

下半年多重因素向好，技术迭代与国际化打开增长空间

爱尔眼科 (300015.SZ)

核心观点

公司 25H1 业绩增速领先行业，估计 2024 年并购的医院对 25H1 收入增速贡献为 8 个百分点；Q1 与 Q2 收入增速分化明显，主要受屈光业务节奏波动影响。2025 年下半年公司业务有多重因素向好，一是屈光业务新术式渗透率有望继续提升，带动毛利率企稳回升；二是白内障集采影响预计在 25Q3 逐步消化；三是老视门诊、干眼治疗等新业务试点逐步推开，有望成为下半年以及未来公司业务增长新引擎。得益于规模效应，25H2 公司净利润增速预计快于收入端增速。

事件

公司发布 2025 年半年度报告

2025H1 公司实现营业收入 115.07 亿元、同比+9.12%，实现归母净利润 20.51 亿元、同比+0.05%；实现扣非归母净利润 20.40 亿元、同比+14.30%。EPS 为 0.22 元，同比持平。

25Q2 实现营业收入 54.81 亿元、同比+2.47%，归母净利润 10.01 亿元、同比-12.97%，扣非归母净利润 9.80 亿元，同比+4.03%。EPS 为 0.11 元，同比-8.3%。

简评

2025H1 业绩增长符合预期

2025H1 公司业绩增长符合预期，扣非归母净利润增速高于归母净利润增速，主要是 24Q2 公司有一次性投资收益，导致归母净利润基数较高。上半年整体来看，公司在 2024 年收购的 87 家医疗机构对 25H1 收入增速贡献预计约为 8 个百分点。这批医院在 2023 年合计收入约为 17 亿元，占 2023 年上市公司收入比例约为 8%，由于收购医院于 2024 年 6 月 1 日开始陆续并表，因此我们估计对 25H1 的收入增速贡献 8 个百分点。分季度来看，公司 Q1 与 Q2 收入增速分化明显，主要受屈光业务节奏波动影响。

2025 年上半年公司整体毛利率为 48.56%，同比下降 0.88%。在行业经历消费医疗需求增速下行、DRG/DIP 支付改革等多重挑战下，公司依旧保持较强的盈利能力，凸显行业龙头的经营韧性。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

吴严

wuyandcq@csc.com.cn

010-56135318

SAC 编号:S1440524060003

发布日期：2025 年 10 月 13 日

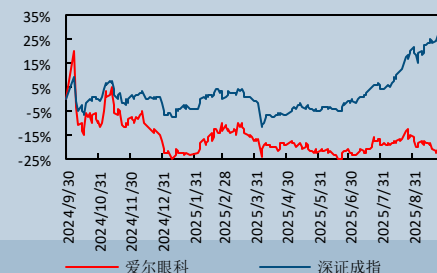
当前股价：12.34 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.41/-6.90	0.16/-12.64	-6.33/-31.44
12 月最高/最低价 (元)		19.09/11.86
总股本 (万股)		932,539.67
流通 A 股 (万股)		793,095.92
总市值 (亿元)		1,158.21
流通市值 (亿元)		985.03
近 3 月日均成交量 (万)		9497.02
主要股东		
爱尔医疗投资集团有限公司		34.34%

股价表现



2025H1 公司实现门诊量 924.83 万人次，同比增长 16.47%，手术量 87.9 万例，同比增长 7.63%，门诊量增速显著高于收入增速，手术量增速略低于收入增速。

分病种来看，2025 年上半年屈光项目实现收入 46.18 亿元、同比+11.14%，毛利率 56.12%（同比-1.07pct）。收入增长得益于全光塑、全飞秒 4.0 等新术式临床推广，患者认可度提升带动手术量增长，同时客单价同比回升。视光服务实现收入 27.20 亿元、同比+14.73%，毛利率 54.21%（同比-1.74pct）。公司视光服务收入增速较快，主要因青少年近视防控需求持续释放以及爱尔在视光项目多年累积形成的全流程精细化管理能力、各分支机构服务的标准化程度，视光毛利率同比有所下降，预计主要是由于离焦镜占比提升、市场竞争加剧等因素。

白内障项目收入 17.81 亿元，同比下降 4.2%，毛利率同比-1.16pct，主要受人工晶体集采全面落地及 DRG/DIP 支付改革影响。其他项目眼前段、眼后段项目保持稳健增长，收入分别为 10.31 亿元、7.85 亿元，同比+6.1%、+7.8%，毛利率分别同比-0.9pct、-1.2pct。

全面推进学科建设，提升医疗临床诊疗能力

在临床技术方面，公司不断引入国际前沿的眼科诊疗设备和技术，持续优化临床路径，提升诊疗效率和质量。25H1 公司引进蔡司新一代机器人全飞秒设备 VISUMAX 800 及全新微创手术 SMILE pro，率先进入智能机器人辅助屈光的新时代。公司引进国内首个、全球第二款获批的 IGE-1R 抗体药物——替妥尤单抗 N01 注射液，为甲状腺眼病患者提供更高效、经济的治疗方案；长沙医学中心成功实施湖南省首例眼科手术机器人辅助视网膜下精准注射手术。在专病诊疗方面，公司继续加强诊疗中心建设，推进眼内注药中心、糖尿病眼病门诊、糖尿病眼病患者管理门诊、儿童干眼门诊等建设，并逐步在更大范围推广。

在专业人才培养方面，公司继续加强领军人才引进，加强对内部中青年人才的培育和托举。报告期内，公司充分利用各学组专家资源，组织开展了“葡萄膜炎储才计划”、疑难白内障培训班、ICL 手术高级培训班等专项培训，进一步提升医疗技术人员临床诊疗能力。在科研创新方面，公司加大对科研基础设施的投入，做优做强各重点研究所、研究中心、专家工作站等创新平台。

2025H1 运营效率持续提升，期间费用率同比有所降低

2025 上半年，公司销售费用率 9.15%（同比-1.47pct），主要是通过优化措施提高效率，有效控制了广宣费及健康教育费等销售费用。管理费用率 13.55%（同比+0.03pct），预计主要是经营规模不断扩大。研发费用金额 3.52 亿元、同比+9.6%，研发费用率 1.37%（同比-0.04pct）。财务费用率 0.42%（同比-0.57pct），主要是因为汇兑损益同比减少。

上半年公司经营性现金净流量 34.02 亿元、同比+19.66%。截至 2025 年 6 月末，公司商誉账面价值 87.22 亿元，较年初增加 2.75 亿元；资产负债率为 34.69%，相比 2024 年底提升 0.28%。其他财务指标正常。

展望 2025 年下半年，技术迭代与国际化打开增长空间

战略布局上，公司持续推进“1+8+N”网络深化与国际化扩张。截至 2025 年 6 月 30 日，公司境内医院 355 家，门诊部 240 家。在国内，公司“分级连锁”发展模式高度适应中国国情和市场环境。公司在境外已布局 169 家眼科中心及诊所，逐渐形成覆盖全球的医疗服务网络。2025 上半年公司实现境外收入 15.17 亿元、同比+16.50%、高于公司整体水平，境外收入占比提升至 13.2%。公司境外医院有助于公司实现医疗技术进步，逐步搭建世界级科研、人才及技术创新平台，加强国内外学术交流合作，促进科研成果转化。

业务增长方面，多重积极因素将于 25H2 逐步释放：一是屈光业务新术式渗透率有望继续提升，带动毛利率企稳回升；二是白内障集采影响预计在 25Q3 逐步消化；三是老视门诊、干眼治疗等新业务试点逐步推开，有望成为下半年以及未来公司业务增长新引擎。

数字化转型持续深化。公司全面推进“有温度的 AI 智慧眼科医院”建设，启动“AI 眼科医生”智能体研发。公司自主研发的眼科垂直大模型 Aier GPT 已实现眼底疾病筛查准确率 98.2%，AI 智能客服上半年服务人次达 312 万，较去年全年增长 55%，显著提升诊疗效率与患者体验。2025 年上半年，公司已整合 28 个高质量眼科专病数据集，包含急性视网膜坏死、干眼症等稀缺病历超 10 万例；启动了 7 项数据产品在数据交易所的挂牌，新增 4 项数据知识产权申请，并于 2025 年 8 月登记。公司不断完善爱尔远程医疗中心建设并推广应用，升级远程会诊、远程门诊、远程阅片的项目内涵及系统功能，拓展应用场景。公司远程医疗中心已入驻专家 400 余名，远程医疗服务已覆盖全国 20 余省，报告期内完成远程阅片 20 余万例，为患者获取优质医疗资源提供便利。

盈利预测与估值

我们预测 2025-2027 年，公司营收分别为 231.06 亿元、257.22 亿元、285.87 亿元，分别同比增加 10.12%、11.32%、11.14%；归母净利润分别为 39.48 亿元、44.44 亿元、49.88 亿元，分别同比增加 11.01%、12.58%、12.23%。以 2025 年 10 月 10 日收盘价（12.66 元/股）计算，2025-2027 年 PE 分别为 30、27、24。维持“买入”评级。

表 1: 财务摘要

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,367	20,983	23,106	25,722	28,587
YoY(%)	26.43	3.02	10.12	11.32	11.14
归母净利润(百万元)	3,359	3,556	3,948	4,444	4,988
YoY(%)	33.07	5.87	11.01	12.58	12.23
毛利率(%)	50.79	48.12	49.12	49.12	49.12
净利率(%)	16.49	16.95	17.09	17.28	17.45
ROE(%)	17.81	17.17	17.02	17.11	17.13
EPS(摊薄/元)	0.36	0.38	0.42	0.48	0.53
P/E(倍)	35.15	33.20	29.91	26.56	23.67

资料来源: iFind, 中信建投证券

风险分析

1) 医疗事故风险：在临床医学上，由于存在着医学认知局限、患者个体差异、疾病情况不同、医生水平差异、医院条件限制等诸多因素的影响，各类诊疗行为客观上存在着程度不一的风险，医疗事故和差错无法完全杜绝。眼球的结构精细，组织脆弱，并且眼科手术质量的好坏将受到医师水平差异、患者个体的身体和心理差异、诊疗设备、质量控制水平等多种因素的影响，因此眼科医疗机构不可避免地存在一定的医疗风险。医疗事故的发生可能会对公司的品牌和经营造成较大的负面影响。

2) 人力资源储备不足风险：眼科医疗服务是技术密集型行业，高素质的技术人才和管理人才对医疗机构的发展起着非常重要的作用。伴随着公司医疗规模的快速扩张，公司的组织结构和管理体系也趋于复杂化，对公

司诊疗水平、管控能力、服务质量等提出了更高要求，能否吸引、培养、用好高素质的技术人才和管理人才，是影响公司未来发展的关键性因素。虽然公司在前期已经为后续的发展进行了相应的人才储备，但如果公司不能持续吸引足够的技术人才和管理人才，且不能在人才培养和激励方面继续进行机制创新，公司仍将在发展过程中面临人才短缺风险。

3) 公共关系危机风险：公共关系危机是指危及企业形象的突发性、灾难性事故或事件，具有意外性、聚焦性、破坏性、紧迫性等特点。公共关系危机可能给企业带来较大损失，严重破坏企业形象，甚至使企业陷入困境。在互联网、微博、微信等自媒体、新媒体高度发达的今天，某些个体事件可能会被迅速放大或演化为行业性事件，公司可能因此而受到波及或影响。

4) 授权使用品牌风险及诉讼仲裁风险：公司通过参与投资产业并购基金，许可其投资、设立的医院使用公司指定商标及“爱尔”字号，更好地满足各地眼科患者的需求。得到品牌使用授权的医院为独立法人，不属于上市公司子公司，不由上市公司控制或管理，独立承担运营过程中产生的债务或法律责任。在这种模式下，公司存在品牌风险和诉讼仲裁风险。得到品牌使用授权的医院可能因执行不到位、操作失误、理解不当等原因导致无法达到公司提出的运营标准，严重时可能发生违法违规行为、医疗事故和医疗纠纷等风险事件，影响公司整体品牌形象。

5) 商誉减值风险：公司在投资并购过程中，将产生一定金额的商誉资产。根据《企业会计准则》规定，商誉在未来每年年度终了进行减值测试。如果并购的标的资产经营状况未达预期，则存在商誉减值风险，从而对上市公司损益造成不利影响。

6) 医院运营风险：医院日常经营存在医疗安全、医疗质量、医保基金合规使用等相关风险；若合规性管控不足，存在医疗反腐和医保飞行检查力度加大背景下的合规性风险。

7) 以上部分风险具有不可预测性（如医疗政策风险、公司改变经营计划等），我们的盈利预测因此有一定不达预期的风险。

图表1：财务报表预测

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,186.00	9,666.11	11,841.36	15,481.54	18,751.39
现金	6,099.08	5,364.11	7,233.64	10,434.41	13,222.89
应收票据及应收账款合计	1,899.20	1,993.03	2,206.66	2,456.45	2,730.10
其他应收款	245.10	301.36	311.21	346.44	385.03
预付账款	114.10	140.92	137.12	152.65	169.65
存货	899.69	985.49	1,065.57	1,186.19	1,318.33
其他流动资产	928.83	881.19	887.16	905.40	925.38
非流动资产	20,000.62	23,589.20	22,244.08	21,011.86	20,905.42
长期投资	0.00	0.00	1,000.00	2,100.00	3,300.00
固定资产	8,112.84	9,939.62	8,724.75	7,572.79	6,418.06
无形资产	828.12	860.59	717.15	573.72	430.29
其他非流动资产	11,059.66	12,789.00	11,802.17	10,765.35	10,757.07
资产总计	30,186.62	33,255.31	34,085.44	36,493.40	39,656.80
流动负债	6,011.23	6,664.63	6,233.60	6,940.46	7,714.31
短期借款	850.37	1,450.29	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	1,871.73	2,040.42	2,186.27	2,433.75	2,704.87
其他流动负债	3,289.14	3,173.92	4,047.33	4,506.71	5,009.44
非流动负债	4,150.63	4,778.67	3,363.12	2,050.83	1,058.51
长期借款	3,981.63	4,565.29	3,149.74	1,837.45	845.13
其他非流动负债	169.00	213.38	213.38	213.38	213.38
负债合计	10,161.86	11,443.29	9,596.71	8,991.30	8,772.82
少数股东权益	1,168.92	1,097.42	1,297.33	1,522.38	1,774.96
股本	9,328.41	9,327.01	9,327.01	9,327.01	9,327.01
资本公积	1,524.63	967.03	967.03	967.03	967.03
留存收益	8,002.80	10,420.54	12,897.35	15,685.67	18,814.98
归属母公司股东权益	18,855.84	20,714.59	23,191.39	25,979.72	29,109.03
负债和股东权益	30,186.62	33,255.31	34,085.44	36,493.40	39,656.80

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,871.89	4,881.69	7,848.99	8,055.07	7,758.95
净利润	3,656.00	3,736.13	4,147.64	4,669.32	5,240.32
折旧摊销	1,665.50	1,946.93	2,895.12	3,132.22	2,306.44
财务费用	73.63	214.30	196.59	90.02	23.65
投资损失	-46.52	-213.22	-101.22	-101.22	-101.22
营运资金变动	-297.13	-1,003.73	713.53	267.46	292.48
其他经营现金流	820.42	201.28	-2.68	-2.72	-2.72
投资活动现金流	-3,304.44	-2,848.19	-1,446.10	-1,796.06	-2,096.06
资本支出	1,442.27	1,785.72	550.00	800.00	1,000.00

A 股公司简评报告

长期投资	-1,892.03	-1,236.90	-1,000.00	-1,100.00	-1,200.00
其他投资现金流	-2,854.69	-3,397.01	-996.10	-1,496.06	-1,896.06
筹资活动现金流	-2,509.72	-2,733.87	-4,533.36	-3,058.24	-2,874.42
短期借款	277.39	599.93	-1,450.29	0.00	0.00
长期借款	538.54	583.66	-1,415.55	-1,312.28	-992.32
其他筹资现金流	-3,325.64	-3,917.46	-1,667.52	-1,745.96	-1,882.09
现金净增加额	92.57	-723.81	1,869.53	3,200.77	2,788.48

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,367.16	20,982.89	23,106.36	25,722.00	28,587.43
营业成本	10,021.97	10,886.55	11,757.20	13,088.12	14,546.14
营业税金及附加	48.62	66.73	64.22	71.48	79.45
销售费用	1,966.31	2,151.67	2,277.14	2,534.91	2,817.30
管理费用	2,669.21	2,989.06	3,006.14	3,372.15	3,762.11
研发费用	333.49	320.63	373.71	416.02	462.36
财务费用	73.63	214.30	196.59	90.02	23.65
资产减值损失	-383.61	-187.76	-206.76	-230.16	-255.80
信用减值损失	-111.21	-112.11	-116.59	-129.79	-144.25
其他收益	221.03	218.94	165.51	165.51	165.51
公允价值变动收益	-79.42	334.40	0.00	0.00	0.00
投资净收益	46.52	213.22	101.22	101.22	101.22
资产处置收益	0.71	4.27	1.24	1.24	1.24
营业利润	4,947.95	4,824.92	5,375.99	6,057.31	6,764.35
营业外收入	12.03	22.02	15.46	15.46	15.46
营业外支出	408.96	252.66	291.13	291.13	291.13
利润总额	4,551.02	4,594.28	5,100.32	5,781.64	6,488.68
所得税	895.02	858.15	952.67	1,112.33	1,248.35
净利润	3,656.00	3,736.13	4,147.64	4,669.32	5,240.32
少数股东损益	297.12	180.07	199.91	225.05	252.57
归属母公司净利润	3,358.87	3,556.06	3,947.74	4,444.26	4,987.75
EBITDA	6,290.14	6,755.51	8,192.03	9,003.88	8,818.77
EPS (元)	0.36	0.38	0.42	0.48	0.53

资料来源: iFind, 中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

吴严

中信建投医药分析师，复旦大学保险学硕士，华东理工大学学士。主要负责医疗服务、医疗器械行业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk