

➤ **眼科医疗龙头, 业绩经营稳健。** 爱尔眼科成立于 2002 年, 2009 年于深交所上市, 是国内首家 IPO 的眼科连锁医疗服务公司。作为全球性眼科连锁医疗机构, 公司服务网络遍布海内外, 目前, 集团旗下机构数合计达 881 家。公司保持稳健发展势头、强劲的韧性, 2019-2023 年营业收入 CAGR 达 19.49%、归母净利润 CAGR 达 24.93%, 而 2024H1 营业收入达到 105.45 亿元 (yoy+2.86%), 归母净利润 20.50 亿元 (yoy+19.71%)。

➤ **我国眼科疾病患者基数庞大、诊疗率低, 驱动眼科医疗服务市场扩容。** 截至 2022 年, 我国眼科医疗服务行业市场规模约为 1422.0 亿元, 同比增长 7.9%, 其中民营机构占据半壁江山 (规模占比达 38.7%), 医疗人才和先进设备是眼科医疗行业持续发展的钥匙, 而民营眼科在设备引进中更具灵活性。

➤ **并购基金模式助力成长, "1+8+N" 建设深化运营。** 爱尔眼科构建的“上市公司+PE 模式”能够利用 PE 整合大量的资金和资源, 再通过优质标的和先进的管理输出反哺 PE, 实现互利共赢。“1+8+N”模式布局, 打造高水平医疗树品牌。我国医疗资源存在较明显的不平衡性, 优质资源主要聚集在省会城市, 为解决地县级医疗水平相对薄弱的问题, 公司独创“1+8+N”四级连锁商业模式, 即打造 1 家世界级眼科医院 (长沙爱尔) 及 8 家国家级眼科中心 (北京、上海、广州、深圳、武汉、沈阳、成都、重庆), 省会城市医院定位省域内一流水平, 带动全省的医院发展。

➤ **品牌效应逐步外显, 人才研发投入与日俱增。** 品牌、人才、科研水平带来眼科市场中公立医院以及民营医院的份额差距, 爱尔建立了自上而下、精干、高效的管理体系, 在合规、高效的管理运营下, 各地区医院口碑有望随着运营年限的提升而逐步加强。**优秀人才引进机制灵活:** 公司高度重视优秀人才引进工作, 通过灵活多样的机制持续吸引海内外专家加盟, 帮助公司快速提升医院诊疗实力;**多重激励绑定最核心医生资源:** 公司建立了具有市场竞争力的薪酬体系, 并先后实施多层次的激励措施, 使核心人才和公司构成长期利益合作, 促进资源共享。此外, 公司还重视与多家校企展开合作, 人才培养体系逐步完善。

➤ **投资建议:** 公司作为眼科医疗服务龙头, 随着品牌力的加强, 壁垒逐步累计, 叠加目前眼科诊疗渗透率仍处于低位, 而我国人口老龄化加剧将带来需求的进一步加强, 看好公司的长期成长的确定性。我们预计公司 2024-2026 年营业收入增速分别为 3.5%/11.5%/10.0%, 对应归母净利润增速分别为 14.3%/9.3%/11.9%, 对应 PE 分别为 36/33/29 倍, 目前估值处于历史低位, 首次覆盖给予“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 1) 行业竞争加剧的风险; 2) 医疗事故发生风险; 3) 商誉减值的风险; 4) 扩张速度不及预期风险; 5) 消费力承压的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	20,367	21,079	23,493	25,841
增长率 (%)	26.4	3.5	11.5	10.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,359	3,838	4,197	4,697
增长率 (%)	33.1	14.3	9.3	11.9
每股收益 (元)	0.36	0.41	0.45	0.50
PE	41	36	33	29
PB	7.3	6.5	5.8	5.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 10 月 23 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:

14.78 元



分析师 王班

执业证书: S0100523050002

邮箱: wangban@mszq.com

分析师 乐妍希

执业证书: S0100523060003

邮箱: yueyanxi@mszq.com

目录

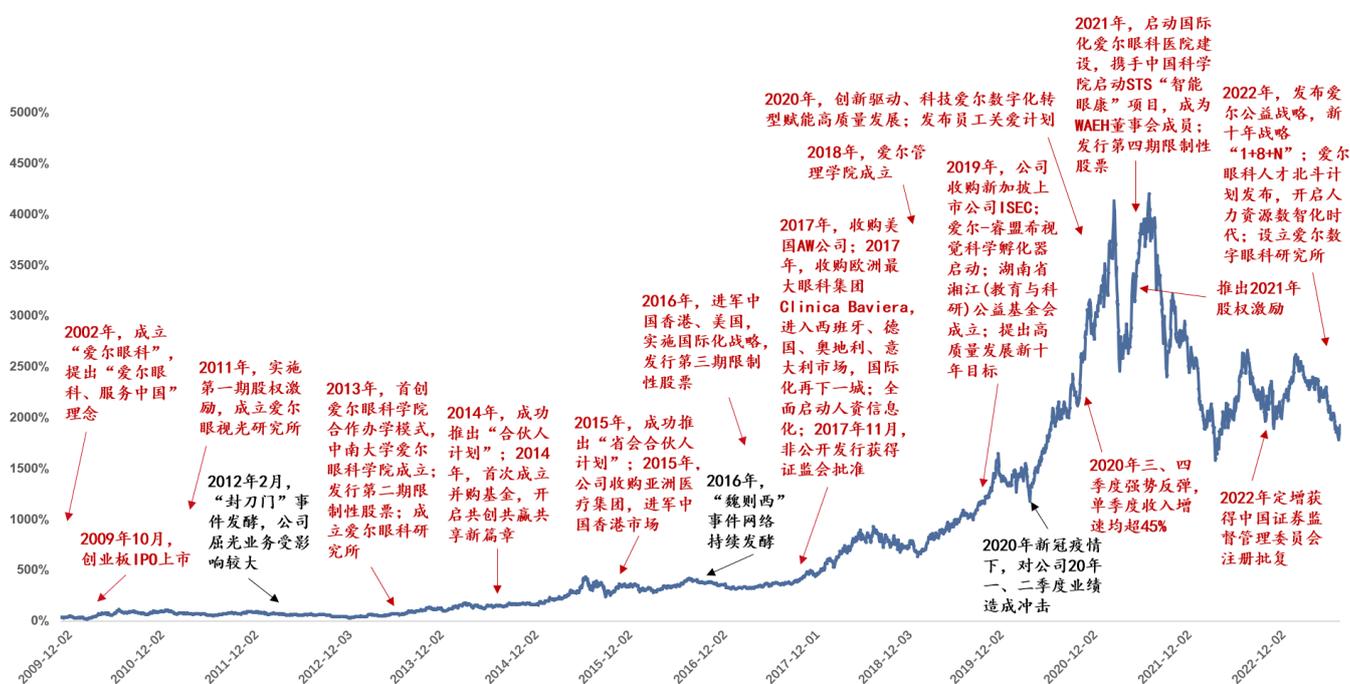
1 爱尔眼科：以中国为轴心，视野布局世界	3
1.1 深耕眼科医疗二十载，布局全球海内外齐发力	3
1.2 股权结构集中，核心高管业务紧密	4
1.3 公司业绩 10 年高复合增长，成长能力净现	4
1.4 业务结构化调整不断优化，屈光与视光领衔增长	6
2 中国眼科医疗市场：患者基数庞大，行业增势稳定	10
2.1 中国眼科医疗服务市场增势稳定，赛道细分前景广阔	10
2.2 民营眼科机构随着品牌力的加强有望成长为行业中坚力量	15
2.3 “一超多强”已然形成，龙头壁垒优势突出	16
3 并购基金模式助力成长，“1+8+N”建设深化运营	18
3.1 并购基金模式下，区域覆盖效率提速	18
3.2 “1+8+N”模式布局，打造高水平医疗树品牌	21
4 品牌效应逐步外显，人才研发投入与日俱增	24
4.1 人才引进机制灵活，专家加盟壮大品牌影响力	24
4.2 人才激励吸收核心资源，公司管理体系健全	25
4.3 与多家校企展开合作，人才培养体系逐步完善	26
5 盈利预测与投资建议	28
5.1 盈利预测假设与业务拆分	28
5.2 估值分析及投资建议	30
6 风险提示	31
插图目录	33
表格目录	34

1 爱尔眼科：以中国为轴心，视野布局世界

1.1 深耕眼科医疗二十载，布局全球海内外齐发力

眼科医疗龙头，业绩经营稳健。爱尔眼科成立于 2002 年，2009 年于深交所上市，是国内首家 IPO 的眼科连锁医疗服务公司。公司主要从事各类眼科疾病诊疗、手术服务与医学验光配镜等业务，成长能力尤其突出。凭借引领行业的业务能力和持续完善的服务网络布局，公司在先后经受“封刀门”等行业内外部冲击下始终保持稳健发展势头，彰显自身强劲韧性。

图1：爱尔眼科上市至今股价及发展历程



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

全球化网络完善，海内外齐发力。爱尔眼科作为全球性眼科连锁医疗机构，服务网络遍布海内外，截至 12M23，集团旗下机构数合计已达 881 家。其中：1) 中国大陆：公司通过上市公司新建收购和设立并购基金体外培育两种方式快速扩张。截至 12M23，中国大陆共有 750 家眼科机构，其中上市公司旗下 439 家，体外并购基金旗下 311 家；2) 境外市场：公司从 2015 年开始开启了国际化并购步伐，先后完成中国香港的亚洲医疗集团（2015 年）、美国 MINGWANG 眼科中心（2017 年）、欧洲 Clinica Baviera.S.A（2017 年）、东南亚 ISEC Healthcare Ltd（2019 年）等领先的境外眼科机构的收购。截至 12M23，公司境外已合计布局 131 家眼科中心及诊所，其中中国香港 8 家，美国 1 家，欧洲 108 家，东南亚 14 家，逐渐形成了覆盖全球的医疗服务网络。

1.2 股权结构集中，核心高管业务紧密

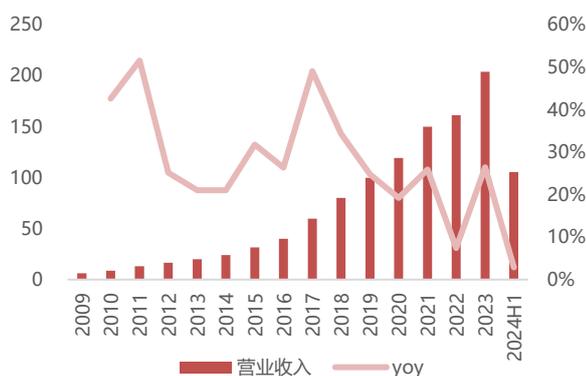
股权结构相对集中，核心高管搭档多年且分工明确。董事长陈邦为公司实际控制人，截至 24H1，其直接加间接（通过爱尔医疗投资集团）持有公司 42.94% 的股份，副董事长兼总经理李力直接加间接持有公司 10.33% 的股份，两人合计持有公司 53.27% 的股份，股权结构相对集中。

公司核心管理层稳定且分工明确。董事长陈邦及总经理李力为公司创始人，两人搭档近 20 年，其中陈邦主要负责公司宏观战略发展，李力主要负责企业日常管理和可持续发展，两人分工清晰各司其职。公司其他核心管理层大多深耕多年，经验深厚。

1.3 公司业绩 10 年高复合增长，成长能力净现

业务表现在外部困境下彰显韧劲，稳步上升。作为国内首家 IPO 的眼科连锁医疗服务公司，凭借其引领行业的业务技术能力和持续完善的服务网络布局，公司在先后经受“封刀门”、“魏则西事件”网络舆情发酵等行业内外部冲击下始终保持稳健发展势头，彰显出爱尔自身强劲韧性，2019-2023 年营业收入 CAGR 达 19.49%、归母净利润 CAGR 达 24.93%，而 2024H1 营业收入达到 105.45 亿元 (yoy+2.86%)，归母净利润 20.50 亿元 (yoy+19.71%)。除 2012 年受“封刀门”、2022 年 Q4 新冠疫情等个别事件影响外，其他年份业绩均快速增长。

图2：爱尔眼科营业收入变化（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：爱尔眼科归母净利润变化（亿元）

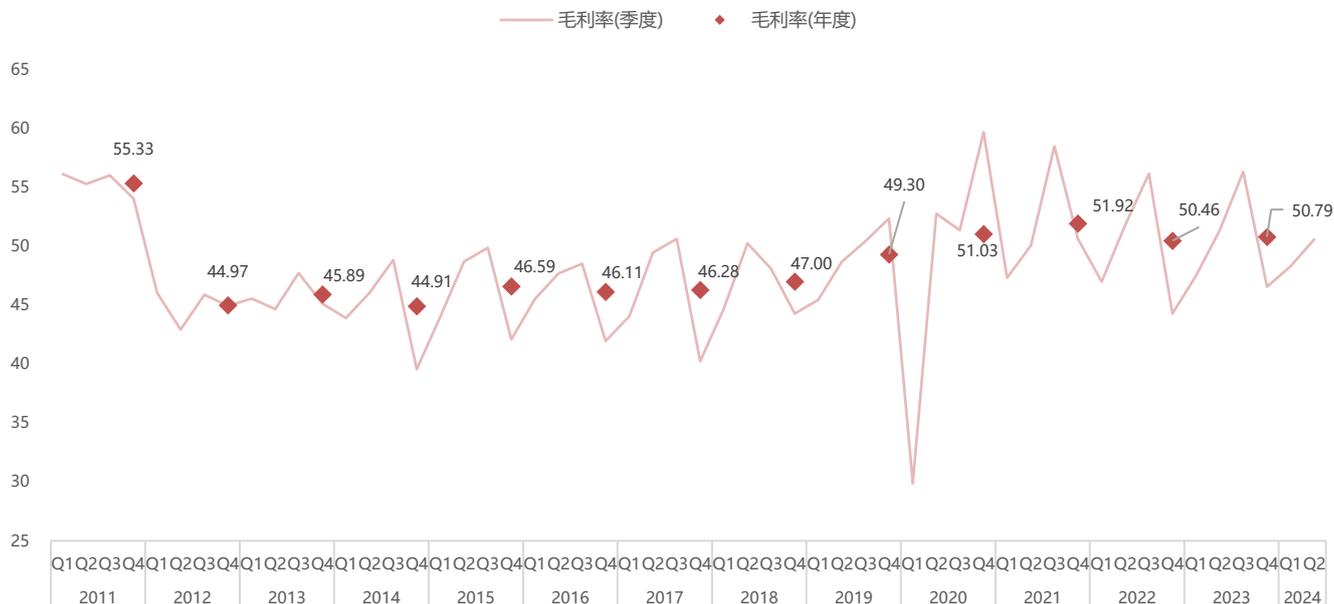


资料来源：wind，民生证券研究院

公司盈利能力稳中有进，品牌树立不断深入。除去 2020Q1 受全国突发新冠肺炎疫情疫情影响下公司门诊、手术阶段性暂停的特殊影响，公司毛利率与净利率总体呈现出稳中有进的态势。毛利率自 2012 年开始维持在 40-50% 的水平（2011 年度毛利率计算口径较后年有区别，调整后的公司年毛利率 47.83%），自 2018 年开始连续三年快速上升，2019/2020/2021 年公司毛利率分别为 49.30%/51.03%/51.92%，系屈、视光收入占比提升与公司规模效应增大所致；净利率自 2011 年开始维持在 11-17% 的区间。2018 年至 2023 年，爱尔眼科的净利率持续上升，从 13.3% 提升至 18.0%。这一增长得益于公司规模效应和结构

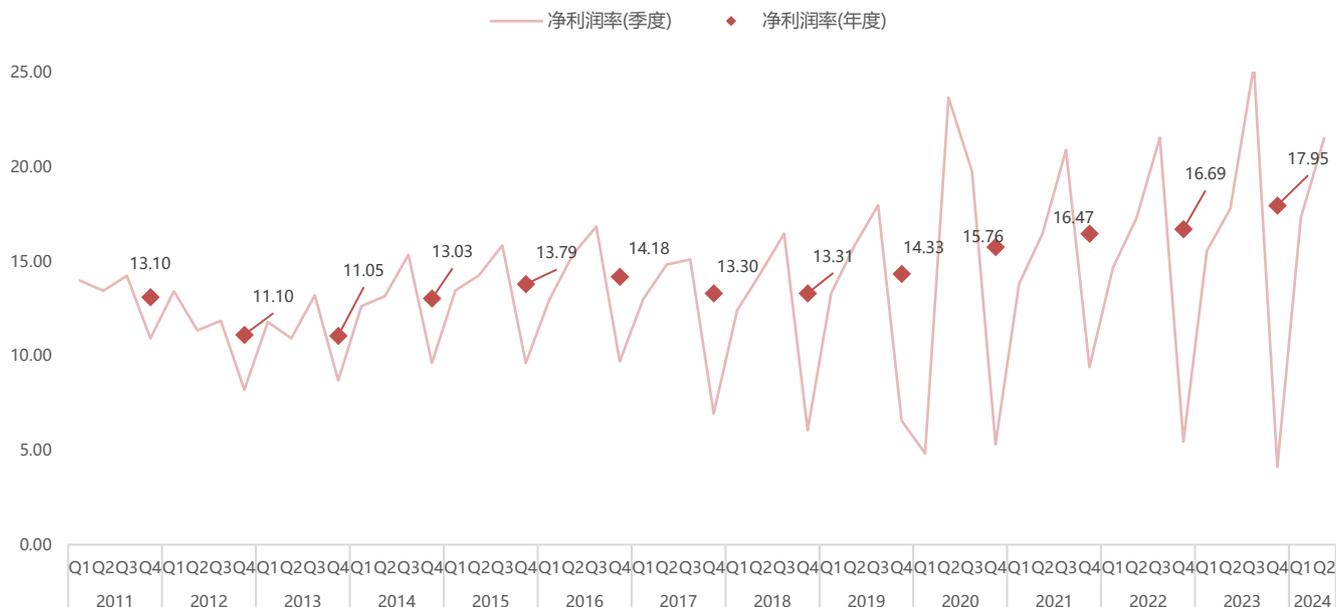
优化成果的逐步显现。

图4: 爱尔眼科毛利率 (%) 变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

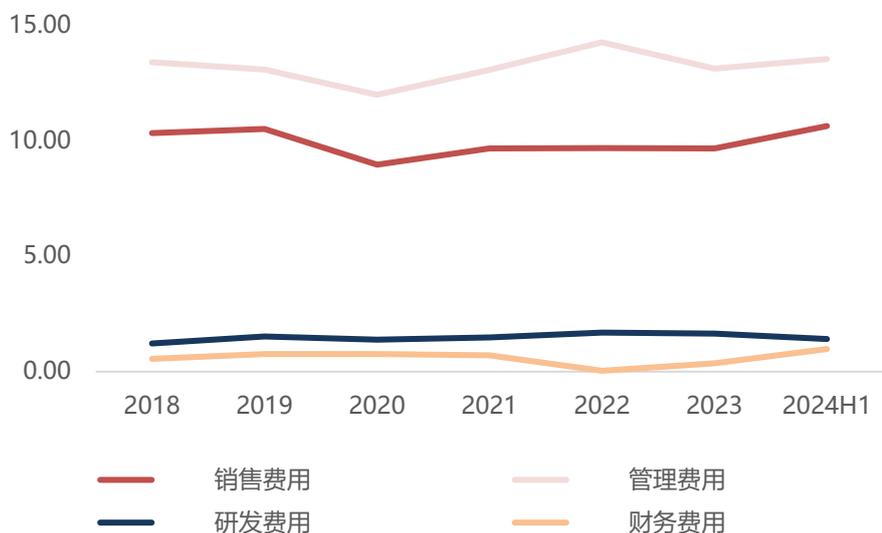
图5: 爱尔眼科净利率 (%) 变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司经营规模不断扩大,伴随着品牌效应的显现和规模效应的提升,公司销售费用率逐年下降,目前三费率均处于平稳态势。

图6: 爱尔眼科费用率变化(%)

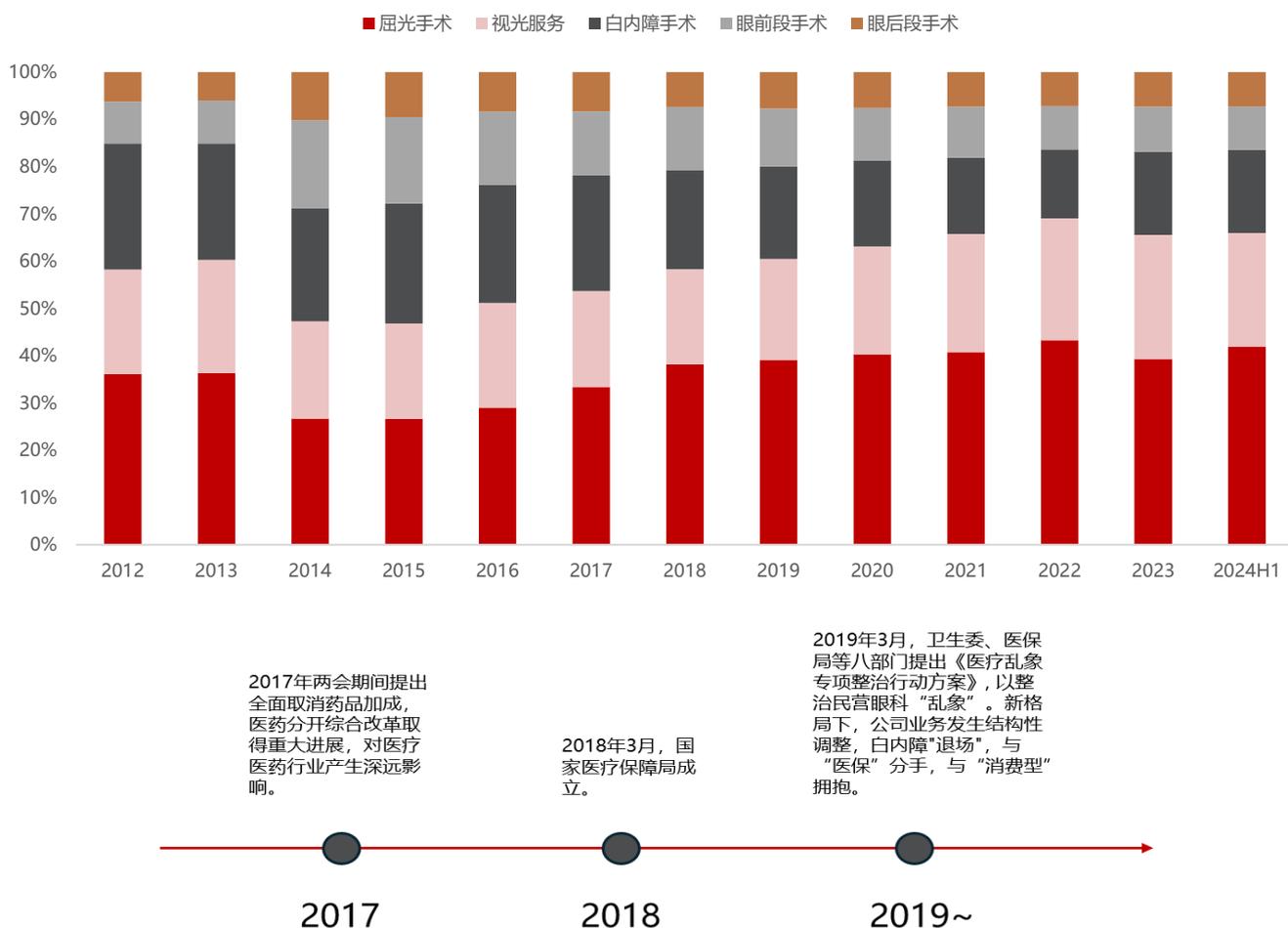


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.4 业务结构化调整不断优化, 屈光与视光领衔增长

政策带来业务结构化调整, 迎来增长新机遇。2018年3月, 国家医疗保障局成立; 次年3月, 卫健委、医保局等8部门提出《医疗乱象专项整治行动方案》, 以整治民营眼科白内障“乱象”——即民营眼科通过优惠、免费、车接车送方式占据白内障筛查市场的现象, 白内障业务总体增速放缓, 2022年受不可抗力影响白内障患者正常就医, 公司白内障业务收入迎来首次下降。2023年因过往外部环境延迟的需求得到释放, 白内障业务收入有着显著的反弹。新格局下, 公司业务发生结构性调整, 白内障业务营收占比呈下降趋势, 而屈视光业务占比逐年提升。但随着人口老龄化的提升, 白内障业务有望进一步加强, 术式由复明性白内障向屈旋旋光性白内障升级, 高端多焦晶体、飞秒白内障术式等应用增加。

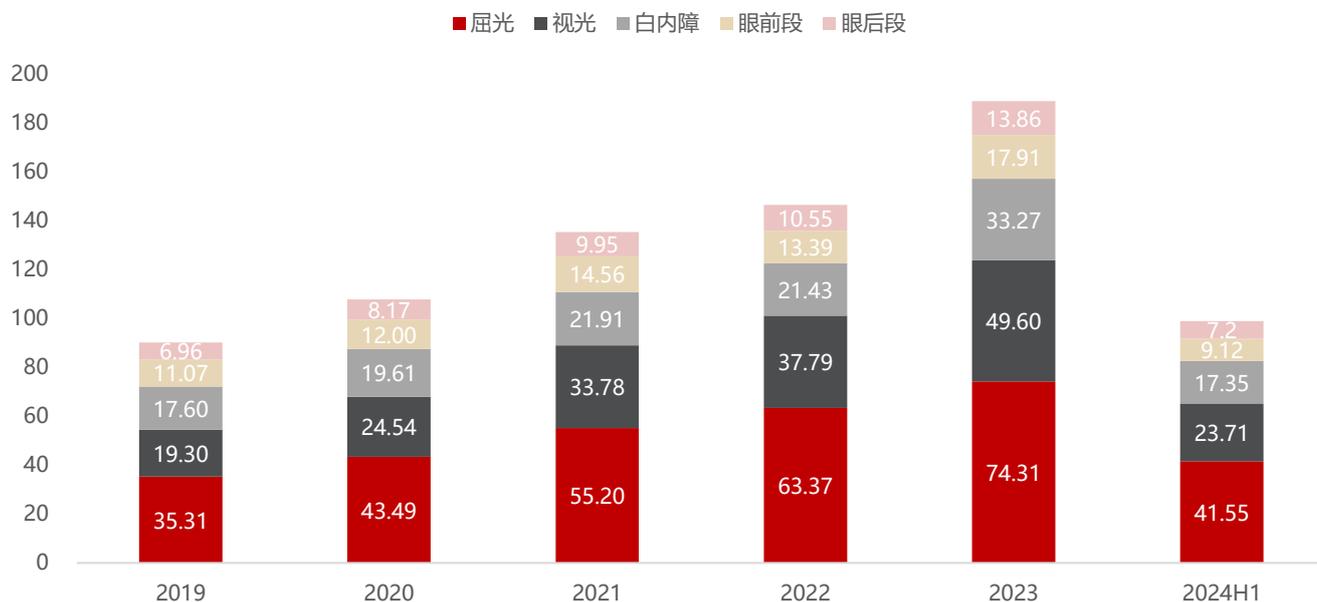
图7：爱尔眼科业务占比及结构调整历史发展回顾



资料来源：公司公告，国家卫生健康委，民生证券研究院等

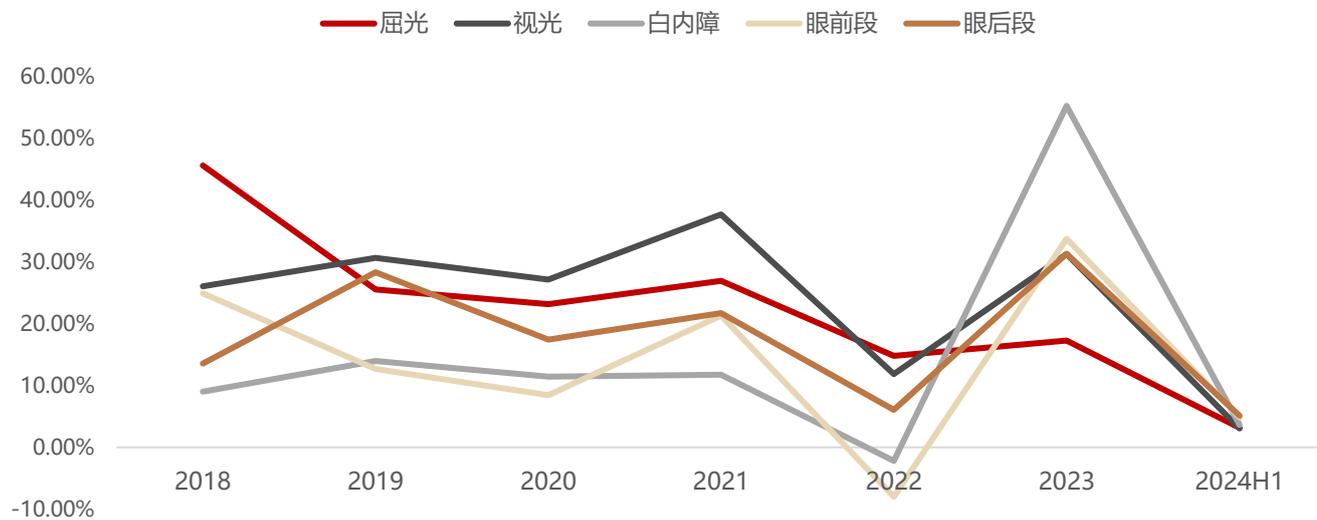
近年来，屈、视光业务为营收主要推动力。公司主要业务包括屈光手术、白内障手术、眼前段手术（角膜、虹膜、睫状体、晶状体等）、眼后段手术（玻璃体、视网膜等）、视光服务及其它业务（其它类型医疗服务及药品、器材、耗材销售等）。近年来公司持续提升全飞秒、ICL 等高端屈光手术的占比，与此同时随着国家青少年近视防控战略的落地，爱尔视光的品牌影响力进一步提升，促进了屈光与视光业务的稳定增长和品质升级。2023 年，公司屈光/视光/白内障/眼前段/眼后段业务收入分别为 74.31/49.60/33.27/17.91/13.86 亿元，同比增减 17.27%/31.25%/55.24%/33.78%/31.33%，其中屈光业务 19-23 年 CAGR=20.4%，视光业务 19-23 年 CAGR=26.6%（白内障/眼前段/眼后段同期 CAGR 分别为 17.3%/12.8%/18.8%）。

图8: 爱尔眼科各项主营业务 19-23 年收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

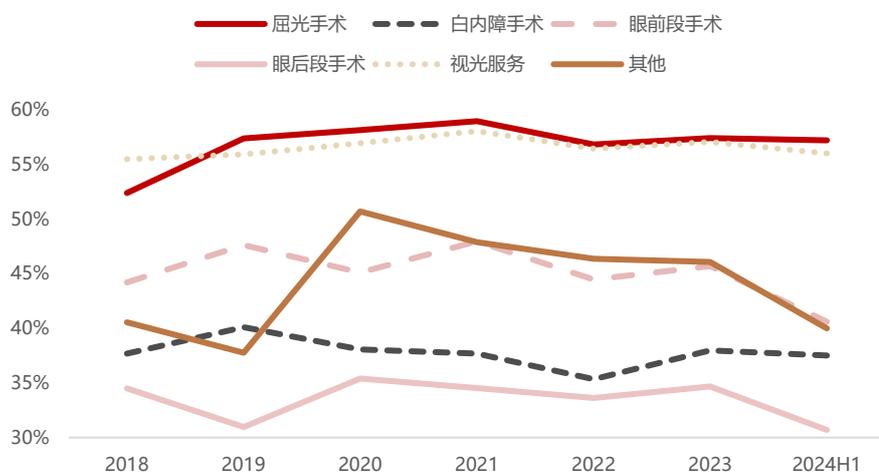
图9: 爱尔眼科各项主营业务 18-23 年业务同比增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

从毛利率角度看, 非医保项目的屈光手术及视光服务毛利率较高, 其 2023 年分别达到 57.4%和 57.1%, 而白内障业务随着术士的升级, 毛利率有抬升的趋势。

图10：公司各项业务毛利率



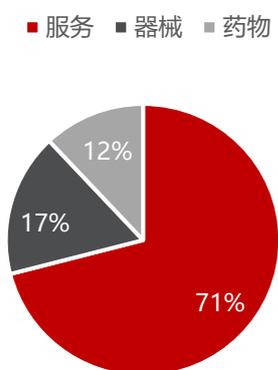
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 中国眼科医疗市场：患者基数庞大，行业增势稳定

2.1 中国眼科医疗服务市场增势稳定，赛道细分前景广阔

我国眼科疾病患者基数庞大、诊疗率低，拉动眼科各细分赛道增长。眼科属于“药物+器械+服务”三位一体的医疗赛道。国内眼科市场保持双位数高速增长态势，到 2021 年，眼科市场整体规模已达到近 2100 亿元。就细分领域市场规模而言，眼科服务市场占比最大，达到 72%左右，器械次之，占比达 17%左右。

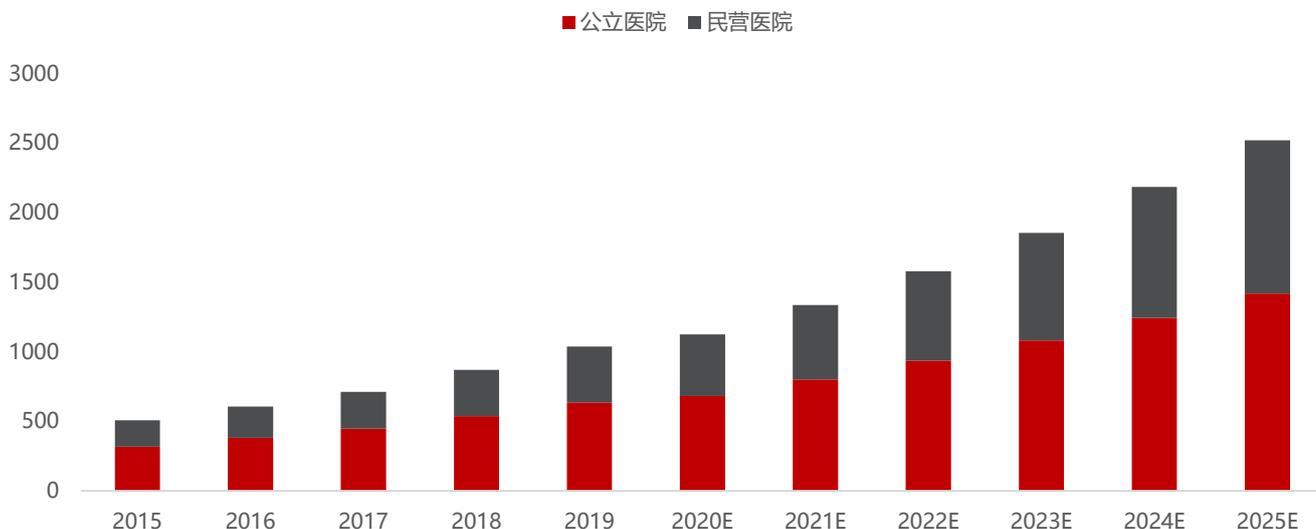
图11：中国眼科细分领域市场占比



资料来源：F&S，民生证券研究院

中国眼科医疗服务前景向好，民营机构将占半壁江山。灼识咨询的资料显示，截至 2019 年，我国眼科医疗服务的市场规模达到了 1037.4 亿元（2016-2019 年眼科医疗服务市场规模 CAGR 为 19.6%），民营眼科医疗服务占行业总体规模的 38.7%（2016-2019 年民营眼科医疗服务市场规模 CAGR 为 21.2%），主要系(1)眼科患者数量持续增长预期(2)医疗服务技术支持进一步刺激医疗服务需求(3)民营眼科设备技术迭代优势突出，专业人才流动趋势倾向于民营眼科服务机构等多重因素的综合作用，预计 2025 年眼科医疗服务行业总规模将突破 2500 亿元，其中民营医院占比将会持续爬升，届时将占据行业总体规模的 43.7%。

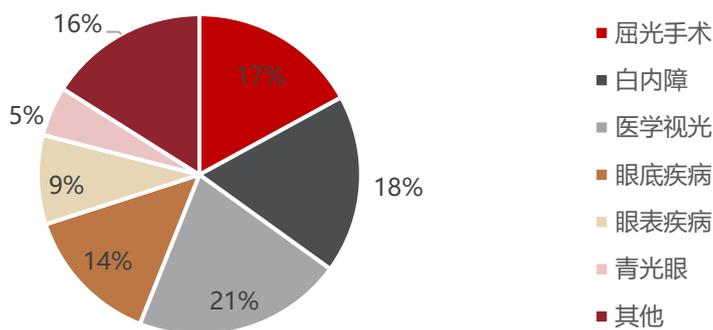
图12：我国眼科医疗服务市场规模（亿元）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，民生证券研究院

我国眼科医疗服务市场主要由屈光、眼病及视光三大细分市场组成。从全国范围来看，我国眼科医疗机构分布较为松散，但在以城市为单位的区域市场上，绝大多数市场集中度高于 70%，呈现出全国分散、地区集中的态势。屈光手术主要针对于屈光不正（包括近视、远视、散光和老花眼）；眼病诊疗针对于白内障、青光眼、眼底病等疾病；医学视光通常包括医学验光配镜和屈光不正视力矫正。屈光手术、白内障、医学视光、眼底疾病的市场规模占比较大，2019 年占比分别为 17%、18%、21%、14%。

图13：2019 年中国眼科医疗服务市场规模占比



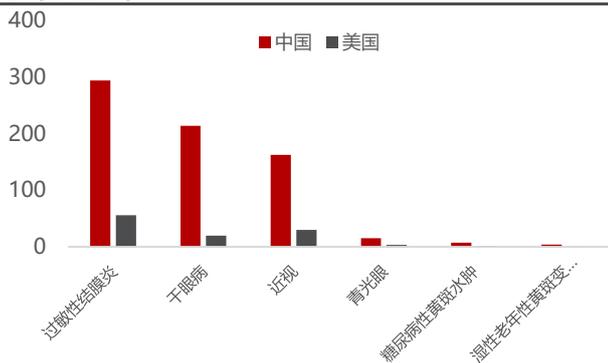
资料来源：华夏眼科招股书，民生证券研究院

2.1.1 需求端：患者、诊疗、医疗支出三方增长刺激需求释放

我国眼病患者人数庞大，且呈现逐年上升趋势。灼识资料的数据显示，常见的眼科疾病中近视患者高居榜首，且伴随电子产品不科学使用现象的存在，未来近视将会作为眼患者的主要增长点之一。2019 年我国的近视、远视、白内障患者分别为 5.3 亿人(58.2%)、2.5 亿人(27.5%)、1.3 亿人(14.3%)，预计 2025 年将分别

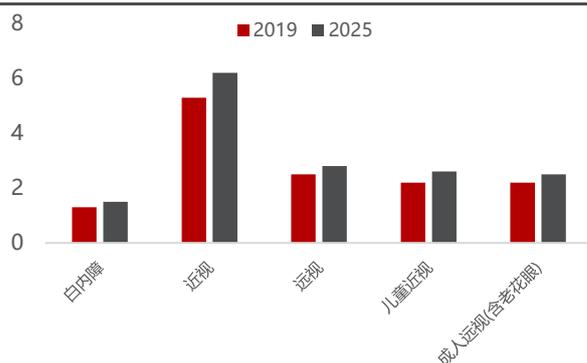
达到 6.2 亿人(59.0%)、2.8 亿人(26.7%)、1.5 亿人(14.3%); 将近视患者与远视患者人群做进一步细分, 2019 年儿童近视约占近视患者的 40%, 而成人远视占远视患者的近 90%, 预计 2025 年两者的占比将进一步提升至 42%和 90%, 两者就诊需求都具有长周期性的特征, 因此我们认为这些眼病患者将长期持续, 且目前存在增量的支持。

图14: 2019 年中美主要眼科疾病患病人数/诊断率对比 (百万人)



资料来源: F&S, 兆科眼科招股书, 民生证券研究院

图15: 我国常见眼科疾病患者数量 (亿人)



资料来源: 灼识咨询, 民生证券研究院

眼部疾病的治疗方式相较于其他的临床医学学科存在较大差异, 这主要归因于眼部结构的复杂性和精密性, 因此, 诊疗技术的迭代升级和治疗方法上的持续延拓对于眼病诊疗非常重要。目前, 已经出现了诸如角膜屈光、眼内屈光、超声乳化、人工晶体植入等先进眼科医疗技术, 在这些技术的加持之下, 近视和白内障已经可以实现痊愈。将来, 眼科学研究将在高度细分的学科基础上进一步向深度发展, 与技术迭代共同作用, 在提高眼科诊疗质量的基础之上刺激潜在患者的就诊意愿。

表1: 常见眼科疾病的常用治疗方式

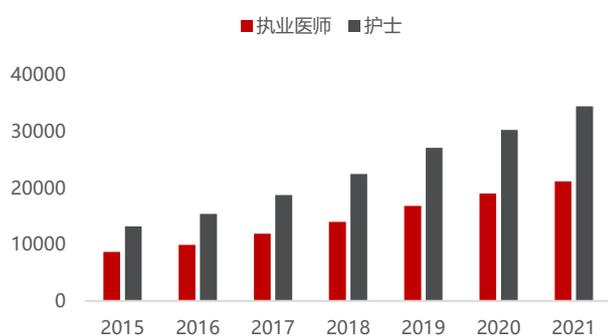
眼科疾病	常用治疗手段	治疗目的
屈光不正	屈光手术 (角膜屈光手术、眼内屈光手术、屈光手术矫正老视等)	治愈
	医学视光 (框架眼镜、角膜接触镜等)	控制
白内障	手术治疗 (超声乳化白内障吸除术、白内障囊外摘除术、飞秒激光辅助下白内障摘除术、人工晶体植入术、多焦点人工晶体植入等)	治愈
	药物治疗 (部分滴眼液等)	延缓
青光眼	药物治疗 (缩瞳剂、β-肾上腺能受体阻滞剂、α-肾上腺能受体激动剂、前列腺素衍生物、碳酸酐酶抑制剂、高渗剂等)	控制
	激光治疗 (Nd:YAG 激光虹膜切开术、氩激光或半导体激光周边虹膜成形术、选择性激光小梁成形术等)	
	手术治疗 (周边虹膜切除术、小梁切除术、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)	
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)	
干眼	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
	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)	
	手术治疗 (自体颌下腺移植等)	

资料来源: 普瑞眼科招股说明书, 民生证券研究院

2.1.2 供给端：医疗人才和先进设备是行业持续发展的关键

眼科医疗人才增长迅速，但仍存在较大缺口。《中国卫生健康统计年鉴》显示，我国眼科专科医院执业医师及护士人数于近年呈现显著增长，2021 年眼科专科医务人员相较于 2015 年实现了 2.5 倍的提升，这与近年来我国对眼科医疗行业的重视不无关系。然而，根据灼识咨询的数据，2015 年同期相较于美国、英国、日本等发达国家，我国每百万人眼科医生数还有很大的上升空间。因此，目前我国眼科医疗服务供给端仍相对短缺。

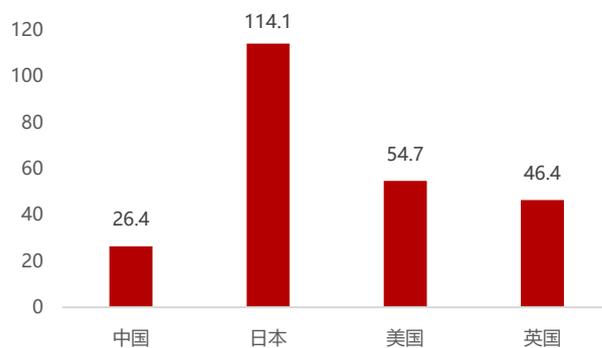
图16：中国眼科专科医院执业医师及护士人数（人）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，民生证券研究院

注：执业医师中包含执业助理医师；仅包含眼科专科医院执业医师数以及护士数

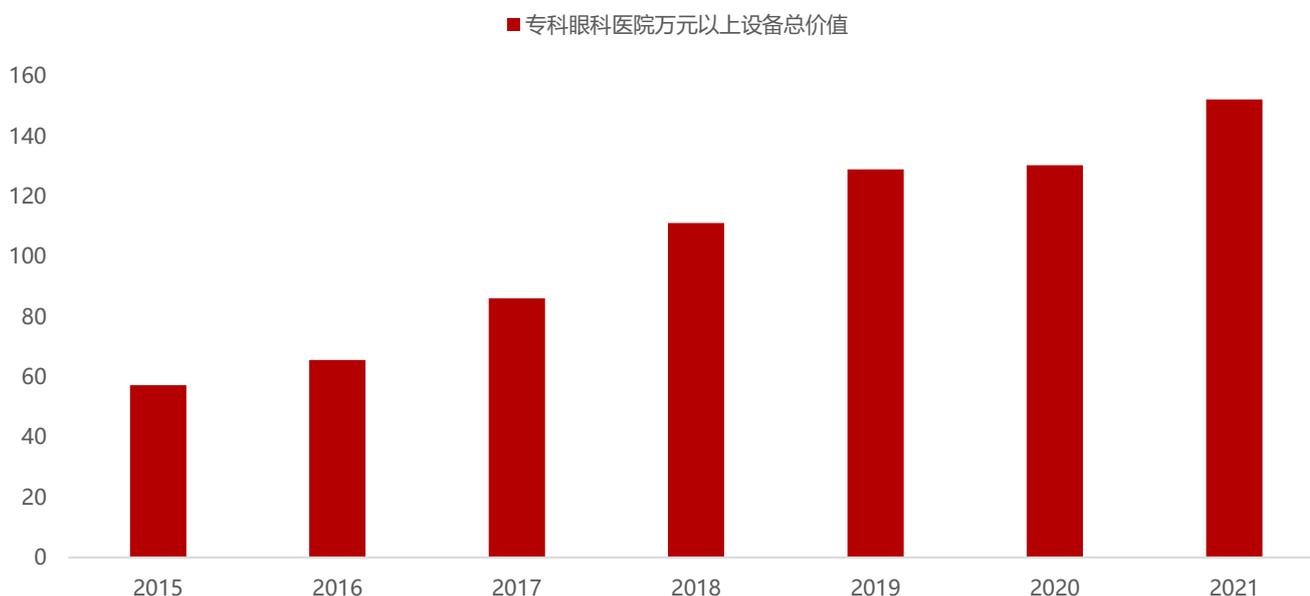
图17：中国及部分发达国家每百万人眼科医生数对比（人/百万人）



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

眼科疾病极度需要先进医疗设备的支持，民营眼科在此更具优势。在眼科学研究的高度细分之下，眼科医疗设备推陈出新，迭代速度逐渐加快，产品由可行、可用向微创、精细的方向迅速发展，这势必需要眼科医院加大相关眼科医疗产品的追加投入。《中国卫生健康统计年鉴》的数据指出，2021 年我国专科眼科医院万元以上的设备总价值为 152.3 亿元，是 2015 年的接近 3 倍，在设备投入上民营医疗机构更具灵活性，对于新设备引入的相应速度更为积极，因而在技术迭代上更具备优势。

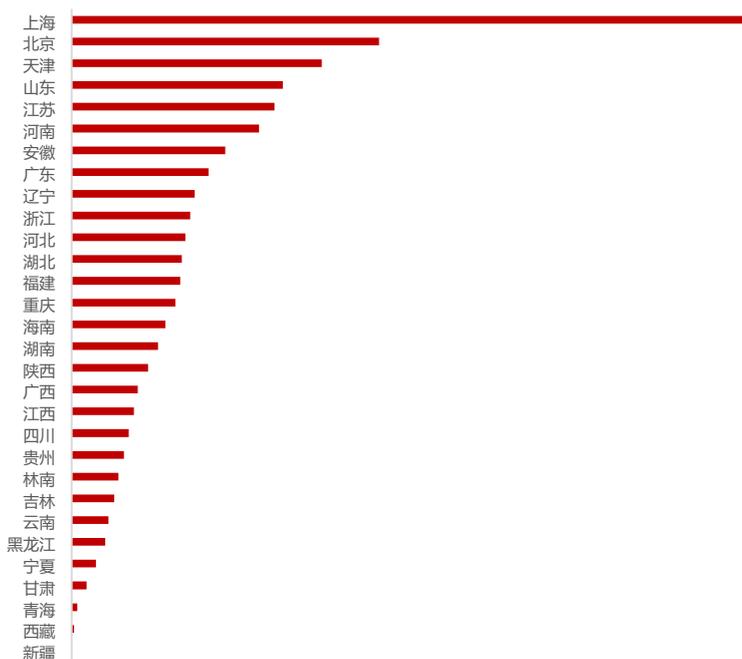
图18: 我国专科医院万元以上设备总价值 (万元)



资料来源:《中国卫生健康统计年鉴》, 民生证券研究院

我国眼科医疗资源分配地域差异性明显。《中国卫生健康统计年鉴》显示, 我国万元以上设备主要集中在东部地区, 与人口地理特征与经济呈现高度相关性, 其中, 上海远超我国平均水平, 眼科病床密度达到了 2440 张/平方千米, 北京、天津、山东、江苏等地次之。未来, 伴随着经济发展和政策上资源的宏观调控, 供给端将会稳步增长, 且中西部地区具有很大的发展潜能。

图19: 中国分省眼科病床密度(2021 年)



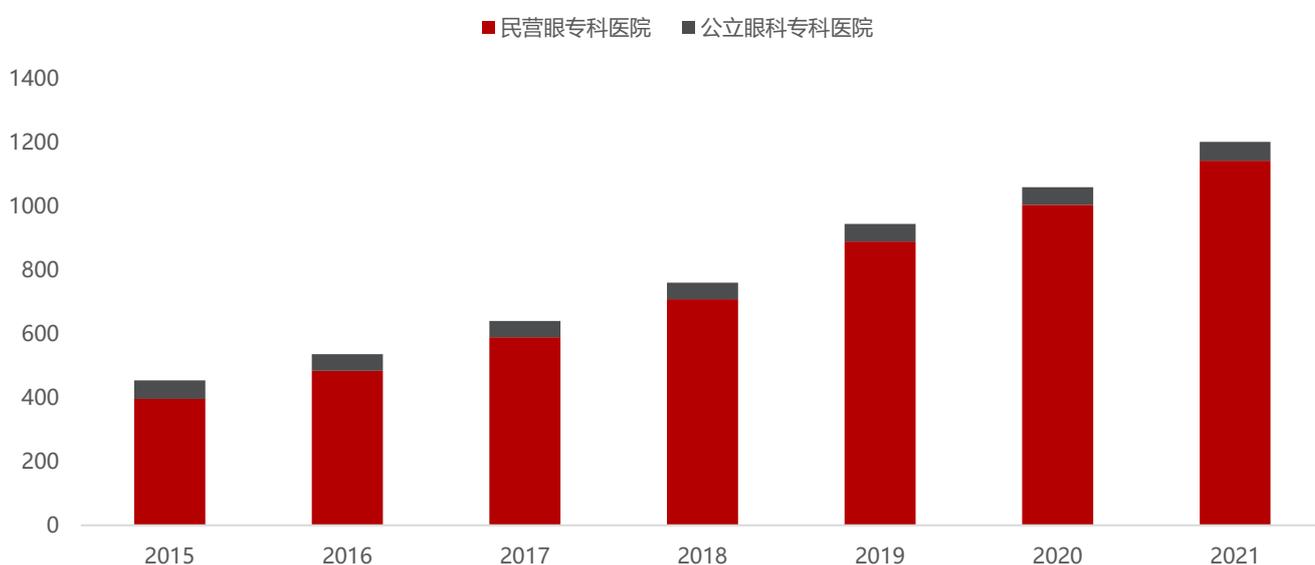
资料来源:《中国卫生健康统计年鉴》, 国家统计局, 民生证券研究院

注: 不包含港澳台数据

2.2 民营眼科机构随着品牌力的加强有望成长为行业中坚力量

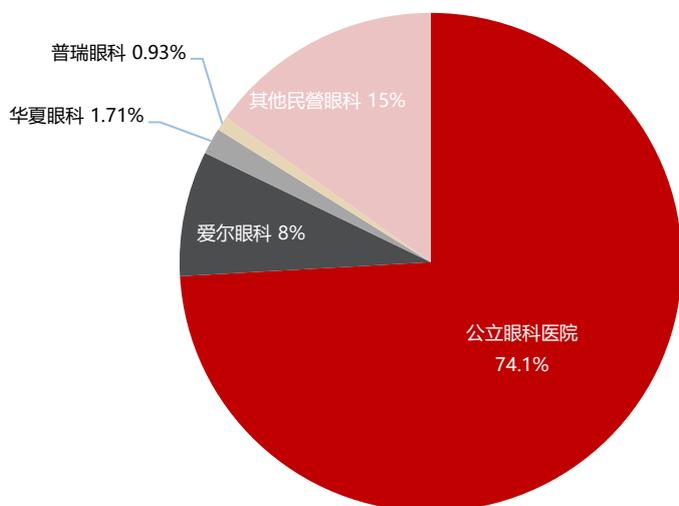
民营眼科医疗前景广阔。《中国卫生健康统计年鉴》显示，我国专科医院增速可人，2021年民营专科医院数是2015年的近3倍之多，占眼科专科医院总数的比例高达95%。相较于公立眼科专科医院，民营眼科医院特有的连锁式发展架构、个性化服务特征以及利好政策将进一步推进民营眼科医疗的扩张。因此，我们看好民营眼科医疗成为推动眼科行业发展的中流砥柱。

图20：中国眼科专科医院数（家）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，国家统计局，民生证券研究院

公立医院凭借先天的背书优势，在眼科医疗服务市场占有率上有一定优势，展现出显著的虹吸效应。然而，随着头部民营眼科专科医院品牌力的持续强化，此类机构有望通过提升品牌影响力和服务质量，逐步增加患者流量，进一步巩固并扩大其市场份额。

图21：2022 年我国眼科诊疗市场竞争格局


资料来源：智研咨询，民生证券研究院

民营眼科医院具有传统公立眼科医院所不具有的个性化服务优势。 民营眼科医疗机构能够更加灵活地根据患者的需求提供针对性的治疗方案；此外，由于民营眼科具有更高的灵活性，其对于先进技术的引进和高端设备的使用会早于公立医院，能够满足部分患者对高新诊疗技术的需求。而从运营维度来看头部民营眼科机构通连锁化运营特诊，覆盖更广阔的患者，增加就医便捷度；此外，跨区域扩张的规模化、体系化和品牌化优势将分摊运营成本、加强人才流动和提升技术辐射区域，实现多层次的降本增效。

2.3 “一超多强”已然形成，龙头壁垒优势突出

发展持续向好，行业格局形成。 受制于医院规模和政府预算限制，公立医疗在屈光、视光等眼科医疗设备的更新迭代速度不及民营眼科医疗，民营眼科中，以爱尔眼科为核心的“一超多强”的行业格局已经形成。其中，爱尔眼科凭借完善的服务网络和出色的管理水平成为业界公认的行业龙头，朝聚、华夏、普瑞、何氏眼科等则拥有各自优势地域，并逐渐开始向其他区域扩张。

表2：代表性民营眼科医疗机构一览

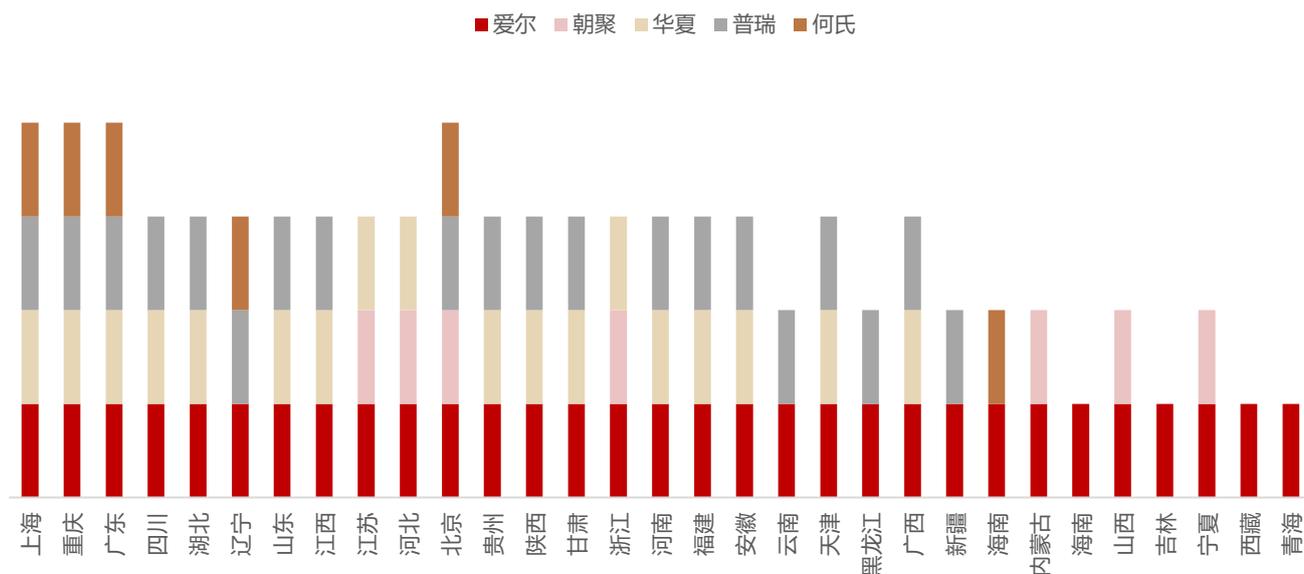
	爱尔眼科	朝聚眼科	华夏眼科	普瑞眼科	何氏眼科
主要服务区域	覆盖国内 31 个省市自治区及直辖市，同时布局中国香港、东南亚、欧洲和美国地区	深耕内蒙古，布局浙江、江苏、河北等地	重点覆盖华东、华南，布局华中、西南、华北等地	已覆盖包括北京、天津、上海、重庆、西安、哈尔滨、乌鲁木齐等多个直辖市和省座城市	深耕辽宁，布局北京、上海、深圳、重庆等地
2023 年医疗机构数量	中国大陆：750 家眼科机构（上市公司体内 439 家，产业并购基金旗下 311 家）；	中国大陆 31 家眼科医院，29 家视光中心	中国大陆：57 家眼科医院，60 家视光中心	中国大陆：27 家眼科医院，3 家眼科门诊部	中国大陆：已拥有 120 余家医疗机构和视光门诊

	中国香港: 8 家眼科机构; 欧洲: 108 家眼科机构; 东南亚: 14 家眼科机构; 美国: 1 家眼科机构				
2023 年门诊量 (万人次)	1510.64	112.87	超 186	超 150.65	-
2023 年手术量 (万例)	118.37	-	超 37	超 17.57	-
2023 年营业收入 (亿元)	203.67	13.74	40.13	27.18	11.85
2023 年归母净利润 (亿元)	33.59	2.29	6.66	2.68	0.64

资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

爱尔眼科基本实现全国化布局, 格局稳定。 民营眼科中, 爱尔眼科布局最为广泛, 目前除台湾省外, 已实现全国 31 个省市自治区全面布局, 其中, 北京、上海、重庆、广东存在四家眼科医疗服务上市公司聚头的情况, 由此可见当地医疗资源相对丰富、消费力相对充足。

图22: 代表性民营眼科医疗机构地域重叠情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

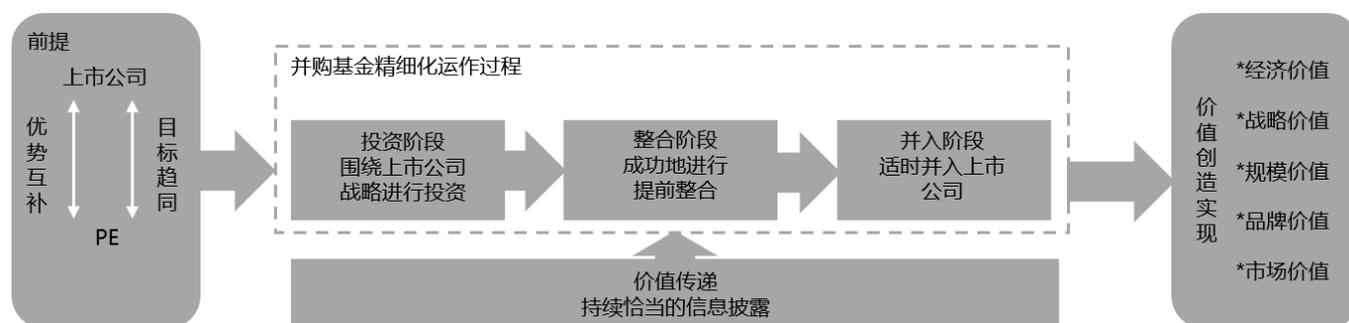
3 并购基金模式助力成长，“1+8+N”建设深化运营

3.1 并购基金模式下，区域覆盖效率提速

并购基金模式助力上市公司与 PE 实现双赢。爱尔眼科构建的上市公司+PE 模式能够利用 PE 整合大量的资金和资源，再通过优质标的和先进的管理输出反哺 PE，实现互利共赢。其运作方式是由 PE 帮助新建医院渡过 3 至 5 年的培育阶段，随后将培育成功的优质体外资产以合适的价格并入爱尔眼科体内，由 PE 获得相应收益。“上市公司+PE”可以有效减少传统扩张对上市公司财报业绩及现金流的影响，实现精准且迅速的扩张。

1) 设立 PE 及募资阶段：在 PE 设立的过程中，爱尔眼科主要担任有限合伙人，提供品牌和管理咨询服务，出资比例居于 10-20%之间，以较小的成本实现成规模的扩张。公司前期的财务核算方式主要以可供出售金融资产的成本法核算，这样可以有效避免 PE 并购标的前期亏损对于公司的财报影响。

图23：爱尔眼科产业并购基金运作模式



资料来源：陆正华《“上市公司+PE”型并购基金如何创造价值——基于爱尔眼科的案例》，民生证券研究院

2) 投入运作阶段：PE 基金在本阶段通过资源整合和运作经验加快体外医院的布局，爱尔眼科则辅以标准化的管理体系输出。在 PE 旗下的外部标的均出现“爱尔”标识，这意味着其可以与体内的爱尔医院共享优质客户、品牌效应辐射、培训支持、标准化管理体系等资源。

3) 并入阶段：渡过孵化阶段的体外医院，当其具备一定的盈利性，并达到公司相应的内控标准时，上市公司会以自有资金或非公开发行股票的方式进行分批收购。(内控标准一般是指成立并运营超过 2 年，且达到盈亏平衡点/盈利状态，医疗质量水平符合公司标准预计医疗治疗标准要求等。)PE 基金一般会以数倍估值回收投资收益，而上市公司则会将其并入体内获取未来的成长潜力。

表3：爱尔眼科收购体外医院主要标准及考虑因素

考虑因素	具体内容
标准 1	医院已成立并正常运营超过 2 年，具备经营稳定性，拥有稳定的人员，优质的医护团队和合理的岗位结构，在当地已形成一定的品牌效应

标准 2	医院的管理水平和医疗质量水平符合上市公司相关管理标准和医疗质量标准的要求
标准 3	由于地处不同区域、面对不同市场、具有不同定位的医院,在医院规模、前期投入、盈利曲线等方面存在较大差异,因此不能以统一的盈利能力硬性指标适用所有的医院收购项目。在实际操作中,公司对拟收购医院总体要求已实现扭亏为盈,或正处于盈亏平衡点附近,同时在每个项目的操作中,结合具体医院定位、所处区域、自身规模、市场情况、竞争环境等医院内外部因素,在上述总体标准的基础上进行判断
标准 4	医院内控规范,不存在尚未整改或重大负面影响尚未消除的重大违法违规行或医疗事故,不存在重大未决诉讼和纠纷
标准 5	医院自被许可使用爱尔商标字号经营后,能够参照上市公司提出的医疗质量标准和管理标准开展经营,不存在违反相关标准并且未整改的情形

资料来源:公司公告,民生证券研究院

公司依据医院未来成长性以及当前市场环境给予相应估值,估值区间较为合理。公司收购体外医院估值以 PS 计算基本在 2-3 倍之间,目前,行业整体受到消 费力因素的影响,在当前市场环境下,我们观察到公司收购体外医院的估值有所下 滑,以保障上市公司利益。

表4: 部分体外医院收购对价梳理

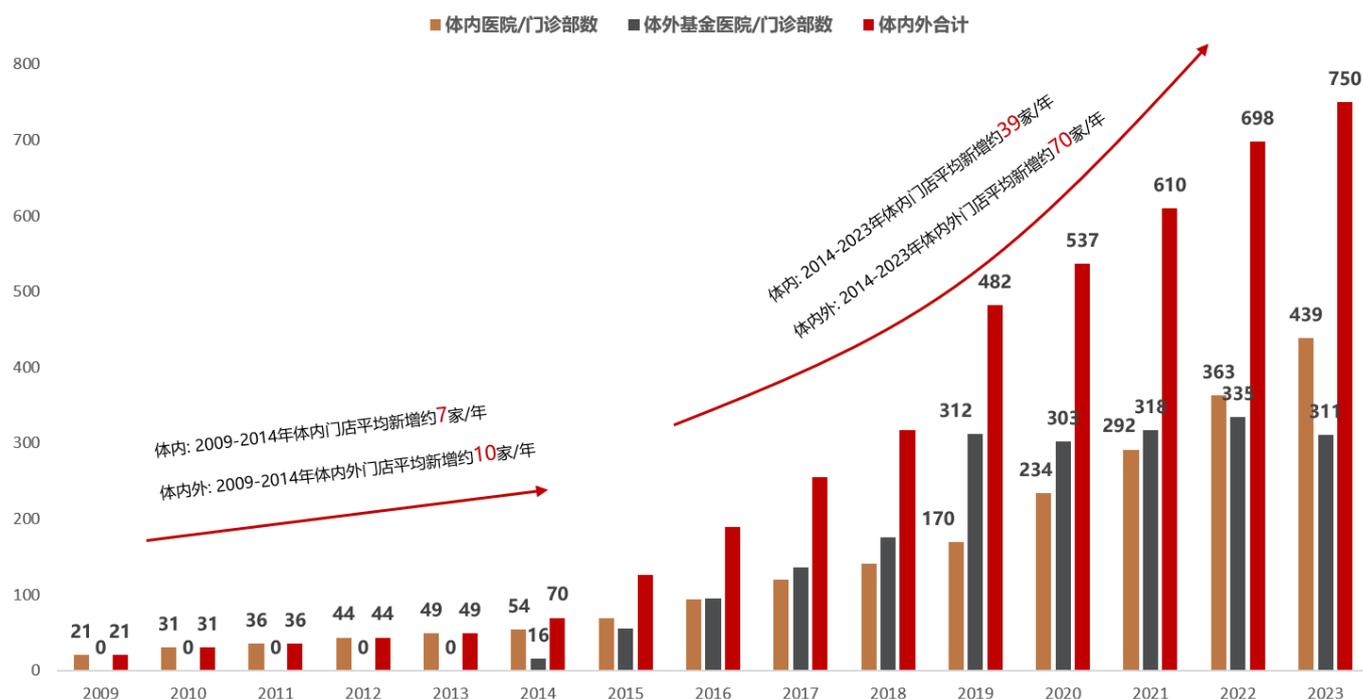
医院名称	完成时间	收购股权	收购价格 (万元)	标的对价 (万元)	营收 (万元)	净利润 (万元)	PS
滨州沪滨爱尔	2017/1	70.00%	20885	29835	12207	2352	2.4
朝阳眼科医院	2017/1	55.00%	3725	6772	3580	940	1.9
东莞爱尔	2017/1	75.00%	9848	13130	8022	1646	1.6
泰安爱尔	2017/1	58.70%	3014	5134	2867	160	1.8
太原爱尔	2017/1	90.00%	5830	6478	3827	444	1.7
佛山爱尔	2017/1	60.00%	3536	5893	5164	547	1.1
九江爱尔	2017/1	68.00%	3106	4568	2145	312	2.1
清远爱尔	2017/1	80.00%	2645	3306	1200	69	2.8
湖州爱尔	2017/1	75.00%	5426	7234	3463	401	2.1
平均值			6446	9150	4719	763	2.0
日照爱尔	2021/9	55.00%	4930	8963	3564	-985	2.5
威海爱尔	2021/9	51.00%	3813	7477	3746	-908	2.0
河源爱尔	2021/9	75.00%	3368	4490	3255	-1307	1.4
江门新会爱尔	2021/9	65.10%	15619	23992	10229	1600	2.3
枣阳爱尔	2021/9	70.00%	5002	7145	3170	-268	2.3
平均值			6546	10413	4793	-374	2.1
鞍山爱尔	2021/11	55.00%	4661	8475	2950	-983	2.9
沧州爱尔	2021/11	51.00%	8673	17005	5120	-1421	3.3
阜阳爱尔	2021/11	51.00%	3938	7722	2471	-1056	3.1
廊坊爱尔	2021/11	72.73%	4727	6500	2296	215	2.8
秦皇岛爱尔	2021/11	80.00%	5906	7382	3081	-987	2.4
平均值			5581	9417	3184	-846	2.9
忻州爱尔	2022/10	70%	5114	7306	1440	-129	5.1
宜昌西陵爱尔	2022/10	55%	2874	5226	1118	-385	4.7
西安爱尔	2022/12	51%	8832	17318	3251	-3080	5.3
泉州爱尔	2022/12	70%	9275	13251	4951	2184	2.7

都江堰爱尔	2022/12	71%	3607	5080	1707	-156	3.0
平均值			5941	9636	2493	-313	4.1
海南爱尔	2023/10	60%	9470	15784	5333	-382	3.0
枣庄爱尔	2023/10	57%	3792	6652	2862	-281	2.3
邢台爱尔	2023/10	80%	5494	6868	2014	-1304	2.4
沅陵爱尔	2023/10	51%	985	1931	923	-270	2.9
石狮爱尔	2023/10	70%	953	1361	553	129	3.1
平均值			4139	6519	2337	-422	2.7

资料来源：公司公告，民生证券研究院

PE 成效显著，公司实现迅速扩张。公司社会责任报告显示，爱尔眼科连锁扩张呈现先慢后快的特征。第一阶段(2003-2009)为上市前缓慢增长时期，平均每年新增约 3 家医院；第二阶段(2009-2014)为上市后初步增长时期，增速略有提升，体内外每年平均新增体内医院约 7 家；第三阶段(2015-2023)为快速增长时期，得益于 PE+上市公司模式的推行，公司平均每年新增体内医院约 39 家，体内外每年合计扩张 70 余家。

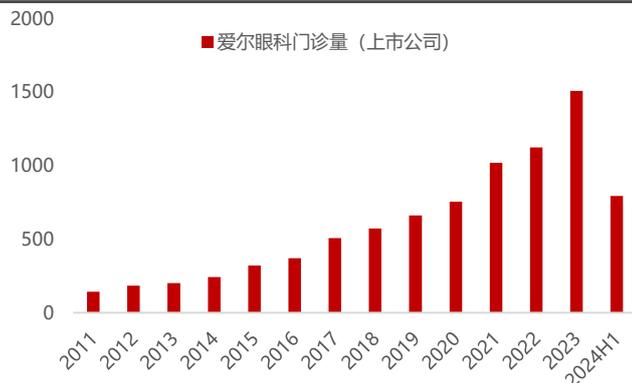
图24：爱尔眼科历年体内外医院数量（中国大陆市场）



资料来源：公司公告，公司社会责任报告，民生证券研究院

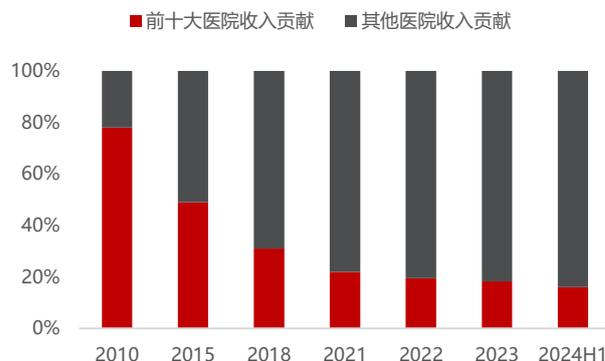
随着体外基金医院的纳入，公司的门诊量逐步提升，业绩贡献集中度下降。前期，前十大医院前期贡献主要收入来源，随着体外医院的纳入以及其他省会医院及地县级医院的崛起，前十大医院在收入中的占比逐渐下降，已从 2010 年时的 78% 降低至 2023 年的 18.3%。目前，公司前十大医院保持持续稳健增长，非前十大医院整体呈现更快增长趋势，多点驱动公司整体业绩表现。

图25: 爱尔眼科历年门诊量 (万人次) (上市公司体内)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图26: 爱尔眼科收入拆分 (按医院类型)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

未来: 体外基金储备仍然丰富, 后续有望逐步装入体内。根据公司公告, 2014年3月至今, 公司先后设立了13支产业型并购基金, 目前仍有8支处于存续阶段, 合计规模为169.2亿元, 其中爱尔眼科合计出资比例约为20%。截至2023年12月, PE储备体外医院已达311家, 为并入公司体内提供了巨大推力。

表5: 爱尔眼科产业并购基金信息汇总

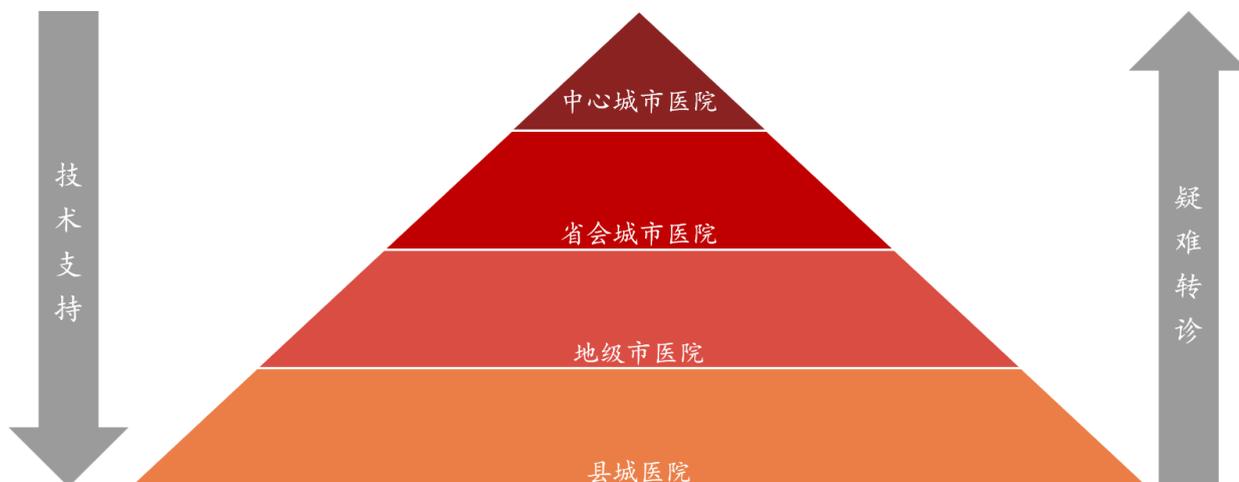
产业基金名称	爱尔眼科持股/出资比例	成立时间	存续期限
湖南亮视长星医疗产业管理合伙企业 (有限合伙)	19.00%	2018年11月	5年
芜湖远翔天佑投资管理中心 (有限合伙)	19.88%	2019年07月	5+1年
湖南亮视晨星医疗产业管理合伙企业 (有限合伙)	19.00%	2019年08月	5年
芜湖远澈旭峰股权投资合伙企业 (有限合伙)	19.34%	2020年08月	5+1年
湖南亮视中星医疗产业管理合伙企业 (有限合伙)	19.00%	2021年01月	5年
苏州亮视远筑股权投资合伙企业 (有限合伙)	19.98%	2021年11月	5+1年
湖南亮视同星医疗产业管理合伙企业 (有限合伙)	19.00%	2022年01月	5年
湖南亮视睿星医疗产业管理合伙企业 (有限合伙)	19.90%	2023年02月	5年

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.2 “1+8+N”模式布局, 打造高水平医疗树品牌

“四级连锁”商业模式符合中国实际, 构建全面服务体系。我国医疗资源存在比较明显的不平衡性, 其优质资源主要聚集在省会城市之间。为了解决地级、县级医疗水平相对薄弱的问题, 公司在发展过程中提出了“四级连锁”商业模式, 自上而下分别为中心城市医院、省会城市医院、地级市医院和县城医院。高水平医院通过管理培训、技术支持、人才输送等方式向下级医院提供支持; 下级医院也可以通过辐射网向上级医院输送疑难病例。

图27: 爱尔眼科“四级连锁”商业模式



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司四级连锁模式主要遵循“1+8+N”战略。中心城市医院主要是指北上广深以及部分区域性省会中心城市医院, 构成战略中的“1+8”(长沙爱尔为中心, 北京、上海、广州、深圳、武汉、沈阳、成都、重庆为周围), 旨在构建区域性眼科标杆; 省会城市医院是省域中定位省内一流水平的诊疗中心, 构成战略中的“N”。

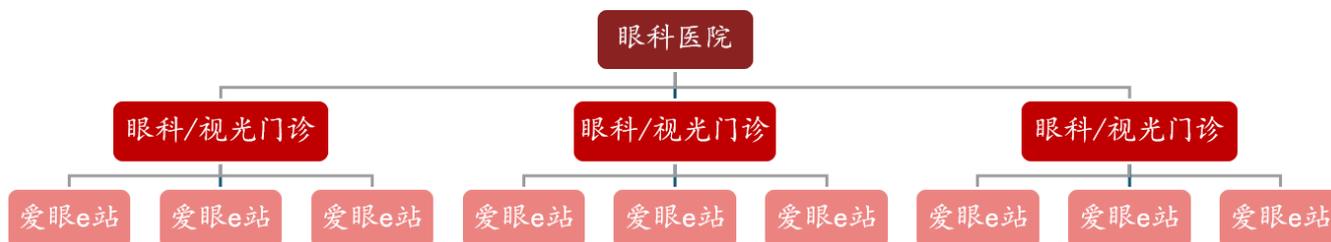
表6: 爱尔眼科各层级医院划分标准

医院层级	划分标准
中心城市医院	北上广深以及区域性的省会中心城市医院定位于国际一流水平, 是带动公司医疗水平前进的火车头, 即“1+8+N”策略中的“1+8”
省会城市医院	省会城市医院是省域的龙头, 带动全省的医院发展, 是省区的疑难眼病诊疗中心, 即“1+8+N”策略中的“N”
地级市医院	地级市医院代表当地眼科最高水平, 开展全眼科服务, 覆盖全市数百万人口, 是基层医疗龙头
县级医院	县、区级医院是集团的毛细血管, 是各县的眼科中心, 解决大多数基础眼病

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

针对医疗服务的地区性问题, 爱尔眼科提出“一城多院”模式。“一城多院”具体是指以区域一流眼科医院为核心, 视光门诊为主体, 爱眼e站为“触角”的同城诊疗体系。截至今日, 爱尔眼科已经在长沙、武汉、上海、重庆、沈阳、北京、深圳等地构建了“一城多院”的城市布局, 进一步促进了区域内资源共享。

图28: 爱尔眼科同城网络模式图



资料来源: 公司公告, 公司官网, 民生证券研究院

表7：长沙市及武汉市“一城多院”模式举例

地区	机构类型	机构名称	地区	机构类型	机构名称
长沙市	眼科医院	长沙爱尔眼科医院	武汉市	眼科医院	武汉爱尔眼科医院湖北总院
长沙市	眼科医院	长沙湘江爱尔眼科医院			
长沙市	眼科医院	浏阳爱尔眼科医院	武汉市	眼科医院	汉口爱尔眼科医院
长沙市	眼科医院	宁乡爱尔眼科医院			
长沙市	眼科医院	星沙爱尔眼科医院	武汉市	眼科医院	武汉爱尔眼科洪山医院
长沙市	眼科门诊	宁乡爱尔眼视光门诊			
长沙市	眼科门诊	开福区爱尔眼科门诊	武汉市	眼科医院	汉阳爱尔眼科医院
长沙市	眼科门诊	芙蓉区爱尔眼科门诊			
长沙市	眼科门诊	长沙梅溪湖爱尔眼科门诊	武汉市	眼科门诊	武汉爱尔眼科江夏门诊部
长沙市	眼科门诊	雨花区爱尔眼科门诊			
长沙市	眼科门诊	复地星光爱尔眼科门诊	武汉市	眼科门诊	武汉爱尔眼科黄陂门诊部
长沙市	眼科门诊	长沙望城门诊			
长沙市	眼科门诊	长沙学士门诊	武汉市	眼科门诊	武汉爱尔眼科青山门诊部
长沙市	眼科门诊	长沙八方门诊			
长沙市	眼科门诊	长沙北辰门诊	武汉市	眼科门诊	武汉爱尔眼科蔡甸门诊部
长沙市	眼科门诊	长沙清溪川门诊			
长沙市	爱眼 e 站	爱眼 e 站·荷花园、左家塘等	武汉市	爱眼 e 站	爱眼 e 站·东湖新城社区等

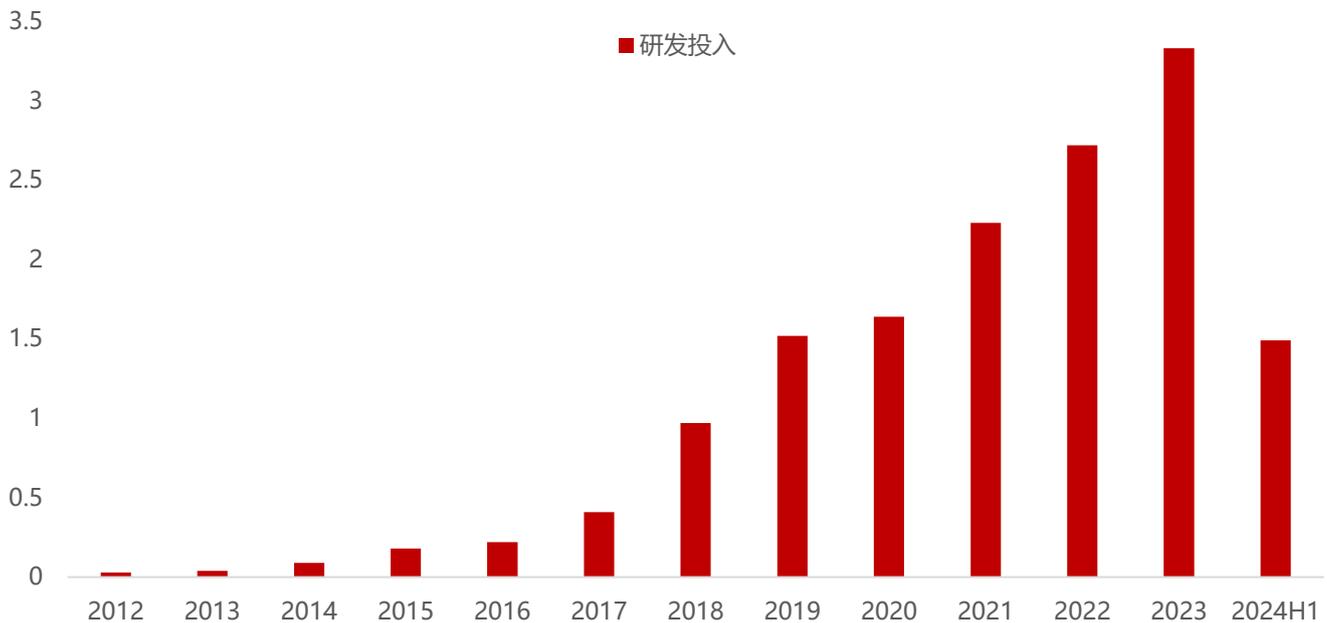
资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

4 品牌效应逐步外显，人才研发投入与日俱增

品牌、人才、科研水平带来眼科市场中公立医院以及民营医院的份额差距。从我国眼科医院市场份额来看，公立医院占比达到 74.1%，民营眼科医院市场份额仅有 25.9%，民营医院与公立医院的差距主要来自于：1) 品牌信誉；2) 人才吸引以及培养以及 3) 科研水平。鉴于公立医院的政府背书，患者对其信任度天然处于较高水平，形成公立医院在患者流量上的天然优势，民营医院需要较长的时间在患者群体中建立品牌信誉。此外，我国公立医院由于完善的体系建设，使得其对于人才的吸引、培养以及科研投入上亦具备较大的优势。

爱尔品牌与规模效应显现，研发投入不断上升。爱尔体系内建立了自上而下、精干、高效的管理体系，在合规、高效的管理运营下，各地区医院口碑有望随着运营年限的提升而逐步加强；此外，随着爱尔眼科品牌在全国范围内的品牌落地及体外并购基金的共同发力，公司品牌效应进一步加强。在此基础上，近年来公司加快了科研布局、深化了人才体系的建设，截至 2023 年末，公司全年研发投入达到 3.33 亿（12-23 年 CAGR=53%），研发投入逐年增长。

图29：爱尔眼科研发投入变化（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.1 人才引进机制灵活，专家加盟壮大品牌影响力

公司注重人才引进工作，高水平医疗人才涌现。根据爱尔眼科社会责任报告，公司于 2018 年、2021 年吸引了数十位行业顶尖人才加入，其中就包括知名眼科临床医学陈海波教授、中国中西医结合学会眼科学分会眼肿瘤学组委员袁洪峰教授、中国医师协会眼科医师分会常委张劲松教授等国内知名专家。未来，通过“眼科人才北斗计划”、爱尔眼科研究所的创建，我们看好公司眼科诊疗人才队伍持续

壮大，凭借其品牌影响力和学术地位取得更多同行的认可和加入。

4.2 人才激励吸收核心资源，公司管理体系健全

多形式人才激励吸纳核心眼科人才。自上市以来，爱尔眼科先后实施了股票期权、限制性股票、合伙人计划等诸多形式的人才激励政策，使核心人才和公司构成长期利益合作关系，促进资源共享。公司公告显示，截至 2021 年底，爱尔眼科医院集团眼科医生及视光师总数已经超过 9000 人。

图30：爱尔眼科多层次激励模式



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

截至 2022 年底，公司累计先后实施四次股权激励，鼓励对象多为公司核心技术人才和高管，覆盖人数和股票激励逐次增加。合计激励人次超过 7000 人，最近一次股权激励总人数高达 4909 人，约占公司总人数的 15%。

表8：爱尔眼科历次股权激励信息

草案公告时间	2011	2013	2016	2021
方式	股票期权	限制性股票	限制性股票	限制性股票
激励对象	激励对象总人数为 198 人，包括公司董事、高管管理人员、核心管理人员、核心业务(技术)人员(包括独立董事、监事等)	首次授予的激励对象总人数为 258 人，包括公司董事、监事、高级管理人员，以及公司认定的核心业务(技术)人员	首次授予的激励对象总人数为 1585 人，包括公司董事、高管管理人员，以及公司认定的核心业务(技术)人员	首次授予的激励对象总人数为 4909 人，包括公司董事、高管管理人员，以及公司认定的核心业务(技术)人员(包括独立董事、监事等)
激励额度	900 万股总激励规模，约占公告时公司股本总额的 3.37%，每位激励对象分配 26700 万股	625 万股，占本次激励计划公告时公司股本总额 42720 万股的 1.46%	2200 万股，占激励计划公告时公司股本总额 98640.19 万股的 2.23%	6000 万股，占激励计划公告时公司股本总额 412151.80 万股的 1.46%
业绩考核	以 2010 年净利润为基期，2011 年至 2016 年相	以 2012 年净利润为基期，2013 年至 2015 年净利润	以 2015 年净利润为基期，2016-2019 年净利润增长	以 2020 年净利润为基期，2021-2025 年净利润增长

对基准年净利润增长分别不低于 20%、40%、65%、90%、110%、140%，2011-2013 及 2014-2016 净资产收益率不低于 9.6%及 10%	增长分别不低于 20%、40%、65%，当年经营现金流不低于 10%	分别不低于 20%、40%、60%、80%	率不低于 20%、40%、60%、80%、100%
--	------------------------------------	-----------------------	---------------------------

资料来源：公司公告，民生证券研究院

“合伙人计划”设计合理，具有参考价值。针对新建地级市医院和省医院，公司在 2014 年和 2015 年分别推出“合伙人计划”与“省医院合伙人计划”，通过使骨干医生、合伙人和上市公司共同出资绑定共同利益，激发核心医疗人才和高管的创业热情。所持股权既可以在经营期间获得分红，又能在未来以公允价格收购实现人才激励的作用。

表9：爱尔眼科“合伙人计划”及“省会合伙人计划”详细对比

	合伙人计划	省会医院合伙人计划
推出背景	国家大力支持社会办医、分级诊疗	省会医院作为集团承上启下的中枢，必须尽快实现较高市场占有率，为地市医院的发展提供支持
主要医院	新建立的地级市医院	主要是指定的 14 家省会医院，包括济南爱尔、合肥爱尔、太原爱尔、南昌爱尔、南京爱尔、昆明爱尔、石家庄爱尔、贵阳爱尔、南宁爱尔、兰州爱尔、深圳爱尔、天津爱尔、宁波光明爱尔、重庆爱尔麦格
合伙人要求	1.对新医院发展有较大支持作用的上级医院核心人才 2.新医院的核心人才 3.公司认为有必要纳入计划及未来拟引进的重要人才 4.公司总部、大区、省区的核心人才	1.各省会医院的核心团队 2.对省会医院发展进行综合协调、重点支持的总部人员 3.对省会医院对口支持的兄弟医院关键人员 4.公司未来拟引进省会医院的重要人才 5.公司认为有必要的其它重要人员
目的	激发核心骨干创造力，让医生从雇员角色转变为公司股东，使大量新医院尽早盈利	整合集团优势，全力推动省会医院在技术、业务等方面跨上新台阶，更好发挥其对地市级医院的带动作用
合伙人收入构成	工资+奖金+股东分红+并入上市公司后股份的增值	工资+奖金+股东分红+并入上市公司后股份的增值

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.3 与多家校企展开合作，人才培养体系逐步完善

与校企深度合作，构建完整医疗培养体系。爱尔眼科自联合中南大学成立中南大学爱尔眼科学院后持续开展校企合作，随后相继与湖北科技大学、武汉大学、暨南大学、安徽医科大学、天津职业大学、天津大学、四川大学、深圳职业技术大学、河南大学、西北大学、山西医科大学等高校签署战略合作协议，在医、教、研、产一体化建设上开展了深入的交流与探索，目前已经建立了多所高校署名视光学院、眼科学院以及眼科研究院，不断为集团输送优秀的眼视光医科人才。比较有代表性的校企合作机构有中南大学爱尔眼科学院：中南大学爱尔眼科学院是由中南大学与爱尔眼科医院集团联合成立的眼科学院，也是中国第一所专门的眼科医学院，以专门开展眼科高级人才培养为特色。在吸收全国优秀医学生的基础上进行硕士生和博士生的培养，每年计划招收 30 名硕士生和 10 名博士生。

图31：爱尔眼科医教研平台体系建设



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

- 1) 屈光项目:** 屈光项目为公司的核心优势业务, 2023 年业务收入达到 74.31 亿元, 占公司收入比重达到 36.49%。**1) 屈光收入增速预测:** 我们预计公司 2024-2026 年屈光项目收入增速分别为 3.54%、8.00%以及 7.00%, 我们预计 2024 年屈光项目营收增速将有所放缓, 主要是因为近年来蔡司全飞秒设备 VisuMax 在国内的装机量快速爬坡, 产能提升与消费疲软带来的手术量增速放缓相叠加, 市场竞争烈度有所加剧; 至 2025 年及以后, 由于民营医院在引入新设备的灵活度更高, 我们预计后续新技术的引入以及铺开 (例如: Wavelight Plus “全光塑” 术式以及, 蔡司 VisuMax 800) 有望提升公司差异化竞争优势, 从而带来整体屈光业务增速回升; **2) 屈光毛利率预测:** 即使在目前屈光细分竞争较为激烈的情况下, 我们观察到公司屈光毛利率水平并未有太大波动, 因而我们保守预计公司 2024-2026 年屈光毛利率保持相对平稳为 57.19%。
- 2) 白内障项目:** 由于前期疫情积压影响, 2023 年公司白内障收入达到 33.27 亿元, 同比提升 57.05%。**1) 白内障收入增速预测:** 我们预计 2024-2026 年公司白内障业务增速分别为 6.80%、15.00%以及 14.00%, 由于 2023 年存在前期积压需求一次性释放带来的高基数影响, 我们预计 2024 年白内障细分增速将有所放缓; 但伴随着我国老龄化程度的加深以及老年人消费习惯的改变 (60 年代人群相对父辈生活更有保障, 消费力更强), 我们认为 2025 年及以后, 公司白内障业务增速将有所回升; **2) 白内障毛利额增速:** 我们预计公司白内障业务毛利额 2024-2026 年稳定在 37.50%, 主要系白内障业务受到耗材集采以及 DRGs 等政策的影响, 叠加考虑到我国老龄群体消费力较前期有所提升, 我们预计整体公司白内障业务毛利率将保持稳定;
- 3) 眼前段项目:** 眼前段项目包括角结膜疾病、青光眼以及干眼症等, 公司 2023 年眼前段业务收入达到 17.91 亿元, 同比增长 33.74%。**1) 眼前段项目收入预测:** 我们预计公司 2024-2026 年眼前段项目增速分别为 4.91%、18.00%以及 15.00%, 虽然部分眼前段项目属于刚需医疗, 但类似于干眼症等可以择期治疗的项目在 2023 年也存在较高的基数效应, 因而我们预计 2024 年眼前段项目的增速在前期高基数效应下有所放缓, 但 2025 年及以后, 该项目受到用眼习惯以及老龄化因素的影响, 仍具备长期增长空间, 因而后期增速将有所回弹; **2) 眼前段项目毛利率预测:** 我们预计眼前段项目毛利率基本保持平稳, 后续随着规模效应的提升将缓慢增长, 预计 2024-2026 年该项目毛利率分别为 45.98%、46.00%以及 46.12%;

- 4) **眼后段**: 眼后段项目刚需性较强, 较能代表公司的诊疗能力, 2023 年公司眼后段项目收入达到 13.86 亿元, 同比增长 31.31%。我们预计公司 2024-2026 年眼后段项目营收在公司整体医疗高地建设的过程中稳步提升, 分别为 5.06%、18.00%以及 16.00%; 对应毛利率在诊疗能力愈强的情况下稳步爬坡, 分别为 34.38%、34.58%以及 34.80%;
- 5) **视光收入**: 公司 2023 年视光项目营收为 13.86 亿元, 同比增长 31.26%。
- 1) 视光业务收入增速预测**: 我们预计公司 2024-2026 年视光业务营收增速分别为 1.95%、8.00%以及 6.00%, 当前公司视光业务一方面受到消费力影响, 另一方面存在多种近视防控产品迭代更新的影响, 我们预计公司 2024 年视光收入增速为 1.95%, 后续随着经济的回升以及离焦镜渗透/OK 镜透率的提升, 公司 2025 年及以后, 预计公司视光业务增速将有所回升; **2) 视光业务毛利率预测**: 我们预测公司 2024-2026 年毛利率保持在为 57.57%, 虽然视光业务中近视防控产品趋于多元化, 但我们认为离焦镜的普及将对青少年普通镜片存在一定替代效应, 因而我们认为公司视光业务毛利率将保持平稳发展。

表10: 公司主营业务拆分及预测 (亿元)

单位 (亿元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
屈光项目	55.20	63.37	74.31	76.95	83.10	88.92
屈光项目收入 (yoy)	26.93%	14.80%	17.27%	3.54%	8.00%	7.00%
屈光项目毛利率 (%)	58.95	56.82	57.40	57.19	57.19	57.19
屈光项目毛利额	32.54	36.01	42.66	44.01	47.53	50.85
白内障	21.91	21.43	33.27	35.53	40.86	46.58
白内障收入 (yoy)	11.73%	-2.19%	55.25%	6.80%	15.00%	14.00%
白内障毛利率 (%)	37.67	35.34	37.97	37.50	37.50	37.50
白内障项目毛利额	8.25	7.57	12.63	13.32	15.32	17.47
眼前段	14.56	13.39	17.91	18.79	22.18	25.50
眼前段收入 (yoy)	21.33%	-8.04%	33.78%	4.91%	18.00%	15.00%
眼前段毛利率 (%)	47.95	44.46	45.68	45.98	46.00	46.12
眼前段毛利额	6.98	5.95	8.18	8.44	10.20	11.76
眼后段	9.95	10.55	13.86	14.56	17.18	19.92
眼后段收入 (yoy)	21.79%	6.03%	31.33%	5.06%	18.00%	16.00%
眼后段毛利率 (%)	34.52	33.61	34.67	34.38	34.58	34.80
眼后段毛利额	3.43	3.55	4.80	5.00	5.94	6.93
视光收入	33.78	37.79	49.60	50.57	54.61	57.89
视光收入 (yoy)	37.65%	11.87%	31.25%	1.95%	8.00%	6.00%
视光收入毛利率 (%)	58.04	56.44	57.05	57.57	57.57	57.57
视光毛利额	19.61	21.33	28.30	29.11	31.44	33.33

其他项目	14.33	14.15	14.18	13.75	16.22	18.66
其他病种 (yoy)	28.18%	-1.26%	0.20%	-3.03%	18.00%	15.00%
其他病种毛利率 (%)	47.89	46.35	46.06	39.63	39.63	39.63
其他病种毛利额	6.86	6.56	6.53	5.45	6.43	7.39
其他业务	0.28	0.41	0.54	0.65	0.78	0.94
其他收入 (yoy)	133.33%	46.43%	32.43%	20.00%	20.00%	20.00%
其他收入毛利率 (%)	76.35	79.10	64.78	64.78	64.78	64.78
其他收入毛利额	0.21	0.32	0.35	0.42	0.51	0.61
收入总计	150.01	161.09	203.67	210.79	234.93	258.41
yoy	25.94%	7.39%	26.43%	3.50%	11.45%	9.99%
整体毛利率 (%)	51.92	50.46	50.79	50.79	49.96	50.03
整体毛利额	77.89	81.29	103.45	107.07	117.36	129.28

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

5.2 估值分析及投资建议

我们预计公司随着品牌力的加强, 其壁垒逐步累计, 叠加目前眼科诊疗渗透率仍处于低位, 而我国人口老龄化加剧将带来需求的进一步加强, 看好公司的长期成长的确定性。我们预计公司 2024-2026 年营业收入增速分别为 3.5%/11.5%/10.0%, 对应归母净利润增速分别为 14.3%/9.3%/11.9%, 对应 PE 分别为 36/33/30 倍。

公司作为眼科医疗服务龙头, 我们选取普瑞眼科 (眼科医疗服务上市公司)、华夏眼科 (眼科医疗服务上市公司) 以及通策医疗 (口腔医疗服务上市公司) 作为可比公司。目前爱尔眼科估值处于历史低位, 考虑其为眼科医疗服务龙头, 且依据前文眼科医疗服务行业竞争格局中所述, 其已完成全国化布局, 不可复制的先发优势、完善的人才培养体系导致其具备较高的竞争壁垒, 且对比同为消费医疗服务龙头的通策医疗, 其全国化扩张路径已然走通; 同时, 参照爱尔眼科 PEG2.52, 低于可比公司平均水平 3.22, 因而首次覆盖给予“推荐”评级。

表11: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
301239.SZ	普瑞眼科	40.55	1.79	0.96	1.56	23	43	27	-
301267.SZ	华夏眼科	21.67	0.79	0.85	1.02	28	26	21	3.66
600763.SH	通策医疗	52.00	1.56	1.28	1.49	34	41	35	2.78
	平均					28	37	28	3.22
300015.SZ	爱尔眼科	15.00	0.36	0.41	0.45	41	36	33	2.52

资料来源: wind, 民生证券研究院;

注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2024 年 10 月 23 日

6 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。在目前需求承压以及全飞装机量提升的情况下,后续新技术的发展如果不及预期,可能存在行业竞争进一步加剧的风险,从而带来客单价的进一步下调。

2) 医疗事故风险。公司旗下医院众多,存在医生质量参差以及运营管理半径的问题,后续如若自身或行业出现相关民营机构医疗事故,对公司后续经营可能存在一定影响。

3) 商誉减值风险:公司经过收并购后存在较大体量的商誉净值,存在减值风险。

4) 扩张速度不及预期风险。目前公司体外基金储备医院数量随着并购的进行预计逐年减少,后续基金体内医院资质如若没有达到收购标准,后续上市公司业绩增速在体外扩张这一块存在降速风险。

5) 消费力承压的风险。眼科医疗作为消费医疗的代表,受消费力影响较大,后续如若消费力进一步下行,将直接影响眼科医疗行业的需求,从而影响公司业绩增速。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20,367	21,079	23,493	25,841
营业成本	10,022	10,372	11,757	12,913
营业税金及附加	49	51	59	65
销售费用	1,966	2,024	2,255	2,481
管理费用	2,669	2,761	3,078	3,385
研发费用	333	327	364	401
EBIT	5,437	5,592	6,033	6,655
财务费用	74	156	128	88
资产减值损失	-384	0	0	0
投资收益	47	101	113	124
营业利润	4,948	5,536	6,018	6,690
营业外收支	-397	-380	-380	-380
利润总额	4,551	5,156	5,638	6,310
所得税	895	1,041	1,138	1,274
净利润	3,656	4,115	4,499	5,036
归属于母公司净利润	3,359	3,838	4,197	4,697
EBITDA	7,103	7,312	7,864	8,603

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,099	8,518	11,798	15,410
应收账款及票据	1,899	1,953	2,177	2,394
预付款项	114	115	131	144
存货	900	901	1,021	1,122
其他流动资产	1,174	1,025	1,060	1,095
流动资产合计	10,186	12,512	16,187	20,164
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,864	4,171	4,376	4,512
无形资产	828	828	828	828
非流动资产合计	20,001	21,172	21,087	20,987
资产合计	30,187	33,684	37,274	41,152
短期借款	850	850	850	850
应付账款及票据	1,872	1,942	2,202	2,418
其他流动负债	3,289	4,115	4,539	4,907
流动负债合计	6,011	6,907	7,591	8,176
长期借款	22	5	5	5
其他长期负债	4,128	4,115	4,115	4,115
非流动负债合计	4,151	4,120	4,120	4,120
负债合计	10,162	11,027	11,711	12,295
股本	9,328	9,328	9,328	9,328
少数股东权益	1,169	1,446	1,749	2,088
股东权益合计	20,025	22,658	25,563	28,856
负债和股东权益合计	30,187	33,684	37,274	41,152

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	26.43	3.50	11.45	9.99
EBIT 增长率	37.63	2.84	7.89	10.31
净利润增长率	33.07	14.27	9.34	11.93
盈利能力 (%)				
毛利率	50.79	50.79	49.96	50.03
净利润率	16.49	18.21	17.86	18.18
总资产收益率 ROA	11.13	11.39	11.26	11.41
净资产收益率 ROE	17.81	18.10	17.62	17.55
偿债能力				
流动比率	1.69	1.81	2.13	2.47
速动比率	1.51	1.65	1.97	2.30
现金比率	1.01	1.23	1.55	1.88
资产负债率 (%)	33.66	32.74	31.42	29.88
经营效率				
应收账款周转天数	30.78	32.89	31.64	31.84
存货周转天数	29.29	31.25	29.43	29.87
总资产周转率	0.72	0.66	0.66	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.41	0.45	0.50
每股净资产	2.02	2.27	2.55	2.87
每股经营现金流	0.63	0.75	0.76	0.82
每股股利	0.15	0.17	0.19	0.21
估值分析				
PE	41	36	33	29
PB	7.3	6.5	5.8	5.1
EV/EBITDA	19.46	18.90	17.58	16.07
股息收益率 (%)	1.02	1.16	1.26	1.41

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,656	4,115	4,499	5,036
折旧和摊销	1,665	1,721	1,831	1,948
营运资金变动	-152	651	175	93
经营活动现金流	5,872	6,981	7,117	7,689
资本开支	-1,454	-2,618	-1,467	-1,569
投资	-1,892	205	0	0
投资活动现金流	-3,304	-2,206	-1,354	-1,444
股权募资	90	0	0	0
债务募资	262	29	0	0
筹资活动现金流	-2,510	-2,355	-2,483	-2,632
现金净流量	93	2,419	3,280	3,612

插图目录

图 1: 爱尔眼科上市至今股价及发展历程	3
图 2: 爱尔眼科营业收入变化 (亿元)	4
图 3: 爱尔眼科归母净利润变化 (亿元)	4
图 4: 爱尔眼科毛利率 (%) 变化	5
图 5: 爱尔眼科净利率 (%) 变化	5
图 6: 爱尔眼科费用率变化(%)	6
图 7: 爱尔眼科业务占比及结构调整历史发展回顾	7
图 8: 爱尔眼科各项主营业务 19-23 年收入 (亿元)	8
图 9: 爱尔眼科各项主营业务 18-23 年业务同比增速	8
图 10: 公司各项业务毛利率	9
图 11: 中国眼科细分领域市场占比	10
图 12: 我国眼科医疗服务市场规模 (亿元)	11
图 13: 2019 年中国眼科医疗服务市场规模占比	11
图 14: 2019 年中美主要眼科疾病患病人数/诊断率对比 (百万人)	12
图 15: 我国常见眼科疾病患者数量 (亿人)	12
图 16: 中国眼科专科医院执业医师及护士人数 (人)	13
图 17: 中国及部分发达国家每百万人眼科医生数对比 (人/百万人)	13
图 18: 我国专科医院万元以上设备总价值 (万元)	14
图 19: 中国分省眼科病床密度(2021 年)	14
图 20: 中国眼科专科医院数 (家)	15
图 21: 2022 年我国眼科诊疗市场竞争格局	16
图 22: 代表性民营眼科医疗机构地域重叠情况	17
图 23: 爱尔眼科产业并购基金运作模式	18
图 24: 爱尔眼科历年体内外医院数量 (中国大陆市场)	20
图 25: 爱尔眼科历年门诊量 (万人次) (上市公司体内)	21
图 26: 爱尔眼科收入拆分 (按医院类型)	21
图 27: 爱尔眼科“四级连锁”商业模式	22
图 28: 爱尔眼科同城网络模式图	22
图 29: 爱尔眼科研发投入变化 (亿元)	24
图 30: 爱尔眼科多层次激励模式	25
图 31: 爱尔眼科医教研平台体系建设	27

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 常见眼科疾病的常用治疗方式	12
表 2: 代表性民营眼科医疗机构一览	16
表 3: 爱尔眼科收购体外医院主要标准及考虑因素	18
表 4: 部分体外医院收购对价梳理	19
表 5: 爱尔眼科产业并购基金信息汇总	21
表 6: 爱尔眼科各层级医院划分标准	22
表 7: 长沙市及武汉市“一城多院”模式举例	23
表 8: 爱尔眼科历次股权激励信息	25
表 9: 爱尔眼科“合伙人计划”及“省会合伙人计划”详细对比	26
表 10: 公司主营业务拆分及预测 (亿元)	29
表 11: 可比公司 PE 数据对比	30
公司财务报表数据预测汇总	32

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026