

公司深度研究 | 爱尔眼科

十年国内外开疆拓土，新征程继往开来

爱尔眼科（300015.SZ）首次覆盖

核心结论

国内眼科医疗服务需求旺盛，民营眼科医院具备发展优势。根据灼识咨询数据，国内患者基数庞大，伴随健康意识的提升，治疗需求逐步释放。2015年至2019年，中国眼科医疗服务市场规模从507亿元增长到1,037亿元，年复合增速为19.6%，民营眼科医院市场规模从189亿元增长至402亿元，年复合增速为20.7%。预计至2025年，民营眼科医疗服务市场将达1,103亿元。

新十年国内“1+8+N”战略，国外积极谨慎布局。“1+8+N”战略，不断完善各省区区域内的纵向分级连锁网络体系以及省会城市一城多院的横向同城分级诊疗网络建设。截止2024年6月30日，公司境外共140家眼科中心及诊所，近年海外业务收入占比维持在11%以上，海外市场情况更加复杂，并非仅有资金就能解决，无论是政治、经济、文化还是风俗习惯，都需要公司因地制宜地一步步探索。公司在海外布局既积极又谨慎，本着宁缺毋滥、去粗取精的原则，追求高质量发展，不作粗放式扩张。

“分级诊疗”经营模式，“医教研”医疗培训体系。分级连锁的经营模式契合中国眼科医疗服务行业“全国分散、地区集中”的市场格局，实现了患者在连锁医院间的相互转诊以及医疗技术资源在体系内的顺畅流动，任何一家连锁医院都可以依托本公司的整体力量参与当地的市场竞争，取得“多对一”的竞争优势。公司已形成了由专业学组、研究所、科研工作站、工程研究中心、科研基地等组成的医教研平台，不断提升基础研究和临床研究成果产出。

投资建议：我们预计2024-2026年公司实现归母净利润35.62/41.56/48.06亿元，同比增长为6.1%/16.7%/15.6%，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：宏观和行业政策风险；医疗事故和纠纷风险；人力资源的风险；管理风险；公共关系危机风险；授权使用品牌风险及诉讼仲裁风险；商誉减值的风险等等

核心数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	16,110	20,367	20,969	24,519	28,198
增长率	7.4%	26.4%	3.0%	16.9%	15.0%
归母净利润（百万元）	2,524	3,359	3,562	4,156	4,806
增长率	8.6%	33.1%	6.1%	16.7%	15.6%
每股收益（EPS）	0.27	0.36	0.38	0.45	0.52
市盈率（P/E）	51.4	38.7	36.4	31.2	27.0
市净率（P/B）	6.0	6.9	5.4	4.6	3.9

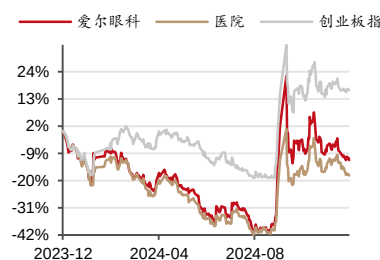
数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

证券研究报告

2024年12月29日

公司评级	增持
股票代码	300015.SZ
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	13.77

近一年股价走势



分析师

- 陆伏威 S0800522120002
lufuwe@research.xbmail.com.cn
吕晔 S0800524120004
13023233616
lye@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点 4

 关键假设 4

 区别于市场的观点 4

 股价上涨催化剂 4

 投资建议 4

爱尔眼科核心指标概览 5

一、 全球化眼科医疗集团：国内龙头企业，国外快速增长 6

 1.1 内生发展与外延并购双管齐下 6

 1.2 股权架构稳定，管理经验深厚 6

 1.3 公司业绩韧性强，增长动能充足 8

二、 眼科市场需求旺盛，民营医院发展迅速 10

 2.1 眼科医疗服务黄金赛道，民营机构具备发展优势 10

 2.2 患者基数庞大，健康意识提升，治疗需求逐步释放 10

三、 “分级连锁”经营模式，“医教研”诊疗培训体系 13

 3.1 “分级连锁”模式：横向成片、纵向成网，形成“多对一”的竞争优势 13

 3.2 医教研培训体系：培养高水平人才队伍，提高学科诊疗能力 14

四、 盈利预测 17

 4.1 关键假设 17

 4.1.1 主营业务收入及成本预测 17

 4.1.2 费用预测 18

 4.1.3 盈利预测 19

 4.2 投资建议 19

 4.2.1 相对估值 19

 4.2.2 投资建议 19

五、 风险提示 19

 5.1 医疗事故和纠纷的风险 19

 5.2 人力资源风险 20

 5.3 商誉减值的风险 20

 5.4 管理风险 20

 5.5 公共关系危机的风险 20

 5.6 授权使用品牌风险及诉讼仲裁风险 20

图表目录

图 1：爱尔眼科核心指标概览图.....5

图 2：公司股权结构（截至 2024H1） 7

图 3：公司历年营业总收入（亿元）及同比.....8

图 4：公司历年归母净利润（亿元）及同比.....8

图 5：公司历年各项业务收入（亿元） 9

图 6：公司历年各项业务收入占比 9

图 7：公司历年区域收入结构（亿元） 9

图 8：公司历年区域收入占比 9

图 9：公司历年毛利率和净利率.....10

图 10：公司历年费用率 10

图 11：中国眼科医疗服务市场（亿元） 10

图 12：中国眼科专科医院数（家） 10

图 13：中国屈光不正患者人数（亿人） 11

图 14：中国屈光手术市场规模（亿元） 11

图 15：中国白内障患者人数（亿人） 11

图 16：中国白内障手术市场规模（亿元） 11

图 17：中国青少年斜弱视患者人数（万人） 12

图 18：中国青少年斜弱视治疗市场规模（亿元） 12

图 19：中国眼表病治疗市场规模（亿元） 12

图 20：中国眼底病治疗市场规模（亿元） 12

图 21：中国医学视光市场规模（亿元） 13

图 22：“分级连锁”经营模式 14

图 23：公司历年研发人员数量（人）及占比.....15

图 24：公司历年研发人员年龄构成 15

表 1：公司发展沿革.....6

表 2：公司管理层（截止 2023 年底） 7

表 3：公司医教研一体化创新平台体系 14

表 4：公司各专科明星专家概览.....15

表 5：公司收入拆分 18

表 6：可比上市公司估值水平（2024 年 12 月 29 日） 19

投资要点

关键假设

- 1) 屈光手术：**随着未来经济逐步回暖，消费眼科医疗服务将逐渐复苏。预计 2024-2026 年屈光手术收入分别为预计 2024-2026 年屈光手术收入分别为 76.54/86.49/97.01 亿元，收入增长率分别为 3.00%/13.00%/12.17%，毛利率分别为 57.20%/57.20%/57.20%。
- 2) 白内障手术：**随着中国人口老龄化程度的加深以及发病率的提升，中国白内障患者数量逐年提升。同时，随着人民生活水平的提高，更多的患者有能力选择视觉效果更为优异的多焦点人工晶体。预计 2024-2026 年白内障手术收入分别为 34.27/40.75/48.23 亿元，收入增长率分别为 3.00%/18.92%/18.36%，毛利率分别为 38.00%/38.00%/38.00%。
- 3) 视光服务：**随着人民生活水平的提高，消费者更加重视医学视光、对专业验光以及配镜服务的需求提升。预计 2024-2026 年视光服务收入分别为 51.58/62.93/73.35 亿元，收入增长率分别为 4.00%/22.00%/16.56%，毛利率分别为 56.20%/56.20%/56.20%。

区别于市场的观点

市场认为公司成立至今 20 年来通过新建收购和 2014 年以来的并购基金体外培育两种模式快速扩张，未来增长乏力。我们认为公司经过 20 年的发展国内实现基本覆盖，国外持续完善，眼科需求巨大，公司探索出多重人才激励政策、优秀的管理能力，逐步进入稳健发展阶段。此外，市场认为眼科行业竞争激烈，价格战难以避免，我们认为公司重视医疗服务质量，全面布局眼科亚专科，为患者提供全面、优质的医疗服务，优质的医疗质量是医院长期、可持续发展的条件。

股价上涨催化剂

- a) 中国眼科患者数以亿计，老龄化加剧带来的眼科需求巨大，眼科医疗服务行业规模未来保持较高增长，公司作为国内外眼科医疗服务龙头机构，增速预计高于行业增速。
- b) 新十年公司“1+8+N”的战略，逐步形成“横向成片、纵向成网”的布局，区域内资源配置效率及共享程度进一步提高。“分级连锁”的经营模式、多重的人才激励政策、完善的医教研培训体系，高水平人才队伍和学科诊疗能力，助力公司稳健高效增长。

投资建议

我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 35.62/41.56/48.06 亿元，同比增长为 6.1%/16.7%/15.6%，公司经过 20 多年的发展，国内实现基本覆盖、国外持续完善，优秀的管理能力、完善的医教研体系助力公司持续稳健增长，首次覆盖，给予“增持”评级。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/188074130112007013>