

眼科行业

行业持续高增长，挖掘扩张能力强的优质公司

行业报告

2023-5-30 星期二

投资要点

➤ 疫情缓解后的眼科医疗需求释放，规模增速预期明朗

近年来，居民户外活动减少使电子产品使用频率上升、近距离用眼强度增加，眼病发病率仍高居不下。随着 2023 年疫情放开后居民自由流动，被抑制的眼科医疗需求将得到充分释放，主要上市眼科医院从 2023 年初开始积极发力，叠加眼科医疗知识的普及和居民医疗支付水平的提升，将推动屈光不正、白内障等主流眼病发病率及渗透率的提升，预期 2020-2025 年整体市场规模将从 1125.7 亿元增长至 2521.5 亿元，CAGR=18.0%。

➤ 民营眼科乘东风，有效缓解和弥补医疗资源不足

为弥补公立医院眼科医疗服务资源供不应求的情况，我国积极出台了对眼科民营眼科医院的支持政策，持续保障居民眼健康水平提升的趋势成为共识。2011-2020 年，国内眼科专科医院数量从 288 家增长至 1061 家，CAGR 高达 16.7%。同时，眼科医疗行业整体基础设施规模持续上升，2015-2021 年我国眼科专科医院拥有万元以上设备总值从 57.3 亿元增长至 152.3 亿元，床位数从 9.94 万张增长至 14.04 万张。

➤ “一超多强”格局下收入规模持续增长，发展景气

民营眼科医院较公立医院具有经营模式差异化强、效率高等优势，从诊疗人数、入院人数及基础设施指标来看，民营医院运营指标的 CAGR 均超过 10%，显著高于公立医院，发展势头强劲。以爱尔眼科为龙头的民营眼科行业具有显著的头部效应，朝聚、希玛、华厦在各自深耕区域具有一定的市场优势。行业整体发展景气，收入规模持续上升，2018-2021 年，爱尔眼科、华厦眼科、普瑞眼科、希玛眼科、朝聚眼科、何氏眼科的收入 CAGR 分别为 23.3%/12.6%/18.9%/37.3%/16.4%/16.2%，平均 CAGR 为 20.8%。

➤ 外生内延，差异化和“错位”竞争优势打造行业新业态

民营眼科医疗行业存在渠道、资金、客户、品牌等进入壁垒。取得竞争优势的方式主要为经营管理差异化和加快业务扩张速度。爱尔眼科和何氏眼科运营管理模式为“下级向升级转诊疑难杂症，上级向下级提供技术支持”，朝聚眼科实施“多点执业”实现资源互补。业务发展方面，龙头医院业务类型覆盖更广，大部分医院业务向消费眼科服务倾斜，随着疫情放开，民营眼科医院开始推进兼并收购和新建计划落地。根据营收数据，民营眼科医院在国内存在明显“错位”竞争特征，收入来源在各自深耕区域的集中度较高，因此竞争程度不深，“外延”速度成为发展关键因素，未来可能出现区域竞争加剧，或有利于医院资源整合和品牌升级，实现眼科医疗行业新业态。

➤ 投资建议

在眼科行业快速增长的背景下，建议重点关注医疗技术实力雄厚、有扩张能力的优质公司如朝聚眼科（2219.HK）、希玛眼科（3309.HK）。朝聚眼科今年业绩有望快速增长，收入利润有望实现 25-30% 的增长，估值极度低估，23 年 PE 仅 12.2 倍，异地并购有序推进。

研究部

姓名：林兴秋

SFC: BLM040

电话：0755-21519193

Email:linxq@gyzq.com.hk

目录

1. 潜在需求：眼科市场规模预期增长	5
1.1 居民户外活动减少+青少年网课因素，加剧眼健康问题	5
1.2 老龄化程度加深，白内障治疗市场量价齐升	9
1.3 眼表、眼底疾病市场复杂多样，干眼症或成新蓝海	12
1.4 居民支付能力提高，眼科诊疗知识普及消除恐惧	15
2. 医疗服务供给：眼科民营医院乘东风	16
2.1 政策驱动，民营眼科有效弥补医疗资源不足	16
2.2 眼科基础设施规模不断突破，医疗资源分布不均	17
3. 竞争格局：一超多强，寡头垄断	19
3.1 民营医院快速成长，一超多强推动行业发展	19
3.2 行业壁垒抬高入局成本，差异化打造竞争优势	24
3.3 连锁化、集中化和差异化或成发展趋势	32

图目录

图 1: 中国眼科医疗市场占比 (2019 年)	5
图 2: 中国眼科医疗服务市场规模 (亿元)	5
图 3: 中国屈光不正患者人数 (亿人)	5
图 4: 中国医学视光服务市场规模 (亿元)	6
图 5: 中国屈光不正手术市场规模 (亿元)	8
图 6: 中国及部分国家每千人接受近视手术量对比 (2021 年, 例/千人)	8
图 7: 中国白内障患者人数 (万人)	9
图 8: 全球主要国家白内障 CSR 对比 (例/百万人)	10
图 9: 中国白内障手术量及 CSR (例/百万人)	10
图 10: 单焦点与多焦点人工晶体不同视力表现对比	11
图 11: 中国白内障手术发展简史	11
图 12: 中国白内障手术市场规模 (亿元)	12
图 13: 中国眼表疾病市场规模 (亿元)	13
图 14: 中国眼底疾病市场规模 (亿元)	13
图 15: 中国干眼病患者人数 (亿人) 及发病率	14
图 16: 中国人均医疗支出 (元)	15
图 17: 中国公立眼科医院与民营眼科医院数量趋势及对比	17
图 18: 中国专科医院万元以上设备总价值 (亿元)	18
图 19: 中国眼科医院床位数 (按医院类型, 万张)	18
图 20: 中国眼科专科执业医师及护士人数	18
图 21: 中国眼科省域病床密度分布 (2021 年, 张/万平方千米)	19
图 22: 民营医院医疗资源指标发展趋势 (2015-2019 年)	20
图 23: 民营眼科医院对比公立医院发展优势	20
图 24: 主要上市民营眼科医院收入对比 (百万元)	22
图 25: 主要上市民营眼科医院净利率对比	23
图 26: 主要上市眼科医院平效&人效对比 (2018-2021 年)	23
图 27: 民营眼科医院可建立的行业壁垒	24
图 28: 目前主要上市眼科医院优势概览	25
图 29: 爱尔眼科“四级分级连锁”模式	26
图 30: 何氏眼科“三级”服务机构模式	26

图 31：希玛眼科“双专科+三箭齐发”增长策略（2023Q2）	26
图 32：主要上市眼科医院现金及其等价物持有量趋势（百万元）	27
图 33：中国眼科医院出院者平均住院日与百万元以上设备数量	28
图 34：主要上市眼科医院员工学历构成对比（截至 2021 年 12 月 31 日，员工数）	31
图 35：已披露研发支出的主要上市眼科医院对比（百万元）	31

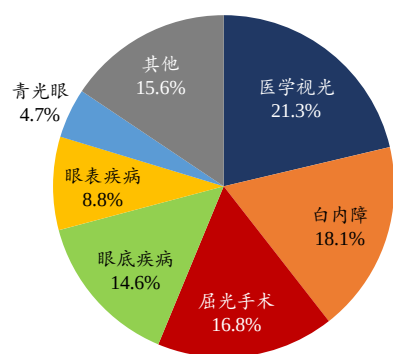
表目录

表 1：主要医学视光服务产品	6
表 2：主流屈光手术种类	7
表 3：白内障手术植入的人工晶状体分类	10
表 4：国内各级别人工晶体购置价格及市占率	10
表 5：常见眼表疾病及眼底疾病种类	12
表 6：干眼病主要类型及相应治疗方式概览	14
表 7：中国近年发展民营医疗服务相关政策	16
表 8：中国有关鼓励发展眼科医疗服务行业重点政策	17
表 9：民营医院和公立医院经营指标对比（2019 年）	19
表 10：国内主要民营眼科企业概览（截至 2021 年 12 月 31 日）	21
表 11：主要上市眼科医院基础眼科收入&消费眼科收入对比（2021 年，亿元）	21
表 12：主要上市眼科医院近年收购兼并、新建和投资项目概览	28
表 13：主要上市眼科医院营收按区域划分对比（2021 年，亿元）	29
表 14：主要上市眼科医院与各大高校合作一览表	30
表 15：行业估值表	33

1. 潜在需求：眼科市场规模预期增长

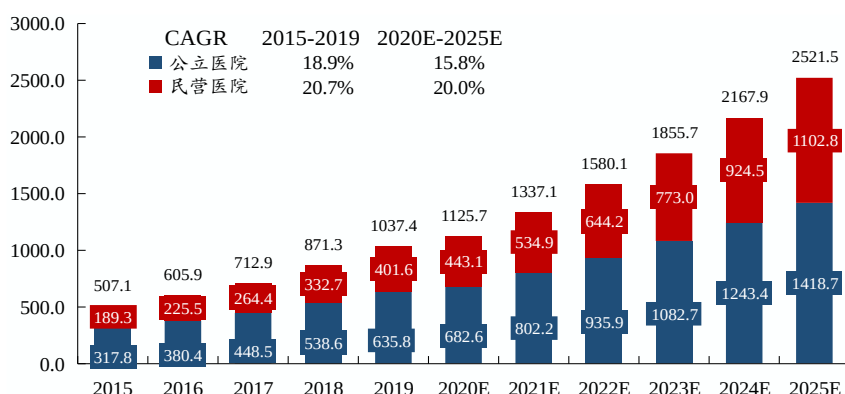
“金眼银牙”医疗服务需求贯穿人的全生命过程，需求非周期性，持续增长能力较强。受人口增长放缓、生活环境改善等因素影响，眼部疾病在短期内有增速放缓的趋势，2015-2019 年眼科医疗服务市场规模从 507.1 亿元增长至 2020 年 1125.7 亿元，CAGR=19.6%，预计 2025 年将达到 2521.5 亿元。考虑到国内眼科医疗渗透率处于极低水平，老龄化程度仍在持续加深，未来眼科医疗市场空间可观。

图 1：中国眼科医疗市场占比（2019 年）



资料来源：Frost&Sullivan、国元证券经纪（香港）整理

图 2：中国眼科医疗服务市场规模（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan、国元证券经纪（香港）整理

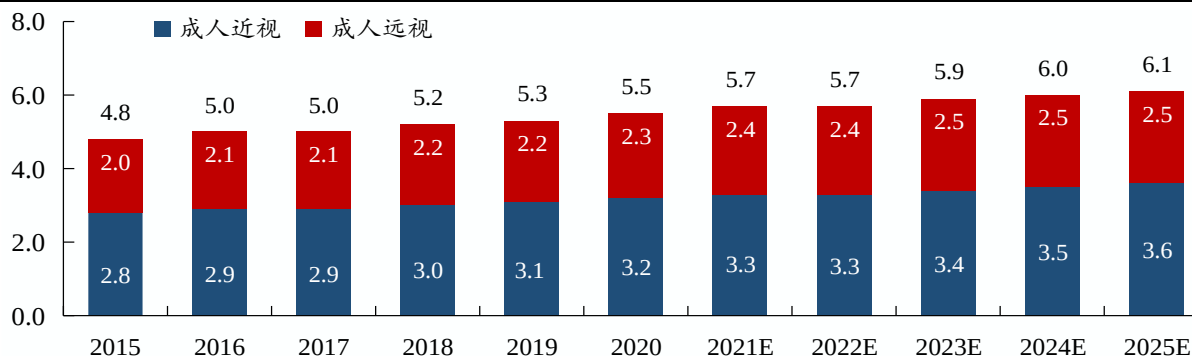
1.1 居民户外活动减少+青少年网课因素，加剧眼健康问题

屈光不正是儿童、青少年最常见的眼健康问题，包括近视、远视、散光和视疲劳。严重的屈光不正可诱发弱视，甚至具有致盲风险，在眼健康防控知识得到愈加广泛地普及后，屈光不正受到更加密切的关注和重视。

近年居民户外活动减少和青少年上网课等因素，导致电子产品使用频率大幅度上升，加剧了人们用眼健康问题，使眼科医疗从非刚需向刚需转变，2020 年中国屈光不正患者达到 5.5 亿人，其中 20 岁以上的成人近视患者多达 3.2 亿人，整体近视率达到 39.3%，远远超过全球 12.5% 的近视整体发病率。

疫情原因导致潜在的眼科医疗市场需求未得到充分释放，预期屈光治疗服务市场规模将快速增长，预计 2025 年中国屈光不正患者将达到 6.1 亿人。

图 3：中国屈光不正患者人数（亿人）



资料来源：国家卫健委、国元证券经纪（香港）整理

目前主流的屈光不正治疗手段以**医学视光产品**和**屈光手术治疗**为主。

医学视光服务：视光矫正是根据光学原理，通过镜片或非永久改变眼屈光折射能力，使达到光线在视网膜上成像的目的。目前主要的治疗手段包括框架眼镜（近视/远视/老花镜）、普通/离焦软性/高透气硬性角膜接触镜、角膜塑形镜（OK镜）、多点近视离焦框架眼镜和低浓度阿托品滴眼液。

表 1：主要医学视光服务产品

种类	适用对象	治疗方式	主流客单价
普通框架镜	常规屈光不正患者	对患者进行视力检查，搭配恰当的镜框与镜片来确定患者的屈光度数、散光度数和轴向、瞳距和瞳高等参数	200-3000
普通/离焦硬性接触镜	屈光不正患者/儿童青少年	以离焦理论为基础，目的是恢复双眼视力和促进视觉发育，一般用于高度近视、高度远视、高度散光、不规则散光和屈光参差等	1500-8000
普通/离焦软性接触镜（隐形眼镜）	屈光不正患者/儿童青少年	即日常使用的隐形眼镜，属于消耗品，包括日抛、周抛、半月抛、月抛和季抛等，透氧系数较低，目的是恢复双眼视力和促进视觉发育	2500-10000
角膜塑形镜（OK 镜）	8 岁以上中低近视患者	OK 镜是夜间佩戴的硬性隐形眼镜，在夜间对患者的角膜进行塑型、改变角膜的中央曲率，使角膜暂时性变平，效果立竿见影	6000-14000
低浓度阿托品	儿童青少年	低浓度（0.01%-0.1%）阿托品能控制近视发展，必须和框架镜、OK 镜等视光产品共同使用	3600

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

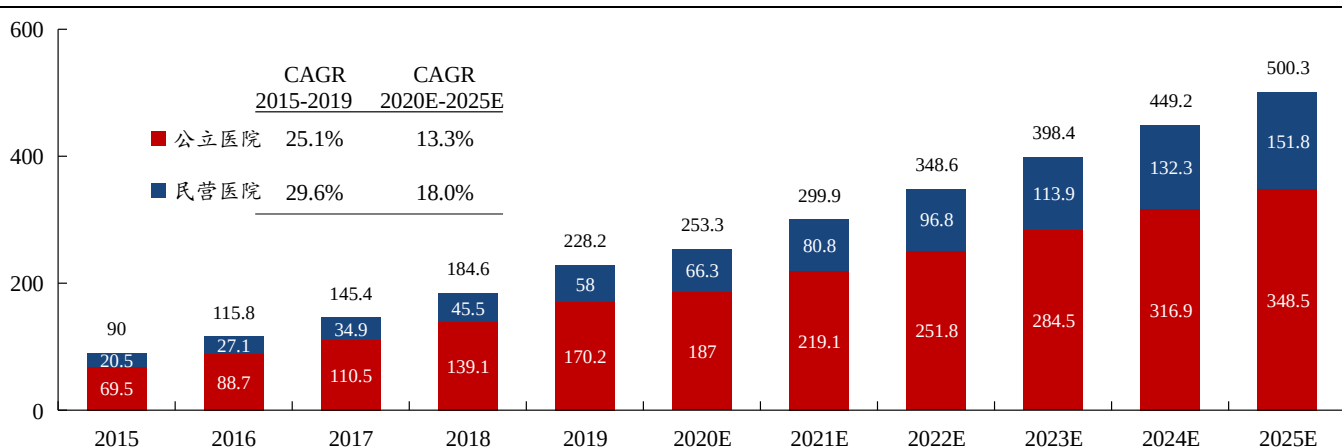
➤ 视光矫正服务发展前景优，预计 2025 年医学视光市场规模超 500 亿元。

由于视光矫正存在以下优势：

1. 相较于屈光手术，儿童及青少年等低龄群体更愿意选择相对保守的视光产品进行干预性治疗；
2. 视光产品与手术治疗并不存在冲突性，可贯穿于屈光治疗的全过程；
3. 产品例如框架眼镜、软性角膜接触镜（隐形眼镜）等可兼具时尚潮流属性，受到越来越多的消费群体喜爱。

因此，视光服务产品的普及型更强，具有极大的增长空间。2015-2019 年视光服务整体市场规模 CAGR=26.2%，预计 2020-2025 年整体 CAGR=14.6%。

图 4：中国医学视光服务市场规模（亿元）



资料来源：华夏眼科招股书、国元证券经纪（香港）整理

视光服务产品方面，眼科医院相比眼镜零售商更具专业度和吸引力。合格的视光中心和眼科诊所有效弥补了传统眼镜店的专业性不足的问题，也完善了眼科医疗体系。与传统零售商相比，眼科医院在设备、人员、专业能力及产品服务等方面均有较高要求。

2017-2023 年期间，国内眼镜市场规模快速增长，由 2017 年 709 亿元增长至 2019 年的 804 亿元，预计 2023 年将达到 926 亿元，根据艾瑞咨询调查数据，消费者普遍对“医院眼科或眼科诊所比视光中心或眼镜店的验光准确性更强”的观点更加认同，未来眼科医院将承接更多验光市场。2021 年中国大陆的角膜塑形镜渗透率为 1.68%，不及美国 3.50% 的一半，相较于其他地区如中国香港（9.70%）和中国台湾（5.40%）有明显差距，未来有扩大潜力。

➤ 屈光不正手术：技术成熟，复制性较高，市场规模增速明显。

屈光不正手术都是通过改变角膜前表面的形态，以矫正屈光不正的眼表状态。目前主流的屈光不正治疗手段分为角膜手术和晶体植入手术两大类，均已达到成熟应用阶段。随着技术的不断升级，手术安全性和适用人群不断增加。

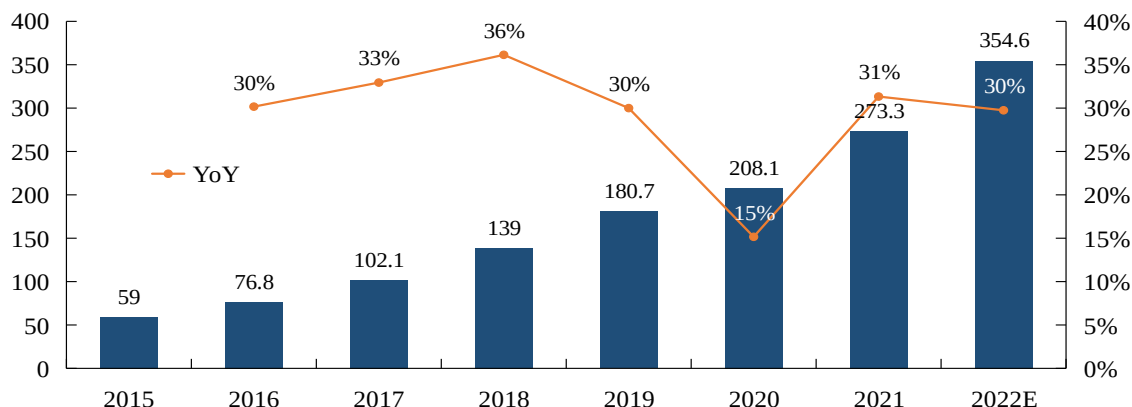
表 2：主流屈光手术种类

手术类型	全飞秒系列		半飞秒系列	全激光系列	准分子系列		有晶体眼人工晶体植入术
主要手术方式	SMILE	FLEx	FLAP	SMART	LASIK	LASEK	ICL/TICL
手术原理	在角膜边缘做一道的微笑（SMILE）般的 2-4 毫米切口，在分离取出飞秒激光制作的角膜基质透镜（不掀开角膜瓣）	在角膜基质层间进行两次不同深度激光扫描制作角膜基质透镜和角膜瓣，掀开角膜瓣进行切割，完成后盖回角膜瓣	用飞秒激光制作角膜瓣辅助准分子激光角膜原位磨镶术（LASIK），掀开角膜瓣，再进行准分子激光切割，完成后盖回角膜瓣	通过阿玛仕准分子激光仪对角膜上皮表层进行矫正，直接作用于角膜组织	用微型角膜刀或飞秒激光制作角膜瓣，翻转角膜瓣后采用准分子激光对角膜瓣基质进行屈光性切割，然后将角膜瓣复位	用乙醇溶解角膜上皮后分离，形成角膜上皮瓣，掀开角膜瓣上皮瓣后进行准分子切割，完成后盖回角膜上皮瓣	通过角膜切口将人工 ICL/TICL 晶体植入前房，再将脚襻调整进入后房
手术设备	德国蔡司 VisuMax 全飞秒激光仪		德国蔡司 VisuMax 全飞秒激光仪+准分子激光设备	德国阿玛仕准分子激光仪	美国威视 STARS4IR 准分子激光治疗仪、德国蔡司 Mel90 准分子激光治疗设备	美国威视 STARS4IR 准分子激光治疗仪、德国蔡司 Mel90 准分子激光治疗设备	手术显微镜
配套耗材	无菌治疗包（SMILE/FLEx）		无菌治疗包（FLAP）+常规治疗卡/波前像差治疗卡	不需要耗材	常规治疗卡/波前像差治疗卡	常规治疗卡/波前像差治疗卡	ICL/TICL 晶体
优势	微创程度最高，不需要制作角膜瓣，因此无角膜移位风险，术后干眼概率低		可根据患者屈光情况进行个性化定制；更适合散光高的患者	可个性化定制；微创程度高，无角膜移位风险	耗材少；价格低；可个性化定制	切削角膜上皮瓣，节约角膜厚度；价格低；可个性化定制	无需切削角膜，微创程度高；可个性化定制，适用于高度近视
劣势	取出角膜基质难度高，影响角膜基质层内生物组织；价格高		需要制作角膜瓣并复位，需要切削角膜瓣；微创程度不如全飞秒系列	需要切削角膜，术后疼痛明显，发生角膜上下雾状混浊、瘢痕形成风险高	需要制作角膜瓣、切削角膜瓣；微创程度低，术后需要用药	需要制作角膜瓣、切削角膜瓣；微创程度低，术后需要用药	价格昂贵，以单眼为单位耗用 ICL/TICL 耗材

资料来源：普瑞眼科招股书、国元证券经纪（香港）整理

屈光手术治疗技术在安全性、稳定性和可逆性上优势愈发突出，受到青少、中青、中老年各年龄层患者广泛关注，客单价持续提升，手术市场规模也随之提升，年均增长率高达 29.3%，从 2015 年的 59 亿元增长至 2021 年的 273.3 亿元，预计 2022 年将达到 354.6 亿元。

图 5：中国屈光不正手术市场规模（亿元）

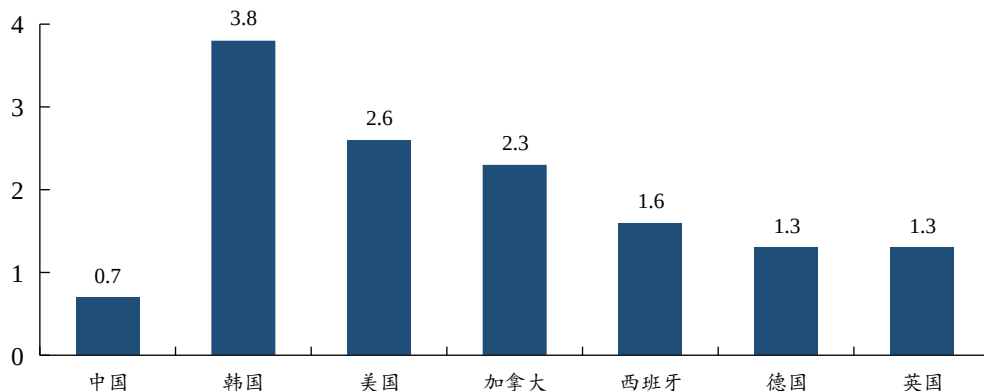


资料来源：国家卫健委、国元证券经纪（香港）整理

量：渗透率不及发达国家一半，渠道下沉推动客量快速增长

由于屈光手术治疗设备的购置成本较高，手术渠道向大中型城市聚集，地级市镇开展屈光手术业务的条件和市场有限。2021 年，中国每千人中接受近视手术 0.7 例，远不及韩国的 3.8 例/千人以及美国的 2.6 例/千人，同期低于加拿大/西班牙/德国/英国的 2.3/1.6/1.3/1.3 例，随着我国人均收入水平的逐渐提升，人们对屈光手术的认识和对眼健康关注度的提升，渗透率有望进一步增长。

图 6：中国及部分国家每千人接受近视手术量对比（2021 年，例/千人）



资料来源：《2022 中、欧国际近视手术白皮书》、国元证券经纪（香港）整理

价：先进设备引进升级抬升 ASP

屈光手术客单价受到手术方式及设备先进程度的影响。半飞秒、全飞秒和准分子激光手术的价格区间在 10000-20000 元/双眼睛，ICL 晶体植入术的价格区间在 30000-40000 元/双眼睛。ICL 价格更高的原因在于：需要植入 Collamer 晶体，这种晶体是一种胶原蛋白聚合物，植入眼睛后可在周围形成纤维连接蛋白，避免被组织识别为异物产生排异反应，因此有很高的生物相容性。高技术推动手术价格上涨的同时，其他成本如医生薪酬也成为价格的决定因素之一。

1.2 老龄化程度加深，白内障治疗市场量价齐升

随着老龄化加剧，未来白内障市场将进一步增长。白内障是由于晶状体透明度降低或颜色改变所导致的光学质量下降的眼部退行性改变。根据灼识咨询预测，2025 年我国将有 1.43 亿白内障患者，包括常见的老年性白内障、儿童先天性白内障和复杂性白内障患者，根据中华医学会统计，我国 71-80 岁人群中白内障发病率为 29%，80 岁以上人群发病率高达 48% 以上。

量：需求缺口巨大，渗透率水平亟待提升

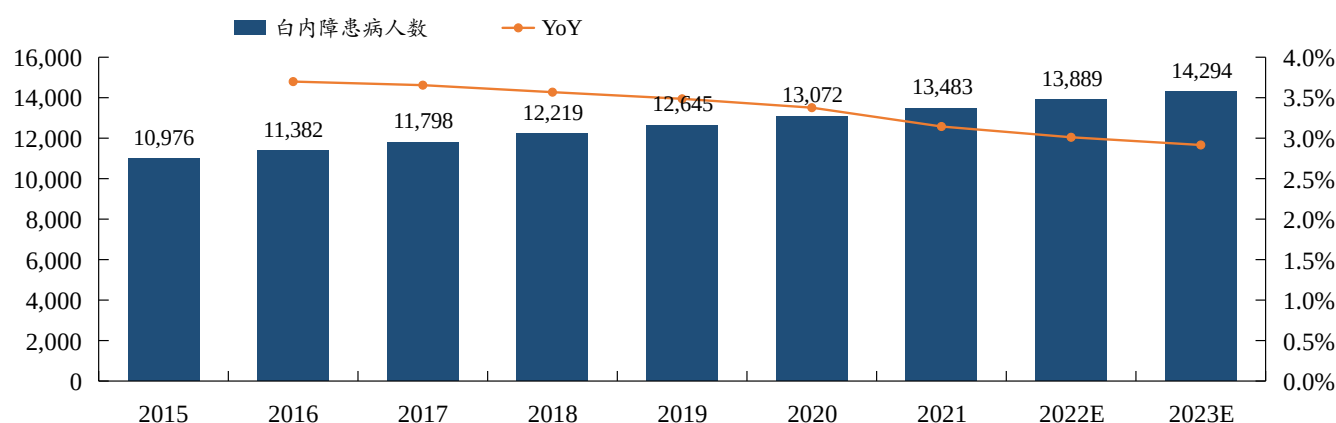
白内障患者众多，CSR 水平仍处于较低水平，具有巨大提升空间。我国是白内障患者最多的国家，2021 年患者数已达到 13.9 亿人，但 CSR（每百万人白内障手术例数）仅为印度的 1/2（根据 2019 年数据），CSR 不及美国的 1/4，存在 2-4 倍的增长空间。

相较于白内障手术水平高的国家，我国白内障手术数量仍具有较大提升空间，2012-2020 年我国白内障手术量从 145 万例增长至 383 万例，CAGR=13%，根据爱博诺德数据，预计 2019-2025 年 CAGR=9%（疫情原因有所下降），2025 年手术量将达到 625 万例。

中国白内障手术渗透率较低，主要原因包括：

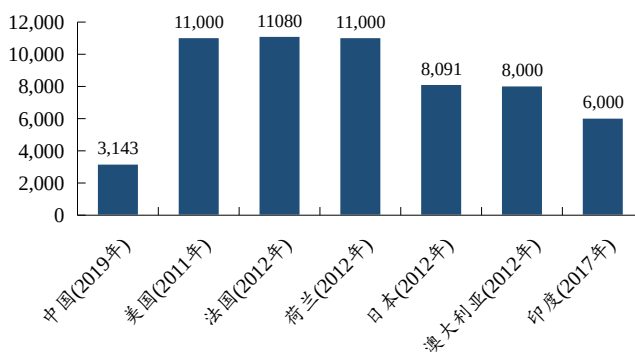
1. 对于农村患者白内障手术费用及手术相关的交通费，以及陪同人员所损失的收入等间接费用较高；
2. 老年患者对白内障手术认识不足，对手术质量有所担心；
3. 部分贫困地区设备、仪器以及药品缺乏，白内障手术质量较低，患者术后视力恢复水平较差。

图 7：中国白内障患者人数（万人）



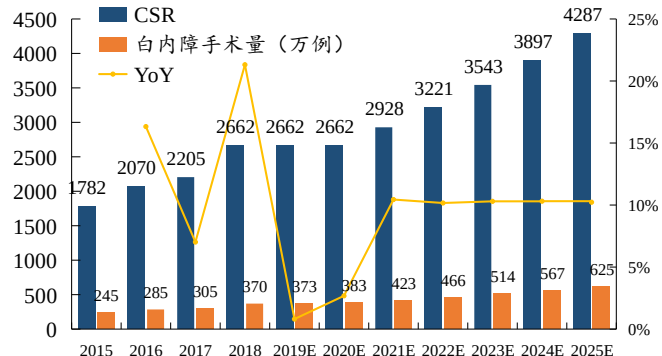
资料来源：灼识咨询、国元证券经纪（香港）整理

图 8：全球主要国家白内障 CSR 对比（例/百万人）



资料来源：灼识咨询、国元证券经纪（香港）整理

图 9：中国白内障手术量及 CSR（例/百万人）



资料来源：爱博医疗招股书、国元证券经纪（香港）整理

价：技术进步驱动白内障消费结构改善

白内障治疗受多重服务价格影响。白内障治疗费用主要包括：手术费用、药物费用、住院费用、人工晶体费用。白内障手术是通过摘除浑浊晶状体并植入人工晶体的方式，以此实现恢复视力的目的，因此人工晶体费用对白内障治疗的整体费用影响较大。短期内白内障手术客单价因为人工晶体集采及医疗服务价格改革的原因而有所下降，长期来看仍以市场供求为主导逻辑，随着中高端晶体的应用推广，客单价将水涨船高。

表 3：白内障手术植入的人工晶状体分类

类型	特点	市场阶段
球面人工晶状体	前后表面均为球状结构，加大人眼正球差，给患者带来眩光、光晕、视物模糊等较大的视觉干扰	基础（淘汰中）
非球面单焦点人工晶状体	仅能在一定视距上实现清晰视力，患者术后仍然需要配戴眼镜	低端（市场主流）
环曲面人工晶状体（Toric）	既能完成常规屈光矫正，又能进行散光矫正。	中高端 （主流和发展方向）
多焦点人工晶状体（Multifocal）	可实现多个视距上的清晰视力，可通过矫正近视、远视和老花，让患者在术后实现真正脱镜	
景深扩展型人工晶状体（EDoF）	与常规多焦点相比，EDoF显著提高了光利用率，视觉干扰更少，眩光、光晕发生率更低，夜视力更佳	
可调节人工晶状体（Accommodating）	最优人工晶状体，可模拟天然人眼调节功能，目前处于研发阶段	

资料来源：爱博医疗招股书、国元证券经纪（香港）整理

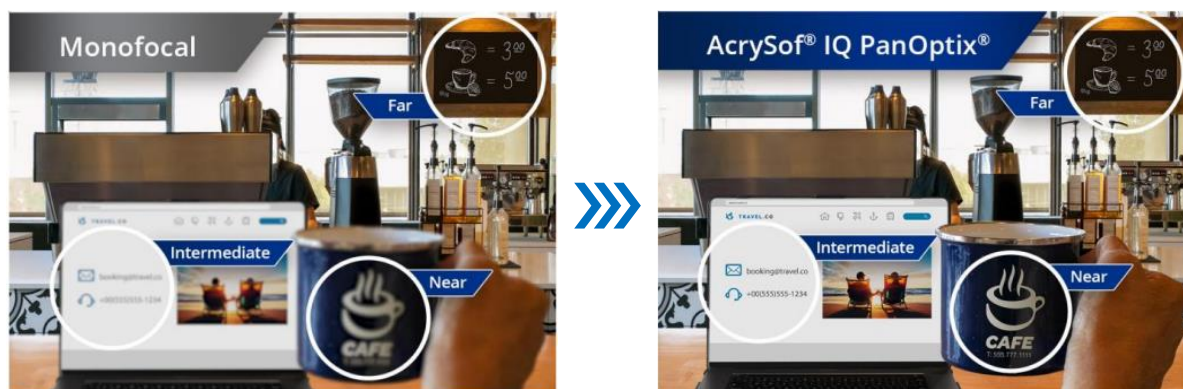
表 4：国内各级别人工晶体购置价格及市占率

人工晶体级别	进院价格区间（元）	平均进院价格（元）	市场占有率
高端	4500~23000	12000	10%
中端	1600~4500	3050	50%
低端	800~1600	1200	30%
基础	100~500	300	10%

资料来源：爱博医疗招股书、国元证券经纪（香港）整理

中高端多焦点人工晶体为患者术后带来的视力体验远超低端晶体，因此低端晶体的换代速度将加快，以适应未来白内障手术消费者的需求。

图 10：单焦点与多焦点人工晶体不同视力表现对比



资料来源：爱尔康、国元证券经纪（香港）整理

白内障手术技术进步将推动治疗价格上升。目前白内障手术技术从最早的囊内/囊外摘除术发展至飞秒激光辅助下的超声乳化白内障吸除术，人工晶体从最早的单焦点晶体发展至多焦点晶体，使白内障手术实现了从复明性手术向屈光性手术的转变。

图 11：中国白内障手术发展简史

1. 囊外白内障摘除术

- 现在囊外摘除术的前身，保留了晶体可有效降低视网膜并发症的发生
- 很难彻底清除晶状体皮质

3. 超声乳化白内障吸除术 (PHACO, 1993年进入中国临床*里程碑)

- 适应症范围广泛，创伤小、效率高，可联合治疗青光眼等手术
- 目前主流治疗手段

5. 飞秒激光辅助的超声乳化白内障吸除术 (FLACS, 2013年进入中国)

- 目前最先进的技术，极大提高了手术安全性、准确性和术后效果的可预测性
- 目前主流治疗手段

中国白内障手术技术发展

2. 现代囊外白内障摘除术 (20世纪80年代引入中国)

- 安全性更高，操作更简单，并发症更少，能完整保留晶状体后囊膜
- 现今常用的补充治疗手段

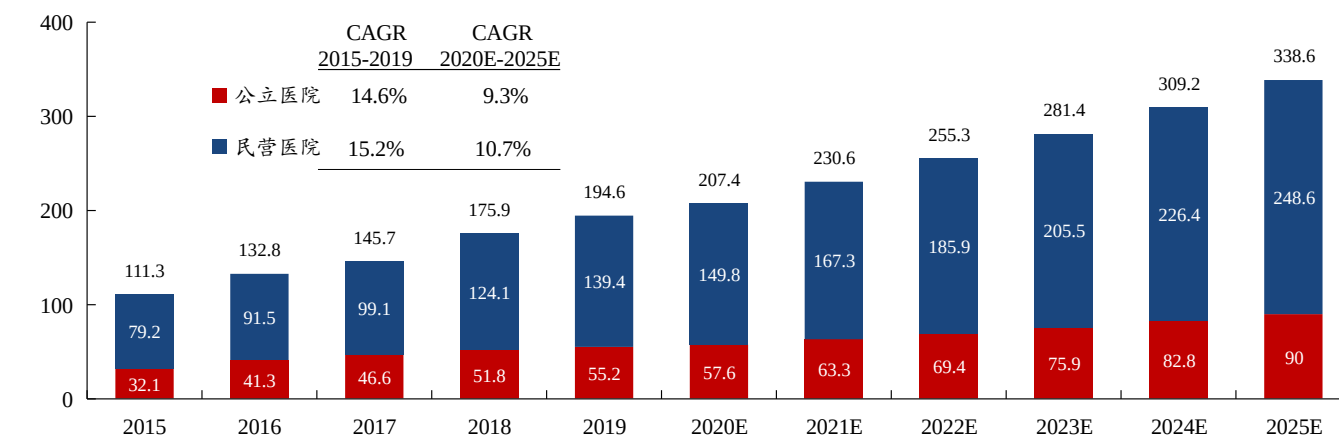
4. 微切口超声乳化白内障吸除术 (2009年被我国姚克教授改良)

- 诞生于21世纪初，标志着白内障手术进入微创时代，经我国姚克教授改良为同轴微切口超声乳化白内障吸除术，手术切口进一步缩小

资料来源：爱尔眼科、国元证券经纪（香港）整理

白内障手术量价齐升背景下，市场规模向上突破。我国白内障手术市场规模增长迅速，人们对白内障手术的认知程度加深、人均寿命延长、支付能力上升等因素使更多患者有意愿和能力选择中高端人工晶状体，手术单价得到有力提升，2019年我国白内障市场规模达到194.5亿元，2015-2019年CAGR=14.9%，预计2025年将达到338.6亿元，2020-2025年预计CAGR=9.7%，其中民营医院市场规模CAGR=10.1%，高于公立医院市场规模CAGR=8.5%。

图 12：中国白内障手术市场规模（亿元）



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

1.3 眼表、眼底疾病市场复杂多样，干眼症或成新蓝海

眼表疾病和眼底疾病发病率及治疗率均有上升，市场规模快速增长。

眼表疾病是损害角膜正常结构和功能的疾病总称，包括浅层角膜病、结膜病及外眼疾病、泪腺及眼道疾病，以干眼症、翼状胬肉和过敏性结膜炎为主要病种。眼底疾病的复杂程度更高、难治愈且预后难恢复，老年黄斑变性为高发疾病种，基础病伴随的视网膜病变也越来越常见。目前临床上对于眼底疾病缺乏非常有效的治疗手段，大多需要长期随访控制患者病情，因此眼底病的医疗资源建设和储备成为评判眼科医院的重要指标。

表 5：常见眼表疾病及眼底疾病种类

分类	病因	症状
眼表疾病	干眼症	泪液的质、量及动力学异常导致的泪膜不稳定或眼表微环境失衡
	翼状胬肉	畏光、干燥异物感、夜盲症及泪少或无泪；角膜受累视力下降
	过敏性结膜炎	在睑裂部出现肥厚的球结膜及结膜下组织向角膜呈三角形侵入，形状似昆虫的翅膀
眼底疾病	老年黄斑变性	接触或吸入某种抗原如花粉、干草、某种药品等导致的速发型或迟发型炎症
	糖尿病性视网膜病变	视网膜色素上皮细胞代谢衰退
	高血压性视网膜病变	血糖升高及内分泌失调导致多种激素分泌异常
		长期高血压导致动脉硬化、眼底静脉曲张

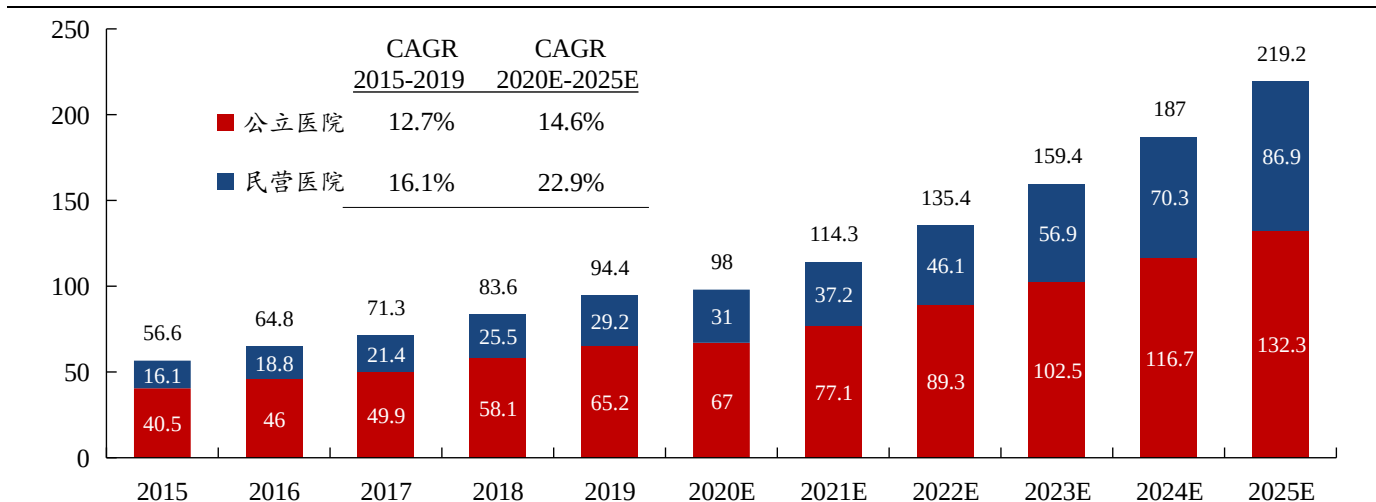
资料来源：中国知网、国元证券经纪（香港）整理

随着眼表疾病和眼底疾病的发病率及治疗率的上升，市场规模均快速增长。2019 年度眼表疾病的市场规模已整体达到 94.4 亿元,2015-2019 年 CAGR=13.7%,其中民营眼科医院 CAGR 高达 16.1%,2020-2025 年预计整体 CAGR 可达到 17.5%,

可由 2020 年的 97.9 亿元规模增长至 2025 年的 219.1 亿元。

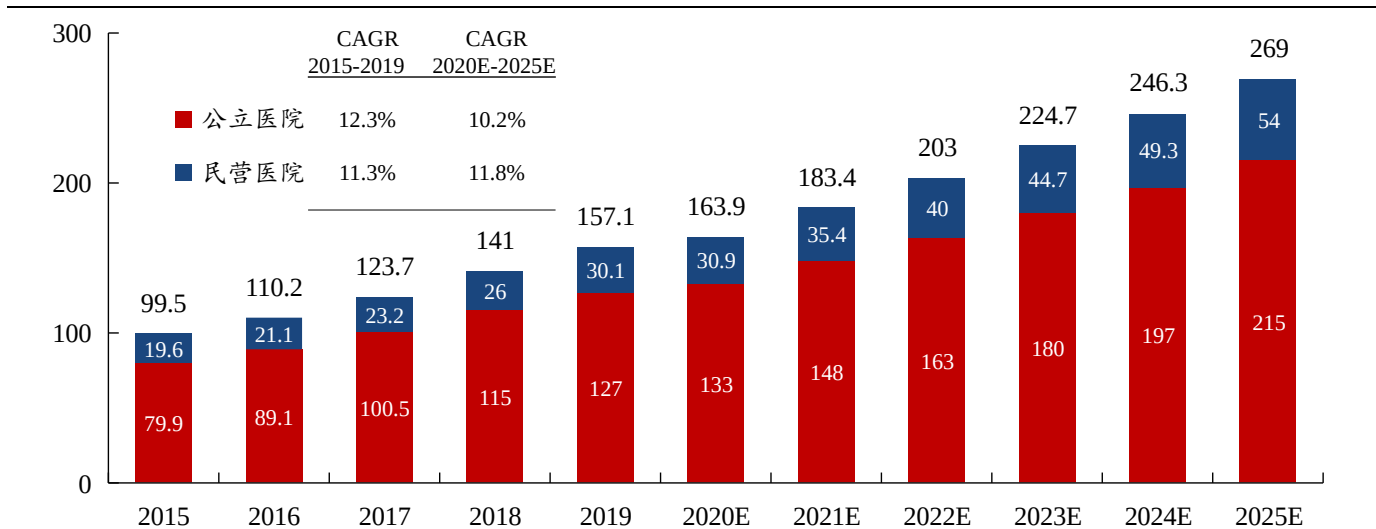
眼底疾病治疗、预后复杂程度高，眼科医疗团队需要长期累积资源以应对复杂性的挑战，因此未来增长潜力有望进一步释放。2015-2019 年眼底疾病整体市场规模 CAGR=12.1%，2019 年度达到 157.1 亿元，预计 2020-2025 年整体 CAGR=10.5%。

图 13：中国眼表疾病市场规模（亿元）



资料来源：公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

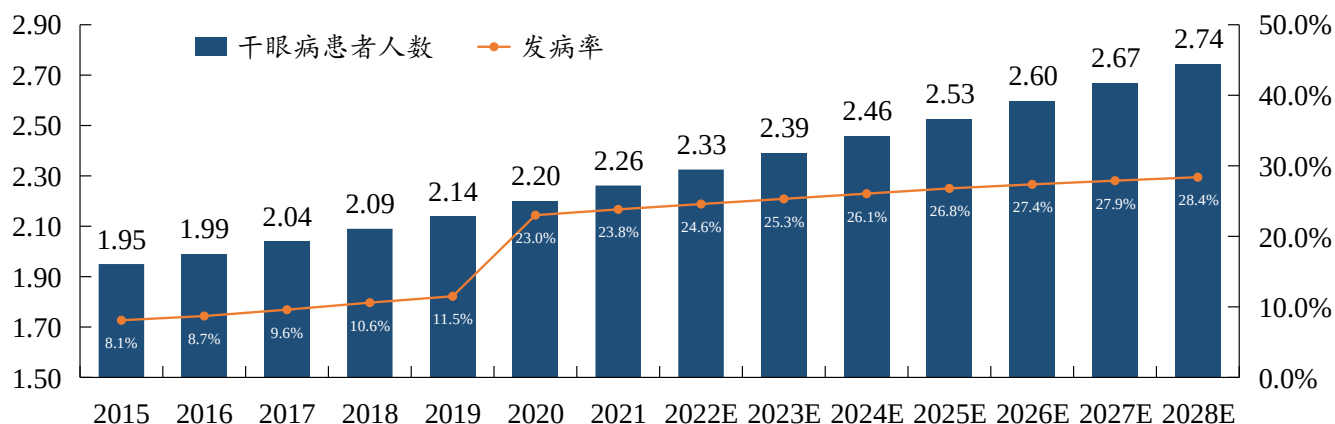
图 14：中国眼底疾病市场规模（亿元）



资料来源：公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

干眼病是非常重要的眼表疾病，其主要病因是水液层泪腺泪液分泌不足、油脂层分泌不足、黏蛋白层分泌不足、泪液过度蒸发及泪膜分布不均匀，主要诱因是用眼过度及用眼习惯不良、睑板腺功能不良、维生素 A/Ω-3 脂肪酸缺乏等因素。2020 年中国干眼病患者达到 2.2 亿人次，大约每 5 人中就有一位干眼病患者，2020 年诊断率大幅上升，预计 2023 年患者人数将达到 2.39 亿。

图 15：中国干眼病患者人数（亿人）及发病率



资料来源：国元证券经纪（香港）整理

干眼病市场规模增长核心逻辑：

1. **电子产品使用频率、时间和夜间用眼频率上升。**尤其是中国居民近年户外活动频率降低，显著降低眨眼次数和干扰眼部休息恢复，影响泪腺分泌泪液，从而诱发干眼病；
2. **人口老龄化加剧。**由于眼部组织衰老也是干眼症的诱因之一，据统计，65 岁以上人群患干眼症比例高达 75%；
3. **与干眼病有关的防治知识的普及。**加深人们对干眼症干预、治疗和预后手段认知，使患者主动选择科学的医疗服务，有助于干眼病市场进一步提升。

目前治疗干眼病的手段以药物治疗为主，物理器械及手术治疗适用于重度患者。不同的干眼病类型适用不同的治疗手段，需明确类型后对症诊疗。

表 6：干眼病主要类型及相应治疗方式概览

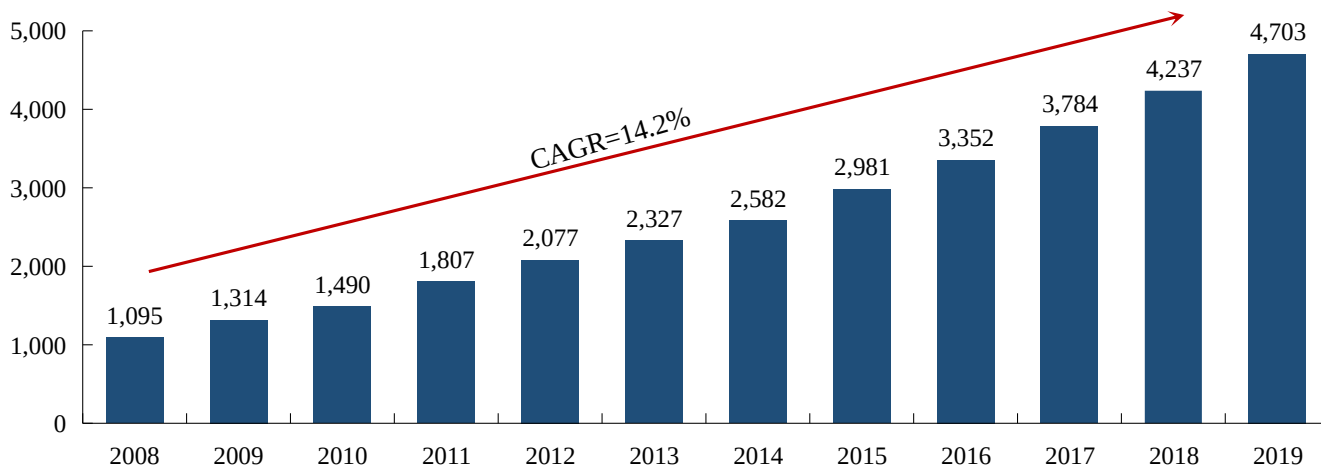
分类	病因	药物治疗	物理及手术治疗
水液缺乏型	水液型泪液生成不足和质地异常（全身性疾病如糖尿病、系统性红斑狼疮、风湿性关节炎等诱因）	人工泪液替代物、局部促进泪液分泌剂、局部糖皮质激素或免疫抑制剂	泪道栓塞、湿房镜、手术治疗
蒸发过强型	脂质层的质和量出现异常（睑板腺功能障碍引起泪液过度蒸发）	人工泪液替代物、局部促进泪液分泌剂、局部除螨药物、抗菌药和糖皮质激素或免疫抑制剂	湿房镜、眼睑治疗包括物理治疗、强脉冲光治疗和热动力治疗
黏蛋白异常型	眼表上皮细胞受损（化学性眼外伤、眼表药物毒性损伤、热烧伤及角膜缘功能障碍、长期佩戴隐形眼镜等诱因）	人工泪液替代物、局部促进泪液分泌剂、局部糖皮质激素或免疫抑制剂	泪道栓塞、湿房镜、治疗性角膜接触镜
泪液动力学异常型	泪液动力学异常（瞬目异常、泪液排出异常、结膜松弛及眼睑异常等诱因）	人工泪液替代物、局部糖皮质激素或免疫抑制剂	治疗性角膜接触镜、手术治疗
混合型		以上多种情况同时出现	

资料来源：中国知网、国元证券经纪（香港）整理

1.4 居民支付能力提高，眼科诊疗知识普及消除恐惧

随着中国人均可支配收入的提升、中国基本医疗保障体系及中国社会医疗保障体系的完善，居民医疗支付能力水涨船高。据国家统计局数据，中国居民人均可支配收入从 2014 年的 20,167 元增长至 2019 年的 30,732 元（CAGR=8.8%），最新 2022 年数据为 36,883 元。另一方面，中国医疗保障体系快速发展，城镇居民基本医保人数从 2014 年的 3.1 亿人增加到 2019 年的 10.2 亿人，职工基本医保人数从 2014 年的 2.8 亿人增加到 2019 年的 3.3 亿人（CAGR=3.3%）。居民接受医疗服务的意愿得到明显提升，眼科医疗服务的覆盖率也有望得到提升。

图 16：中国人均医疗支出（元）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、华夏眼科招股书、国元证券经纪（香港）整理

除医疗费用的负担较高外，居民对眼科医疗认知的偏误也一定程度上限制了需求的释放。国内居民对眼科知识的不了解和对创伤性手术的恐惧心理尚未得到充分消除，2012 年发布的《关于印发《全国防盲致盲规划（2012~2015）》的通知》，2016 年发布的《国家卫生计生委关于印发“十三五”全国眼健康规划（2016~2020 年）的通知》，各地卫健委出台了各项防盲治盲的教育宣传工作，深入地方开展眼病的防治及健康教育，眼科知识普及程度的不断提升使更多患者愿意接受眼科诊疗服务。

2. 医疗服务供给：眼科民营医院乘东风

2.1 政策驱动，民营眼科有效弥补医疗资源不足

民营医疗机构是在政府政策范围内鼓励发展的对象，以满足不同群体对医疗卫生服务的需求，是公立医疗体系的很好的补充，能够缓解并解决公立医疗资源供不应求的问题。政府出台了一系列政策措施，深化“放管服”改革，推动“非禁即入”，使民营医疗机构有东风可乘。

一方面，国家不断发布针对鼓励民营医院发展的政策，给民营医院创造了良好的环境和空间。另外一方面，医改政策的推进，尤其是对公立医院的限制性改革，间接为民营医院的发展提供了机会。

表 7：中国近年发展民营医疗服务相关政策

	政策名	时间	内容
利好政策	《关于加快发展社会办医的若干意见》	2014	要求优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，加快形成以非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充的社会办医体系，考虑将社会办医纳入区域卫生规划统筹
	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	2015	进一步放宽准入门槛，拓宽社会办医的投融资渠道，推动医师多点执业，将社会办医纳入医保定点范围
	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	2017	健全非营利性和营利性医疗机构分类管理制度。进一步优化政策环境，督促各地落实在市场准入、社会保险定点等方面对所有医疗机构同等对待的政策措施，完善医疗资源规划调控方式，加快社会办医发展
	《关于印发深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务的通知》	2018	促进社会办医加快发展。优化社会办医机构跨部门审批工作，允许公立医院与民营医院合作，通过医疗联合体、分级诊疗等形式带动支持社会办医发展
	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	2019	支持社会资本深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔等专科以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构
医改政策	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	2021	积极支持社会办医发展，推进专科联盟和远程医疗协作网发展，支持社会办医，鼓励有经验的执业医师开办诊所
	《关于控制公立医院规模过快扩张的紧急通知》	2014	明确要求对公立医院在床位规模、建设标准和医疗设备的配置上进行严格的审批和控制
	《关于建设现代化医院管理制度的指导意见》	2017	

资料来源：华夏眼科招股书、中国政府网、人大网、国元证券经纪（香港）整理

针对民营眼科医院，国家各部委在近年出台一系列支持眼科医疗服务的法律法规及政策指引，为缓解公立医院医疗资源紧张、眼科服务供需不平衡的现状，释放民营医院发展动力。

2022 年初国卫医发 1 号文件印发国家卫健委关于“十四五”全国眼健康的规划通知，将眼健康做放在医疗卫生体系问题层面的突出位置，很大程度上推动了眼科医院、眼科药物市场的发展和壮大。今年是“十四五”规划的布局年，未来眼科市场将在此规划的指导下开拓更大的想象空间。

表 8：中国有关鼓励发展眼科医疗服务行业重点政策

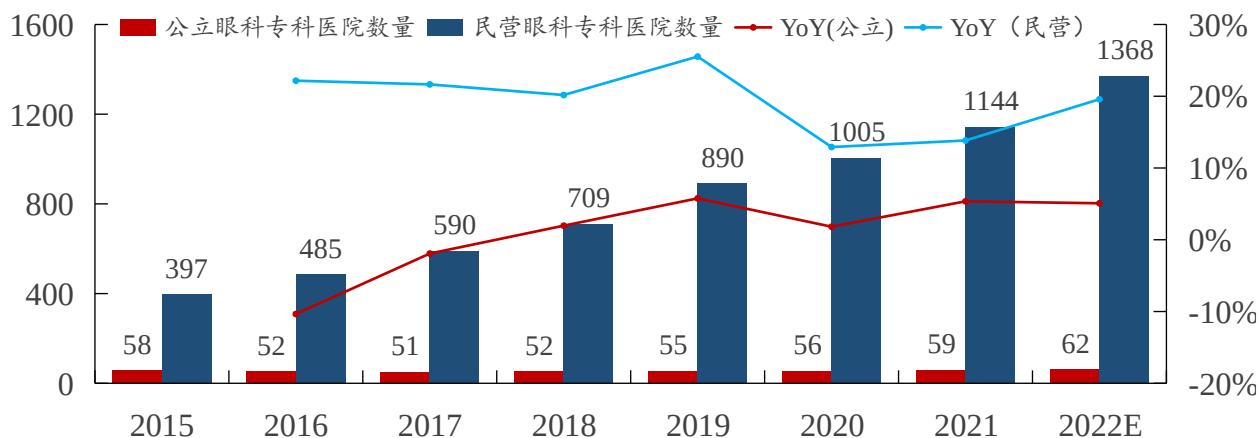
政策名	发布时间	主要内容
《“十三五”全国眼健康规划（2016-2020 年）》	2016	采取更大力度措施提高眼科医疗服务覆盖面、可及性、公平性和有效性
《卫健委关于印发医疗消毒供应中心等三类医疗机构基本标准和管理规范（实行）的通知》	2018	各级卫健委应鼓励眼科医院连锁化、集团化经营。眼科医院应当与区域内的其他综合性医院建立协作关系，畅通转诊渠道，加强技术协作
《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》	2019	规范和引导社会力量举办康复医疗中心、健康体检中心、眼科医院等机构连锁化
《儿童青少年近视防控光明行动方案（2021-2025 年）》	2021	开展儿童青少年近视防控光明行动，健全完善儿童青少年近视防控体系，到 2025 年持续降低儿童青少年近视率
《“十四五”全国眼健康规划（2021-2025）》	2022	党中央、国务院高度重视眼健康工作。持续完善眼健康管理体系、技术指导体系和医疗服务体系，推广眼病防治适宜技术与诊疗模式，持续完善眼科医疗质量控制体系，推动眼科优质医疗资源扩容并下延

资料来源：参考《中国医疗行业市场前景及投资机会研究报告》、国元证券经纪（香港）整理

2.2 眼科基础设施规模不断突破，医疗资源分布不均

在一系列对民营医院和眼科专科医院的政策扶持下，国内民营医院成为社会资本选择的主要赛道。民营专科医院从 2003 年的 629 家增长至 2020 年的 7203 家，CAGR=15.4%，民营综合医院从 2003 年的 1186 家增长至 2020 年的 12885 家，CAGR=15%。民营医院中，眼科专科医院的增长随着眼病发病率的上升而逐年攀升，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%。

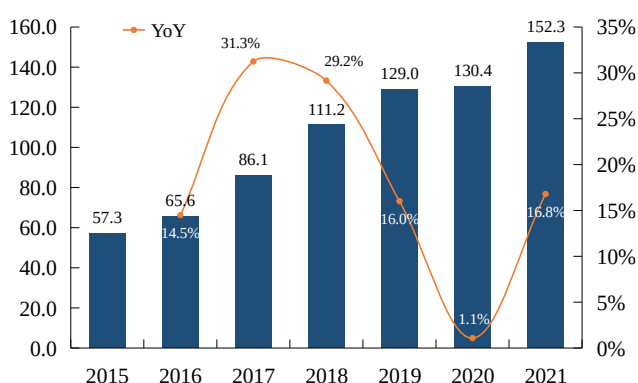
图 17：中国公立眼科医院与民营眼科医院数量趋势及对比



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

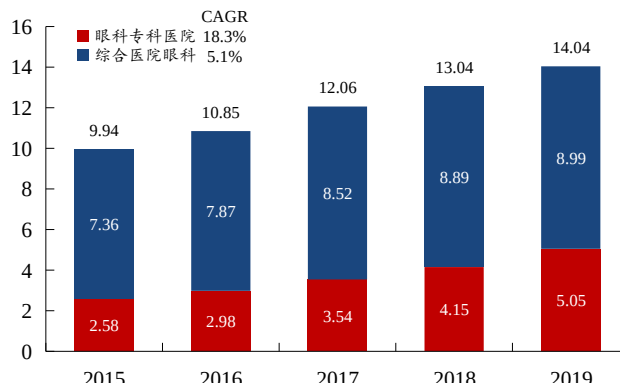
眼科医院持续、加大建设医疗服务基础设施，以适应不断增长的市场需求。由于眼科诊疗的精细化、微创化程度高，对高端诊疗设备要求和依赖程度较高，因此 2015-2021 年我国眼科专科医院拥有万元以上设备总价值以 CAGR=17.7% 的速度高速增长，整体眼科行业在持续更新和购置医疗设备，2020 年受疫情影响增长率有所下降，但 2021 年很快恢复到 16.8% 的增长水平，与疫情前增速持平，韧性突出。国内眼科病床数 2015-2019 年 CAGR=9.0%，由于治疗技术的快速上升，患者术后恢复时间缩短，病床周转效率提升。2019 年国内眼科医院每床出院人数约 47.4 人，人均住院天数为 7.7 天/人。基础设施建设加快也有利于医院运营效率的提升。

图 18：中国专科眼科医院万元以上设备总价值（亿元）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、国元证券经纪（香港）整理

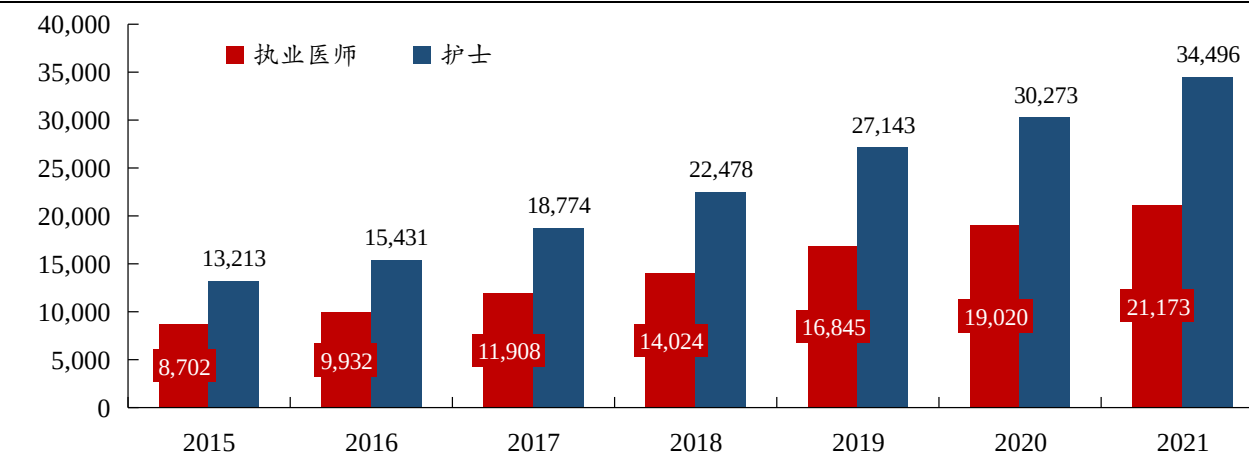
图 19：中国眼科医院床位数（按医院类型，万张）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、国元证券经纪（香港）整理

眼科医师是医疗服务保障的基础，目前执业医师稀缺性较大，难以满足国内市场需求，未来有较大发展空间。随着眼科行业规模及眼科医院收入的增长，行业吸引了大量眼科医疗服务从业人员，中国执业医师人数从 2015 年约 8,702 人攀升至 2019 年 16,845 人，期间 CAGR=18.0%，眼科专科护士数增长更加迅速，从 2015 年约 13,213 人增长至 2019 年 27,143 人，期间 CAGR=19.7%。整体上来看，中国百万人口医师数量为 26.4 人，日本/美国/英国的该数据分别为 114.1/54.7/46.4 人，较发达国家有明显差距。

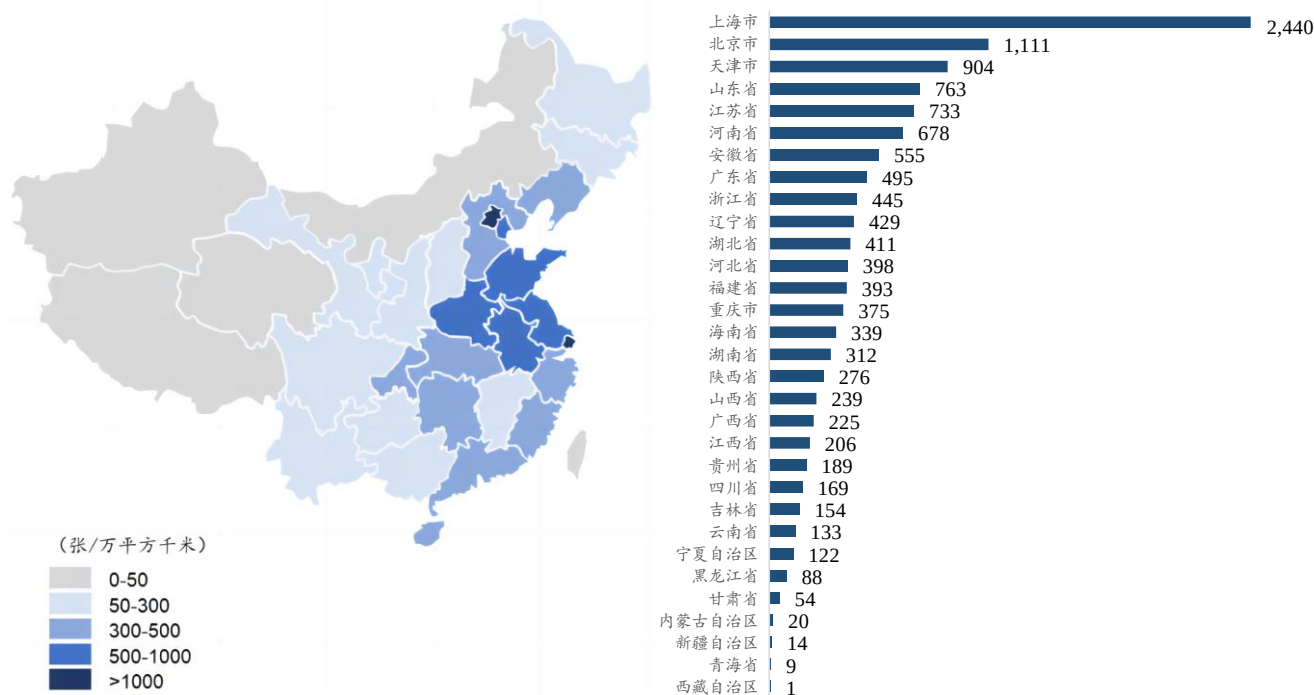
图 20：中国眼科专科执业医师及护士人数



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、国元证券经纪（香港）整理

中国眼科医疗资源分布显著不均，主要向东南部沿海地区集中。一方面，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。按单位面积病床数比较，上海市、北京市和天津市遥遥领先，其他省份有望快速增长。

图 21：中国眼科省域病床密度分布（2021 年，张/万平方千米）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、国元证券经纪（香港）整理。注：不包括港澳台地区数据

3. 竞争格局：一超多强，寡头垄断

3.1 民营医院快速成长，一超多强推动行业发展

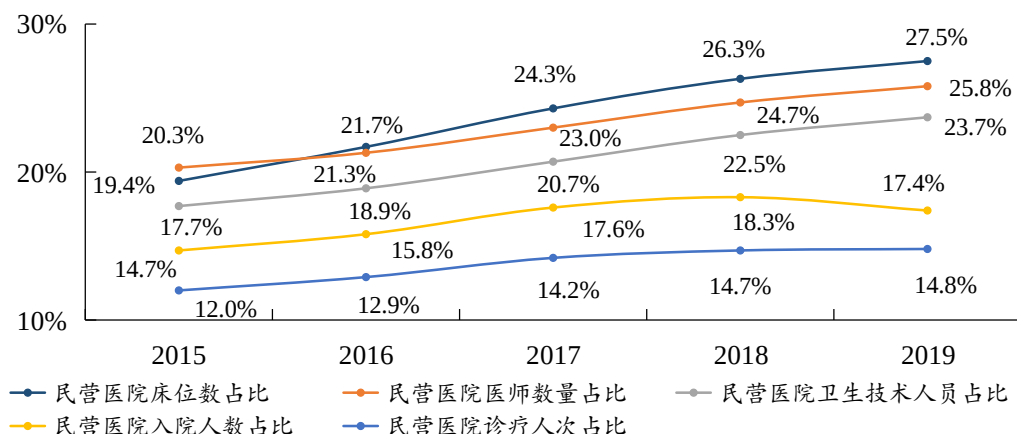
根据 2019 年数据，公立医院整体医疗资源及服务指标较民营医院有显著优势，从增速上来看，受益于①利好政策推动；②经营模式差异性强、效率高；③老龄化程度加深和填补未被满足医疗需求等因素，民营医院整体指标远高于公立医院，从床位数、诊疗人数、住院人数、卫生技术人员数量和医师数量上，CAGR 均超过 10%，发展势头强劲。

表 9：民营医院和公立医院经营指标对比（2019 年）

指标	民营医院		公立医院	
	2019 年	CAGR (2015-2019)	2019 年	CAGR (2015-2019)
床位数 (张)	1,890,913	16.3%	4,975,633	3.7%
诊疗人数 (万人)	57,008	11.3%	327,232	4.8%
入院人数 (万人)	3,695	11.8%	17,487	6.3%
卫生技术人员 (人)	2,407,351	14.2%	7,736,659	4.1%
医师数量 (人)	827,171	12.9%	2,383,344	4.5%

资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、国元证券经纪（香港）整理

图 22：民营医院医疗资源指标发展趋势（2015-2019 年）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、国元证券经纪（香港）整理

民营眼科医院具有更多优势。首先民营医院为代表的社会医疗资本运营效率相比公立医院更加高效，能有效缓解了就诊压力，许多公立医院在就诊高峰期人满为患，专科门诊更是“一诊难求”。另外，民营医院走差异化路线能占据高中低端全市场，提高了民营医院市场覆盖率。

图 23：民营眼科医院对比公立医院发展优势

①社会资本高效优势

目前民营医院在就诊环境和服务水平上更优、就诊速度上更快，运营效率相比公立医院有明显优势

③市场优势

中国庞大的人口基数和老龄化趋势，医疗市场需求一直未得到充分满足，为释放民营医疗资源创造优势，同时也缓解了公立医院的就诊压力



②差异化优势

在资金使用上，民营医院可灵活购置高端设备，满足我国人均可支配收入增长背景下部分患者对中高端医疗的需求，如提供点名手术、全程护理、VIP病房、长期随访等服务；同时，民营医院能灵活扩大医院规模形成品牌优势，但公立医院往往受到财政资金专款专用的限制；另外，民营医院可通过渠道下沉至中低端“长尾”市场，提高市场覆盖率

资料来源：朝聚眼科招股书、国元证券经纪（香港）整理

民营眼科形成一超多强的竞争格局，推动行业蓬勃发展。目前，民营眼科医疗服务行业涌现出多家规模较大的连锁眼科专科医院，以爱尔眼科为首的眼科医院具有显著头部效应，是全国连锁的眼科医院集团，朝聚、华厦、普瑞、何氏和希玛眼科持续深耕各自优势区域，并逐渐向全国扩张，行业整体在竞争的推动下发展景气，民营眼科整体市场规模持续上升。

民营眼科医疗机构主要包括医院、门诊、视光中心及其他部门（研发及培训机构等），以门诊就诊量和住院人数为主要衡量运营能力的指标，按 2021 年营收数据，爱尔眼科以 150 亿元遥遥领先，朝聚眼科和爱尔眼科归母净利率表现突出，分别为 15.8%和 15.5%，普瑞眼科和华厦眼科的客均收入/利润分别为 1601/88 元和 1560/232 元，民营眼科医院在部分省份的覆盖严重不足，如新疆、青海和西藏地区仍然以公立医院为主要眼科资源。

表 10：国内主要民营眼科企业概览（截至 2021 年 12 月 31 日）

时期：2021 年	爱尔眼科	华厦眼科	普瑞眼科	朝聚眼科	何氏眼科	希玛眼科
主要服务地区	覆盖中国全国 31 个省市自治区、中国香港、东南亚、欧洲和美国	覆盖中国华东、华南地区，布局华中、西南、华北地区	覆盖北京、天津、上海、重庆、西安、哈尔滨、乌鲁木齐等省会城市、直辖市	深耕内蒙古机及邻近地区，布局浙江、江苏	深耕辽宁，布局北京、上海、深圳、重庆等地	以粤港澳大湾区为主，布局北京、上海、福州和昆明
医疗机构数量	中国大陆：610 家 中国香港：7 家 欧洲：93 家 东南亚：12 家 美国：1 家	56 家眼科医院； 20 家视光中心	23 家眼科医院； 3 家眼科门诊	19 家眼科医院； 25 家视光中心	35 家眼科机构； 55 家视光门诊	内地 11 家医院， 5 间门诊； 香港 18 家门诊， 6 间视光中心
门诊就诊量	1019.6 万人次	167.14 万人次	97.6 万人次	88.7 万人次	119 万人次	（未披露）
手术量（次）	81.7 万	29.28 万	9.2 万	住院 4.6 万	4.6 万	2.48 万
营业收入（亿元）	150.0	30.64	17.1	9.97	9.62	9.15
归母净利润/率（亿元）	23.23 / 15.5%	4.55 / 14.8%	0.94 / 5.5%	1.58 / 15.8%	0.86 / 8.9%	0.04 / 0.4%
客均创收/创利（元）	1362 / 211	1560 / 232	1601 / 88	1069 / 169	778 / 70	/

资料来源：各公司招股书/年报/半年报/公司公告、国元证券经纪（香港）整理

医保控费助推医院业务转向，消费眼科潜力巨大，基础眼科服务精密度、风险较高。从营收构成来看，民营眼科医院的主营业务按是否受到医保控费压制，分为基础眼科和消费眼科，基础眼科通常包括治疗白内障、青光眼、斜视、眼表/眼底疾病等，基础眼科治疗已纳入医保，因此医院会受到医保控费影响。消费眼科包括治疗屈光不正、视光服务等，基本由消费者自主支付费用。近年来，各大民营眼科医院为减少医保控费限制，有逐步调整业务重心至消费眼科的趋势。以 2021 年数据为例，目前主要上市眼科医院中除华厦眼科，其余医院消费眼科服务收入占比均超过 50%，希玛眼科几乎完全以消费眼科为主营业务。

表 11：主要上市眼科医院基础眼科收入&消费眼科收入对比（2021 年，亿元）

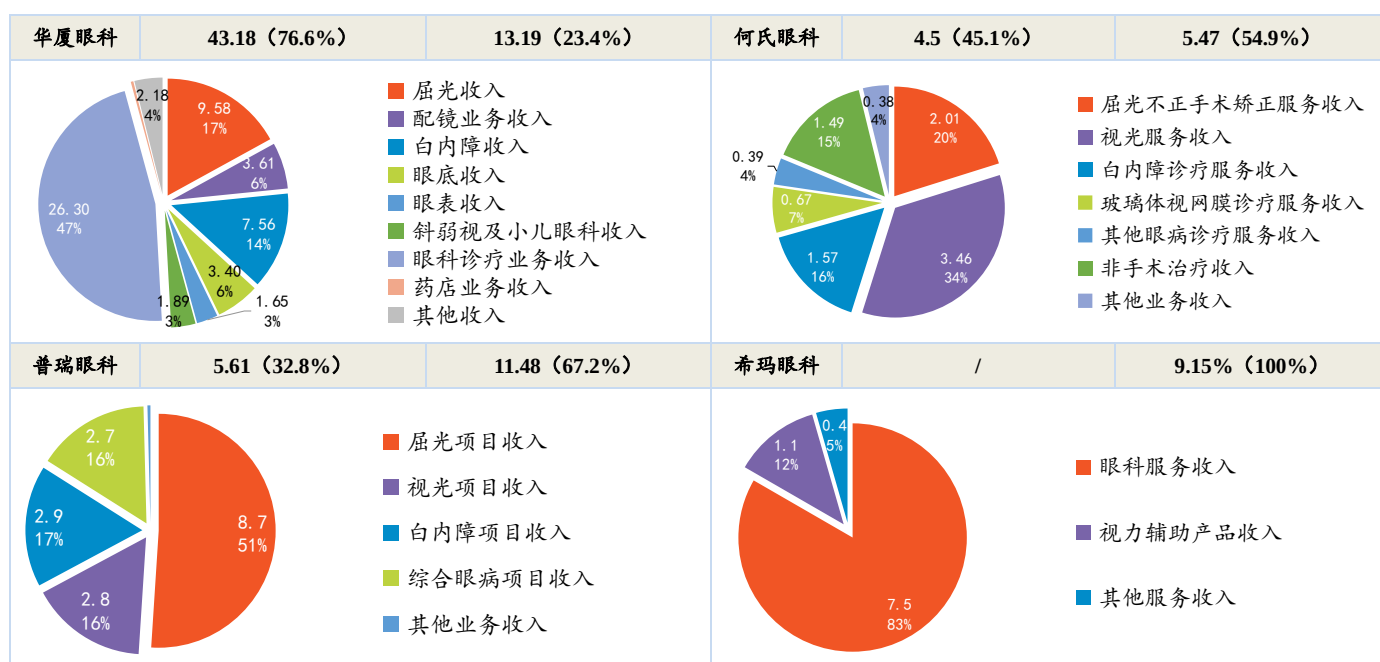
公司	基础眼科服务收入	消费眼科服务收入	公司	基础眼科服务收入	消费眼科服务收入
爱尔眼科	61.1 (41%)	89.0 (59%)	朝聚眼科	4.8 (48.2%)	5.2 (51.8%)

爱尔眼科收入构成：

- 屈光手术收入：55.2 (37%)
- 视光服务收入：33.8 (22%)
- 白内障手术收入：21.9 (14%)
- 眼前段手术收入：14.6 (10%)
- 眼后段手术收入：10.6 (7%)
- 其他收入：14.6 (10%)

朝聚眼科收入构成：

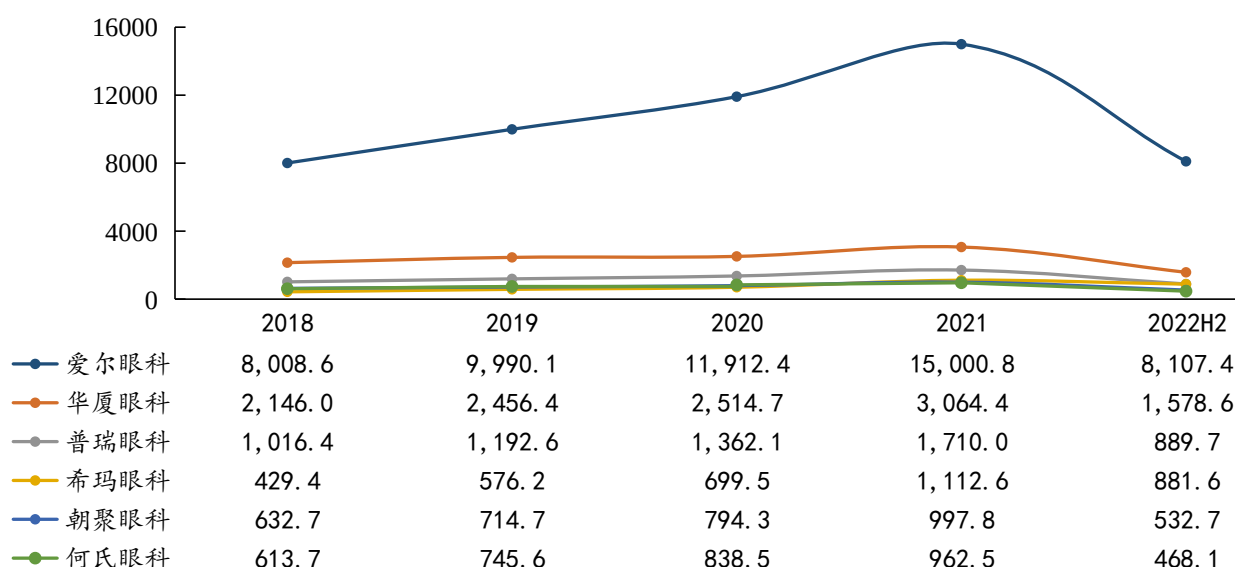
- 基础眼科服务收入：4.8 (48%)
- 消费眼科服务收入：5.2 (52%)



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

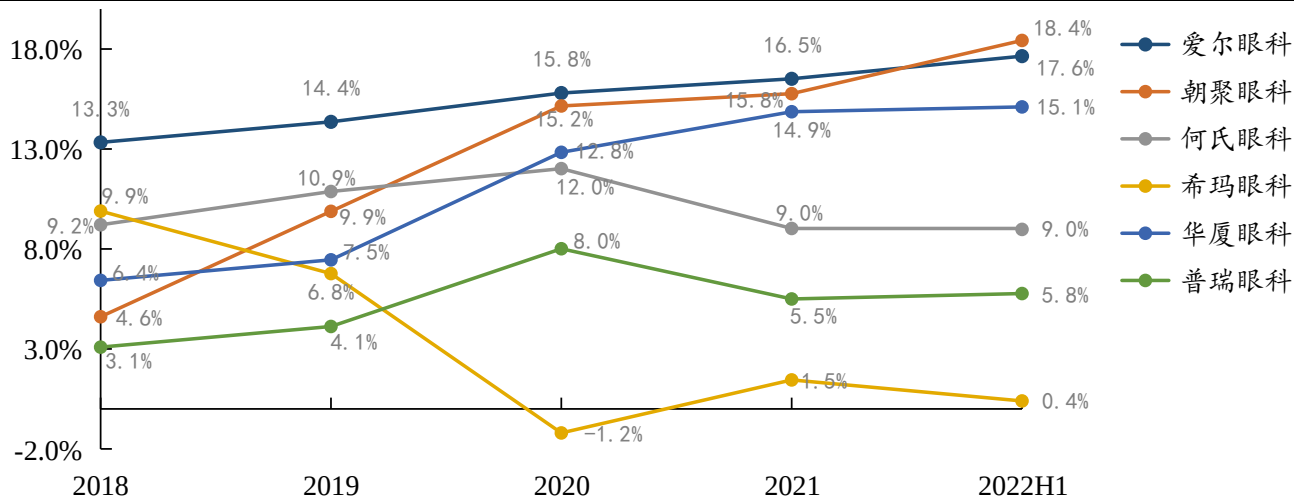
从收入端，目前爱尔眼科一家独大，据 2021 年数据，爱尔收入在主要上市眼科医院中占比为 62.8%，即使将其他几家医院的收入加总仍距爱尔有较大差距。爱尔眼科、华厦眼科、普瑞眼科、希玛眼科、朝聚眼科、何氏眼科的收入 CAGR（2018-2021）分别为 23.3%/12.6%/18.9%/37.3%/16.4%/16.2%，平均 CAGR 为 20.8%，眼科医院发展迅猛。从归母净利润来看，行业内公司的净利率水平差异较大，根据 2022H2 数据，爱尔、朝聚和华厦三家医院的净利率水平达到 15%以上，分别为 18.4%/17.6%/15.1%，所列出的 6 家医院平均净利率为 11.1%。2021 年爱尔眼科和华厦眼科的 ROE 分别为 22%和 28%，规模效应明显，其他四家医院分别在 10%左右。

图 24：主要上市民营眼科医院收入对比（百万元）



资料来源：、国元证券经纪（香港）整理

图 25：主要上市民营眼科医院净利率对比



资料来源：、国元证券经纪（香港）整理

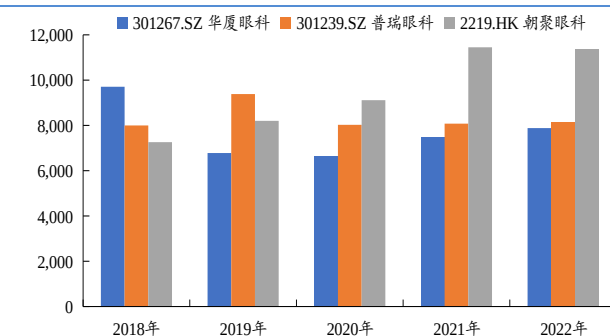
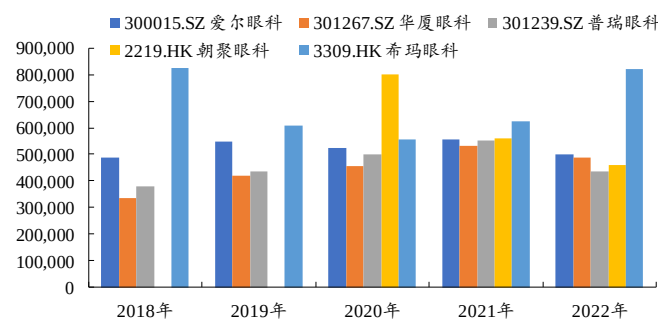
经营效率方面，朝聚眼科在平效（营业收入/建筑面积）表现上更加亮眼，从2018年的7,260元/㎡持续上升至2021年的11,450元/㎡，产出效率明显提高。人效（营业收入/员工人数）方面，由于近年来眼科市场规模和医院收入持续上升，人才需求持续扩大，朝聚眼科在2020-2021年期间扩大规模，员工数量由2020年的990人增加至2021年的1788人，抵消了营业收入的增长幅度，因此朝聚眼科人均产出在2020-2021年期间有所下滑，但整体趋势向好，2022年受疫情影响，2023年将会强劲复苏。

图 26：主要上市眼科医院平效&人效对比（2018-2021 年）

人效（单位：元/人）						
证券代码	证券简称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
300015.SZ	爱尔眼科	487,436	547,673	522,291	556,204	498,359
301267.SZ	华厦眼科	335,214	421,552	457,628	530,455	485,983
301239.SZ	普瑞眼科	377,997	436,689	500,780	553,405	434,451
2219.HK	朝聚眼科	-	-	802,305	558,046	457,929
3309.HK	希玛眼科	825,038	606,529	556,489	622,617	818,867

平效（单位：元/㎡）						
证券代码	证券简称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
301267.SZ	华厦眼科	9,707	6,780	6,655	7,470	7,881
301239.SZ	普瑞眼科	7,998	9,384	8,026	8,078	8,152
2219.HK	朝聚眼科	7,260	8,201	9,114	11,450	11,361

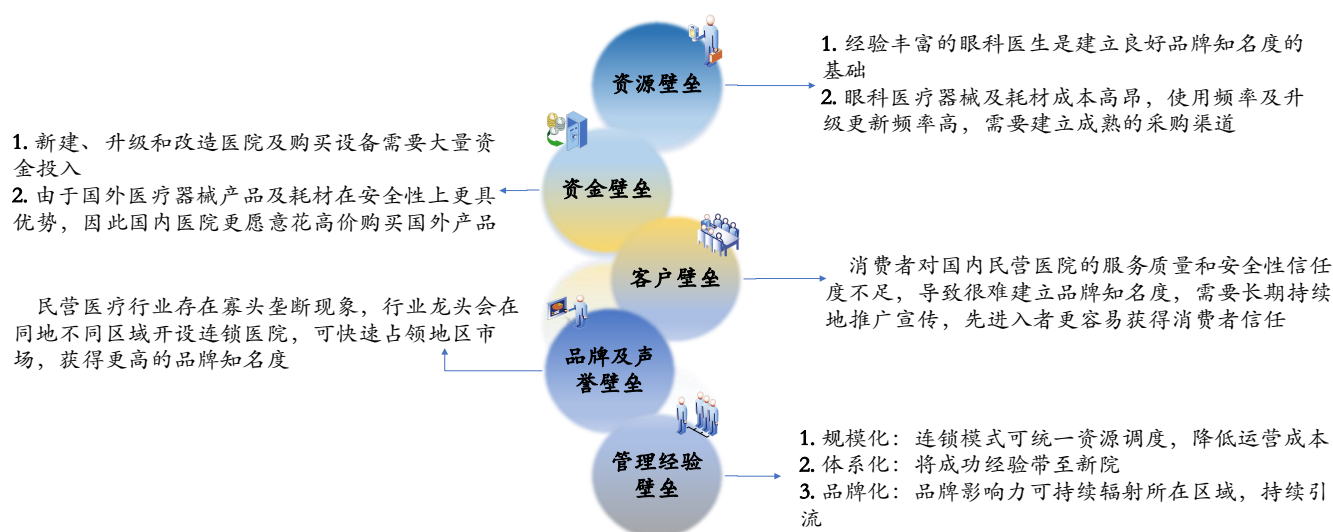
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理



3.2 行业壁垒抬高入局成本，差异化打造竞争优势

眼科民营医疗企业要通过积累渠道资源、融资便利度、建立客户忠诚度、建立品牌知名度、搭建集群化连锁化商业模式来提高行业竞争力，从而产生行业壁垒。国内居民长期接受公立医疗体系的医疗服务，已经形成较高的医疗服务需求粘性，因此民营眼科医院相较于公立医院具有不可避免的品牌劣势。而民营眼科医疗机构提供的诊疗服务更具灵活性和针对性，能满足更多样化的服务需求。

图 27：民营眼科医院可建立的行业壁垒



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、国元证券经纪（香港）整理

- 人才是医疗服务的核心竞争力，合格的眼科医生培养需要 5-10 年，传统强势眼科医院早已建立了临床、研究、教学一体化的人才培养输送平台，新进入者很难在短时间内建立成熟的临床带教体系。
- 医院的新建、升级改造和设备采购需要大量资本投入，常见的眼科设备包括眼科检查设备、验光设备、激光治疗设备、准分子激光手术系统等，平均单台设备价格高达几十万元到百万元之间，同时附加安装调试费、运输费等相关税费，一般单家医院所有固定资产总价值可超过千万余元，新进入者很少能一次性完成如此大量的资本性支出，同时兼顾效率和资源与需求的匹配性。
- 民营眼科医院需取得相关资质、遵循相关政策才能开展业务，新进入者需取得《医疗机构执业许可证》，同时办理《大型医用设备配置许可证》等资质，该审批过程形成了一定的政策壁垒。
- 公立医院在中国占据了主要的医疗资源供给地位，与公立医院竞争需要争取到稳定的品牌与声誉优势，一旦获得优秀的品牌效应，民营眼科医院往往会通过连锁形式向一二线城市扩张，而在发达地区的患者、消费者支付能力较高，民营眼科医院能获得更多医疗资源，巩固了市场地位，使新进入者难以在短时间内产生威胁。

图 28：目前主要上市眼科医院优势概览

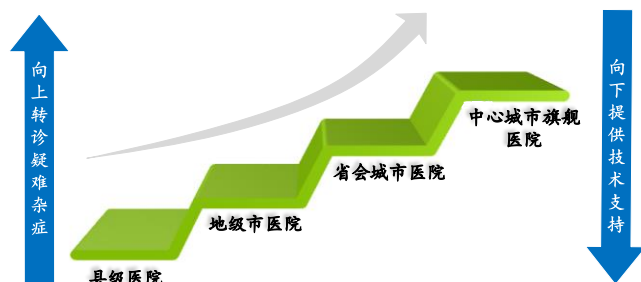
公司	优势
 爱尔眼科 AIER OPHTHALMOLOGY	1. 分级连锁优势：纵向按“中心城市→省会城市→地级市→县级市”的格局进行分级连锁，横向一城多院分级诊疗网络，形成“横向成片、纵向成网”的布局； 2. 全球资源优势：爱尔拥有香港亚洲医疗、美国 MING WANG 眼科中心、欧洲 Clinica Baviera S.A、东南亚 ISEC Healthcare Ltd 等领先的海外眼科机构； 3. 医教研平台优势：爱尔与天津大学、四川大学、天津职业大学和深圳职业技术学院签署了战略合作协议，首个国家级创新平台“博士后科研工作站”获得授牌、长沙市专家工作站获批成立，举办诸如国际橘洲视光论坛、国际屈光论坛、国际视网膜高峰论坛等重要学术会议； 4. 管理体系优势：数字化转型升级+财务共享管理机制+地县一体化发展模式+“院、科、岗”三级管理体制； 5. 技术与人才优势：实施岳麓计划、湘江计划、优才计划、鲲鹏计划等人才培养计划，拥有 6. 激励机制优势：上市以来先后实施了股票期权、限制性股票及合伙人计划、省会医院合伙人计划； 7. 多层次服务优势：向不同人群提供多样化、差异化、个性化的高端服务，同时覆盖高端与慈善公益医疗需求。
 朝聚眼科 CHAOJU EYE CARE	1. 集群化、集中化及标准化运营优势：朝聚深耕内蒙古地区市场，形成了集中度较高的集群化医院体系，推动业务扩张和复制，同时提高了朝聚的市场渗透率、经营效率及盈利能力，实现了新院筹建期短、新院收支平衡期短的发展优势，高密度的网络布局及品牌知名度实现了协同效应和规模效应，降本增效成果显著； 2. 医疗团队及培训体系优势：朝聚的医师培训体系由学科建设委员会领导，实行梯队建设及研发。学科建设委员会下设 10 个专业学组负责实施培训计划，基于业务需求外聘医学顾问、专家及教授提供标准化、高水平培训，培养了大量基本功扎实、临床经验丰富的年轻眼科医师。公司与多所高校合作培养年轻眼科医学专材，持续为公司输送新鲜的人才“血液”； 3. 全流程服务和技术优势：朝聚医院服务涵盖眼科护理全阶段及流程，以满足不同客户需求。同时具备常规及高技术水平的治疗手段及设备以支持服务高效、持续运行。公司密切关注市场需求及技术发展，通过与国内外领先的医疗设备和耗材供应商建立战略合作关系，第一时间引进能显著提升患者体验和手术效率的先进设备； 4. 管理团队优势：朝聚核心管理层均拥有多年深耕眼科医疗行业经验，家族深耕内蒙，具有广泛的资源。
 华夏眼科医院集团 HUAXIA EYE HOSPITAL GROUP	1. 连锁布局规模优势：医院辐射华东、华中、华南、西南和华北地区，建立起全国范围的诊疗网点体系，标准化、体系化的运营管理经验帮助扩大品牌及影响力，华夏深耕发达地区同时布局县级市，实施差异化竞争战略； 2. 领先的单体医院优势：下属厦门眼科中心为国家三甲专科医院、国家临床重点专科建设单位、国家药物临床试验机构，并设有博士后科研工作站、院士专家工作站及重点实验室； 3. 知名专家及“医教研”体系优势：华夏汇集了黎晓新、赵堪兴、葛坚等具有国际影响力的眼科学界专家和刘旭阳、王利华等 9 名眼科学科带头人，目前拥有 897 名医师，同时与厦门大学、北京大学等院校建立战略合作关系，带动临床科研创新能力提升，开展了“863”课题、“973”课题、国家自然科学基金、国家杰出青年基金、博士后科学基金、国外专家引智项目及省市课题近 200 项； 4. 管理团队优势：华夏具备完善的质量控制体系，核心管理团队具备近 20 年运营管理经验。
 普瑞眼科 BRIGHT EYE HOSPITAL	1. 技术优势：人才方面普瑞具有梯度合理的人才结构+11 个学术委员会专业学组，设备方面有“全普瑞、全飞秒”计划、“全普瑞、全千频”计划； 2. 直营连锁优势：普瑞顺应人口分布和经济活动区域聚集态势，向直辖市、省会城市等中心城市聚焦，同时辐射周边市场，普瑞总部负责整合协调公司内外资源要素； 3. 服务优势：普瑞下属医院启用了 CRM 会员管理系统，为患者提供专职的咨询、预约、挂号、诊疗、收费、康复、回访、复查等各环节支持与服务，各院还成立了九个委员会督察落实医疗质量； 4. 品牌及管理优势：成都、上海、昆明普瑞等医院多次获得“优秀民营医院”和“中国红十字会合作伙伴”荣誉，普瑞核心管理层具备丰富的医疗行业经验，运营管理经验达 15 年以上。

资料来源：公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

眼科医院行业的竞争主要通过差异化战略和快速扩张方式取得领先。

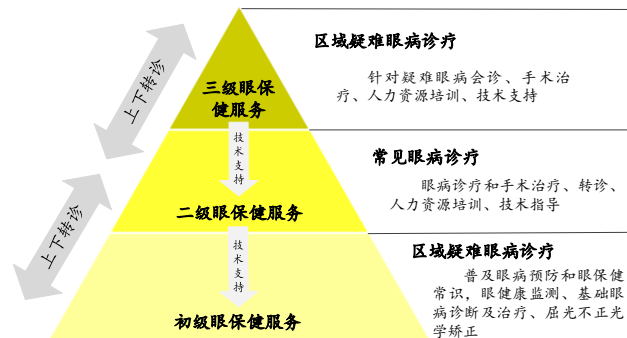
差异化首先体现在运营管理模式。爱尔眼科得益于其庞大的医院网络，构建了四级分级连锁，与何氏眼科的“三级”服务机构模式类似，爱尔眼科纵深更远，覆盖从县级到省域级中心城市，而何氏眼科是将服务级别划分为由“初级”到“三级”的三种等级。总体上：下级向上级转诊疑难杂症，上级向下级提供技术支持。朝聚眼科以“多点执业”为运营管理体系，由医生在不同医院进行会诊，从而实现不同医院之间的资源互补。

图 29：爱尔眼科“四级分级连锁”模式



资料来源：爱尔眼科、国元证券经纪（香港）整理

图 30：何氏眼科“三级”服务机构模式



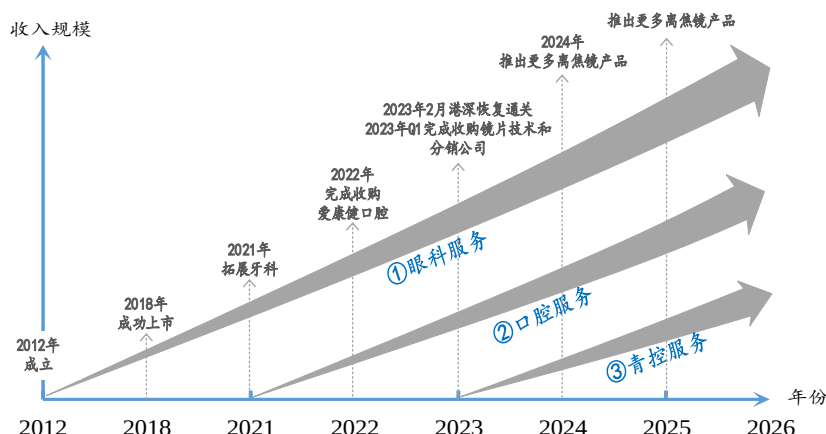
资料来源：何氏眼科、国元证券经纪（香港）

随着眼科医疗服务进入成熟期，出现产品同质化严重、行业壁垒逐渐提高、信息更加透明的行业特征，促使行业竞争愈加激烈，差异化业务优势显现。从业务来看，头部眼科医院业务覆盖更加广泛，业务结构更加合理，多数医院以消费眼科服务为主，且更加向消费眼科倾斜。而华夏眼科和希玛眼科均将重心偏向基础眼科服务，其中希玛眼科在战略布局上更具多元化。

根据调研访谈，2022 年希玛眼科在巩固眼科业务在大湾区的市场份额，同时积极布局口腔服务业务，先后于 2021 年和 2022 年成立 CMER Dental 和收购深圳爱康健口腔医院，不同于其他眼科医院，希玛眼科还向上游供应链和下游分销布局，2023 年 Q1 收购某镜片技术和分销公司，计划 2024-2025 年推出离焦镜和 OK 镜产品，实施“双专科+三箭齐发”的增长策略。

何氏眼科除积极进行业务的内生外延以外，还计划通过数字化转型提高经营效率，减少人力资源占用和依赖，降低公司运营成本，推动医院改变业务模式，为其他医院的转型升级提供了新的思路。

图 31：希玛眼科“双专科+三箭齐发”增长策略（2023Q2）

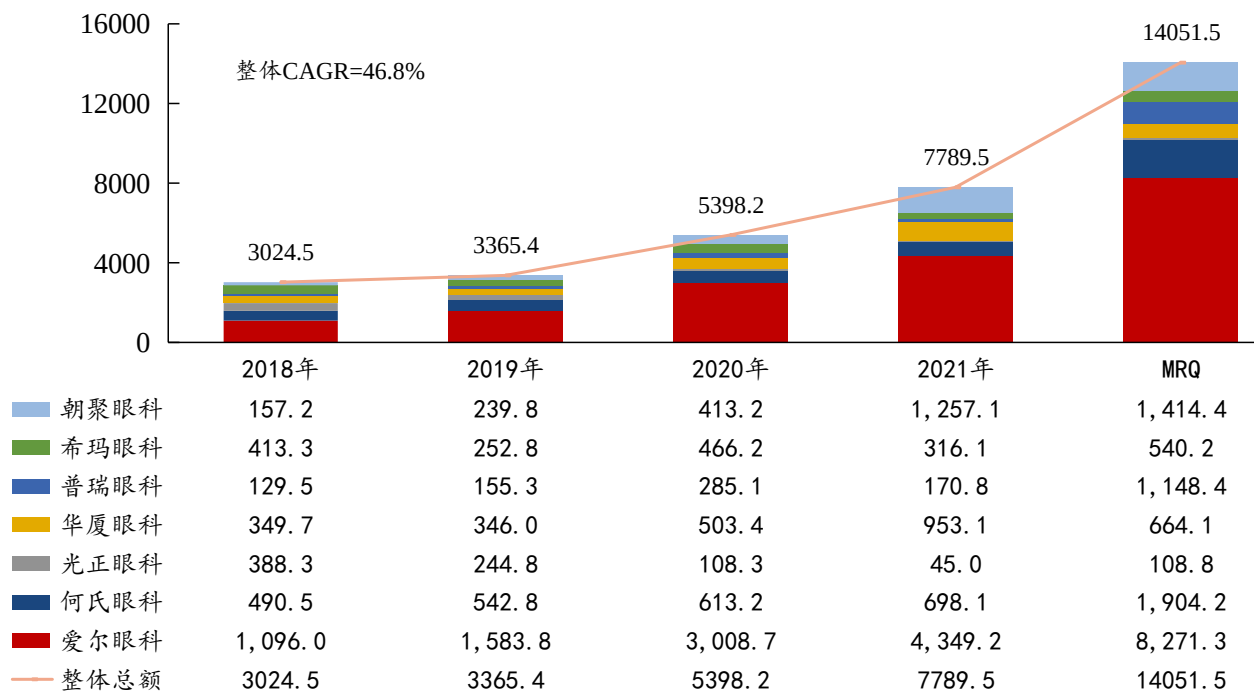


资料来源：希玛眼科、国元证券经纪（香港）整理

随着市场规模和需求端的增长，民营眼科行业整体的现金及其等价物持有存量呈上升趋势，推动相关企业新建、收购和维护改造医疗机构，购置先进医疗设备，引进眼科专科人才和专家医师，根据 2018-2022 年最新一期报告，主要民营

眼科公司的整体现金持有量 CAGR=46.8%，其中爱尔眼科遥遥领先，部分近年上市的公司厚积薄发，新建、并购计划也推上日程。由于眼科医疗行业的扩张对资本的需求非常庞大，现金及其等价物能满足公司的扩张需求，同时能降低医保计划、医疗事故及政策变化等风险的影响。

图 32：主要上市眼科医院现金及其等价物持有量趋势（百万元）



资料来源：公司年报/半年报/最新一期报告、国元证券经纪（香港）整理

从收购兼并、新建或项目投资等事项积极性来看，以 2022 年初公告信息统计数据，朝聚眼科的扩张**战略稳健**，疫情期间（2021-2022 年底）无重大收购事项，2023 年居民出行率大幅提升，预计有持续的内生外延计划，深耕内蒙的同时对浙江、江苏及河北地区重点进行扩张。普瑞眼科于 2022 年上市后即发布新建及收购计划，陆续在东北、广东和上海地区发力，实际落地情况待关注。华厦眼科对外披露投资以合伙企业模式共同经营，借助合作方资源加快对目标区域的布局，包括新建天津医院、区域视光中心和对现有基础设施设备的升级改造计划。何氏眼科于 2022 年上市后继续在沈阳、北京、重庆深耕，由于何氏眼科业务区域分布广泛，需要更多现金支撑业务扩张，2023 年初何氏眼科进行数字化建设，是第一家明确投入对数字化转型的眼科医院。希玛眼科在主营消费眼科业务的基础上，同时进行纵向与横向扩张，纵向在上游光学镜片的设计、开发及分销业务链条上布局，横向收购爱康健牙科医院，向“金眼银牙”全面进军。爱尔眼科对收购与新建项目的落实性最强，在已有的 600 余家医院基础上继续扩大规模，巩固现有寡头垄断市场。爱尔眼科通过并购基金模式体外投资眼科医院并度过孵化期，医院实现盈利后逐步分批从并购基金注入上市公司，避免了新建医院经营的周期性波动对爱尔整体的冲击，同时使爱尔扩张速度获得极大地加快，目前爱尔拥有 12 支并购基金，旗下 318 家眼科医院。其他眼科医院大多通过自建或收购方式扩张，高效的扩张路径使爱尔稳定了行业龙头地位。

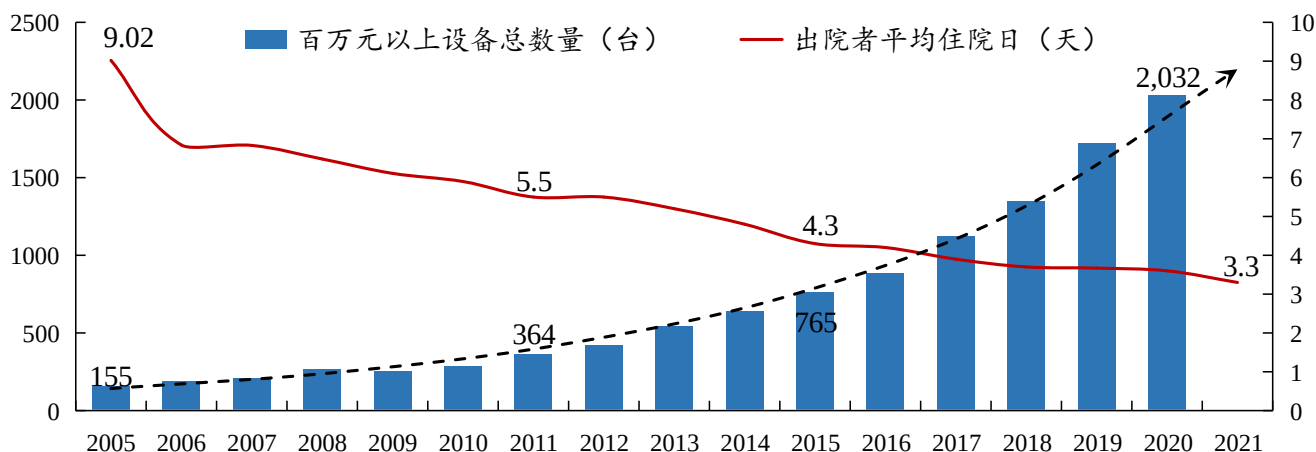
表 12：主要上市眼科医院近年收购兼并、新建和投资项目概览

项目	爱尔眼科	华厦眼科	普瑞眼科	朝聚眼科	何氏眼科	希玛眼科
收购兼并、新建医院和项目投资	2023.2.20: 投资湖南亮视睿星医疗产业管理合伙企业 (投资额: 21,890 万元)	2022.11.22: 与上海佳慧实业有限公司共同投资设立合伙企业, 开展大连、南宁、昆明等地区新建或收购眼科医院项目, 认缴合伙企业 19.5% 的股份, 认缴资金不超过 3900 万元人民币	2023.1.9: 收购创发企业 (香港) 100% 股权, 间接持有东莞光明眼科医院 45% 股权 (投资额: 1,739 万元)	2022.9.26: 收购唐山冀东医院、玉田冀东医院、滦南冀东医院、滦州冀东医院、宁波高视部分股权 (投资额: 10,054 万元)	2023.1.10: 建设公司数字化基础建设项目, 以人工智能、云计算、大数据赋能公司智能化升级 (投资额: 6,530 万元)	2023.2.1: 计划收购中国内地光学镜片设计及开发、引进授权及分销业务的战略合作伙伴
	2023.1.3: 收购绍兴爱尔、舟山爱尔、宝鸡爱尔、本溪爱尔等 14 家医院部分股权 (投资额: 47,077 万元)		2022.11.14: 收购哈尔滨八达置业有限公司位于哈尔滨的房产 (投资额: 11,200 万元)			
	2022.11.29: 收购西安爱尔、泉州爱尔、都江堰爱尔等 26 家医院部分股权 (投资额: 90,660 万元)	2022.11.7: 上市后计划将募集资金投入天津华厦眼科亿元项目 (投资额: 6,100 万元)、区域视光中心建设项目 (投资额: 22,963 万元)、现有医院医疗服务能力升级项目 (投资额: 8,400 万元)、信息化运营管理系统建设项目 (投资额: 20,386 万元)、补充运营资金项目 (投资额: 20,000 万元)	2022.12.12: 新建广州普瑞眼科医院计划 (投资额: 7,827 万元)		2022.8.30: 沈阳何氏医院扩建项目计划、北京何氏眼科新设医院项目计划、重庆何氏眼科新设医院项目计划、何氏眼科新设视光中心项目、何氏眼科信息化建设项目计划 (投资额: 49,353 万元)	2022.2.17: 收购深圳爱康健部分股权 (投资额: 4,550 万元)
	2022.9.20: 收购忻州爱尔、西陵爱尔部分股权 (投资额: 7,989 万元)		2022.11.28: 新建上海普瑞宝视眼科医院计划 (投资额: 6,742 万元)			
	2022.3.2: 收购南漳爱尔部分股权 (投资额: 1,400 万元)		2022.10.17: 新建上海普瑞尚视眼科医院计划 (投资额: 3,385 万元)			
	2022.1.14: 收购顺德爱尔部分股权 (投资额: 7,257 万元)		2022.9.27: 新建湖北普瑞眼科医院计划 (投资额: 7,410 万元)			
	2022.1.5: 投资湖南亮视同星医疗产业管理合伙企业 (投资额: 19,000 万元)		2022.9.21: 新建深圳普瑞眼科医院计划 (投资额: 10,380 万元)			

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

除新建医院、兼并收购等业务扩张，设备更新速度也成为差异化竞争优势的来源。由设备及技术更显著带来的诊疗效率提升，一方面是医院平效和人效的提升，例如朝聚眼科医院平效在 2018-2021 年期间的 CAGR=16.4%，人效方面爱尔/华厦/普瑞在 2018-2021 年期间均实现正增长。另一方面，病床等基础设施的周转率数据有明显改善，例如朝聚眼科持续引进最先进的治疗设备和技术，2018-2020 年，朝聚眼科住院服务的患者均次消费由 6,755 元/次增长至 7,177 元/次，而同期住院服务的患者均次住院期间由 4.0 天下降至 3.6 天，诊疗效率提升 10%。根据国家卫健委数据，眼科医院整体来看，眼科医院百万元以上设备总台数与诊疗效率呈近似比例增长，从 2005 年仅 155 台增长至 2020 年的 2032 台，眼科医院出院者平均住院日由 2005 年的 9.02 天下降至 2021 年的 3.3 天，2015 年为 4.3 天。

图 33：中国眼科医院出院者平均住院日与百万元以上设备数量



资料来源：国家卫健委、国元证券经纪（香港）整理

眼科医疗服务行业对技术和设备的要求较高，尤其是以手术治疗为手段的眼病，对手术设备的精密性、安全性的依赖性极强。设备和技术不断迭代更新也为患者提供了更多治疗方案。白内障手术在设备、技术和人工晶体等多个方面快速发展，设备更新至全球领先的飞秒激光辅助手术，推动技术从最早的 12mm 手术切口减少至目前 2mm 左右切口；同时，多焦点人工晶体也逐渐普及。屈光手术的飞秒屈光手术和全飞秒屈光手术设备基本为准千万级别水准，需要大量资本投入，全飞秒激光手术资源集中于北上广深等一线/准一线城市。眼底病是所有眼病中治疗最为复杂的眼病，因此对设备和技术要求更加严格，药物治疗的发展也推动了眼底病的治疗效果，雷珠单抗、阿柏西普、地塞米松缓释剂等药物陆续从国外引入中国，以及玻璃体给药方式的推广，大大促进了中国眼底病治疗的发展。同时，国产药物的上市前景光明，例如国产全人源化重组融合蛋白康柏西普成功上市，为患者提供了新的选择。另外，领先的眼科医院已经引入了 27G 的切割刀头，相较于传统的 20G 刀头，手术切口极大减小。

技术及设备的先进性是民营眼科医院的竞争优势，持有大量流动资产、具备多元融资渠道的眼科医院具有更多发展机会。

服务区域方面，眼科医院在某区域的分布集中度较高，且地区差异较明显，错位竞争形势突出。除爱尔眼科和普瑞医疗以外，其他眼科医院均在某一地区深耕并产生大部分收入。爱尔眼科在两湖地区的收入占比最高，国内大部分省份均有业务分部且分布均匀。华厦、朝聚、何氏、希玛分别深耕华东、华北、东北、华南/香港地区，无明显的竞争区域的重叠。希玛眼科未明确区分地区，但主要收入来源于深圳医院和香港地区医院，均处于华南地区。由于西北地区地广人稀，运营成本较高，同时人均可支配收入不及全国平均水平，因此眼科医院扩展动力不强。

表 13：主要上市眼科医院营收按区域划分对比（2021 年，亿元）

医院名称	爱尔眼科	华厦眼科	普瑞眼科	朝聚眼科	何氏眼科	希玛眼科
营业收入	150.0	29.9	17.0	7.94	9.59	9.01
华东	13.9%	71.6%	20.3%	12.6%	/	
华南	12.4%	8.2%	/	/	/	51.1%
华北	7.1%	1.3%	10.6%	87.4%	/	
华中	31.5%	7.2%	13.6%	/	/	
东北	7.4%	/	6.8%	/	94.1%	
西南	13.0%	8.5%	29.8%	/	/	
西北	3.3%	1.4%	18.5%	/	/	
境外/其他地区	11.4%	1.8%	0.4%	/	5.9%	48.9%

注：朝聚眼科为 2020 年数据，较 2021 年无显著差异

资料来源：各公司公告、国元证券经纪（香港）整理

人才引进方面，各医院都加强了与高校、医学院在临床、科研等方面的深入合作，其中爱尔与华厦较为领先。爱尔眼科的合伙人机制优势为人才培养、吸引、留用方面提供了土壤：

1. 合伙制能共享利益，让员工具有很强的归属感和获得感；
2. 员工的可发挥空间更大，多劳多得所以积极性更高；
3. 工作环境包容性更强，管理者更加人性化。该合伙人机制受到其他眼科医院的效仿，大多建立了员工持股平台以实现利益共享的目标。

大部分眼科医院以本土高校为人才引入口，通过与高校建立“教学研”联系吸引人才。而爱尔眼科和华厦眼科得益于广泛的行业影响力，与其建立合作的高校数量多、分布广，朝聚眼科和何氏眼科也通过自建医学院的方式进行内部人才培养，例如何氏眼科在辽宁省当地设立了何氏医学院，面向 24 个省招生，在校人数达 1.3 万余人，目前何氏医学院毕业生人数占何氏眼科总员工数量的 15.5%。民营眼科行业目前仍存在人才紧缺的问题，据统计全国拥有 4.8 万眼科医生，平均 2.95 万人才拥有 1 位眼科医生，解决人才缺口问题是眼科医院取得竞争优势的关键。

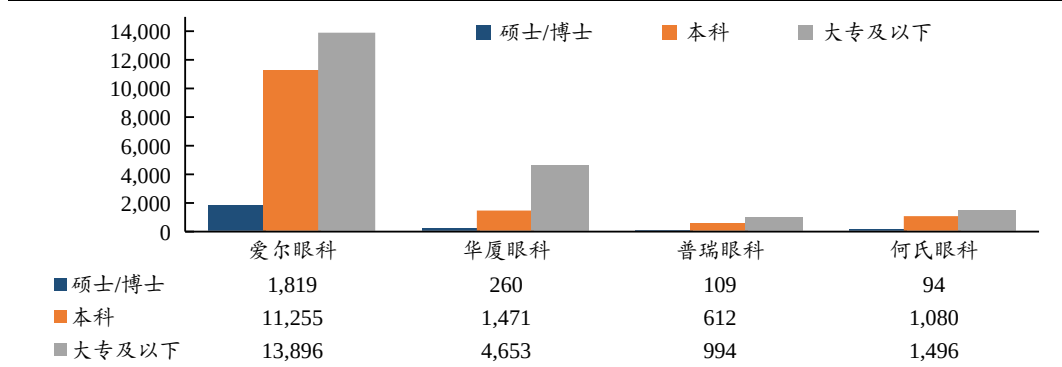
表 14：主要上市眼科医院与各大高校合作一览表

医院	合作院校	医院	合作院校
 爱尔眼科 AIER OPHTHALMOLOGY	已与中南大学、湖北科技学院武汉大学、暨南大学，安徽医科大学、天津大学、四川大学、天津职业大学、深圳职业技术学院、河南大学等高校，在人才培养、师资队伍建设和教学科研、多点执业及住院规培建设等方面进行深度合作。	 朝聚眼科 CHAOJU EYE CARE	2010 年与齐齐哈尔医学院合作，2020 年 10 月建立包头医学院朝聚眼视光医学临床医学院(华北唯一一家视光医学本科)，并与包头职业技术学院合作。
 普瑞眼科 BRIGHT EYE HOSPITAL	2013 年起与河南大学、贵州护理职业技术学院、安徽医科大学等开展合作。	 何氏眼科 He Eye Specialist Hospital	2009 年申请与沈阳医学院共同举办沈阳医学院何氏视觉科学学院，2010 年获批全日制本科独立学院，于 2012 年转设辽宁何氏医学院，面向 24 个省招生，现有本科生 1 万多人。与锦州医科大学、大连医科大学等合作。
 华厦眼科医院集团 HUAXIA EYE HOSPITAL GROUP	2006 年与厦门大学建立合作关系后，陆续与徐州医科大学、安徽理工大学、天津职业大学、岳阳职业技术学院、甘肃中医药大学开展合作。此外厦门眼科中心设立了国家博士后科研工作站、院士专家工作站等。	 新视界眼科 全国眼科医院连锁品牌	与同济大学医学院、南昌大学医学院合作。

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

各医院人才结构优质，头部医院结构持续改善。爱尔/华厦/普瑞/何氏眼科的员工中拥有硕士/博士学历的占比分别为 6.7%/4.1%/6.4%/3.5%，本科学历占比分别为 41.7%/23.0%/35.7%/40.4%，可以看出头部医院对高学历的人才吸引力较强，无论是在员工规模还是在员工教育程度方面均具有显著优势。2013 年爱尔眼科员工总数为 6866 人，其中硕士/博士学历 329 人，占比 4.8%，2021 年较其有明显增长

图 34：主要上市眼科医院员工学历构成对比（截至 2021 年 12 月 31 日，员工数）



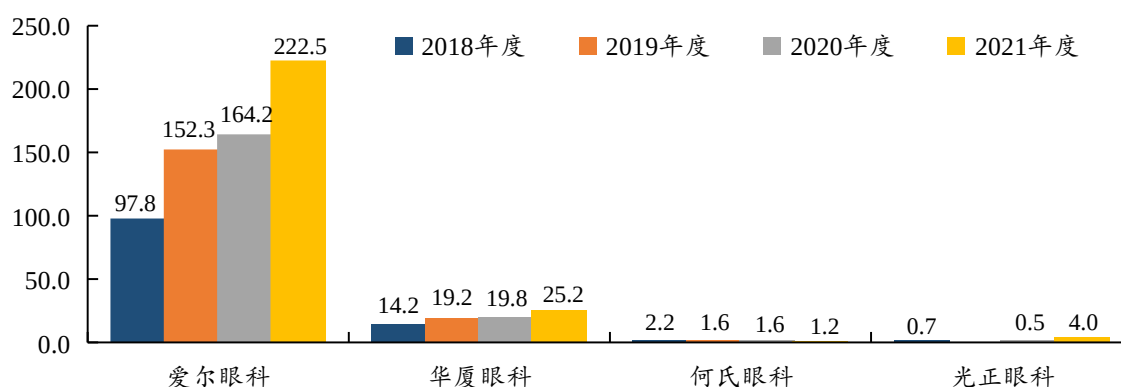
资料来源：各公司招股书/年报、国元证券经纪（香港）整理

医院员工中研发及技术人员数量能一定程度上体现医院的治疗水平和硬件软件设施的支持能力。根据已有少量数据披露，头部眼科公司在技术支持和科研创新上投入相对较多的人力资源，例如爱尔眼科的研发人员数量每年均有增长，2018 年拥有 248 名研发人员，2021 年增长至 573 人，分别占总员工人数比例的 1.51% 和 2.12%，研发人员构成情况跟员工学历构成具有一定相关性。

由于绝大多数眼科医院在研发方面不具备基础硬件设施及经济条件，因此不涉及复杂的设备及技术研发项目。部分医院仅有低浓度阿托品滴眼液的研制，涉及低浓度阿托品处方、制备工艺、产品稳定性、草拟检验标准等内容，可获得产品注册证，并作为院内制剂用于青少年近视防控，相关制剂牌照和医疗资质也一定程度上能成为公司的业务护城河，例如朝聚眼科具有 0.05% 低浓度阿托品滴眼液的制剂资格，由于朝聚业务集中于华北地区，市场占有率较高，因此自研药物具有非常可观的市场。

按已有眼科医院的披露情况来看，爱尔眼科在研发上投入巨大，研发项目涉及非创伤类眼病治疗辅助技术，例如 AI 辅助人工晶状体测算技术、新型角膜塑形术临床效果评估创新、干性年龄相关性黄斑变性创新药研发等。华厦眼科在研发支出上仅次于爱尔眼科，研发项目涉及发病机理研究、药物机制研究等。

图 35：已披露研发支出的主要上市眼科医院对比（百万元）



资料来源：、国元证券经纪（香港）整理

3.3 连锁化、集中化和差异化或成发展趋势

➤ 连锁化

由于眼科医疗流程相对简单，易于实现标准化，可一定程度上降低对专家的依赖程度，因此给各大医院提供了跨地区复制扩张的条件。连锁化有利于实现规模经济，通过统一的资金调运、人事管理、经营战略和采购降低经营成本，因此国内大部分民营眼科医院都采用了连锁经营的模式，在未来愈发激烈的市场竞争中保持优势。

➤ 集中化

由于我国的人口呈现“虹吸效应”，大中型城市承载了大量的人口流入，未来该趋势将会持续。提前进入区域中心城市可快速打造品牌优势并建立市场地位，成为区域内知名医院，然后辐射周边城市，而地级市医院很难有能力向大中型城市辐射，对外扩张受到限制。因此，眼科医院给将业务向区域中心集中将有利于实现规模效应。

➤ 差异化

我国目前的眼科医疗服务行业的产品及服务具有同质化特征，民营眼科医院可从人才引进及培养、管理经营和扩张模式、技术设备先进程度等方面实现差异化，打造自身竞争优势。相较于公立医院，民营医院还可以根据自身特点，提供特色服务，满足群众多元化、个性化的服务需求。随着中产阶级及以上群体追求更加人性化、个性化的私人服务和突出的诊疗效果，眼科服务也需要不断转型升级。

4. 投资策略

由于经济持续增长、青少年电子消费品使用率持续增长及人口老龄化日益严重，近年中国眼科医疗服务需求量稳步增长，其2019年的市场规模为1275亿元人民币，2015-2019年CAGR=15%，预计在2024年达到2231亿元人民币。屈光不正患者人数从4.82亿人增长至5.6亿人（2015-2021年），手术市场规模也随之提升，年均增长率高达29.3%，从2015年的59亿元增长至2021年的273.3亿元，预计2022年将达到354.6亿元。白内障患者人数从1.1亿增长至1.35亿人（2015-2021年），2019年我国白内障市场规模达到194.5亿元，预计2025年将达到338.5亿元，2020-2025年预计CAGR=9.7%。国家政策对民营眼科医院还是明确支持的，随着眼健康被纳入发展政策规划，民营医院将作为公立眼科医院的有力补充。在眼科行业快速增长的背景下，建议重点关注医疗技术实力雄厚、有扩张能力的优质公司如朝聚眼科、希玛眼科。朝聚眼科今年业绩有望快速增长，收入利润有望实现25-30%的增长，估值极度低估，23年PE仅12.2倍，异地并购有序推进。

5. 风险提示

- (1) 医疗政策风险
- (2) 销售及扩张不及预期

表 15：行业估值表

代码	证券简称	市值 (十亿港元)	PE			市净率 PB (MRQ)
			22A	23E	24E	
2219. HK	朝聚眼科	3. 06	14. 24	12. 22	8. 81	1. 23
3309. HK	希玛眼科	5. 05	-283	45. 9	-	2. 68
300015. SZ	爱尔眼科	215. 58	72. 38	54. 63	41. 81	11. 20
301267. SZ	华夏眼科	44. 92	73. 90	60. 06	46. 39	7. 60
301239. SZ	普瑞眼科	19. 32	120. 03	79. 26	70. 59	8. 06

资料来源： 、国元证券经纪（香港）整理

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999