

爱尔眼科 (300015.SZ)

上半年归母净利润同比增长 20%，海内外医疗网络布局持续完善

优于大市

核心观点

上半年利润增速亮眼，收入实现平稳增长。2024H1 公司实现营业收入 105.45 亿元，同比增长 2.9%，在消费景气度不足的环境中依然实现收入平稳增长；实现归母净利润 20.50 亿元，同比增长 19.7%，利润增长的亮眼表现彰显出公司业务盈利能力的稳健。预计随着国内消费回暖，眼科医疗服务的需求将逐渐回升，看好公司业务长期发展韧性。其中，24Q2 公司实现收入 53.49 亿元，同比增长 2.3%；归母净利润 11.50 亿元，同比增长 23.5%；扣非归母净利润 11.30 亿元，同比增长 16.5%。

门诊量及手术量持续提升，带动各项业务实现同比增长。24H1 实现门诊量 794.07 万人次，同比增长 9.2%；手术量 64.99 万例，同比增长 6.9%。分业务来看，屈光项目收入 41.55 亿元 (+3.2%)，白内障项目收入 17.35 亿元 (+3.6%)，眼前段项目收入 9.12 亿元 (+4.8%)，眼后段项目收入 7.20 亿元 (+5.1%)，视光服务项目收入 23.71 亿元 (+3.1%)。预计随着各类眼科手术渗透率的提升及国内眼科医疗服务需求的提振，公司各项业务有望保持稳健增长。分地区来看，中国/欧洲/东南亚/美国分别实现收入 92.43/10.17/1.87/0.22 亿元，同比+1.7%/+16.4%/+4.6%/-11.2%。公司依靠重点区域“高地布局”战略拓展海外市场，结合国内分级连锁发展模式，逐步构成全球协同发展的战略格局。

费用率略有提升，利润率维持稳定。24H1 公司销售费用率 10.6% (+0.4pp)，主要因新收购医院的科普活动及人员薪酬费用增加；管理费用率 13.5% (+0.6pp)；研发费用率 1.4%；财务费用率 1.0% (+0.9pp)，主要因汇兑损益波动。24H1 公司毛利率为 49.4%，同比基本持平，净利率为 20.9% (+2.1pp)。2024H1 公司经营性现金流净额 28.4 亿元 (-15.6%)，截至 2024 年 6 月末，公司账面货币资金达 54.6 亿元，有充足的现金储备用于医院改扩建和市场扩张。

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。

投资建议：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”共同支撑业绩增长。考虑宏观环境影响，小幅下调盈利预测。预计 2024-2026 年营业收入 216.48/249.89/285.92 亿元(原为 232.81/269.03/308.13 亿元)，同比增速 6.3%/15.4%/14.4%；归母净利润 37.47/45.14/54.00 亿元(原为 40.63/48.90/58.48 亿元)，同比增速 11.5%/20.5%/19.6%。当前股价对应 PE=23.7/19.7/16.5 倍，维持“优于大市”评级。

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	21,648	24,989	28,592
(+/-%)	7.4%	26.4%	6.3%	15.4%	14.4%
净利润(百万元)	2524	3359	3747	4514	5400
(+/-%)	8.6%	33.1%	11.5%	20.5%	19.6%
每股收益(元)	0.35	0.36	0.40	0.48	0.58
EBIT Margin	26.3%	27.8%	26.8%	27.2%	27.7%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	17.8%	15.0%	16.1%	17.0%
市盈率 (PE)	27.1	26.5	23.7	19.7	16.5
EV/EBITDA	15.9	15.6	15.8	13.5	11.6
市净率 (PB)	4.10	4.71	3.57	3.17	2.80

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	9.53 元
总市值/流通市值	8886/75335 百万元
52 周最高价/最低价	19.29/9.05 元
近 3 个月日均成交额	731.62 百万元

市场走势



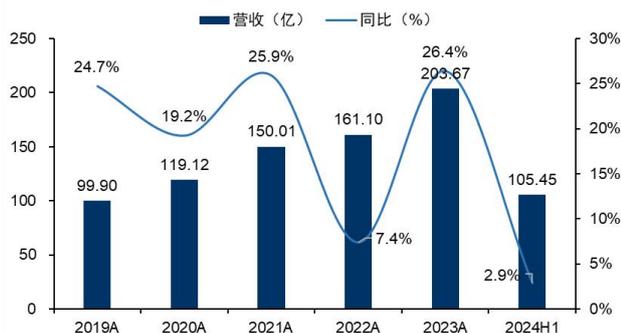
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《爱尔眼科 (300015.SZ) -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》——2024-05-12
- 《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 年一季度点评：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

上半年利润增速亮眼，收入实现平稳增长。2024H1 公司实现营业收入 105.45 亿元，同比增长 2.9%，在消费景气度不足的环境中依然实现收入的平稳增长；24H1 公司实现归母净利润 20.50 亿元，同比增长 19.7%，利润增长的亮眼表现彰显出公司业务盈利能力的稳健。预计随着国内消费环境回暖，眼科医疗服务的需求也将逐渐回升，看好公司业务的长期发展韧性。单季度来看，24Q2 公司实现收入 53.49 亿元，同比增长 2.3%；归母净利润 11.50 亿元，同比增长 23.5%；扣非归母净利润 11.30 亿元，同比增长 16.5%。

图1: 爱尔眼科营业收入及增速（单位：亿元、%）



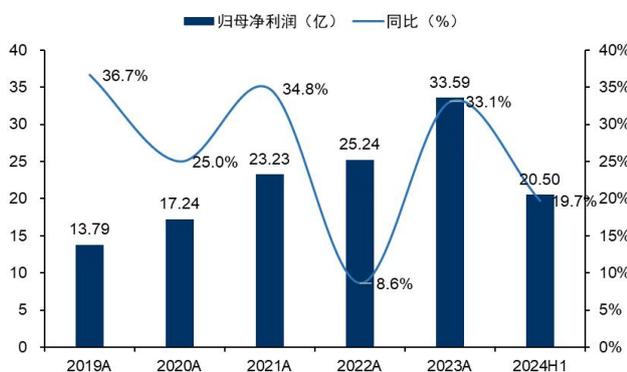
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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

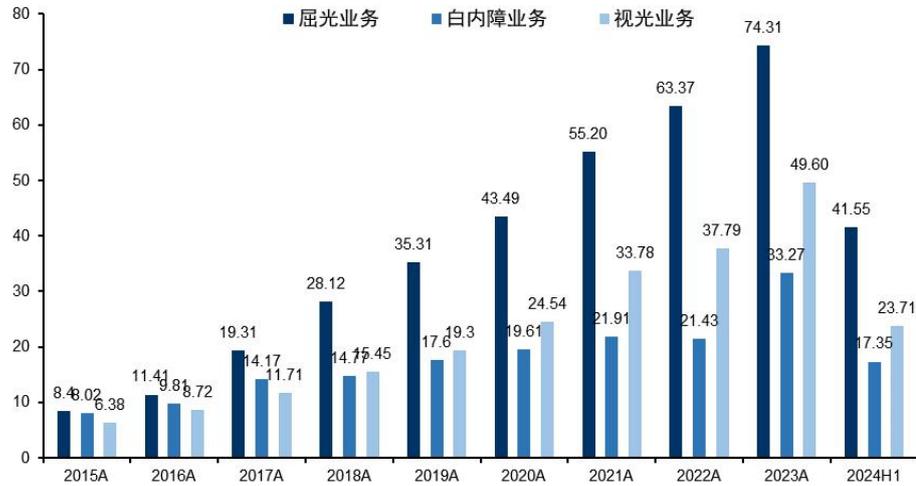
图4: 爱尔眼科单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

门诊量及手术量持续提升，带动各项业务实现同比增长。24H1 实现门诊量 794.07 万人次，同比增长 9.23%；手术量 64.99 万例，同比增长 6.92%。分业务来看，屈光项目收入 41.55 亿元（+3.16%），白内障项目收入 17.35 亿元（+3.64%），眼前段项目收入 9.12 亿元（+4.81%），眼后段项目收入 7.20 亿元（+5.11%），视光服务项目收入 23.71 亿元（+3.05%）。公司各业务板块韧性较强，预计随着各类眼科手术渗透率的提升以及国内眼科医疗服务需求的提振，各项业务有望保持稳健增长。分地区来看，中国/欧洲/东南亚/美国分别实现收入 92.43/10.17/1.87/0.22 亿元，同比+1.70%/+16.41%/+4.63%/-11.18%。公司依靠重点区域“高地布局”战略拓展海外市场，结合国内“分级连锁”发展模式，逐步构成全球协同发展的战略格局。

图5: 爱尔眼科三大核心业务收入 (2015A-2024H1, 单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

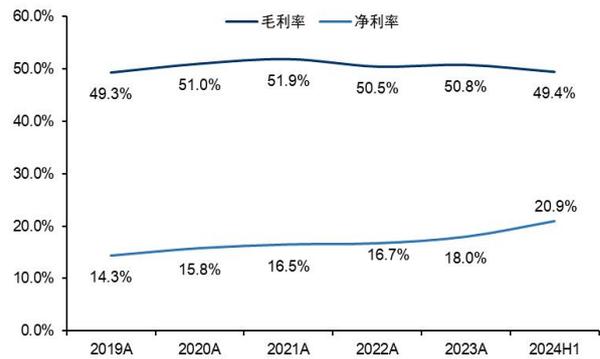
费用率略有提升, 利润率维持稳定。24H1 公司销售费用率 10.6% (+0.4pp), 主要因新收购医院的科普活动及人员薪酬费用增加; 管理费用率 13.5% (+0.6pp), 主要因新医院带来折旧摊销等费用的增加; 研发费用率 1.4% (同比基本持平); 财务费用率 1.0% (+0.9pp), 主要因汇兑损益波动。24H1 公司实现毛利率 49.4% (同比基本持平), 净利率 20.9% (+2.1pp)。分业务看, 屈光/白内障/视光/眼前段/眼后段项目 24H1 毛利率分别为 57.19%/37.50%/55.95%/40.58%/30.68%, 同比-0.53/+0.02/+0.71/-0.28/-0.11pp。

图6: 爱尔眼科费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

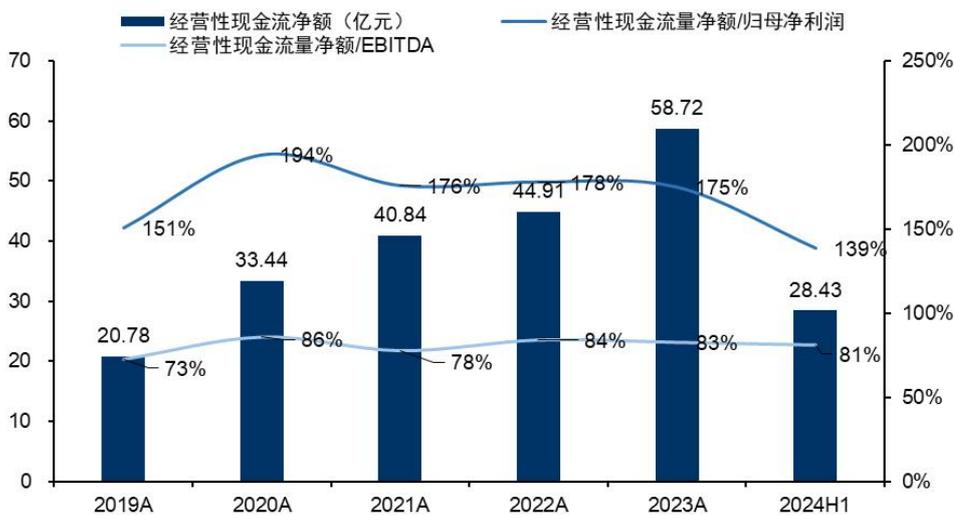
图7: 爱尔眼科毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

经营性现金流净额同比有所下降, 账面现金维持健康水平。2024H1 公司经营性现金流净额 28.43 亿元, 同比减少 15.6%。经营性现金流净额与归母净利润的比值为 139%, 较 2023 年水平有所下降。2024 年 6 月末, 公司账面货币资金达 54.61 亿元, 保持较高水平, 有充足的现金储备用于医院改扩建和市场扩张。

图8: 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

海内外服务网络持续扩大, 实现多家优质医疗机构收购。公司持续推进“1+8+N”战略和国际化战略, 24H1 公司成立长沙医学中心, 募集资金建设的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、贵州爱尔也在陆续建设中。24H1 公司收购 52 家医疗机构, 进一步完善地县医院网络, 同时通过欧洲 Clínica Baviera 收购了英国 Optimax 集团的 100% 股权, 开始进军英国眼科市场。公司依靠强大的外延并购能力, 不断提升海内外影响力, 巩固公司在全球眼科市场的优势地位。

表1: 爱尔眼科 24H1 部分并购医疗机构情况

被投资公司名称	金额 (元)	持股比例	本期投资盈亏 (元)
重庆眼视光眼科医院有限公司	270,176,900.00	83.02%	6,476,087.62
重庆长寿区爱尔眼科医院有限公司	17,046,000.00	45.00%	51,990.92
象山爱尔眼科医院有限公司	22,680,000.00	70.00%	-155,926.05
宁波奉化爱尔光明眼科医院有限公司	22,155,000.00	70.00%	-284,874.68
长兴爱尔眼科医院有限公司	22,351,000.00	70.00%	-401,932.20
嘉兴爱尔眼科医院有限公司	46,890,000.00	75.00%	-534,324.08
温岭爱尔眼科医院有限公司	28,784,000.00	70.00%	-1,048,208.75
红河爱尔眼科医院有限公司	39,459,000.00	70.00%	-219,927.56
弥勒爱尔眼科医院有限公司	22,057,000.00	70.00%	-222,733.19
梓潼爱尔眼科医院有限公司	8,020,300.00	62.13%	-52,457.24

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

数字眼科新质生产力逐步构建, 人才梯队建设日渐完善。24H1 公司与中国科学院技术研究所的合作进一步深化, 联合研发成果“FedEye 眼科联邦学习平台”在《Cell》子刊发表; 远程会诊平台搭建完成, 推进远程医疗系统升级建设和应用; 公司以打造“AI+眼科”为整体目标, 推动数字化眼健康服务的普惠应用。24H1 公司新引进 600 余名眼科医生及视光师, 进一步完善了各医院的人才队伍建设, 截至 2024 年 6 月底, 公司已与 16 家国内知名高校展开合作, 累计招收、培养的研究生达 600 余人。人工智能等前沿技术的应用拓展以及人才梯队的不断建设完善有助于公司核心竞争力的提升。

表2: 爱尔眼科主要子公司业绩情况 (单位: 亿元、%)

2023H1	收入	收入 yoy	净利润	净利润 yoy	2024H1	收入	收入 yoy	净利润	净利润 yoy
武汉爱尔	3.20	22.0%	1.06	45.4%	武汉爱尔	2.86	-10.60%	0.91	-14.20%
成都爱尔	2.32	2.3%	0.77	-1.8%	辽宁爱尔	2.16	-6.50%	0.78	30.00%
长沙爱尔	2.60	12.5%	0.65	-20.2%	长沙爱尔	2.81	8.10%	0.68	4.60%
辽宁爱尔	2.31	-	0.60	-	成都爱尔	2.14	-7.80%	0.61	-20.80%
重庆爱尔	1.62	9.0%	0.41	13.2%	衡阳爱尔	1.07	0.00%	0.32	14.30%
广州爱尔	1.57	19.3%	0.38	67.9%	滨州沪滨爱尔	1.25	-2.30%	0.29	-3.30%
深圳爱尔	1.47	14.2%	0.30	12.2%	东莞爱尔	1.13	-5.00%	0.27	-6.90%
滨州沪滨爱尔	1.28	-	0.30	-	重庆爱尔	1.4	-13.60%	0.25	-39.00%
东莞爱尔	1.19	1.9%	0.29	-10.6%	南宁爱尔	1.14	-	0.24	-
衡阳爱尔	1.07	12.2%	0.28	18.6%	长春爱尔	0.96	-	0.22	-

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 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” 共同支撑业绩增长。考虑宏观环境影响, 小幅下调盈利预测。预计 2024-2026 年营业收入 216.48/249.89/285.92 亿元 (原为 232.81/269.03/308.13 亿元), 同比增速 6.3%/15.4%/14.4%; 归母净利润 37.47/45.14/54.00 亿元 (原为 40.63/48.90/58.48 亿元), 同比增速 11.5%/20.5%/19.6%。当前股价对应 PE=23.7/19.7/16.5 倍, 维持 “优于大市” 评级。

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 24/09/09	总市值 亿人民币	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
300015	爱尔眼科	9.53	889	0.36	0.40	0.48	0.58	26.5	23.7	19.7	16.5	20%	1.2	优于大市
301267	华夏眼科	17.03	143	0.79	0.85	1.03	1.23	21.5	20.0	16.6	13.9	12%	1.3	无评级
301239	普瑞眼科	30.53	46	1.79	0.96	1.56	2.11	17.0	31.7	19.6	14.5	9%	5.7	无评级
600763	通策医疗	42.45	190	1.12	1.28	1.49	1.74	37.9	33.1	28.5	24.3	14%	2.1	无评级
2273.HK	固生堂	35.70	87	1.03	1.40	1.97	2.63	31.4	23.3	16.5	12.3	12%	0.6	优于大市
1951.HK	锦欣生殖	2.22	56	0.13	0.17	0.21	-	16.2	13.8	11.6	-	4%	0.8	优于大市
6078.HK	海吉亚医疗	15.62	90	1.08	1.35	1.66	2.05	13.1	10.5	8.6	6.9	11%	0.4	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 华夏眼科、普瑞眼科、通策医疗、海吉亚医疗为 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	8911	11240	14735	营业收入	16110	20367	21648	24989	28592
应收款项	1808	2144	2372	2739	3133	营业成本	7980	10022	10599	12181	13890
存货净额	731	900	975	1126	1273	营业税金及附加	45	49	53	62	71
其他流动资产	214	232	247	350	429	销售费用	1556	1966	2046	2349	2659
流动资产合计	9657	10186	13356	16354	20471	管理费用	2293	2669	2796	3207	3607
固定资产	4041	4784	5319	5759	5989	研发费用	222	301	354	400	457
无形资产及其他	814	828	795	762	729	财务费用	7	74	65	87	57
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)
资产总计	26579	30187	33858	37263	41576	其他收入	(477)	(223)	(354)	(400)	(457)
短期借款及交易性金融负债	1112	1618	1400	1200	1000	营业利润	3534	4948	5365	6353	7500
应付款项	1466	1872	1950	2236	2577	营业外净收支	(199)	(397)	(300)	(250)	(200)
其他流动负债	2791	2521	3066	3516	3993	利润总额	3335	4551	5065	6103	7300
流动负债合计	5369	6011	6416	6951	7570	所得税费用	646	895	988	1190	1424
长期借款及应付债券	115	22	22	22	22	少数股东损益	165	297	331	398	477
其他长期负债	3480	4128	4628	4128	3728	归属于母公司净利润	2524	3359	3747	4514	5400
长期负债合计	3595	4151	4651	4151	3751	现金流量表 (百万元)					
负债合计	8963	10162	11067	11102	11321	净利润	2524	3359	3747	4514	5400
少数股东权益	944	1169	1393	1667	1999	资产减值准备	(152)	330	61	74	33
股东权益	16671	18856	24933	28030	31793	折旧摊销	620	688	517	620	720
负债和股东权益总计	26579	30187	37393	40798	45112	公允价值变动损失	261	463	420	400	400
关键财务与估值指标						财务费用	7	74	65	87	57
每股收益	0.35	0.36	0.40	0.48	0.58	营运资本变动	(1290)	(1730)	866	(311)	(170)
每股红利	0.12	0.10	0.13	0.15	0.18	其它	259	(114)	163	200	299
每股净资产	2.32	2.02	2.67	3.00	3.41	经营活动现金流	2223	2996	5774	5497	6682
ROIC	21%	24%	23%	26%	30%	资本开支	0	(1267)	(1500)	(1500)	(1350)
ROE	15%	18%	15%	16%	17%	其它投资现金流	(600)	89	(39)	(50)	0
毛利率	50%	51%	51%	51%	51%	投资活动现金流	(599)	(1178)	(1539)	(1550)	(1350)
EBIT Margin	26%	28%	27%	27%	28%	权益性融资	3878	90	0	0	0
EBITDA Margin	30%	31%	29%	30%	30%	负债净变化	57	(93)	0	0	0
收入增长	7%	26%	6%	15%	14%	支付股利、利息	(875)	(920)	(1205)	(1418)	(1637)
净利润增长率	9%	33%	12%	20%	20%	其它融资现金流	(2265)	214	(218)	(200)	(200)
资产负债率	37%	38%	33%	31%	30%	融资活动现金流	(21)	(1722)	(1423)	(1618)	(1837)
息率	1.3%	1.0%	1.4%	1.6%	1.8%	现金净变动	1602	95	2812	2329	3495
P/E	27.1	26.5	23.7	19.7	16.5	货币资金的期初余额	4402	6004	6099	8911	11240
P/B	4.1	4.7	3.6	3.2	2.8	货币资金的期末余额	6004	6099	8911	11240	14735
EV/EBITDA	15.9	15.6	15.8	13.5	11.6	企业自由现金流	2745	2239	4552	4275	5566
						权益自由现金流	537	2359	4550	4387	5791

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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