

爱尔眼科 (300015) \ 医药生物

民营眼科龙头再迎十年持续增长

投资要点:

推荐逻辑: 1) 中国眼科发病率高, 治疗渗透率低, 行业空间大; 2) 公司商业模式可持续, 管理能力优异; 3) 核心城市扩容升级, 并购基金持续推动地级市布局, 双轮驱动仍可推动公司未来十年增长。

➤ **公司业务快速增长, 结构持续优化。** 公司2022年H1实现营收150亿 (yoy+25.9%), 归母净利润 (yoy+34.8%), 业务保持较快增长。其中, 2015-2021年各项业务CAGR为屈光 (36.87%) > 视光 (32.02%) > 眼后段 (22.20%) > 白内障 (18.24%) > 眼前段 (16.70%), 2021年各项业务毛利率为屈光 (59%) > 视光 (58%) > 眼前段 (48%) > 白内障 (38%) > 眼后段 (35%), 业务结构改善推动公司毛利率持续提升。

➤ **眼科黄金赛道, 民营眼科具备相对优势。** 眼科疾病覆盖各个年龄段, 发病率高、患者基数大、渗透率低, 预计2022年中国眼科市场达到1580亿。其中子行业屈光、白内障、近视防控、眼表及眼病市场2022-2024E年CAGR预计分别为19%/6%/20%/18%/10%。民营眼科具备相对优势, 2011-2021年民营眼科专科医院增长了3倍, 而公立眼科专科医院仅增长3家, 增速不足6%。

➤ **优秀商业模式和管理能力推动公司内生增长新十年。** 公司作为眼科行业龙头, 具备最强的医生团队 (占比10%), 覆盖最广的医疗网点-中国内地共610家和不断提升的医疗服务能力。在消费升级和渗透率提升的背景下, 公司优秀的管理能力能够不断提升眼科行业市场占有, 促进公司未来十年持续增长。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年营收分别183/228/285亿元, 对应增速分别为22%/24%/25%, 净利润分别为32/43/57亿元, 对应EPS分别为0.45/0.62/0.81元, 3年CAGR为34.83%, 对应PE为66/48/37倍。DCF法测到公司2023年目标价为34.14元。同时公司作为国内眼科服务绝对的龙头, 在人才储备、网点布局和管理团队上具备绝对的优势, 我们认为综合考虑, 根据可比公司估值情况, 我们给予公司23年60倍PE, 目标价为36.92元。维持“买入”评级。

风险提示: 政策不确定的风险、新冠疫情影响的风险、医疗纠纷的风险、市场规模不及预期的风险

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万)	11,912.41	15,000.81	18,299.71	22,773.38	28,526.77
增长率 (%)	19.24	25.93	21.99	24.45	25.26
EBITDA (百万元)	3,004.00	3,916.51	5,964.02	7,536.83	8,842.68
归母净利润 (百万)	1,723.81	2,323.34	3,156.55	4,333.81	5,694.15
增长率 (%)	25.01	34.78%	35.86	37.30	31.39
EPS (元/股)	0.24	0.33	0.45	0.62	0.81
市盈率 (P/E)	121.1	89.9	66.2	48.2	36.7
市净率 (P/B)	21.2	18.5	15.5	12.8	10.3
EV/EBITDA	103.0	59.1	35.3	27.5	23.0

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2022 年 9 月 13 日收盘价

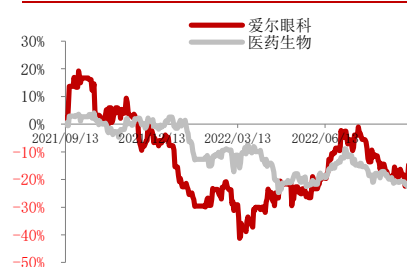
投资评级:

行 业:	医疗服务
投资建议:	买入 (维持)
当前价格:	29.65 元
目标价格:	36.92 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	7,043/5,788
流通 A 股市值 (百万元)	173,649
每股净资产 (元)	2.26
资产负债率 (%)	42.70
一年内最高/最低 (元)	55.29/25.02

股价相对走势



分析师: 郑薇

执业证书编号: S0590521070002

邮箱: zhengwei@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《爱尔眼科 (300015): 短期疫情影响不改稳定增长, 公司持续成长可期》2022.08.25
- 2、《爱尔眼科 (300015): 业绩符合预期, 公司成长确定性高》2020.10.26

核心假设

1) **屈光业务**: 2022 年受疫情影响, 公司屈光手术量受影响, 需求有延后。长期来看随着公司门店的进一步加密, 屈光手术渗透率进一步提升, 屈光手术量仍将保持快速增长; 叠加消费升级, 屈光手术客单价也将有提升。预计 2022-2024 年屈光业务收入增速分别为 25%/26%/26%。

2) **白内障业务**: 白内障是致盲疾病, 需求刚性, 受疫情影响较小。虽然有医保政策的影响, 但白内障手术渗透率仍较低, 老龄化加深的背景下, 白内障手术量仍然保持个位数增长, 同时叠加高端术式渗透率提升的影响。预计 2022-2024 年白内障业务收入增速均为 11%。

3) **眼前段业务**: 电子产品使用时间的延长, 干眼症等眼科疾病发病率逐步提升。同时由于社会眼科保健意识的提升, 眼前段类疾病市场继续增长。公司作为拥有大量优质医生的头部企业有望受益。预计 2022-2024 年眼前段业务收入增速为 12%/15%/17%。

4) **眼后段业务**: 随着老龄化程度加深, 眼后段疾病相关患病人群持续增加。随着公司网点持续增加和医生 (尤其是有经验的医生) 数量增加, 公司在眼后段业务持续增加, 市场占比持续提升。预计 2022-2024 年眼后段业务收入增速为 17%/20%/20%。

5) **视光业务**: 在政策红利和市场需求的推动下, 公司加大视光门诊的投入和扩张步伐。在业务结构中加大对角膜塑形镜的投入和推广, 不断提升视光业务患者的客单价。预计 2022-2024 年增速分别为 35%/37%/37%。

盈利预测与估值

预计公司 2022-24 年营收分别 183/228/285 亿元, 对应增速分别为 22%/24%/25%。随着公司规模逐步扩大, 规模效应和品牌效应增强, 三费中销售费用和管理费用逐步下降, 2022-2024 年归母净利润分别为 32/43/57 亿元, 净利润增速分别为 36%/37%/31%, 3 年 CAGR 为 34.83%, 对应的 EPS 为 0.45/0.62/0.81 元。

公司作为眼科连锁领域的龙头, 从规模、网点布局、医生数量和科研实力上均具有优势, 且公司具备强大的管理经营团队, 抗风险能力强, 更易享受行业发展的红利, 是 A 股的龙头标的, 能够享受些许的溢价。DCF 法测到公司 2023 年目标价为 34.14 元。我们综合考虑, 根据可比公司估值情况, 我们给予公司 23 年 60 倍 PE, 目标价为 36.92 元。维持“买入”评级

正文目录

1. 全球眼科龙头，持续领跑行业	5
1.1 布局欧亚美的眼科医疗服务龙头	5
1.2 公司股权集中，管理团队稳定	5
1.3 近十年业绩高增长，结构持续优化	6
2. 千亿眼科赛道，民营发展更快	8
2.1 眼病高发铸就千亿眼科市场	8
2.2 三因素推动子行业持续扩容	9
2.3 民营眼科发展速度快于公立眼科	16
3. 内生外延共驱，业绩持续增长	18
3.1 管理模式增强获医能力	18
3.2 单店盈利奠定连锁发展基础	20
3.3 生态战略提升公司核心城市覆盖率	25
3.4 并购基金持续培育体外优质资产	27
4. 盈利预测、估值与投资建议	30
4.1 盈利预测	30
4.2 估值与投资建议	31
5. 风险提示	33

图表目录

图表 1: 爱尔眼科医院网点全球分布图	5
图表 2: 公司主营业务构成	5
图表 3: 公司股权架构 (截至 2022 年 8 月 10 日)	6
图表 4: 2011-2021 年爱尔眼科门诊量 CAGR 为 24.37%	6
图表 5: 2011-2021 年爱尔眼科手术量 CAGR 为 19.60%	6
图表 6: 2011-2021 年爱尔眼科营收增长情况	7
图表 7: 2011-2021 年爱尔归母净利润增长情况	7
图表 8: 2015-2021 年公司各项业务毛利率变化情况	7
图表 9: 2015-2021 年公司各项业务结构变化情况	7
图表 10: 2012-2021 年公司盈利能力持续提升	8
图表 11: 公司管理费率及销售费率持续下降	8
图表 12: 公司市盈率变化情况	8
图表 13: 2015-2025E 中国眼科市场规模及预测	9
图表 14: 中美两国主要眼疾患病人群	9
图表 15: 2019 年中国眼科医疗服务市场规模占比	9
图表 16: 各类屈光手术简介及对比	10
图表 17: 2019-2024E 屈光市场规模测算	10
图表 18: 白内障手术示意图	11
图表 19: 2012-2018 年白内障手术量 CAGR 为 16.9%	11
图表 20: 世界主要国家白内障 CSR 对比	11
图表 21: 不同级别人工晶状体产品价格及市占率	12
图表 22: 2019-2024E 白内障市场规模测算	12
图表 23: 2000-2050E 年全球主要地区近视率分布	12

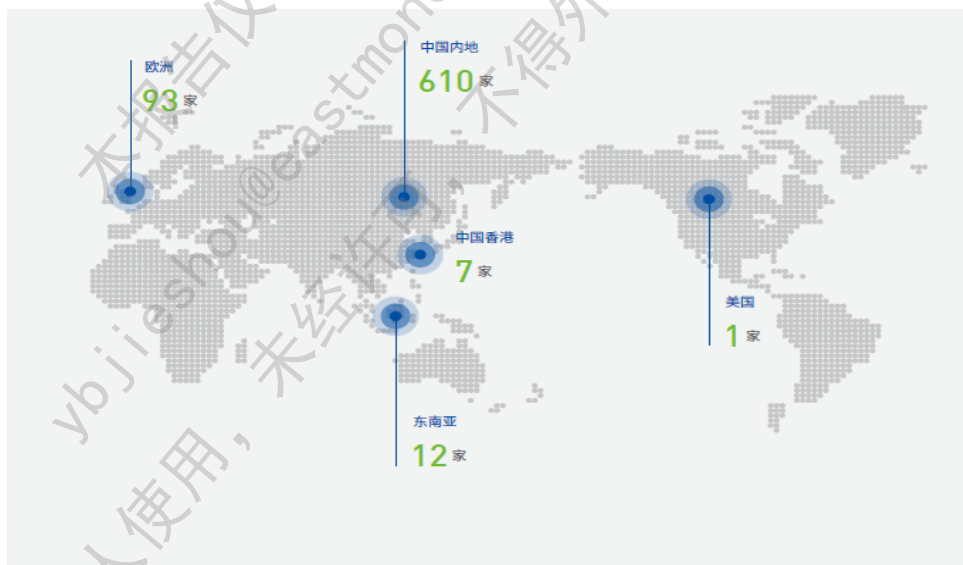
图表 24: 近年来近视防控相关政策	13
图表 25: 近视防控的主要治疗手段	14
图表 26: 2019-2024E 近视防控市场规模测算	14
图表 27: 2015-2025E 眼表病市场规模	15
图表 28: 2015-2025E 眼底病市场规模	16
图表 29: 2014-2020 年眼科医院诊疗人次 CAGR 为 11.2%	16
图表 30: 眼科专科医院诊疗人次增速快于综合医院眼科	16
图表 31: 2011-2020 年眼科医院数量变化情况	17
图表 32: 2021 年民营眼科市场格局	17
图表 33: 公司历次股权激励计划及达成情况	18
图表 34: 爱尔眼科合伙人计划示意图	20
图表 35: 爱尔眼科高学历人才数量持续增加	20
图表 36: 爱尔眼科科研水平持续提升	20
图表 37: 爱尔眼科分级诊疗体系	21
图表 38: 2017 年上海市白内障上报前五的医院	21
图表 39: 2017 年北京白内障手术上报前五的医院	21
图表 40: 2013-2021 年上海爱尔营收、增速及净利率情况	22
图表 41: 2012-2020 年广州爱尔营收及净利率	22
图表 42: 2015-2020 年深圳爱尔营收及净利率	22
图表 43: 2011-2021 年武汉爱尔营收及其增长	23
图表 44: 2011-2021 年长沙爱尔净利润及其增长	23
图表 45: 南宁爱尔 2016-2021 年营收及净利率	23
图表 46: 贵阳爱尔 2013-2021 年营收及净利率	23
图表 47: 衡阳爱尔 2011-2021 年营收及净利率	23
图表 48: 株洲爱尔 2011-2021 年营收及净利率	23
图表 49: 爱尔眼科前十门店收入近十年 CAGR 14.47%	24
图表 50: 爱尔眼科非十门店收入占比持续提升	25
图表 51: 爱尔前十大门店净利润近十年 CAGR 15.16%	25
图表 52: 爱尔眼科同城生态战略	25
图表 53: 武汉同城门店布局	26
图表 54: 深圳同城门店布局	26
图表 55: 爱尔眼科近期门店改扩建简况	26
图表 56: 武汉各门店 2020 年简况	26
图表 57: 公司并购基金汇总详情	27
图表 58: 爱尔眼科中国大陆网点数量快速增加	28
图表 59: 爱尔眼科网点全国布局情况 (截至 2022 年 6 月 30 日)	28
图表 60: 公司 2020-2024E 营收测算汇总 (百万元)	30
图表 61: DCF 估值法关键参数假设	31
图表 62: DCF 法估值结果	32
图表 63: 可比公司估值	32

1. 全球眼科龙头，持续领跑行业

1.1 布局欧亚美的眼科医疗服务龙头

公司是全球范围内规模和医疗能力领先的眼科医疗集团。公司成立于 2003 年，主营业务为各年龄段人群提供全眼科的治疗服务，并于 2009 年在深交所上市。经过将近二十年的发展，其医疗网络已经覆盖亚洲、欧洲和北美洲。截至 2021 年 12 月 31 日，爱尔眼科在全球范围内共有 723 家医疗网点，其中中国内地 610 家，中国香港 7 家，美国 1 家，欧洲 93 家，东南亚 12 家。

图表 1：爱尔眼科医院网点全球分布图



来源：公司社会责任报告，国联证券研究所

公司目前提供的眼科医疗服务主要类型包括屈光手术、白内障手术、视光矫正、眼前段手术和眼后段治疗。

图表 2：公司主营业务构成

主要疾病	诊疗技术
屈光手术	是矫正眼屈光不正（如近视、远视、散光）的手术。根据手术部位，可分为角膜屈光手术、眼内屈光手术和巩膜屈光手术。爱尔眼科已形成可根据患者的不同适应证及个性化需求匹配的定制型屈光手术系列，包括 ICL 晶体植入手术、SMILE 手术、精雕（个性化飞秒）手术、睛逸（TransPRK）手术、睛新（老视矫正）手术，五大技术满足患者多层次需求。
视光	非手术方式矫正近视、远视、老花、散光等眼屈光不正。爱尔眼科提出“5P 近视防控模式”，并接连研发出智能可穿戴近视防控设备“云夹”、眼科人工智能诊断系统等高科技成果，为儿童青少年提供近视“预防建档 + 科学预测 + 控制干预 + 科普教育”一站式个性化诊疗方案。
白内障	涉及飞秒超乳、超声乳化术、冷超乳术、双手微切口冷超乳术、同轴微切口超声乳化术及人工晶体植入术等手术类型
眼前段	包括青光眼、角膜病、眼整形、斜视和其他眼前段手术
眼后段	包括玻璃体切割术、眼内注药、硅油取出术、外路手术和视网膜激光光凝术、玻璃体消融术等。

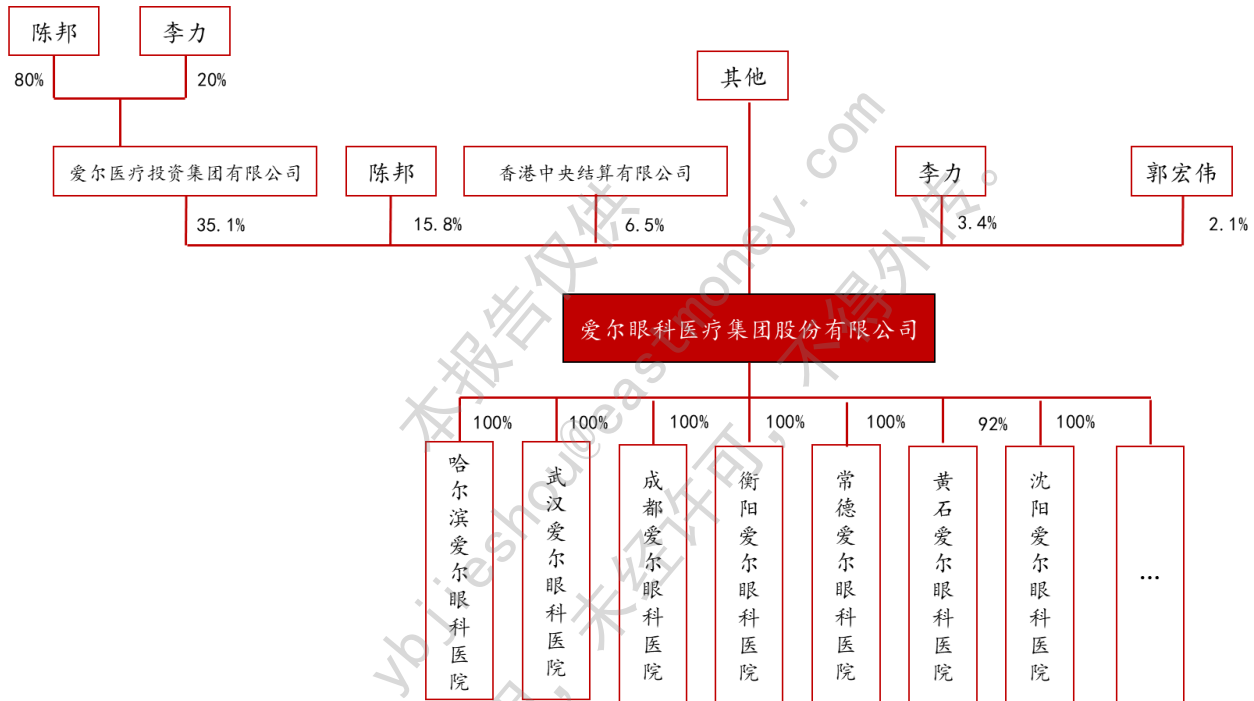
来源：公司官网，社会责任报告，国联证券研究所

1.2 公司股权集中，管理团队稳定

管理层持股集中，管理结构稳定。公司董事长陈邦和总经理李力均自公司上市

之后任职至今，截至 2022 年 7 月 31 日，公司最大股东董事长陈邦先生通过直接与间接持有公司 43.9% 的股权为实际控制人，总经理李力通过直接与间接持有公司 10.5% 的股权为仅次于董事长的自然人。两人合计持股超过 50%，持股相对集中。

图表 3：公司股权架构（截至 2022 年 8 月 10 日）

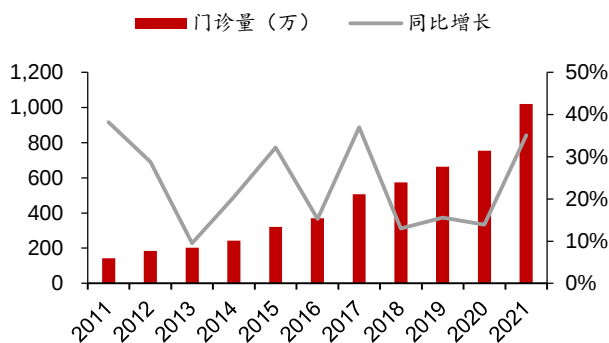


来源：公司公告，国联证券研究所

1.3 近十年业绩高增长，结构持续优化

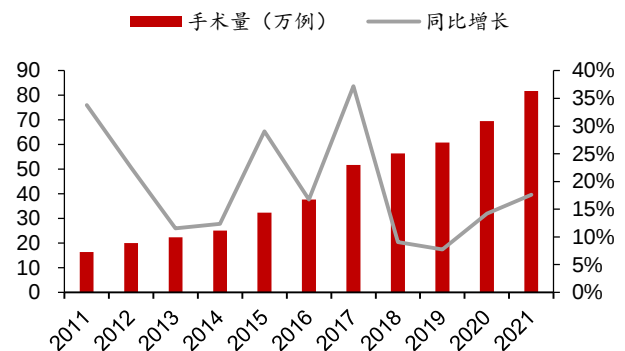
年门诊量首次突破 1000 万人次，门诊量十年 CAGR 为 24%。2011-2021 年公司门诊量从 143.19 万人次增长到 1019.61 万人次，十年 CAGR 24.37%。2011-2021 年公司手术量从 16.32 万例增长到 81.73 万例。公司手术量十年 CAGR 为 19.60%。

图表 4：2011-2021 年爱尔眼科门诊量 CAGR 为 24.37%



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 5：2011-2021 年爱尔眼科手术量 CAGR 为 19.60%

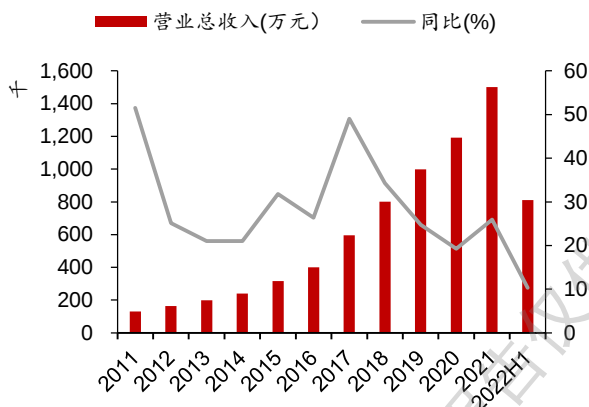


来源：公司公告，国联证券研究所

公司业绩持续增长，利润端增速更快。2011-2021 年公司营收增长了 11 倍，十年 CAGR 为 31.11%；归母净利润增长了 14 倍，十年 CAGR 为 33.55%，利

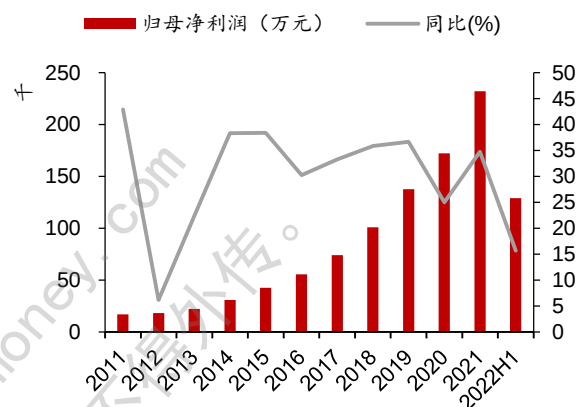
润增速快于营收增速。

图表 6: 2011-2021 年爱尔眼科营收增长情况



来源：公司公告，国联证券研究所

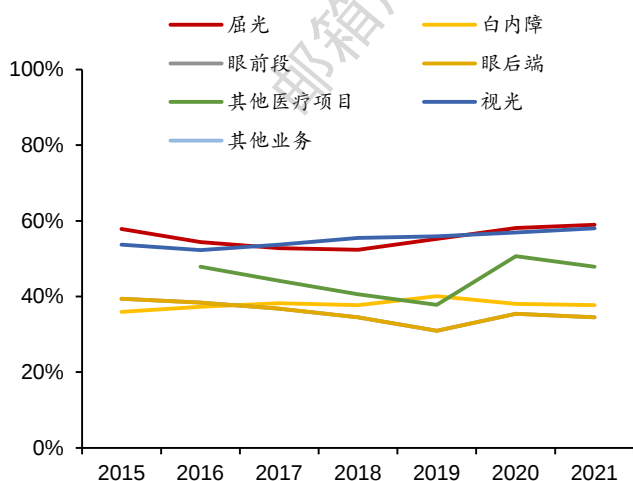
图表 7: 2011-2021 年爱尔归母净利润增长情况



来源：公司公告，国联证券研究所

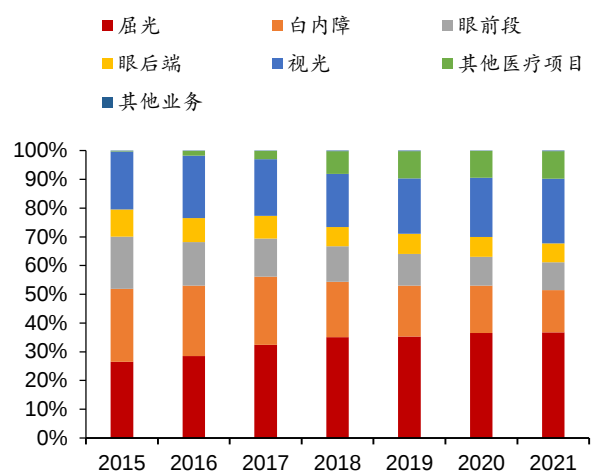
公司各项业务毛利率稳定，业务结构持续优化。公司自 2015-2021 年各项业务毛利率相对稳定，其中毛利率排序为屈光>视光>白内障>眼前段和眼后段（以 2021 年为例）。各项业务增速有别，2015-2021 年各项业务的 CAGR 为屈光（36.87%）>视光（32.02%）>眼后段（22.20%）>白内障（18.24%）>眼前段（16.70%）。随着屈光、视光等高毛利业务快速增长，2015-2021 年各项业务占比发生较大变化，其中屈光业务占比大幅上升，从 2015 年的 26.5% 上升至 2021 年的 36.8%，视光业务从 20.2% 上升至 22.6%。白内障、眼前段、眼后段业务占比略有下降。

图表 8: 2015-2021 年公司各项业务毛利率变化情况



来源：公司公告，国联证券研究所

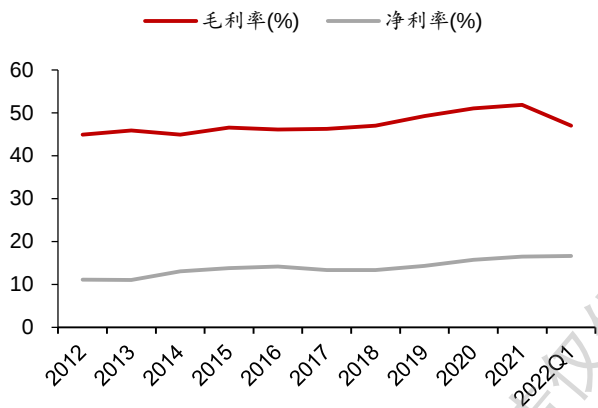
图表 9: 2015-2021 年公司各项业务结构变化情况



来源：公司公告，国联证券研究所

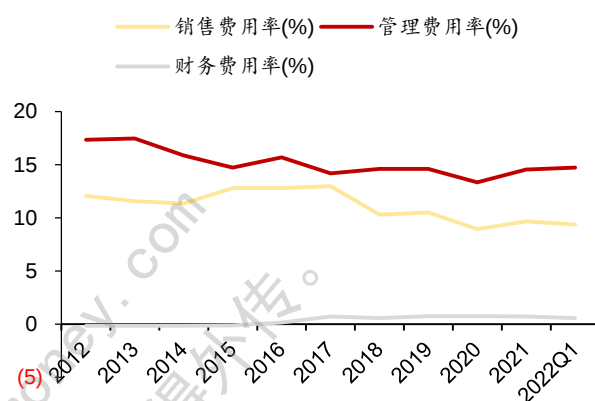
公司盈利能力持续增强。2012-2021 年公司管理费用率和销售费用率持续下降，毛利率和净利率持续提升。2022 年 Q1 由于新冠疫情影响，毛利率虽有所下滑，但净利率仍然稳定。随着疫情边际影响的逐步减小，公司盈利能力有望进一步提升。

图表 10: 2012-2021 年公司盈利能力持续提升



来源: 公司公告, 国联证券研究所

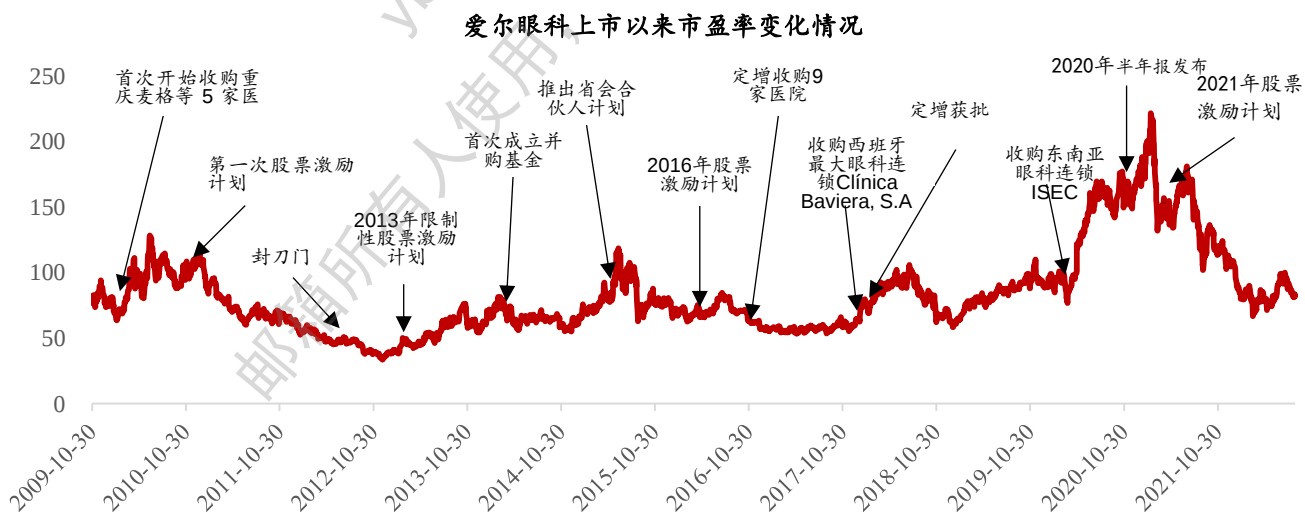
图表 11: 公司管理费率及销售费率持续下降



来源: 公司公告, 国联证券研究所

公司估值水平处于历史低位。公司自 2009 年上市以来, 由于公司所处赛道长坡厚雪和公司本身的高成长性, PE 倍数一直为 55 以上。目前 PE (TTM) 为 67.1 倍, 处于公司估值水平的历史低位。

图表 12: 公司市盈率变化情况



来源: wind, 国联证券研究所

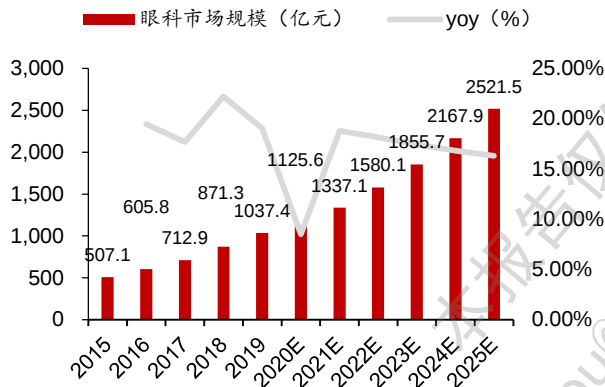
2. 千亿眼科赛道, 民营发展更快

2.1 眼病高发铸就千亿眼科市场

全球眼科患者基数大。眼科疾病是指影响眼睛的任何一个组成部分, 如角膜、虹膜、瞳孔、视神经、晶状体、视网膜、黄斑、结膜或玻璃体等的症状, 可以分为致盲类眼病和非致盲类眼病。根据 WHO 的报告显示, 2020 年全球近视患病人员约为 26 亿人次, 老花眼 18 亿人次, 老年黄斑变性 1.96 亿人次, 患者基数大。

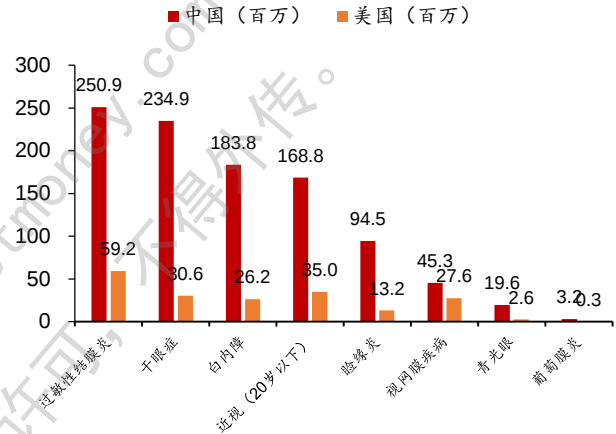
中国眼科疾病患病人群明显高于美国。根据欧康维视的招股说明书显示，中国人口总数是美国人口总数的 4.3 倍，中国干眼症的患病人数是美国的 7.7 倍，白内障是美国的 7 倍，近视是美国的 4.8 倍，睑缘炎是美国的 7.2 倍，青光眼是美国的 7.5 倍，葡萄膜炎是美国的 10 倍。患者基数大，铸就眼科千亿大市场。

图表 13: 2015-2025E 中国眼科市场规模及预测



来源：华夏眼科招股说明书，国联证券研究所

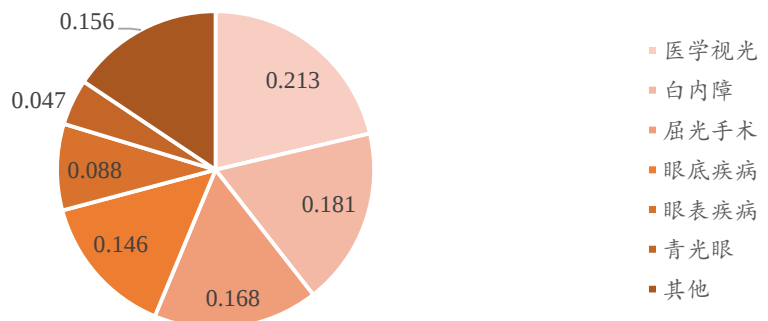
图表 14: 中美两国主要眼疾患病人群



来源：欧普维视招股说明书，国联证券研究所

医学视光、白内障和屈光手术成为眼科细分市场的三架马车。根据弗若斯特沙利文的资料显示，2019 年中国十大常见眼疾包括屈光不正（包括近视、远视、老花眼及散光）、结膜炎、干眼症、白内障、睑缘炎、视网膜疾病、斜视、弱视、青光眼及葡萄膜炎。根据《中国卫生健康统计年鉴》的数据显示，医学视光、白内障、屈光手术、眼底疾病和眼病疾病的占比分别为 21.3%、18.1%、16.8%、14.6% 和 8.8%，其中医学视光、白内障和屈光手术合并占比为 56.2%，是眼科细分市场中最大的三个市场。

图表 15: 2019 年中国眼科医疗服务市场规模占比



来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华夏眼科招股说明书，国联证券研究所 注：小儿眼病、眼整形在其他类

2.2 三因素推动子行业持续扩容

2.2.1 消费升级和渗透率提升，屈光市场规模不断提升

屈光不正患者基数大。屈光不正是指当眼调节放松状态时，外界的平行光线经眼的屈光系统后不能在视网膜黄斑中心凹聚焦，从而不能清晰成像的屈光状态，包括近视、远视、散光 and 老花眼。屈光不正手术适合 20 岁以上，且近视程度稳定达 2 年以上的患者，根据华夏眼科招股书显示，2019 年中国成人近视和成人远视的患病人群共计 5.33 亿，患者基数大。

屈光手术技术不断更新，单价持续提升。屈光不正通常采取手术方式以及光学视光矫正治疗，近年来屈光手术技术不断创新，其中手术方式大多数是在角膜进行的角膜屈光手术，如半飞秒、全飞秒。另外也包括眼内手术方式，如晶状体眼人工晶状体植入、透明晶状体摘除、晶体置换等。随着手术技术水平的提升，屈光手术的单价也从 0.7-1 万元上涨为 3-4 万。

图表 16：各类屈光手术简介及对比

屈光术式	治疗原理	优点	缺点
表层手术（PRK）	应用准分子激光在角膜前弹力层和浅层基质进行激光切削，使焦点向后移至视网膜上达到矫正屈光不正的效果	适合角膜较薄或不规则的患者，价格较低	创口较大，需术后用药，恢复较慢，且术后角膜更容易出现浑浊
半飞秒（LASIK）	以飞秒激光制作角膜瓣辅助准分子激光角膜原位磨镶术（LAISK）手术方式，需要对角膜进行切削消融	可根据患者屈光不正程度进行个性化定制，较准分子手术切削角膜较少，较全飞秒手术更适于散光较高的患者	需要制作角膜瓣并复位，同时要切削角膜，手术不可逆，微创程度弱于全飞秒
全飞秒（SMILE）	在角膜边缘做一道 2-4mm 弧度小口，顺此切口分离并取出飞秒激光制作的透镜式片状角膜组织矫治近视，不必掀开角膜瓣	无需制作角膜瓣，微创程度较高，恢复快	对角膜厚度有要求，手术不可逆，价格较高
晶体植入（ICL）	将人工晶体植入到眼睛虹膜和自身晶状体之间的空隙，从而达到矫正视力的目的	无需切削角膜，微创程度极高；手术可逆；定制化程度高，适用于高度近视	需以单眼为单位耗用 ICL/TICL 晶体耗材，因此价格最高

来源：普瑞眼科招股说明书，国联证券研究所

消费升级和渗透率提升是屈光市场发展的主要驱动力。2015 年中国每百万人进行激光分子手术数量仅为 729 例，仅为日本的 15%，美国的 40%。提升空间较大。根据我们的推算，假设中国近视率不变，随着以新技术带来的消费升级，及渗透率的逐步提升，我们预计 2024 年屈光手术市场将达到 327 亿，2019-2024 年 CAGR 为 20.50%。

图表 17：2019-2024E 屈光市场规模测算

年份	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
适龄人口数量（万人）	81,803	81,969	82,350	81,841	80,610	79,876
近视率	34.2%	35.0%	35.5%	36.0%	36.0%	36.0%
适龄人口近视人数（万人）	27,977	28,689	29,234	29,463	29,020	28,755
屈光手术渗透率	0.20%	0.21%	0.25%	0.30%	0.35%	0.40%
屈光手术总量（万例）	56	60	73	88	102	115
手术均价（万元）	2.30	2.43	2.53	2.63	2.73	2.84
市场规模（亿元）	129	146	185	232	278	327

YOY 13.76% 26.16% 25.78% 19.51% 17.77%

来源：国家统计局，华夏眼科招股书，智研咨询，国联证券研究所

2.1.2 老龄化和需求升级带动白内障市场持续扩容

白内障具有致盲性，刚需大，患病人群多的特点。白内障是由老化、遗传、外伤及中毒等原因引起的人眼天然晶状体变性而发生的浑浊，导致光线被浑浊晶状体阻挡无法投射到视网膜上，造成患者视物模糊或完全失明，是眼科的第一大类疾病。根据 WHO 报告，白内障是全球首位致盲眼病，全球 39% 盲症和 25% 的重度视力障碍来自未及时治疗的白内障。根据国际防盲协会（IAPB）的研究显示，2020 年中国白内障患病人群（45-89 岁）预计达到 1.32 亿人。目前通过手术植入人工晶状体以取代已变得天然晶状体是治疗白内障唯一有效的手段。

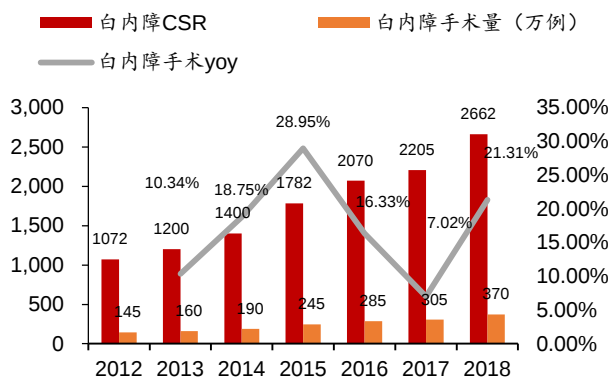
图表 18：白内障手术示意图



来源：爱博医疗招股说明书，国联证券研究所

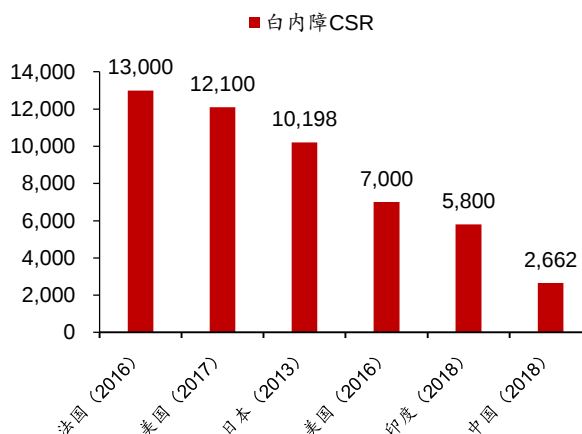
白内障手术渗透率提高，市场容量扩大。2012-2016 年白内障筛查促进我国白内障手术量和渗透率持续提升。2016 年后部分地区白内障筛查开始受医保限制。但我国人口老龄化程度持续提升，老年人口持续增加，我国白内障 CSR（每百万人白内障手术例数）远远小于世界主流国家。如与日本 2013 年相比，我国 2018 年白内障 CSR 仍有 4 倍提升空间，伴随着老龄化程度加深，眼科诊疗意识的提升，我国白内障治疗市场有望进一步扩大。

图表 19：2012-2018 年白内障手术量 CAGR 为 16.9%



来源：中国防盲致盲网，第三届中国眼健康大会，国联证券研究所

图表 20：世界主要国家白内障 CSR 对比



来源：华夏眼科招股说明书，国联证券研究所

技术升级推动白内障手术单价持续提升。近年来，白内障治疗的发展趋势为从复

明性手术向屈光性手术转变，患者需求从“看得见”向“看得清、看得舒服、看得持久”转变，使白内障手术从简单白内障摘除手术逐渐过渡为飞秒白内障。人工晶体材料也依次出现了非球面、环曲面（Toric）、多焦点、可调节等各类新型屈光性人工晶状体等不同产品，推动着白内障手术单价持续提升。

图表 21：不同级别人工晶状体产品价格及市占率

人工晶体	进院价格区间（元）	主要进院价格/平均进院价格（元）	市占率
高端	4500-23000	12000	10%
中端	1600-4500	3050	50%
低端	800-1600	1200	30%
基础	100-500	300	10%

来源：爱博医疗招股说明书，国联证券研究所

量价齐升助力白内障治疗市场持续扩容。按照“十四五”全国眼健康规划（2021-2025 年），全国百万人白内障手术率达到 3500 以上。同时白内障手术患者的单价以每年复合增长率 1% 增长，2024 年白内障市场规模将达到 412 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 5.81%。

图表 22：2019-2024E 白内障市场规模测算

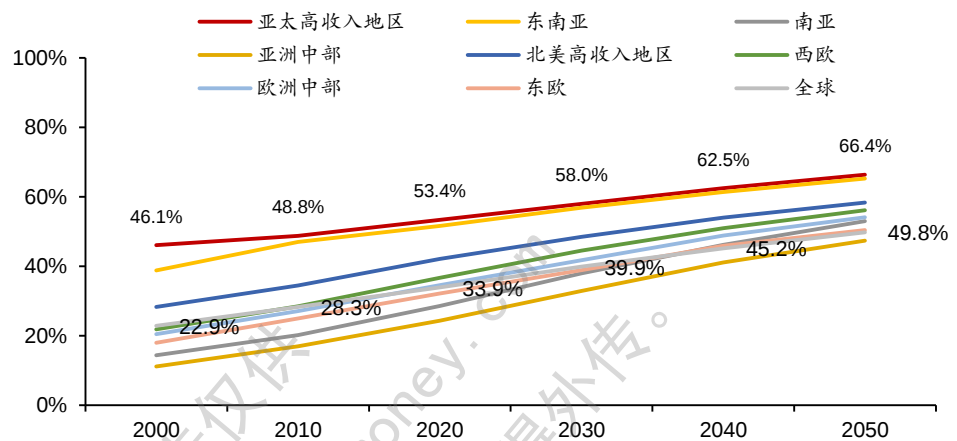
年份	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
全国人口数量（百万）	1,410	1,412	1,413	1,413	1,414	1,414
全国百万人口白内障手术率	2,782	2,907	3,038	3,174	3,317	3,500
白内障年手术量（万例）	392	410	429	449	469	495
全国均价（元）	7,921	8,000	8,080	8,161	8,242	8,325
市场规模（亿元）	311	328	347	366	387	412
YOY		5.70%	5.58%	5.58%	5.58%	6.60%

来源：国家统计局，国家卫健委，爱博医疗招股说明书，国联证券研究所

2.1.3 发病率和政策催生千亿近视防控市场

全球范围内来看，亚洲地区近视率显著高于其他地区。根据美国眼科学会的数据显示，2020 年亚太高收入国家、东南亚、南亚等地区近视率分别为 53.4%、51.6%。显著高于全球平均水平（33.9%），是全球近视高发的地区。

图表 23：2000-2050E 年全球主要地区近视率分布



来源：美国眼科学会，国联证券研究所

国内青少年近视症状高发，近视防控已上升为国家战略。近年来，国内青少年学业压力增加，电子产品使用频繁，近视率持续提升。根据国家卫健委的数据显示，2020年我国青少年总体近视率达52.7%，较2019年上升了2.5pct。为应对青少年近视问题，教育部、国家卫健委多次发文，推动近视防控上升为国家战略，相关政策、措施和考核指标已落地。

图表 24：近年来近视防控相关政策

政策名称	发布时间	要点
《综合防控儿童青少年近视实施方案》	2018年8月	提出了到2030年中国6岁儿童近视率控制在3%左右的目标
《关于开展2018年儿童青少年近视调研工作的通知》	2018年10月	从2019年起每年开展各省（区、市）人民政府儿童青少年近视防控工作评议考核
《全面加强儿童青少年近视综合防控工作责任书》	2019年3月	省级人民政府从2019年起到2023年，在本省份2018年儿童青少年总体近视率的基础上，力争儿童青少年总体近视率每年下降0.5%以上，近视率高于全国总体平均水平的省份每年下降1%以上
《儿童青少年近视防控适宜技术指南》	2019年10月	完善了近视防控适宜技术要求，更新筛查频率为每学年不少于2次，细化视力筛查年龄范围，补充学龄前儿童远视储备不足筛查方法及中小学生裸眼视力下降（ ≥ 4.9 ）筛查技术流程
《儿童青少年近视防控光明行动工作方案（2021-2025年）》	2021年4月	到2025年每年持续降低儿童青少年近视率，有效提升儿童青少年视力健康水平，为如期实现《实施方案》2030年各项目标任务奠定基础
《2022年全国综合防控儿童青少年近视重点工作计划》	2022年3月	明确了15个全国综合防控儿童青少年近视工作联席会议机制成员单位、教育部15个相关司局2022年近视防控重点任务、责任部门和完成期限

来源：教育部、国家卫健委官网，国联证券研究所

近视防控技术持续更新，治疗手段多元化。针对18岁以下的青少年近视问题，现有技术手段主要是预防和延缓近视水平，主要的治疗手段包括框架眼镜、角膜接触镜、角膜塑形镜和低浓度阿托品。不同的治疗手段适应症不同，价格和使用便捷程度也有差异。

图表 25：近视防控的主要治疗手段

防控方法	适用人群	优点	缺点
验光配镜	所有近视人群	①框架眼镜：方便、经济、安全； ②软性角膜接触镜：美观、容易适应、便于运动；③硬性角膜接触镜（RGP）：透气性好，成像质量高	①框架眼镜：运动不便，影响美观；②软性角膜接触镜：长时间不合理配戴可能引起眼部健康问题；③硬性角膜接触镜（RGP）：初戴时异物感强，需要时间适应，护理操作要求高，价格较高
角膜塑形镜（OK 镜）	8-18 岁中低度近视儿童及青少年	夜间佩戴，白天摘取，可有效控制近视进展，便于运动且不影响美观	价格较高，护理操作要求高，配戴不当存在并发症风险，高度近视群体不适用
低浓度阿托品	建议 12 岁以内、近视增长量 $\geq$ 0.75D/年的儿童青少年使用	不受近视度数限制，每晚睡前使用 1 次，使用简单，价格低廉	单独使用对 6-12 岁儿童青少年眼轴增长的控制作用原理尚不确定，中国大陆尚无临床注册用药

来源：爱尔眼科，《近视管理白皮书 2019》，国联证券研究所

市场需求和政策红利催生千亿近视防控市场。我们将近视防控市场划分为角膜塑形镜终端市场和配镜市场两个子领域进行测算。根据国家卫健委发布 2020 年关于近视率的数据，考虑到角膜塑形镜的渗透率逐步提高，在角膜塑形镜价格不变和近视防控政策没有大幅变动的前提下，我们预计 2024 年角膜塑形镜终端市场规模达到 212 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 22.03%，增长迅速。普通配镜终端市场规模 2024 年将达到 1184 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 9.07%。

图表 26：2019-2024E 近视防控市场规模测算

2019-2024E 角膜塑形镜终端市场规模测算						
年份	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
8-12 岁青少年人数（万人）	8,686	8,954	9,015	9,105	9,024	9,028
13-15 岁青少年人数（万人）	4,672	4,818	5,021	5,172	5,240	5,283
16-18 岁青少年人数（万人）	4,214	4,299	4,427	4,672	4,818	5,021
8-12 岁青少年近视率	35.5%	35.6%	35.1%	34.6%	34.1%	33.6%
13-15 岁青少年近视率	71.1%	71.1%	70.6%	70.1%	69.6%	69.1%
16-18 岁青少年近视率	80.5%	80.5%	80.0%	79.5%	79.0%	78.5%
8-18 岁青少年近视总人数（万人）	9,798	10,074	10,251	10,490	10,530	10,625
适配率	95%	95%	95%	95%	95%	95%
渗透率	1.05%	1.26%	1.52%	1.82%	2.19%	2.62%
目标患者人数（万人）	98	121	148	181	219	264
年费用（元）	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
市场空间（亿元）	78	96	118	145	175	212
YOY		23.38%	22.75%	22.53%	20.79%	20.71%
2019-2024E 配镜市场规模测算						
年份	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
全国人口（百万）	1410	1412	1413	1413	1414	1414
近视率	34.2%	35.0%	35.5%	36.0%	36.0%	35.5%

近视人口数量（百万）	482	494	501	509	509	502
配镜渗透率	30%	32%	34%	36%	38%	40%
目标配镜人数（百万）	145	158	171	183	193	201
平均单价（元）	530	485	509	535	561	590
市场空间（亿元）	767	767	868	979	1086	1184
YOY		0.04%	13.19%	12.78%	10.87%	9.03%

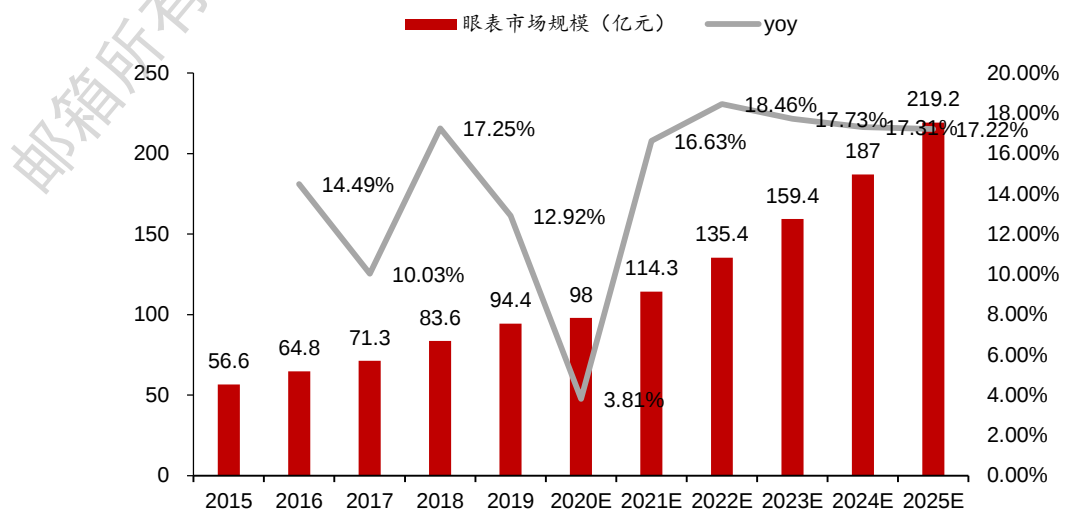
来源：国家统计局，国家卫健委，爱博医疗招股说明书，华厦眼科招股说明书，艾瑞咨询，国联证券研究所

2.1.4 其他眼病复杂度高，需求推动市场稳健增长

其他眼病主要包括眼表疾病和眼底疾病。眼表疾病（ocular surface disease）是一系列损害角膜眼表正常结构与功能的疾病总称，一般包括所有的浅层角膜病、结膜病以及外眼疾病、泪腺及泪道疾病。干眼症和翼状胬肉是临床常见的眼表疾病。眼底是指人体眼球内部衬里结构，主要包括眼球中视网膜、黄斑及视盘，眼底病一般指视网膜、黄斑与视盘疾病。

干眼病是眼表病中最大的细分，发病率的提升将推动市场规模不断扩大。随着干眼病发病率以及人民生活水平的快速提升，更多的眼表疾病得到了有效的诊疗。中国眼表疾病整体市场规模大约从2015年的56.5亿元快速增长至2019年的94.4亿元，期间年化复合增长率约为13.7%。中国眼表疾病诊疗市场将保持两位数以上增长。2025年中国眼表疾病市场规模预计将达到约219.2亿元，2020年至2025年期间年化复合增长率预计将达到17.5%。

图表 27：2015-2025E 眼表病市场规模

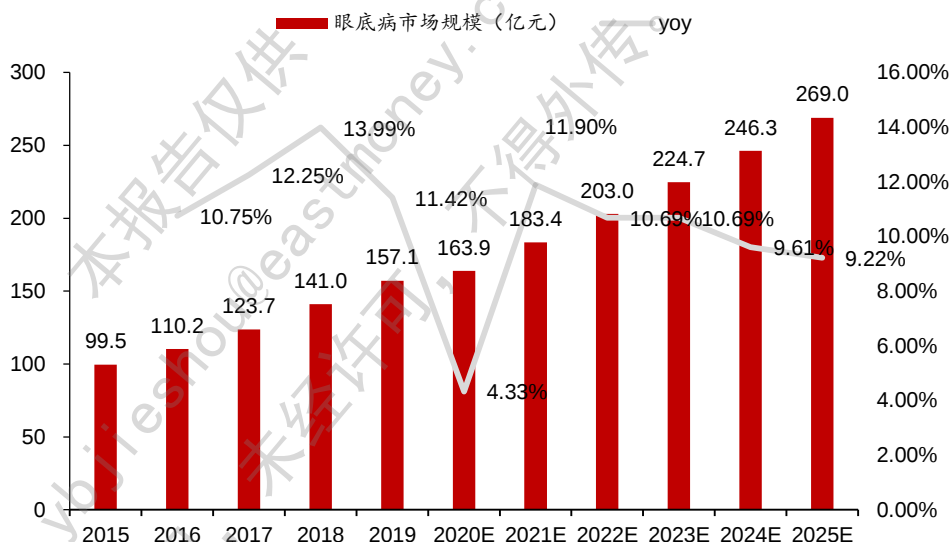


来源：华厦眼科招股说明书，国联证券研究所

眼底疾病危害大，治疗复杂度高。眼底病复杂程度高、难治愈且视力治愈后大多较差，是目前不可逆盲的主要病因，很多疾病目前缺乏临床上有效的治愈手段。在所有的眼底疾病中，糖尿病性视网膜病变以及黄斑变性是较为常见的眼底疾病种类，也是威胁 50 岁以上人群的重要治盲疾病。

百亿眼底病市场，民营占比低，增长空间大。中国眼底疾病整体市场规模从 2015 年的约 99.5 亿元快速增长至 2019 年的约 157.1 亿元，期间年化复合增长率约为 12.1%。因为眼底疾病的复杂性，眼底医疗团队的建设以及眼底医生资源是评判各大医院眼科以及眼专科医院的重要衡量指标。培养眼底疾病诊疗团队往往需要数十年的行业积累，民营眼科医院在眼底疾病整体市场中尚有很大的发展空间。

图表 28：2015-2025E 眼底病市场规模

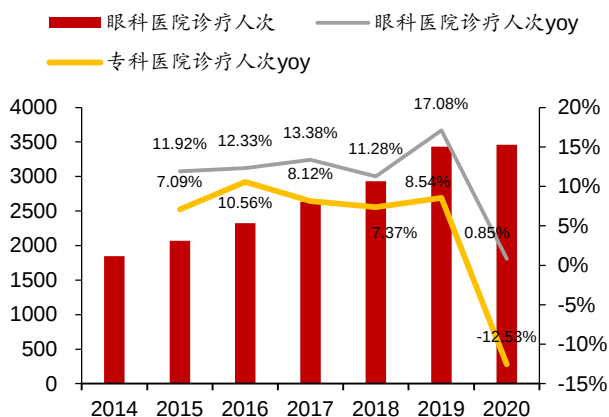


来源：华夏眼科招股说明书，国联证券研究所

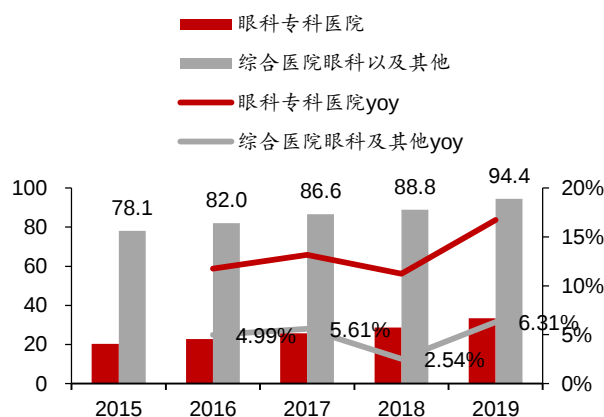
2.3 民营眼科发展速度快于公立眼科

旺盛眼科治疗需求带动眼科诊疗人次快速增加，眼科专科医院诊疗人次增速快于专科医院平均水平。2014-2020 年眼科专科医院诊疗人次 CAGR 为 11.2%，去除 2020 年疫情影响，2014-2019 年眼科专科医院诊疗人次 CAGR 为 13.18%，高于专科医院诊疗人次 CAGR (8.33%)。其中 2020 年疫情影响下，眼科诊疗人次仍维持正增长，而专科医院 2020 年诊疗人次增速-13%，眼科专科医院较为刚需，受疫情影响程度小于其他专科医院平均水平。

图表 29：2014-2020 年眼科医院诊疗人次 CAGR 为 11.2%



图表 30：眼科专科医院诊疗人次增速快于综合医院眼科

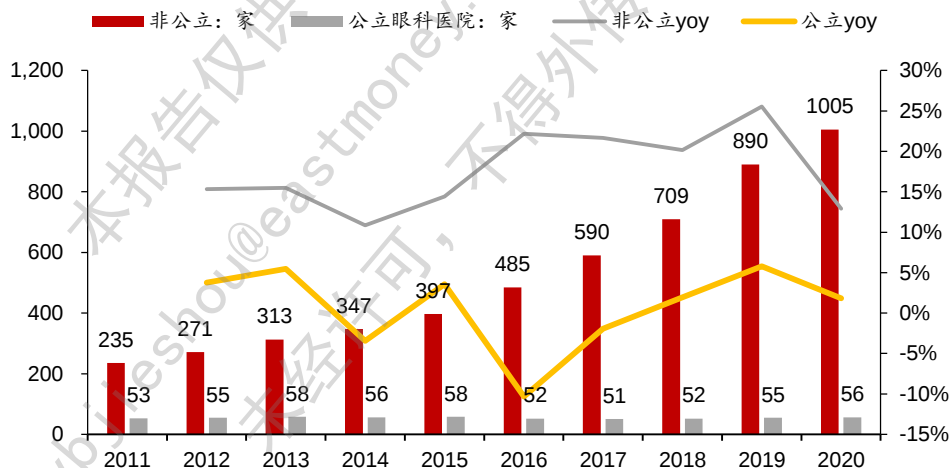


来源：中国卫生健康统计年鉴，国联证券研究所

来源：华厦眼科招股说明书，国联证券研究所

医院数量上民营增速快于公立医院。2011年至2020年，中国眼科专科医院数量明显上升，2020年中国共有眼科专科医院1061家。其中民营眼科专科医院发展迅速，快速从2011年的235家增长至2020年的1005家，期间年化复合增长率达到17.52%。2019年民营眼科专科医院在眼科专科医院的占比达到95%。

图表 31：2011-2020 年眼科医院数量变化情况



来源：中国卫生健康统计年鉴，国联证券研究所

民营眼科呈现一超多强局面，爱尔具有先发优势。眼科诊疗流程标准化程度高，可复制性强，易于连锁经营，叠加国家鼓励社会办医，眼科医院呈现出一超多强的格局。爱尔眼科由于在2009年上市后借助资本市场开展快速扩张，目前医疗网点数量、营收和利润远超第二梯队的民营眼科医院。

图表 32：2021 年民营眼科市场格局

代码	标的	上市时间	覆盖区域	门店数量	规模（2021）
300015.SZ	爱尔眼科	2009	中国大陆、香港、美国、欧洲、东南亚	全球 723 家，其中中国大陆 610 家（上市公司 292 家，并购基金旗下 318 家）	营收 150 亿； 归母净利润 23.23 亿； 门诊量 1,019 万人次； 手术量 81.73 万例
A20442.SZ	华厦眼科	2021（申报）	华东（除福建 23）、福建（11）华中（7）、华南（5）、西南（9）、华北（1）、西北（2）	医院 56 家，视光中心 20 家	营收 30 亿； 归母净利润 4.55 亿； 门诊量 167.14 万人次； 手术量 29.28 万眼 床位 2905 张
301103.SZ	何氏眼科	2022	辽宁（81）、辽宁省外（9）	3 家三级，32 家二级，55 家初级	营收 9.62 亿； 归母净利润 8636 万； 门诊量 119+万人次； 手术量 4.6+万例； 视光服务人次 40 万

301239.SZ	普瑞眼科	2022	主要分布在直辖市或省会城市, 华北(2), 华南(1), 华中(3), 华东(5), 东北(3), 西南(4), 西北(4)	23 家眼科医院	营收 17 亿; 归母净利润 9,388 万; 门诊量 97.58 万人次; 手术量 91,595 例
002524.SZ	光正眼科	2020	上海、成都、重庆、郑州、南昌、呼和浩特、济南、青岛、无锡、义乌	13 家眼科医院, 1 家诊所	营收 10 亿; 归母净利润 4,266 万
1406.HK	清晰医疗	2022	香港	2 家医疗中心	营收 2.25 亿港元; 归母净利润 1,349 万港元; SMILE 手术(屈光治疗)量 3,802 例
1846.HK	德视佳	2019	德国、丹麦、中国	27 间诊所	营收 6.33 万港元; 归母净利润 13,356 万港元
3309.HK	希玛眼科	2017	北京、上海、深圳、珠海、昆明、香港	6 间眼科诊所(香港); 8 间眼科医院/中心(内地)	营收 11.13 亿港元; 归母净利润 2,186 万港元; 手术量 35,139 例
2219.HK	朝聚眼科	2021	蒙西及邻近地区、蒙东及邻近地区、浙东、浙北、苏北	17 间眼科医院, 24 间视光中心	营收 99,778.7 万; 归母净利润 16,174.9 万; 就诊次数共 105.25 万次

来源: 各公司公告, 各公司招股说明书, 国联证券研究所

3. 内生外延共驱, 业绩持续增长

3.1 管理模式增强获医能力

多层次激励措施提升公司整体竞争力, 提升员工的获得感。自爱尔上市以来, 针对公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心管理人员、核心技术人员等实行了四项 6 次股权激励计划。股权激励计划设立分期解锁限制, 激励员工努力达成当期业绩要求, 获得投资收益, 激励对象范围持续扩大、锁定期延长, 2021 年股权激励对象人数占去年员工人数 21.52%。前三次股权激励均取得卓越成绩, 受益人数超过 2300 人, 实际完成业绩远高于业绩要求。

图表 33: 公司历次股权激励计划及达成情况

	2011 年股票股权激励计划		2013 年股票股权激励计划		2016 年股票股权激励计划		2021 年股票股权激励计划
激励日期	2011 年 5 月	2013 年 1 月	2013 年 12 月	2016 年 6 月	2017 年 5 月	2021 年 6 月	
激励对象	公司董事、高管、核心管理人员、核心业务人员及其他						
授予人数	198	258	62	1557	326	4909	
授予数量(万股)	900	562.5	62.5	2005.9	286.515	4,754.61	

期权初始行权

价格 (元)	41.43	8.68	14.25	14.26	10.82	27
-----------	-------	------	-------	-------	-------	----

行权/解锁期	锁定期 1 年, 分六年行权 (20%/16%/16%/16%/16%)	锁定期 1 年, 解锁期 3 年, 分三期 (40%/30%/30%)	锁定期 1 年, 解锁期 2 年, 分四期 (50%/50%)	锁定期 1 年, 解锁期 4 年, 分四期 (34%/22%/22%)	锁定期 1 年, 解锁期 3 年, 分四期 (34%/33%/33%)	锁定期 1 年, 解锁期 5 年, 分五期 (20%/20%/20%/20%/20%), 每批次限售期满后另有 6 个月额外限售期
--------	---	--	------------------------------------	--	--	--

业绩要求	净利润: 以 2010 年为基数, 2011-2016 年不低于 20%/40%/65%/90%/110%/140%; 净资产收益率: 2011 年-2013 年和 2014-2016 年分别不低于 9.6% 和 10%。	1) 净利润: 以 2012 年为基数, 2013-2016 年增长不低于 20%/40%/65%; 2) 净资产收益率: 2013 年、2014 年、2015 年均不低于 10%;	1) 净利润: 相对于 2012 年、2014-2015 年, 净利润增长不低于 40%/65%; 2) 净资产收益率: 2014-2015 年不低于 10%	净利润: 相对于 2015 年, 2016-2019 年增长不低于 20%/40%/60%/80%	净利润: 相对于 2015 年, 2017-2019 年增长 40%/60%/80%	净利润: 相对于 2020 年, 2021-2025 年增长不低于 20%/40%/60%/80%/100%
------	--	--	--	--	---	---

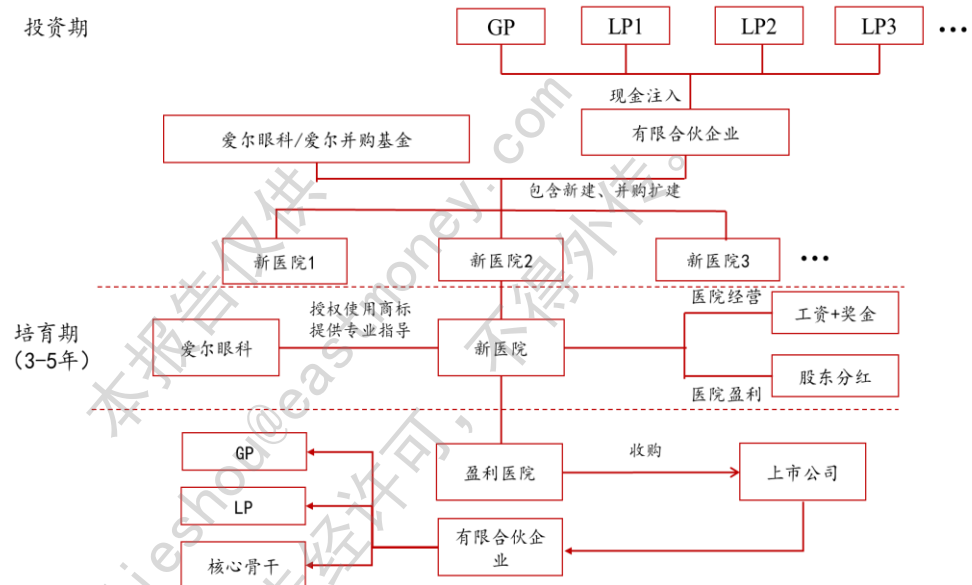
实际完成情况	净利润: 2011-2016 年相对 2010 年增长 43%/52%/86%/157%/256%/363%; 净资产收益率: 2011-2016 年 13%/13%/14%/17%/19%/22%	净利润: 2013-2016 年相对 2012 年增长 22%/69%/134%; 净资产收益率: 2013-2015 年 14%/17%/20%	净利润: 2014-2015 年 72%/140%; 净资产收益率: 2014-2015 年 16.76%/19.37%	净利润: 相对于 2015 年, 2016-2019 年增长 30%/73%/136%/22%	净利润: 相对于 2015 年, 2017-2019 年增长 73%/136%/22%	净利润: 相对于 2020 年, 2021 年增长 31.58%
--------	--	--	---	--	--	---

来源: 公司公告, 国联证券研究所

合伙人计划绑定公司核心骨干与公司利益, 加速新院培育进程。在股权激励计划之外, 公司于 2014 年 4 月决定对新建、并购、扩建的医院实行合伙人计划, 由核心人才成立合伙企业参股新建医院, 在新医院达到要求的盈利水平后, 爱尔眼科将通过发行股份、支付现金或两者结合等方式, 以公允价格收购合伙人持有的医院股权。合伙人计划让核心骨干与公司结成长期利益共同体, 持续分享公司发展成果, 加速新院培育进程, 推动公司长远发展。据公司社会责任报告的数据显示, 公司大部分合伙人也享受了股权激励, 年平均收入超过加入公司前的 3 倍, 最高达 14 倍, 并且可以

担任院长甚至总院长，平台和晋升空间较大，对医生的吸引力显著增强，医院成长性显著提升。

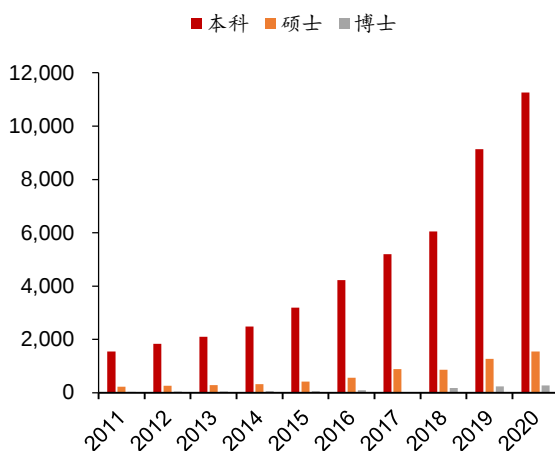
图表 34：爱尔眼科合伙人计划示意图



来源：公司社会责任报告，国联证券研究所

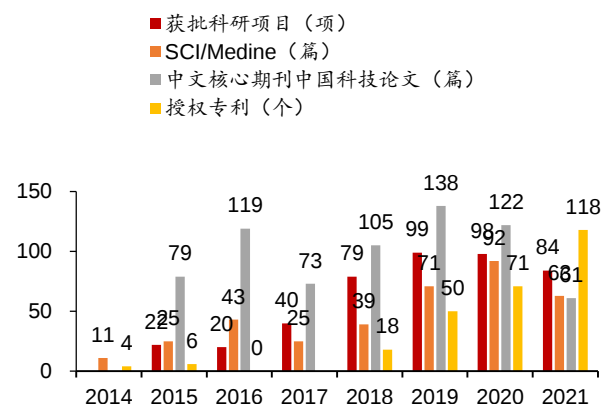
优质激励持续提升医生数量和科研水平，公司品牌力持续提升。自上市以来，爱尔眼科员工数量（尤其是高学历人才数量）显著提升，截至2020年，爱尔及产业基金旗下眼科医生约6000名，占全国眼科医生数量的1/8。伴随高水平人才的加入，爱尔眼科获批科研项目、发表论文数量和授权专利数量持续创新高，科研实力明显提升，公司眼科专业品牌力持续提升。

图表 35：爱尔眼科高学历人才数量持续增加



来源：公司社会责任报告，国联证券研究所

图表 36：爱尔眼科科研水平持续提升



来源：公司社会责任报告，国联证券研究所

3.2 单店盈利奠定连锁发展基础

“横向成片、纵向成网”布局促进医疗资源逐步下沉。大城市人口面积广，医疗资源集中。小城市医疗资源缺乏。为了解决需求和供给的配置不对称造成的“看病难”的局面，爱尔眼科在发展中探索并建立了分级连锁模式和同城网络模式，其中分级诊疗体系实现医疗资源对不同城市的布局。

图表 37: 爱尔眼科分级诊疗体系

医院层级	划分标准	代表城市
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	北京、上海、广州、深圳
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	武汉、长沙、成都、沈阳
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	东莞、株洲、衡阳
县级医院	县级医院是基层眼科中心，侧重于眼视光及常见眼科疾病的诊疗服务，疑难眼病患者可输送到上级医院就诊	盖州、沅江

来源：公司社会责任报告，国联证券研究所

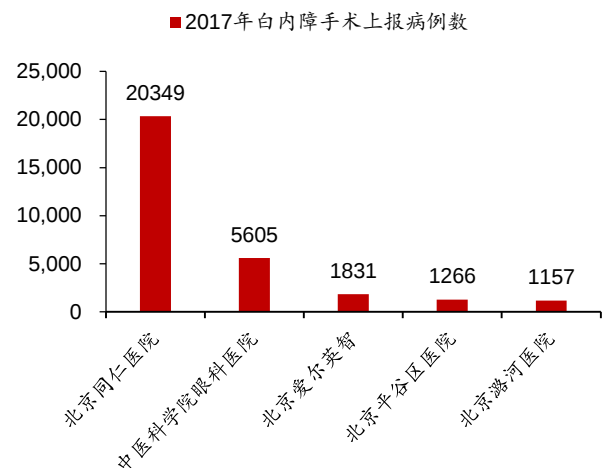
一线城市：当地竞争格局影响较大。以北京和上海为例，当地公立医院成立时间长，品牌影响力大，竞争优势强。以 2017 年白内障为例，虽然北京爱尔和上海爱尔白内障手术量均已排到前五，但与当地公立医院手术量仍有较大差距。

图表 38: 2017 年上海市白内障上报前五的医院



来源：中国致盲防盲网，国联证券研究所

图表 39: 2017 年北京白内障手术上报前五的医院

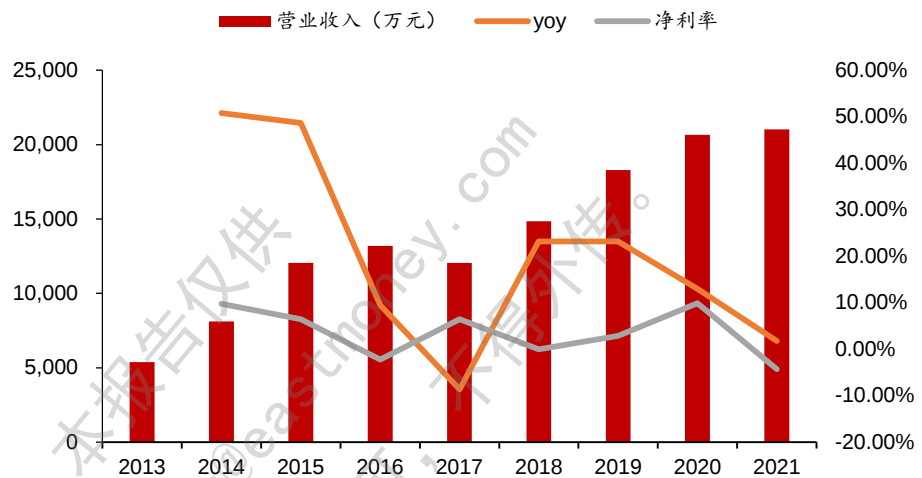


来源：中国致盲防盲网，国联证券研究所

强竞争环境下上海爱尔仍持续增长。一线城市公立医院技术水平高，竞争对手多，成本高。以上海为例，复旦大学附属耳鼻喉科医院为代表的优质公立医院和新视界、普瑞眼科等民营眼科服务能力均比较强，竞争激烈。上海爱尔 2017-2021 年收入 CAGR 为 14.94%，营收持续增长，2020 年疫情背景下净利率仍有 10%，树立了公司在一线城市

的品牌。

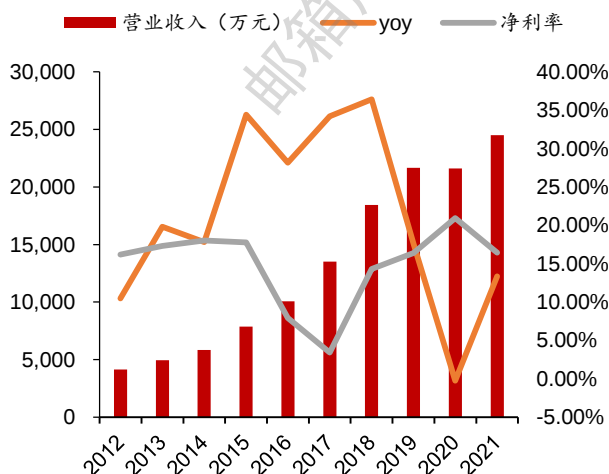
图表 40: 2013-2021 年上海爱尔营收、增速及净利率情况



来源：公司公告，国联证券研究所

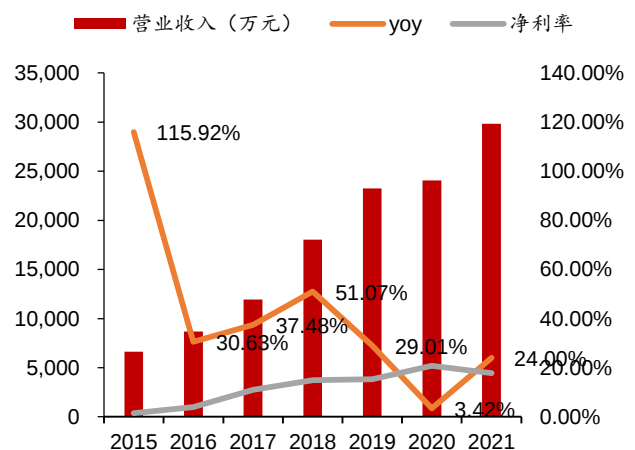
广深当地竞争格局好，需求强，增速快。广深均处大湾区，人口净流入，居民生活水平高，需求强；竞争对手除中山眼科外，整体品牌力不强，促使当地门店快速增长。广州爱尔 2017-2021 年 CAGR 为 16%，净利率持续提升至 16%。深圳爱尔 2017-2021 年 CAGR 为 25.73%，净利率持续提升至 18%。伴随着门店成熟，净利率有望进一步提升。

图表 41: 2012-2020 年广州爱尔营收及净利率



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 42: 2015-2020 年深圳爱尔营收及净利率

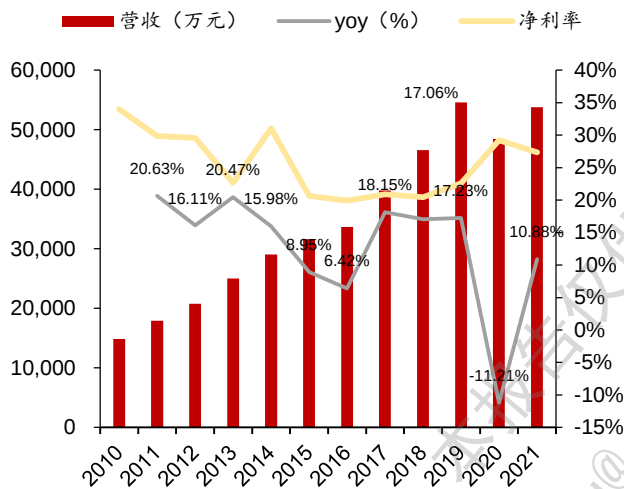


来源：公司公告，国联证券研究所

省会城市：优势省会门店净利稳定，其他省会营收及净利率持续提升。以武汉爱尔、长沙爱尔为代表的省会城市医院自上市至今持续稳健发展。武汉爱尔 2012-2021 年营收 CAGR 为 11.13%。净利率持续维持在 20% 以上。2017 年新设江夏青山门诊部后，市占率提升，营收持续增长，2020 年虽受疫情影响，但 2021 年

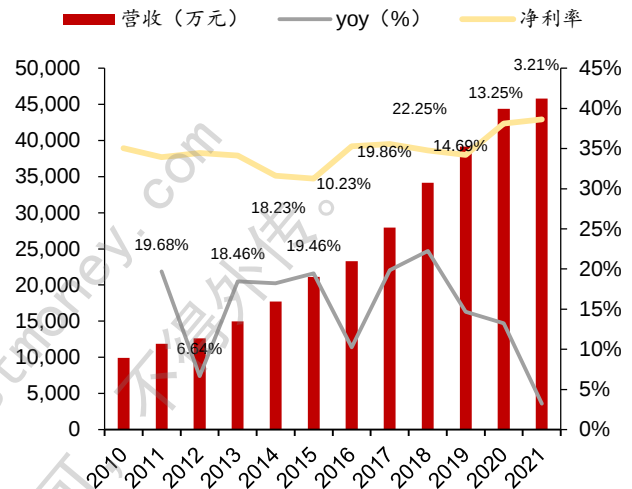
大幅反弹。预计长沙爱尔自 2022 年新迁，业绩有望进一步增长。

图表 43: 2011-2021 年武汉爱尔营收及其增长



来源：公司年报，国联证券研究所

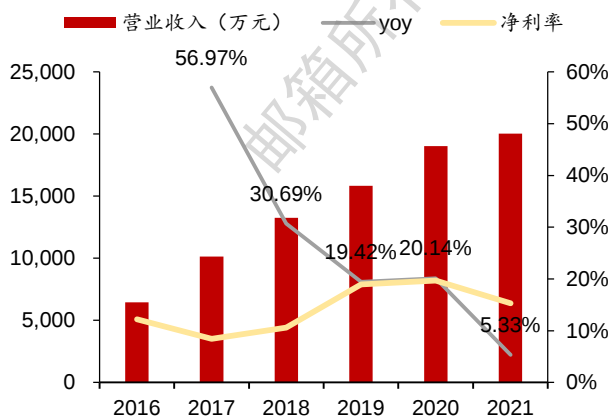
图表 44: 2011-2021 年长沙爱尔净利润及其增长



来源：公司年报，国联证券研究所

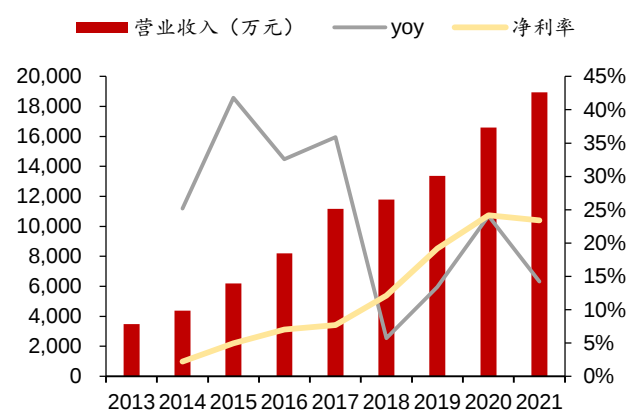
其他省会城市：门店营收和净利率不断提升。以贵阳爱尔和南宁爱尔为例，门店成立较晚，营收增速和净利率均在提升。南宁爱尔 2016-2021 年营收 CAGR 为 19%，2020 年净利率提升至 15.30%；贵阳爱尔 2017-2021 年营收 CAGR 为 14%，2021 年净利率提升至 23%。

图表 45: 南宁爱尔 2016-2021 年营收及净利率



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 46: 贵阳爱尔 2013-2021 年营收及净利率

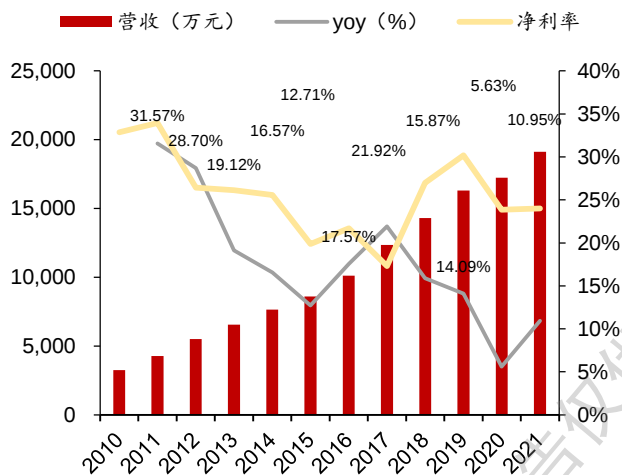


来源：公司公告，国联证券研究所

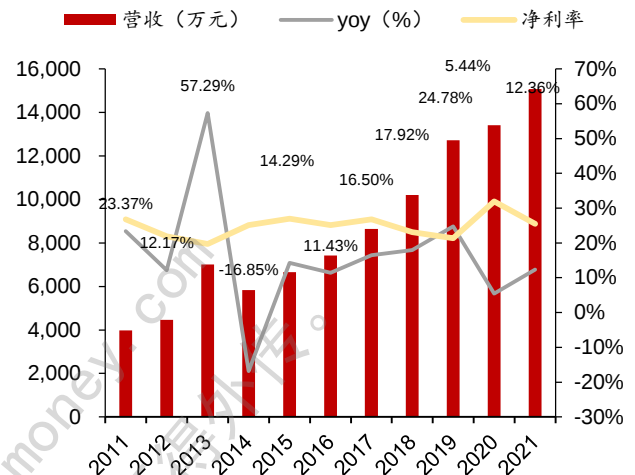
地级市医院：竞争格局好，业绩持续增长，有望逐步过亿，成为重要增长级。以衡阳爱尔、株洲爱尔为代表的地级市医院成立超过十年，当地公立医院眼科医疗服务能力弱，爱尔眼科在当地具备竞争优势。衡阳爱尔 2021 年营收为 1.9 亿元，2012-2021 年 CAGR 为 14.85%；株洲爱尔 2021 年营收为 1.5 亿，2012-2021 年 CAGR 为 15.50%，从增速看，2020 年受疫情影响较小，增长仍然强劲。

图表 47: 衡阳爱尔 2011-2021 年营收及净利率

图表 48: 株洲爱尔 2011-2021 年营收及净利率



来源：公司年报，国联证券研究所

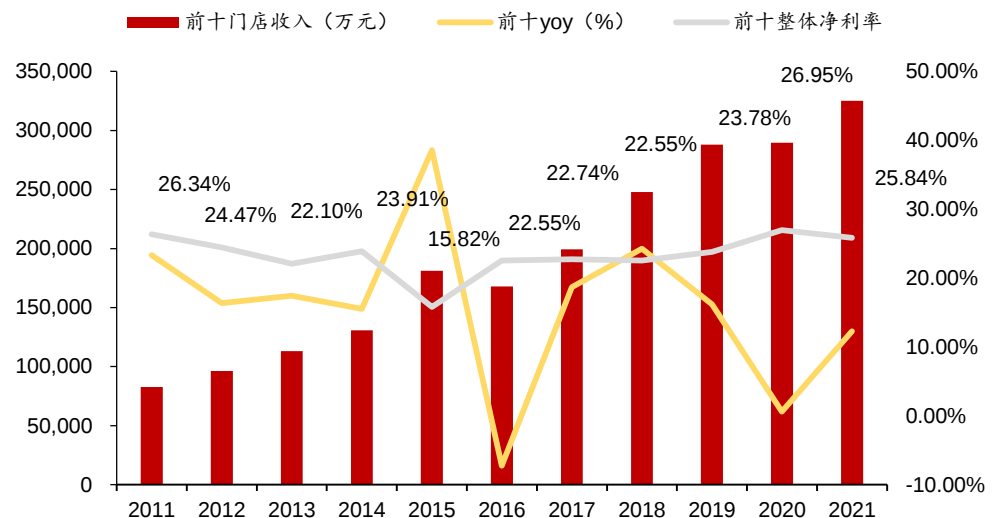


来源：公司年报，国联证券研究所

十大核心门店规模大，发展阶段成熟，公司十大门店主要是指武汉、长沙、沈阳、成都、深圳、广州、东莞等对公司净利润的影响较大的门店，虽然每年略有小幅变动，但整体代表了上市公司体内规模大、发展阶段较为成熟的门店、往往也是。

十大门店营收十年持续增长，净利润保持稳定。2011-2021 年公司前十大核心门店营收 CAGR 为 16.41%，前十大核心门店的净利润 CAGR 为 16.16%，盈利能力优秀。2016-2021 年前十大核心门店营收 CAGR 为 17.95%，前十大门店净利润 CAGR 为 22.03%，考虑到 2020 年疫情的影响，近五年十大门店持续增长能力强，利润贡献能力持续提升。2011 至今（除 2015 年外），十大门店整体净利率均维持在 20% 以上。

图表 49：爱尔眼科前十门店收入近十年 CAGR 14.47%



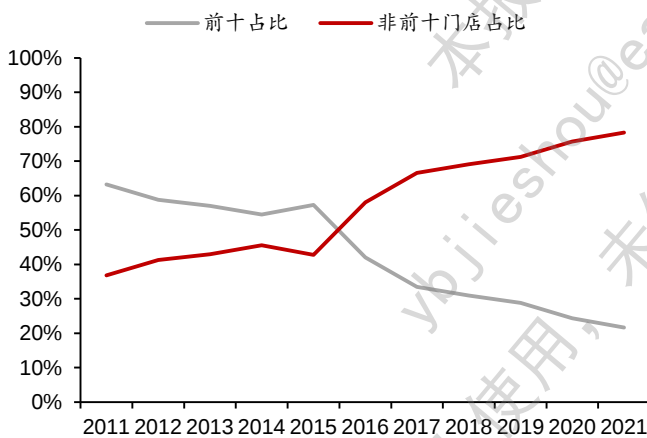
来源：公司公告，国联证券研究所

非十大门店数量大，发展时间短，发展周期早。非十大门店分布在其他省会城市、

地级市和部分县级市。从时间来看，83%的门店为 2017 年及其之后并入上市公司体内（包含新建和并购），发展时间短，发展周期早，营收和净利润仍在爬坡期。

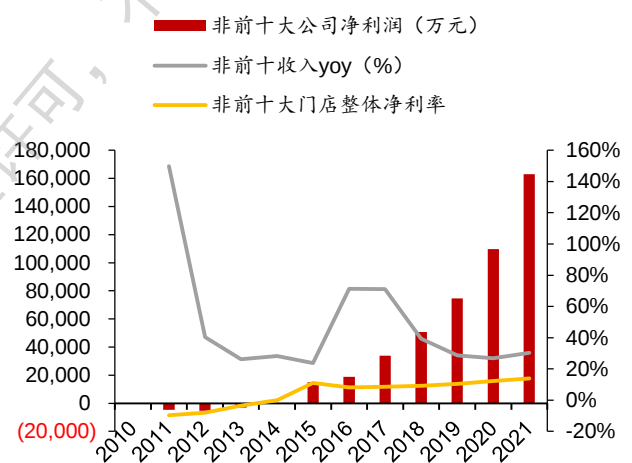
非十大门店业绩增速快，占比不断提升，持续贡献利润。非十大门店 2011-2021 年营收 CAGR 为 42.59%，公司自 2017 年开始成立并购基金开始，2016-2021 年非十大门店营收 CAGR 为 50%，非十大门店净利润自 2016-2021 年 CAGR 为 71.54%。从比重看，前十大门店营收占比从 2011 年的 63.21% 下降至 2021 年 21.68%，前十大门店营收占比持续下降，非十大门店的比重持续提升至 78.32%。从净利率看，非十大门店的整体净利率逐步提升至 2021 年的 13.87%，与成熟门店的 20% 以上仍有较大的提升空间。

图表 50：爱尔眼科非十门店收入占比持续提升



来源：公司年报，国联证券研究所

图表 51：爱尔前十大门店净利润近十年 CAGR 15.16%

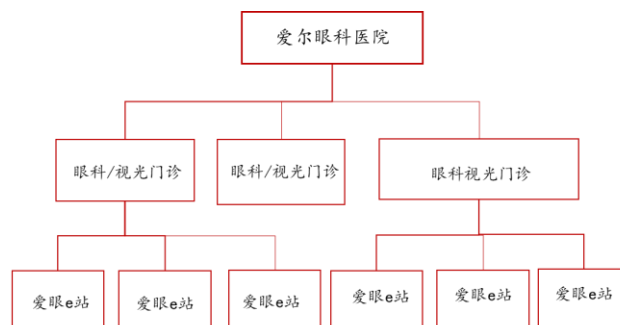


来源：公司年报，国联证券研究所

3.3 生态战略提升公司核心城市覆盖率

同城网络战略实现对同一个城市自上而下的布局，不断提升覆盖面。以武汉为例，爱尔眼科通过湖北省总院、汉口医院、洪山爱尔、汉阳爱尔实现对核心城区的覆盖，通过江夏门诊部、黄陂门诊部、青山门诊部、蔡甸门诊部实现对远郊区的覆盖。

图表 52：爱尔眼科同城生态战略



来源：公司社会责任报告，国联证券研究所

一城多店持续提升核心城市覆盖率。核心城市主要分布在一线城市和省会城市，

如广州、深圳、武汉、长沙、成都、重庆等城市。城市面积大，人口多，需求旺盛。核心门店品牌力强，但辐射范围小，门店建设成本高。以医院为核心，以门诊为触角的同城生态，持续将优质的眼科服务布局到城市各个角落，提升核心城市覆盖率。

图表 53: 武汉同城门店布局

门店	成立/收购时间	状态
湖北爱尔	筹建中	
武汉爱尔	2003	
汉口爱尔	2008	
洪山爱尔	2019	新设
黄陂爱尔	2021	收购
汉阳爱尔	2015	收购
青山门诊	2017	新设
江夏门诊	2018	新设
黄陂门诊	2018	新设
硚口门诊	2019	新设
蔡甸门诊	2018	新设
青山门诊	2021	新设
东西湖门诊	2021	新设

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 54: 深圳同城门店布局

门店	成立/收购时间	状态
深圳	2013	
深西		亮视中星
深东		亮视长星
深北		亮视远筑
蛇口爱尔门诊	2018	新设
新安爱尔门诊	2018	新设
六和爱尔门诊	2018	新设
民智爱尔门诊	2018	新设
横岗爱尔门诊	2019	新设
马田爱尔门诊	2019	新设
桂圆爱尔门诊	2019	新设
碧湖爱尔门诊	2019	新设
桃园爱尔门诊	2022	新设
西柚爱尔门诊		芜湖远澈

来源：公司公告，国联证券研究所

核心门店持续扩容，高筑核心城市品牌力和诊疗能力。公司 2021 年 7 月发布定增公告，募集资金用于 7 家核心门店的改扩建，实施落地后门诊量提升 280%，显著扩大核心城市的接诊能力，持续扩大在核心城市的诊疗能力。

图表 55: 爱尔眼科近期门店改扩建简况

	扩建后建筑面积 (平方米)	设计最大接诊量 (万人次/年)	2020 年实际接诊量 (万人次/年)	增幅	状态
长沙爱尔迁址扩建项目	46,014	71.18	20.77	242.71%	2022.07 已开诊
湖北爱尔新建项目 (武汉爱尔)	38,668	51.1	23.19	120.35%	租赁控股股东控制的物业，自 2021 年 4 月开始
安徽爱尔新建项目 (合肥爱尔)	30,770	43.8	8.32	426.44%	已签署房屋购买意向协议并支付诚意金
沈阳爱尔眼视光迁址扩建项目	45,147	59.31	13.57	337.07%	已完成招拍挂并取得不动产权证书
上海爱尔迁址扩建项目	25,410	45.63	9.54	378.30%	租赁控股股东控制的物业，自 2021 年 4 月开始
贵州爱尔新建项目 (贵阳爱尔)	30,000	50.19	8.84	467.76%	已完成土地招拍挂并支付 50% 首期款
南宁爱尔迁址扩建项目	15,744	38.33	10.42	267.85%	-

来源：公司公告，国联证券研究所

同城生态逐步落地，不断打开核心城市营收天花板。以武汉为例，武汉爱尔成立时间早，规模大。汉口、汉阳、洪山医院布局核心城区，其他门诊布局远郊区。随着卫星门店和诊所的业绩逐步提升，有望打开核心城市门店营收天花板。

图表 56: 武汉各门店 2020 年简况

万元	开业时间	营业收入	净利润	营收占比	门诊量 (万人次)	诊室数量	手术室数量
武汉爱尔		48,482.97	14,167.99	68.13%	23	59	13
汉口爱尔		13,796.35	1,847.08	19.39%	7	36	12
汉阳爱尔		5,025.84	780.40	7.06%	4	16	7
洪山医院	2019	1,588.61	-1,062.67	2.23%	2	15	4
青山门诊部	2017	805.68	27.88	1.13%	2	5	0
蔡甸门诊部	2018	592.27	41.27	0.83%	1	5	0
江夏门诊部	2018	530.8	35.05	0.75%	1	5	0
青山门诊	2021 新设						
东西湖门诊	2021 新设						

来源：公司公告，国联证券研究所

3.4. 并购基金持续培育体外优质资产

公司借助并购基金优势，加快公司门店布局。公司通过产业基金培育体外标的，再以定向增发和自有现金完成收购闭环，保证体外优质资产持续注入，具有显著优势：1) 新建初期由产业基金持有，弱化了新建医院对上市公司的业绩影响；2) 极大发挥杠杆作用，以小规模资金推动门店快速扩展，扩大先发优势；3) 向体外医院输出品牌、管理与供应链，加速体外医院培育进度，发挥规模效应。

自 2014 年开始，相继设立了 12 支产业并购基金，用少量自有资金撬动产业资本实现快速门店在全国范围的扩张。截至目前，公司仍有 10 支并购基金存续，储备了大量的体系外门店。

图表 57：公司并购基金汇总详情

基金名称	成立日期	期限	规模 (亿元)	持股比例	网点数量
深圳市前海东方爱尔医疗产业并购合伙 (有限合伙)	2014 年 3 月 27 日	3+1	2	10%	6 (已注销)
湖南爱尔中钰眼科医疗产业投资合伙企业 (有限合伙)	2014 年 12 月 31 日	5+2	1	9.80%	48 (已注销)
南京爱尔安星眼科医疗产业投资中心 (有限合伙)	2016 年 6 月 7 日	5	10	19.00%	40
湖南亮视交银眼科医疗合伙企业 (有限合伙)	2016 年 11 月 30 日	5+2	20	19.50%	19
湖南亮视长银医疗产业投资合伙企业 (有限合伙)	2017 年 12 月 16 日	5	10	19.00%	68
湖南亮视长星医疗产业管理合伙企业 (有限合伙)	2018 年 11 月 2 日	5	10	19.00%	62
芜湖远翔天祐投资管理中心 (有限合伙)	2019 年 7 月 11 日	5	8	19.88%	53
湖南亮视晨星医疗产业管理合伙企业	2019 年 8 月 22 日	5	10	19.00%	33

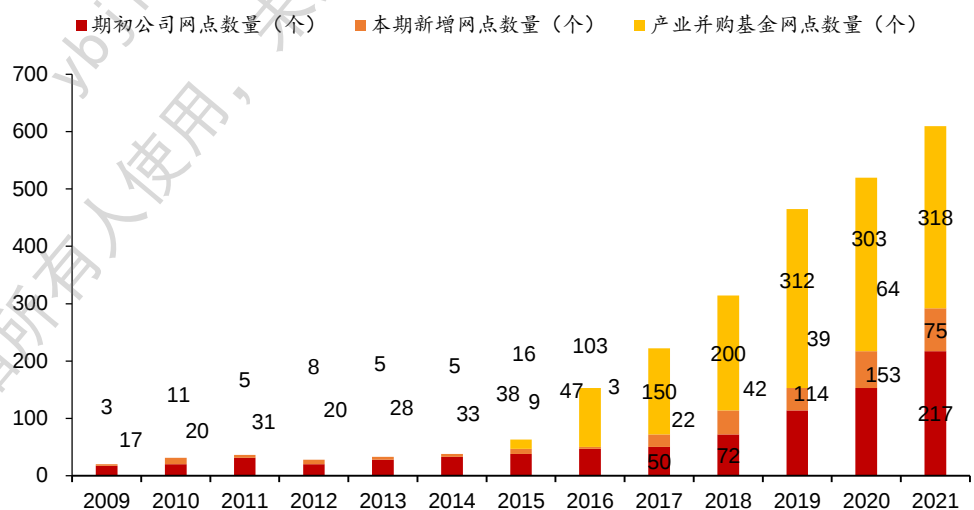
业（有限合伙）

芜湖远澈旭峰股权投资合伙企业（有限合伙）	2020年8月28日	5	6.2	19.34%	11 医院+3 门诊部
湖南亮视中星医疗产业管理合伙企业	2021年1月15日	5	10	19.00%	24
苏州亮视远筑股权投资合伙企业（有限公司）	2021年11月26日	5	10	9.90%	已投2 医院
湖南亮视同星医疗产业管理合伙企业（有限合伙）	2022年1月5日	5	10	19.00%	/

来源：公司公告，国联证券研究所

并购基金推动公司门店快速增加。自2014年爱尔眼科成立并购基金开始，上市公司中国大陆地区网点数量（包含上市公司和产业基金旗下）从2014年的38家增加到2021年的610家，2014-2021年中国大陆地区门店数量增速为41.48%。并购基金的设立不仅为公司可持续发展储备了大量的优质项目，同时也减少了新建门店对上市公司业绩的影响。

图表 58：爱尔眼科中国大陆网点数量快速增加



来源：社会责任报告，国联证券研究所

优势区域持续加密，其他区域省会和地级市持续布局。通过搜寻爱尔眼科中国大陆的网点我们发现，湖南、湖北、辽宁、广东、四川等公司较为优势的省份，上市公司体系内门店数量较多，且布局了大部分地级市和县级市。但河南、福建、浙江、江西、江苏等人口较大或经济发展水平较高的省份，公司的布局广度和深度远远不及优势的省份。同时考虑到这些省份民营眼科医院和公立眼科医院的实力不及北上广的眼科医院，庞大的人口和较高的经济发展水平仍是眼科医院发展的有利环境，因此我们认为公司体系外仍具备数量较多的优质门店。

图表 59：爱尔眼科网点全国布局情况（截至2022年6月30日）

省份	医院+门诊	并购基金医院数	体系外医院数量占比
北京+上海+	5+7+4+20	18	-

天津+重庆			
湖南 (80)	长沙 (14), 湘潭 (4), 衡阳 (8), 株洲 (4), 吉首 (2), 常德 (8), 邵阳 (6), 岳阳 (5), 郴州 (6), 怀化 (6), 益阳 (5), 永州 (5), 娄底 (6), 张家界	20	25.00%
湖北 (67)	武汉 (12), 襄阳 (8), 襄樊, 鄂州, 孝感 (5), 黄冈 (5), 黄石 (4), 咸宁 (2), 荆州 (5), 宜昌 (6), 恩施 (4), 十堰 (4), 随州, 荆门, 鄂州 (2), 仙桃 (2), 潜江, 天门	27	40.30%
辽宁 (59)	沈阳 (15), 营口 (4), 朝阳 (6), 铁岭 (4), 辽阳 (4), 抚顺 (4), 葫芦岛 (4), 本溪 (4), 大连 (7), 鞍山 (2), 丹东 (3), 锦州 (1), 盘锦 (4)	24	40.68%
广东 (55)	广州 (8), 深圳 (8), 韶关、清远 (2), 东莞 (3), 佛山 (4), 惠州 (4), 揭阳、肇庆、梅州、中山、河源、江门 (5), 阳春、珠海、阳江、湛江、汕头、茂名、台山	18	32.73%
四川 (36)	成都 (13), 达州 (3), 乐山 (2), 汉中 (2), 德阳 (3), 绵阳 (2), 南充、凉山、自贡、都江堰、宜宾、攀枝花、资阳、内江、遂宁、广安、眉山、广元	16	44.44%
河北 (33)	石家庄 (7), 邯郸 (9), 唐山 (3), 保定 (2), 沧州 (5), 邢台、衡水、秦皇岛、承德、廊坊、张家口	27	81.82%
山东 (32)	济南 (4), 菏泽、德州 (2), 泰安 (2), 滨州 (4), 烟台 (7), 淄博、威海 (3), 日照、济宁、临沂、莱芜、东营、枣庄、聊城、青岛	9	28.13%
浙江 (30)	杭州 (3), 宁波 (10), 湖州 (4), 台州 (2), 绍兴 (3), 衢州 (2), 金华 (2), 舟山、嘉兴 (2), 丽水	15	50.00%
广西 (25)	南宁 (5), 桂林、玉林 (2), 梧州 (3), 钦州 (2), 柳州、贵港 (2), 贺州、百色 (2), 来宾、北海、防城港、崇左、河池、平南	14	56.00%
云南 (20)	昆明 (4), 玉溪 (2), 红河 (2), 临沧、大理、个旧、普洱、曲靖、西双版纳、昭通、文山、楚雄、保山、丽江、芒市	12	60.00%
江西 (18)	南昌 (4), 宜春 (3), 九江 (2), 赣州 (2), 上饶 (3), 抚州、萍乡、景德镇、鹰潭	8	44.44%
山西 (17)	太原 (5), 大同、临汾、运城 (3), 忻州、晋中 (2), 长治、吕梁 (2), 朔州	6	35.29%
吉林 (15)	长春 (4), 公主岭、延吉 (2), 白山 (2), 松原、通化、白城 (2), 吉林、四平	7	46.67%
福建 (15)	福州 (3), 泉州 (9), 宁德、漳州、龙岩	10	66.67%
江苏 (14)	南京 (3), 泰州 (2), 无锡、宿迁、盐城、镇江、淮安、南通、、连云港、苏州、昆山、徐州、扬州	12	85.71%
安徽 (14)	合肥 (3), 淮北 (2), 安庆、蚌埠、铜陵、马鞍山、阜阳、宣城、池州、芜湖、亳州	4	28.57%
陕西 (12)	西安 (5), 宝鸡、咸阳、安康、榆林、镇安、渭南、延安	6	50.00%
贵州 (10)	贵阳、安顺、六盘水、遵义 (2), 铜仁、毕节、黔东南、黔西南、黔南	8	80.00%
黑龙江 (8)	哈尔滨、齐齐哈尔、牡丹江、绥化、佳木斯、鸡西、大庆	3	37.50%
青海+宁夏+			
海南+甘肃+	2+3+3+7+1+3	12	46.15%
新疆+西藏+			

内蒙古

来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所 注：以上网点包含了医院和门诊部，红色代表上市公司体系内未覆盖的城市

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

关键假设：

1) **屈光业务**：2022 年受疫情影响，公司屈光手术量受影响，需求有延后。长期来看随着公司门店的进一步加密，屈光手术渗透率进一步提升，屈光手术量仍将保持快速增长；叠加消费升级的趋势，屈光手术客单价也有提升。预计 2022-2024 年屈光业务收入增速为 23%/25%/25%。

2) **白内障业务**：白内障作为致盲疾病，需求较为刚性，受疫情影响较小。虽然有医保政策的影响，但白内障手术渗透率仍较低，老龄化加深的背景下，白内障手术量仍然保持个位数增长，同时叠加高端术式渗透率提升的影响。预计 2022-2024 年白内障业务收入增速均为 11%

3) **眼前段业务**：虽然电子产品使用时间的延长，干眼症等眼科疾病发病率逐步提升，同时由于社会眼科保健意识的增长，眼前段类疾病市场继续增长。公司作为拥有大量优质医生的头部企业有望受益。预计 2022-2024 年眼前段业务收入增速为 12%/15%/17%。

4) **眼后段业务**：随着老龄化程度加深，眼后段疾病相关患病人群持续增加。随着公司网点持续增加和医生尤其是有经验的医生数量增加，公司在眼后段业务持续增加，市场占比持续提升。预计 2022-2024 年眼后段业务收入增速为 17%/20%/20%。

5) **视光业务**：在政策红利和市场需求的推动下，公司加大视光门诊的投入和扩张步伐。在业务结构中加大对角膜塑形镜的投入和推广，不断提升视光业务患者的客单价。预计 2022-2024 年增速均为 35%。

图表 60：公司 2020-2024E 营收测算汇总（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	11,912.41	15,000.81	18,189.32	22,475.18	27,932.98
yoy	19.24%	25.93%	21.26%	23.56%	24.28%
毛利率	51.03%	51.92%	51.94%	52.91%	53.33%
屈光业务					
收入	4,348.81	5,519.73	6,789.26	8,486.58	10,608.22
YOY	23.17%	26.92%	23.00%	25.00%	25.00%
毛利率	58.12%	58.95%	59.00%	59.00%	59.00%
白内障业务					
收入	196,136.43	219,119.39	243,222.52	269,977.00	299,674.47
YOY	11.41%	11.72%	11.00%	11.00%	11.00%
毛利率	38.05%	37.67%	37.67%	37.67%	37.67%

眼前段业务					
收入	120,040.94	145,602.04	163,074.28	187,535.43	219,416.45
YOY	8.43%	21.29%	12.00%	15.00%	17.00%
毛利率	45.09%	47.95%	45.00%	46.00%	46.00%
前后段业务					
收入	81,748.97	99,479.58	116,391.11	139,669.33	167,603.20
yoy	17.45%	21.69%	17.00%	20.00%	20.00%
毛利率	35.40%	34.52%	35.00%	35.00%	35.00%
视光业务					
收入	245,390.73	337,845.45	456,091.36	615,723.34	831,226.51
yoy	27.15%	37.68%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利率	56.93%	58.04%	57.00%	58.00%	58.00%
其他项目					
收入	111,808.75	143,270.83	157,597.91	181,237.60	208,423.24
yoy	17.73%	28.14%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	50.69%	47.89%	48.00%	50.00%	50.00%
其他业务					
收入	1,234.09	2,791.10	3,628.43	4,716.96	6,132.05
yoy	-23.67%	126.17%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	83.21%	76.35%	80.00%	80.00%	80.00%

来源：iFind，国联证券研究所

综上所述，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 183/228/285 亿元，对应增速分别为 22%/24%/25%。随着公司规模的逐步扩大，规模效应和品牌效应增强，三费中销售费用和管理费用逐步下降，净利润分别为 32/43/57 亿元，对应 EPS 分别为 0.45/0.62/0.81 元，3 年 CAGR 为 34.83%。

4.2 估值与投资建议

运用绝对估值法，假设无风险收益率 $R_f=2.61\%$ ，市场预期回报率为 $R_m=7.56\%$ ，第二阶段增长年数为 6 年，期间增长率为 15%，永续增长率 3%，WACC=7.31%，

图表 61：DCF 估值法关键参数假设

估值参数假设	数值
无风险利率 R_f	2.61%
市场预期回报率 R_m	7.56%
第二阶段年数	6
第二阶段增长率	15.00%
永续增长率	3%
有效税率 T_x	21.44%
β 系数	0.9554
股权资本成本 K_e	7.34%
WACC	7.31%

来源：iFind，国联证券研究所

使用 DCF 估值法计算得到公司每股价值为 34.14 元。

图表 62: DCF 法估值结果

FCFF 估值	结果	估值百分比
第一阶段 (亿元)	13,102.01	5.38%
第二阶段 (亿元)	40,369.86	16.59%
第二阶段 (亿元)	189,903.20	78.03%
企业价值 AEV (亿元)	243,375.07	
股权价值	240,472.91	98.78%
除: 总股本 (股)	7,043,057,850.00	
每股价值 (元)	34.14	

来源: iFind, 国联证券研究所

公司作为全球眼科医疗服务能力领先的企业,管理团队稳定成熟,在国内具备成熟的扩张模式、强大的医生团队和运营团队,在医生团队、门诊量和手术量、规模、营收及营收上均属于龙头地位;对外,公司已经开启国际化进程,在 21 年在欧洲地区仍保持较快增速。作为布局全球的眼科龙头企业,在 A 股具备稀缺性。

未来,随着本次定增落地,“1+8+N”战略的逐步推进,公司在一线城市和省会城市的业务有望新上一个台阶,叠加新开分院进入盈利周期、疫情得到控制社会秩序恢复后刚需反弹,公司业绩有望持续保持较快增长。

我们认为体检、口腔、眼科领域的三家连锁公司均能为连锁医疗领域的标的,具有可比性,作为我们估值的参考。公司作为眼科连锁领域的龙头,从规模、网点布局、医生数量和科研实力上均具有优势,且公司具备强大的管理经营团队,抗风险能力强。能够享受些许的溢价。我们给予公司 23 年 60 倍 PE,对应股价为 36.92 元

图表 63: 可比公司估值

股票 代码	证券 简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)			2022-24 CAGR
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
002044.SZ	美年健康	180.06	3.74	5.30	6.90	48.18	33.96	26.10	24.86%
301103.SZ	何氏眼科	50.93	1.22	1.36	1.79	41.73	37.47	28.44	30.45%
600763.SH	通策医疗	430.46	7.47	9.48	12.07	57.64	45.41	35.66	28.27%
301239.SZ	普瑞眼科	98.76	1.14	1.48	2.01	66.2	48.2	36.7	33.08%
平均值						55.65	42.96	32.76	
300015.SZ	爱尔眼科	2088.27	31.58	43.33	56.94	62.4	45.5	34.6	34.83%

来源: iFind, 国联证券研究所 注: 股价取 2022 年 9 月 13 日收盘价, 可比公司数据为 Wind 一致预期

考虑到公司出色的管理能力和医疗服务行业永续性的特点,综合 DCF 和可比估值法,我们给予公司 2023 年目标价 36.92 元,维持“买入”评级。

5. 风险提示

- **政策不确定的风险。**公司所处的行业受到国家医改政策和医保政策影响较大，具有不确定的风险。
- **新冠疫情影响的风险。**由于公司所处的医疗服务行业受疫情管控政策影响较大，同时疫情仍未结束，公司业务仍然有受到疫情影响后不确定的风险。
- **医疗纠纷的风险。**公司主营的眼科业务对于患者较为重要，虽然公司严格按照医疗质量执行，但仍然有发生重大医疗纠纷的风险。
- **市场规模估计不及预期的风险。**市场规模估计的过程有较大变量影响了市场规模的估计，如变量发生重大变化可能导致市场规模不及预期。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,063	4,402	5,490	9,750	14,740	营业收入	11,912.4	15,000.8	18,299.7	22,773.3	28,526.7
应收账款+票据	1,416	1,516	2,062	2,566	3,214	营业成本	5,833.83	7,211.89	8,786.27	10,707.6	13,282.9
预付账款	139	79	166	206	258	营业税金及附加	30.41	41.32	45.92	57.15	71.59
存货	495	571	697	849	1,053	营业费用	1,066.46	1,446.86	1,738.47	2,049.60	2,424.78
其他	532	647	801	799	925	管理费用	1,589.70	2,180.31	2,646.57	3,179.70	3,983.00
流动资产合计	5,645	7,215	9,215	14,170	20,191	财务费用	90.35	106.44	134.22	92.71	50.23
长期股权投资	1	1	1	1	1	资产减值损失	-362.81	-217.21	-465.92	-579.83	-726.31
固定资产	2,098	5,735	4,952	4,147	3,321	公允价值变动收益	-380.41	-448.39	0.00	0.00	0.00
在建工程	662	820	683	547	410	投资净收益	159.04	141.12	137.85	137.85	137.85
无形资产	546	751	626	501	376	其他	-43.29	4.50	-69.62	-101.13	-141.65
其他非流动资产	6,589	7,327	6,813	6,299	6,299	营业利润	2,674.18	3,494.00	4,550.58	6,143.48	7,984.09
非流动资产合计	9,895	14,634	13,075	11,495	10,407	营业外净收益	-310.90	-346.24	-279.58	-279.58	-279.58
资产总计	15,541	21,849	22,290	25,664	30,597	利润总额	2,363.27	3,147.75	4,270.99	5,863.90	7,704.51
短期借款	487	671	357	357	357	所得税	486.11	677.85	915.89	1,257.48	1,652.19
应付账款+票据	1,454	1,380	1,922	2,342	2,905	净利润	1,877.17	2,469.90	3,355.10	4,606.42	6,052.32
其他	1,393	4,225	3,092	3,765	4,667	少数股东损益	153.36	146.56	198.55	272.60	358.17
流动负债合计	3,334	6,276	5,370	6,464	7,929	归属于母公司净利	1,723.81	2,323.34	3,156.55	4,333.81	5,694.15
长期带息负债	1,382	3,155	2,172	1,255	520	主要财务比率					
长期应付款	1	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
其他	172	194	194	194	194	成长能力					
非流动负债合计	1,554	3,349	2,366	1,449	714	营业收入	19.24%	25.93%	21.99%	24.45%	25.26%
负债合计	4,888	9,625	7,737	7,913	8,644	EBIT	28.08%	32.63%	35.37%	35.22%	30.19%
少数股东权益	798	914	1,113	1,385	1,744	EBITDA	24.13%	30.38%	52.28%	26.37%	17.33%
股本	4,122	5,406	7,043	7,043	7,043	归属于母公司净利	25.01%	34.78%	35.86%	37.30%	31.39%
资本公积	2,377	2,213	2,198	2,198	2,198	获利能力					
留存收益	3,355	3,691	4,200	7,125	10,969	毛利率	51.03%	51.92%	51.99%	52.98%	53.44%
股东权益合计	10,652	12,224	14,553	17,752	21,954	净利率	15.76%	16.47%	18.33%	20.23%	21.22%
负债和股东权益总	15,541	21,849	22,290	25,664	30,597	ROE	17.49%	20.54%	23.49%	26.48%	28.17%
现金流量表						ROIC	36.74%	31.79%	26.17%	32.57%	43.38%
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	1,877.1	2,469.9	3,355.1	4,606.4	6,052.3	资产负债	31.46%	44.05%	34.71%	30.83%	28.25%
折旧摊销	550.37	662.31	1,558.8	1,580.2	1,087.9	流动比率	1.7	1.1	1.7	2.2	2.5
财务费用	90.35	106.44	134.22	92.71	50.23	速动比率	1.5	1.0	1.5	2.0	2.4
存货减少	-120.34	-76.78	-125.37	-152.35	-204.21	营运能力					
营运资金变动	170.95	-353.87	-1,403.3	298.40	434.89	应收账款周转率	8.4	9.9	8.9	8.9	8.9
其它	775.12	813.62	-30.17	-3.19	48.67	存货周转率	11.8	12.6	12.6	12.6	12.6
经营活动现金流	3,343.6	3,621.6	3,489.2	6,422.2	7,469.8	总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
资本支出	-1,079.2	-1,471.8	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
长期投资	-347.23	-1,195.8	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8
其他	369.28	153.28	55.59	255.59	155.59	每股经营现金流	0.5	0.5	0.5	0.9	1.1
投资活动现金流	-1,057.1	-2,514.4	55.59	255.59	155.59	每股净资产	1.4	1.6	1.9	2.3	2.9
债权融资	-346.65	1,956.8	-1,297.2	-917.14	-734.74	估值比率					
股权融资	1,023.7	1,284.5	1,636.9	0.00	0.00	市盈率	121.1	89.9	66.2	48.2	36.7
其他	-1,528.6	-3,481.1	-2,796.8	-1,500.9	-1,900.5	市净率	21.2	18.5	15.5	12.8	10.3
筹资活动现金流	-851.62	-239.62	-2,457.2	-2,418.1	-2,635.2	EV/EBITDA	103.0	59.1	35.3	27.5	23.0
现金净增加额	1,424.9	877.99	1,087.6	4,259.6	4,990.1	EV/EBIT	126.1	71.2	47.8	34.8	26.2

数据来源：公司公告、iFIND，国联证券研究所预测；股价为 2022 年 9 月 13 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街 208 号中粮置地广场 4 层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场 1 座 37 层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 29 层

电话：0755-82775695