

爱尔眼科 (300015.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩彰显龙头韧性，海内外布局稳步推进

业绩简评

2024年4月25日，公司发布2023年年度报告。2023年公司实现收入203.67亿元(同比+26%)，实现归母净利润33.59亿元(+33%)，实现扣非归母净利润35.14亿元(同比+20%)。

公司同时发布2024年一季报。2024Q1公司实现收入51.96亿元(+4%)，实现归母净利润8.99亿元(同比+15%)，实现扣非归母净利润8.43亿元(同比+12%)。

经营分析

收入彰显强韧性，门诊量及手术量稳增。从终端情况来看，23年公司实现门诊量1510.64万人次(同比+34%)，手术量118.37万例(同比+36%)。其中23年公司屈光项目收入74.31亿元(同比+17%)、白内障项目收入33.27亿元(同比+55%)、视光服务项目实现收入49.60亿元(同比+31%)，各板块业务增长彰显强韧性。公司收入增长的主要驱动包括治疗手段不断丰富，及延迟的老年患者就医需求在23年得到释放等。预计未来随终端消费逐步复苏，有望为收入持续贡献增量。

规模效应下盈利能力稳步提升。23年公司实现毛利率50.79%(同比+0.3pct)，净利率17.95%(同比+1.26pct)。拆解来看，屈光项目毛利率57.40%(+0.58pct)、视光服务项目毛利率57.05%(+0.61pct)，各个板块盈利能力皆有提升。费用率方面，受益于经营规模不断扩大，公司整体费用率稳重有降。

国内稳步推进“1+8+N”战略，海外加强战略合作。国内方面，23年公司在长沙、上海、广州、成都、重庆等的眼科中心已运营，武汉、沈阳正在推进建设中，北京、深圳已开始筹备。境外方面，截至23年末公司在境外已布局131家眼科中心及诊所，其中欧洲地区营业收入17.2亿元(同比+22%)，主要系公司品牌影响力的不断扩大和医生接诊成功率的持续提高驱动。未来公司有望通过重点区域高地布局战略，实现医疗技术与全球先进水平同步发展。

盈利预测、估值与评级

公司作为国内眼科医疗行业服务龙头，规模优势突出，我们看好公司长期发展。预计2024-2026年公司实现归母净利润43.72、56.21、69.52亿元，分别同比增长30%、29%、24%，EPS分别为0.47、0.60、0.75元，现价对应PE为26、20、16倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险；人才短缺风险；跨区发展风险；医疗安全性事故纠纷风险；合规监管风险等。

医药组

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.24元

相关报告：

- 《爱尔眼科公司点评：品牌影响力持续提升，龙头地位稳固》，2023.10.26
- 《爱尔眼科公司点评：业务全面恢复，龙头地位巩固》，2023.8.25
- 《爱尔眼科公司点评：重视人才赋能发展，回购彰显公司信心》，2023.5.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,110	20,367	25,500	31,663	38,230
营业收入增长率	7.39%	26.43%	25.20%	24.17%	20.74%
归母净利润(百万元)	2,524	3,359	4,372	5,621	6,952
归母净利润增长率	8.65%	33.07%	30.18%	28.55%	23.69%
摊薄每股收益(元)	0.352	0.360	0.469	0.603	0.745
每股经营性现金流净额	0.63	0.63	0.80	0.90	1.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.14%	17.81%	20.56%	23.06%	24.70%
P/E	88.33	43.94	26.11	20.31	16.42
P/B	13.37	7.83	5.37	4.69	4.06

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	15,001	16,110	20,367	25,500	31,663	38,230	货币资金	4,402	6,004	6,099	8,850	13,001	17,835
增长率		7.4%	26.4%	25.2%	24.2%	20.7%	应收款项	1,784	1,809	2,144	2,767	3,470	4,190
主营业务成本	-7,212	-7,980	-10,022	-12,559	-15,578	-18,771	存货	571	731	900	1,022	1,268	1,527
%销售收入	48.1%	49.5%	49.2%	49.3%	49.2%	49.1%	其他流动资产	458	1,113	1,043	1,037	1,067	1,099
毛利	7,789	8,130	10,345	12,941	16,085	19,459	流动资产	7,215	9,657	10,186	13,675	18,805	24,651
%销售收入	51.9%	50.5%	50.8%	50.8%	50.8%	50.9%	%总资产	33.0%	36.3%	33.7%	41.2%	49.1%	56.1%
营业税金及附加	-41	-45	-49	-66	-82	-99	长期投资	1,466	1,392	1,623	1,673	1,723	1,773
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	3,204	4,041	4,784	4,831	4,749	4,530
销售费用	-1,447	-1,556	-1,966	-2,499	-3,135	-3,823	%总资产	14.7%	15.2%	15.8%	14.5%	12.4%	10.3%
%销售收入	9.6%	9.7%	9.7%	9.8%	9.9%	10.0%	无形资产	6,096	7,447	8,736	8,915	9,080	9,230
管理费用	-1,958	-2,293	-2,669	-3,443	-4,306	-5,238	非流动资产	14,634	16,922	20,001	19,529	19,479	19,286
%销售收入	13.1%	14.2%	13.1%	13.5%	13.6%	13.7%	%总资产	67.0%	63.7%	66.3%	58.8%	50.9%	43.9%
研发费用	-223	-272	-333	-434	-538	-650	资产总计	21,849	26,579	30,187	33,205	38,284	43,937
%销售收入	1.5%	1.7%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	短期借款	2,321	1,112	1,618	1,902	3,022	3,740
息税前利润 (EBIT)	4,120	3,964	5,328	6,500	8,023	9,649	应付款项	2,884	3,141	3,041	3,996	4,963	5,990
%销售收入	27.5%	24.6%	26.2%	25.5%	25.3%	25.2%	其他流动负债	1,071	1,116	1,352	1,471	1,842	2,240
财务费用	-106	-7	-74	-175	-110	-31	流动负债	6,276	5,369	6,011	7,369	9,828	11,970
%销售收入	0.7%	0.0%	0.4%	0.7%	0.3%	0.1%	长期贷款	58	115	22	22	22	22
资产减值损失	-317	-165	-495	0	0	0	其他长期负债	3,291	3,480	4,128	3,095	2,334	1,785
公允价值变动收益	-448	-357	-79	-100	-100	-100	负债	9,625	8,963	10,162	10,486	12,184	13,776
投资收益	141	44	47	40	40	40	普通股股东权益	11,310	16,671	18,856	21,269	24,371	28,152
%税前利润	4.5%	1.3%	1.0%	0.7%	0.5%	0.4%	其中：股本	5,406	7,177	9,328	9,328	9,328	9,328
营业利润	3,494	3,534	4,948	6,316	7,903	9,608	未分配利润	4,321	5,963	8,380	10,794	13,895	17,676
营业利润率	23.3%	21.9%	24.3%	24.8%	25.0%	25.1%	少数股东权益	914	944	1,169	1,449	1,729	2,009
营业外收支	-346	-199	-397	-500	-500	-500	负债股东权益合计	21,849	26,579	30,187	33,205	38,284	43,937
税前利润	3,148	3,335	4,551	5,816	7,403	9,108	比率分析						
利润率	21.0%	20.7%	22.3%	22.8%	23.4%	23.8%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-678	-646	-895	-1,163	-1,503	-1,876	每股指标						
所得税率	21.5%	19.4%	19.7%	20.0%	20.3%	20.6%	每股收益	0.430	0.352	0.360	0.469	0.603	0.745
净利润	2,470	2,689	3,656	4,652	5,901	7,232	每股净资产	2.092	2.323	2.021	2.280	2.613	3.018
少数股东损益	147	165	297	280	280	280	每股经营现金净流	0.755	0.626	0.629	0.799	0.905	1.070
归属于母公司的净利润	2,323	2,524	3,359	4,372	5,621	6,952	每股股利	0.120	0.100	0.150	0.210	0.270	0.340
净利率	15.5%	15.7%	16.5%	17.1%	17.8%	18.2%	回报率						
							净资产收益率	20.54%	15.14%	17.81%	20.56%	23.06%	24.70%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.63%	9.50%	11.13%	13.17%	14.68%	15.82%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	22.01%	16.86%	19.64%	20.97%	21.83%	22.49%
净利润	2,470	2,689	3,656	4,652	5,901	7,232	增长率						
少数股东损益	147	165	297	280	280	280	主营业务收入增长率	25.93%	7.39%	26.43%	25.20%	24.17%	20.74%
非现金支出	1,442	1,556	2,160	1,137	1,271	1,413	EBIT 增长率	21.47%	-3.79%	34.39%	22.01%	23.44%	20.26%
非经营收益	400	294	207	1,325	896	910	净利润增长率	34.78%	8.65%	33.07%	30.18%	28.55%	23.69%
营运资金变动	-227	-48	-152	341	372	426	总资产增长率	40.59%	21.65%	13.57%	10.00%	15.30%	14.77%
经营活动现金净流	4,084	4,491	5,872	7,455	8,439	9,981	资产管理能力						
资本开支	-1,488	-1,380	-1,454	-1,504	-1,650	-1,650	应收账款周转天数	35.7	35.1	31.2	35.0	35.0	35.0
投资	-1,196	-1,922	-1,892	-150	-150	-150	存货周转天数	27.0	29.8	29.7	29.7	29.7	29.7
其他	169	42	42	40	40	40	应付账款周转天数	71.7	65.1	59.6	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	-2,514	-3,260	-3,304	-1,614	-1,760	-1,760	固定资产周转天数	58.0	79.7	69.3	53.1	39.5	28.7
股权募资	1,344	3,878	90	0	0	0	偿债能力						
债权募资	7	-1,250	262	284	1,120	717	净负债/股东权益	-19.01%	-32.23%	-26.32%	-34.06%	-41.25%	-49.35%
其他	-1,591	-2,238	-2,862	-2,289	-2,855	-3,522	EBIT 利息保障倍数	38.7	595.7	72.4	37.2	72.7	307.6
筹资活动现金净流	-240	390	-2,510	-2,005	-1,735	-2,805	资产负债率	44.05%	33.72%	33.66%	31.58%	31.83%	31.35%
现金净流量	1,340	1,643	93	3,836	4,945	5,417							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	9	16	61
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.10	1.06	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-26	买入	34.10	N/A
2	2022-08-25	买入	28.50	N/A
3	2022-10-26	买入	27.83	N/A
4	2023-01-04	买入	30.50	N/A
5	2023-04-26	买入	29.15	N/A
6	2023-05-29	买入	28.18	N/A
7	2023-08-25	买入	18.02	N/A
8	2023-10-26	买入	16.61	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

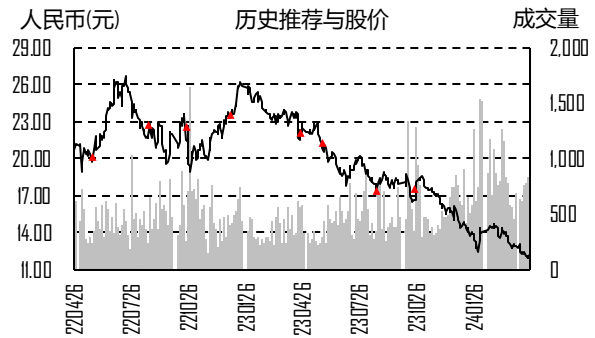
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806