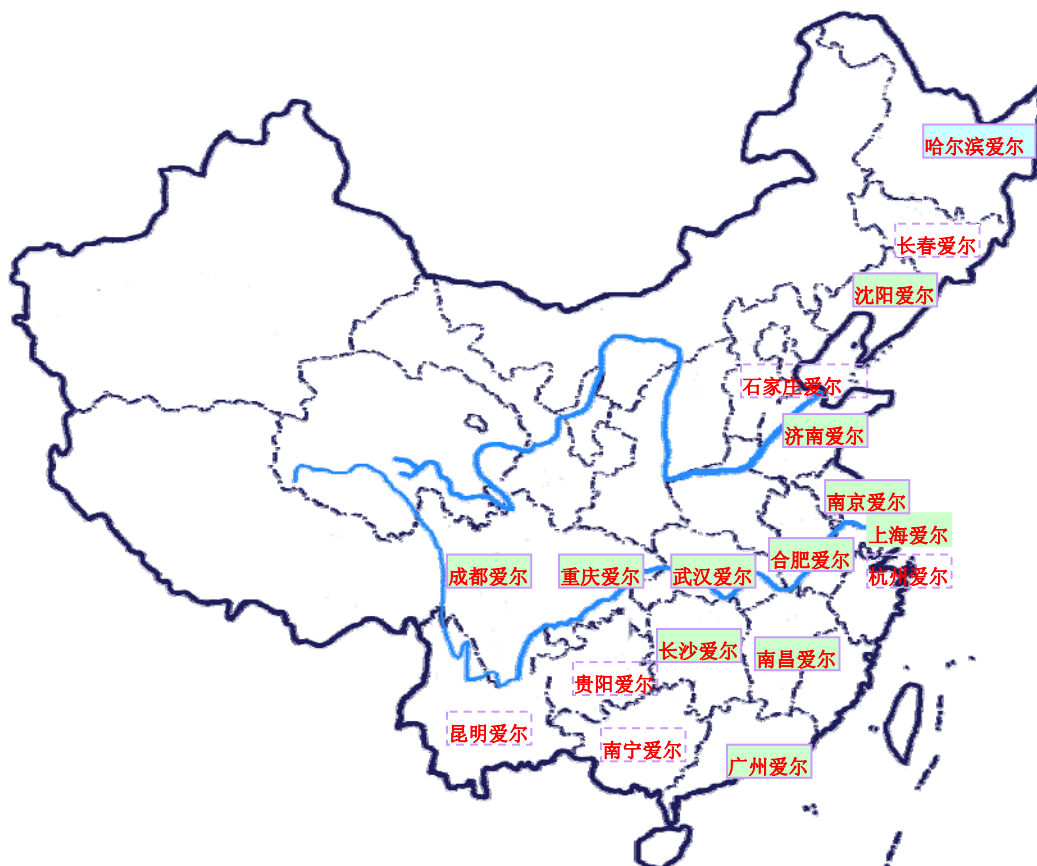
我们预计到 2011 年，爱尔眼科在全国省会级城市的布点就会基本完成，2012 年后市场份额将迅速提升，利润将加速体现。

图 4：爱尔眼科连锁医院全国扩张步伐



资料来源：公司历年公告 中投证券研究所，年份系连锁医院开业年份，蓝色底色为一、二级医院，黄色为三级医院，虚线为拟开业还未开业医院

图 5 爱尔眼科全国布局图



数据来源：上市公司，中投证券研究所 虚框为拟建医院 本图未表示三级医院

三、准分子激光手术——消费升级进行时

3.1 技术——飞秒激光将引导近视治疗行业升级

在准分子激光诞生之前，近视手术主要是采用俄罗斯的 RK 技术。准分子激光治疗近视的技术到目前为止不到 30 年，但其发展十分迅猛，其发展过程如下：

1975 年，准分子激光诞生，之后被 IBM 用作芯片制作；

1983 年，准分子激光开始用在动物角膜实验上；

1987 年，德国眼科医生把准分子激光用于人的角膜治疗；

1988 年，美国医生获得 FDA 批准用准分子激光进行 PRK 近视治疗；

1991 年，LASIK 手术获得 FDA 批准进行临床；

1995 年，PRK 手术正式获批；

1999 年，LASIK 手术获得批准；

2001 年，飞秒激光制作角膜瓣通过 FDA 认证；

2002 年，波前引导激光技术获得批准；

2005 年，虹膜定位技术获批；

2008 年，飞秒激光应用于美国宇航员近视手术。

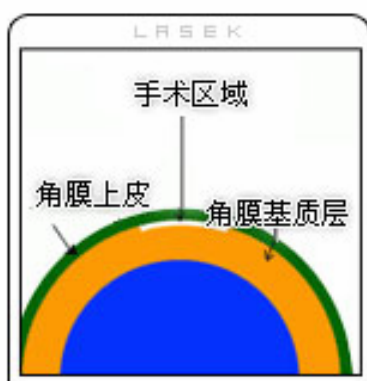
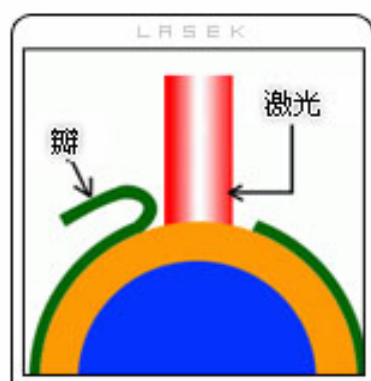
目前的市场上应用的准分子激光治疗技术主要都是在 PRK 和 LASIK 基础上改进而来的，LASEK（简称 EK）吸取了部分 LAISK 技术，但本质上还是属于 PRK 的改进版。

PRK、LASEK（EK）和 LASIK 手术的最大区别是：PRK 只切开角膜上皮，而 LASIK 要切开包括角膜上皮、弹力层和部分基质（见图 3），对于角膜过薄的近视患者，LAISK 就不太适合。

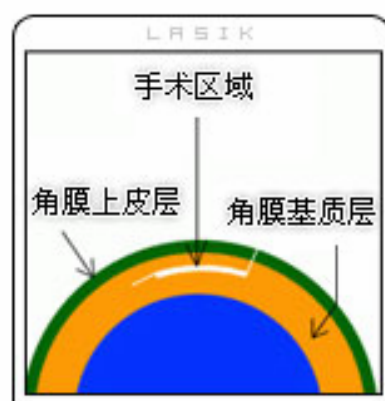
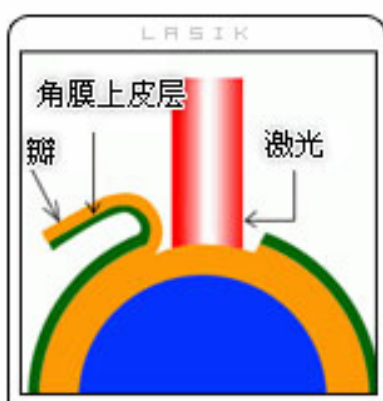
从 LASEK 到 EPI-LASIK 主要是对于角膜过薄的患者进行治疗，属于对 LASIK 系列技术的补充。

从未来技术发展来看，LASIK 系列技术是主流的准分子激光手术技术，飞秒激光的应用使得手术真正实现全激光，在日本，飞秒激光已经成为最主流的手术方式，而国内还是处于起步阶段。

图 6 LASEK 和 LASIK 手术的区别



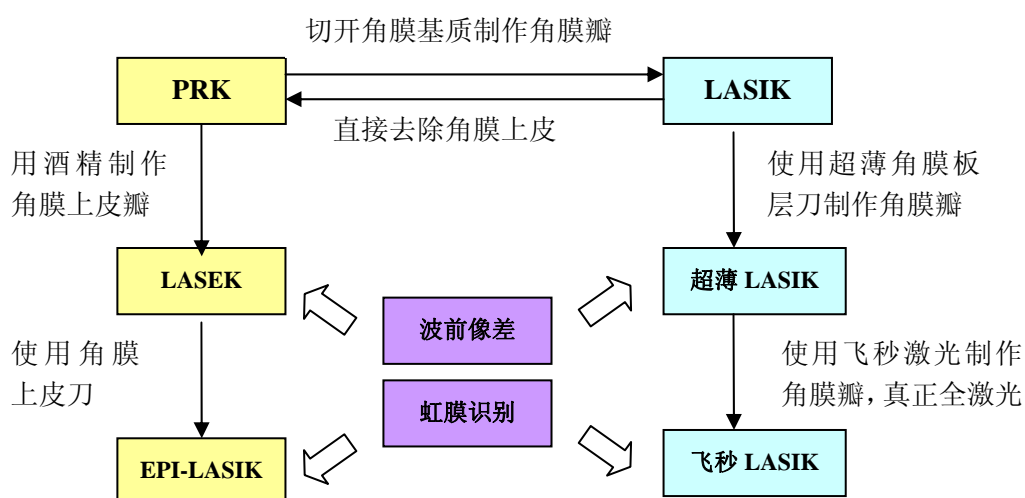
LASEK(EK): 只切开角膜上皮, 手术后角膜上皮会脱落再生。
LASEK 的前身 PRK 需要将角膜上皮去除再对基质进行激光消融。



LASIK: 需要切开部分角膜基质层, 对基质进行部分消融后进行复位。手术并发症少, 是目前最主流的准分子激光手术方式。

数据来源: 屈光手术资讯网, 中投证券研究所

图 7 目前主要准分子激光手术之间的关系



数据来源: 中投证券研究所

飞秒激光的优势在于：

1、全程激光，精确度提高

飞秒激光手术是完全在“无刀”的情况下，通过计算机的控制进行的全激光手术。与传统手术采用的机械性角膜板层刀相比，飞秒激光能制作出精确性非常高的角膜瓣厚度，其精度是传统角膜刀 100 多倍，切割时更加准确，可以切削更薄的角膜瓣。因此，用飞秒激光来制作角膜瓣，可以大大提高准分子激光治疗近视的手术安全性。

2、减少了并发症的发生

与角膜板层刀相比，运用飞秒激光制作的角膜瓣，切削的角膜瓣厚度均匀一致，瓣的厚薄和直径都可以设定，可控性非常好。由于角膜瓣切削的深度均匀，损伤的神经和血管较少，所以，飞秒激光的运用也大大减少了 LASIK 术后干眼症的发生率，这就使得 LASIK 手术变得更加安全，消除了由于使用手持角膜刀而引发能够威胁到视力水平的严重并发症的可能性。加上飞秒激光治疗近视手术是全激光手术，完全避免了交叉感染的可能。

3、不受角膜曲率影响 适合更多近视患者

受角膜厚度影响，有近 10% 的近视患者因度数高、角膜薄的原因，基本无法接受近视矫治手术。而飞秒激光手术不受角膜曲率的影响，完全适用角膜偏薄、角膜曲率变异大的近视手术病人。另据美国眼科界实践证明，接受飞秒激光 LASIK 术后恢复时间和恢复效果都要比普通 LASIK 更胜一筹。

表 3：普通准分子激光和飞秒激光的异同

差异	普通准分子激光	飞秒激光
FDA 批准应用于医疗年份	1988 年（PRK）	2001 年获批，2008 年用于宇航员治疗近视
主要设备	准分子激光系统+角膜板层刀	准分子激光系统+飞秒激光系统
设备价格	332 万+36 万	332 万+350 万
技术上主要区别	使用角膜板层刀制作角膜瓣	使用飞秒激光系统制作角膜瓣
对患者的好处	飞秒激光的好处：1、精确度更高；2、避免交叉感染，减少了手术并发症；3、适合薄角膜病人，手术恢复更快。	
治疗价格	双眼 5 000 元左右	双眼 1 万元以上

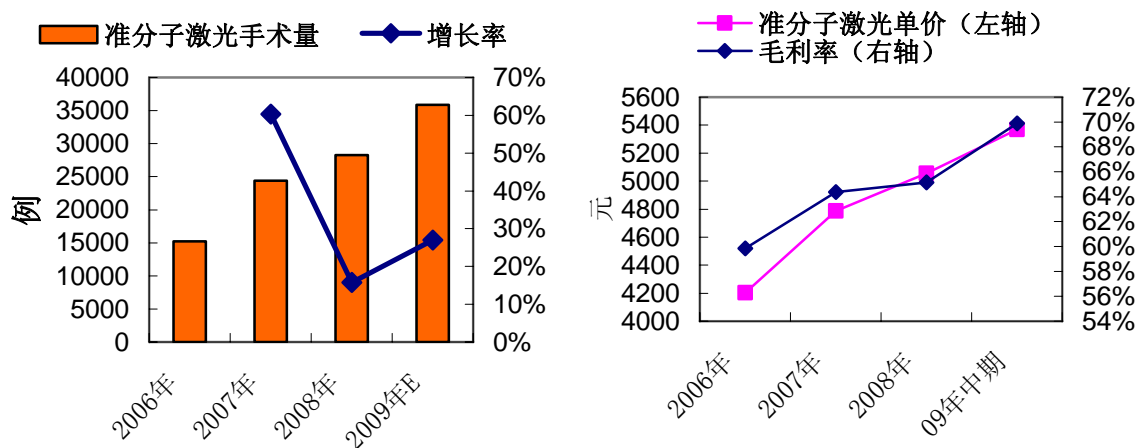
资料来源：中投证券研究所

目前国外飞秒激光准分子手术已经十分普遍，而在国内占比还非常低，因飞秒激光手术的价格要高于普通 LASIK，未来在飞秒激光的应用扩大过程中，准分子激光手术的消费升级将成必然，目前爱尔眼科在加大对省会级医院飞秒激光设备的配备，飞秒激光正成为公司未来的主要增长极。

3.2 市场——国内潜在近视治疗人群巨大

准分子激光手术是一种可选消费，在各国都不被纳入医保范围，其费用都是由患者自己承担，因而其手术量与经济发展的关系很大。

图 8 爱尔眼科准分子激光手术量增长情况和价格毛利率变化

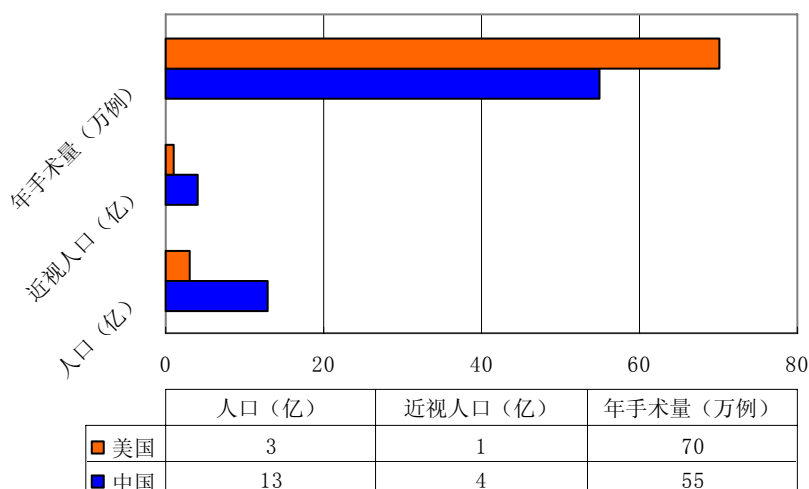


数据来源：公司公告，中投证券研究所

从价格来看，准分子激光手术的单价还处于上涨趋势，这应该与飞秒激光等新技术的应用比例增加有关。

2008 年全球金融危机对美国等西方国家的手术量影响很大，美国最大的眼科医院连锁 TLC 的控股眼科诊疗中心准分子激光手术量 2008 年同比下降了 16.5%。在中国，爱尔眼科的准分子激光手术量同比增长速度有所放缓，但仍然保持增长势头。

图 9 中美主要指标对比

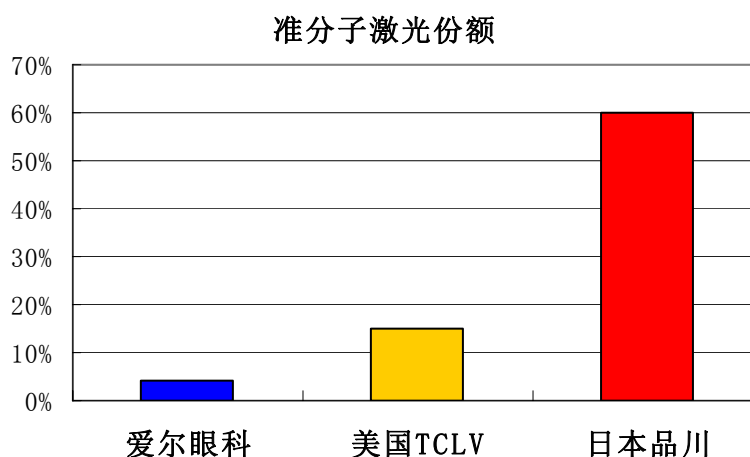


数据来源：公司公告，中投证券研究所

因为中美经济的差异，中国准分子激光手术的渗透率较低，中国人口约是美国的 4 倍，近视人口是美国的 4 倍，在青少年中，中国人口近视率达到 80%，美国只有 25%左右，中国潜在的需要做准分子激光手术的人群十分众多，随着国内经济水平的提高，能够负担手术的人将越来越多。

即使只考虑城市人口，中国的城市近视人口估计也达到 2 亿，其中又以年轻人多数，假设其中只有 5000 万需要做准分子激光手术，按目前的年手术量，需要近 100 年才能做完，其中的空间可以想象。

图 10 中美日最大眼科连锁份额比较



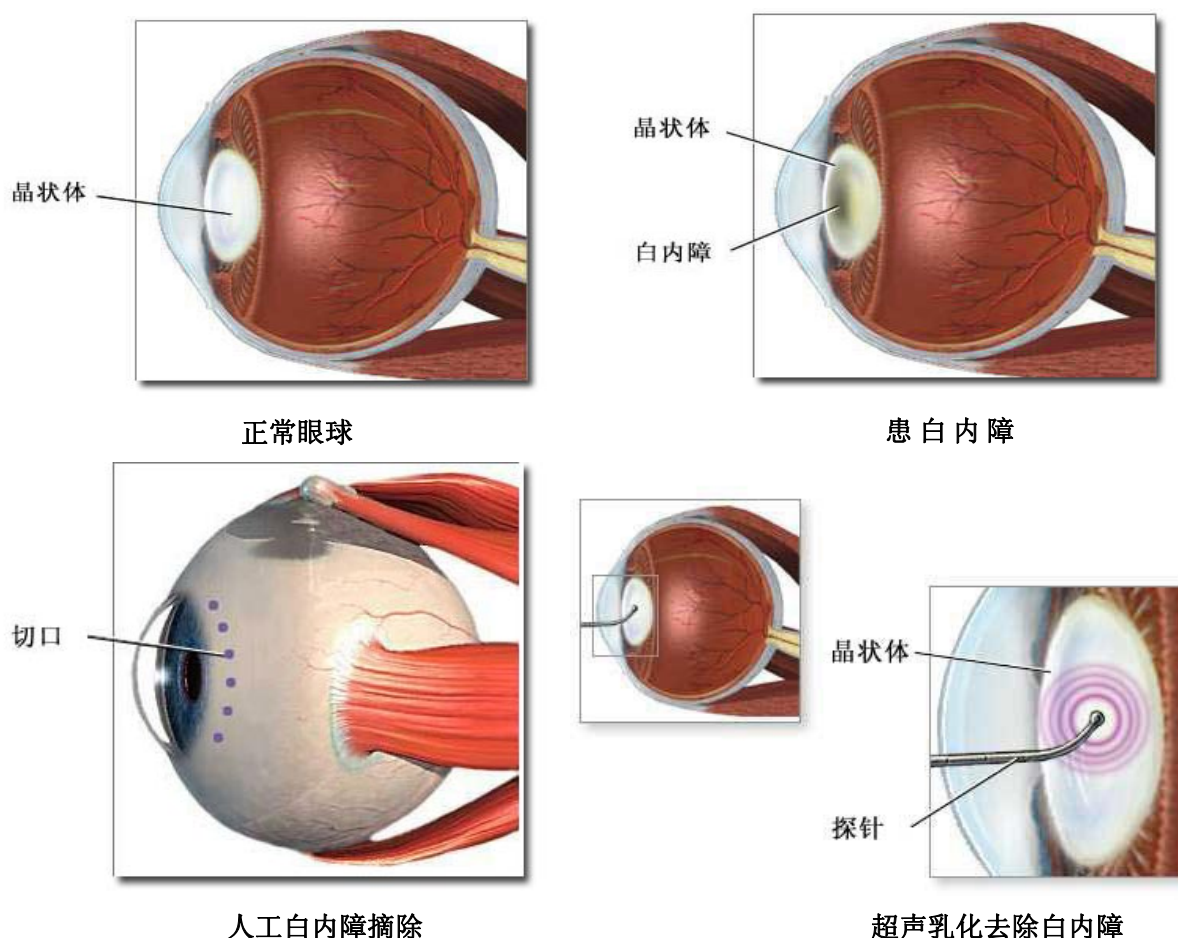
数据来源：公司公告，中投证券研究所

四、白内障——被压抑需求正加速释放

4.1 白内障手术技术——日趋成熟

白内障是因为眼球内晶状体因老化等原因出现云雾状浑浊，导致视力不清甚至失明，轻度的白内障采用药物治疗，当用眼镜纠正视力已经达不到 0.3 的视力的时候，一般就需要进行手术治疗。

图 11 白内障手术原理



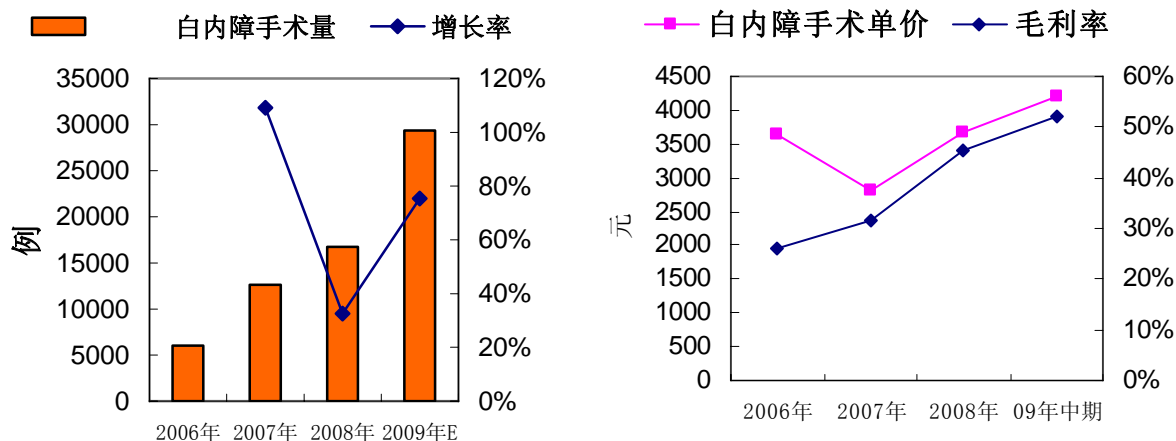
数据来源：环球医网，中投证券研究所

治疗一般是摘除浑浊的晶体，摘除方法有囊内、囊外、超声乳化等方式，在摘除浑浊晶体后植入人工晶体，目前人工晶体的技术也在不断提高，一般植入后可以终生使用。

4.2 白内障手术市场——被压抑的需求巨大

白内障将导致失明，因而是一种必需消费，在国内大部分地区白内障手术都被纳入医保范围，只不过在报销比例上有所差异。

图 12 爱尔眼科白内障手术量增长和价格毛利率情况

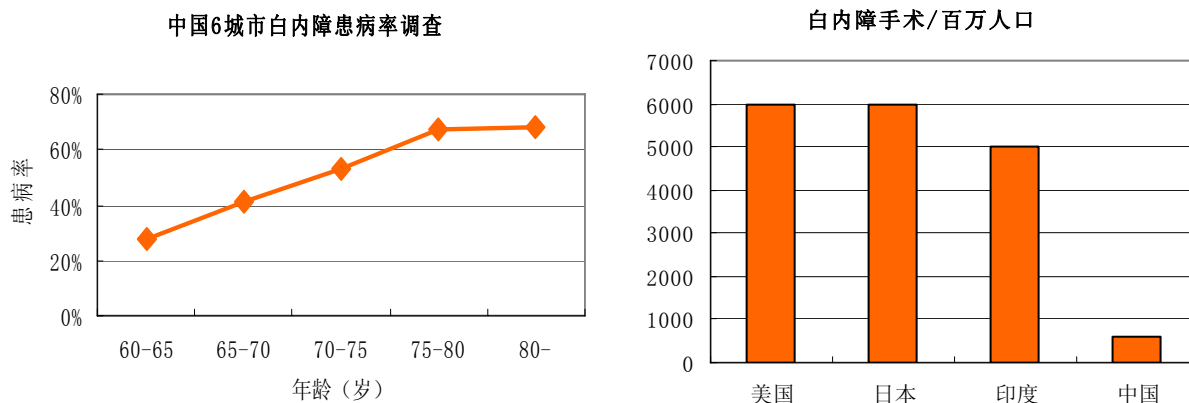


数据来源：公司公告，中投证券研究所

爱尔 07 年白内障手术价格是一个低点，主要是因为做了大量的免费和低收费手术，在品牌树立后，目前这种手术数量已经很少，此外白内障手术使用的晶体不同，成本差异也比较大，但公司该业务的毛利率整体呈现提高趋势。

白内障大多发生在中老年人，我国 70 岁以上的老人发病率高达 60%，而我国老龄化人口比例在不断增加，60 岁以上老人数量已经达到 1.5 亿左右。

图 13 白内障手术发病率和各国治疗比例



数据来源：SFDA 南方医药经济研究所 公司招股说明书 中投证券研究所

此外紫外线过强容易造成白内障，未来随着地球臭氧层变薄，白内障的患病率还将提升，根据 WHO 评估，平流层臭氧每减少 1%，全球将增加 10-15 万白内障患者。

中国目前每百万人口的白内障手术比例只有美国日本的 1/10，甚至只有印度的 1/8，需要得到白内障手术治疗的人群众多，未来有大量的被压抑的需求要释放。

目前白内障治疗的动力一方面来自于新农合、城镇居民医疗保险报销金

额的提高，另外也来自于卫生部推动的“百万贫困白内障患者复明工程”（以下简称复明工程）等公益事业的推动。

复明工程计划在 2009-2011 年利用中央财政专项补助经费，对目前全国 100 万例贫困白内障患者进行复明手术，使符合手术条件的贫困白内障患者能得到及时的手术治疗，2009 年计划实施 20 万例，中央财政为每例患者补助手术费用 800 元，预算总额 1.6 亿元。

目前爱尔的大部分医院都已经进入医保，可以分享医保覆盖面增加带来的好处，同时也承担了许多复明工程的手术，2010 年爱尔承担的复明工程手术量有可能超万例，这也是拉动公司业务增长的动力之一。09 年爱尔眼科白内障手术量占全国手术量的比例估计已经从 2% 不到上升到接近 3%，市场份额在快速提升，未来提升空间仍然很大。

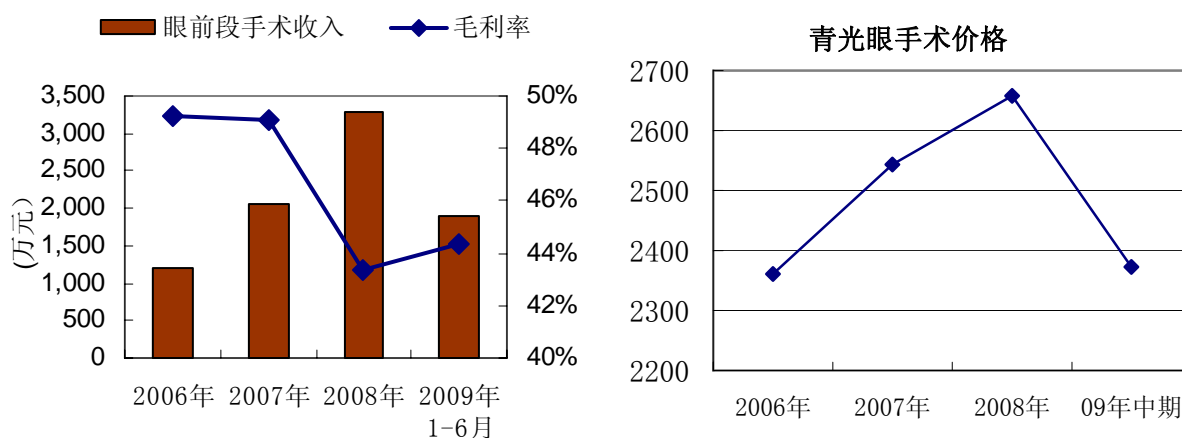
五、其他业务构成

5.1 眼前段手术

眼前段手术包括青光眼、角膜病、眼整形、斜视和其他眼前段手术；爱尔在眼前段手术方面具有较大的领先优势。

爱尔近两年眼前段手术增长幅度较大 07-08 年的同比增长幅度都在 50% 以上。其毛利率 09 年上半年有所下降，原因尚不明确，其中青光眼手术的单价 09 年中期同比 08 年有较大幅度下降。

图 14 爱尔眼科眼前段手术收入毛利率价格情况



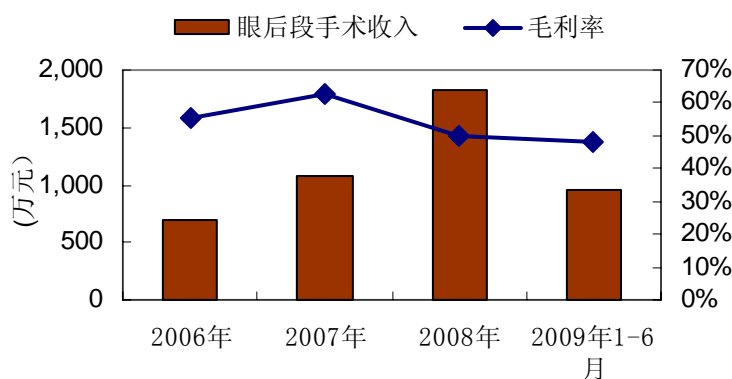
数据来源：公司招股说明书，中投证券研究所

5.2 眼后段手术

眼后段手术包括眼底病、玻璃体切除和单纯视网膜脱离手术等。这部分业

务技术难度较高，公司的收入规模也还小，但增长速度很快。

图 15 爱尔眼科眼后段手术收入毛利率情况



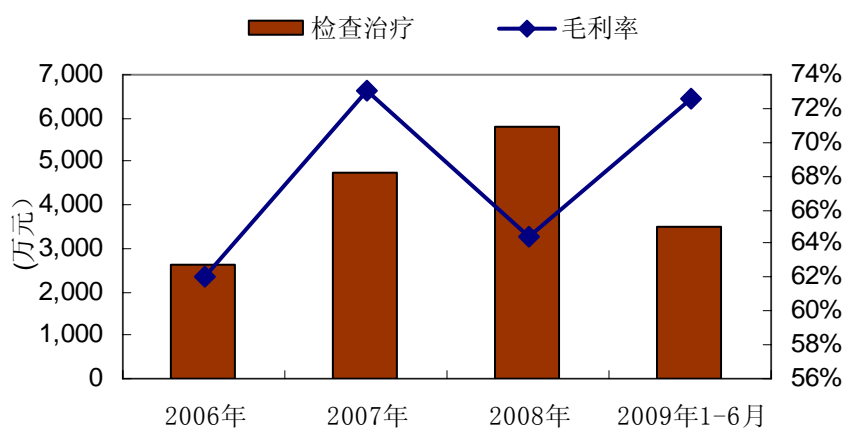
数据来源：公司招股说明书，中投证券研究所

5.3 检查治疗

检查治疗业务包括挂号、普检、特检、化验和门诊治疗处理。

公司检查治疗收入增长速度达到 60%以上，毛利率有波动，但也一直维持在 60%以上，随着公司门诊量的提高，其毛利率整体呈现上升趋势，此外随着先进设备的引进，检查治疗的毛利率也有提高的可能。

图 16 爱尔眼科检查治疗收入毛利率情况

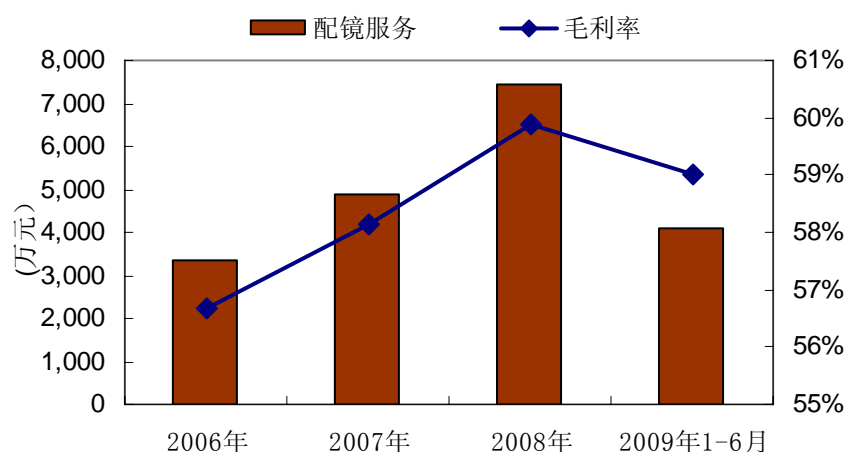


数据来源：公司招股说明书，中投证券研究所

5.4 配镜业务

配镜业务门槛较低，眼镜店随处可见，但医学验光配镜未来的发展空间很大，根据医生开具的处方进行配镜是发展方向。

图 17 爱尔眼科配镜服务收入毛利率情况



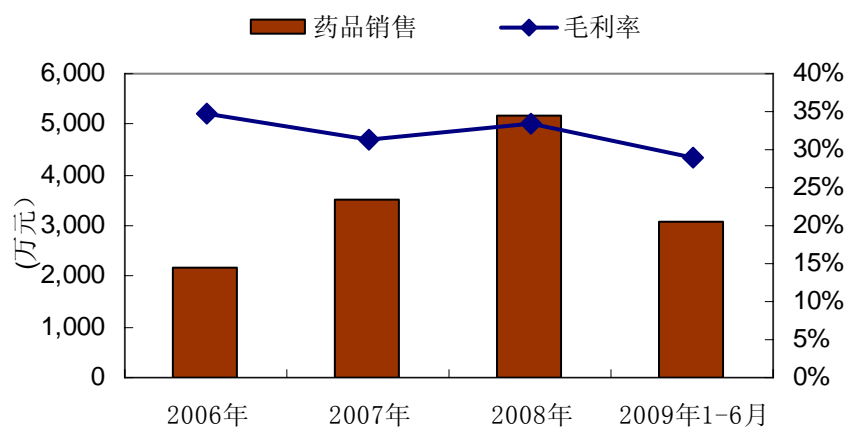
数据来源：公司招股说明书，中投证券研究所

公司配镜业务增长幅度都达到 50%以上，目前年配镜服务收入已经近亿，未来的发展空间较大。

5.5 药物销售

眼科医院的用药水平普遍不高，因而药品销售收入占比较低，毛利率也不高，不是公司的主要利润来源。

图 18 爱尔眼科药品销售收入毛利率情况



数据来源：公司招股说明书，中投证券研究所

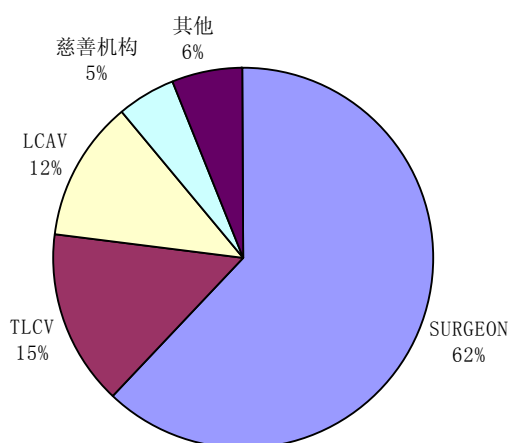
六、从国外眼科医院发展透视国内未来格局

6.1 美国 TLC VISION

TLCV 是美国最大的眼科医院连锁，有 78 家屈光治疗中心，2008 年公司参控股的治疗中心完成的屈光治疗手术量为 10.5 万例，较 2007 年的 12.7 万例有较大幅度下降。

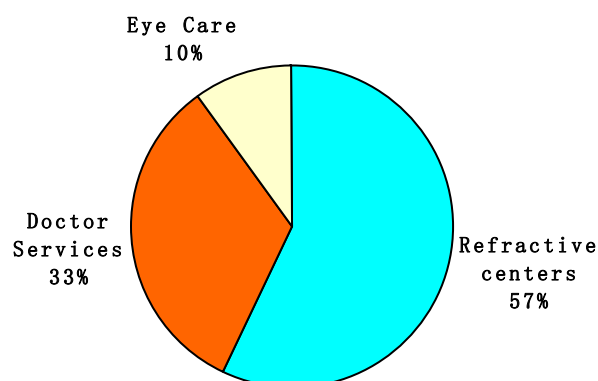
2008 年 TLCV 占美国屈光手术（包括近视和远视手术）的份额为 15%，其中占份额最大的是个体外科医生（SURGEON），份额高达 62%，这是美国的特殊情况。

图 19 TLCV 占美国屈光手术的份额情况



数据来源：Market Scope 2008 年数据

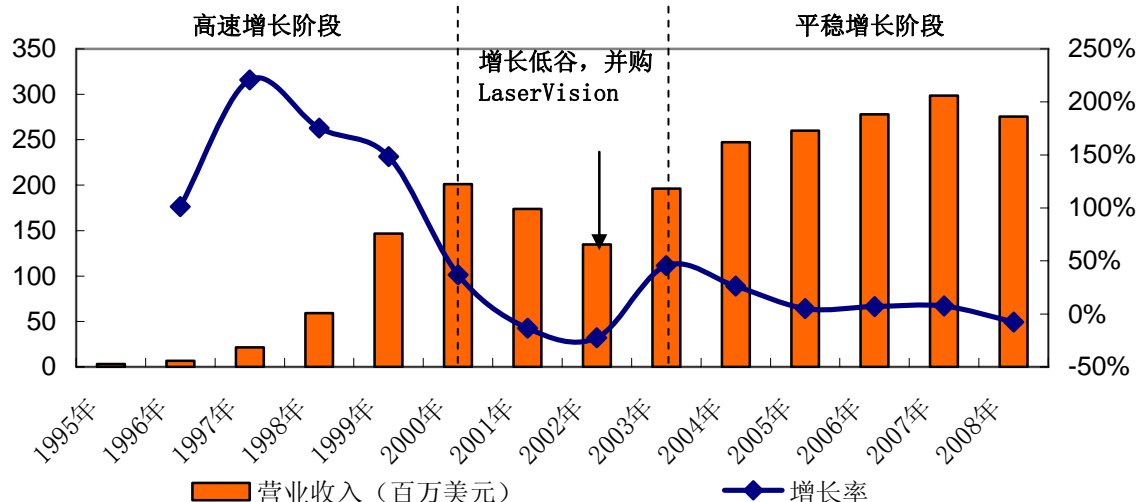
图 20 TLCV 的业务收入构成



数据来源：TLCV 网站 2008 年数据

TLCV 主要收入构成跟爱尔眼科有所不同，其 78 家屈光治疗中心（包括 68 家控股，10 家参股）的收入只占其业务构成的 57%，其余 33%是来自于给外科医生提供服务，还有 10%来自于针对患者的眼科护理。

图 21 TLCV 的历史增长情况



数据来源：Bloomberg

TLCV 成立于 1993 年，1995 年上市后进入高速增长期，1995-2000 年之间的增速惊人，2000 年之后公司进入低谷，与 2002 年公司收购了 Laser Vision，之后在短暂的高速增长之后进入了平稳增长期，其增长速度逐步下降到 10% 以上，2008 年受全球金融危机影响，出现了负增长。

6.2 日本品川

日本品川（shinagawa）是日本最大的眼科连锁，医师数量 122 人，其中主刀医师 30 人，年就诊人次超过 50 万次，其东京银座总店年手术量 11 万例，占公司绝大多数份额，飞秒激光手术量全球第一。

品川的业务构成相对复杂，具有美容、眼科、牙科业务。目前治疗中心有 21 个美容整形，5 个眼科，2 个牙科，眼科位于东京、横滨、大阪、名古屋、福岡，整体近视手术量与美容手术量之比为 1: 2。在营业收入方面，近视手术与美容手术之比为 2: 1，近视手术还是该公司的主要收入来源。

品川以前是一个传统的美容企业，有 20 年美容整形历史，在 2005 年才进入眼科，但发展异常迅猛，几乎每年都以翻番的速度增长。

追究品川高速增长的原因，我们认为在于两点：1、公司大力推进了飞秒激光在近视领域的应用，同时依靠价格迅速抢夺了市场，在品牌进入近视治疗的几年间，飞秒激光的手术价格从 33 万日元/双眼下降到了 16 万日元/双眼；2、依靠人性化的服务，获得了良好的口碑。

6.3 中国未来发展趋势研判

比较中美日市场，中国近视率类似于日本，近视人口总量远高于其他国家，同样是人口大国的印度，近视率仅为 10%，近视人口也远低于我国。

表 4：中日美眼科连锁市场的异同比较

	中国	美国	日本
青少年近视率	80%	25%	85%
近视人口	4 亿	1 亿	0.5 亿
年近视手术量	60 万例	80 万例	20 万例
龙头公司市场份额	不到 10%	15%	60%
竞争格局	公立医院为主导，连锁医院刚刚兴起	个体外科医生占据市场主要份额，眼科连锁逐步成为医生和病人的服务者	市场总规模小，份额高度集中。

资料来源：互联网资料 中投证券研究所

日本市场小，但是一个高端集中的市场，市场份额的 60%集中在品川手里，美国则是个体医生占主导的市场，中国则是公立医院仍然是市场的主体。

因为近视治疗在各国都不纳入医保体系，因而只要技术能跟得上，在什么地方做差异并不大，眼科连锁一旦树立了品牌，获得大的市场优势还是可能的。

日本品川进入这一领域很晚，但借助于飞秒激光升级换代的契机，同时通过治疗技术、服务、价格低迅速抢占了市场，其成功模式值得国内企业借鉴。

在国内，眼科医院连锁还处于发展前期，大家都刚刚起步，而面对的是一个远比美国、日本大的市场，同时还面临着飞秒激光替代一般 LASIK 的历史性机遇，如果把握住时机，市场份额将快速扩大。

七、盈利预测和估值

爱尔眼科是一家未来业务发展明确的眼科连锁医院，目前在行业内的领先优势已经确立，预计未来 3-5 年将是公司的黄金发展阶段，之后也将维持较快的增长速度。

基本假设：

我们预计在 2010-2011 年公司将基本完成在全国省会级城市的布点，2012-2013 年三级医院的数量将有大的增长，预计 1 个二级医院就对应 5 个左右的三级医院。

未来随着公司大力推进飞秒激光的应用，预计准分子激光业务的均价将稳步提高，毛利率也有相应提升；

白内障业务随着医保覆盖面增加，手术量继续大幅增长，均价将略有下降。

其他业务保持平稳增长。

公司营业税 2010 年开始全部减免，考虑教育费附加等因素，公司的“营业税及附加”项目占收入比例维持在 1.04%。

2009 年起，公司所得税率按 25% 计算。

具体分业务预测如下：

表 5：分业务类型预测

业务分类	2009E	2010E	2011E	2012E
1、医疗服务	44960	63334	93655	144632
毛利率	60.1%	60.2%	61.4%	62.7%
准分子手术	19270	27305	42391	70687
毛利率	66.5%	66.2%	67.6%	69.0%
准分子手术量	35888	46655	62984	91327
准分子均价	5369	5853	6730	7740
白内障手术	12143	19125	30123	47443
毛利率	50.0%	51.2%	52.5%	53.7%
白内障手术量	29617	44426	66639	99959
白内障均价	4100	4305	4520	4746
眼前段手术	3934	4721	5666	6799
毛利率	44.0%	44.0%	44.0%	44.0%
眼后段手术	2095	2410	2771	3187
毛利率	48.0%	48.0%	48.0%	48.0%
检查治疗	2105	2736	3557	4625
毛利率	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%
2、药品销售	2471	2957	3447	3990
毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
3、配镜服务	6236	7483	8980	10775
毛利率	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%
合计	60062	81457	115402	170728
毛利率	55.6%	56.3%	57.9%	59.8%

资料来源：中投证券研究所

在以下前提下。我们预测 2009-2012 年爱尔眼科的 EPS 为 0.69、1.05、1.61 和 2.58 元。目前虽然估值较高，但考虑到公司的高成长性，PEG 仍然处于合理的位置，我们仍然给予推荐评级，建议可以作为重点配置。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	101	1036	1118	1320	营业收入	439	601	815	1154
现金	28	958	1013	1175	营业成本	196	266	356	486
应收账款	10	13	18	26	营业税金及附加	16	17	8	12
其它应收款	13	18	25	35	营业费用	46	63	85	121
预付账款	9	12	16	22	管理费用	102	126	171	242
存货	25	34	46	63	财务费用	6	5	5	5
其他	16	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	295	358	443	492	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	203	263	334	392	营业利润	73	122	187	286
无形资产	2	2	2	2	营业外收入	1	1	1	1
其他	91	94	107	99	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	397	1395	1561	1813	利润总额	73	122	188	287
流动负债	71	86	111	148	所得税	13	31	47	72
短期借款	0	0	0	0	净利润	60	92	141	215
应付账款	52	71	95	129	少数股东损益	-2	0	0	0
其他	19	15	17	19	归属母公司净利润	61	92	141	215
非流动负债	64	64	64	64	EBITDA	78	138	208	311
长期借款	64	64	64	64	EPS (元)	0.61	0.69	1.05	1.61
其他	0	0	0	0					
负债合计	135	150	175	212	主要财务比率				
少数股东权益	25	25	25	25	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	100	134	134	134	成长能力				
资本公积	32	889	889	889	营业收入	39.4%	36.8%	35.6%	41.7%
留存收益	105	197	337	553	营业利润	47.0%	67.6%	54.0%	53.0%
归属母公司股东权益	237	1219	1360	1575	归属于母公司净利润	57.4%	49.1%	53.8%	52.9%
负债和股东权益	397	1395	1561	1813	获利能力				
					毛利率	55.4%	55.6%	56.3%	57.9%
					净利率	14.0%	15.2%	17.3%	18.6%
					ROE	25.9%	7.5%	10.4%	13.7%
					ROIC	18.1%	22.5%	28.4%	39.0%
					偿债能力				
					资产负债率	33.9%	10.7%	11.2%	11.7%
					净负债比率	47.58	42.69%	36.50	30.14%
					流动比率	1.43	12.06	10.04	8.90
					速动比率	1.07	11.66	9.63	8.48
					营运能力				
					总资产周转率	1.16	0.67	0.55	0.68
					应收账款周转率	60	52	52	52
					应付账款周转率	4.10	4.35	4.31	4.35
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.46	0.69	1.05	1.61
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	0.78	1.20	1.77
					每股净资产(最新摊薄)	1.77	9.13	10.19	11.80
					估值比率				
					P/E	121.13	81.22	52.81	34.54
					P/B	31.42	6.10	5.47	4.72
					EV/EBITDA	96	54	36	24

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖化学药&医药商业&现代中药: 海正药业、华海药业、新和成、浙江医药、恒瑞医药、华东医药、国药股份、一致药业、康缘药业、天士力等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434