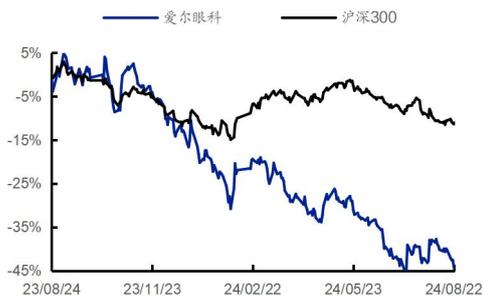


研究所:
 证券分析师: 李明 S0350523090001
 lim06@ghzq.com.cn

经营韧性强，国内、国际发展战略稳步推进

——爱尔眼科 (300015) 2024 年半年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
爱尔眼科	-3.8%	-19.0%	-42.4%
沪深 300	-3.3%	-8.6%	-10.0%

市场数据

市场数据	2024/08/23
当前价格(元)	9.96
52周价格区间(元)	9.67-19.29
总市值(百万)	92,897.06
流通市值(百万)	78,733.84
总股本(万股)	932,701.45
流通股本(万股)	790,500.41
日均成交额(百万)	423.16
近一月换手(%)	19.86

相关报告

《爱尔眼科 (300015) 2023 年报及 2024 一季报点评: 兼顾稳健增长、股东回报、社会责任的眼科龙头 (买入) *医疗服务*周小刚, 李明》——2024-04-30

《爱尔眼科 (300015) 2023 年三季报点评: 眼科龙头业绩韧性强, 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 8 月 23 日发布 2024 年半年度报告: 2024 年上半年, 公司实现收入 105 亿元 (+2.86%, 同比口径, 下同)、归母净利润 20.50 亿元 (+19.71%)、扣非归母净利润 17.85 亿元 (+1.48%)。

投资要点:

- **有挑战的宏观经济环境下, 眼科龙头彰显经营韧性。**2024 年上半年公司门诊量 794 万人次 (+9.2%), 手术量 65 万例 (+6.9%)。按项目拆分, 屈光收入 41.55 亿元 (+3.2%), 毛利率 57.19% (-0.53pct); 视光服务收入 23.71 亿元 (+3.1%), 毛利率 55.95% (+0.71pct); 白内障项目收入 17.35 亿元 (+3.6%), 毛利率 37.50% (+0.02pct); 眼前段项目收入 9.12 亿元 (+4.8%), 毛利率 40.58% (-0.28pct); 眼后段项目收入 7.20 亿元 (+5.1%), 毛利率 30.68% (-0.11pct); 其他项目收入 6.22 亿元 (-7.50%), 毛利率 39.63% (-0.04pct)。
- **国际化战略稳步实施, 欧洲区业绩增长亮眼。**作为全球领先的眼科医疗集团, 爱尔眼科稳步推进国内、国际发展战略, 2024 年上半年欧洲区实现收入 10.17 亿元 (+16%), 占公司营业总收入的 9.6%。公司欧洲区业务持续较快发展, 医疗机构数量由 2017 年的 70 余家扩充至 2023 年底的 108 家, 今年上半年收购了 Optimax 集团 100% 股权、进军英国眼科市场, 欧洲业务发展进一步提速。
- **国内“1+8+N”战略稳步推进, 地县医院网络进一步完善。**公司区域眼科中心上海爱尔、南宁爱尔已建成并结项, 湖北爱尔、安徽爱尔、沈阳爱尔、贵州爱尔陆续建成中, 北京爱尔英智正在筹建中。上半年完成 52 家医疗机构的收购, 并持续投资眼科门诊/诊所, 截至 2024 年 6 月 30 日, 公司境内医院 311 家、门诊部 202 家, 为国民提供优质的专业眼健康服务。
- **盈利预测和投资评级:**考虑到宏观经济环境对行业的影响, 我们调整了盈利预测, 预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 221 亿元、251 亿元、284 亿元, 分别同比增长 9%、13%、13%; 归母净利润分别为 39.80 亿元、47.82 亿元、57.52 亿元, 分别同比增长 19%、20%、20%; PE 分别为 23 倍、19 倍、16 倍。公司是领先的眼科医

疗集团，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：**行业需求下滑的风险；行业竞争加剧风险；医疗事故风险；商誉减值风险；海外业务发展不及预期的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20367	22137	25051	28389
增长率(%)	26	9	13	13
归母净利润（百万元）	3359	3980	4782	5752
增长率(%)	33	19	20	20
摊薄每股收益（元）	0.36	0.43	0.51	0.62
ROE(%)	18	19	20	21
P/E	43.41	23.34	19.43	16.15
P/B	7.83	4.40	3.89	3.41
P/S	7.25	4.20	3.71	3.27
EV/EBITDA	20.71	13.09	10.95	9.06

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:	9.96	投资评级:	买入	日期:	2024/08/23
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	18%	19%	20%	21%	EPS	0.36	0.43	0.51	0.62	
毛利率	51%	51%	51%	51%	BVPS	2.02	2.27	2.56	2.92	
期间费率	23%	23%	22%	22%	估值					
销售净利率	16%	18%	19%	20%	P/E	43.41	23.34	19.43	16.15	
成长能力					P/B	7.83	4.40	3.89	3.41	
收入增长率	26%	9%	13%	13%	P/S	7.25	4.20	3.71	3.27	
利润增长率	33%	19%	20%	20%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.72	0.69	0.70	0.71	营业收入	20367	22137	25051	28389	
应收账款周转率	11.70	11.27	11.86	12.07	营业成本	10022	10906	12349	14001	
存货周转率	12.29	11.69	11.92	11.89	营业税金及附加	49	57	64	72	
偿债能力					销售费用	1966	2225	2518	2853	
资产负债率	34%	33%	31%	30%	管理费用	2669	2774	2997	3282	
流动比	1.69	1.75	2.00	2.28	财务费用	74	132	113	88	
速动比	1.51	1.58	1.82	2.09	其他费用/(-收入)	333	360	411	464	
					营业利润	4948	5747	6774	8038	
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-397	-400	-350	-300	
现金及现金等价物	6910	8714	11281	14534	利润总额	4551	5347	6424	7738	
应收款项	1899	2030	2194	2508	所得税费用	895	1063	1267	1530	
存货净额	900	966	1105	1250	净利润	3656	4284	5157	6209	
其他流动资产	477	534	578	640	少数股东损益	297	304	375	457	
流动资产合计	10186	12244	15159	18932	归属于母公司净利润	3359	3980	4782	5752	
固定资产	3864	4079	4102	4142						
在建工程	920	862	836	850	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	15216	16522	17356	18075	经营活动现金流	5872	6961	7474	8411	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	3359	3980	4782	5752	
资产总计	30187	33707	37453	41999	少数股东损益	297	304	375	457	
短期借款	850	850	850	850	折旧摊销	1665	1446	1503	1533	
应付款项	1872	2034	2298	2609	公允价值变动	79	0	0	0	
合同负债	183	251	276	306	营运资金变动	-152	575	146	217	
其他流动负债	3106	3852	4156	4553	投资活动现金流	-3304	-3276	-2709	-2565	
流动负债合计	6011	6988	7581	8319	资本支出	-1454	-3315	-2974	-2895	
长期借款及应付债券	22	5	0	0	长期投资	-1892	-29	-11	-10	
其他长期负债	4128	4115	4115	4115	其他	42	68	276	341	
长期负债合计	4151	4120	4115	4115	筹资活动现金流	-2510	-1883	-2197	-2592	
负债合计	10162	11108	11696	12433	债务融资	262	29	-5	0	
股本	9328	9327	9327	9327	权益融资	90	-51	0	0	
股东权益	20025	22600	25757	29566	其它	-2862	-1861	-2192	-2592	
负债和股东权益总计	30187	33707	37453	41999	现金净增加额	93	1799	2567	3253	

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。

万鹏辉，分析师，中科院药物所药物化学硕士，浙江大学药学学士，4年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO、软镜、创新药等板块。

年庆功，分析师，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，主要覆盖中药、零售药店、干扰素、疫苗和血制品等板块。

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，北京大学金融科技硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务和医疗器械板块。

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。

【分析师承诺】

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。