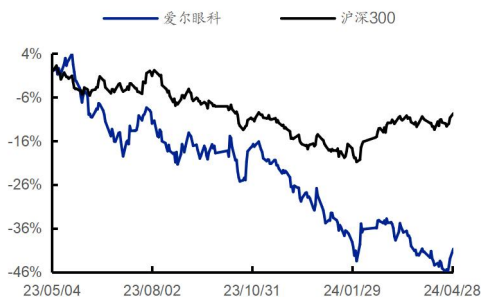


研究所:  
 证券分析师: 周小刚 S0350521090002  
 zhouxg@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 李明 S0350523090001  
 lim06@ghzq.com.cn

## 兼顾稳健增长、股东回报、社会责任的眼科龙头 ——爱尔眼科(300015) 2023 年报及 2024 一季 报点评

### 最近一年走势



### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
爱尔眼科	2.5%	-2.7%	-41.9%
沪深 300	2.4%	9.7%	-10.1%

### 市场数据

市场数据	2024/04/29
当前价格(元)	13.12
52 周价格区间(元)	11.80-30.25
总市值(百万)	122,388.76
流通市值(百万)	103,713.65
总股本(万股)	932,841.14
流通股本(万股)	790,500.41
日均成交额(百万)	2,050.86
近一月换手(%)	18.68

### 相关报告

《爱尔眼科(300015) 2023 年三季报点评: 眼科龙头业绩韧性较强, 再次回购股份彰显信心(买入) \*医疗服务\*周小刚, 李明》——2023-10-28

《爱尔眼科(300015) 2023 年中报点评: 业绩较快增长, 持续引入新技术巩固竞争优势(买入) \*医疗服务\*周小刚》——2023-08-27

### 事件:

爱尔眼科于 4 月 25 日发布 2023 年年报和 2024 年一季度报:

2023 年, 公司实现收入 204 亿元(+26%, 同比口径, 下同)、归母净利润 33.59 亿元(+33%)、扣非归母净利润 35.14 亿元(+20%)。

2024 年一季度, 公司实现收入 52 亿元(+3.50%)、归母净利润 8.99 亿元(+15%)、扣非归母净利润 8.43 亿元(+12%)。

### 投资要点:

**不畏外部环境挑战, 眼科龙头经营稳健。**2023 年公司门诊量、手术量再创新高, 门诊量 1511 万人次(+34%), 手术量 118 万例(+36%), 为 4051 万人次提供眼健康建档服务, 建设近视防控基地 135 家, 建立学生视力档案超 2700 万份。

**2023 年业绩拆分:** 屈光项目收入 74 亿元(+17%), 毛利率 57.40% (+0.58pct); 视光服务项目收入 50 亿元(+31%), 毛利率 57.05% (+0.61pct); 白内障项目收入 33 亿元(+55%), 毛利率 37.97% (+2.63pct); 眼前段项目收入 18 亿元(+34%), 毛利率 45.68% (+1.22pct); 眼后段项目收入 14 亿元(+31%), 毛利率 34.67% (+1.06pct); 其他项目收入 14 亿元(+0.17%), 毛利率 46.06% (-0.29pct)。面对变化的外部经济环境, 公司在 2023 年和 2024 年一季度依然实现了业绩的稳健增长。

**重视股东回报, 分红比例提高。**2021 年至 2023 年, 公司分别年度每股派息为 0.12 元/0.10 元/0.15 元, 现金分红 6.49 亿/7.18 亿/13.95 亿元, 股份支付率分别为 28%、28%、42%。

**积极投身公益, 承担社会责任。**公司是全球规模和诊疗能力领先的眼科医疗集团, 截至 2023 年底, 爱尔眼科品牌医院、眼科中心及诊所在全球范围内共有 881 家。其中, 中国内地 750 家(包括上市公司旗下 439 家, 产业并购基金旗下 311 家), 中国香港 8 家, 美国 1 家, 欧洲 108 家, 东南亚 14 家。**2023 年度公司捐赠 3.86 亿元, 支持公益项目 700 余个。**

以“博爱·光明行”项目为例，已救助患有白内障、胬肉、眼底病、泪道病、斜视、弱视六类眼病的患者 1000 余例，培训约 1600 名乡镇卫生院和村卫生室的基层医生，计划用 5 年时间投入 1 亿元公益资金，开展义诊筛查、科普宣教、眼病救助及基层医生眼科诊疗能力培训等帮扶行动，全方位、系统性地促进人民群众眼健康水平提升，形成实施乡村振兴战略的强大合力。

**盈利预测和投资评级：**考虑到宏观经济和消费对行业的影响，我们调整了盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 234 亿元、272 亿元、319 亿元，分别同比增长 15%、16%、17%；归母净利润分别为 40 亿元、49 亿元、60 亿元，分别同比增长 19%、22%、23%；PE 分别为 31 倍、25 倍、20 倍。公司是领先的连锁眼科医疗龙头，不断深化的医教研能力和海内外网络布局构成长期护城河，**维持“买入”评级。**

**风险提示：**商誉减值风险；居民消费对屈光视光等业务影响超预期的风险；行业竞争加剧风险；医疗事故风险；新产品和技术推广不及预期的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20367	23386	27178	31886
增长率(%)	26	15	16	17
归母净利润（百万元）	3359	3986	4865	5988
增长率(%)	33	19	22	23
摊薄每股收益（元）	0.36	0.43	0.52	0.64
ROE(%)	18	19	20	22
P/E	43.41	30.71	25.16	20.44
P/B	7.83	5.78	5.09	4.43
P/S	7.25	5.23	4.50	3.84
EV/EBITDA	20.71	17.29	14.37	11.74

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：爱尔眼科盈利预测表

证券代码:	300015				股价:	13.12	投资评级:	买入	日期:	2024/04/29
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	18%	19%	20%	22%	EPS	0.36	0.43	0.52	0.64	
毛利率	51%	51%	51%	52%	BVPS	2.02	2.27	2.58	2.96	
期间费率	23%	24%	23%	22%	<b>估值</b>					
销售净利率	16%	17%	18%	19%	P/E	43.41	30.71	25.16	20.44	
<b>成长能力</b>					P/B	7.83	5.78	5.09	4.43	
收入增长率	26%	15%	16%	17%	P/S	7.25	5.23	4.50	3.84	
利润增长率	33%	19%	22%	23%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
总资产周转率	0.72	0.73	0.75	0.78	营业收入	20367	23386	27178	31886	
应收账款周转率	11.70	11.55	11.95	12.17	营业成本	10022	11443	13215	15422	
存货周转率	12.29	11.96	12.03	12.05	营业税金及附加	49	60	69	81	
<b>偿债能力</b>					销售费用	1966	2258	2624	3078	
资产负债率	34%	34%	32%	31%	管理费用	2669	3113	3502	3831	
流动比	1.69	1.73	1.94	2.17	财务费用	74	135	119	97	
速动比	1.51	1.56	1.77	2.00	其他费用/(-收入)	333	381	446	522	
					<b>营业利润</b>	<b>4948</b>	<b>5755</b>	<b>6987</b>	<b>8556</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-397	-400	-450	-500	
现金及现金等价物	6910	9021	11860	15599	<b>利润总额</b>	<b>4551</b>	<b>5355</b>	<b>6537</b>	<b>8056</b>	
应收款项	1899	2150	2397	2842	所得税费用	895	1064	1289	1592	
存货净额	900	1014	1183	1376	<b>净利润</b>	<b>3656</b>	<b>4290</b>	<b>5247</b>	<b>6464</b>	
其他流动资产	477	557	616	702	少数股东损益	297	304	382	476	
<b>流动资产合计</b>	<b>10186</b>	<b>12742</b>	<b>16056</b>	<b>20520</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3359</b>	<b>3986</b>	<b>4865</b>	<b>5988</b>	
固定资产	3864	4079	4102	4142						
在建工程	920	862	836	850	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
无形资产及其他	15216	16472	17307	18025	经营活动现金流	5872	7322	7922	9284	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	3359	3986	4865	5988	
<b>资产总计</b>	<b>30187</b>	<b>34156</b>	<b>38301</b>	<b>43538</b>	少数股东损益	297	304	382	476	
短期借款	850	987	1131	1295	折旧摊销	1665	1446	1503	1533	
应付款项	1872	2134	2459	2874	公允价值变动	79	0	0	0	
合同负债	183	266	299	344	营运资金变动	-152	650	175	280	
其他流动负债	3106	3989	4380	4925	<b>投资活动现金流</b>	<b>-3304</b>	<b>-3510</b>	<b>-3028</b>	<b>-3105</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>6011</b>	<b>7375</b>	<b>8270</b>	<b>9438</b>	资本支出	-1454	-3315	-3074	-3095	
长期借款及应付债券	22	17	20	25	长期投资	-1892	-29	-11	-10	
其他长期负债	4128	4129	4129	4129	其他	42	-167	57	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>4151</b>	<b>4147</b>	<b>4150</b>	<b>4155</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2510</b>	<b>-1701</b>	<b>-2054</b>	<b>-2439</b>	
<b>负债合计</b>	<b>10162</b>	<b>11522</b>	<b>12420</b>	<b>13592</b>	债务融资	262	163	147	169	
股本	9328	9328	9328	9328	权益融资	90	-42	0	0	
股东权益	20025	22634	25881	29945	其它	-2862	-1823	-2201	-2608	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>30187</b>	<b>34156</b>	<b>38301</b>	<b>43538</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>93</b>	<b>2107</b>	<b>2839</b>	<b>3739</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

### 【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有 5 年医药实业工作经验、9 年医药研究工作经验。

赵宁宁，分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，四年半医药股权投资经验，主要覆盖创新药和 CXO 板块。  
沈崇皓，分析师，华东师范大学药化硕士，3 年海外医药投研经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，分析师，北京大学药理学硕士，具有 1 年医疗实业工作经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，分析师，北京大学软件与微电子学院硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务和部分器械板块。

林羽茜，研究助理，悉尼大学数据分析硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

万鹏辉，研究助理，中科院药物所药物化学硕士，3 年医药二级市场投研经验，主要覆盖 CXO 及软镜等板块。

年庆功，研究助理，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022 年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖疫苗、血制品板块和生命科学上游。

### 【分析师承诺】

周小刚，李明，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不

保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。