

A detailed close-up of a microscope's optical components. The image shows several objective lenses with numerical markings like '10.25' and 'P'. A large circular scale with numbers from 0 to 20 is prominent in the center-right. Below it, another scale shows numbers from 0 to 150. To the right, a small rectangular display shows red numbers '1 2 3 4'. The background is a soft, out-of-focus light blue.

疫后复苏给民营眼科带来机遇，
一超多强格局享行业红利

投资评级

买入

维持

疫后复苏给民营眼科带来机遇，一超多强格局享行业红利

投资要点：

老龄化加剧带来巨大市场，民营眼科医院未来可期。2015-2019 年眼科医疗服务市场规模从 507.1 亿元增长至 2022 年 1125.7 亿元，CAGR=19.6%，预计 2025 年将达到 2521.5 亿元。由于国内眼科医疗渗透率处于极低水平，老龄化程度仍在持续加深，未来眼科医疗市场空间可观。在一系列政策扶持下，民营眼科医院成为眼科市场主力。2011-2020 年，国内眼科专科医院数量从 288 家增长至 1061 家，截至 2020 年，民营眼科专科医院占眼科医院总数量的 94.7%，规模远高于公立科医院，尤其是在政策向民营和眼科医院更加倾斜的 2015 年后，民营眼科医院数量 CAGR 高达 16.7%，未来有较大的发展潜力。

以爱尔眼科为龙头，呈现一超多强的格局。爱尔眼科的营业收入高于其他几个眼科公司营业收入的总和，市场占有率较高，达到 90% 以上，为行业龙头企业。其他企业在财务指标上也有亮点，比如华厦眼科在保持可观的营业利润增长率的同时，管理费用率较低。

和公立医院相比，民营眼科医院主要收入是毛利较高的消费眼科项目。眼科医疗服务机构按经营项目可分成消费眼科和基础眼科两个类别，其中消费眼科包括屈光矫正、近视防控、干眼症、眼部整形以及提供视光产品及服务项目，基础眼科包含白内障、青光眼、斜视、眼底疾病、眼表疾病、眼眶疾病等项目。消费眼科项目毛利率平均为 47%，远高于基础眼科项目的 30%，其中营收成长较快的企业都有在消费眼科项目上毛利率和占比高于同行的特点。

2023 年 Q1 营业收入已经基本回到疫情前状态，疫后恢复良好。疫情使眼科医院业绩承压，随着管控放开，门诊量恢复迅速，在今年消费医疗复苏的背景下，加上医药政策环境缓和，带来的经营层面的实际改善。营业收入基本回到疫情前的状态，尤其是行业龙头爱尔眼科实现了较大的增长。

行业 PE 处于近五年低位，部分公司被低估。从市场需求和国家政策来看，眼科还是处于高景气度的眼科医疗服务赛道，推荐关注华厦眼科和朝聚眼科。

一、老龄化加剧带来巨大市场，民营眼科医院未来可期

2015-2019 年眼科医疗服务市场规模从 507.1 亿元增长至 2022 年 1125.7 亿元，CAGR=19.6%，预计 2025 年将达到 2521.5 亿元。由于国内眼科医疗渗透率处于极低水平，老龄化程度仍在持续加深，未来眼科医疗市场空间可观。

在一系列政策扶持下，民营眼科医院成为眼科市场主力。2011-2020 年，国内眼科专科医院数量从 288 家增长至 1061 家，截至 2020 年，民营眼科专科医院占眼科医院总数量的 94.7%，规模远高于公立科医院，尤其是在政策向民营和眼科医院更加倾斜的 2015 年后，民营眼科医院数量 CAGR 高达 16.7%，未来有较大的发展潜力。

图 1 中国公立眼科医院与民营眼科医院数量趋势及对比

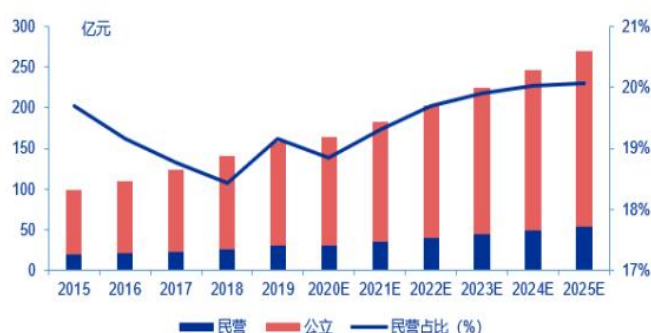
图 17：中国公立眼科医院与民营眼科医院数量趋势及对比



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、灼识咨询、国元证券经纪（香港）整理

图 2 公立眼科和民营眼科市场份额对比

中国眼底病治疗市场规模 (2015-2025E)



资料来源:灼识咨询，申万宏源研究

二、以爱尔眼科为龙头，呈现一超多强的格局

1、重点公司情况介绍

1、华厦眼科：立足厦门，全国扩张可期

华厦眼科是中国大型眼科医疗连锁集团。公司成立于 2004 年，截至 2022 年 9 月，公司已在国内开设 57 眼科专科医院，覆盖 17 个省及 46 个城市，公司立足厦门以及其所属的华东地区，辐射华中、华南、西南、华北等其他地区，华东地区多年是公司收入占比最高的区域，占公司主营业务收入比例在 70-80%。2019 年以来，华南、华中、西南地区占公司主营业务收入比例均超过 5%，华南和西南地区占比和收入均提升较快，公司全国扩张模式成效初显。

2、普瑞眼科：聚焦核心省会直辖市，扩张持续推进

普瑞眼科是国内位居前列的全国性眼科连锁医疗服务机构。业务覆盖四大领域：屈光、白内障、医学视光以及综合眼病。截至 2022H1，公司在全国十余个直辖市及省会城市共设立了 23 家眼科专科医院和 3 家眼科门诊部，并辐射当地周边区域，形成全国网络布局。其中，西南地区对公司收入贡献最高，2021 年收入占比为 29.8%。在 2022 年，公司首次尝试设立区域分部——大湾区分部，正式向华南地区进行业务布局。已自建华南地区的第一家公司广州番禺普瑞，且公司在广州主城区和深圳市区都完成了选址工作，新院开业值得期待。

3、朝聚眼科：扎根内蒙，走向全国

朝聚眼科是中国大型眼科医疗连锁集团。公司 1988 年成立于内蒙古包头，专注于眼科专科医疗服务，截至 2022 年 6 月 30 日，公司经营 18 间眼科医院和 25 间视光中心，横跨中国 5 个省份、自治区。2022 年 9 月 26 日，朝聚眼科收购唐山冀东眼科医院、玉田县冀东眼科医院、滦南冀东视明眼科医院、滦州冀东眼科医院；同时收购宁波高视，进一步扩大自身实力和经营范围。

4、光正眼科：公司业务范围广，但眼科利润下滑

公司是一家跨越发展的企业。主要从事天然气销售包括管道天然气业务和汽车天然气业务；石油气销售包含管道石油气业务和瓶装液化石油气业务。眼科医院的投资、管理业务也在公司业务范围内。

5、爱尔眼科：公司持续扩张，增长渐入佳境

眼科医疗服务龙头，高成长能力突出。爱尔眼科成立于 2003 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。爱尔眼科覆盖区域较广，覆盖国内 31 个省市自治区，同时布局中国香港、东南亚、欧洲和美国地区。目前省会医院已覆盖超 90%，地级市已覆盖约 80%。境外：通过收购已完成欧洲、东南亚、美国、中国香港等地布局。中国大陆华中地区业务收入比例占比较大，常年占到总收入的 30%左右，华东地区华南地区和西南地区占比相近，都是 12%-13%。

2、财务数据对比：华厦眼科在管理方面表现出色

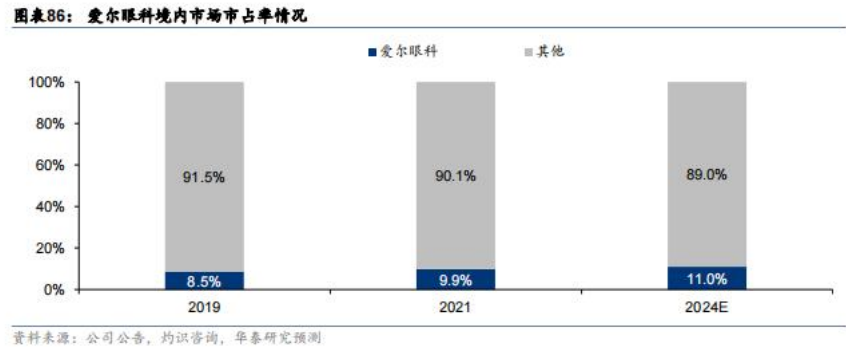
图 3 2022 年经营指标对比

2022年经营指标对比					
	301239普瑞眼科	301267华厦眼科	002524光正眼科	2219朝聚眼科	300015爱尔眼科
营业收入 (万元)	127,564.00	323,325.00	52,348.00	99,004.00	1,610,995.00
销售毛利率	42.00%	48.00%	25.00%	44.00%	50.00%
销售费用率	20%	12%	18%	6%	6%
管理费用率	16%	11%	18%	16%	16%
财务费用率	3%	1%	5%	1%	0.04%
每单位销售费用带来收入 (元)	5	8	6	17	17
每单位管理费用带来收入 (元)	6	9	6	6	6

数据来源：各公司财报 公开数据收集

1、爱尔眼科的营业收入高于其他几个眼科公司营业收入的总和，市场占有率较高，达到 90%以上，为行业龙头企业。

图 3 爱尔眼科境内市场市占率情况



- 2、从毛利率这一指标看，华厦眼科和爱尔眼科最接近，能达到 50%左右，朝聚眼科和普瑞眼科略低于前二的眼科医院，但也有超过 40%的毛利率，光正眼科差距较大，仅为 25%。光正眼科在业绩说明会表示 2022 年，公司毛利率水平较低，主要原因在于，公司眼科业务将近 60%收入集中在上海区域，而上海由于 2022 年上半年特殊外部环境影响，有效办公时间很短，在无法正常办公期间，公司员工工资、房租成本等仍持续支出，导致毛利率水平较低。
- 3、在销售费用率这一指标上，朝聚眼科和爱尔眼科在销售费用上投入较低，爱尔眼科尽管在销售费用投入较少，但每单位销售费用所产生的经营收入非常高，可能是因为品牌已经较为出名，可以在品牌宣传上减少支出，华厦眼科的销售费用率在行业中处于中游，可能是由于在品牌扩张期间，加大了销售费用投入，也带来了不错的毛利。光正眼科在销售费用上投入最大，但毛利率表现并不佳。
- 4、在管理费用率上，华厦眼科低于同行业其他公司，可能是由于华厦眼科是立足于厦门向全国辐射，目前医院的分布仍然相对集中，华厦眼科厦门地区的医院属于华东地区，该地区多年来都是公司收入占比最高的区域，占公司主营业务收入的 70-80%。爱尔眼科华东地区业务仅占 12-13%，普瑞眼科华东地区业务也仅占 20%左右。朝聚眼科也同样是立足内蒙地区，医院主要集中于华北地区，但是每单位管理费用带来的收入不高，一方面可能是因为发达地区财政支持更高，医院的固定资产投资和医保结算额度更加充裕，另一方面，东南部沿海地区教育资源更加丰富，人才培养更具优势。爱尔眼科，普瑞眼科和朝聚眼科的管理费用率持平。光正眼科在管理费用率上高于同行，可是带来收益不及预期。
- 5、从资产负债率看，华厦眼科从 2020 年到 2022 年分别为 32.86%，42.58%，22.12%，同行业的爱尔眼科 2020 年到 2022 年分别为 31.46%，44.05%，33.72%，从 2020 年二者不相上下到 2022 年华厦眼科该指标显著降低，说明该公司的负债管理水平更优。

3、和公立医院相比，民营眼科医院主要收入是毛利较高的消费眼科项目

图 3 基础眼科收入毛利对比

基础眼科									
	2022收入	占比	毛利率	2021收入	占比	毛利率	2020收入	占比	毛利率
华厦	751	23%	38%	1,451	47%	39%	1,264	50%	37%
普瑞	483	28%	22%	554	33%	28%	480	35%	31%
光正	222	29%	25%	343	33%	41%	330	36%	38%
朝聚	447	45%	35%	479	48%	36%	422	53%	38%
爱尔	4,538	28%	30%	4,642	32%	40%	3979	33%	39%

图 4 消费眼科收入毛利对比

消费眼科									
	2022收入	比例	毛利率	2021收入	比例	毛利率	2020收入	比例	毛利率
华厦	1,885	58%	43%	1,719	56%	48%	1,294	71%	49%
普瑞	1,231	71%	49%	1,148	67%	52%	878	64%	50%
光正	337	44%	36%	415	39%	52%	348	38%	48%
朝聚	543	55%	52%	517	52%	54%	422	47%	51%
爱尔	10,116	62%	57%	8,898	60%	59%	6,803	54%	57%

眼科医疗服务机构按经营项目可分成消费眼科和基础眼科两个类别，其中消费眼科包包括屈光矫正、近视防控、干眼症、眼部整形以及提供视光产品及服务项目，基础眼科包含白内障、青光眼、斜视、眼底疾病、眼表疾病、眼眶疾病等项

目。消费眼科项目毛利率平均为 47%，高于基础眼科项目的 30%。除了光正眼科以外，消费眼科在各个公司收入结构中占比普遍超过了 50%，且这部分收入的毛利率都非常高，其中爱尔眼科和朝聚眼科的消费眼科项目毛利率最高。除了光正眼科外，其他几家公司每年毛利率的波动不大。从消费眼科中的细分项目看，华厦眼科在屈光和视光两个项目的毛利率都较高，均在 55%左右，和爱尔眼科几乎持平，但是消费眼科项目整体表现不出色，可能是因为配镜业务这一毛利润高的项目占比过少，仅有 12%，其他同行业的眼科医院都达到了 20%。

华厦眼科视光业务目前业务规模较小，募投项目的 200 家视光中心预计 2-3 年内建设完成，未来几年公司视光服务业务收入也将维持较快速增长。视光业务是一个毛利率非常高的项目，行业龙头爱尔眼科的毛利率达到 55%，2017-2022 视光服务收入 CAGR：爱尔眼科 26.4%，华厦眼科 28.0%，普瑞眼科 17.5%，何氏眼科 24.0%。华厦眼科在这一项目上的复合增长率高于其他所有同行业的公司，未来值得期待。随着视光中心开业，整体业务规模扩大，规模效应将体现，毛利率能得到较快提升。公司拟在全国 14 个省新建 200 家视光直营店，建设期 2 年，重点布局上海、广东、福建、浙江、川渝等地区。公司在上述地区已开设眼科医院，并在当地具备一定的竞争优势与知名度。预计视光业务将快速发展，成为公司业绩稳定增长的主要驱动力之一。

在其他消费眼科项目中，随着高端屈光手术的材料采购成本下降以及手术量增加，华厦眼科屈光项目毛利率逐渐提升，从 2019 年的 45.35% 提升至 2022 年的 54.87%。除此之外，公司屈光项目复合增速最高，且占比呈逐年上升趋势。2021 年公司屈光项目收入为 9.6 亿元，占主营业务收入的 31%，2022 年占主营业务收入的 33.19%。和同行业的公司对比，2017-2022 屈光项目收入的 CAGR：爱尔眼科 26.8%，华厦眼科 28.9%，普瑞眼科 29.6%，华厦眼科在这一高毛利项目上的增长速度超过了行业龙头爱尔眼科。

和同行业的其他眼科医院比，华厦眼科的屈光项目在主营业务中的占比较小，在这种情况下，仍能在整体的利润率上在同行业处于上游位置，说明其综合盈利能力较好。另外，公司通过调查各分院情况，有计划性地将部分下属医院现有屈光手术设备升级为全飞秒激光设备，满足消费者的中高端诊疗需求。该项目仍有不错的增长潜力。

华厦眼科屈光手术整体单价也有所提升，2021 年单价比 2017 年增加了 1,200 元/眼，整体手术量占比中，2019 年度、2020 年度、2021 年度及 2022 年 1-6 月，公司屈光手术中中高端手术收入分别为 38,139.22 万元、52,203.61 万元、68,961.60 万元及 40,769.58 万元，占各期屈光手术收入比例分别为 63.17%、71.76%、72.02%及 71.29%。2020 年度，中高端屈光手术高端手术比例明显增加，其收入及占屈光手术收入比例的提高亦是公司屈光手术收入增长的主要驱动因素。

基础眼科项目毛利率较低，占经营收入的比例也较低，在这一项目上，华厦眼科的毛利率领先于其他，主要原因是华厦眼科在白内障手术这一项目上毛利率优势较大且业务占比多，华厦眼科的白内障手术毛利率达到 38%，高于爱尔眼科的 35%。2019 年以来，华厦眼科白内障项目毛利率呈现先降后升的趋势。2017-2020 年，由于部分旗下医院白内障项目定价较低、成本增加较快等因素，公司白内障项目毛利率逐年降低；2020 年以来，随着高端白内障手术占比提升，公司白内障项目毛利率提升明显，从 2020 年的 30.9%提升至 2022 年的 36.1%。公司白内障项目中个性化中高端服务的占比大幅提高，推动平均客单价大幅提升。公司提供的白内障项目中高端个性化服务主要为在手术过程中使用三焦点人工晶体、多焦点人工晶体等晶体的手术，恢复效果更为优异。中高端白内障手术晶体占比从 2019 年的 61%上升至 2021 年的 72%。平均白内障手术客单价从 2019 年的 6117/眼提高到 2021 年度 7110 元/眼，增幅 16.23%。

朝聚眼科在毛利率的数据上也有不错的表现，但光正眼科在 2022 年出现较大下滑，落后于其他公司较多。从光正眼科的财务报告上看，无论项目占收入比例大小，毛利率都出现了不同程度的下降，占比较多的屈光项目相较去年下降了 10%，白内障项目下降了 23%，眼前段项目毛利为负。和公司经营的其他行业比，眼科公司的经营状况下滑明显。

4、2023 年 Q1 营业收入已经基本回到疫情前状态，疫后恢复良好

图 5 疫情前后经营收入表现对比

	2023Q1/2019Q1
光正眼科	74%
华厦眼科	——
普瑞眼科	——
爱尔眼科	224%

营业收入基本回到疫情前的状态，行业龙头爱尔眼科实现了较大的增长。通过对比爱尔眼科从 2019 年到 2023 年第一季度的营业收入发现，2020 年受到疫情影响较为严重，对比 2019 年同期出现下降，但是在 2021 年第一季度实现 351,119 万元收入，同比增长了 114%，原因可能是疫情的常态化防控带来一定机会，另一方面也是一由于公司品牌影响力持续增强，围绕眼科生态圈的各项经营业务的内生增长与外延并购双轮驱动，促进了市场占有率持续提高，且国家近视防控战略、防盲治盲等政策的大力推进促进了居民眼健康意识的不断增强，医疗消费稳步升级，促进了公司营业收入的稳定增长，而视光项目也成为了收入同比增长最快的项目，达到 37.68%。从各地区营业收入同比增长看，增长前三的是西北，华北，华东，地区，都超过了 30%，说明这些地区的医院营业情况较好。

三、估值分析：行业估值处于近五年低位，部分股票价值被低估

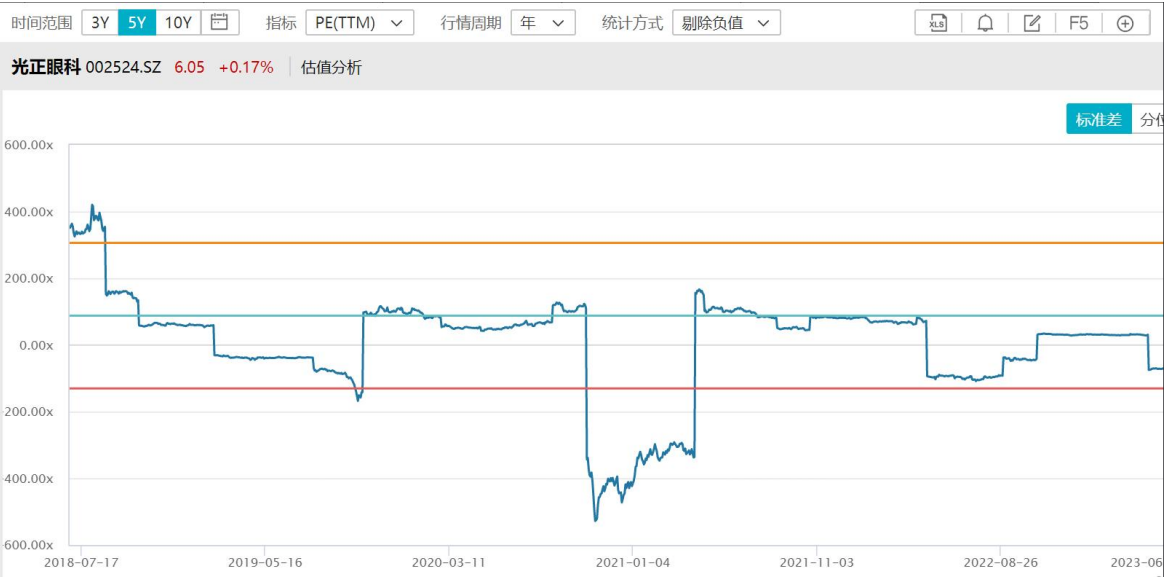
图 6 各公司估值对比

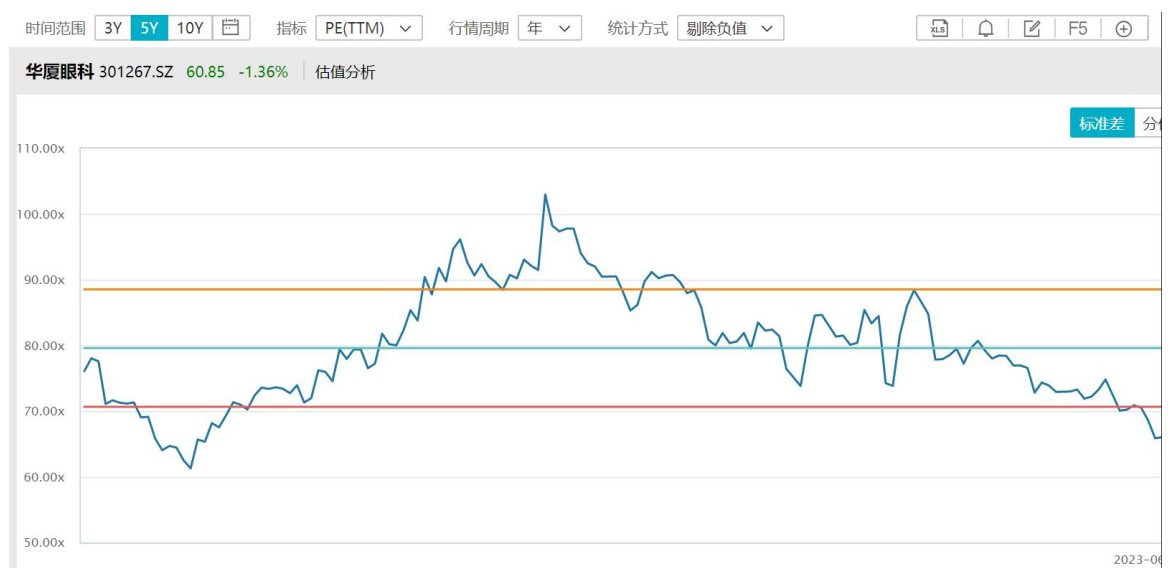
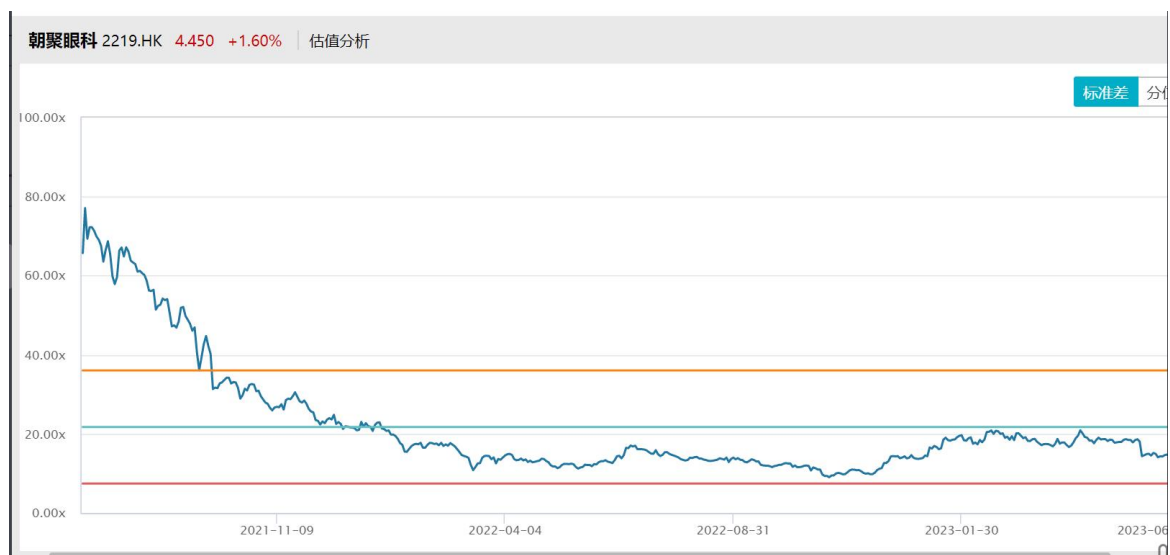
	2023PE	2022PS
爱尔眼科	81	13
华厦眼科	82	11
普瑞眼科	168	5
朝聚眼科	18	2
光正眼科	30	4

爱尔眼科和华厦眼科目前的 PE 回到了去年 11 月的水平，两个公司的 PE 相差不大，且两个公司整体上属于行业第一梯队，爱尔眼科 2022 年的 EPS 为 0.36，华厦眼科则为 1.00，华厦眼科的盈利水平较高。除此之外，营业利润的同比增长率，在 2022 年华厦眼科为 11.6%，爱尔眼科为 1.1%，疫情过后的 2023 年 Q1，华厦眼科的营业利润同比增长率为 40%，而爱尔眼科为 27%，对比之下华厦眼科的成长性优于爱尔眼科。

普瑞眼科的 PE 远远高于同行业其他公司，普瑞眼科和朝聚眼科营业收入的规模相差不大，从 2022 年的 EPS 来看，朝聚眼科和普瑞眼科分别为 0.27 和 0.16，朝聚眼科的盈利水平较高，但是 PE 非常低，说明该公司股票有可能被低估了。

图 7 历史 PE 对比







眼科行业的 PE 目前处于历史地位，但从市场需求和国家政策来看，眼科还是处于高景气度的眼科医疗服务赛道，华厦眼科目前收入体量、医院数量均为行业第二，具备一定的先发优势，且公司消费类业务占比逐年提高，盈利能力逐步增强，对单家医院收入的依赖明显减弱，且 2023 年已进入后疫情时代，在疫后复苏的逻辑下，公司未来可期，推荐关注。

朝聚眼科目前的 PE 低于同行，但是从营收情况和盈利水平上看，公司经营状况尚可，该股票目前可能被市场低估，推荐关注。