

# 爱尔眼科 (300015.SZ)

## 短期增长承压，医院收购持续有序推进

优于大市

### 核心观点

**受宏观经济环境影响，第三季度收入及利润出现同比下滑。**2024Q3 公司实现营业收入 57.56 亿元，同比下降 0.68%；归母净利润 14.02 亿元，同比下降 4.56%；扣非归母净利润 13.28 亿元，同比下降 1.34%。单三季度业绩承压主要受消费环境不景气以及去年同期基数较高影响。2024 年前三季度公司累计实现营业收入 163.02 亿元，同比增长 1.58%；归母净利润 34.52 亿元，同比增长 8.50%；扣非归母净利润 31.13 亿元，同比增长 0.26%。预计随着后续消费环境逐步改善，屈光、视光等业务增速将逐渐复苏，看好公司作为民营眼科龙头企业的长期业绩表现。

**医疗服务网络持续扩展，医院收购有序推进。**2024 年 7 月末，公司宣布完成对虎门爱尔、运城爱尔等 35 家医院部分股权的收购，交易以自有资金支付，合计金额 8.98 亿元。今年公司已累计完成 87 家医院部分股权的收购，医疗服务网络不断完善。公司成熟的运营管理体系助力并购医院实现迅速利润提升，公司收购欧洲连锁眼科医疗机构 Clínica Baviera 后净利润年化复合增速超过 25%；2020 年收购的 30 家境内眼科医院疫情期间依然实现 28% 以上的净利润复合增速。

**费用率水平维持稳定，毛利率略有下降。**2024 年前三季度销售费用率 10.06% (+0.05pp)；管理费用率 13.65% (+0.66pp)；财务费用率 0.86% (+0.46pp)；研发费用率 1.43% (-0.10pp)。前三季度毛利率 51.02% (-0.91pp)，预计主要因高毛利率的屈光、视光业务占收入比重略有下降导致；归母净利率 21.17% (+1.75pp)，主要受益于投资收益和处置交易性金融资产收益的同比显著提升。

**投资建议：**考虑宏观经济影响，下调盈利预测。下调 2024-2026 年营业收入至 206.49/238.21/272.41 亿元（原为 226.38/261.58/299.58 亿元），同比增速 1.4%/15.4%/14.4%；下调 2024-2026 年归母净利润至 35.34/42.62/51.02 亿元（原为 39.54/47.63/56.99 亿元），同比增速 5.2%/20.6%/19.7%，当前股价对应 PE=27.3/22.7/18.9 倍。公司是国内眼科医疗服务领域的龙头公司，通过分级连锁模式迅速扩张，“内生+外延”共同支撑业绩增长。品牌影响力持续增强，逐步建成完善的医教研体系和人才培养机制，探索人工智能等前沿技术在眼健康服务领域的应用，新十年“二次创业”稳步推进，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**消费复苏不达预期、医疗事故风险、市场竞争加剧风险。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,110	20,367	20,649	23,821	27,241
(+/-%)	7.4%	26.4%	1.4%	15.4%	14.4%
净利润(百万元)	2524	3359	3534	4262	5102
(+/-%)	8.6%	33.1%	5.2%	20.6%	19.7%
每股收益(元)	0.35	0.36	0.38	0.46	0.55
EBIT Margin	26.3%	27.8%	26.7%	27.1%	27.5%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	17.8%	14.3%	15.4%	16.3%
市盈率 (PE)	29.5	28.8	27.3	22.7	18.9
EV/EBITDA	17.2	16.8	17.8	15.2	13.1
市净率 (PB)	4.46	5.13	3.90	3.49	3.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 医药生物·医疗服务

证券分析师：张佳博 021-60375487  
zhangjiabo@guosen.com.cn  
S0980523050001

证券分析师：张超 0755-81982940  
zhangchao4@guosen.com.cn  
S0980522080001

联系人：贾瑞祥  
021-60875137  
jiaruixiang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	14.34 元
总市值/流通市值	133749/113358 百万元
52 周最高价/最低价	19.09/9.05 元
近 3 个月日均成交额	1809.85 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《爱尔眼科 (300015.SZ) - 上半年归母净利润同比增长 20%，海内外医疗网络布局持续完善》——2024-09-09
- 《爱尔眼科 (300015.SZ) - 2024 年一季度归母净利润同比增长 15%，眼科龙头展现经营韧性》——2024-05-12
- 《爱尔眼科 (300015.SZ) - 单三季度扣非归母净利润同比增长 20%，人才优势进一步增强》——2023-10-27
- 《爱尔眼科 (300015.SZ) - 2023 年中报点评：23H1 归母净利润同比增长 33%，白内障业务强势复苏》——2023-09-05
- 《爱尔眼科 (300015.SZ) - 2022 年年报及 2023 年一季度点评：2023 年一季度营收同比增长 20%，分级连锁医疗网络不断完善》——2023-04-27

**受消费环境影响，第三季度收入及利润出现同比下滑。**2024Q3 公司实现营业收入 57.56 亿元，同比下降 0.68%；归母净利润 14.02 亿元，同比下降 4.56%；扣非归母净利润 13.28 亿元，同比下降 1.34%。单三季度业绩承压主要受消费环境不景气以及去年同期基数较高影响。2024 年前三季度公司累计实现营业收入 163.02 亿元，同比增长 1.58%；归母净利润 34.52 亿元，同比增长 8.50%；扣非归母净利润 31.13 亿元，同比增长 0.26%。短期消费因素影响公司 2024 全年业绩增速，预计随着行业环境改善，屈光、视光等业务增速将逐渐复苏，看好公司作为民营眼科龙头企业的长期业绩表现。

图1：爱尔眼科营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：爱尔眼科单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：爱尔眼科归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

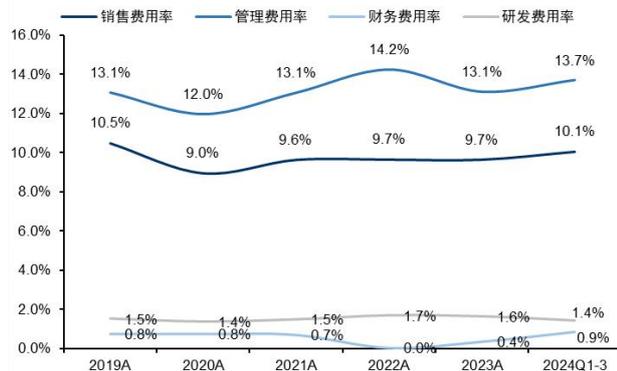
图4：爱尔眼科单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

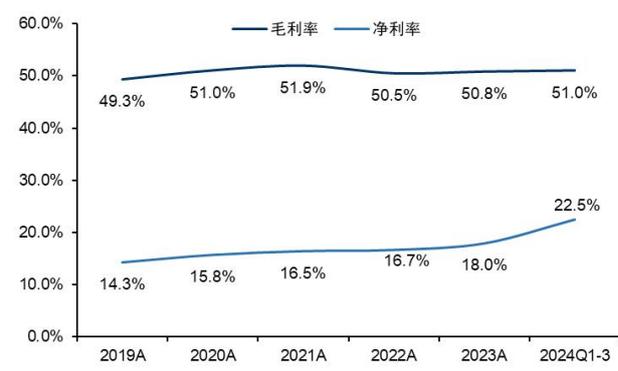
**费用率水平维持稳定，毛利率略有下降。**2024 年前三季度销售费用率 10.06% (+0.05pp)；管理费用率 13.65% (+0.66pp)；财务费用率 0.86% (+0.46pp)；研发费用率 1.43% (-0.10pp)。前三季度毛利率 51.02% (-0.91pp)，预计主要因高毛利率的屈光、视光业务占收入比重略有下降导致；净利率 22.5% (+0.56pp)，归母净利率 21.17% (+1.75pp)，主要受益于投资收益和处置交易性金融资产收益的同比显著提升。

图5: 爱尔眼科费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

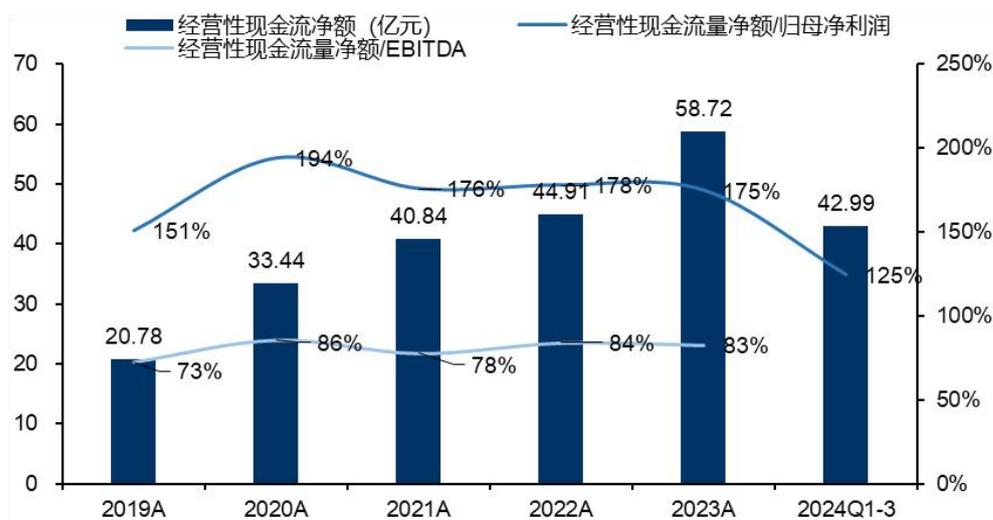
图6: 爱尔眼科毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

**经营性现金流净额同比有所下降, 账面现金维持健康水平。**2024 前三季度公司经营  
经营性现金流净额 42.99 亿元, 同比减少 22.88%。经营性现金流净额与归母净利润  
的比值为 125%, 较 2023 年水平有所下降。2024 年 9 月末, 公司账面货币资金达  
39.19 亿元, 保持较高水平, 有充足的现金储备用于医院改扩建和市场扩张。

图7: 爱尔眼科经营性现金流情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

**医疗服务网络持续扩展, 医院收购有序推进。**2024 年 7 月末, 公司宣布完成对虎门  
爱尔、运城爱尔等 35 家医院部分股权的收购, 交易以自有资金支付, 合计金额  
8.98 亿元。今年公司已累计完成 87 家医院部分股权的收购, 医疗服务网络不断  
完善。公司成熟的运营管理体系助力并购医院实现迅速利润提升, 公司收购欧洲  
连锁眼科医疗机构 Clínica Baviera 后净利润年化复合增速超过 25%; 2020 年收  
购的 30 家境内眼科医院疫情期间依然保持 28%以上的净利润复合增速。

**投资建议：**考虑宏观环境影响，下调盈利预测。下调 2024-2026 年营业收入至 206.49/238.21/272.41 亿元（原为 226.38/261.58/299.58 亿元），同比增速 1.4%/15.4%/14.4%；下调 2024-2026 年归母净利润至 35.34/42.62/51.02 亿元（原为 39.54/47.63/56.99 亿元），同比增速 5.2%/20.6%/19.7%，当前股价对应 PE=27.3/22.7/18.9 倍。公司是国内眼科医疗服务领域的龙头公司，通过分级连锁模式迅速扩张，“内生+外延”共同支撑业绩增长。品牌影响力持续增强，逐步建成完善的医教研体系和人才培养机制，探索人工智能等前沿技术在眼健康服务领域的应用，新十年“二次创业”稳步推进，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 24/10/30	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
300015	爱尔眼科	14.34	1337	0.36	0.40	0.48	0.58	26.5	23.7	19.7	16.5	20%	1.2	优于大市
301267	华厦眼科	21.41	180	0.79	0.79	0.94	1.11	27.0	27.0	22.8	19.4	12%	2.3	无评级
301239	普瑞眼科	39.32	59	1.79	0.92	1.44	1.90	22.0	42.9	27.2	20.7	9%	21.8	无评级
600763	通策医疗	50.50	226	1.12	1.26	1.44	1.66	45.1	40.1	35.0	30.3	14%	2.8	无评级
2273.HK	固生堂	37.45	91	1.03	1.40	1.98	2.64	33.2	24.5	17.3	13.0	12%	0.7	优于大市
1951.HK	锦欣生殖	3.46	88	0.13	0.14	0.17	0.20	25.4	21.9	18.6	15.8	4%	1.3	无评级
6078.HK	海吉亚医疗	18.14	104	1.09	1.33	1.60	1.99	15.2	12.5	10.4	8.4	11%	0.6	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：华厦眼科、普瑞眼科、通策医疗、海吉亚医疗、锦欣生殖为 Wind 一致预测

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6004	6099	8688	10822	14081	营业收入	16110	20367	20649	23821	27241
应收款项	1808	2144	2263	2610	2985	营业成本	7980	10022	10132	11637	13264
存货净额	731	900	930	1073	1212	营业税金及附加	45	49	51	60	68
其他流动资产	214	232	236	333	409	销售费用	1556	1966	1951	2239	2533
<b>流动资产合计</b>	<b>9657</b>	<b>10186</b>	<b>12967</b>	<b>15739</b>	<b>19588</b>	管理费用	2293	2669	2669	3058	3438
固定资产	4041	4784	5319	5759	5989	研发费用	222	301	338	381	436
无形资产及其他	814	828	795	762	729	财务费用	7	74	62	83	54
投资性房地产	12067	14388	14388	14388	14388	投资收益	44	47	50	50	50
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(261)	(463)	(420)	(400)	(400)
<b>资产总计</b>	<b>26579</b>	<b>30187</b>	<b>33469</b>	<b>36648</b>	<b>40693</b>	其他收入	(477)	(223)	(338)	(381)	(436)
短期借款及交易性金融负债	1112	1618	1400	1200	1000	营业利润	3534	4948	5077	6012	7097
应付款项	1466	1872	1860	2131	2455	营业外净收支	(199)	(397)	(300)	(250)	(200)
其他流动负债	2791	2521	2925	3351	3804	<b>利润总额</b>	<b>3335</b>	<b>4551</b>	<b>4777</b>	<b>5762</b>	<b>6897</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5369</b>	<b>6011</b>	<b>6185</b>	<b>6682</b>	<b>7259</b>	所得税费用	646	895	932	1124	1345
长期借款及应付债券	115	22	22	22	22	少数股东损益	165	297	312	376	450
其他长期负债	3480	4128	4628	4128	3728	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2524</b>	<b>3359</b>	<b>3534</b>	<b>4262</b>	<b>5102</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>3595</b>	<b>4151</b>	<b>4651</b>	<b>4151</b>	<b>3751</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>8963</b>	<b>10162</b>	<b>10835</b>	<b>10832</b>	<b>11009</b>	净利润	2524	3359	3534	4262	5102
少数股东权益	944	1169	1381	1639	1952	资产减值准备	(152)	330	61	74	33
股东权益	16671	18856	24789	27712	31267	折旧摊销	620	688	517	620	720
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26579</b>	<b>30187</b>	<b>37004</b>	<b>40183</b>	<b>44229</b>	公允价值变动损失	261	463	420	400	400
						财务费用	7	74	62	83	54
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(1290)	(1730)	800	(318)	(180)
每股收益	0.35	0.36	0.38	0.46	0.55	其它	259	(114)	150	184	281
每股红利	0.12	0.10	0.12	0.14	0.17	<b>经营活动现金流</b>	<b>2223</b>	<b>2996</b>	<b>5483</b>	<b>5223</b>	<b>6356</b>
每股净资产	2.32	2.02	2.66	2.97	3.35	资本开支	0	(1267)	(1500)	(1500)	(1350)
ROIC	21%	24%	22%	25%	28%	其它投资现金流	(600)	89	(39)	(50)	0
ROE	15%	18%	14%	15%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(599)</b>	<b>(1178)</b>	<b>(1539)</b>	<b>(1550)</b>	<b>(1350)</b>
毛利率	50%	51%	51%	51%	51%	权益性融资	3878	90	0	0	0
EBIT Margin	26%	28%	27%	27%	28%	负债净变化	57	(93)	0	0	0
EBITDA Margin	30%	31%	29%	30%	30%	支付股利、利息	(875)	(920)	(1136)	(1338)	(1547)
收入增长	7%	26%	1%	15%	14%	其它融资现金流	(2265)	214	(218)	(200)	(200)
净利润增长率	9%	33%	5%	21%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(21)</b>	<b>(1722)</b>	<b>(1355)</b>	<b>(1538)</b>	<b>(1747)</b>
资产负债率	37%	38%	33%	31%	29%	<b>现金净变动</b>	<b>1602</b>	<b>95</b>	<b>2589</b>	<b>2134</b>	<b>3259</b>
息率	1.2%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	货币资金的期初余额	4402	6004	6099	8688	10822
P/E	29.5	28.8	27.3	22.7	18.9	货币资金的期末余额	6004	6099	8688	10822	14081
P/B	4.5	5.1	3.9	3.5	3.1	企业自由现金流	2745	2239	4252	3991	5229
EV/EBITDA	17.2	16.8	17.8	15.2	13.1	权益自由现金流	537	2359	4246	4091	5435

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032