

全球化与数字化双轮驱动，AI 与分级诊疗推动增长

爱尔眼科(300015)

事件概述

2025H1 公司实现营收 115.1 亿元 (yoy+9.12%)，归母净利润 20.5 亿元 (yoy+0.1%)，扣非归母净利润 20.4 亿元 (yoy+14.3%)；同期医院总门诊量达 924.8 万人次 (yoy+16.5%)，手术量 87.9 万例 (yoy+7.6%)；门诊量增速高于营收增长，规模效应持续释放。

单 Q2 营收 54.8 亿元 (yoy+2.5%)，归母净利润 10.0 亿元 (yoy-13.0%)，扣非归母净利润 9.8 亿元 (yoy+4.0%)，整体业绩符合我们预期。

盈利能力方面，2025H1 公司毛利率 48.6% (-0.9pcts)，归母净利率 17.8% (-1.6pcts)，扣非归母净利率 17.7% (+0.8pcts)。单 Q2 毛利率 49.2% (-1.4pcts)，归母净利率 18.3% (-3.2pcts)，扣非归母净利率 17.9% (-0.3pcts)。

分级连锁模式深化，成本控制优化

医院布局方面，2025H1 公司境内医院 355 家+门诊部 240 家，海外 169 家眼科中心及诊所，大陆以外地区 2025H1 实现营收 15.2 亿元 (yoy+16.5%)，占总营收 13.2%，主要贡献来自欧洲及东南亚市场。费用率方面，2025H1 期间费用率 24.5% (-2.1pcts)，费用管控成效显著：销售费用率 9.1% (-1.5pcts)，系数字化营销替代传统线下推广，获客成本降低；管理费用率 13.5% (+0.0pcts)；研发费用率 1.3% (-0.1pcts)，系重点对数字化转型研究投入增加所致。

核心业务多点开花，眼科 AI 与专病数据库建设加速推进

分业务看，屈光项目：2025H1 实现营收 46.2 亿元 (yoy+11.1%)，占总营收 40.1%，其中全飞秒 Pro 等高毛利术式临床应用加快，平均单价同比上升，通过技术迭代升级落实“反内卷”，推动屈光项目毛利率维持 56.1% (-1.1pcts)；视光服务项目：2025H1 营收 27.2 亿元 (yoy+14.7%)，占总营收 23.6%；白内障项目：2025H1 营收 7.8 亿元 (yoy+2.6%)，占总营收 6.8%；眼前段项目：2025H1 营收 10.3 亿元

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	13.83
股票代码：	300015
52 周最高价/最低价：	19.09/9.05
总市值(亿)	1,289.70
自由流通市值(亿)	1,096.85
自由流通股数(百万)	7,930.96



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

分析师：程仲瑶

邮箱：chengzy@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523120001
联系电话：

相关研究

- 【华西医药】爱尔眼科(300015)年报&一季报点评：2025Q1 业绩亮眼，后续经营趋势稳健向好
2025.04.29
- 【华西医药】爱尔眼科(300015)：业绩略承压，外延并购稳步推进

(yoy+13.1%)，占总营收 9.0%，毛利率 39.6% (-1.0pcts)；
 眼后段项目：2025H1 营收 7.9 亿元 (yoy+9.0%)，占总营收 6.8%，毛利率 30.1% (-0.6pcts)；。

投资建议

公司凭借国内核心业务屈光、视光等的稳健增长及海外业务的高弹性，实现“规模 + 盈利”双提升；后续随着 AI 诊断技术的全面落地、下沉市场加密及海外医院产能释放，公司长期增长逻辑仍具确定性。我们维持公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 234.3、259.6、286.0 亿元，对应增速分别为 11.7%、10.8%、10.2%；归母净利润为 40.7、46.5、53.6 亿元，对应增速分别为 14.5%、14.2%、15.2%，EPS 为 0.44、0.50、0.57 元，对应 2025 年 8 月 26 日 13.83 元/股收盘价，PE 分别为 32/28/24X；维持“买入”评级。

风险提示

扩张速度低于预期；医疗事故或行业负面事件风险；行业竞争加剧风险；行业政策风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,367	20,983	23,430	25,960	28,601
YoY (%)	26.4%	3.0%	11.7%	10.8%	10.2%
归母净利润(百万元)	3,359	3,556	4,070	4,649	5,358
YoY (%)	33.1%	5.9%	14.5%	14.2%	15.2%
毛利率 (%)	50.8%	48.1%	49.8%	50.1%	50.2%
每股收益 (元)	0.36	0.38	0.44	0.50	0.57
ROE	17.8%	17.2%	16.2%	15.6%	15.2%
市盈率	37.95	35.95	31.69	27.74	24.07

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20,983	23,430	25,960	28,601	净利润	3,736	4,337	4,948	5,692
YoY (%)	3.0%	11.7%	10.8%	10.2%	折旧和摊销	1,947	1,720	1,837	1,935
营业成本	10,887	11,755	12,964	14,252	营运资金变动	-922	860	143	237
营业税金及附加	67	67	75	84	经营活动现金流	4,882	7,647	7,500	8,106
销售费用	2,152	2,332	2,597	3,003	资本开支	-1,825	-4,160	-4,219	-3,874
管理费用	2,989	3,248	3,599	3,984	投资	-1,237	-11	-10	-10
财务费用	214	185	126	77	投资活动现金流	-2,848	-4,285	-4,180	-3,834
研发费用	321	373	410	450	股权募资	83	147	0	0
资产减值损失	-188	0	0	0	债务募资	535	272	164	153
投资收益	213	30	50	50	筹资活动现金流	-2,734	372	-121	-139
营业利润	4,825	5,689	6,450	7,028	现金净流量	-724	3,737	3,199	4,133
营业外收支	-231	-327	-337	0					
利润总额	4,594	5,362	6,113	7,028	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	858	1,025	1,166	1,337	成长能力				
净利润	3,736	4,337	4,948	5,692	营业收入增长率	3.0%	11.7%	10.8%	10.2%
归属于母公司净利润	3,556	4,070	4,649	5,358	净利润增长率	5.9%	14.5%	14.2%	15.2%
YoY (%)	5.9%	14.5%	14.2%	15.2%	盈利能力				
每股收益	0.38	0.44	0.50	0.57	毛利率	48.1%	49.8%	50.1%	50.2%
					净利率	16.9%	17.4%	17.9%	18.7%
					总资产收益率 ROA	10.7%	10.3%	10.3%	10.4%
					净资产收益率 ROE	17.2%	16.2%	15.6%	15.2%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
货币资金	5,364	9,101	12,300	16,432	流动比率	1.45	1.69	1.97	2.27
预付款项	141	132	146	160	速动比率	1.26	1.53	1.80	2.11
存货	985	1,052	1,157	1,272	现金比率	0.80	1.12	1.40	1.71
其他流动资产	3,176	3,429	3,699	3,994	资产负债率	34.4%	33.0%	30.4%	28.2%
流动资产合计	9,666	13,714	17,302	21,859	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.66	0.64	0.61	0.59
固定资产	5,212	5,427	5,499	5,485	每股指标 (元)				
无形资产	861	907	953	1,002	每股收益	0.38	0.44	0.50	0.57
非流动资产合计	23,589	25,877	27,933	29,882	每股净资产	2.22	2.70	3.20	3.77
资产合计	33,255	39,592	45,235	51,740	每股经营现金流	0.52	0.82	0.80	0.87
短期借款	1,450	1,595	1,759	1,911	每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	2,040	2,188	2,416	2,655	估值分析				
其他流动负债	3,174	4,326	4,630	5,052	PE	35.95	31.69	27.74	24.07
流动负债合计	6,665	8,108	8,804	9,618	PB	5.97	5.13	4.33	3.67
长期借款	44	44	44	44					
其他长期负债	4,735	4,923	4,923	4,923					
非流动负债合计	4,779	4,967	4,967	4,967					
负债合计	11,443	13,075	13,771	14,585					
股本	9,327	9,325	9,325	9,325					
少数股东权益	1,097	1,364	1,662	1,996					
股东权益合计	21,812	26,516	31,464	37,156					
负债和股东权益合计	33,255	39,592	45,235	51,740					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。