

爱尔眼科（300015.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月30日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	医疗健康	价值	985.87亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	12.17	DDM估值 上行空间	-13%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	1134.90亿	状态	合理估值	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	35.26	价值	881.92亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	5.06	动态估值 上行空间	-22%		
		状态	偏高估		

核心评级结论

爱尔眼科是国内首家IPO上市的眼科连锁医疗服务企业，也是目前国内规模最大的民营眼科连锁医院。公司核心业务涵盖各类眼科疾病诊疗、手术服务及医学验光配镜，业务布局已延伸至全球。

公司的护城河优秀，作为国内民营眼科领域的行业龙头，多年来依托“上市公司+PE”模式实现国内高速扩张，不仅构建了较强的线下渠道优势与便利性，更积累了高品牌知名度，形成了坚实的竞争壁垒。公司的产业格局良好，从眼科医疗市场发展趋势来看，未来随着行业竞争逐渐成熟，或将呈现“赢家通吃”的格局。公司成长空间较差，当前国内眼科行业竞争加剧，整体高增长态势趋缓，同时叠加医保支付改革的控价压力，眼科市场整体成长空间已受到明显限制，行业未来增长速度或将随之放缓。公司的盈利趋势中等，政府控价政策的推进与市场竞争的加剧，可能导致公司毛利率面临下行压力，盈利增长受限。

若以公司未来各产品线市占率达到稳态为测算基准，并结合国内外市场空间的增量假设进行分析，可得出结论：公司当前估值处于偏高水平。

我们区别于市场的观点

市场普遍认为眼科行业未来仍具高增长潜力，对公司盈利的预测也延续往年高增长惯性，采用线性外推的方式。不过，我们结合行业整体景气度与服务产品的市场细分情况分析后认为，爱尔眼科未来的成长空间有限，因此对其营收增速做出了相对保守的估计。在此基础上得出结论：公司当前估值已处于偏高水平。

风险提示

受国内下游消费意愿不足的影响，公司所处的眼科行业未来需求或将受到制约，公司未来的营收存在低于预期的风险。公司采用的“上市公司+PE”模式，受行业景气度变化的影响，其旗下培育公司未来并入集团的速度可能放缓，进而可能对公司业绩表现产生不利影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 人力资源密集度	5
3.2 客户集中度	5
3.3 整体供应链集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	10
6. 公司估值	11
6.1 核心假设及逻辑	11
6.2 动态估值	15
6.3 DDM估值	15
6.4 估值确定性	15

图表目录

图1：预测2025年收入占比	5
图2：预测2025年毛利占比	5
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	10
表2：公司整体业绩预测	13
表3：公司分业务业绩预测	14
表4：公司整体及分业务动态估值	15
表5：公司整体及分业务DDM估值	15

1. 基本信息

爱尔眼科是我国最大规模的眼科医疗机构，致力于引进国际一流的眼科技术与管理方法，以专业化、规模化、科学化发展战略，联合国内外战略合作伙伴，共同推动中国眼科医疗事业的发展。利用人才、技术和管理等方面的优势，公司通过全国各连锁医院良好的诊疗质量、优质的医疗服务和深入的市场推广，使自身的市场影响力和渗透力得到迅速的提升，也使公司成为具有全国影响力的眼科品牌。

2. 业务介绍

对于爱尔眼科公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

屈光业务：

屈光业务是围绕屈光不正（眼球光学结构异常导致的视力问题如近视、远视、散光等）展开的专业化医疗与健康服务体系，核心目标是通过科学检查、精准矫正及相关干预，改善视力功能、提升视觉质量，帮助人群摆脱屈光不正对日常生活、工作及健康的影响。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的屈光矫正业务。

视光业务：

视光业务是以“全年龄段视觉健康管理”为核心，围绕屈光不正矫正、视功能评估与改善、视觉问题预防为目标的专业化健康服务体系。它聚焦于非手术方式解决视觉困扰，通过科学检查、个性化光学矫正、视功能训练及长期健康监测，帮助人群获得清晰、舒适、持久的视觉体验，同时预防视觉问题（如近视）的发生与进展，是视觉健康领域“预防 - 矫正 - 管理”全链条服务的核心组成部分。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的视光业务。

白内障手术：

白内障手术是一种针对白内障病理状态的眼科显微手术，核心是通过专业医疗操作去除眼内已经混浊的天然晶状体（白内障的病变部位），并通常植入人工晶状体（IOL）替代原有晶状体的屈光功能，从而恢复眼球的光学通路、改善视力，解决白内障导致的视力下降、视物模糊等问题，提升患者视觉质量与生活能力。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的白内障手术业务。

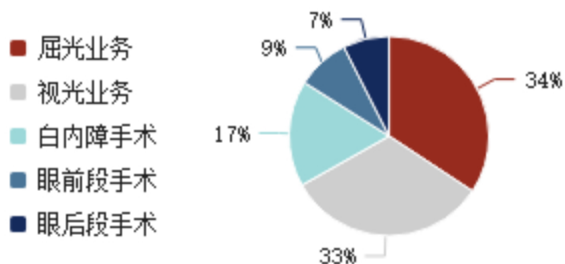
眼前段手术：

眼前段手术是针对眼球前半部分（即“眼前段”）解剖结构病变开展的一类眼科手术统称，核心是通过精准的手术操作，治疗眼前段组织（如角膜、虹膜、晶状体、前房等）的疾病、修复结构损伤，或改善其功能异常（如屈光不正、眼压异常），最终实现恢复视力、缓解症状、保护眼内组织的目标。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的眼前段手术业务。

眼后段手术：

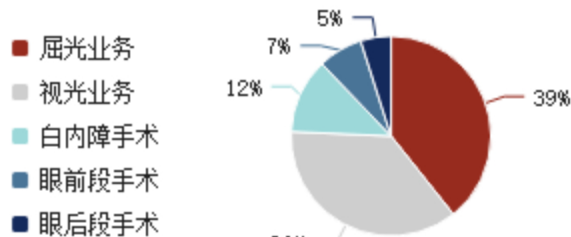
眼后段手术是针对眼球后半部分（即“眼后段”）解剖结构病变开展的一类复杂眼科手术统称，核心是通过精密的手术操作，治疗眼后段组织（如玻璃体、视网膜、脉络膜、视神经）的疾病、修复结构损伤（如视网膜裂孔、脱离），或缓解病变对视觉通路的破坏（如黄斑病变、视神经压迫），最终实现挽救视力、阻止视功能进一步恶化（如失明）、保护眼内重要组织（如感光细胞、视神经）的目标。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的眼后段手术业务。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

爱尔眼科作为国内民营眼科行业龙头，主要面向市场提供眼科医疗服务业务盈利。公司强大的医师团队保证了在眼科领域的持续科研与临床质量，持续为患者提供优质服务。公司构建的“上市公司+PE模式”能够利用PE整合大量的资金和资源，再通过优质标的和先进的管理输出反哺PE，实现互利共赢。

3.1 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司核心业务由医生及医疗体系人员开展，对人力资源密集度要求极高。2024年公司人均创收49.15万元，人均薪酬16.62万元。单位收入薪酬高，人力资源密集度高。

3.2 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司下游客户为眼科患者，客户集中度很低。前五大客户仅占公司营业收入的0.41%。

3.3 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

公司上游由各种类的医疗设备与医疗耗材供应商组成，受眼科设备与耗材的种类多样性影响，整体供应链集中度低。

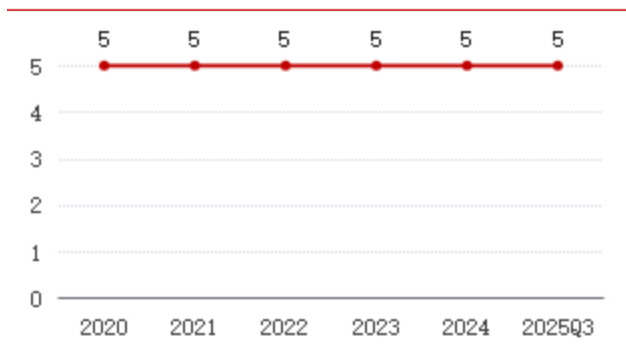
4. 历史经营绩效

爱尔眼科作为民营眼科行业龙头，在各大眼科领域深耕多年，整体盈利能力强。随着眼科行业高增长逐渐放缓，公司成长能力近年来有所下滑。公司现金流维护良好，占款能力强，业务控制力很好；往年股东回报评级优秀，近年来随着公司营收增长放缓而有所下降。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



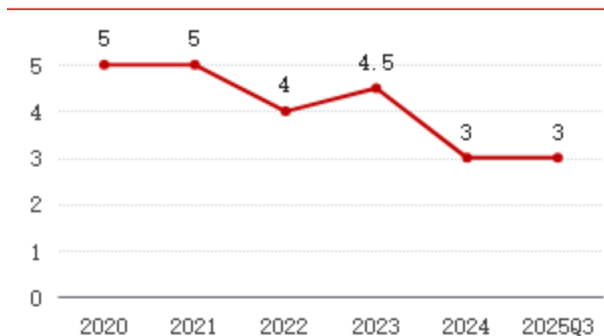
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力长期处于优秀水平。从近年财务数据看，公司2022年至2024年三年营业利润率分别为21.94%、24.29%和22.99%，显著高于行业平均水平。公司利润率维持高位，盈利能力优秀，主要由于屈光与视光业务利润水平较高。

4.2 历史成长能力

★★★★☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



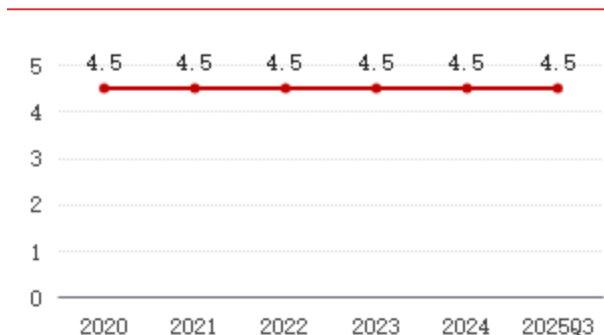
数据来源：公司财报，壹评级

从公司往期表现分析，公司成长能力在2022年以后出现波动性下滑。主要由于疫情带来的消费需求持续减弱的连带影响。而随着2023年以后医疗行业的整顿，公司营收增速进一步放缓，2024年营收仅增长1.56%，成长能力大幅下滑。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



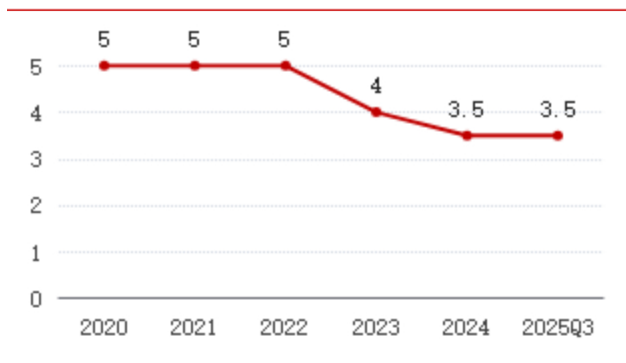
数据来源：公司财报，壹评级

公司历年经营性现金流表现良好，经营性现金流/营业总收入在2022年至2024年分别为27.88%、28.83%和23.27%。公司占款能力良好，净占款占净资产比重在2022年至2024年分别为0.12%、0.22%和0.47%，显著高于行业平均水平。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2023年以前，公司ROE表现优秀，此后呈现下滑态势。2022年至2024年，公司扣非ROE分别为22.16%、19.75%和15.59%，逐年下滑。从当前趋势上看，公司股东回报评级一般。

5. 四维评级

作为国内民营眼科的行业龙头，公司多年来依靠“上市公司+PE”模式在国内高速扩张，形成较强的线下渠道便利性与品牌知名度，构建优秀的公司护城河。从眼科医疗市场角度，未来随着行业竞争成熟，或将形成“赢家通吃”的局面，形成有利于公司的良好产业格局。另一方面，由于当前国内行业竞争加剧、高增长趋缓，医保支付改革控价的压力下，眼科市场的成长空间受限，公司未来业绩增长放缓，成长空间较差。此外，公司服务毛利率或将随政府控价、市场竞争加剧等因素而承压，未来盈利趋势一般。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间依赖于相关服务市场规模与市占率的持续提升。结合当前行业竞争激烈、医保控价限制市场空间增长的情况看，未来公司下属业务的成长空间相对较小。

屈光业务(2星)：

屈光业务未来五年CAGR预期约为6.47%。公司屈光业务的增长依赖于全飞秒激光、半飞秒激光、ICL晶体植入等业务的手术量增长和手术单价提升。目前该业务的手术价格受政策、行业竞争等各方面因素被限制在一个相对稳定的水平，因此屈光业务成长空间受限。

视光业务(2星)：

视光业务未来五年CAGR预期约为5.76%。公司视光业务的增长依赖于框架眼镜、隐形眼镜、角膜塑形镜（OK镜）等配镜业务量增长和单价提升。目前这一类别的收费价格受行业竞争加剧等因素被限制在一个相对稳定的水平，因此视光业务成长空间受限。

白内障手术(2星)：

白内障手术未来五年CAGR预期约为6.10%。公司白内障手术业务的增长依赖国内白内障手术台数增加与手术价格的提升。白内障的发病率和年龄相关，由于人口老龄化是一个相对缓慢的过程，国内潜在患者的年增长率仅维持低个位数水平；与此同时，白内障手术入保，医保对单眼手术收费（影响医保局对医院的上报医保金额打款）有限制，进而从长远看公司不具备显著提高手术收费的动机，成长空间受限。

眼前段手术(2星):

眼前段手术未来五年CAGR预期约为5.69%。公司眼前段手术业务的增长依赖国内眼前段手术台数增加与手术价格的提升。青光眼等疾病的发病率和年龄相关，由于人口老龄化是一个相对缓慢的过程，国内潜在患者的年增长率仅维持低个位数水平；与此同时，以青光眼为代表的眼前段手术入保，医保对单眼手术收费（影响医保局对医院的上报医保金额打款）有限制，进而从长远来看，公司不具备显著提高手术收费的动机，成长空间受限。

眼后段手术(2星):

眼后段手术未来五年CAGR预期约为6.15%。公司眼后段手术业务的增长依赖国内眼后段手术台数增加与手术价格的提升。以抗VEGF药物注射为代表的治疗年龄相关性黄斑变性（AMD）的需求和人口老龄化相关，由于人口老龄化是一个相对缓慢的过程，国内潜在患者的年增长率仅维持低个位数水平。治疗糖尿病视网膜病变（DR）则与糖尿病发病率相关，发病率提升同样缓慢。与此同时，部分眼后段手术入保，医保对单眼手术收费（影响医保局对医院的上报医保金额打款）有限制，进而从长远看公司不具备显著提高手术收费的动机，成长空间受限。

5.2 盈利趋势



公司白内障手术、部分眼前段手术、部分眼后段手术服务为医保可报销项目，其定价受到一定限制，利润水平受限。屈光及视光业务的市场竞争日渐激烈，同样存在利润受压制的情况。结合目前行业发展趋势，未来定价限制或将长期存在，整体而言，公司未来盈利趋势一般。

屈光业务(2.5星):

公司屈光业务的盈利能力维持在一个较高水平。然而从行业整体的定价趋势上看，未来公司以飞秒激光手术为代表的手术服务价格或将随着行业竞争的日益加剧与下游需求逐渐收窄而暂时性下降。短期内经壹评级调整后的ROE水平高于30%。

视光业务(2.5星):

公司视光业务的毛利率水平较高。从行业竞争带来的定价压力上看，未来公司以配镜业务为代表的服务价格或将随着行业竞争的日益加剧与下游需求逐渐收窄而暂时性下降。短期内经壹评级调整后的ROE水平为27%左右。

白内障手术(2.5星):

公司白内障手术的盈利能力相对较差，主要系该项目纳入医保报销范围，患者收费按一定比例报销，在该模式下，公司主要业务占比的基础性手术收费相对受限，影响公司利润空间。未来公司该业务盈利增长预期企稳，经壹评级调整后的ROE水平为10%左右。

眼前段手术(2.5星):

公司眼前段手术的盈利能力相对较差,主要系该项目纳入医保报销范围,患者收费按一定比例报销,在该模式下,公司主要业务占比的基础性手术收费相对受限,影响公司利润空间。未来公司该业务盈利增长预期企稳,经壹评级调整后的ROE水平略高于20%。

眼后段手术(2.5星):

公司眼后段手术的盈利能力相对较差,主要系该项目纳入医保报销范围,患者收费按一定比例报销,在该模式下,公司主要业务占比的基础性手术收费相对受限,影响公司利润空间。未来公司该业务盈利增长预期企稳,经壹评级调整后的ROE水平为10%左右。

5.3 产业格局

★★★★☆

本行业对于进入者存在品牌和线下渠道的限制:一方面,眼科治疗需要患者对医院建立足够强的信任感,这对于起步较早的公司天然具有优势;另一方面,患者往往倾向于选择看病相对便利的医疗机构,对民营眼科线下渠道的布局具有一定要求。这些因素共同构建起相对稳固的针对新进者的行业壁垒。公司的上下游均很分散,上游供应商的销量和公司所在行业高度绑定,对行业中的公司依赖较强。下游主要面对个人患者,提供眼科诊断与医疗服务。行业技术路线迭代清晰,眼科作为特殊行业无品类替代风险,公司整体产业格局相对良好。

屈光业务(3.5星):

公司屈光业务主要面向下游患者,客户集中度分散,上游设备及耗材供应商行业集中度分散,医院作为特殊经营实体无上游行业垂直一体化威胁。公司作为民营眼科行业龙头,在屈光手术的指标上具备一定的市场优势。行业技术变革风险较低,品类替代风险低,公司产业格局良好。

视光业务(3.5星):

公司视光业务主要面向下游患者,客户集中度分散,上游耗材供应商行业集中度分散,医院作为特殊经营实体无上游行业垂直一体化威胁。公司作为民营眼科行业龙头,在验光配镜等一条龙服务上相较市场其他公司具有一定优势。行业技术变革风险较低,品类替代风险低,公司产业格局良好。

白内障手术(3.5星):

公司白内障业务主要面向下游患者,客户集中度分散,上游设备及耗材供应商行业集中度分散,医院作为特殊经营实体无上游行业垂直一体化威胁。公司作为民营眼科行业龙头,在白内障手术的指标上具备一定的市场优势。行业技术变革风险较低,品类替代风险低,公司产业格局良好。

眼前段手术(3.5星):

公司眼前段业务主要面向下游患者,客户集中度分散,上游设备及耗材供应商行业集中度分散,医院作为特殊经营实体无上游行业垂直一体化威胁。公司作为民营眼科行业龙头,在眼前段手术的指标上具备一定的市场优势。行业技术变革风险较低,品类替代风险低,公司产业格局良好。

眼后段手术(3.5星):

公司眼后段业务主要面向下游患者，客户集中度分散，上游设备及耗材供应商行业集中度分散，医院作为特殊经营实体无上游行业垂直一体化威胁。公司作为民营眼科行业龙头，在眼后段手术的指标上具备一定的市场优势。行业技术变革风险较低，品类替代风险低，公司产业格局良好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，相较于其他国内民营眼科机构，在品牌、线下渠道方面具有无可比拟的优势。公司国内扩张迅速，“上市公司+PE”模式保证了集团旗下的眼科医院数量在国内相较于竞争对手遥遥领先，海外市场拓展平稳顺利，在全球市场具有一定竞争力。公司的ROE从2020年至2024年分别为21.48%、20.58%、19.16%、18.88%和17.89%，和行业景气度下行挂钩。从长远看，未来行业景气度有望修复，看好ROE水平向高点回归。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
屈光业务	(4.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为33.1%，ROIC26.10%，表现优秀。该业务市占率12%左右，在民营眼科行业排名第一。公司的业务控制力为4.5星。未来公司将会依托门店数量的领先地位进一步确定自身的品牌优势，护城河很宽。	(4.5星) 屈光业务护城河由品牌及线下渠道构成。公司作为民营眼科龙头，品牌知名度很高，旗下医院遍布国内各省市，且数量持续增加，线下渠道便利度很高。未来该业务的品牌和渠道优势将会维持，竞争对手相对较难复刻。
视光业务	(4.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为26.9%，ROIC21.3%，表现优秀。该业务市占率5%左右，在民营眼科行业排名前列。公司的业务控制力为4.5星。未来公司将会依托门店数量的领先地位进一步确定自身的品牌优势，护城河很宽。	(4星) 视光业务护城河由品牌及线下渠道构成。公司作为民营眼科龙头，品牌知名度很高，旗下医院遍布国内各省市，且数量持续增加，线下渠道便利度很高。未来公司的品牌和渠道优势将会维持，竞争对手相对较难复刻。
白内障手术	(3星) 经壹评级调整后该业务ROE为9.6%，ROIC7.9%，表现较差。该业务市占率11%左右，在民营眼科行业排名第一。公司的业务控制力为4.5星。由于手术普及度较高，竞争对手较容易实现平替，护城河较差。	(2.5星) 白内障手术护城河由品牌及线下渠道构成。由于目前白内障手术业务已相当成熟，医疗机构获准手术的门槛持续降低，大型医疗机构的不可替代性在持续减弱，因此未来该业务的品牌和渠道优势将会减弱。
眼前段手术	(3.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为21.8%，ROIC17.6%，表现优秀。该业务市占率12%左右，在民营眼科行业排名第一。公司的业务控制力为4.5星。未来公司将会依托门店数量的领先地位进一步确定自身的品牌优势，护城河很宽。	(4.5星) 眼前段业务护城河由品牌及线下渠道构成。公司作为民营眼科龙头，品牌知名度很高，旗下医院遍布国内各省市，且数量持续增加，线下渠道便利度很高。未来该业务的品牌和渠道优势将会维持，竞争对手相对较难复刻。
眼后段手术	(3星) 经壹评级调整后该业务ROE为10.4%，ROIC9.0%，表现较差。该业务市占率7%左右，在民营眼科行业排名第一。公司的业务控制力为4.5星。公司在高水平医疗团队形成的手术优势与品牌口碑上有一定优势，护城河较宽。	(4星) 眼后段业务护城河由品牌及线下渠道构成。公司作为民营眼科龙头，品牌知名度很高，旗下医院遍布国内各省市，且数量持续增加，线下渠道便利度很高。未来公司的品牌和渠道优势将会适度减弱。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

作为国内民营眼科的行业龙头，市场普遍认为眼科行业未来仍具备高增长潜力，对公司未来盈利的预测多依靠往年增长率数据的线性外推获得。我们结合行业景气度及服务产品市场细分，对爱尔眼科的各项关键指标进行综合分析，构建估值模型后认为，爱尔眼科未来的成长空间有限，对公司未来营收增速给予相对保守估计，处于温和增长水平。当前公司估值已经处于偏高水平。

6.1 核心假设及逻辑

细分公司业务，由屈光业务、白内障手术、眼前段手术、眼后段手术及视光业务构成，未来预测核心假设及逻辑如下：

对于屈光业务：

收入假设：

- 1) 未来市场规模增长：公司屈光业务由全飞秒激光、半飞秒激光、ICL晶体植入、表层切削、老视校正等项目构成。预期未来稳态市场规模有望分别达到1000亿、108亿、260亿、26亿、46亿。
- 2) 稳态市占率提升空间有限：公司业务竞争力较强，屈光业务市占率有望从现在的11%小幅提升，假设未来稳态达到15%，长期营收保持稳定增长。
- 3) 海外市场预期向好：当前公司海外市场规模逐年增长，该业务海外市场增量主要由海外市场整体规模增速（预计年均2%-6.7%）贡献。

盈利能力假设：

屈光业务在眼科中属于相对高端业务，毛利率较高（约54.7%）。不过该业务本身没有不可替代性，未来随着行业的日趋成熟，预计毛利率水平将会缓慢下降（至稳态约51.1%）。

对于白内障手术：

收入假设：

- 1) 未来市场规模增长：公司白内障手术市场规模主要依赖于老龄人口的基数以及平均手术率的提升（稳态翻倍），预期未来稳态市场规模有望达到750亿。
- 2) 稳态市占率提升空间有限：公司业务竞争力较强，白内障手术市占率有望从现在的10.79%小幅提升，假设未来稳态达到15%，长期营收保持稳定增长。
- 3) 海外市场预期向好：当前公司海外市场规模逐年增长，该业务海外市场增量主要由海外市场整体规模增速（预计年均2%-6.7%）贡献。

盈利能力假设：

白内障手术在眼科中属于成熟业务，利润空间小，毛利率较低（约33.8%）。未来随着行业的日趋成熟，预计毛利率水平将会进一步下降（至稳态约29.8%）。

对于眼前段手术：

收入假设：

1) 未来市场规模增长：公司眼前段手术市场规模主要依赖于老龄人口的基数以及平均手术率的提升（稳态提升50%左右），预期未来稳态市场规模有望达到410亿。

2) 稳态市占率提升空间较大：公司业务竞争力较强，眼前段手术市占率有望从现在的8%显著提升，假设未来稳态达到15%，长期营收保持稳定增长。

3) 海外市场预期向好：当前公司海外市场规模逐年增长，该业务海外市场增量主要由海外市场整体规模增速（预计年均2%-6.7%）贡献。

盈利能力假设：

眼前段手术在眼科中属于相对成熟业务，利润空间一般，毛利率一般（约40.3%）。未来随着行业的日趋成熟，预计毛利率水平将会下降（至稳态约35.9%）。

对于眼后段手术：

收入假设：

1) 未来市场规模增长：公司眼后段手术市场规模主要依赖于老龄人口和糖尿病等患者人口的基数以及平均手术率的提升（稳态翻倍），预期未来稳态市场规模有望达到520亿。

2) 稳态市占率提升空间较大：公司业务竞争力较强，眼后段手术市占率有望从现在的6.72%显著提升，假设未来稳态达到15%，长期营收保持稳定增长。

3) 海外市场预期向好：当前公司海外市场规模逐年增长，该业务海外市场增量主要由海外市场整体规模增速（预计年均2%-6.7%）贡献。

盈利能力假设：

眼后段手术在眼科中属于成熟业务，利润空间小，毛利率较低（约31.4%）。未来随着行业的日趋成熟，预计毛利率水平将会小幅下降（至稳态约30.1%）。

对于视光业务：

收入假设：

1) 未来市场规模持续增长：公司视光业务市场规模主要依赖于各类眼镜、角膜塑形镜、离焦镜片等的出货量提升，预期未来稳态市场规模有望达到1894亿。

2) 稳态市占率提升空间大：公司业务竞争力较强，视光业务市占率有望从现在的5%显著提升，假设未来稳态达到12%，长期营收保持稳定增长。

3) 海外市场预期向好：当前公司海外市场规模逐年增长，该业务海外市场增量主要由海外市场整体规模增速（预计年均2%-6.7%）贡献。

盈利能力假设：

视光业务在眼科中属于相对高端业务，毛利率较高（约53.4%）。不过该业务本身没有不可替代性，预计未来随着行业的日趋成熟，毛利率水平将会下降（至稳态约47.8%）。

表2：公司整体业绩预测

爱尔眼科	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	160.7	203.1	209.1	226.2	238.5	254.8	268.3	281.1
归母净利润(亿)	26.2	34.9	35.6	43.2	45.4	48.3	50.5	52.3
归母净利润增速(%)	8.1	33.0	2.0	21.5	5.1	6.4	4.4	3.6
经营性净利润(亿)	30.0	37.7	33.2	45.5	47.8	50.9	53.1	55.1
经营性净利润增速(%)	6.3	26.0	-12.1	37.2	5.1	6.4	4.4	3.6
经营性归母净利润(亿)	28.1	34.7	31.6	43.2	45.4	48.3	50.5	52.3
经营性归母净利润增速(%)	6.1	23.3	-9.0	36.9	5.1	6.4	4.4	3.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

屈光业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	63.4	74.3	76.0	77.7	83.0	88.6	91.1	97.1
收入增速(%)	14.8	17.3	2.3	2.2	6.8	6.7	2.8	6.6
经营性净利润(亿)	15.3	18.3	17.1	20.7	22.0	23.5	24.1	25.6
经营性净利率(%)	24.1	24.7	22.5	26.6	26.5	26.5	26.4	26.4
经营性净利润增速(%)	9.5	20.0	-6.8	21.1	6.6	6.5	2.6	6.3
视光业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	51.9	63.8	64.2	73.4	76.3	82.2	88.4	88.5
收入增速(%)	7.3	22.8	0.7	14.4	3.9	7.7	7.5	0.1
经营性净利润(亿)	11.6	14.6	12.0	14.9	15.5	16.6	17.7	17.4
经营性净利率(%)	22.3	22.9	18.7	20.3	20.3	20.2	20.0	19.6
经营性净利润增速(%)	-0.2	26.2	-17.7	23.9	3.9	7.1	6.6	-1.8
白内障手术	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	21.4	33.3	34.9	38.8	41.3	43.8	46.5	50.3
收入增速(%)	-2.2	55.2	4.9	11.3	6.2	6.2	6.1	8.2
经营性净利润(亿)	1.0	2.3	1.6	3.4	3.5	3.7	3.9	4.1
经营性净利率(%)	4.7	6.8	4.5	8.7	8.6	8.5	8.3	8.2
经营性净利润增速(%)	-17.0	125.3	-30.8	117.3	4.5	4.5	4.4	6.4
眼前段手术	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	13.4	17.9	19.0	19.4	19.9	20.8	22.4	24.1
收入增速(%)	-8.0	33.8	6.0	2.1	2.4	4.8	7.7	7.6
经营性净利润(亿)	1.8	2.3	2.2	4.2	4.2	4.4	4.7	5.0
经营性净利率(%)	13.2	12.8	11.4	21.5	21.3	21.2	21.0	20.8
经营性净利润增速(%)	5.5	29.7	-5.4	91.9	1.7	4.0	6.9	6.7
眼后段手术	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	10.6	13.9	15.0	16.9	18.1	19.4	20.0	21.1
收入增速(%)	6.0	31.4	8.2	12.5	7.4	7.3	2.7	5.9
经营性净利润(亿)	0.3	0.2	0.3	2.3	2.5	2.7	2.8	2.9
经营性净利率(%)	3.1	1.7	2.1	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9
经营性净利润增速(%)	226.1	-26.8	35.4	628.9	7.6	7.3	2.8	5.9

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
屈光业务	9.2%	中等	较好	强	8.0%	17.88	25.1
白内障手术	10.2%	中高	较好	一般	8.0%	16.5	4.0
眼前段手术	5.9%	中等	较好	强	8.0%	17.88	4.9
眼后段手术	6.2%	中等	较好	较强	8.0%	16.25	2.9
视光业务	6.9%	中等	较好	较强	8.0%	16.25	17.5
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
屈光业务(亿)	85.5	329.8	415.2	11.1	4.0	—	422.3
白内障手术(亿)	8.4	48.9	57.4	5.1	1.8	—	60.7
眼前段手术(亿)	16.9	64.7	81.5	2.8	1.0	—	83.3
眼后段手术(亿)	8.3	34.5	42.8	2.2	0.8	—	44.2
视光业务(亿)	56.6	208.9	265.5	9.4	3.4	—	271.5
公司整体测算(亿)	175.6	686.7	862.3	30.6	11.0	—	881.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
屈光业务(亿)	232.9	281.3	514.2	11.1	4.0	—	521.3
白内障手术(亿)	17.8	29.9	47.7	5.1	1.8	—	51.0
眼前段手术(亿)	41.2	38.4	79.6	2.8	1.0	—	81.4
眼后段手术(亿)	22.5	23.7	46.2	2.2	0.8	—	47.6
视光业务(亿)	138.3	140.4	278.7	9.4	3.4	—	284.7
公司整体测算(亿)	452.7	513.6	966.3	30.6	11.0	—	985.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值关键假设数据主要依赖公司财报以及国家公开发布的各项医疗疾病统计数据与人口数据等。其中，国家人口及疾病发病率统计为定期发布的滞后数据，更新频率较低。各类服务的市场规模统计则存在明显的统计口径差异与时滞性。对于估值假设的国内外市场规模、市占率及服务价格等数据，则可能随着行业竞争加剧、新政策的出台及国际形势发生变化而产生偏差。综上，我们认为公司的估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。