

25Q1 业绩增速亮眼，尽显头部连锁经营韧性

2025 年 04 月 28 日

➤ **事件：**2024 年 4 月 25 日，公司发布 2024 年年报以及 2025 年一季报。

- 1) 2024 年，公司营业收入达到 209.83 亿元 (yoy+3.02%)，归母净利润 35.56 亿元 (yoy +5.87%)，扣非归母净利润 30.99 亿元 (yoy -11.82%)。分业务拆分，2024 年屈光 76.02 亿元 (yoy +2.31%)；视光 52.78 亿元 (yoy +6.42%)；白内障 34.89 亿元 (yoy +4.87%)；眼前段项目 18.97 亿元 (yoy +5.95%)；眼后段项目 14.99 亿元 (yoy +8.22%)；其他项目收入 11.42 亿元 (yoy -19.43%)。
- 2) 25Q1 公司营业收入 60.26 亿元 (yoy+15.97%)，归母净利润 10.50 亿元 (yoy+16.71%)，扣非归母净利润 10.60 亿元 (yoy+25.78%)。扣非归母净利润增速优于归母净利润增速是由于 24Q1 政府补助 8241 万元 (25Q1 政府补助 983 万元)，非经常性收益退坡，导致扣非归母净利润增速高涨；扣非归母净利润增速更能反映公司自主经营业绩情况。

➤ **点评：**

- 1) **公司屈光客单价提升有望拉动细分板块增长，白内障前期高基数逐步退坡有望带来增速回升。**公司 2024 年，受到外部环境以及白内障晶体集采等因素影响，公司屈光以及白内障手术增速放缓。公司 2024 年陆续推出全光塑、全飞秒 4.0 等升级术式，至今新术式按计划推广，接受程度得到验证，屈光手术平均客单价稳步提升；2025 年，爱尔眼科已推出全飞秒 Pro，并有望推出 ICL V5 晶体等，进一步满足多层次的需求，有望进一步带动公司屈光平均客单价的提升。此外，白内障方面，人工晶体集采中选结果在 2024 年 5 月至 6 月期间陆续在各省落地实施，公司人工晶体前期高基数效应有望自今年 5 月开始逐步消化，后续我们预计白内障业务增速有望回归正常水平。
- 2) **降本增效带来费用端下降。**25Q1 毛利率 48.02% (yoy-0.28pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.03%/12.63%/1.31%/0.70%，同比-0.32/-0.82/-0.13/-0.49pct，期间费用率下降 1.76pct。我们预计提质控费有望压缩费用端支出，全年层面看具备持续性。

➤ **投资建议：**公司作为眼科医疗服务龙头，随着品牌力的加强，经营韧性逐步显现。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 230.90 亿元/260.74 亿元以及 292.24 亿元，对应增速分别为 10.0%/12.9%/12.1%；2025-2027 年归母净利润分别为 40.31 亿元/47.00 亿元以及 54.32 亿元，对应增速分别为 13.3%/16.6%/15.6%，对应 PE 分别为 30/26/23 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 行业竞争加剧的风险；2) 医疗事故风险；3) 商誉减值的风险；4) 扩张速度不及预期风险；5) 需求端消费力承压的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	20,983	23,090	26,074	29,224
增长率 (%)	3.0	10.0	12.9	12.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,556	4,031	4,700	5,432
增长率 (%)	5.9	13.3	16.6	15.6
每股收益 (元)	0.38	0.43	0.50	0.58
PE	34	30	26	23
PB	5.9	5.3	4.7	4.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 04 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.13 元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 乐妍希

执业证书：S0100523060003

邮箱：yueyanxi@mszq.com

相关研究

1. 爱尔眼科 (300015.SZ) 深度报告：“1+8+N”模式树立品牌，眼科龙头壁垒持续加深-2024/10/24

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20,983	23,090	26,074	29,224
营业成本	10,887	11,968	13,400	15,014
营业税金及附加	67	58	65	73
销售费用	2,152	2,309	2,607	2,922
管理费用	2,989	3,186	3,598	4,033
研发费用	321	358	404	453
EBIT	4,675	5,262	6,057	6,936
财务费用	214	210	161	119
资产减值损失	-188	0	0	0
投资收益	213	111	125	140
营业利润	4,825	5,163	6,021	6,958
营业外收支	-231	0	0	0
利润总额	4,594	5,163	6,021	6,958
所得税	858	929	1,084	1,252
净利润	3,736	4,234	4,937	5,705
归属于母公司净利润	3,556	4,031	4,700	5,432
EBITDA	6,622	7,232	8,072	8,997

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,364	9,432	12,948	14,734
应收账款及票据	1,993	2,139	2,416	2,850
预付款项	141	133	149	167
存货	985	1,040	1,164	1,304
其他流动资产	1,183	1,225	1,260	881
流动资产合计	9,666	13,969	17,936	19,936
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,212	5,324	5,398	5,448
无形资产	861	861	861	861
非流动资产合计	23,589	23,626	23,590	23,552
资产合计	33,255	37,596	41,527	43,488
短期借款	1,450	1,450	1,450	1,450
应付账款及票据	2,040	2,241	2,509	2,811
其他流动负债	3,174	4,502	4,913	2,832
流动负债合计	6,665	8,193	8,872	7,094
长期借款	44	44	44	44
其他长期负债	4,735	4,738	4,738	4,738
非流动负债合计	4,779	4,781	4,781	4,781
负债合计	11,443	12,975	13,654	11,875
股本	9,327	9,327	9,327	9,327
少数股东权益	1,097	1,301	1,538	1,812
股东权益合计	21,812	24,621	27,873	31,612
负债和股东权益合计	33,255	37,596	41,527	43,488

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.02	10.04	12.92	12.08
EBIT 增长率	-14.02	12.56	15.10	14.52
净利润增长率	5.87	13.35	16.61	15.56
盈利能力 (%)				
毛利率	48.12	48.17	48.61	48.62
净利率	16.95	17.46	18.03	18.59
总资产收益率 ROA	10.69	10.72	11.32	12.49
净资产收益率 ROE	17.17	17.28	17.85	18.23
偿债能力				
流动比率	1.45	1.71	2.02	2.81
速动比率	1.26	1.54	1.86	2.58
现金比率	0.80	1.15	1.46	2.08
资产负债率 (%)	34.41	34.51	32.88	27.31
经营效率				
应收账款周转天数	33.39	32.21	31.44	32.43
存货周转天数	31.17	30.46	29.60	29.59
总资产周转率	0.66	0.65	0.66	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.43	0.50	0.58
每股净资产	2.22	2.50	2.82	3.20
每股经营现金流	0.52	0.82	0.79	0.63
每股股利	0.16	0.18	0.21	0.24
估值分析				
PE	34	30	26	23
PB	5.9	5.3	4.7	4.1
EV/EBITDA	18.58	17.02	15.24	13.68
股息收益率 (%)	1.22	1.38	1.61	1.86

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,736	4,234	4,937	5,705
折旧和摊销	1,947	1,970	2,016	2,061
营运资金变动	-922	1,181	101	-1,992
经营活动现金流	4,882	7,636	7,330	5,907
资本开支	-1,825	-1,252	-1,232	-1,274
投资	-1,237	0	0	0
投资活动现金流	-2,848	-1,127	-1,106	-1,133
股权募资	83	0	0	0
债务募资	535	0	0	0
筹资活动现金流	-2,734	-2,441	-2,708	-2,988
现金净流量	-724	4,068	3,516	1,786

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048