

Q1 业绩改善明显

核心要点:

2024 年营收低个位数增长, 2025 年 Q1 业绩改善明显

根据公司财报数据,2024 年全年,公司实现营业收入 209.83 亿元(+3.02%);实现归母净利润 35.56 亿元(+5.87%),实现扣非归母净利 30.99 亿元(-11.82%)。2024 年四季度单季,公司实现营业收入 46.81 亿元(+8.37%);实现归母净利润 1.04 亿元(-41.29%)。2025 年 Q1,公司实现营业收入 60.26 亿元(+15.97%);实现归母净利润 10.50 亿元(+16.71%)。

2024 营业成本上升拖累毛利率, 2025 Q1 费用率结构性优化

根据 Wind 数据,2024 年公司毛利率同比下降 2.68 个百分点至 48.12%,主要受人工成本及固定资产折旧增加影响。销售费用率提升 0.60 个百分点至 10.25%;管理费用率上升 1.03 个百分点至 15.77%,系新院区筹建投入增加;研发费用率保持 1.53%,同比略降 0.11 个百分点;财务费用率增加 0.66 个百分点至 1.02%,与带息负债规模扩大相关。净利率同比下降 0.14 个百分点至 17.81%。

2025 年 Q1 公司毛利率维持在 48.02%的稳定水平。期间费用率呈现结构性优化:销售费用率同比下降 0.32 个百分点至 9.03%,主要受益于规模效应;管理费用率微降 0.95 个百分点至 13.94%,体现经营效率提升;财务费用率下降 0.50 个百分点至 0.70%。

消费需求不足叠加高基数影响行业增长, 核心业务增长稳健

2024 年由于外部环境的复杂多变,国内消费需求的不足阶段性影响行业增长,以及去年同期基数较高导致公司业务收入增速有所放缓,根据公司年报,2024 年全年公司实现门诊量 1,694.07 万人次,同比增长 12.14%;手术量 129.47 万例,同比增长 9.38%。**主要项目营收平稳增长,毛利普降。其中,屈光项目:**76.03 亿元收入贡献最大(同比+2.31%),毛利率达 55.11%(同比下降 2.28 个百分点);**白内障项目:**收入 34.89 亿元(+4.87%),毛利率 34.73%(同比-3.25 个百分点);**视光项目:**52.79 亿元(同比+6.42%),毛利率 54.49%(同比-2.56 个百分点)体现高附加值特性;**眼前段、眼后段项目:**实现 18.9 亿元(+5.95%),毛利率 41.21%(同比-4.46 个百分点)和 14.99 亿元收入(+8.22%),毛利率 31.36%(同比-3.31 个百分点)。

“1+8+N”布局稳定推进, 全球医疗服务网络持续完善

2024 年公司稳步实施“1+8+N”战略布局,继续推进中心城市和重点省会城市区域性眼科中心的建设,通过新建长沙医学中心及完成上海、南宁等区域眼科中心建设,进一步完善国内医疗网络。2024 年收购 87 家医疗机构强化基层医院网络,并加大眼科门诊/诊所投资力度,同时通过收购英国 Optimax 集团拓展欧洲市场。截至 2024 年底,公司境内拥有 352 家医院和 229 家门门诊部,境外布局 163 家眼科中心及诊所,全球医疗服务网络持续完善。通过主办第 19 届世界近视眼大会等行业会议,进一步提升国际品牌影响力。

投资建议

公司 2024 年在上年高基数下业绩略有承压,预计随着诊疗的恢复业绩重回

相关研究:

1.《高基数下增速放缓,“1+8+N”布局稳定推进》

2025.08.27

公司评级: 买入(上调)

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	1	6	-3
绝对收益	-2	5	2

注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 蒋栋

证书编号: S0500521050001

Tel: 021-50295368

Email: jiangdong@xcsc.com

地址: 上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

较高增长。我们调整公司 2025-2026 营收预测分别为 234.69/260.91（此前为 245.37/272.65 亿元），新增 2027 年营收预测 284.68 亿元，调整 2025-2026 年归母净利润预测分别为 41.20/46.89 亿元（此前为 43.36/48.79），新增 2027 年归母净利润预测 52.04 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.44/0.50/0.56 元，评级由“增持”调整为“买入”。

□ 风险提示

(1) 医疗事故风险；(2) 市场竞争加剧风险；(2) 商誉减值风险；(4) 人力资源及管理风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	20983	23469	26091	28468
同比	3.02%	11.85%	11.18%	9.11%
归母净利润 (百万元)	3556	4120	4689	5204
同比	5.87%	15.85%	13.82%	10.98%
毛利率	48.12%	47.99%	48.13%	48.22%
ROE	17.17%	17.65%	17.83%	17.62%
每股收益 (元)	0.38	0.44	0.50	0.56
PE	34.04	29.39	25.82	23.26
EV/EBITDA	18.74	16.58	14.57	13.11

资料来源：天软，湘财证券研究所

附表 1 财务报表以及相应指标

利润表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20367.2	20982.9	23468.5	26091.3	28467.6	成长性					
减:营业成本	10022.0	10886.5	12205.2	13534.3	14741.3	营业收入增长率	26.4%	3.0%	11.8%	11.2%	9.1%
营业税费	48.6	66.7	74.6	83.0	90.5	净利润增长率	36.0%	2.2%	15.9%	13.8%	11.0%
销售费用	1966.3	2151.7	2335.1	2543.9	2718.7	归母净利增长率	33.1%	5.9%	15.8%	13.8%	11.0%
管理费用	2669.2	2989.1	3273.9	3587.6	3885.8	EBITDA增长率	37.5%	3.5%	13.1%	13.8%	11.2%
财务费用	73.6	214.3	29.9	23.2	12.8	EBIT增长率	41.8%	0.4%	11.7%	13.0%	10.4%
研发费用	333.5	320.6	358.6	398.7	435.0	NOPLAT增长率	41.3%	1.6%	11.1%	13.0%	10.4%
资产减值损失	-383.6	-187.8	-187.8	-187.8	-187.8	投资资本增长率	23.5%	31.4%	13.4%	10.9%	8.3%
信用减值损失	-111.2	-112.1	-112.1	-112.1	-112.1	净资产增长率	13.7%	8.9%	13.0%	13.0%	12.6%
加:公允价值变动收益	-79.4	334.4	334.4	334.4	334.4	利润率					
投资和汇兑收益	46.5	213.2	213.2	213.2	213.2	毛利率	50.8%	48.1%	48.0%	48.1%	48.2%
营业利润	4947.9	4824.9	5600.9	6340.6	7009.6	营业利润率	24.3%	23.0%	23.9%	24.3%	24.6%
加:营业外净收支	-396.9	-230.6	-247.7	-247.7	-247.7	净利润率	16.5%	16.9%	17.6%	18.0%	18.3%
利润总额	4551.0	4594.3	5353.2	6092.9	6762.0	EBITDA/营业收入	29.6%	29.7%	30.0%	30.8%	31.3%
减:所得税	895.0	858.2	1023.7	1165.2	1293.1	EBIT/营业收入	24.7%	24.0%	24.0%	24.4%	24.7%
净利润	3656.0	3736.1	4329.5	4927.7	5468.9	运营效率					
减:少数股东损益	297.1	180.1	209.8	238.8	265.0	固定资产周转天数	65	78	83	77	71
归属母公司净利润	3358.9	3556.1	4119.7	4688.9	5203.8	流动营业资本周转天数	9	25	39	49	57
资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	流动资产周转天数	175	170	163	174	191
货币资金	6099.1	5364.1	6489.0	8182.9	10524.1	应收帐款周转天数	35	38	41	44	44
交易性金融资产	811.2	726.0	726.0	726.0	726.0	存货周转天数	29	31	31	31	31
应收帐款	1899.2	1993.0	2595.6	2885.7	3148.5	总资产周转天数	502	544	536	529	530
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本周转天数	243	310	314	313	311
预付帐款	114.1	140.9	158.0	175.2	190.8	投资回报率					
存货	899.7	985.5	1104.8	1225.2	1334.4	ROE	17.8%	17.2%	17.6%	17.8%	17.6%
其他流动资产	117.7	155.2	155.2	155.2	155.2	ROA	11.1%	10.7%	11.2%	11.7%	11.9%
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	29.4%	22.7%	22.3%	22.7%	23.1%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	费用率					
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	销售费用率	9.7%	10.3%	10.0%	9.8%	9.6%
投资性房地产	18.3	17.7	17.7	17.7	17.7	管理费用率	13.1%	14.2%	14.0%	13.8%	13.7%
固定资产	3864.3	5212.0	5552.5	5654.7	5518.3	财务费用率	0.4%	1.0%	0.1%	0.1%	0.0%
在建工程	920.2	335.6	-248.9	-835.5	-1418.0	三费/营业收入	23.1%	25.5%	24.0%	23.6%	23.2%
无形资产	828.1	860.6	893.0	925.5	958.0	偿债能力					
其他非流动资产	195.3	94.5	94.5	94.5	94.5	资产负债率	33.7%	34.4%	32.7%	30.4%	28.4%
资产总额	30186.6	33255.3	36625.2	40016.8	43773.7	负债权益比	50.7%	52.5%	48.6%	43.7%	39.6%
短期债务	850.4	1450.3	1450.3	1450.3	1450.3	流动比率	1.7	1.5	1.6	1.9	2.2
应付帐款	1809.3	1972.1	2218.7	2451.8	2673.6	速动比率	1.5	1.3	1.5	1.7	2.0
应付票据	62.4	68.3	50.9	75.2	78.6	利息保障倍数	25.8	19.7	86.1	94.7	101.9
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	分红指标					
长期借款	22.2	43.9	93.9	143.9	193.9	DPS(元)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
其他非流动负债	0.0	33.5	0.0	0.0	0.0	分红比率	41.7%	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%
负债总额	10161.9	11443.3	11976.0	12168.7	12424.5	股息收益率	1.2%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%
少数股东权益	1168.9	1097.4	1307.2	1546.1	1811.1	业绩和估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股本	9328.4	9327.0	9327.0	9327.0	9327.0	EPS(元)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
留存收益	9581.3	11741.1	14368.5	17328.6	20564.6	BVPS(元)	2.0	2.2	2.5	2.8	3.2
股东权益	20024.8	21812.0	24649.2	27848.1	31349.2	PE(X)	36.0	34.0	29.4	25.8	23.3
负债和股东权益合计	30186.6	33255.3	36625.2	40016.8	43773.7	PB(X)	6.4	5.8	5.2	4.6	4.1
现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	P/FCF	40.1	44.3	29.0	24.5	20.8
经营活动产生现金流量	5871.9	4881.7	4258.9	5056.0	5931.9	P/S	5.9	5.8	5.2	4.6	4.3
投资活动产生现金流量	-3304.4	-2848.2	-1660.6	-1660.4	-1660.2	EV/EBITDA	19.4	18.7	16.6	14.6	13.1
融资活动产生现金流量	-2509.7	-2733.9	-1473.5	-1701.7	-1930.5	PEG	109.0	579.9	185.4	186.9	211.9
现金流净额	92.6	-723.8	1124.9	1694.0	2341.2	ROIC/WACC	2.5	2.0	1.9	2.0	2.0

资料来源: 天软, 湘财证券研究所

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份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。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。