

爱尔眼科 (300015)

2024 年三季度报点评：业绩略承压，外延并购战略持续推进

买入 (维持)

2024 年 11 月 03 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书：S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

研究助理 苏丰

执业证书：S0600123040070

suf@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	16110	20367	20779	23127	25485
同比 (%)	7.39	26.43	2.02	11.30	10.20
归母净利润 (百万元)	2524	3359	3699	4470	5144
同比 (%)	8.65	33.07	10.12	20.84	15.10
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.27	0.36	0.40	0.48	0.55
P/E (现价&最新摊薄)	52.39	39.38	35.76	29.59	25.71

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 三季度报，2024 年前三季度实现营收 163.02 亿元 (+1.58%，同比，下同)，归母净利润 34.52 亿元 (+8.50%)，扣非归母净利润 31.13 亿元 (+0.26%)。单 Q3 季度，实现营收 57.56 亿元 (-0.68%)，归母净利润 14.02 亿元 (-4.56%)，扣非归母净利润 13.28 亿元 (-1.34%)。
- **毛利率受宏观环境影响略下滑，费用率稳定。**2024 前三季度，公司实现销售毛利率 51.02% (-0.91pp)、销售净利率 22.50% (+0.56pp)，毛利率下降预计为业务结构变化所致，晶体集采、全面实施 DRG、消费环境下行等原因导致屈光及视光等业务占比略有下降。同期实现销售费用率 10.06% (+0.05pp)、管理费用率 13.65% (+0.66pp)、研发费用率 1.43% (-0.10pp)、财务费用率 0.86% (+0.46pp)。
- **“1+8+N”战略持续推进，医疗网络规模持续扩大。**截至 2024H1，公司旗下医院共 311 家，上半年新增 55 家。公司持续推进“1+8+N”战略，即：建设 1 家世界级眼科医院，即长沙医院；建设 8 家国家级区域眼科中心，即北京、上海、广州、深圳、武汉、沈阳、成都、重庆医院；“N”指的是全国其他爱尔眼科医疗机构。目前，九家旗舰医院已经基本陆续建成并投入运营，随着医疗网络规模不断扩大，分级连锁优势和规模效应得到了进一步体现。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司新建医院仍在爬坡，且消费力疲软下屈光业务增速放缓，我们将公司 2024-2026 年归母净利润由 40.4/48.8/57.5 亿元调整至 36.99/44.70/51.44 亿元，24-26 年对应当前市值的 PE 估值分别为 36/30/26 倍。公司新院爬坡后有望贡献利润，大环境复苏后消费眼科恢复预期强、增长弹性大，维持“买入”评级。
- **风险提示：**医院扩张或整合不及预期的风险，行业政策变化不确定性风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.18
一年最低/最高价	9.05/19.09
市净率(倍)	6.48
流通 A 股市值(百万元)	112,092.96
总市值(百万元)	132,257.07

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.19
资产负债率(% ,LF)	34.69
总股本(百万股)	9,327.01
流通 A 股(百万股)	7,905.00

相关研究

《爱尔眼科(300015)：爱尔眼科 2024 半年报点评：核心业务稳健增长，医疗网络规模持续扩大》

2024-08-28

《爱尔眼科(300015)：2023 年报&2024 一季报点评：高基数及宏观环境导致增长降速，Q1 屈光保持增长》

2024-04-28

爱尔眼科三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,186	12,499	17,075	22,419	营业总收入	20,367	20,779	23,127	25,485
货币资金及交易性金融资产	6,910	8,369	12,589	17,452	营业成本(含金融类)	10,022	10,472	11,702	12,998
经营性应收款项	2,013	2,797	2,988	3,295	税金及附加	49	50	56	61
存货	900	940	1,050	1,166	销售费用	1,966	1,995	2,105	2,243
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,669	2,701	2,868	3,007
其他流动资产	363	393	449	505	研发费用	333	291	254	255
非流动资产	20,001	21,144	22,290	23,434	财务费用	74	65	90	115
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	221	208	347	459
固定资产及使用权资产	8,113	8,240	8,333	8,396	投资净收益	47	166	185	255
在建工程	920	816	749	711	公允价值变动	(79)	(380)	(380)	(380)
无形资产	828	998	1,168	1,338	减值损失	(495)	(232)	(232)	(232)
商誉	6,533	7,283	8,033	8,783	资产处置收益	1	10	12	13
长期待摊费用	1,375	1,575	1,775	1,975	营业利润	4,948	4,977	5,984	6,921
其他非流动资产	2,232	2,232	2,232	2,232	营业外净收支	(397)	(56)	(55)	(54)
资产总计	30,187	33,643	39,364	45,853	利润总额	4,551	4,921	5,929	6,867
流动负债	6,011	5,250	5,923	6,636	减:所得税	895	935	1,113	1,324
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,618	1,275	1,484	1,712	净利润	3,656	3,986	4,816	5,544
经营性应付款项	1,872	2,093	2,337	2,594	减:少数股东损益	297	287	347	399
合同负债	183	262	293	325	归属母公司净利润	3,359	3,699	4,470	5,144
其他流动负债	2,338	1,620	1,808	2,004	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.36	0.40	0.48	0.55
非流动负债	4,151	4,151	4,151	4,151	EBIT	5,437	5,269	6,142	6,922
长期借款	22	22	22	22	EBITDA	7,103	5,976	6,917	7,767
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	50.79	49.60	49.40	49.00
租赁负债	3,959	3,959	3,959	3,959	归母净利率(%)	16.49	17.80	19.33	20.19
其他非流动负债	169	169	169	169	收入增长率(%)	26.43	2.02	11.30	10.20
负债合计	10,162	9,400	10,073	10,787	归母净利润增长率(%)	33.07	10.12	20.84	15.10
归属母公司股东权益	18,856	22,787	27,488	32,865					
少数股东权益	1,169	1,456	1,803	2,202					
所有者权益合计	20,025	24,243	29,291	35,067					
负债和股东权益	30,187	33,643	39,364	45,853					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,872	3,935	6,197	6,826	每股净资产(元)	2.02	2.44	2.95	3.52
投资活动现金流	(3,304)	(2,109)	(2,158)	(2,156)	最新发行在外股份(百万股)	9,327	9,327	9,327	9,327
筹资活动现金流	(2,510)	(367)	180	195	ROIC(%)	18.28	15.49	15.53	14.80
现金净增加额	93	1,459	4,219	4,864	ROE-摊薄(%)	17.81	16.23	16.26	15.65
折旧和摊销	1,665	707	774	845	资产负债率(%)	33.66	27.94	25.59	23.52
资本开支	(1,454)	(1,696)	(1,763)	(1,831)	P/E(现价&最新股本摊薄)	39.38	35.76	29.59	25.71
营运资本变动	(152)	(1,272)	107	5	P/B(现价)	7.02	5.80	4.81	4.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>