

25Q1 经营势头较好, 国际化版图稳步推进

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2024 年&2025Q1 业绩报告。2024 年公司实现营收 209.8 亿元, 同比+3.0%, 实现归母净利润 35.6 亿元, 同比+5.9%, 其中 2024Q4 实现营收 46.8 亿元, 归母净利润 1.0 亿元。2025Q1 实现营收 60.3 亿元, 同比+16.0%, 实现归母净利润 10.5 亿元, 同比+16.7%。
- **医疗服务:** 2024 年医疗服务实现收入 144.9 亿元, 同比+4.0%, 占整体营收比重为 69%。其中屈光项目收入 76.0 亿元, 同比+2.3%, 占医疗服务比重为 52.5%; 白内障项目收入 34.9 亿元, 同比+4.9%, 占医疗服务比重为 24.1%; 眼前段收入 19.0 亿元, 同比+6.0%, 占医疗服务比重为 13.1%; 眼后段收入 15.0 亿元, 同比+8.0%, 占医疗服务比重为 10.3%。从毛利率情况来看, 2024 年医疗服务毛利率为 45.9%, 较 2023 年下滑 3.1pp, 其中屈光/白内障/眼前段/眼后段分别下滑 2.3pp/3.2pp/4.5pp/3.3pp。
- **视光:** 2024 年视光实现收入 52.8 亿元, 同比+6.4%, 占整体营收比重为 25.2%。公司依托“眼科门诊部+医院”分级模式下沉基层, OK 镜、离焦镜增速显著, 预计后续视光业务收入占比仍有一定提升空间。
- **“内生+外延”国内外版图拓展, 推进新技术、新产品临床应用。** 公司持续推进“1+8+N”战略布局, 夯实全球医疗网络优势, 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、贵州爱尔已建成营业, 北京爱尔英智正在建设中; 收购了 87 家医疗机构进一步完善基层医院网络; 收购 Optimax 集团进军英国市场, 截止 2024 年底境外已布局 163 家眼科中心及诊所中国港澳台及海外收入占比已达到 12.5%。2024 年, 公司完成以色列汉利达 INTENSITY™ 三焦增强型人工晶状体国内首例植入手术, 作为国内首批分别引进景深延长散光矫正型人工晶状体 TECNIS Symfony Toric IOL 植入手术、散光矫正三焦点 939MP 人工晶体植入手术。
- **盈利预测:** 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.43/0.49/0.55 元。
- **风险提示:** 市场竞争风险, 政策风险, 商誉减值风险。

指标年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20982.89	23641.88	26607.56	29922.82
增长率	3.02%	12.67%	12.54%	12.46%
归属母公司净利润(百万元)	3556.06	4020.47	4544.52	5113.00
增长率	5.87%	13.06%	13.03%	12.51%
每股收益 EPS(元)	0.38	0.43	0.49	0.55
净资产收益率 ROE	17.13%	16.18%	15.46%	14.81%
PE	34	30	27	24
PB	5.55	4.64	3.92	3.34

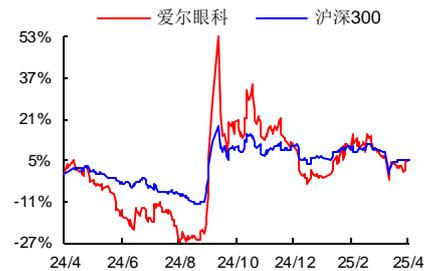
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 汪翌雯
执业证号: S1250522120002
电话: 13761961340
邮箱: wangyw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	93.27
流通 A 股(亿股)	79.31
52 周内股价区间(元)	9.13-19.09
总市值(亿元)	1,224.64
总资产(亿元)	345.85
每股净资产(元)	2.34

相关研究

1. 爱尔眼科(300015): 业绩符合预期, 经营韧性凸显 (2024-05-03)

盈利预测

关键假设：

假设 1：假设公司医疗服务中屈光项目由于高端术式结构价格提升、刚性消费略有恢复，屈光业务 2025-2027 年收入同比+16%/15%/14%，白内障集采影响消散以价换量 2025-2027 年收入同比+5%/4%/3%，眼前段、眼后段 2025-2027 年收入同比+3%/3%/3%，合计医疗服务收入同比+10.3%/9.9%/9.4%，毛利率由于屈光术式结构调整有望小幅提升，预计 2025-2027 年分别为 46.9%/48.0%/49.2%；

假设 2：假设公司视光门诊持续开拓，视光业务增速较好，预计 2025-2027 年视光收入同比+21%/21%/21%，毛利率由于产品价格下行小幅下滑为 54%/53%/52%；

假设 3：假设公司深耕疑难病种研究，其他病种预计 2025-2027 年收入同比+5.1%/4.2%/4%，毛利率维持不变；

假设 4：假设其他业务收入、毛利率维持不变。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024	2025E	2026E	2027E
医疗服务	收入	144.89	159.82	175.56	191.99
	yoy	3.98%	10.30%	9.85%	9.35%
	毛利率	45.92%	46.93%	48.03%	49.16%
视光服务	收入	52.79	63.87	77.28	93.51
	yoy	6.42%	21.00%	21.00%	21.00%
	毛利率	54.49%	54.00%	53.00%	52.00%
其他病种	收入	11.42	12.00	12.50	13.00
	yoy	-19.44%	5.05%	4.17%	4.00%
	毛利率	44.81%	44.81%	44.81%	44.81%
其他业务	收入	0.73	0.73	0.73	0.73
	yoy	34.87%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	74.39%	74.39%	74.39%	74.39%
合计	收入	209.83	236.42	266.08	299.23
	yoy	3.02%	12.67%	12.54%	12.46%
	毛利率	48.12%	48.59%	49.19%	49.74%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20982.89	23641.88	26607.56	29922.82	净利润	3736.13	4224.06	4774.65	5371.91
营业成本	10886.55	12154.16	13518.60	15040.30	折旧与摊销	1198.62	1218.90	1319.97	1418.84
营业税金及附加	66.73	64.52	73.55	82.77	财务费用	214.30	143.81	158.27	190.15
销售费用	2151.67	2245.98	2820.40	3740.35	资产减值损失	-187.76	100.00	-10.00	-5.00
管理费用	2989.06	3546.28	3991.13	4488.42	经营营运资本变动	-626.30	-284.52	-61.91	184.03
财务费用	214.30	143.81	158.27	190.15	其他	546.69	9.81	-49.04	-444.94
资产减值损失	-187.76	100.00	-10.00	-5.00	经营活动现金流净额	4881.69	5412.06	6131.94	6715.00
投资收益	213.22	50.00	50.00	450.00	资本支出	-2727.82	-2860.00	-2960.00	-3060.00
公允价值变动损益	334.40	0.00	0.00	0.00	其他	-120.37	40.00	35.00	420.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2848.19	-2820.00	-2925.00	-2640.00
营业利润	4824.92	5437.14	6105.61	6835.83	短期借款	599.93	349.71	200.00	1000.00
其他非经营损益	-230.64	-285.85	-282.86	-284.72	长期借款	21.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	4594.28	5151.29	5822.75	6551.11	股权融资	-558.99	0.00	0.00	0.00
所得税	858.15	927.23	1048.09	1179.20	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	3736.13	4224.06	4774.65	5371.91	其他	-2796.50	-513.54	-28.27	-55.15
少数股东损益	180.07	203.59	230.13	258.92	筹资活动现金流净额	-2733.87	-163.84	171.73	944.85
归属母公司股东净利润	3556.06	4020.47	4544.52	5113.00	现金流量净额	-723.81	2428.22	3378.67	5019.85
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5364.11	7792.34	11171.01	16190.85	成长能力				
应收和预付款项	2435.31	2724.48	3059.35	3445.53	销售收入增长率	3.02%	12.67%	12.54%	12.46%
存货	985.49	1100.33	1223.92	1361.75	营业利润增长率	-2.49%	12.69%	12.29%	11.96%
其他流动资产	881.19	900.85	922.78	947.29	净利润增长率	2.19%	13.06%	13.03%	12.51%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	3.49%	9.01%	11.53%	11.35%
投资性房地产	17.66	17.66	17.66	17.66	获利能力				
固定资产和在建工程	5547.58	5417.37	5286.09	5155.94	毛利率	48.12%	48.59%	49.19%	49.74%
无形资产和开发支出	9308.26	11285.28	13262.30	15239.32	三费率	25.52%	25.11%	26.19%	28.14%
其他非流动资产	8715.70	8519.99	8329.28	8153.57	净利率	17.81%	17.87%	17.94%	17.95%
资产总计	33255.31	37758.30	43272.39	50511.92	ROE	17.13%	16.18%	15.46%	14.81%
短期借款	1450.29	1800.00	2000.00	3000.00	ROA	11.23%	11.19%	11.03%	10.63%
应付和预收款项	3282.47	3654.73	4076.55	4537.03	ROIC	34.56%	31.54%	30.73%	30.66%
长期借款	43.88	43.88	43.88	43.88	EBITDA/销售收入	29.73%	28.76%	28.50%	28.22%
其他负债	6666.66	6148.67	6261.28	6663.42	营运能力				
负债合计	11443.29	11647.28	12381.71	14244.32	总资产周转率	0.66	0.67	0.66	0.64
股本	9327.01	9327.01	9327.01	9327.01	固定资产周转率	4.62	4.48	5.02	5.76
资本公积	967.03	967.03	967.03	967.03	应收账款周转率	10.08	10.76	10.50	10.58
留存收益	11741.11	15761.58	20306.11	25419.10	存货周转率	11.54	11.65	11.63	11.63
归属母公司股东权益	20714.59	24810.01	29359.54	34477.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.68%	—	—	—
少数股东权益	1097.42	1301.02	1531.14	1790.06	资本结构				
股东权益合计	21812.01	26111.03	30890.68	36267.59	资产负债率	34.41%	30.85%	28.61%	28.20%
负债和股东权益合计	33255.31	37758.30	43272.39	50511.92	带息债务/总负债	13.06%	15.83%	16.51%	21.37%
					流动比率	1.45	1.83	2.17	2.34
					速动比率	1.30	1.67	2.00	2.19
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.38	0.43	0.49	0.55
					每股净资产	2.34	2.80	3.31	3.89
					每股经营现金	0.52	0.58	0.66	0.72
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	6237.84	6799.84	7583.85	8444.82					
PE	34.04	30.11	26.64	23.68					
PB	5.55	4.64	3.92	3.34					
PS	5.77	5.12	4.55	4.05					
EV/EBITDA	17.72	15.88	13.83	11.95					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn	

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn