

# 爱尔眼科 (300015.SZ)

2024年一季度归母净利润同比增长15%，眼科龙头展现经营韧性

买入

## 核心观点

**多变环境下保持高质量发展，2023年归母净利润同比增长33%。**2023年实现营收203.67亿元(+26.43%)，归母净利润33.59亿(+33.07%)，扣非归母净利润35.14亿(+20.39%)。其中Q4单季度实现营收43.20亿(+41.25%)，归母净利润1.78亿(+6.25%)。2023年公司实现门诊量1510.64万人次(+34.26%)，手术量118.37万例(+35.95%)。截至2023年末，公司境内医院256家，门诊部183家，分级连锁医疗体系不断扩大；海外已布局131家眼科中心及诊所，形成覆盖全球的医疗服务网络。在高基数和行业整体承压的背景下，2024年一季度公司展现增长韧性，实现营收51.96亿(+3.50%)，归母净利润8.99亿(+15.16%)。

**毛利率较为稳定，降本增效推动净利率提升。**2023年毛利率为50.8% (+0.3pp)，白内障项目毛利率均提升2.6个百分点，进一步体现规模效应。销售费用率9.7% (同比持平)，管理费用率13.1% (-1.1pp)，财务费用的增长主要是由于汇兑损益变动。2023年研发投入3.33亿(+22.73%)，公司持续加大对临床运用技术及数字化转型投入。净利率提升至18.0% (+1.3pp)。

**白内障项目收入高速增长，视光业务维持高景气度。**2023年屈光项目收入达74.31亿(+17.27%)，毛利率为57.40% (+0.58pp)，屈光手术量增长的同时满足个性化需求的新术式占比进一步提高，且公司不断加大对基层医院屈光科室的建设。白内障业务收入33.27亿(+55.24%)，毛利率为37.97% (+2.63pp)，公司经营规模和品牌影响力持续扩大，医疗技术和服务能力不断提升，部分去年因外部环境延迟的老年患者恢复就医。视光项目收入49.60亿(+31.25%)，毛利率为57.05% (+0.61pp)，国家近视防控战略持续推动，儿童青少年建档量不断增加，爱尔视光的品牌影响力进一步提升；各医院近视防控手段和品类不断完善升级，推动视光业务快速发展。此外，眼前段及眼后段项目均实现快于整体收入的增长。

**投资建议：**考虑宏观环境影响，下调2024-25年盈利预测，新增2026年盈利预测，预计2024-26年归母净利润40.63/48.90/58.48亿(2024-25年原为45.36/57.83亿)，同比增速20.9%/20.4%/19.6%，当前股价对应PE=30/25/21X。公司是国内眼科医疗服务领域的龙头公司，通过分级连锁模式迅速扩张，“内生+外延”共同支撑业绩成长。营收净利稳健增长，品牌影响力持续增强，并已形成完善的医教研体系和人才培养机制，新十年“二次创业”稳步推进，维持“买入”评级。

**风险提示：**并购整合进度不达预期、医疗事故风险、市场竞争加剧风险。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,110	20,367	23,281	26,903	30,813
(+/-%)	7.4%	26.4%	14.3%	15.6%	14.5%
净利润(百万元)	2524	3359	4063	4890	5848
(+/-%)	8.6%	33.1%	20.9%	20.4%	19.6%
每股收益(元)	0.35	0.36	0.44	0.52	0.63
EBIT Margin	26.3%	27.8%	26.8%	27.2%	27.6%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	17.8%	16.2%	17.2%	18.0%
市盈率 (PE)	36.5	35.6	29.5	24.5	20.5
EV/EBITDA	20.8	20.5	19.4	16.6	14.2
市净率 (PB)	5.52	6.35	4.76	4.20	3.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 医药生物·医疗服务

证券分析师：张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn S0980523050001  
 证券分析师：张超 0755-81982940 zhangchao4@guosen.com.cn S0980522080001

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	12.83元
总市值/流通市值	119684/101421百万元
52周最高价/最低价	30.25/11.80元
近3个月日均成交额	1017.42百万元

### 市场走势



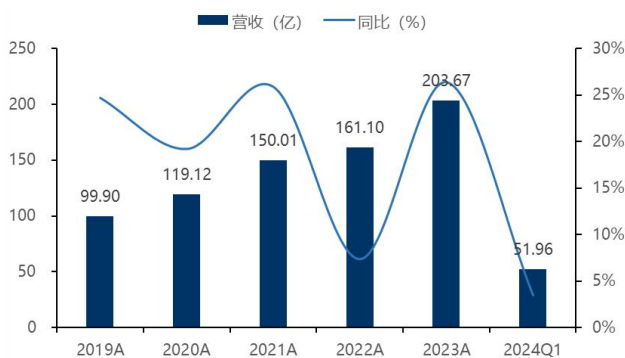
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《爱尔眼科 (300015.SZ) - 单三季度扣非归母净利润同比增长20%，人才优势进一步增强》——2023-10-27
- 《爱尔眼科 (300015.SZ) - 2023年中报点评：23H1归母净利润同比增长33%，白内障业务强势复苏》——2023-09-05
- 《爱尔眼科 (300015.SZ) - 2022年年报及2023年一季报点评：2023年一季度营收同比增长20%，分级连锁医疗网络不断完善》——2023-04-27
- 《爱尔眼科 (300015.SZ) - 收购14家医院部分股权，进一步深化分级连锁体系》——2023-01-08
- 《爱尔眼科 (300015.SZ) - 2022年三季报点评：单三季度归母净利润同比增长20%，疫情扰动下维持稳健经营》——2022-10-29
- 《医疗大数据盘点系列(3) - 眼科产业链：服务为首，器械唯新，药物为基》-2020-11-23
- 《创新器械盘点系列(1) - 眼科产业链：创新驱动，服务为王》-2020-05-30

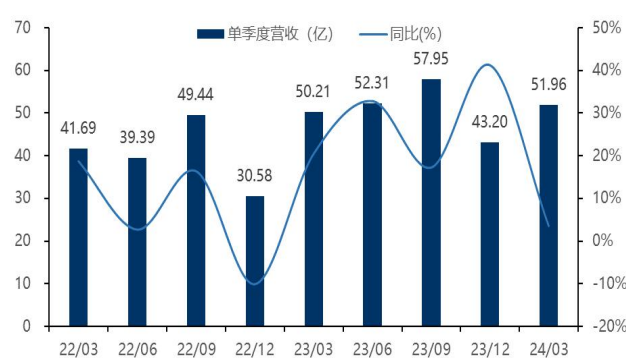
**多变环境下保持高质量发展，2023 年归母净利润同比增长 33%。**2023 年实现营收 203.67 亿元 (+26.43%)，归母净利润 33.59 亿 (+33.07%)，扣非归母净利润 35.14 亿 (+20.39%)。其中 Q4 单季度实现营收 43.20 亿 (+41.25%)，归母净利润 1.78 亿 (+6.25%)。2023 年公司实现门诊量 1510.64 万人次 (+34.26%)，手术量 118.37 万例 (+35.95%)。截至 2023 年末，公司境内医院 256 家，门诊部 183 家，分级连锁医疗体系不断扩大；海外已布局 131 家眼科中心及诊所，形成覆盖全球的医疗服务网络。在高基数和行业整体承压的背景下，2024 年一季度公司保持增长韧性，实现营收 51.96 亿 (+3.50%)，归母净利润 8.99 亿 (+15.16%)。

图1: 爱尔眼科营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



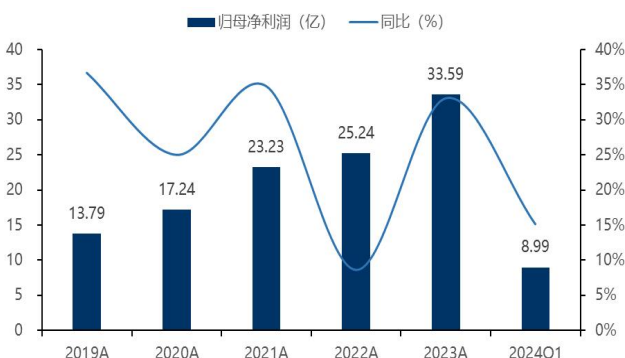
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 爱尔眼科单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



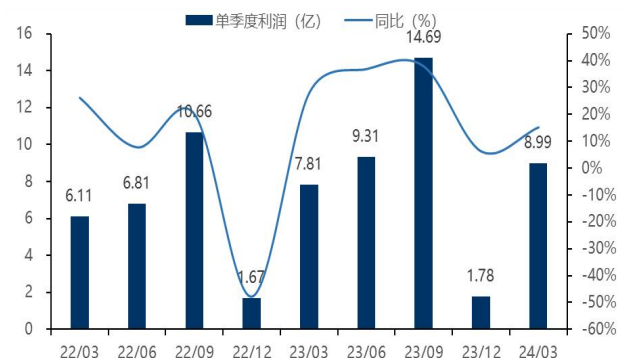
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 爱尔眼科归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 爱尔眼科单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

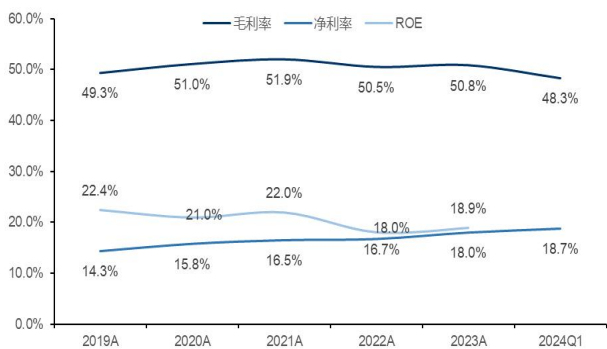


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

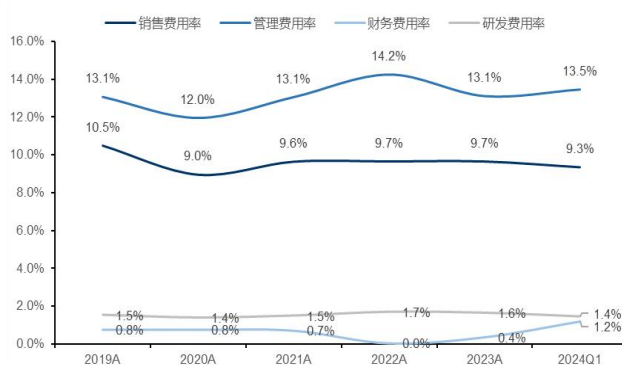
**毛利率较为稳定，降本增效推动净利率提升。**2023 年毛利率为 50.8% (+0.3pp)，白内障项目毛利率均提升 2.6 个百分点，进一步体现规模效应。销售费用率 9.7% (同比持平)，管理费用率 13.1% (-1.1pp)，财务费用的增长主要是由于汇兑损益变动。2023 年研发投入 3.33 亿 (+22.73%)，公司持续加大对眼科临床运用技术及数字化转型研究投入。净利率提升至 18.0% (+1.3pp)。

图5: 爱尔眼科毛利率、净利率变化情况

图6: 爱尔眼科四项费用率变化情况



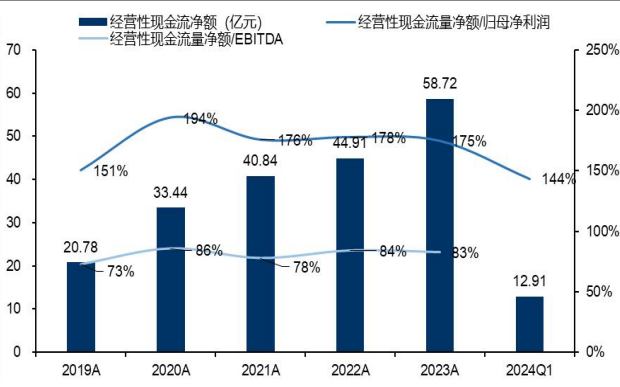
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

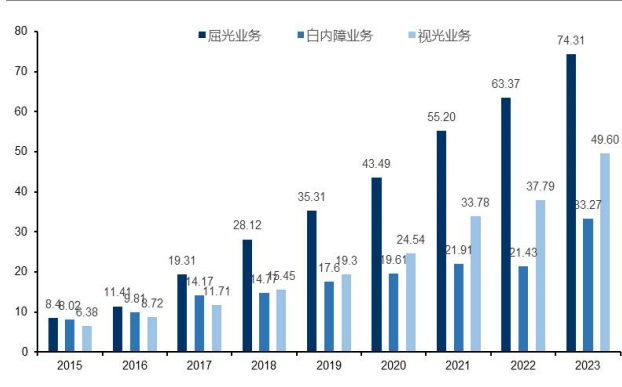
**经营性现金流维持健康优质。**2023 年经营性现金流净额为 58.72 亿 (+30.76%)，经营性现金流净额与归母净利润的比值为 175%，现金流持续保持优质健康。2023 年末账面货币资金达到 60.99 亿，公司有充足的现金储备用于医院改扩建和市场扩张。

图7: 爱尔眼科经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 爱尔眼科三大核心业务营收情况 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**白内障项目收入高速增长,视光业务维持高景气度。**2023 年屈光项目收入达 74.31 亿 (+17.27%)，毛利率为 57.40% (+0.58pp)，屈光手术量增长的同时满足个性化需求的新术式占比进一步提高，且公司不断加大对基层医院屈光科室的建设。白内障业务收入 33.27 亿 (+55.24%)，毛利率为 37.97% (+2.63pp)，公司经营规模和品牌影响力持续扩大，医疗技术和服务能力不断提升，部分去年因外部环境延迟的老年患者恢复就医。视光项目收入 49.60 亿 (+31.25%)，毛利率为 57.05% (+0.61pp)，国家近视防控战略持续推动，儿童青少年建档量不断增加，爱尔视光的品牌影响力进一步提升；各医院近视防控手段和品类不断完善升级，推动视光业务快速发展。此外，眼前段及眼后段项目均实现快于整体收入的增长。

**推进科技创新平台建设,加大人才引进力度。**2023 年公司新获批 4 个重点平台，形成了“多院”“多所”“五站”“五中心”“四基地”“一平台”“一室”的创新型医教研一体化平台。公司分别与东北大学、山西医科大学、大连医科大学签署了战略合作协议。同时，公司加大了各类人才的引进与培养，进一步完善人才体系和机制建设，一批眼科名家陆续加盟爱尔，进一步夯实了各省区、各医院的人才队伍。

**加快创新产品与技术的引进，保持医疗技术与国际同步领先。**2023 年公司引进了全新一代散光矫正型人工晶状体 TECNIS Toric II、全球首款提供 33 厘米近视力的连续视程人工晶状体强生眼力健 TECNIS Synergy 跃无级®、普诺明全视 Max 连续视程多焦点人工晶状体、非衍射型波前重塑技术的景深延长型人工晶状体 Vivity IOL 等一系列新研发的功能性人工晶状体，不断推动屈光性白内障手术发展。推进飞秒 ICL 及 3D 导航显微镜下的 ICL 植入术等新技术应用，引进光迹追踪引导的个性化飞秒手术技术及 ICL 第五代 (V5) 晶体，近视手术迈向更精准、更微创、更清晰方向发展。以 5P 近视防控模式为核心，综合运用角膜塑形镜、阿托品滴眼液、多点离焦镜片、云夹等近视防控产品，助力儿童青少年近视防控。

表1: 爱尔眼科主要子公司业绩情况 (单位: 亿元、%)

公司名称	2023 年				公司名称	2022 年			
	营收	营收增速	净利润	净利润增速		营收	营收增速	净利润	净利润增速
武汉爱尔	6.37	25.58%	1.83	34.87%	长沙爱尔	4.67	1.98%	1.36	-23.29%
长沙爱尔	5.52	18.19%	1.39	2.11%	武汉爱尔	5.07	-5.65%	1.36	-7.70%
成都爱尔	4.45	16.62%	1.21	0.88%	成都爱尔	3.82	-8.40%	1.20	-5.65%
辽宁爱尔	4.59	20.94%	1.10	26.94%	辽宁爱尔	3.80		0.87	
重庆爱尔	3.05	18.57%	0.64	31.63%	东莞爱尔	2.47	6.82%	0.64	9.70%
深圳爱尔	2.96	15.74%	0.58	28.84%	广州爱尔	2.65	8.22%	0.49	20.82%
广州爱尔	3.17	19.49%	0.57	17.80%	重庆爱尔	2.57	-1.04%	0.48	-1.42%
东莞爱尔	2.48	0.10%	0.55	-14.66%	深圳爱尔	2.56	-14.27%	0.45	-14.42%
衡阳爱尔	2.07	13.65%	0.48	22.65%	衡阳爱尔	1.83	-4.52%	0.39	-15.35%
南宁爱尔	2.54		0.45		滨州湖滨爱尔	2.00		0.37	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 考虑宏观环境影响, 下调 2024-25 年盈利预测, 新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-26 年收入 233/269/308 亿元 (2024-25 年原为 262/322 亿), 同比增速 14.3%/15.6%/14.5%, 归母净利润 40.63/48.90/58.48 亿 (2024-25 年原为 45.36/57.83 亿), 同比增速 20.9%/20.4%/19.6%; 摊薄 EPS=0.44/0.52/0.63 元, 当前股价对应 PE=30/25/21X。公司是国内眼科医疗服务领域的龙头公司, 通过分级连锁模式迅速扩张, “内生+外延” 共同支撑业绩成长。营收净利稳健增长, 品牌影响力持续增强, 并形成完善的医教研体系和人才培养机制, 新十年 “二次创业” 稳步推进, 维持 “买入” 评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (24/05/10)	总市值 亿人民币	EPS				PE				扣非 ROE (23A)	PEG (24E)	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
300015	爱尔眼科	12.83	1197	0.36	0.44	0.52	0.63	35.6	29.5	24.5	20.5	20%	1.5	买入
301267	华厦眼科	26.26	221	0.79	1.02	1.27	1.52	33.1	25.8	20.7	17.2	12%	1.1	无
301239	普瑞眼科	50.22	75	1.79	1.47	2.16	2.42	28.0	34.1	23.3	20.8	9%	3.2	无
600763	通策医疗	64.80	208	1.56	1.90	2.28	2.69	41.5	34.0	28.4	24.1	14%	1.7	无
2273.HK	固生堂	45.95	113	1.03	1.44	1.95	2.60	41.3	29.6	21.7	16.4	12%	0.8	买入
1951.HK	锦欣生殖	3.03	76	0.13	0.15	0.19	0.22	22.4	18.1	15.1	12.5	4%	0.8	买入
6078.HK	海吉亚医疗	37.10	213	1.08	1.41	1.76	2.16	31.7	24.3	19.5	15.9	11%	0.9	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 除爱尔眼科、锦欣生殖、固生堂为国信预测外, 其余均为 Wind 一致预测。



## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6004	6099	9265	11887	15742	营业收入	16110	20367	23281	26903	30813
应收款项	1808	2144	2551	2948	3377	营业成本	7980	10022	11406	13121	14976
存货净额	731	900	1053	1217	1378	营业税金及附加	45	49	57	67	77
其他流动资产	214	232	266	377	462	销售费用	1556	1966	2200	2529	2866
<b>流动资产合计</b>	<b>9657</b>	<b>10186</b>	<b>13985</b>	<b>17329</b>	<b>21858</b>	管理费用	2293	2669	3004	3450	3885
固定资产	4041	4784	5319	5759	5989	研发费用	222	301	381	430	493
无形资产及其他	814	828	795	762	729	财务费用	7	74	70	94	62
投资性房地产	12067	14388	14388	14388	14388	投资收益	44	47	50	50	50
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(261)	(463)	(420)	(400)	(400)
<b>资产总计</b>	<b>26579</b>	<b>30187</b>	<b>34487</b>	<b>38238</b>	<b>42964</b>	其他收入	(477)	(223)	(381)	(430)	(493)
短期借款及交易性金融负债	1112	1618	1400	1200	1000	营业利润	3534	4948	5792	6861	8105
应付款项	1466	1872	2106	2417	2789	营业外净收支	(199)	(397)	(300)	(250)	(200)
其他流动负债	2791	2521	3306	3796	4315	<b>利润总额</b>	<b>3335</b>	<b>4551</b>	<b>5492</b>	<b>6611</b>	<b>7905</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5369</b>	<b>6011</b>	<b>6812</b>	<b>7412</b>	<b>8104</b>	所得税费用	646	895	1071	1289	1542
长期借款及应付债券	115	22	22	22	22	少数股东损益	165	297	359	432	516
其他长期负债	3480	4128	4628	4128	3728	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2524</b>	<b>3359</b>	<b>4063</b>	<b>4890</b>	<b>5848</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>3595</b>	<b>4151</b>	<b>4651</b>	<b>4151</b>	<b>3751</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>8963</b>	<b>10162</b>	<b>11462</b>	<b>11563</b>	<b>11855</b>	净利润	2524	3359	4063	4890	5848
少数股东权益	944	1169	1412	1708	2068	资产减值准备	(152)	330	61	74	33
股东权益	16671	18856	25148	28502	32577	折旧摊销	620	688	517	620	720
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26579</b>	<b>30187</b>	<b>38022</b>	<b>41773</b>	<b>46499</b>	公允价值变动损失	261	463	420	400	400
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	7	74	70	94	62
每股收益	0.35	0.36	0.44	0.52	0.63	营运资本变动	(1290)	(1730)	987	(298)	(150)
每股红利	0.12	0.10	0.14	0.16	0.19	其它	259	(114)	182	222	327
每股净资产	2.32	2.02	2.70	3.06	3.49	<b>经营活动现金流</b>	<b>2223</b>	<b>2996</b>	<b>6230</b>	<b>5908</b>	<b>7177</b>
ROIC	21%	24%	24%	29%	32%	资本开支	0	(1267)	(1500)	(1500)	(1350)
ROE	15%	18%	16%	17%	18%	其它投资现金流	(600)	89	(39)	(50)	0
毛利率	50%	51%	51%	51%	51%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(599)</b>	<b>(1178)</b>	<b>(1539)</b>	<b>(1550)</b>	<b>(1350)</b>
EBIT Margin	26%	28%	27%	27%	28%	权益性融资	3878	90	0	0	0
EBITDA Margin	30%	31%	29%	29%	30%	负债净变化	57	(93)	0	0	0
收入增长	7%	26%	14%	16%	15%	支付股利、利息	(875)	(920)	(1306)	(1536)	(1773)
净利润增长率	9%	33%	21%	20%	20%	其它融资现金流	(2265)	214	(218)	(200)	(200)
资产负债率	37%	38%	34%	32%	30%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(21)</b>	<b>(1722)</b>	<b>(1525)</b>	<b>(1736)</b>	<b>(1973)</b>
息率	1.0%	0.8%	1.1%	1.3%	1.5%	<b>现金净变动</b>	<b>1602</b>	<b>95</b>	<b>3166</b>	<b>2622</b>	<b>3854</b>
P/E	36.5	35.6	29.5	24.5	20.5	货币资金的期初余额	4402	6004	6099	9265	11887
P/B	5.5	6.3	4.8	4.2	3.7	货币资金的期末余额	6004	6099	9265	11887	15742
EV/EBITDA	20.8	20.5	19.4	16.6	14.2	企业自由现金流	-	2239	5020	4702	6076
						权益自由现金流	-	2359	5025	4832	6331

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032