

爱尔眼科 (300015.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

利润增速亮眼，区域布局进一步完善

业绩简评

2024年8月24日，公司发布2024年半年度报告。2024H1公司实现收入105.45亿元(同比+3%)，实现归母净利润20.50亿元(同比+20%)，实现扣非归母净利润17.85亿元(同比+1%)。

单季度来看，2024年Q2公司实现收入53.49亿元(同比+2%)，实现归母净利润11.50亿元(同比+24%)，实现扣非归母净利润9.42亿元(同比-6%)。

经营分析

终端需求稳步提升，业务增长有韧性。终端需求方面，公司2024H1实现了门诊量794.07万人次(同比+9.03%)，手术量64.99万例(同比+6.92%)。医疗行业需求有其刚性属性，随着未来经济逐步回暖，国内需求不断提振，眼科行业需求也有望快速提升。其中2024H1公司屈光项目收入41.55亿元(同比+4%)、白内障项目收入17.35亿元(同比+4%)、视光服务项目实现收入23.71亿元(同比+3%)、眼前段收入9.12亿元(同比+5%)、眼后段项目收入7.20亿元(同比+5%)，各板块业务增长彰显强韧性。

规模效应下盈利能力持续提升。23年公司实现毛利率49.44%(同比-0.02pct)，净利率20.95%(同比+2.08pct)，盈利能力稳步提升。拆解来看，屈光项目毛利率57.19%(同比-0.53pct)、视光服务项目毛利率55.95%(同比+0.71pct)，白内障业务毛利率37.50%(同比+0.02pct)，视光及白内障业务盈利能力有所提升。费用率方面，受益于经营规模不断扩大，公司整体费用率保持稳定。

国内外服务网络进一步完善。公司继续推进中心城市和重点省会城市的区域性眼科中心建设，通过收购进一步完善各省区内地、县市的医疗网络，加大眼科门诊部(诊所)网络布局。截至2024H1，公司境内医院311家(同比+82家)，门诊部202家(同比+34家)。海外方面，公司已布局140家眼科中心及诊所(同比+16家)，逐渐形成覆盖全球的医疗服务网络。

盈利预测、估值与评级

考虑消费医疗整体环境，我们下调公司24-26年归母净利润至40.41/46.79/53.11亿元，分别同比增长20%、16%、14%，EPS分别为0.73、0.76、0.84元，现价对应PE为23、20、17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)：9.96元

相关报告：

- 《爱尔眼科公司点评：业绩彰显龙头韧性，海内外布局稳步推进》，2024.4.26
- 《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



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	23,045	25,850	28,744
营业收入增长率	7.39%	26.43%	13.15%	12.17%	11.19%
归母净利润(百万元)	2,524	3,359	4,041	4,679	5,311
归母净利润增长率	8.65%	33.07%	20.31%	15.78%	13.51%
摊薄每股收益(元)	0.352	0.360	0.433	0.502	0.569
每股经营性现金流净额	0.63	0.63	0.73	0.76	0.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.14%	17.81%	19.30%	20.26%	21.04%
P/E	88.33	43.94	22.99	19.86	17.49
P/B	13.37	7.83	4.44	4.02	3.68

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	23,045	25,850	28,744	货币资金	4,402	6,004	6,099	7,806	10,473	13,158	
增长率		7.4%	26.4%	13.1%	12.2%	11.2%	应收款项	1,784	1,809	2,144	2,500	2,833	3,150	
主营业务成本	-7,212	-7,980	-10,022	-11,338	-12,705	-14,113	存货	571	731	900	923	1,034	1,148	
%销售收入	48.1%	49.5%	49.2%	49.2%	49.2%	49.1%	其他流动资产	458	1,113	1,043	1,025	1,038	1,052	
毛利	7,789	8,130	10,345	11,707	13,145	14,630	流动资产	7,215	9,657	10,186	12,254	15,378	18,508	
%销售收入	51.9%	50.5%	50.8%	50.8%	50.9%	50.9%	%总资产	33.0%	36.3%	33.7%	38.6%	44.1%	49.0%	
营业税金及附加	-41	-45	-49	-58	-65	-72	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	-2,304	-2,507	-2,788	%总资产	14.7%	15.2%	15.8%	15.2%	13.6%	12.0%	
%销售收入	9.6%	9.7%	9.7%	10.0%	9.7%	9.7%	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	-3,111	-3,516	-3,938	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%	61.4%	55.9%	51.0%	
研发费用	-223	-272	-333	-380	-429	-480	资产总计	21,849	26,579	30,187	31,783	34,857	37,794	
%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	1,335	2,140	2,589	
息税前利润 (EBIT)	4,120	3,964	5,328	5,853	6,628	7,353	应付款项	2,884	3,141	3,041	3,611	4,042	4,494	
%销售收入	27.5%	24.6%	26.2%	25.4%	25.6%	25.6%	其他流动负债	1,071	1,116	1,352	1,338	1,503	1,677	
财务费用	-106	-7	-74	-167	-100	-39	流动负债	6,276	5,369	6,011	6,284	7,686	8,760	
%销售收入	0.7%	0.0%	0.4%	0.7%	0.4%	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	3,091	2,322	1,766	
公允价值变动收益	-448	-357	-79	-40	-40	-40	负债	9,625	8,963	10,162	9,396	10,030	10,548	
投资收益	141	44	47	50	55	60	普通股股东权益	11,310	16,671	18,856	20,938	23,098	25,237	
%税前利润	4.5%	1.3%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	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	5,801	6,598	7,388	未分配利润	4,321	5,963	8,380	10,462	12,622	14,761	
营业利润率	23.3%	21.9%	24.3%	25.2%	25.5%	25.7%	少数股东权益	914	944	1,169	1,449	1,729	2,009	
营业外收支	-346	-199	-397	-400	-400	-400	负债股东权益合计	21,849	26,579	30,187	31,783	34,857	37,794	
税前利润	3,148	3,335	4,551	5,401	6,198	6,988	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	21.0%	20.7%	22.3%	23.4%	24.0%	24.3%	每股指标							
所得税	-678	-646	-895	-1,080	-1,240	-1,398	每股收益	0.430	0.352	0.360	0.433	0.502	0.569	
所得税率	21.5%	19.4%	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%	每股净资产	2.092	2.323	2.021	2.245	2.476	2.706	
净利润	2,470	2,689	3,656	4,321	4,959	5,591	每股经营现金净流	0.755	0.626	0.629	0.727	0.755	0.841	
少数股东损益	147	165	297	280	280	280	每股股利	0.120	0.100	0.150	0.210	0.270	0.340	
归属于母公司的净利润	2,323	2,524	3,359	4,041	4,679	5,311	回报率							
净利率	15.5%	15.7%	16.5%	17.5%	18.1%	18.5%	净资产收益率	20.54%	15.14%	17.81%	19.30%	20.26%	21.04%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.63%	9.50%	11.13%	12.71%	13.42%	14.05%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	22.01%	16.86%	19.64%	19.60%	19.54%	19.60%	
净利润	2,470	2,689	3,656	4,321	4,959	5,591	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%	13.15%	12.17%	11.19%	
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%	9.87%	13.23%	10.93%	
非经营收益	400	294	207	1,131	669	659	净利润增长率	34.78%	8.65%	33.07%	20.31%	15.78%	13.51%	
营运资金变动	-227	-48	-152	196	145	185	总资产增长率	40.59%	21.65%	13.57%	5.29%	9.67%	8.43%	
经营活动现金净流	4,084	4,491	5,872	6,786	7,043	7,848	资产管理能力							
资本开支	-1,488	-1,380	-1,454	-1,400	-1,545	-1,545	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	-90	-90	-90	存货周转天数	27.0	29.8	29.7	29.7	29.7	29.7	
其他	169	42	42	50	55	60	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	-1,440	-1,580	-1,575	固定资产周转天数	58.0	79.7	69.3	58.8	48.4	38.2	
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	805	449	净负债/股东权益	-19.01%	-32.23%	-26.32%	-32.43%	-36.74%	-41.68%	
其他	-1,591	-2,238	-2,862	-2,270	-2,808	-3,455	EBIT 利息保障倍数	38.7	595.7	72.4	35.0	66.4	187.8	
筹资活动现金净流	-240	390	-2,510	-2,554	-2,003	-3,006	资产负债率	44.05%	33.72%	33.66%	29.56%	28.78%	27.91%	
现金净流量	1,340	1,643	93	2,792	3,461	3,267								

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	6	8	14	53
增持	1	2	3	6	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.25	1.27	1.38	1.05

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	2022-08-25	买入	28.50	N/A
2	2022-10-26	买入	27.83	N/A
3	2023-01-04	买入	30.50	N/A
4	2023-04-26	买入	29.15	N/A
5	2023-05-29	买入	28.18	N/A
6	2023-08-25	买入	18.02	N/A
7	2023-10-26	买入	16.61	N/A
8	2024-04-26	买入	12.24	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