

爱尔眼科（300015.SZ）

优于大市

2024 全年业绩表现稳健，25Q1 业绩增速回升

核心观点

2024 年业绩增长稳健，25Q1 业绩增速回升。2024 年公司实现营业收入 209.83 元，同比增长 3.0%；归母净利润 35.56 亿元，同比增长 5.9%。在 2024 年行业面临价格下行压力的环境下，公司全年收入及利润保持稳健增长态势。2025Q1 公司实现营业收入 60.26 亿元，同比增长 16.0%；归母净利润 10.50 亿元，同比增长 16.7%。受益于征兵体检时间提前以及公司全光塑、全飞 4.0 等新技术的发展，公司 2025Q1 业绩增速明显恢复。随着后续公司高端术式逐步放量、行业价格压力逐渐出清，以及公司通过 AI 赋能带来的经营效率提升，公司 2025 年有望实现较快同比增长。看好公司作为民营眼科连锁龙头企业的长期业绩表现。

全年门诊量及手术量持续提升，各业务板块均衡增长。2024 年实现门诊量 1694.07 万人次，同比增长 12.1%；手术量 129.47 万例，同比增长 9.4%。分业务来看，屈光项目收入 76.03 亿元（+2.3%），白内障项目收入 34.89 亿元（+4.9%），眼前段项目收入 18.98 亿元（+6.0%），眼后段项目收入 14.99 亿元（+8.2%），视光服务项目收入 52.79 亿元（+6.4%），各业务板块实现均衡增长。分地区来看，中国/欧洲/东南亚/美国分别实现收入 94.58/10.35/2.43/0.37 亿元，同比+1.7%/+18.1%/+7.5%/-7.7%。截至 2024 年末公司已在境外布局 163 家眼科中心及诊所；在境内共拥有 352 家医院及 229 家门诊部。

费用率水平略有提升，毛利率承压。2024 年公司销售费用率 10.3%（+0.6pp）；管理费用率 14.2%（+1.1pp）；财务费用率 1.0%（+0.7pp）；研发费用率 1.5%（-0.1%）。全年毛利率 48.1%（-2.7pp），归母净利率 17.8%（-0.2pp），公司费用率提升及利润端承压预计主要因 2024 年全年业绩增速放缓但市场投入等费用依然较快提升所致。

投资建议：考虑公司高端术式放量、服务网络扩张以及“AI+眼科”为公司经营效率与服务能力带来的提升，上调营业收入预测；考虑到行业价格压力对利润端的影响，略下调归母净利润预测。新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年营业收入预测 241.70/277.66/317.71 亿元（2025-2026 原为 238.21/272.41 亿元），同比增速 15.2%/14.9%/14.4%；预计 2025-2027 年归母净利润 41.35/48.77/57.59 亿元（2025-2026 原为 42.62/51.02 亿元）同比增速 16.3%/17.9%/18.1%。维持“优于大市”评级。

风险提示：消费复苏不达预期、医疗事故风险、市场竞争加剧风险。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,367	20,983	24,170	27,766	31,771
(+/-%)	26.4%	3.0%	15.2%	14.9%	14.4%
净利润(百万元)	3359	3556	4135	4877	5759
(+/-%)	33.1%	5.9%	16.3%	17.9%	18.1%
每股收益(元)	0.36	0.38	0.44	0.52	0.62
EBIT Margin	27.8%	23.3%	25.4%	25.4%	25.6%
净资产收益率 (ROE)	17.8%	17.2%	15.4%	16.3%	17.2%
市盈率 (PE)	36.4	34.4	29.6	25.1	21.2
EV/EBITDA	20.9	23.3	19.9	17.3	15.1
市净率 (PB)	6.49	5.90	4.55	4.08	3.66

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：陈曦炳 证券分析师：彭思宇
0755-81982939 0755-81982723
chenxibing@guosen.com.cn pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521120001 S0980521060003

证券分析师：张超 联系人：贾瑞祥
0755-81982940 021-60875137
zhangchao4@guosen.com.cn jiaruixiang@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 13.11 元
总市值/流通市值 122277/103975 百万元
52 周最高价/最低价 19.09/9.05 元
近 3 个月日均成交额 1022.15 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）-短期增长承压，医院收购持续有序推进》——2024-10-31

《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》——2024-09-09

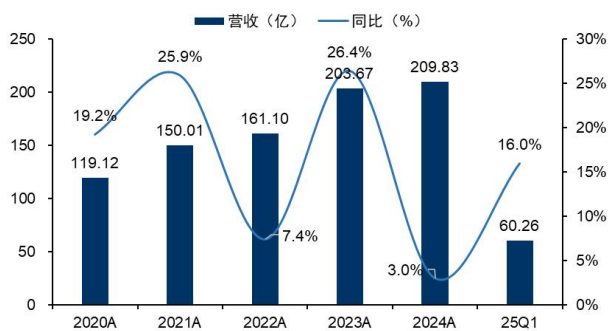
《爱尔眼科（300015.SZ）-2024 年一季度归母净利润同比增长 15%，眼科龙头展现经营韧性》——2024-05-12

《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

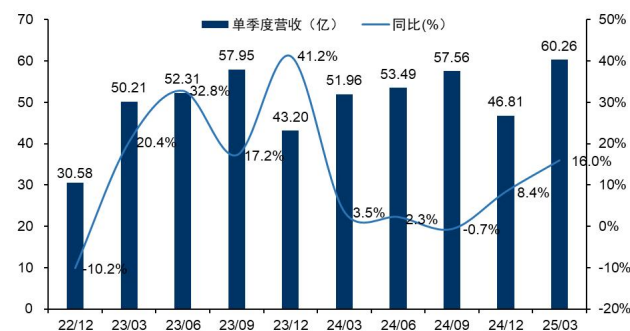
2024 年业绩增长稳健，25Q1 业绩增速回升。2024 年公司实现营业收入 209.83 亿元，同比增长 3.0%；归母净利润 35.56 亿元，同比增长 5.9%。在 2024 年行业面临价格下行压力的环境下，公司全年收入及利润保持稳健增长态势。2025Q1 公司实现营业收入 60.26 亿元，同比增长 16.0%；归母净利润 10.50 亿元，同比增长 16.7%。受益于征兵体检时间提前以及公司全光塑、全飞 4.0 等新技术的发展，公司 2025Q1 业绩增速明显恢复。随着后续公司高端术式逐步放量、行业价格压力逐渐出清，以及公司通过 AI 赋能带来的经营效率提升，公司 2025 年有望实现较快同比增长。看好公司作为民营眼科连锁龙头企业的长期业绩表现。

图1：爱尔眼科营业收入及增速（单位：亿元、%）



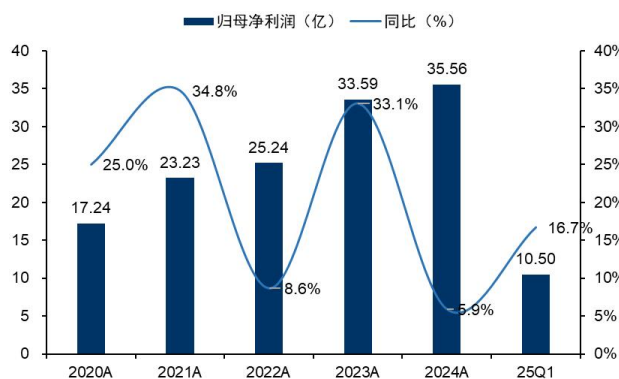
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：爱尔眼科单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



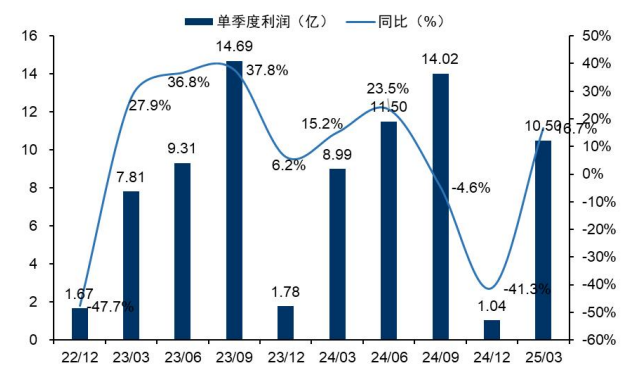
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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

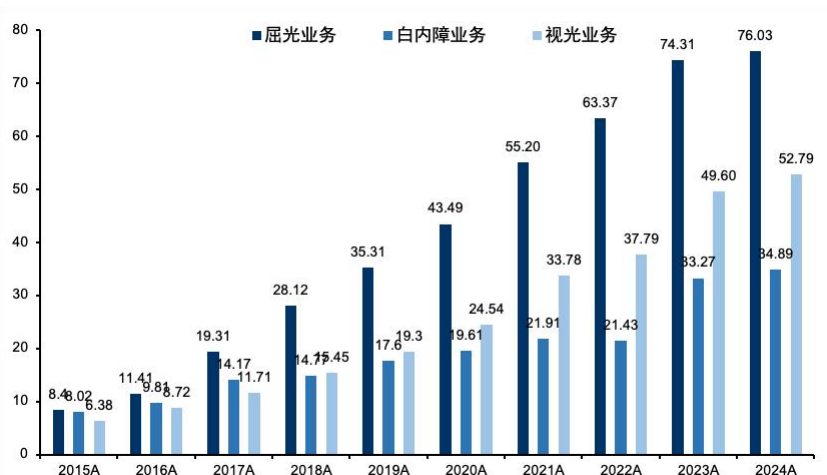
图4：爱尔眼科单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

全年门诊量及手术量持续提升，各业务板块均衡增长。2024 年实现门诊量 1694.07 万人次，同比增长 12.1%；手术量 129.47 万例，同比增长 9.4%。分业务来看，屈光项目收入 76.03 亿元(+2.3%)，白内障项目收入 34.89 亿元(+4.9%)，眼前段项目收入 18.98 亿元(+6.0%)，眼后段项目收入 14.99 亿元(+8.2%)，视光服务项目收入 52.79 亿元(+6.4%)，各业务板块实现均衡增长。分地区来看，中国/欧洲/东南亚/美国分别实现收入 94.58/10.35/2.43/0.37 亿元，同比 +1.7%/+18.1%/+7.5%/-7.7%。公司通过重点区域“高地布局”战略拓展海外市场，截至 2024 年末已在境外布局 163 家眼科中心及诊所；公司在国内市场“1+8+N”战略指引下，分级连锁网络体系逐步建设完善，截至 2024 年末公司在境内共拥有 352 家医院及 229 家门诊部。

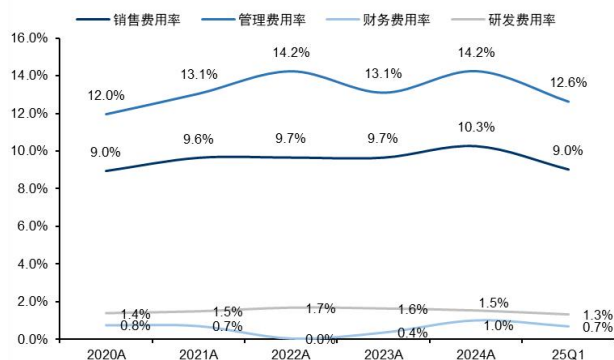
图5: 爱尔眼科三大核心业务收入 (2015A-2024A, 单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

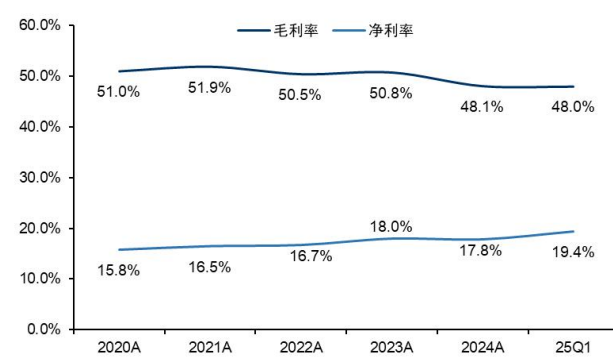
费用率水平略有提升, 毛利率承压。2024 年公司销售费用率 10.3% (+0.6pp); 管理费用率 14.2% (+1.1pp); 财务费用率 1.0% (+0.7pp); 研发费用率 1.5% (-0.1%)。全年毛利率 48.1% (-2.7pp), 归母净利率 17.8% (-0.2pp), 公司费用率提升及利润端承压预计主要因 2024 年全年业绩增速放缓但市场投入等费用依然较快提升所致。

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

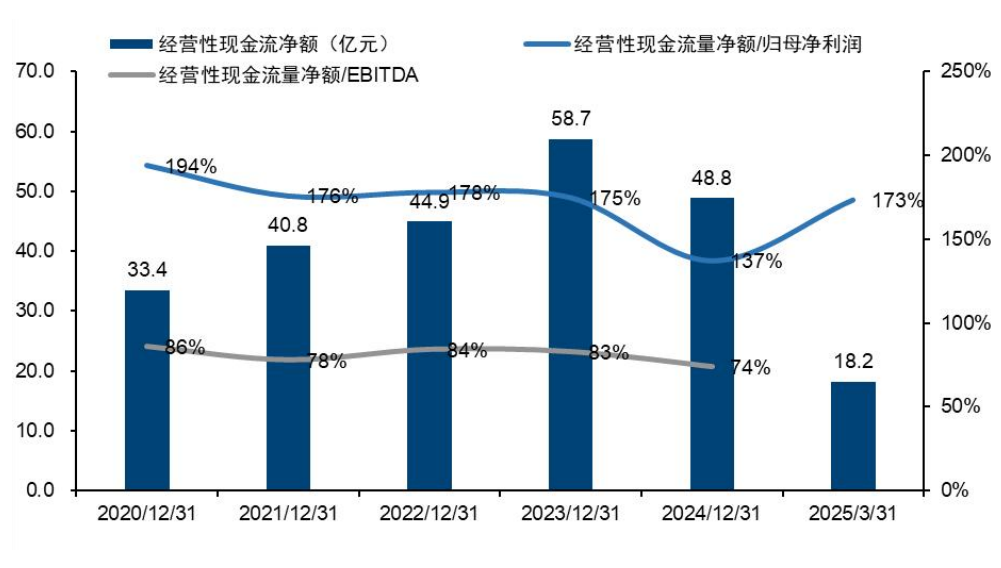
图7: 爱尔眼科毛利率、净利率变化情况



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。2024 全年公司经营性现金流净额 48.82 亿元, 同比减少 16.86%。经营性现金流净额与归母净利润的比值为 137%, 较 2023 年水平有所下降。2024 年末, 公司账面货币资金达 53.64 亿元, 依然保持较高水平, 保证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

医疗服务网络持续扩张，“AI+眼科”应用落地布局。2024 年公司并购 87 家医疗机构，进一步完善基层医院网络。公司通过收购 Optimax 集团进军英国市场。公司于 2024 年 9 月份发布自主研发的 AierGPT 眼科垂直大模型，10 月份发布数字人“爱科（Eyecho）”，公司通过 AI 智能客服在线服务 201 万人次。随着后续公司“AI+眼科”应用的进一步进步和完善，预计公司整体医疗服务质量将得到切实提升。

投资建议：考虑公司高端术式放量、服务网络扩张以及“AI+眼科”为公司经营效率与服务能力带来的提升，上调营业收入预测；考虑到行业价格压力对利润端的影响，略下调归母净利润预测。新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年营业收入预测 241.70/277.66/317.71 亿元（2025-2026 原为 238.21/272.41 亿元），同比增速 15.2%/14.9%/14.4%；预计 2025-2027 年归母净利润 41.35/48.77/57.59 亿元（2025-2026 原为 42.62/51.02 亿元），同比增速 16.3%/17.9%/18.1%。维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE		PEG	投资评级
		25/04/25	亿元/亿港元	24A/E	24E	26E	27E	24A/E	24E	26E	27E	(24A/E)	(25E)		
300015	爱尔眼科	13.11	1,223	0.38	0.44	0.52	0.62	34.4	29.6	25.1	21.2	17%	1.9	1.9	优于大市
301267	华厦眼科	18.98	159	0.51	0.57	0.66	0.76	37.3	33.2	28.8	25.0	7%	2.8	2.8	无评级
301239	普瑞眼科	41.28	62	0.04	0.95	1.49	-	1015.8	43.4	27.7	-	0%	-	-	无评级
600763	通策医疗	39.79	178	1.12	1.21	1.34	1.41	39.6	32.9	29.8	28.2	12%	4.1	4.1	无评级
2273.HK	固生堂	32.00	77	1.22	1.58	2.00	2.54	23.3	18.8	14.8	11.7	13%	0.8	0.8	优于大市
1951.HK	锦欣生殖	2.96	82	0.10	0.13	0.15	0.18	24.3	20.8	17.9	15.2	3%	0.7	0.7	无评级
6078.HK	海吉亚医疗	14.32	89	0.95	1.13	1.31	1.54	13.7	11.7	10.2	8.7	9%	0.7	0.7	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：华厦眼科、普瑞眼科、通策医疗、海吉亚医疗、锦欣生殖为 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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6099	5364	8034	10425	13642	营业收入	20367	20983	24170	27766	31771
应收款项	2144	2294	2649	3043	3482	营业成本	10022	10887	12371	14215	16222
存货净额	900	985	1136	1307	1486	营业税金及附加	49	67	73	78	83
其他流动资产	232	296	341	389	477	销售费用	1966	2152	2417	2777	3177
流动资产合计	10186	9666	13009	16064	19986	管理费用	2669	2989	2781	3200	3656
固定资产	4784	5548	5998	6371	6505	研发费用	281	311	396	444	508
无形资产及其他	828	861	826	792	757	财务费用	74	214	63	85	56
投资性房地产	14388	17181	17181	17181	17181	投资收益	47	213	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	304	147	(420)	(400)	(400)
资产总计	30187	33255	37014	40407	44430	其他收入	(990)	(210)	(396)	(444)	(508)
短期借款及交易性金融负债	1618	2215	1400	1200	1000	营业利润	4948	4825	5700	6618	7720
应付款项	1872	2040	2271	2606	3021	营业外净收支	(397)	(231)	(300)	(250)	(200)
其他流动负债	2521	2409	3480	3995	4562	利润总额	4551	4594	5400	6368	7520
流动负债合计	6011	6665	7151	7801	8583	所得税费用	895	858	1053	1242	1466
长期借款及应付债券	22	44	44	44	44	少数股东损益	297	180	212	250	295
其他长期负债	4128	4735	5235	4735	4335	归属于母公司净利润	3359	3556	4135	4877	5759
长期负债合计	4151	4779	5279	4779	4379	现金流量表（百万元）					
负债合计	10162	11443	12430	12580	12961	净利润	3359	3556	4135	4877	5759
少数股东权益	1169	1097	1232	1390	1568	资产减值准备	330	(195)	28	23	13
股东权益	18856	20715	26888	29973	33437	折旧摊销	688	846	637	738	837
负债和股东权益总计	30187	33255	40550	43943	47966	公允价值变动损失	(304)	(147)	420	400	400
关键财务与估值指标						财务费用	74	214	63	85	56
每股收益	0.36	0.38	0.44	0.52	0.62	营运资本变动	(1730)	(2625)	1280	(241)	(112)
每股红利	0.10	0.18	0.16	0.19	0.25	其它	(114)	291	107	135	164
每股净资产	2.02	2.22	2.88	3.21	3.58	经营活动现金流	2229	1726	6606	5932	7062
ROIC	24%	18%	21%	24%	28%	资本开支	0	(1520)	(1500)	(1500)	(1350)
ROE	18%	17%	15%	16%	17%	其它投资现金流	89	85	(124)	(50)	0
毛利率	51%	48%	49%	49%	49%	投资活动现金流	89	(1435)	(1624)	(1550)	(1350)
EBIT Margin	28%	23%	25%	25%	26%	权益性融资	90	83	0	0	0
EBITDA Margin	31%	27%	28%	28%	28%	负债净变化	(93)	22	0	0	0
收入增长	26%	3%	15%	15%	14%	支付股利、利息	(920)	(1657)	(1498)	(1792)	(2295)
净利润增长率	33%	6%	16%	18%	18%	其它融资现金流	(286)	2161	(815)	(200)	(200)
资产负债率	38%	38%	34%	32%	30%	融资活动现金流	(2223)	(1027)	(2313)	(1992)	(2495)
息率	0.8%	1.4%	1.2%	1.5%	1.9%	现金净变动	95	(735)	2670	2391	3217
P/E	36.4	34.4	29.6	25.1	21.2	货币资金的期初余额	6004	6099	5364	8034	10425
P/B	6.5	5.9	4.5	4.1	3.7	货币资金的期末余额	6099	5364	8034	10425	13642
EV/EBITDA	20.9	23.3	19.9	17.3	15.1	企业自由现金流	3506	677	5353	4675	5916
						权益自由现金流	3126	2859	4713	4755	6106

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