

经营稳健，期待消费复苏

——爱尔眼科 2024 年三季度报业绩点评



增持(首次)

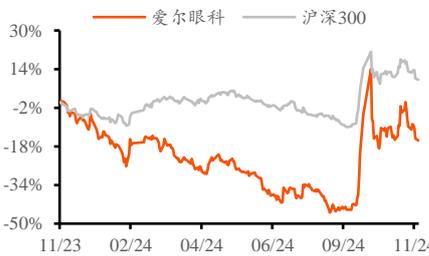
行业：医药生物
日期：2024年11月27日

分析彭波
师：
E- pengbo@yongxingsec.com
mail：
SAC 编 S1760524100001
号：

基本数据

11月25日收盘价(元) 14.13
12mthA 股价格区间(元) 9.05-19.09
总股本(百万股) 9,327.01
无限售 A 股/总股本 84.82%
流通市值(亿元) 1,117.88

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

■ 事件描述

公司发布 2024 年三季度报，收入稳健，毛利率承压：2024 年前三季度收入约 163.0 亿元，同比增长 1.58%；归母净利润约 34.5 亿元，同比增长 8.5%；扣非归母净利润约 31.1 亿元，同比增长 0.26%。前三季度公司毛利率、归母净利率、扣非归母净利率分别为 51.0%、21.2%、19.1%，同比分别下降 0.92 个百分点、提升 1.35 个百分点、下降 0.25 个百分点。24Q3 毛利率、归母净利率、扣非归母净利率分别为 53.9%、24.4%、23.1%，同比分别下降 2.4 个百分点、0.99 个百分点、0.15 个百分点。

■ 核心观点

手术量增长快于收入增长，单价承压：据中报显示，2024 年上半年公司实现门诊量 794.07 万人次，同比增长 9.23%；手术量 64.99 万例，同比增长 6.92%；门诊量和手术量增速快于收入增速，单价同比下降。2024 年上半年，公司国内和海外收入分别约 92.43 亿元、13.02 亿元，同比分别增长 1.70%、11.95%，海外增速明显快于国内，其中欧洲地区收入增长 16.41%，主要系上半年公司通过欧洲 Clínica Baviera 收购了英国 Optimax 集团 100% 股权，而国内行业增长阶段性受限。我们认为，未来宏观环境复苏，公司国内业务将明显受益。

进一步完善县医院网络，持续推进国际化战略：2024 年，通过收购 87 家医疗机构，进一步完善县医院网络；通过欧洲 Clínica Baviera 收购了英国 Optimax 集团 100% 股权，从而进军英国眼科市场，国际化战略持续推进。我们认为，随着公司旗下医院不断增多，其覆盖的患者人群不断增加，未来分级连锁和国际化优势将会进一步体现。

■ 投资建议

我们认为，宏观环境变化是当前公司业务承压的核心因素，公司作为民营眼科医院龙头，经营具有韧性，业绩具有较大弹性；我们预计 2024 年-2026 年公司收入分别约 211.4 亿元、230.1 亿元、242.1 亿元，归母净利润分别约 36.8 亿元、39.6 亿元、43.3 亿元，当前对应 PE 估值分别约 35.8X、33.3X、30.4X，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示

消费复苏不达预期风险；医疗事故风险；并购医院整合不达预期以及商誉减值风险；核心人才流失风险。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,367	21,144	23,008	24,208
年增长率 (%)	26.4%	3.8%	8.8%	5.2%
归属于母公司的净利润	3,359	3,680	3,960	4,329
年增长率 (%)	33.1%	9.6%	7.6%	9.3%
每股收益 (元)	0.36	0.39	0.42	0.46
市盈率 (X)	43.41	35.81	33.28	30.44
净资产收益率 (%)	17.8%	17.6%	16.9%	16.5%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2024 年 11 月 25 日收盘价)

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,657	10,186	10,388	13,909	17,637	经营活动现金流	4,491	5,872	6,634	7,338	7,661
货币资金	6,004	6,099	5,870	9,159	12,763	净利润	2,689	3,656	3,957	4,213	4,581
应收及预付	1,671	2,013	2,008	1,976	1,858	折旧摊销	1,390	1,665	2,552	2,555	2,623
存货	731	900	982	1,047	1,101	营运资金变动	-48	-152	-156	-13	-141
其他流动资产	1,251	1,174	1,529	1,728	1,916	其它	460	702	281	584	598
非流动资产	16,922	20,001	22,806	22,563	22,100	投资活动现金流	-3,260	-3,304	-5,192	-2,383	-2,226
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-1,380	-1,454	-5,449	-2,240	-2,140
固定资产	3,519	3,864	4,983	4,709	4,163	投资变动	-1,922	-1,892	75	-131	-131
在建工程	522	920	510	305	203	其他	42	42	182	-12	45
无形资产	814	828	833	838	843	筹资活动现金流	390	-2,510	-1,674	-1,666	-1,830
其他长期资产	12,067	14,388	16,480	16,711	16,891	银行借款	-41	184	55	20	20
资产总计	26,579	30,187	33,194	36,472	39,738	股权融资	3,878	90	-514	0	0
流动负债	5,369	6,011	6,263	6,453	6,415	其他	-3,447	-2,785	-1,215	-1,686	-1,850
短期借款	573	850	850	850	850	现金净增加额	1,643	93	-229	3,289	3,605
应付及预收	1,466	1,872	1,785	1,898	1,927	期初现金余额	4,349	5,992	6,085	5,855	9,144
其他流动负债	3,330	3,289	3,628	3,705	3,638	期末现金余额	5,992	6,085	5,855	9,144	12,749
非流动负债	3,595	4,151	4,617	4,837	5,057						
长期借款	115	22	77	97	117						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	3,480	4,128	4,540	4,740	4,940						
负债合计	8,963	10,162	10,881	11,290	11,473						
股本	7,177	9,328	9,327	9,327	9,327						
资本公积	3,970	1,525	1,012	1,012	1,012						
留存收益	6,940	9,581	12,137	14,752	17,584						
归属母公司股东权益	16,671	18,856	20,867	23,483	26,314						
少数股东权益	944	1,169	1,446	1,699	1,951						
负债和股东权益	26,579	30,187	33,194	36,472	39,738						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	7.4%	26.4%	3.8%	8.8%	5.2%
营业利润增长	1.2%	40.0%	1.1%	6.2%	8.5%
归母净利润增长	8.6%	33.1%	9.6%	7.6%	9.3%
获利能力					
毛利率	50.5%	50.8%	49.4%	48.8%	48.8%
净利率	16.7%	18.0%	18.7%	18.3%	18.9%
ROE	15.1%	17.8%	17.6%	16.9%	16.5%
ROIC	14.4%	17.0%	14.3%	13.8%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	33.7%	33.7%	32.8%	31.0%	28.9%
净负债比率	-8.2%	-2.5%	1.4%	-10.9%	-21.7%
流动比率	1.80	1.69	1.66	2.16	2.75
速动比率	1.62	1.51	1.45	1.94	2.52
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.72	0.67	0.66	0.64
应收账款周转率	10.40	11.70	11.29	12.62	13.95
存货周转率	12.26	12.29	11.38	11.61	11.53
每股指标 (元)					
每股收益	0.28	0.36	0.39	0.42	0.46
每股经营现金流	0.63	0.63	0.71	0.79	0.82
每股净资产	2.32	2.02	2.24	2.52	2.82
估值比率					
P/E	111.36	43.41	35.81	33.28	30.44
P/B	13.37	7.83	6.32	5.61	5.01
EV/EBITDA	41.48	20.71	17.42	16.29	14.94

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。