

爱尔眼科 (300015.CH): 全球眼科龙头优势持续强化

我们首次覆盖爱尔眼科 (300015.CH) 给予“买入”评级和医疗服务行业首选推荐，目标价为人民币 14.0 元。我们看好公司作为全球领先眼科医疗服务机构的长期配置价值。

- 目前中国民营眼科医疗服务已成长至近千亿元市场规模，约占整体眼科医疗服务市场规模四成。中国眼病患者基数庞大，其中近视患者人数超 6 亿，白内障患者人数约 1.5 亿，眼科治疗需求大。伴随健康意识的提升，眼科医疗服务市场有望稳步增长。根据 Frost & Sullivan 数据，2024 年中国整体眼科医疗服务市场规模达 2,231 亿元 (2020-2024 CAGR: 12.8%)，其中民营机构市场份额占比 42%，规模约 937 亿元；Frost Sullivan 预计中国整体眼科医疗服务市场有望于 2025 年达 2,522 亿元 (2020-2025E CAGR: 12.8%)。
- 公司是全球眼科医疗服务龙头，业务范围覆盖中国、欧洲、东南亚多个市场。截至 2025 年 6 月 30 日，公司在全球拥有 900+ 家眼科医院/中心，是全球规模最大的眼科医疗集团，业务覆盖中国内地、中国香港、欧洲、美国、东南亚等多个地区。凭借过往多年积累的品牌口碑，公司于 2024 年和 1H25 门诊量分别达 1,694 万 (+12.1% YoY)、925 万人次 (+16.5% YoY)，手术量分别达 129.5 万 (+9.4% YoY)、87.9 万例 (+7.63% YoY)。随着眼科医疗服务市场的持续增长，我们看好公司的长期发展前景。
- 中国“1+8+N”战略推进以及海外业务持续双位数增长，共同驱动公司整体收入持续提升。国内业务方面，公司于 2022 年提出新十年“1+8+N”战略，即着力打造 1 家世界级眼科医学中心（长沙爱尔）、8 家国家及区域眼科医学中心（北京、上海、广州、深圳、成都、重庆、武汉、沈阳）、N 家省域一流和地区领先的眼科医院。截至 1H25 末，公司境内医院 355 家，门诊部 240 家。展望未来，随着“1+8+N”战略的推进和落地，我们相信重点医院辐射作用有望持续加强，门店布局有望完善丰富，带动集团中国收入持续增长。海外业务方面，公司海外收入于 2020-2024 年间实现 17.6% CAGR，1H25 实现 16.5% YoY 增速，主要受欧洲子公司 Clínica Baviera 和东南亚子公司 ISEC 收入增长驱动。展望未来，国际市场空间潜力巨大，随着公司现有海外业务收入的进一步提升以及未来潜在的海外并购落地，我们认为国际化收入可在中长期助推公司收入增长。
- 首次覆盖给予“买入”评级及医疗服务行业首选推荐，目标价人民币 14.0 元。我们预计公司于 2025E/2026E/2027E 实现 228/250/273 亿元收入，38/43/48 亿元扣非归母净利润。我们采用 30x 2026E PE (较过去 5 年平均前瞻市盈率低 0.7 个标准差) 对公司进行估值，得到公司目标价人民币 14.0 元，给予“买入”评级及医疗服务行业首选推荐。我们看好公司作为全球眼科医疗服务龙头的长期配置价值。
- 投资风险：消费意愿持续疲软、行业竞争加剧、规模扩张慢于预期、医疗事故纠纷、减值风险。

完整报告：[《中国民营医疗服务：穿越寒冬，静待春生》](#)

阳景

首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2026 年 1 月 26 日

评级

买入

目标价 (人民币)	14.0
潜在升幅/降幅	+25%
目前股价 (人民币)	11.2
52 周内股价区间 (人民币)	10.9-14.7
总市值 (百万人民币)	104,444
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	662

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
截至 2026 年 1 月 21 日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际



图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入净额	20,367	20,983	22,795	24,992	27,252
总收入同比增速 (%)	26.4%	3.0%	8.6%	9.6%	9.0%
股东应占净利	3,359	3,556	3,678	4,123	4,615
净利润同比增速 (%)	33.1%	5.9%	3.4%	12.1%	11.9%
PE (x)	30.8	29.1	28.4	25.3	22.6

资料来源：公司资料、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,367	20,983	22,795	24,992	27,252
营业成本	-10,022	-10,887	-11,753	-12,827	-13,926
毛利润	10,345	10,096	11,042	12,166	13,326
税金及附加	-49	-67	-57	-62	-68
销售费用	-1,966	-2,152	-2,165	-2,349	-2,534
管理费用	-2,669	-2,989	-3,077	-3,349	-3,625
研发费用	-333	-321	-296	-325	-354
财务费用	-74	-214	-293	-302	-309
其他收益	221	219	36	36	36
投资净收益	47	213	100	100	100
公允价值变动净收益	-79	334	20	0	0
资产减值损失	-384	-188	-200	-200	-200
信用减值损失	-111	-112	-150	-150	-150
资产处置收益	1	4	10	0	0
营业利润	4,948	4,825	4,969	5,564	6,221
营业外收入	12	22	11	12	14
营业外支出	-409	-253	-228	-250	-273
利润总额	4,551	4,594	4,752	5,326	5,962
所得税	-895	-858	-888	-995	-1,114
净利润	3,656	3,736	3,865	4,331	4,849
减：少数股东损益	297	180	186	209	234
归母净利润	3,359	3,556	3,678	4,123	4,615
扣非归母净利润	3,514	3,099	3,816	4,331	4,845

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,656	3,736	3,865	4,331	4,849
固定资产折旧	657	805	1,028	1,076	1,119
无形资产摊销	30	41	45	45	44
财务费用	142	266	293	302	309
存货的减少	-169	-86	-45	-94	-96
经营性应收项目的减少	-265	-41	-309	-265	-272
经营性应付项目的增加	136	-877	159	300	307
其他	1,683	1,037	828	885	935
经营活动现金流量净额	5,872	4,882	5,864	6,580	7,194
资本开支	-1,460	-1,830	-3,175	-3,175	-3,175
其他	-1,845	-1,018	-1,823	-1,823	-1,823
投资活动现金流量净额	-3,304	-2,848	-4,998	-4,998	-4,998
取得借款收到的现金	863	1,506	0	0	0
偿还债务支付的现金	-601	-971	0	0	0
分配股利或偿付利息	-920	-1,657	-1,831	-2,027	-2,239
其他	-1,852	-1,612	379	0	0
筹资活动现金流量净额	-2,510	-2,734	-1,453	-2,027	-2,239
现金及现金等价物净增加额	93	-724	-587	-445	-44
期初现金及现金等价物	5,992	6,085	5,361	4,774	4,329
期末现金及现金等价物	6,085	5,361	4,774	4,329	4,285

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,099	5,364	4,777	4,332	4,288
现金及等价物	6,085	5,361	4,774	4,329	4,285
其他	14	3	3	3	3
应收票据及应收账款	1,899	1,993	2,061	2,260	2,464
存货	900	985	1,030	1,125	1,221
其他流动资产	1,288	1,323	1,565	1,631	1,699
流动资产合计	10,186	9,666	9,433	9,347	9,672
固定资产	3,864	5,212	5,456	5,669	5,856
在建工程	920	336	336	336	336
无形资产	828	861	851	842	833
商誉	6,533	8,448	10,363	12,277	14,192
其他非流动资产	7,855	8,733	9,681	10,555	11,363
非流动资产合计	20,001	23,589	26,686	29,679	32,580
短期借款	850	1,450	1,450	1,450	1,450
应付票据及应付账款	1,872	2,040	2,112	2,305	2,502
合同负债	183	191	191	191	191
应付职工薪酬	907	1,018	1,106	1,212	1,322
应交税费	261	224	224	224	224
其他应付款	1,169	977	977	977	977
其他流动负债	768	765	765	765	765
流动负债合计	6,011	6,665	6,824	7,123	7,430
长期借款	22	44	44	44	44
长期应付职工薪酬	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4,128	4,735	5,113	5,113	5,113
非流动负债合计	4,151	4,779	5,157	5,157	5,157
实收资本(或股本)	9,328	9,327	9,327	9,327	9,327
资本公积	1,525	967	967	967	967
其它综合收益	-22	-95	-95	-95	-95
盈余公积	1,201	1,412	1,412	1,412	1,412
未分配利润	8,380	10,329	12,469	14,868	17,553
少数股东权益	1,169	1,097	1,284	1,492	1,726
所有者权益合计	20,025	21,812	24,138	26,745	29,664

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.36	0.38	0.39	0.44	0.49
每股销售额	2.20	2.27	2.44	2.68	2.92
每股股息	0.15	0.16	0.16	0.18	0.21
同比变动					
收入	26.4%	3.0%	8.6%	9.6%	9.0%
经营溢利	40.0%	-2.5%	3.0%	12.0%	11.8%
归母净利润	33.1%	5.9%	3.4%	12.1%	11.9%
费用与利润率					
毛利率	50.8%	48.1%	48.4%	48.7%	48.9%
经营利润率	24.3%	23.0%	21.8%	22.3%	22.8%
归母净利率	16.5%	16.9%	16.1%	16.5%	16.9%
回报率					
平均股本回报率	17.5%	16.8%	15.7%	16.2%	16.4%
平均资产回报率	12.6%	11.6%	10.9%	11.5%	11.9%
资产效率					
应收账款周转天数	31.2	33.9	33.0	33.0	33.0
库存周转天数	29.7	31.6	32.0	32.0	32.0
应付账款周转天数	60.8	65.6	65.6	65.6	65.6
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3
速动比率 (x)	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1
现金比率 (x)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
负债 / 权益	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
估值					
市盈率 (x)	30.8	29.1	28.4	25.3	22.6
市销率 (x)	5.1	4.9	4.6	4.2	3.8
股息率	1.3%	1.4%	1.5%	1.7%	1.8%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

目录

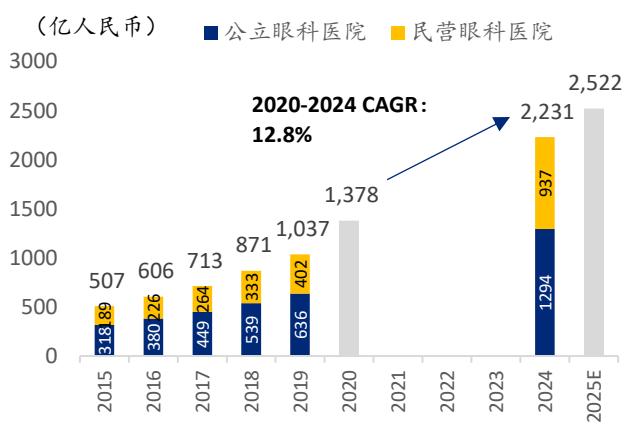
我国眼病患者基数庞大，民营眼科医院市场规模已近千亿元.....	5
公司简介	9
民营眼科龙头，过去十年收入利润高速增长.....	11
并购基金模式助力集团稳步实现规模扩张	15
国内业务：“1+8+N”战略下，核心医院建设基本完成，有望进一步提升区域网络整体发展.....	17
国际化持续推进，“高地布局”追求高质量发展.....	19
医教研体系逐渐完善，多元化激励机制吸引保留人才	21
研发 AI 智能体，赋能眼科临床与医院管理	23
财务分析及预测	25
估值	30
投资风险	31
附录	32
SPDBI 目标价	33
SPDBI 乐观与悲观情景假设	34

我国眼病患者基数庞大，民营眼科医院市场规模已近千亿元

中国整体眼科医疗服务市场目前约为 2500 亿元人民币。根据灼识咨询数据，我国眼科医疗服务市场规模从 2015 年的人民币 507 亿元增长到 2019 年的 1,037 亿元（2015-2019 CAGR: 19.6%）。根据 Frost & Sullivan 数据，我国眼科医疗服务市场规模从 2020 年的 1,378 亿元增长至 2024 年的 2,231 亿元（2020-2024 CAGR: 12.8%），并预计于 2025 年进一步增至 2,522 亿元（2020-2025E CAGR: 12.8%）。从细分领域来看，2019 年视光服务、白内障、屈光手术分别占据眼科医疗服务细分市场规模的前三位，占比分别达到 21%、18% 和 17%。

目前中国民营眼科医疗服务已成长至近千亿元市场规模，约占整体眼科医疗服务市场规模四成。根据灼识咨询数据，眼科医疗服务市场中，民营市场规模增长相较公立更为迅速（由于民营眼科医院相较公立医院针对性更强，往往有用更先进医疗设备及良好就医环境，因此越来越多患者选择民营眼科医院就诊），由 2015 年的 189 亿元增长到 2019 年的 402 亿元（2015-2019 CAGR: 20.7%；vs 同期公立眼科医疗服务市场增速：18.9%）。根据 Frost & Sullivan 数据，民营机构在 2024 年整体眼科医疗服务市场规模中占比 42%，对应 937 亿元市场规模。

图表 2：我国眼科行业市场规模

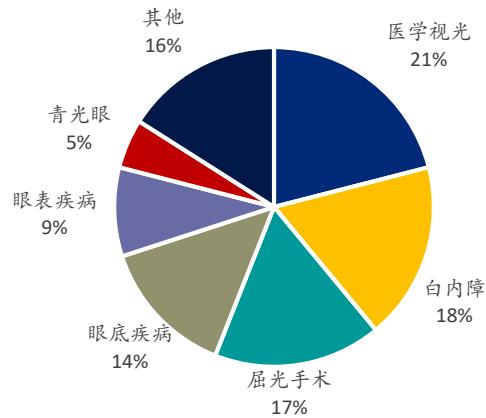


注：2015-2019 年数据来自灼识咨询；2020 年、2024 年和 2025E 数据来自 Frost & Sullivan；2020 年和 2025E

数据未拆分公立与民营眼科医院

资料来源：华厦眼科招股说明书、灼识咨询、Frost & Sullivan、浦银国际

图表 3：眼科各领域市场规模占比（2019 年）

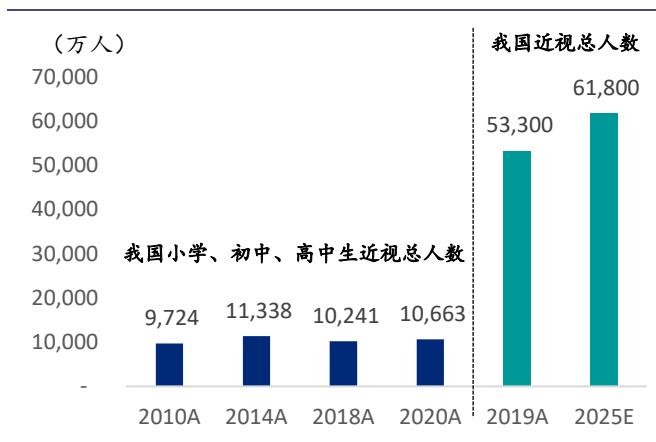


资料来源：华厦眼科招股说明书、灼识咨询、浦银国际

近视患者基数庞大、屈光与视光市场规模持续增长。我国 2019 年近视患者总人数达到 5.33 亿，整体近视率接近 34.2%，远超全球 12.5% 的近视眼整体发病率，2025 年预计患者人数将达 6.18 亿。其中，我国儿童青少年近视率较高，2022 年整体近视率达 51.9%，高中生近视率更是高达 81.2%。长时间阅读及使用电子设备更容易对眼睛造成不可逆的伤害，加剧视力下降、眼睛干涩疲劳等问题，并增加患眼底疾病的风险。

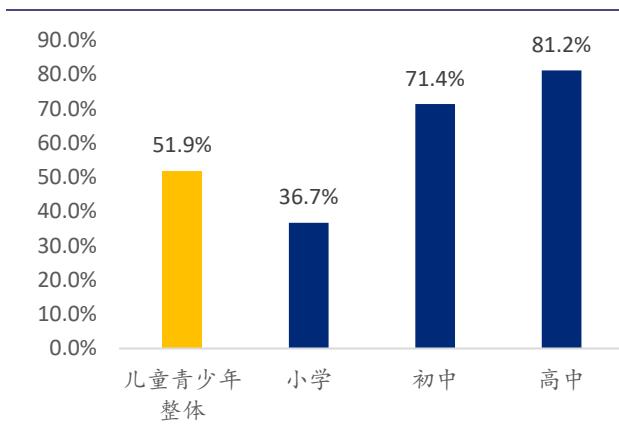
根据灼识咨询数据,中国屈光手术市场规模从2015年的59亿元攀升至2019年的181亿元(2015-2019 CAGR: 32.3%),视光市场规模则从2015年的90亿元增至2019年的228亿元(2015-2019 CAGR: 26.2%)。随着中国屈光不正手术及医学视光的普及,2025年中国屈光手术市场规模预计达725亿元(2020E-2025E CAGR: 28.4%),视光市场规模预计达500亿元(2020E-2025E CAGR: 14.6%)。

图表 4: 我国近视人数



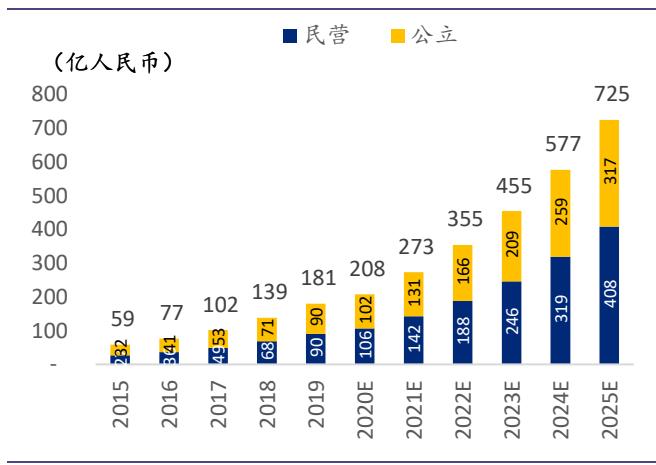
资料来源:国家卫健委、艾瑞咨询、浦银国际

图表 5: 我国儿童青少年近视率 (2022 年)



资料来源:国家疾控局、浦银国际

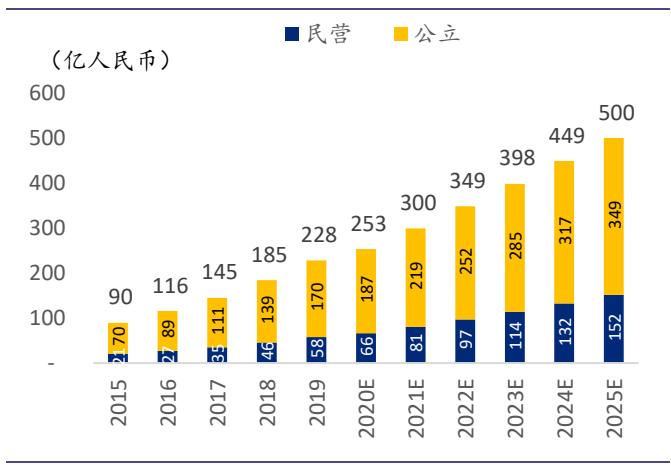
图表 6: 我国屈光手术市场规模



E=灼识咨询预测

资料来源:华厦眼科招股书、灼识咨询、浦银国际

图表 7: 我国视光手术市场规模

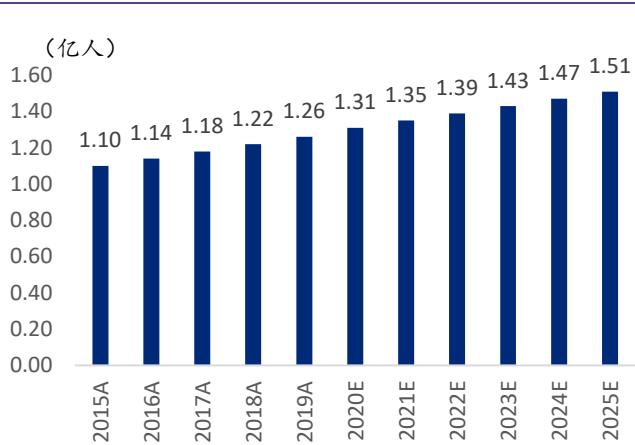


E=灼识咨询预测

资料来源:华厦眼科招股书、灼识咨询、浦银国际

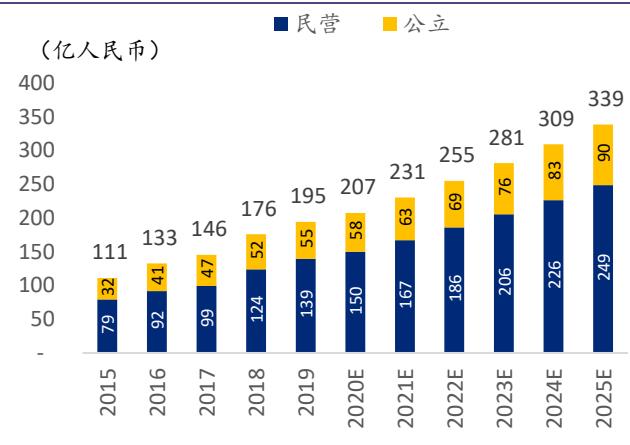
60岁及以上人口白内障发病率高,白内障手术量逐年提升。根据中华医学眼科学分会数据,我国60-89岁人群白内障发病率为80%,而90岁以上人群发病率则达90%以上。随着我国人口老龄化程度的加深,白内障患者数量呈现上升态势。根据灼识咨询数据,我国白内障患者人数从2015年1.10亿人上升至2019年1.26亿人(2015-2019 CAGR: 3.5%),预计2025年患者人数达1.51亿人(2020E-2025E CAGR: 2.9%),白内障手术市场规模则预计于2025年增长至339亿元(2020E-2025E CAGR: 10.4%)。

图表 8: 中国白内障患者人数



资料来源：华夏眼科招股书、灼识咨询、浦银国际

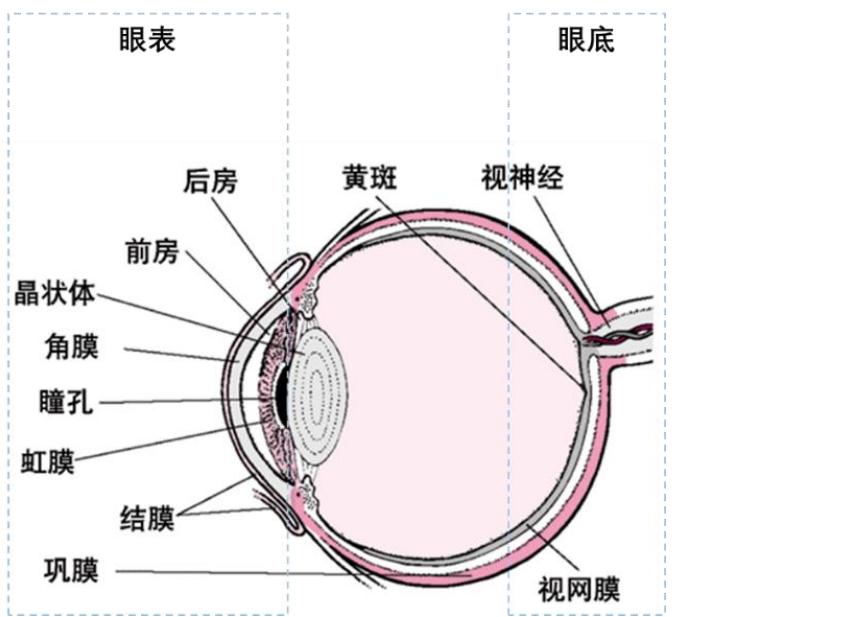
图表 9: 中国白内障手术市场规模



资料来源：华夏眼科招股书、灼识咨询、浦银国际

此外，眼表疾病和眼底疾病亦是常见眼科疾病。眼表疾病是一系列损害角结膜眼表正常结构与功能的疾病的总称，一般包括所有的浅层角膜病、结膜病以及外眼疾病、泪腺及泪道疾病，其中干眼症、结膜炎、角膜炎、巩膜炎、眼睑疾病、泪道病和翼状胬肉是临床常见的眼表疾病。眼底疾病则是指视网膜、脉络膜、眼球内壁等组织出现炎症、变形、先天异常及这些组织的血管发生病变引起的疾病。常见的眼底疾病包括糖尿病视网膜病变、高血压视网膜病变、年龄相关性黄斑变性、黄斑裂孔、黄斑前膜、玻璃体积血、视网膜脱离、视网膜血管阻塞、近视眼底病变和视神经炎等。

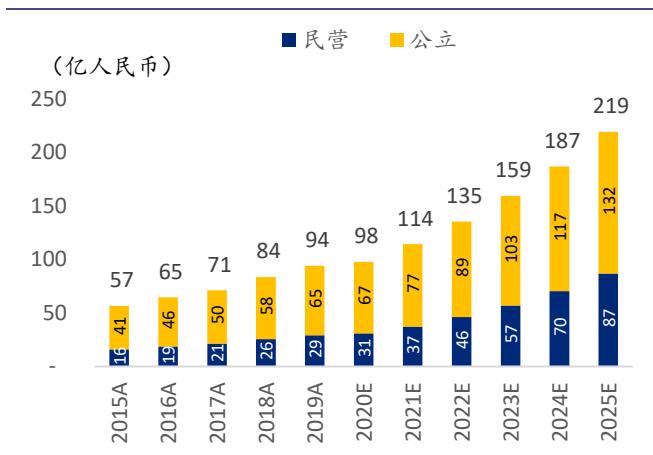
图表 10: 眼球结构示意图



资料来源：A+医学百科、浦银国际

中国眼表疾病整体市场规模从 2015 年的 57 亿元快速增长至 2019 年的 94 亿元 (2015-2019 CAGR: 13.3%)，2025 年市场规模预计约 219 亿元 (2020E-2025E CAGR: 17.4%)。中国眼底疾病整体市场规模从 2015 年的 100 亿元快速增长至 2019 年的 157 亿元 (2015-2019 CAGR: 11.9%)，2025 年市场规模有望增长至 269 亿元 (2020E-2025E CAGR: 10.4%)。

图表 11：中国眼表疾病市场规模



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 12：中国眼底疾病市场规模



资料来源：公司资料、浦银国际

眼部组织结构精密复杂，眼科诊疗技术亦持续迭代升级。当前主流技术路径已涵盖角膜屈光手术 (SMILE、LASIK 等)、眼内屈光手术 (ICL 植入等) 以及白内障超声乳化联合人工晶状体植入等细分领域，屈光不正和白内障等高发眼病的治疗效果显著提升。展望未来，眼科各细分专科将持续向纵深发展，手术微创化、个性化趋势明显，多焦点人工晶体等高端耗材渗透率提升。技术进步叠加居民健康意识增强，有望持续降低患者心理门槛，推动眼科医疗服务渗透率提升，为行业带来持续增长动力。

图表 13：常见眼科疾病治疗方式

眼科疾病	常用治疗手段	治疗目的
屈光不正	屈光手术 (角膜屈光手术、眼内屈光手术、屈光手术矫正老视等) 医学视光 (框架眼镜、角膜接触镜等)	治愈 控制
白内障	手术治疗 (超声乳化白内障吸除术、白内障囊外摘除术、飞秒激光辅助下白内障摘除术、人工晶体植入术、多焦点人工晶体植入等) 药物治疗 (部分滴眼液等)	治愈 延缓
青光眼	药物治疗 (缩瞳剂、 β -肾上腺能受体阻滞剂、 α -肾上腺素受体激动剂、前列腺素衍生物、碳酸酐酶抑制剂、高渗剂等) 激光治疗 (Nd:YAG 激光虹膜切开术、氩激光或半导体激光周边虹膜成形术、选择性激光小梁成形术等) 手术治疗 (周边虹膜切除术、小梁切除术、非穿透性小梁手术、睫状体冷凝术、青光眼白内障联合手术等)	控制
眼底病	药物治疗 (玻璃体内注射抗 VEGF 药物等) 激光治疗 (激光光凝、经瞳孔温热疗法、光动力疗法等) 手术治疗 (玻璃体切割术等)	改善或挽救视力
干眼	非药物治疗 (眼睑清洁、热敷及睑板腺按摩等物理疗法、湿房镜及硅胶眼罩、软性角膜接触镜、泪小点栓塞等) 药物治疗 (人工泪液替代、口服药物局部抗炎与免疫抑制治疗) 手术治疗 (自体领下腺移植等)	改善

资料来源：普瑞眼科招股说明书、浦银国际

公司简介

爱尔眼科创立于 2002 年，并于 2009 年完成创业板上市，是全球规模领先的眼科医疗服务连锁集团。截至 2025 年 6 月 30 日，爱尔眼科品牌医院、眼科中心及诊所在全球范围内共有 989 家，其中中国内地 820 家（含并购基金内医院数）、香港 9 家、欧洲 141 家、东南亚 18 家、美国 1 家，形成了覆盖全球的医疗服务网络。得益于强大广阔的全球服务网络，公司于 2024 年实现门诊量超过 1,600 万人次，手术量超过 120 万例。

公司业务涵盖屈光手术、白内障、眼前段、眼后段等全眼科诊疗服务及医学视光服务。在国内，公司采取“分级连锁”发展模式及其配套的经营管理体系，通过不同层级医院的功能定位，构建分级诊疗体系，提高资源共享效率及医疗水平，持续增强集团整体实力和各家医院的竞争力。在海外，公司通过重点区域“高地布局”战略，实现医疗技术与全球先进水平同步发展、多层次服务体系吸纳融合，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，更有效地助力公司高质量发展。

图表 14：爱尔眼科发展里程碑

年份	里程碑
2002 年	<ul style="list-style-type: none">● 爱尔眼科品牌创立● 第一家全资医院“长沙爱尔眼科医院”成立
2009 年	<ul style="list-style-type: none">● IPO 创业板上市，募集资金 8.82 亿元
2013 年	<ul style="list-style-type: none">● 中南大学爱尔眼科学院成立● 爱尔眼科研究所成立
2014 年	<ul style="list-style-type: none">● 设立并购基金，推出合伙人计划
2015 年	<ul style="list-style-type: none">● 眼科医疗布局进入中国香港（收购亚洲医疗）
2017 年	<ul style="list-style-type: none">● 眼科医疗布局美国、欧洲（收购美国 Wang Vision 眼科中心、收购欧洲 Clinica Baviera）
2019 年	<ul style="list-style-type: none">● 眼科医疗布局进入东南亚（收购 ISEC 眼科集团）
2022 年	<ul style="list-style-type: none">● 实施新十年发展战略，打造“1+8+N”计划
2024 年	<ul style="list-style-type: none">● 公司进入英国，爱尔眼科旗下 Clinica Baviera 眼科集团收购 Optimax 集团

资料来源：公司资料、浦银国际

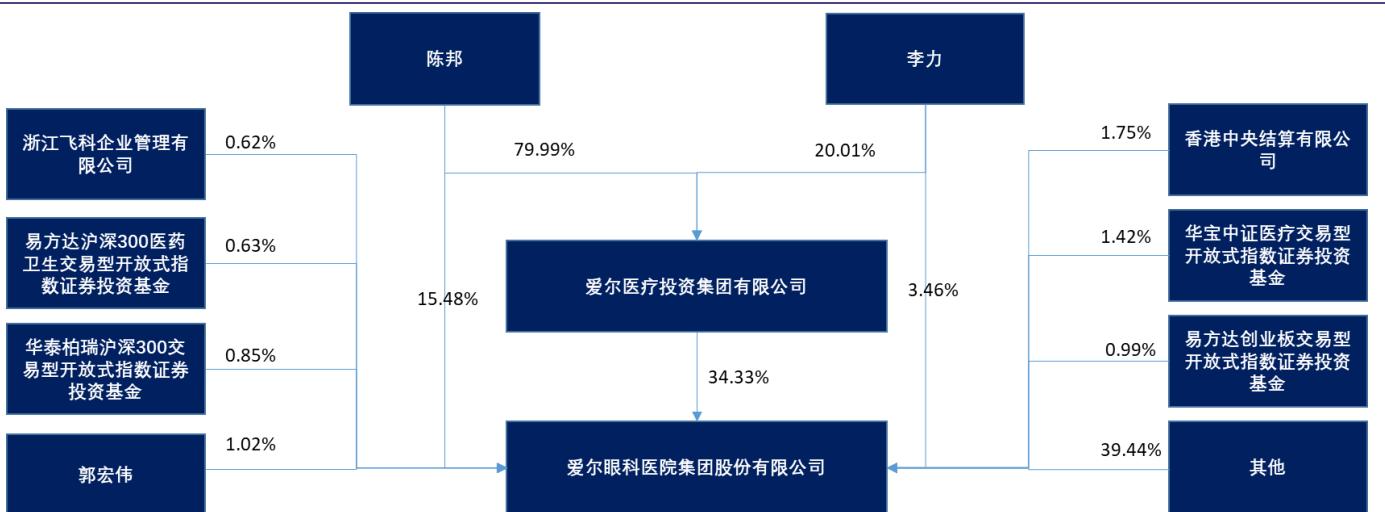
图表 15: 爱尔眼科线下医疗机构分布 (截至 1H25)



资料来源：公司资料、浦银国际

截至 3Q25 末，公司创始人陈邦为实际控制人，直接持有爱尔上市主体 15.48% 股份，并通过爱尔医疗投资集团有限公司持有上市主体 34.33% 股权。

图表 16: 爱尔眼科股权结构 (截至 3Q25 末)

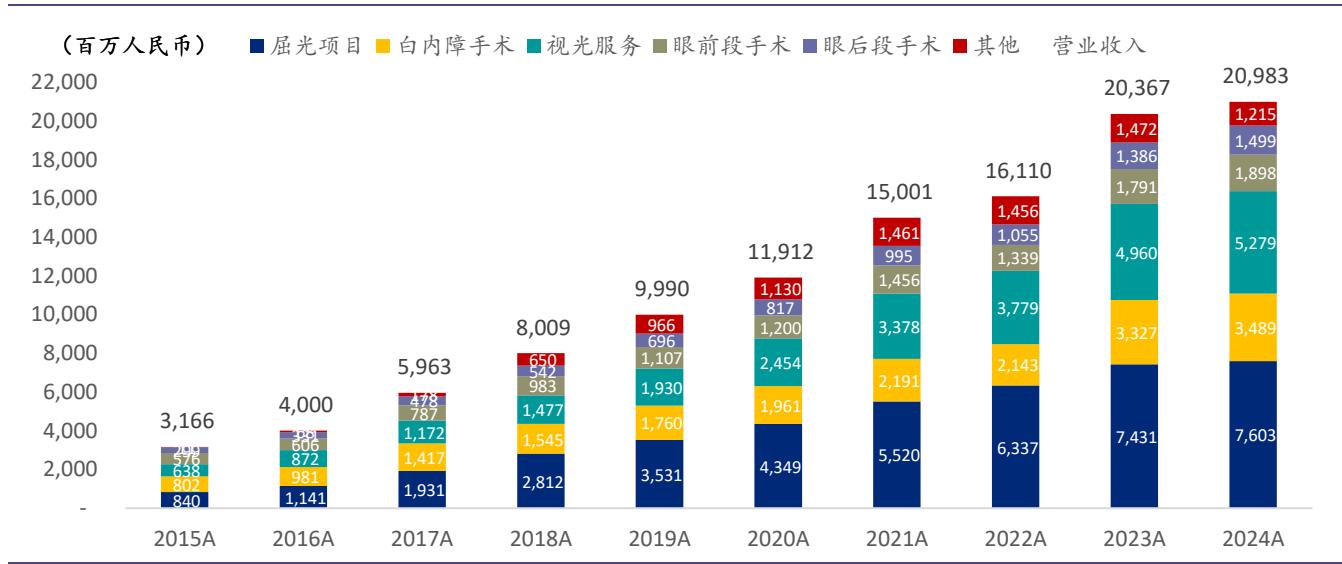


资料来源：公司资料、浦银国际

民营眼科龙头，过去十年收入利润高速增长

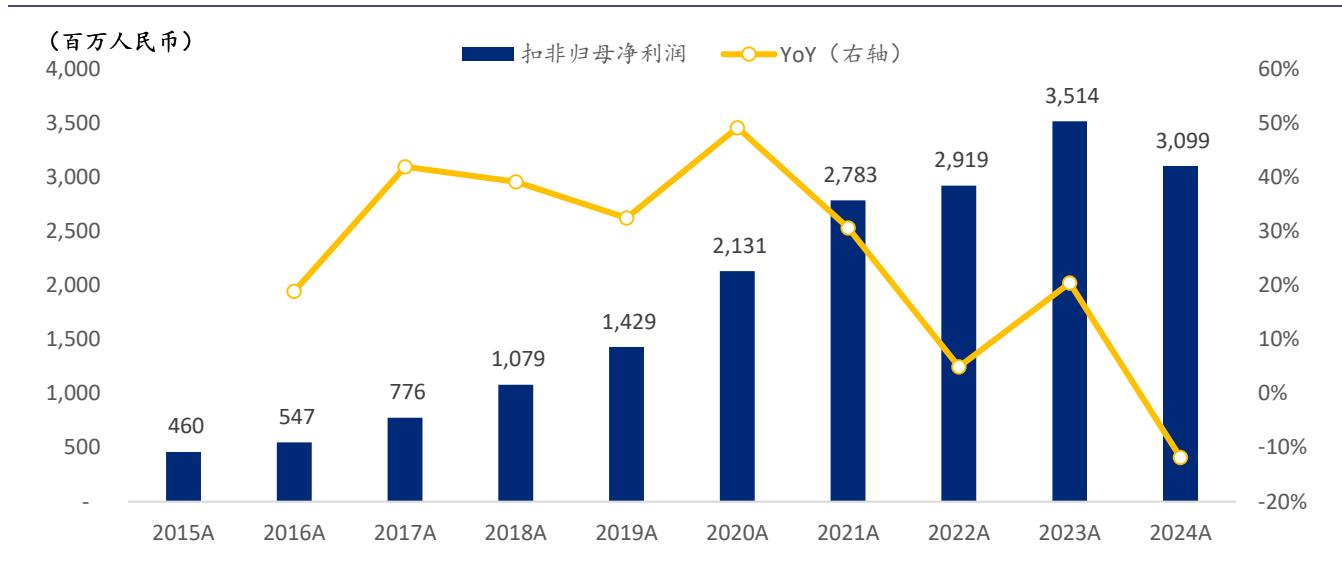
在过去十年，爱尔眼科的收入和利润均实现了~23% CAGR 的高速增长。过去 10 年间，爱尔眼科营业收入快速增长，由 2015 年人民币 31.7 亿元增长至 2024 年 209.8 亿元 (2015-2024 CAGR: 23.4%)；扣非归母净利润亦随之快速增长，由 2015 年的 4.6 亿元增长至 2024 年 30.1 亿元 (2015-2024 CAGR: 23.6%)，维持与收入相类似的年复合增速。

图表 17：爱尔眼科收入（2015-2024 年）



资料来源：公司资料、浦银国际

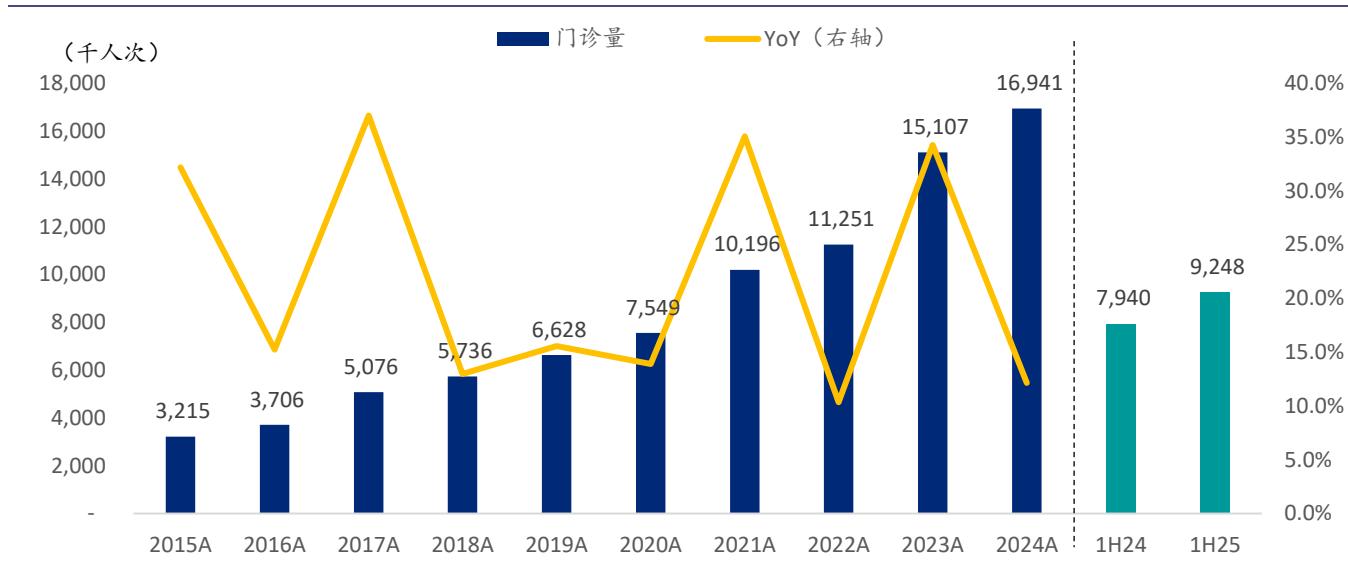
图表 18：爱尔眼科扣非归母净利润（2015-2024 年）



资料来源：公司资料、浦银国际

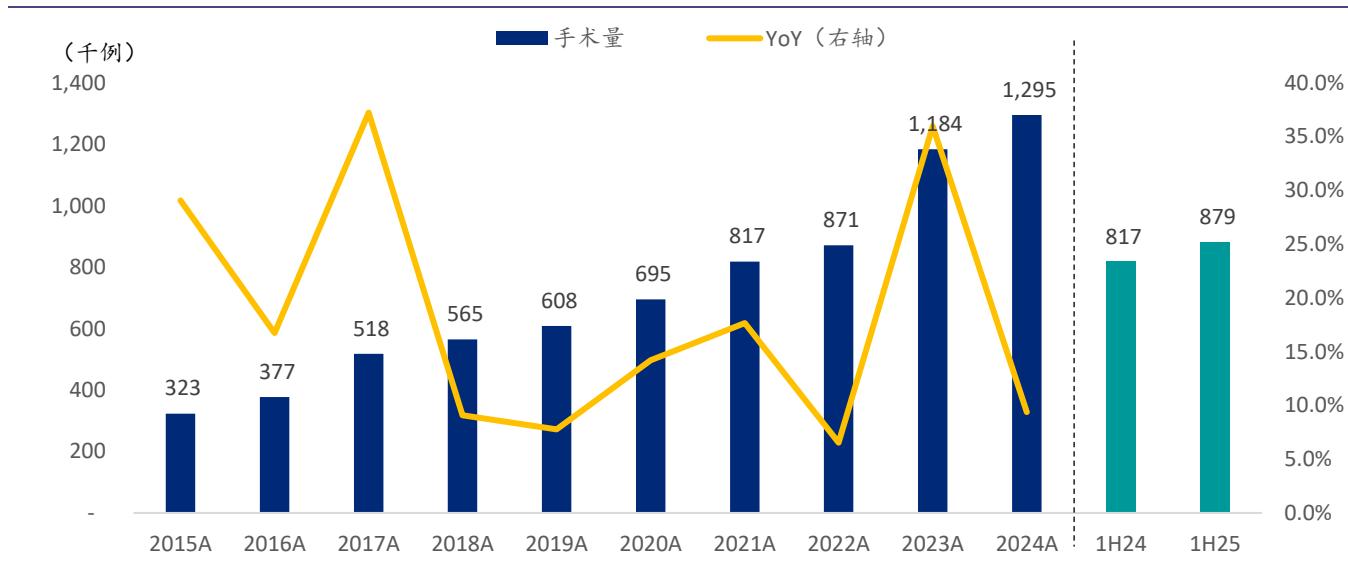
在过去十年，公司门诊量和手术量亦实现亮眼增速，分别为 20%、17% CAGR。2015-2024 年间，公司门诊量由 2015 年的 322 万人次增至 2024 年的 1,694 万人次 (20.3% CAGR)；手术量则由 2015 年的 32.3 万例增至 2024 年的 129.5 万例 (16.7% CAGR)。1H25 公司实现门诊量 925 万人次 (+16.5% YoY)，完成手术量 87.9 万例 (+7.6% YoY)。

图表 19：爱尔眼科门诊量及同比增速



资料来源：公司资料、浦银国际

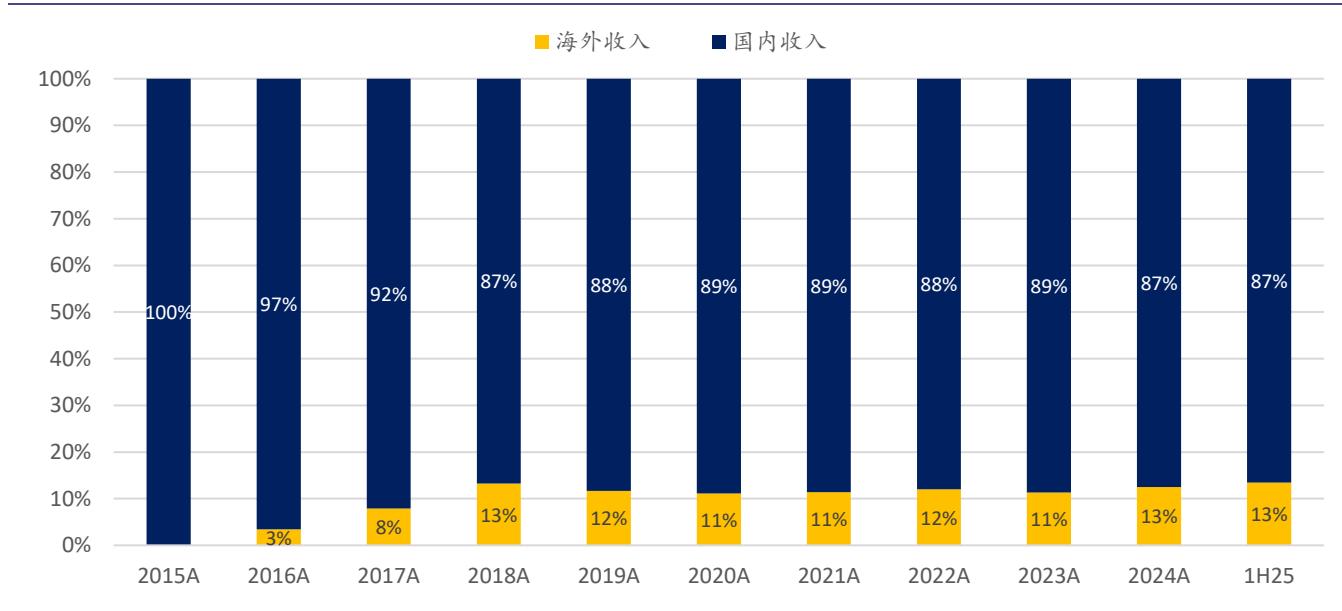
图表 20：爱尔眼科手术量及同比增速



资料来源：公司资料、浦银国际

公司自 2015 年开始国际化布局，国际化业务收入目前占比 13%，未来有望持续提升。公司自 2015 年起布局国际化业务，目前已在欧洲、东南亚、香港及美国等地进行布局。截至 1H25 末，爱尔在境外已布局 169 家眼科中心及诊所。从收入占比看，2024 年和 1H25 公司国际化收入占比均稳定在 13% 左右。未来随着欧洲和东南亚地区收入持续以双位数增速增长，国际化收入有望长期持续提升。

图表 21：爱尔眼科国内与海外收入占比

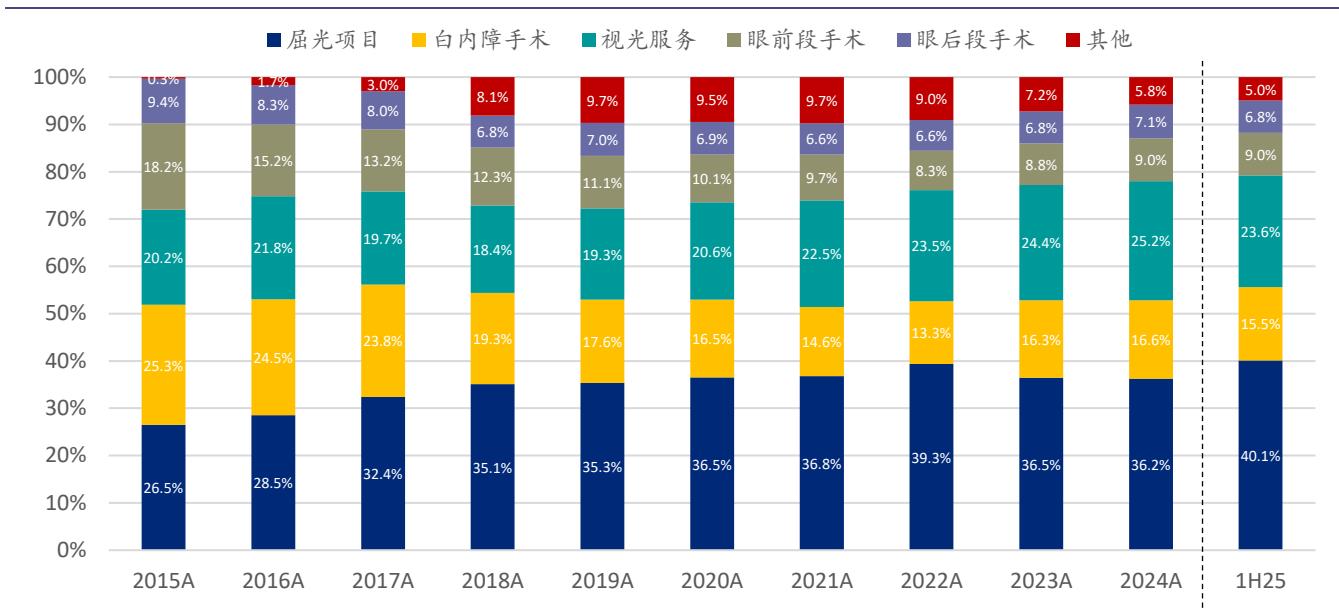


资料来源：公司资料、浦银国际

屈光、视光业务为公司收入增长重要驱动力，贡献公司超六成收入且占比逐步提升。公司业务包括：1) 屈光手术 (1H25 占公司收入 40.1%); 2) 视光服务 (1H25 占公司收入 23.6%); 3) 白内障手术 (1H25 占公司收入 15.5%); 4) 眼前段手术 (1H25 占公司收入 9.0%); 5) 眼后段手术 (1H25 占公司收入 6.8%) 及；6) 其它业务 (1H25 占公司收入 5%)。

从收入占比看，公司屈光业务收入占总收入比例由 2015 年的 26.5% 增至 1H25 的 40.1%，视光业务收入占比由 2015 年的 20.2% 增长至 2025 年的 23.6%，屈光、视光业务 1H25 合计贡献公司收入 63.7%，较 2015 年占比 (46.7%) 显著提升。此外，白内障项目、眼前段手术收入占比均较 2015 年有所下降，眼后段手术收入占比则基本持平。

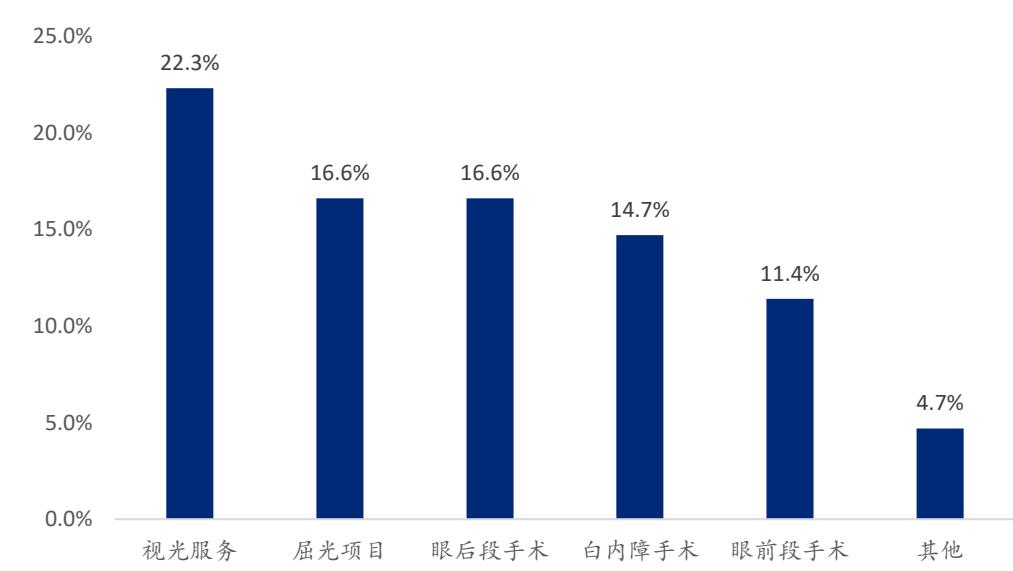
图表 22: 爱尔眼科收入构成



资料来源：公司资料、浦银国际

从 2019-2024 年收入增速看，各业务板块年均复合增速 (CAGR) 最快的为视光服务，达到 22.3% CAGR，其中，屈光项目、眼后段及白内障均实现不错增速，分别为 16.6% CAGR、16.6% CAGR 和 14.7% CAGR，眼前段则在同期实现 11.4% CAGR。

图表 23: 爱尔眼科各业务板块 2019-2024 年收入 CAGR

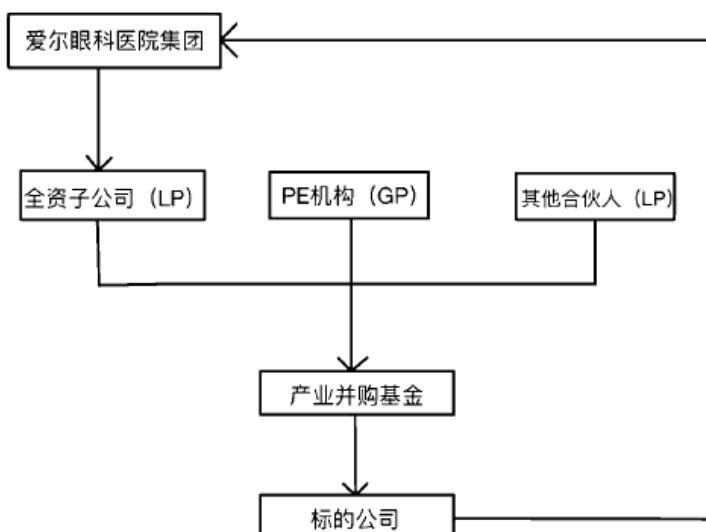


资料来源：公司资料、浦银国际

并购基金模式助力集团稳步实现规模扩张

“上市公司+PE”并购模式有效助力集团稳步实现规模扩张。公司于2014年推出“上市公司+PE”的并购模式，至今已运行超10年，该并购模式已较为成熟。具体而言，该模式可分为以下主要步骤：1) 爱尔眼科出资设立全资子公司，该子公司作为有限合伙人与PE、其他第三方有限合伙人共同成立产业并购基金（爱尔眼科子公司在并购基金中的出资比例通常低于20%）；2) 产业并购基金为亏损的医院提供资金支持，并将成熟的管理经验引入标的医院，使其渡过3-5年的培育阶段；3) 将培育成功的优质体外资产以合适的价格并入爱尔眼科上市公司体系内，PE获得相应退出收益，爱尔眼科通过并购新增盈利及现金流相较稳定的线下实体医院，从而实现PE与爱尔眼科上市主体的双赢。截至1H25，爱尔眼科的并购基金中包含225家医疗机构。

图表 24：爱尔眼科产业并购基金运作模式



资料来源：《“爱尔眼科+PE”产业并购基金对企业价值影响的分析》、浦银国际

公司依据医院未来成长性以及当前市场环境给予相应估值，过去两年收购估值平均为2x静态市销率。根据2024-2025年两年间公司公布的收购标的财务数据及收购成本看，公司近两年收购体外医院估值基本维持在2x静态市销率(PS)，但市盈率(PE)浮动较大，或与部分医院亏损及医保控费下医院盈利波动性较大有关。具体来看，2025年8月([链接](#))，公司收购铜仁爱尔、桃江爱尔、牡丹江爱尔3家医院，收购对价对应平均静态PS 2.2x(根据2024年全年收入计算)及静态PE 26.6x；2024年7月([链接](#))，公司收购虎门爱尔、运城爱尔等35家医院，收购对价对应平均静态PS 1.8x(根据2023年全年收入计算)及静态PE 55.6x。

图表 25: 2024-2025 年爱尔眼科部分收购标的估值

收购标的	上一年收入 (人民币万元)	上一年 净利润 (人 民币万元)	净利润率	收购股权	交易作价 (人民币万元)	静态 PS	静态 PE
2025年8月收购铜仁爱尔、桃江爱尔、牡丹江爱尔							
铜仁爱尔仁爱眼科医院	5,658.4	1,218.7	21.5%	71.0%	8,449.0	2.1	9.8
桃江爱尔眼科医院	928.8	32.2	3.5%	70.0%	1,330.0	2.0	59.0
牡丹江爱尔焦点眼科门诊部	626.3	137.0	21.9%	51.0%	768.0	2.4	11.0
2024年7月收购虎门爱尔、运城爱尔等35家医院							
东莞虎门爱尔眼科医院	4,391.4	561.7	12.8%	51.0%	4,080.0	1.8	14.2
运城市爱尔眼科医院	5,106.5	370.9	7.3%	51.0%	5,304.0	2.0	28.0
天津武清爱尔眼科医院	1,622.6	217.1	13.4%	70.0%	2,170.0	1.9	14.3
天津宝坻区爱尔眼科医院	1,527.9	161.4	10.6%	70.0%	2,100.0	2.0	18.6
渭南爱尔眼科医院	1,942.2	-173.7	-8.9%	65.0%	2,080.0	1.6	NA
诸暨爱尔眼科医院	1,709.4	-53.3	-3.1%	70.0%	2,310.0	1.9	NA
莱芜爱尔眼科医院	2,235.9	135.2	6.0%	70.0%	3,220.0	2.1	34.0
晋江爱尔眼科医院	2,232.0	73.9	3.3%	70.0%	3,150.0	2.0	60.9
邵东爱尔眼科医院	1,497.1	238.8	15.9%	51.0%	1,479.0	1.9	12.1
宁德爱尔眼科医院	3,043.2	-155.4	-5.1%	70.0%	4,130.0	1.9	NA
绥中爱尔眼科医院	981.4	-4.4	-0.4%	75.0%	1,050.0	1.4	NA
红安爱尔眼科医院	853.7	-71.8	-8.4%	70.0%	1,050.0	1.8	NA
来凤爱尔眼科医院	936.0	-47.5	-5.1%	70.0%	1,050.0	1.6	NA
莱阳爱尔眼科医院	1,037.2	-93.2	-9.0%	70.0%	1,470.0	2.0	NA
梅州爱尔眼科医院	3,101.4	148.7	4.8%	70.0%	4,200.0	1.9	40.3
靖州爱尔眼科医院	1,350.8	188.7	14.0%	51.0%	1,020.0	1.5	10.6
信阳爱尔眼科医院	2,464.9	-94.2	-3.8%	70.0%	2,884.0	1.7	NA
衡水爱尔眼科医院	4,137.7	239.7	5.8%	70.0%	5,040.0	1.7	30.0
福州爱尔眼科医院	7,054.9	-108.2	-1.5%	50.7%	7,608.7	2.1	NA
崇左爱尔眼科医院	2,369.5	171.0	7.2%	75.0%	3,375.0	1.9	26.3
吕梁爱尔眼科医院	1,503.4	-234.7	-15.6%	75.0%	2,025.0	1.8	NA
康平爱尔眼科医院	875.7	24.8	2.8%	80.0%	1,200.0	1.7	60.6
宾阳爱尔眼科医院	1,755.9	247.4	14.1%	80.0%	3,312.0	2.4	16.7
泸州龙马潭爱尔眼科医院	1,165.0	-208.2	-17.9%	91.7%	1,733.9	1.6	NA
大悟爱尔眼科医院	714.3	-61.4	-8.6%	65.0%	890.5	1.9	NA
盐城曙光爱尔眼科医院	3,720.7	-104.0	-2.8%	65.0%	4,355.0	1.8	NA
辽阳爱尔瞳明眼科医院	2,621.9	159.2	6.1%	55.0%	2,799.5	1.9	32.0
大冶爱尔眼科医院	1,440.4	44.2	3.1%	70.0%	1,540.0	1.5	49.8
凤城爱尔眼科医院	762.9	3.5	0.5%	78.4%	940.5	1.6	346.8
六盘水爱尔眼科医院	3,181.0	-234.3	-7.4%	70.0%	4,130.0	1.9	NA
华容爱尔眼科医院	1,010.5	47.4	4.7%	51.0%	714.0	1.4	29.6
浠水爱尔眼科医院	1,094.5	9.9	0.9%	75.0%	1,500.0	1.8	201.2
邹平爱尔眼科医院	2,649.1	46.3	1.7%	51.0%	2,550.0	1.9	107.9
枝江爱尔眼科医院	1,239.8	249.9	20.2%	55.0%	1,600.5	2.3	11.6
澧县爱尔眼科医院	1,596.2	164.9	10.3%	51.0%	1,785.0	2.2	21.2

*静态市销率=收购标的评估价值/上一年度营业收入

资料来源：公司资料、浦银国际

国内业务：“1+8+N”战略下，核心医院建设基本完成，有望进一步提升区域网络整体发展

2022年，在已有分级连锁模式基础上，公司提出“1+8+N”策略进一步深化分级连锁网络体系。我国医疗资源长期面临分布不均的挑战，优质医疗资源多数集中在一二线城市，低线城市的医疗资源相对短缺。为了在优质医师资源有限的前提下进一步满足眼科疾病的治疗需求，公司于2022年正式提出“1+8+N”的战略，即以1家世界级眼科医学中心（长沙爱尔）、8家国家及区域眼科医学中心（北京、上海、广州、深圳、武汉、沈阳、成都、重庆）带动N家眼科医院高质量发展。该战略计划通过中心城市和重点省会城市的区域性眼科中心建设，拉动区域内纵向分级连锁网络体系建设，同时通过构建一城多院、眼视光门诊部（诊所）横向同城分级诊疗网络，逐步形成“横向成片、纵向成网”的布局，从而在保证医疗治疗效果的同时，实现更广泛区域为患者提供眼科诊疗服务。

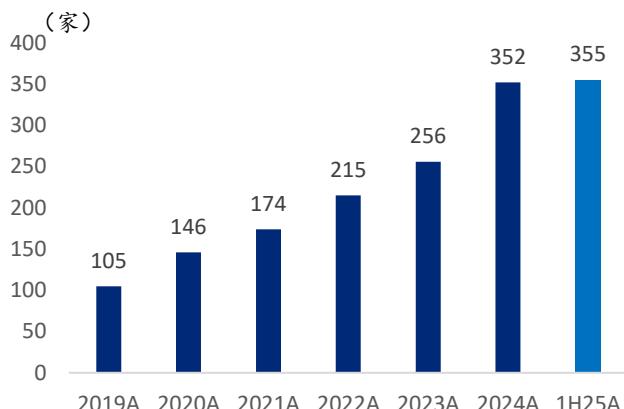
图表 26：爱尔眼科分级连锁模式



资料来源：公司资料、浦银国际

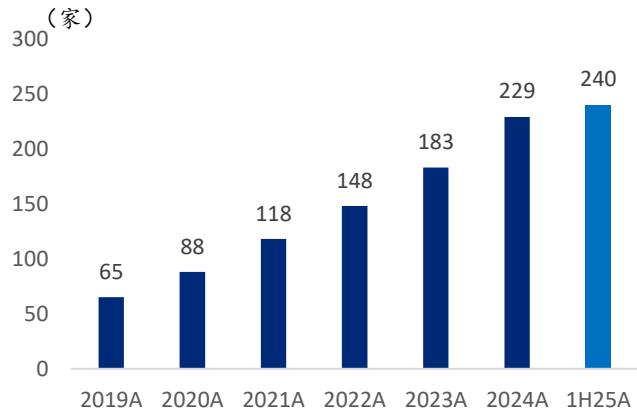
目前“1+8+N”战略的中心城市和重点省会城市建设基本完成。截至1H25末，公司境内医院355家，门诊部240家，“1+8+N”战略中的“1”（长沙爱尔）以及“8”中的上海、广州、成都、重庆、深圳、沈阳、武汉等地的眼科中心均已投入运营，剩余的北京爱尔正在建设中，预计2026年初转固。随着“1+8+N”战略陆续落地，中心城市和重点省会城市的区域性眼科中心正逐步投入使用。

图表 27: 爱尔眼科境内医院数量



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 28: 爱尔眼科境内门诊部数量



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 29: 爱尔眼科重点医院收入及利润

单位：百万元人民币	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
长沙爱尔眼科医院						
营业收入	392	444	458	467	552	565
营业利润	135	171	179	136	139	126
净利润	134	169	177	136	139	124
广州爱尔眼科医院						
营业收入	217	216	245	265	317	275
营业利润	48	54	53	58	72	45
净利润	36	45	40	49	57	39
深圳爱尔眼科医院						
营业收入	233	241	298	256	296	232
营业利润	45	71	75	62	78	61
净利润	36	50	53	45	58	45
武汉爱尔眼科医院						
营业收入	546	485	538	507	637	540
营业利润	176	164	173	159	225	165
净利润	123	142	147	136	183	139
辽宁爱尔眼科医院						
营业收入	NA	NA	NA	380	459	419
营业利润	NA	NA	NA	111	157	118
净利润	NA	NA	NA	87	110	115
成都爱尔眼科医院						
营业收入	375	381	417	382	445	383
营业利润	138	140	156	143	159	121
净利润	111	107	127	120	121	101
重庆爱尔眼科医院						
营业收入	258	245	260	257	305	256
营业利润	68	60	58	57	77	46
净利润	58	44	49	48	64	38
衡阳爱尔眼科医院						
营业收入	163	172	191	183	207	201
营业利润	57	59	62	52	63	64
净利润	49	41	46	39	48	61
东莞爱尔眼科医院						
营业收入	163	192	232	247	248	225
营业利润	62	77	85	89	82	74
净利润	44	54	59	64	55	53
南宁爱尔眼科医院						
营业收入	158	NA	NA	NA	254	224
营业利润	38	NA	NA	NA	60	54
净利润	30	NA	NA	NA	45	45

资料来源：公司资料、浦银国际

国际化持续推进，“高地布局”追求高质量发展

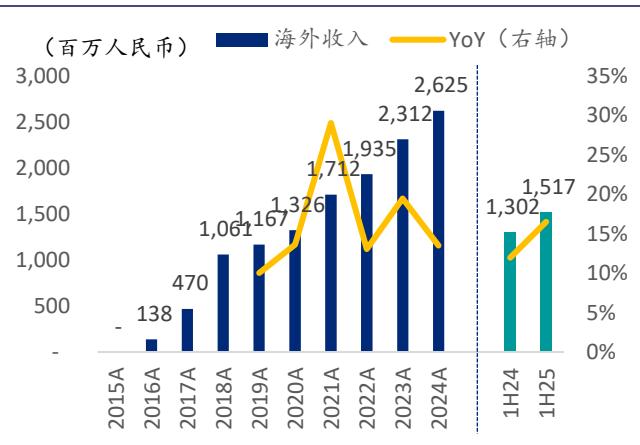
过往十年公司国际化进程持续推进，目前已覆盖包含欧洲、东南亚在内的等多个海外市场。公司自 2015 年起布局国际化业务，已陆续在香港、欧洲、美国和东南亚地区进行布局。截至 1H25 末，爱尔在境外已布局 169 家眼科中心及诊所，包括欧洲 141 家、东南亚 18 家、香港 9 家、美国 1 家。从收入角度看，在 2019-2024 年，公司海外收入增速达到 17.6% CAGR，维持亮眼的快速增长态势。

图表 30：爱尔眼科国际化进程



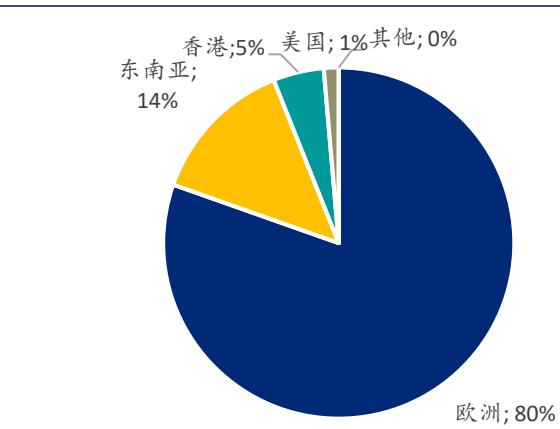
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 31：爱尔眼科海外收入



资料来源：公司资料、浦银国际

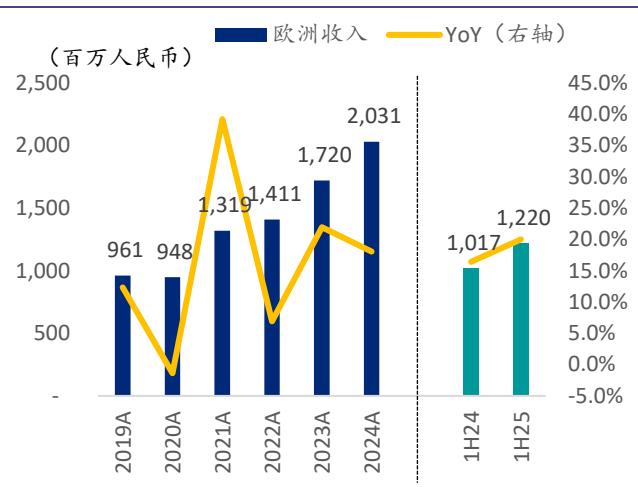
图表 32：爱尔眼科海外收入构成 (1H25)



资料来源：公司资料、浦银国际

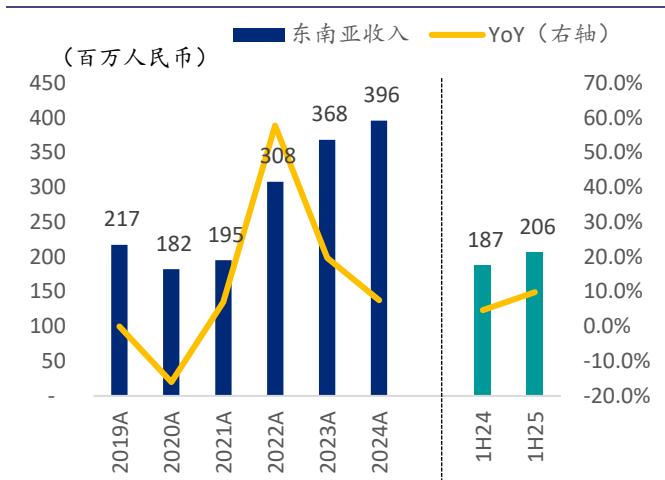
近年来欧洲与东南亚业务增长亮眼，是公司国际化战略的两大重要市场。凭借充足的眼科医疗机构数 (1H25：欧洲 141 家，东南亚 18 家)，欧洲市场与东南亚市场为公司海外业务重点市场。具体来说，公司于 2017 年通过收购 Clinica Baviera 进入欧洲市场，2019-2024 年公司欧洲业务收入增长迅速，实现 16% CAGR。此外，公司于 2019 年进入东南亚市场，2020-2024 年实现 21% CAGR。

图表 33: 爱尔眼科欧洲收入



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 34: 爱尔眼科东南亚收入



资料来源：公司资料、浦银国际

虽然不同海外地区并购估值存在一定差异，但公司大部分海外并购估值低于 2x PS。公司自 2015 年起通过收购的方式进入多个境外市场。从收购的估值看，不同地区估值差异较大（取决于当地医疗服务标的估值水平、业务增长潜力和市场规模），其中 2015 年收购香港亚洲医疗集团的静态市销率 1.7x；2017 年收购欧洲 CB 的静态市销率为 1.8x，2019 年收购 ISEC 公司 35% 股权（东南亚市场）的估值对应静态市销率 4.7x。

图表 35: 爱尔眼科海外收购

	收购标的	收购比例	收购价格	标的收入	PS
2015 年 11 月	亚洲医疗集团有限公司	100%	2.12 亿港元	2014 年收入 1.24 亿港元	1.7
2017 年 1 月	AW Healthcare Management	75%	1800 万美元	2015 年收入 794.4 万美元	3.0
2017 年 4 月	Clinica Baviera	90%	1.52 亿欧元	2016 年收入 9,157.2 万欧元	1.8
2019 年 8 月	ISEC	35%	6707 万新加坡元	2018 年收入 4044 万新加坡元	4.7
2024 年 6 月	Optimax	100%	1170 万欧元	NA	NA

资料来源：公司资料、浦银国际

医教研体系逐渐完善，多元化激励机制吸引保留人才

公司医教研体系逐渐完善，科研成果不断转化。公司已构建起“多院、多所、五站、五中心、四基地、一平台、一室”的医教研一体化创新平台体系。2024年上半年，爱尔眼科长沙医学中心正式成立，标志着长沙爱尔眼科医院建设世界级眼科医学中心正式驶入高质量发展的“快车道”。同年，爱尔眼科国家级博士后科研工作站获批独立招收博士后研究人员资格，公司希望将其打造成为吸引并培养科技青年人才的重要科技创新平台。公司与中国科学院计算技术研究所联合申报的“数据隐私驱动的联邦协同智能眼科辅诊大模型”获批2024年湖南省人工智能大模型技术应用项目建设计划。公司的科研创新成果不断转化，医教研平台优势进一步得到提升。

图表 36：爱尔眼科医教研一体化创新平台体系

创新平台	组成机构
多院	与中南大学、武汉大学、暨南大学、四川大学、东北大学、香港理工大学等合作，打通专科-本科-硕士-博士培养链路。
多所	爱尔眼科研究所、爱尔眼视光研究所、爱尔屈光研究所、爱尔白内障与人工晶状体研究所、爱尔数字眼科研究所、爱尔欧洲眼科学院等。
五站	国家博士后科研工作站、湖南省院士专家工作站、湖南省专家工作站、湖南省外国专家工作站、湖南省视光学会长沙服务站。
五中心	爱尔眼科全球眼科医学研究中心、湖南省眼视光工程技术研究中心、湖南省青光眼智能辅助诊断与新材料应用工程技术研究中心、湖南省眼表疾病临床医疗技术研究中心、湖南省企业技术中心等。
五基地	湖南省“海智计划”工作基地、湖南省眼视光国际科技合作基地、湖南省引才引智示范基地、眼健康湖南省科普基地、湖南省科普教育基地。
一平台	医疗辅助诊断系统长沙市新一代人工智能开放创新平台。
一室	与暨南大学联合成立视觉损伤修复联合实验室，深入开展视觉系统的损伤与修复等领域的研究。

资料来源：公司资料、浦银国际

多元激励机制，持续激发全体员工积极性。自上市以来，爱尔眼科先后实施了股票期权、限制性股票、合伙人计划等诸多形式的人才激励政策，使核心人才和公司构成长期利益合作关系，促进资源共享，持续激发全体员工积极性。

首先，就股权激励而言，截至2025年中，公司累计先后实施四次股权激励，覆盖人数和股票激励逐次增加。最近一轮股权激励为公司于2021年实施的新一轮限制性股票激励计划，激励对象超过6000人。

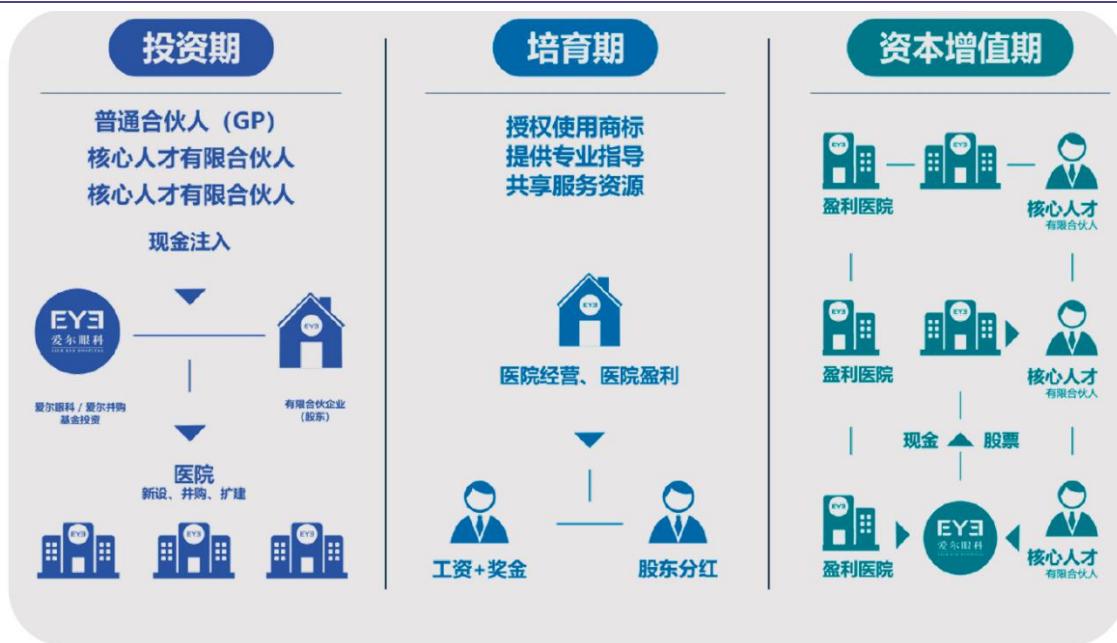
图表 37: 爱尔眼科 2021 年股权激励计划实施考核目标

解除限售期	业绩考核目标	对应净利润金额	考核目标完成情况
第一个解除限售期	以 2020 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率不低于 20%;	2021 年归母净利润 20.7 亿元	完成
第二个解除限售期	以 2020 年净利润为基数, 2022 年净利润增长率不低于 40%;	2022 年归母净利润 24.1 亿元	完成
第三个解除限售期	以 2020 年净利润为基数, 2023 年净利润增长率不低于 60%;	2023 年归母净利润 27.6 亿元	完成
第四个解除限售期	以 2020 年净利润为基数, 2024 年净利润增长率不低于 80%;	2024 年归母净利润 31.0 亿元	完成
第五个解除限售期	以 2020 年净利润为基数, 2025 年净利润增长率不低于 100%;	2025 年归母净利润 34.5 亿元	NA

资料来源: 公司资料、浦银国际

此外, 公司首创合伙人计划以奖励及保留核心人才。简单而言, 核心人才可作为合伙人股东与爱尔眼科共同投资设立新医院或进行医院并购及扩建, 合伙人将根据出资比例获得分红。此外, 在新医院达到一定盈利水平后, 公司可通过发行股份、支付现金或两者结合的方式收购合伙人持有的医院股权, 从而实现合伙人对新医院投资的增值。

图表 38: 爱尔眼科合伙人计划



资料来源: 公司资料、浦银国际

公司重视各类人才的引进与培养, 持续引入国际领军人才与行业领先人才。公司持续招募全国知名专家担任各省区副院长/医院副院长, 并对人才进行分层次重点培养, 开设了中青年科研能力培训班, 期望建设一批承接国家重点科研平台和重大科技项目团队的人才队伍。此外, 公司还针对主治职称及以下青年眼科医师和县级医院基层眼科医生制定了“繁星计划暨基层医生临床能力三年强化培训及考核规程”, 并与多家国内知名高校开展战略合作, 联合培养眼科硕士、博士研究生。

研发 AI 智能体，赋能眼科临床与医院管理

公司拥有丰富的眼科诊疗数据，可赋能 AI 训练及多个核心眼科应用场景。受益于爱尔眼科广泛布局的医疗网络，公司拥有行业内最丰富的眼科门诊量和手术量数据。这些数据资源五大核心应用场景包括：AI 辅助诊断与决策、全域公共卫生筛查网络、科研数据引擎、智能健康服务生态、近视防控数字化治理。

爱尔眼科持续深化“数字眼科”战略，已有多个 AI 技术及项目落地。目前公司 AI 相关产品与项目主要包括：1) AierGPT 及爱尔数字人：公司与中科院计算所共同打造的下一代智能眼健康交互平台，包括眼科大模型 AierGPT 及具有实时语音、文本交互的导诊与辅诊平台系统“爱尔数字人”；2) “AI 眼科医生”智能体：公司依托智慧医院平台等系统，持续开发并完善预问诊、智能辅诊、医保智能审核、DRG 数据统计、AI 检查检验报告解读、异常指标分析与个性化建议、智能随访等功能，推进移动端医生工作站建设；3) 与华为云签署战略合作协议，致力于打造“有温度的 AI 智慧眼科医院”。

公司在眼科 AI 领域的发展战略清晰，未来将聚焦 4 个主要方向，包括：1) 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；2) 推进数据资源化，积极开展数据资源入表；3) 完善爱尔远程医疗中心建设并推广应用；4) 与外部科研院所合作，推进研究成果转化。

图表 39：爱尔眼科 AI 战略蓝图

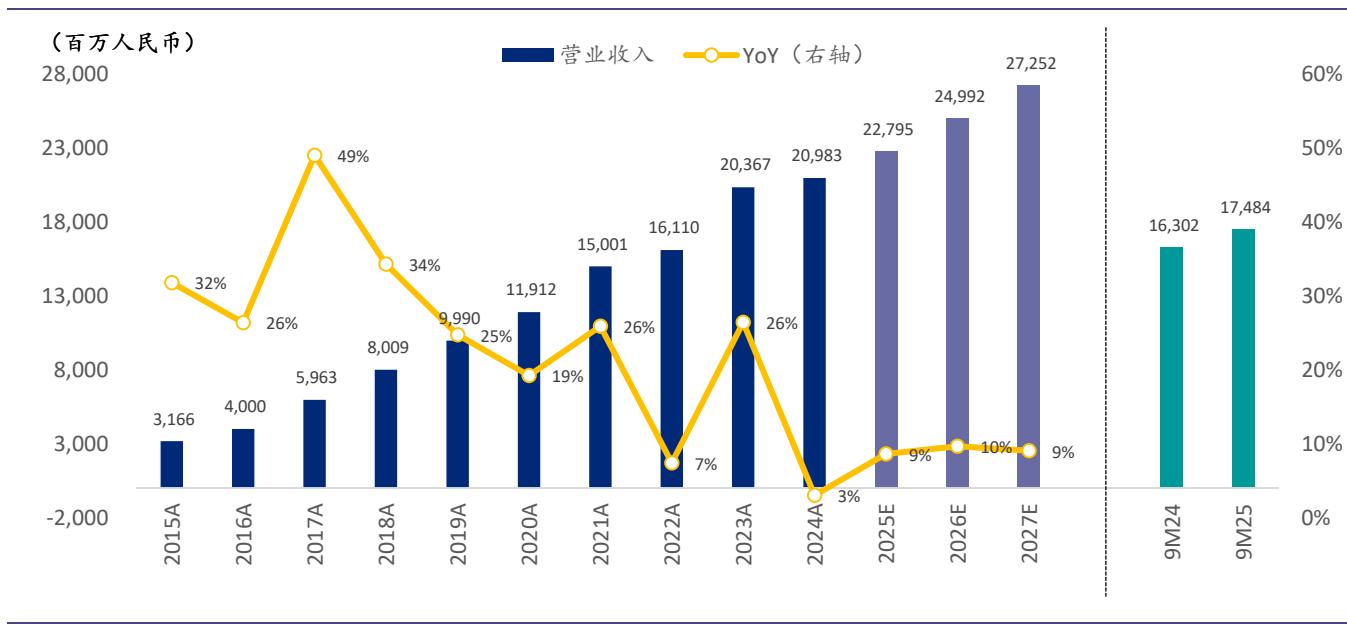


资料来源：《爱尔眼科 AI 战略白皮书》、浦银国际

财务分析及预测

公司在过往十年收入高速增长的基础上（2015-2024 CAGR: 23.4%），9M25收入实现+7.3% YoY，主要受益于屈光视光业务的不错增长。公司9M25收入人民币174.8亿元，实现+7.3% YoY增速；1H25整体收入115亿元，实现+9% YoY增速。无论是9M25，还是1H25，均较2024年增速(+3.0% YoY)有所提升。就板块而言，1H25 屈光/视光/白内障/眼前段/眼后段收入分别增长+11.1%/+14.7%/+2.6%/+13.1%/+9.0% YoY，其中屈光、视光、眼前段均较2024年增速有所加速。就公司整体门诊量和手术量而言，1H25亦实现不错的增长，门诊量增长+16.47% YoY，手术量增长+7.63% YoY。

图表 40：爱尔眼科收入及增速



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

展望未来，我们预计公司有望于 2025E、2026E、2027E 实现收入 228 亿元 (+8.6% YoY)、250 亿元 (+9.6% YoY)、273 亿元 (+9.0% YoY)。各板块收入预测如下：

- 屈光：**我们预计公司屈光板块收入在 2025E/2026E/2027E 分别同比增长 11%/9%/9%，主要受益于新型屈光手术（SMILE Pro, 全光塑, SMILE 4.0, ICL V5 等）占比持续提升带来的板块整体平均单价的提升以及整体手术量的温和增长；
- 白内障：**我们预计公司白内障板块收入在 2025E/2026E/2027E 分别同比增长 2.5%/12%/12%，主要由于 2025E 受到 DRG/DIP 2.0 影响收入增长有限，而 2026E 有望在 2025E 低基数基础上恢复，叠加老花手术及非医保高端白内障手术带来的增长，2027E 非医保白内障手术以及老花手术有望持续增长；

- 视光:** 我们预计公司视光板块收入在 2025E/2026E/2027E 分别同比增长 13%/11%/10%，主要得益于视光需求韧性强劲以及公司医学视光领域的优势地位；
- 眼前段:** 我们预计公司眼前段板块收入在 2025E/2026E/2027E 分别同比增长 12%/10%/9%；
- 眼后段:** 我们预计公司眼后段板块收入在 2025E/2026E/2027E 分别同比增长 9%/8%/7%。

图表 41：爱尔眼科各板块历史收入及收入预测

(人民币百万元)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
(1) 屈光项目收入	4,348.8	5,519.7	6,336.7	7,431.3	7,602.8	8,448.4	9,224.0	10,014.5
YoY	23.2%	26.9%	14.8%	17.3%	2.3%	11.1%	9.2%	8.6%
占总收入比例	36.5%	36.8%	39.3%	36.5%	36.2%	37.1%	36.9%	36.7%
COGS	-1,821.4	-2,265.9	-2,736.1	-3,166.0	-3,412.8	-3,692.0	-3,984.8	-4,276.2
毛利	2,527.5	3,253.8	3,600.7	4,265.3	4,190.0	4,756.5	5,239.2	5,738.3
GPM	58.1%	58.9%	56.8%	57.4%	55.1%	56.3%	56.8%	57.3%
(2) 白内障手术收入	1,961.4	2,191.2	2,143.2	3,327.0	3,489.0	3,576.2	3,999.1	4,472.0
YoY	11.4%	11.7%	-2.2%	55.2%	4.9%	2.5%	11.8%	11.8%
占总收入比例	16.5%	14.6%	13.3%	16.3%	16.6%	15.7%	16.0%	16.4%
COGS	-1,215.0	-1,365.8	-1,385.7	-2,063.7	-2,277.4	-2,288.8	-2,551.4	-2,844.2
毛利	746.3	825.4	757.4	1,263.3	1,211.6	1,287.4	1,447.7	1,627.8
GPM	38.1%	37.7%	35.3%	38.0%	34.7%	36.0%	36.2%	36.4%
(3) 视光服务收入	2,453.9	3,378.5	3,778.9	4,959.9	5,278.5	5,964.7	6,620.8	7,282.9
YoY	27.2%	37.7%	11.9%	31.3%	6.4%	13.0%	11.0%	10.0%
占总收入比例	20.6%	22.5%	23.5%	24.4%	25.2%	26.2%	26.5%	26.7%
COGS	-1,056.9	-1,417.6	-1,646.1	-2,130.3	-2,402.3	-2,714.7	-3,013.3	-3,314.6
毛利	1,397.0	1,960.8	2,132.8	2,829.6	2,876.2	3,250.1	3,607.6	3,968.3
GPM	56.9%	58.0%	56.4%	57.0%	54.5%	54.5%	54.5%	54.5%
(4) 眼前段手术收入	1,200.4	1,456.0	1,339.5	1,791.4	1,897.9	2,125.7	2,338.3	2,548.7
YoY	8.4%	21.3%	-8.0%	33.7%	5.9%	12.0%	10.0%	9.0%
占总收入比例	10.1%	9.7%	8.3%	8.8%	9.0%	9.3%	9.4%	9.4%
COGS	-659.1	-757.9	-744.0	-973.1	-1,115.7	-1,286.0	-1,414.6	-1,542.0
毛利	541.3	698.2	595.5	818.3	782.2	839.6	923.6	1,006.7
GPM	45.1%	47.9%	44.5%	45.7%	41.2%	39.5%	39.5%	39.5%
(5) 眼后段手术收入	817.5	994.8	1,055.2	1,385.6	1,499.5	1,634.4	1,765.2	1,888.8
YoY	17.4%	21.7%	6.1%	31.3%	8.2%	9.0%	8.0%	7.0%
占总收入比例	6.9%	6.6%	6.6%	6.8%	7.1%	7.2%	7.1%	6.9%
COGS	-528.1	-651.4	-700.6	-905.1	-1,029.2	-1,144.1	-1,235.6	-1,322.1
毛利	289.4	343.4	354.6	480.4	470.3	490.3	529.6	566.6
GPM	35.4%	34.5%	33.6%	34.7%	31.4%	30.0%	30.0%	30.0%
(6) 其他	1,130.4	1,460.6	1,456.4	1,472.1	1,215.2	1,045.0	1,045.0	1,045.0
YoY	17.0%	29.2%	-0.3%	1.1%	-17.5%	-14.0%	0.0%	0.0%
占总收入比例	9.5%	9.7%	9.0%	7.2%	5.8%	4.6%	4.2%	3.8%
COGS	-553.4	-753.2	-767.9	-783.8	-649.1	-627.0	-627.0	-627.0
毛利	577.1	707.4	688.6	688.3	566.1	418.0	418.0	418.0
GPM	51.0%	48.4%	47.3%	46.8%	46.6%	40.0%	40.0%	40.0%

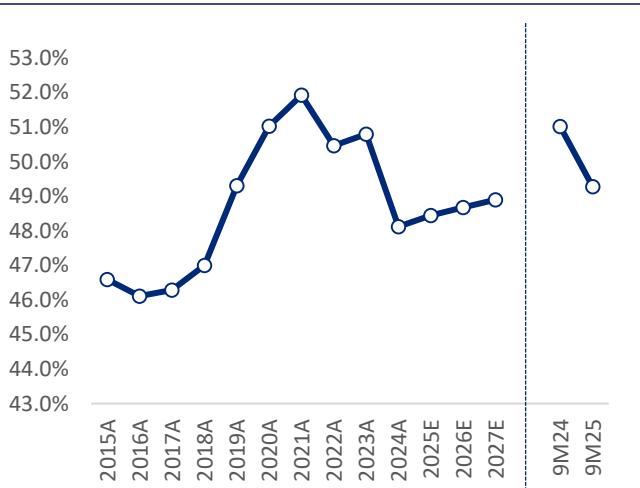
E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

多年来公司毛利率保持在48%-52%区间；9M25毛利率为49.3%，明显高于其他上市眼科医院。过往多年来，公司毛利率保持在48%-52%区间，其中2024年公司毛利率为48.1%，为2018年以来最低，主要由于市场竞争激烈，行业价格战对毛利率造成拖累。但随着新型屈光手术占比不断提升，2025年以来，毛利率开始呈现逐季小幅环比提升，1Q25/2Q25/3Q25毛利率分别为48%/49.2%/50.7%。此外，横向对比来看，公司9M25毛利率为49.3%，明显高于其他上市眼科医院。

展望未来，我们预计公司毛利率有望在新型屈光手术的带动下温和上升，我们目前保守预测2025E/2026E/2027E毛利率分别为48.4%/48.7%/48.9%。

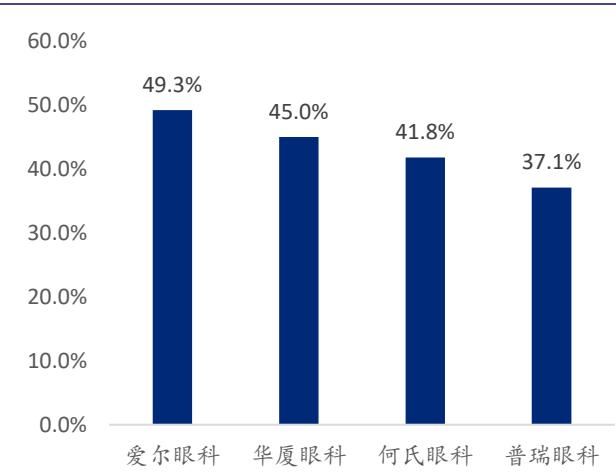
图表 42：爱尔眼科毛利率



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 43：可比眼科医院毛利率（9M25）

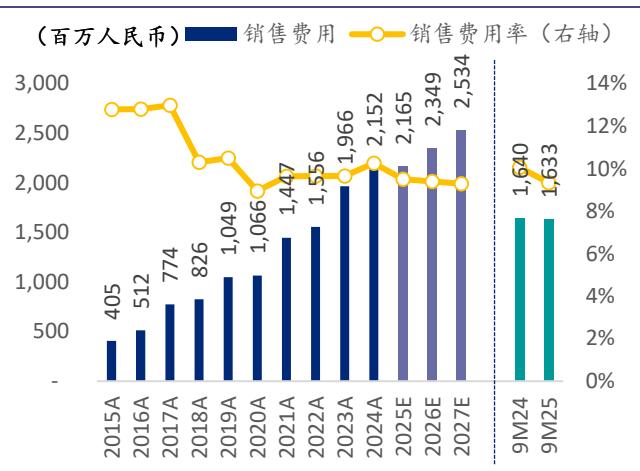


资料来源：公司资料、浦银国际

销售费用率近年来基本维持在9%-10%。公司9M25销售费用为16.3亿元，占当期收入的9.3%，较2021-2024年销售费用率区间（9.6%-10.3%）略有降低。得益于规模效应，爱尔销售费用率远远低于与其他上市眼科公司。展望未来，我们认为公司销售费用率有望随着收入规模进一步扩大而小幅下降，我们预计2025E/2026E/2027E销售费用率分别为9.5%/9.4%/9.3%。

管理费用率近年来维持在 13%-14%+区间。9M25 公司管理费用率分别为13.5%，符合 2021-2024 年管理费用率区间（13.1%-14.2%）。与同行业其他公司相比，爱尔管理费用率处于合理区间。展望未来，我们预计公司管理费用率有望随着收入规模进一步扩大而小幅下降，我们预计公司管理费用率于2025E/2026E/2027E 分别为 13.5%/13.4%/13.3%。

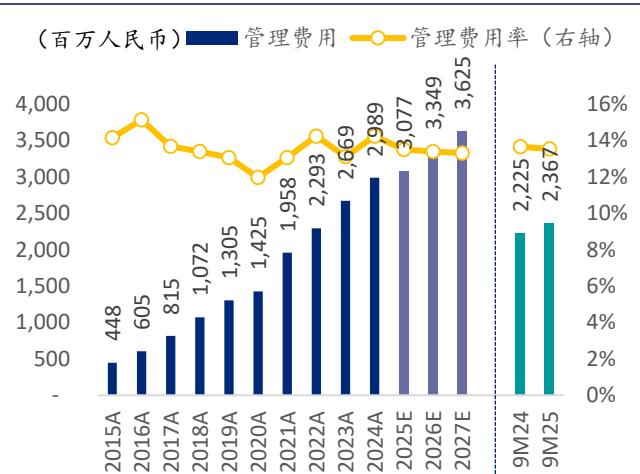
图表 44: 爱尔眼科销售费用



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 46: 爱尔眼科管理费用

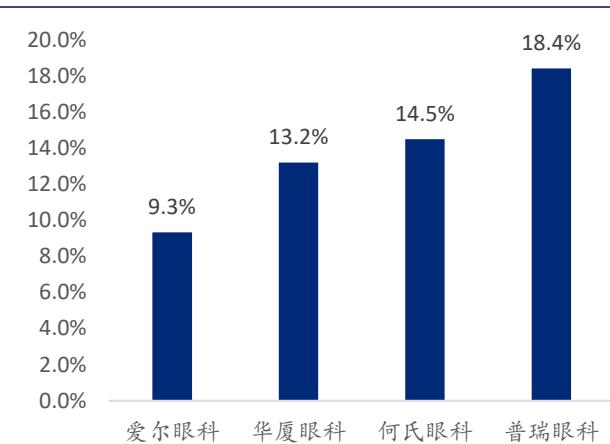


E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

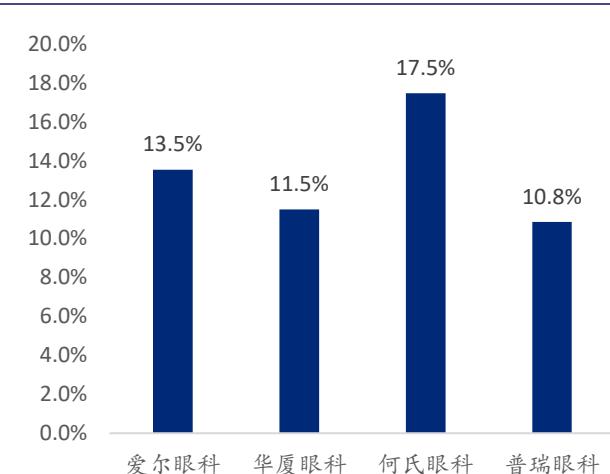
研发费用率近年来稳定在 1.2%-1.7% 区间。9M25 公司研发费用为 2.3 亿元，占当期营收 1.3%，较 2021-2024 年研发费用率区间（1.5%-1.7%）略有所下降。爱尔研发费用率与同行业其他公司大致相当（除研发费用率明极低的普瑞眼科外）。展望未来，我们预计公司研发费用率于 2025-2027E 将继续稳定在 1.3% 左右。

图表 45: 可比眼科医院销售费用率 (9M25)



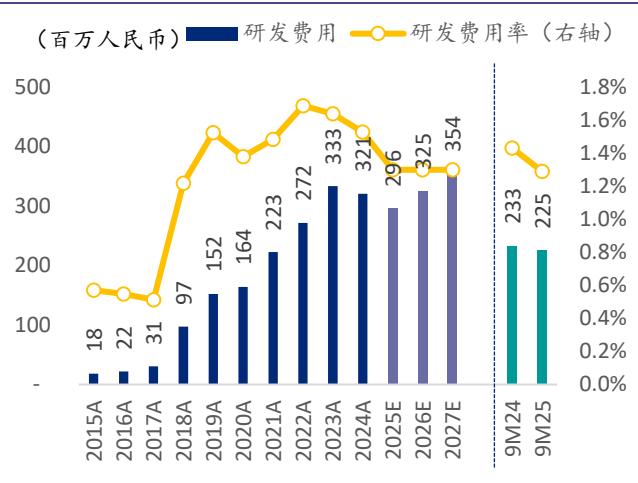
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 47: 可比眼科医院管理费用率 (9M25)



资料来源：公司资料、浦银国际

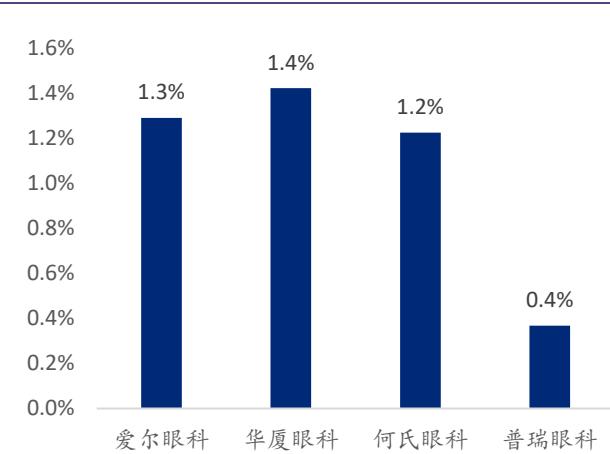
图表 48: 爱尔眼科研发费用



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

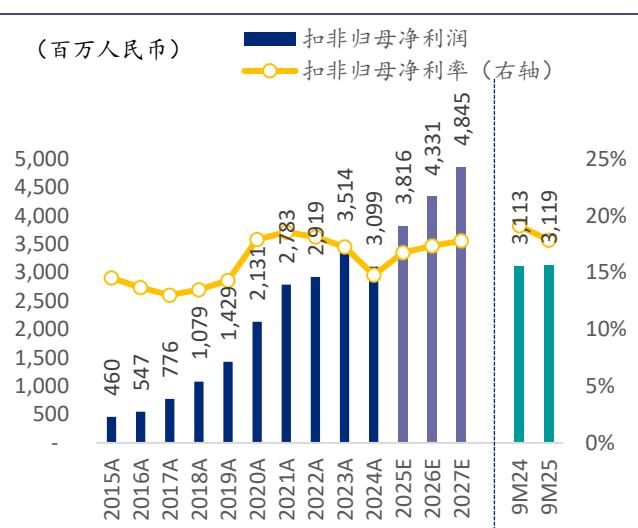
图表 49: 可比眼科医院研发费用率 (9M25)



资料来源：公司资料、浦银国际

9M25 扣非归母净利润企稳，净利率高于可比公司。2015-2024年，公司扣非归母净利润实现23.6% CAGR，与收入增速相当。公司9M25扣非归母净利润同比增长0.2%至31.2亿元，扭转了2024年扣非归母净利润同比下滑趋势。此外，公司9M25扣非归母净利率为17.8%，明显高于其他上市眼科公司。展望未来，我们预计公司扣非归母净利率有望进一步提升，我们预测2025E/2026E/2027E扣非归母净利润分别为16.7%/17.3%/17.8%。

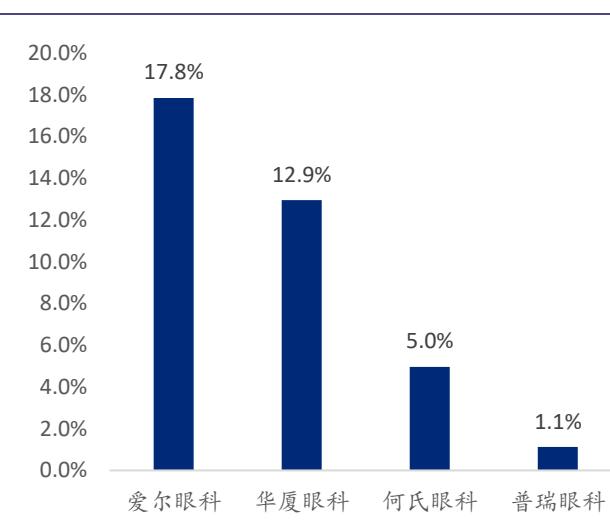
图表 50: 爱尔眼科扣非归母净利润



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 51: 可比眼科医院扣非归母净利率 (9M25)



资料来源：公司资料、浦银国际

估值

我们基于市盈率 (PE) 法对公司进行估值。考虑到公司所处行业的发展前景及其自身的盈利增长潜力，我们设定其 2026E P/E 目标倍数为 30 倍，较其过去五年的历史平均前瞻 PE 水平低约 0.8 个标准差。基于此，我们得出公司目标价为人民币 14 元，首次覆盖给予“买入”评级及医疗服务行业首选推荐，我们看好公司作为全球领先眼科医疗服务机构的长期配置价值。

图表 52：爱尔眼科 PE 估值

	2024	2025E	2026E	2027E
经调整净利润 (百万人民币)	3,099	3,816	4,331	4,845
目标 P/E (x)			30	
股权价值 (百万人民币)			130,366	
发行在外股数 (百万股)			9,325	
目标价 (人民币)			14.0	

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 53：爱尔眼科 PE Band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

投资风险

- **消费意愿持续疲软：**眼科手术多为择期手术，手术量与国内患者的消费意愿有较强的关联，若后续国内消费疲软或消费者选择推迟接受相关眼科治疗，则可能对公司短期收入增长带来负面影响；
- **行业竞争加剧：**国内民营眼科医院数量较多，且竞争激烈。若后续行业竞争加剧，公司手术量存在增长放缓或下调价格的风险；
- **规模扩张慢于预期：**爱尔作为民营眼科医院龙头，市场关注度较高且对未来增长有一定预期，若后续规模扩张速度慢于市场预期，则股价可能承压；
- **医疗事故纠纷：**患者在选择眼科医院时重视品牌，此前出现的治眼纠纷对爱尔眼科的品牌形象曾造成负面影响，若后续继续出现较为严重且关注度较大的医疗纠纷，或对公司未来品牌形象或业务造成不良影响。
- **商誉减值风险：**并购是公司业务扩张的重要策略，但较频繁或较大国的并购或带来明显的商誉，若后续并购医院业绩表现不及预期，公司或存在商誉减值风险。

附录

图表 54：公司核心管理层

姓名	职务	个人简介
陈邦先生	创始人、董事长	爱尔眼科医院集团股份有限公司创始人，历任长沙爱尔眼科医院副董事长、长沙爱尔眼科医院集团副董事长、爱尔眼科医院集团董事长。现任爱尔医疗投资集团有限公司执行董事、爱尔眼科医院集团股份有限公司董事长。陈先生为湖南大学兼职MBA导师。
李力先生	副董事长、总经理	历任长沙爱尔眼科医院董事长兼总经理、长沙爱尔眼科医院集团董事长兼总经理、爱尔眼科医院集团董事兼总经理。
韩忠先生	副总经理、鄂豫大区CEO	曾在湖南海联房产公司、湖南省建设银行直属支行信贷部和会计部担任财务部经理与部长等职务；在本公司历任长沙爱尔眼科医院董事、爱尔眼科医院集团财务总监、董事会秘书。
吴士君先生	副总经理、董事会秘书	经济学博士；先后就职于中共上海市委研究室、东方国际集团、德恒证券、恒泰证券、上海银基信息科技股份有限公司，现任爱尔眼科医院集团股份有限公司董事、副总经理兼董事会秘书，第十届深圳证券交易所上市委员会委员，上海财经大学商学院MBA实践导师，中国上市公司协会董秘委副主任、湖南省上市公司协会第三届董秘委主任。
李爱明先生	副总经理	历任中荷合资常德达门船舶有限公司经理助理、湖南省回春堂制药厂销售中心市场总监、长沙爱尔眼科医院CEO、武汉爱尔眼科医院CEO。
唐仕波先生	副总经理、总院长	于1992年获德国慕尼黑大学博士学位，并在德国雷根斯堡大学从事博士后研究；教育部二级教授，博士生导师；曾荣获如国家杰出青年基金获得者、国务院特殊津贴获得者、德国洪堡基金获得者等国家级奖项；历任多个眼科医学委员会委员、副主任及主任等职位；曾任多个眼科学术杂志编委。
刘多元先生	副总经理、财务总监	会计师，注册会计师；历任衡阳县供销联社财务科长、湖南宏大空调有限公司（中港合资）财务部长、湖南潇湘会计师事务所审计部主任、爱尔眼科集团财务副总监。
杨智宽先生	副总经理	中南大学爱尔眼科研究院博士生导师，国务院特殊津贴专家；曾任中山大学眼科视光学系副主任、眼科学国家重点实验室研究员；现任多个眼科协会委员、眼科研究所主任及主席。
王丽华女士	副总经理	历任爱尔眼科集团总裁办副主任、人力资源部经理、人力资源中心总监。现任爱尔眼科医院集团股份有限公司副总经理。
冯珺女士	副总经理	湖南大学MBA。现任爱尔眼科医院集团股份有限公司副总经理、上海区管理委员会主任委员。
张艳女士	副总经理	现任爱尔眼科医院集团股份有限公司副总经理兼湘赣区管理委员会主任委员、新疆省区CEO。
张咏梅女士	副总经理	先后就职于安永华明、普华永道，IMS Health等公司，历任爱尔眼科集团国际战略发展中心总监。现任爱尔眼科医院集团股份有限公司副总经理兼任集团国际事业部总监、创新转化部总监。

资料来源：公司1H25财报、浦银国际

SPDBI 目标价

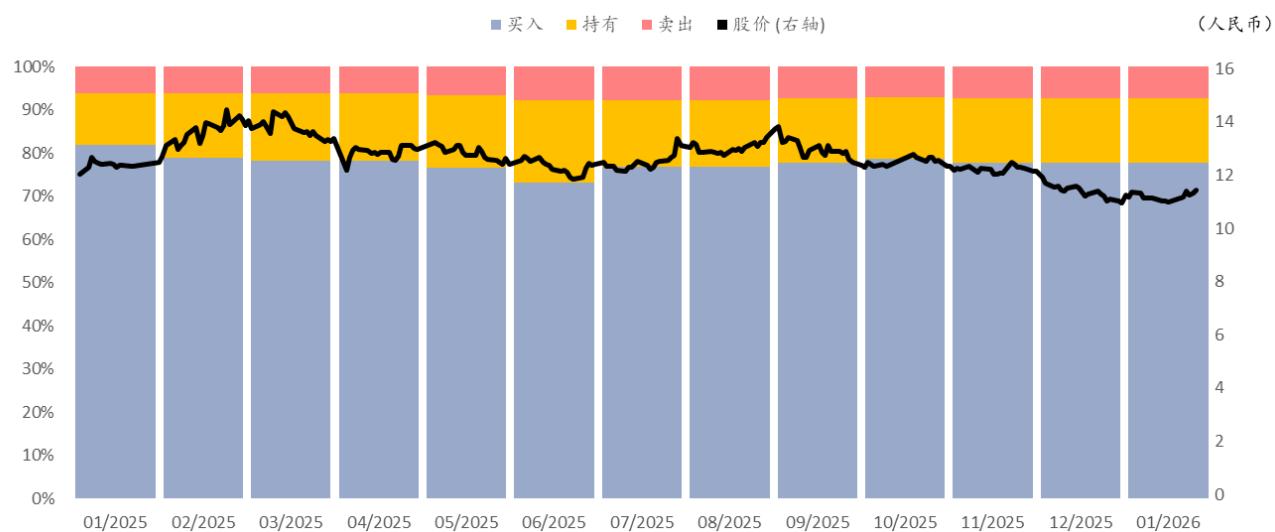
图表 55: SPDBI 目标价: 爱尔眼科 (300015.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

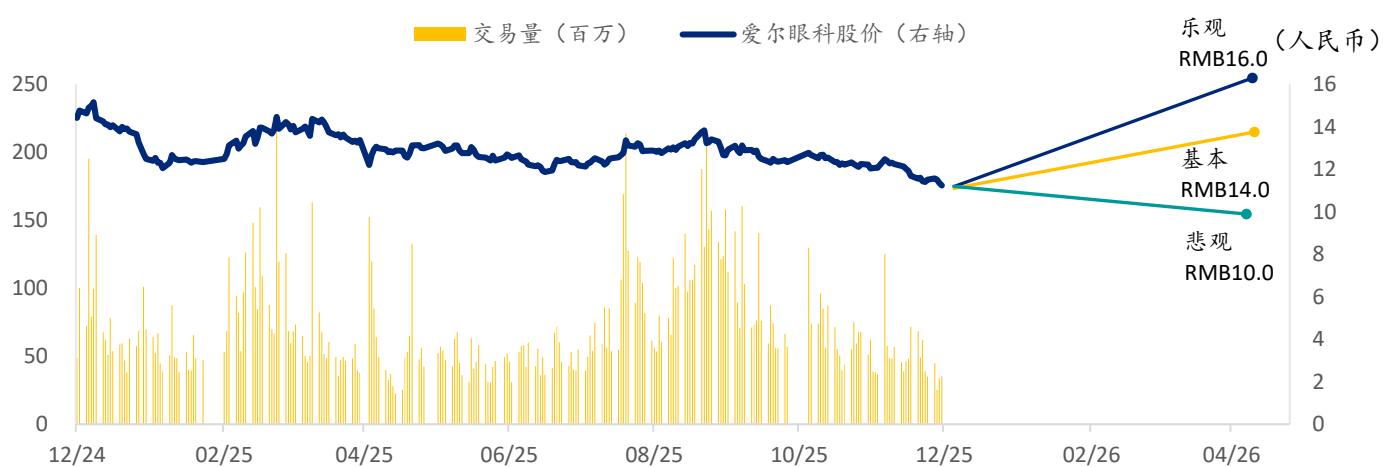
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 56: 爱尔眼科 (300015.CH) 市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 57: 爱尔眼科 (300015.CH) SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：人民币 16.0 元

概率：30%

- 2025-2027 年收入 CAGR>15%
- 2025-2027 年毛利率>53%
- 2025-2027 年扣非归母净利润 CAGR>25%

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：人民币 10.0 元

概率：20%

- 2025-2027 年收入 CAGR<5%
- 2025-2027 年毛利率<40%
- 2025-2027 年扣非归母净利润 CAGR<5%

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 58: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	429.4	买入	525.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	24.7	买入	28.0	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.9	买入	18.0	生物科技
9688.HK Equity	再鼎医药	14.9	买入	27.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	18.8	买入	35.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	341.6	买入	349.0	生物科技
6160.HK Equity	百济神州	200.6	买入	211.0	生物科技
688235.CH Equity	百济神州	261.2	买入	276.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.6	买入	5.4	生物科技
1952.HK Equity	云顶新耀	37.7	买入	25.0	生物科技
9995.HK Equity	荣昌生物	93.8	持有	75.0	生物科技
688331.CH Equity	荣昌生物	103.5	持有	96.7	生物科技
9969.HK Equity	诺诚健华	12.2	买入	21.0	生物科技
688428.CH Equity	诺诚健华	20.4	买入	34.0	生物科技
1801.HK Equity	信达生物	82.7	买入	95.0	生物科技
6622.HK Equity	兆科眼科	3.4	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	5.5	持有	4.25	生物科技
9926.HK Equity	康方生物	114.0	买入	174.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	9.9	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	58.3	买入	77.0	生物科技
IMAB.US Equity	天境生物	3.8	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	61.9	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	50.0	买入	105.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	26.4	买入	55.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	14.3	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	12.5	买入	6.0	生物科技
600276.CH Equity	恒瑞医药	60.1	买入	80.0	制药
1276.HK Equity	恒瑞医药	73.9	买入	95.0	制药
1177.HK Equity	中国生物制药	6.6	买入	9.1	制药
2359.HK Equity	药明康德	114.1	买入	134.5	CRO/CDMO
603259.CH Equity	药明康德	98.6	买入	124.4	CRO/CDMO
3759.HK Equity	康龙化成	24.6	买入	30.0	CRO/CDMO
300759.CH Equity	康龙化成	30.9	买入	39.6	CRO/CDMO
2269.HK Equity	药明生物	38.4	持有	30.0	CRO/CDMO
2268.HK Equity	药明合联	67.8	买入	69.0	CRO/CDMO
300015.CH Equity	爱尔眼科	11.2	买入	14.0	医疗服务
2273.HK Equity	固生堂	31.1	买入	38.5	医疗服务
6078.HK Equity	海吉亚	13.6	持有	13.5	医疗服务
1951.HK Equity	锦欣生殖	2.5	持有	2.6	医疗服务
300760.CH Equity	迈瑞医疗	195.3	买入	267.0	医疗器械
2252.HK Equity	微创机器人	30.9	持有	23.7	医疗器械
2500.HK Equity	启明医疗	3.0	买入	10.0	医疗器械
9996.HK Equity	沛嘉医疗	6.9	买入	9.6	医疗器械
2160.HK Equity	心通医疗	1.1	买入	3.4	医疗器械
2172.HK Equity	微创脑科学	12.8	买入	15.5	医疗器械
688351.CH Equity	微电生理	25.4	买入	29.0	医疗器械
2190.HK Equity	归创通桥	26.4	买入	30.0	医疗器械
688617.CH Equity	惠泰医疗	241.3	买入	454.0	医疗器械
688236.CH Equity	春立医疗	26.8	买入	27.2	医疗器械
1858.HK Equity	春立医疗	15.5	买入	20.0	医疗器械
1789.HK Equity	爱康医疗	6.2	买入	8.0	医疗器械
2325.HK Equity	云康集团	0.9	买入	10.5	ICL
241.HK Equity	阿里健康	6.8	持有	4.7	互联网医疗
1833.HK Equity	平安好医生	16.2	持有	14.0	互联网医疗
6681.HK Equity	脑动极光	6.6	买入	7.5	数字疗法

注：数据截至 2026 年 1 月 21 日收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司 (统称“浦银国际证券”) 利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)逾 1% 的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(脑动极光 6681.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

- “买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

- “超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10% 或以上
- “标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

