

## 普瑞眼科(301239.SZ)

## 扩张初步完成，利润空间未来可期

## 推荐（首次）

股价：40.77元

## 主要数据

行业	医药
公司网址	www.purui.cn
大股东/持股	成都普瑞世纪投资有限责任公司 /35.91%
实际控制人	徐旭阳
总股本(百万股)	150
流通A股(百万股)	71
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	61
流通A股市值(亿元)	29
每股净资产(元)	14.83
资产负债率(%)	52.2

## 行情走势图



## 证券分析师

叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn
倪亦道	投资咨询资格编号 S1060518070001 021-38640502 NIYIDAO242@pingan.com.cn
王钰畅	投资咨询资格编号 S1060524090001 WANGYUCHANG804@pingan.com.cn

## 平安观点：

- 眼科诊疗需求持续增长，国家政策利好民营专科医院发展。中国眼疾患者人数规模庞大，近视人口从2016年5.4亿人迅速增加至2020年6.6亿人，全国人口近视发生率由39.2%升至47.1%，与此同时屈光手术渗透率仍处于低位，具备提升空间；视光领域，目前近视防控手段逐渐多元化，角膜塑形镜、离焦镜片、低浓度阿托品滴眼液等近视防控产品逐渐被近视患儿家长认知，预计市场渗透率将进一步提高。白内障及眼科疾病和年龄呈正相关，随着我国老龄化趋势加剧、以及老年人健康意识增强、消费力提升预计未来需求端将持续扩容，眼科医疗服务市场空间潜力巨大。另一方面，国家政策鼓励民营医疗发展，2022年5月，国务院办公厅发布文件指出要发挥高水平医疗中心辐射带动作用，引导优质医疗资源向资源薄弱地区、市县等区域延伸，持续推进分级诊疗，提升基层医疗卫生服务水平。需求端叠加政策利好助力民营眼科医疗服务行业发展。
- 公司具备异地扩张能力，远期具备业绩弹性。公司标杆医院如乌鲁木齐普瑞、昆明普瑞、兰州普瑞等盈利表现亮眼，3家医院2023年净利率分别达27.00%、15.93%以及20.19%，盈利能力位于行业前列，公司具备一定异地扩张能力。目前公司扩张初步完成，新医院及次新医院陆续进入减亏/扭亏周期，对公司整体利润率影响逐渐减弱，公司利润率提升空间大，远期具备业绩弹性。
- 宏观经济政策助力消费力修复，公司有望受益。公司屈光业务收入占比自2019年以来维持在45%以上，屈光项目毛利率维持在45%以上，为公司核心业务，目前屈光项目价格调整已接近尾声，公司业绩基本盘稳定；视光方面，2024H1收入占比为12.96%，相较于行业内其他公司仍有提升空间，公司近年着力布局视光门诊发展视光业务，预计视光收入占比将持续提升。屈光、视光业务受宏观经济以及消费力影响较大，近

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,726	2,718	2,792	3,127	3,594
YOY(%)	0.9	57.5	2.7	12.0	14.9
净利润(百万元)	21	268	-38	142	214
YOY(%)	-78.1	1,202.6	-114.1	477.4	50.5
毛利率(%)	41.7	44.0	33.0	34.8	36.6
净利率(%)	1.2	9.9	-1.4	4.6	6.0
ROE(%)	1.0	11.7	-1.7	6.1	8.6
EPS(摊薄/元)	0.14	1.79	-0.25	0.95	1.43
P/E(倍)	299.1	23.0	-163.0	43.2	28.7
P/B(倍)	3.0	2.7	2.7	2.6	2.5

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

期宏观经济政策利好频出，有望刺激消费力回暖，公司核心业务有望受益。

投资建议：公司作为国内优质民营眼科医疗企业，省会扩张模式规划清晰，短期看新建医院扭亏公司整体净利率提升，长期看全国扩张。随着公司国内省会城市进一步扩张、新开分院进入盈利周期、老龄化趋势加剧医疗服务需求提升等，业绩有望保持较快增长。我们预计公司 2024/2025/2026 年预计分别实现归母净利润-0.38、1.42、2.14 亿元。首次覆盖，给予"推荐"评级。

风险提示：1) 政策风险；2) 医疗事故风险；3) 经济修复不及预期等。

# 正文目录

<b>一、 专注眼科医疗服务，扩张初步完成，盈利能力有望增强</b> .....	<b>5</b>
1.1 深耕眼科医疗服务，高举高打完成初步扩张 .....	5
1.2 高毛利项目收入占比高，业绩短期承压，具备提升空间 .....	7
<b>二、 眼科诊疗需求持续增长，政策及赛道属性利好民营眼科扩张</b> .....	<b>9</b>
2.1 眼科诊疗需求持续增长 .....	9
2.2 国家政策以及眼科医疗属性利好民营眼科发展 .....	9
<b>三、 经济修复利好业务结构升级，远期利润提升空间大</b> .....	<b>10</b>
3.1 标杆医院业绩亮眼，公司远期具备业绩弹性 .....	10
3.2 消费属性项目占比高，宏观政策利好消费修复 .....	11
3.3 发力老年眼病诊疗，助力公司长期发展 .....	11
<b>四、 盈利预测和估值评级</b> .....	<b>12</b>
4.1 盈利预测 .....	12
4.2 相对估值和评级 .....	13
<b>五、 风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

图表 1 普瑞眼科历史发展沿革 .....	5
图表 2 普瑞眼科股权结构示意图 .....	6
图表 3 普瑞眼科主营业务 .....	6
图表 4 公司各项目收入（亿元） .....	8
图表 5 公司各项目毛利率（%） .....	8
图表 6 公司收入（亿元）及归母净利润（亿元） .....	8
图表 7 公司毛利率及净利率（%） .....	8
图表 8 公司费用率情况（%） .....	9
图表 9 2011-2023 年中国 60 岁以上人口占比（%） .....	9
图表 10 2022 年中国各类人口近视率 .....	9
图表 11 乌市/昆明/兰州普瑞收入（百万元） .....	10
图表 12 乌市/昆明/兰州普瑞净利润（百万元） .....	10
图表 13 乌市/昆明/兰州普瑞净利率（%） .....	11
图表 14 2023 年四家 A 股上市眼科公司财务数据 .....	11
图表 15 2024H1 四家 A 股上市公司视光收入占比对比 .....	11
图表 16 景深延长晶体作用原理 .....	12
图表 17 飞秒白内障原理 .....	12
图表 18 公司分业务收入及毛利率（百万元） .....	13
图表 19 可比公司估值（PS） .....	14

## 一、 专注眼科医疗服务，扩张初步完成，盈利能力有望增强

### 1.1 深耕眼科医疗服务，高举高打完成初步扩张

**深耕眼科医疗，扩张初步完成。**普瑞眼科创始于 2005 年，主营业务为向眼科疾病患者提供专业的眼科医疗服务。2005-2015 年，公司兰州普瑞眼科医院、合肥普瑞眼科医院、昆明普瑞眼科医院、乌鲁木齐普瑞眼科医院、上海普瑞眼科医院等相继开业，奠定公司业绩基本盘；2016 年公司转变为股份有限公司，同时更名为成都普瑞眼科医院股份有限公司；2017-2021 年，公司西安普瑞眼科医院、沈阳普瑞眼科医院等陆续开业，持续扩张；2022 年在创业板上市，为后续扩张获得资金支持，2023 年公司收购东莞光明普瑞眼科医院，进一步增厚公司业绩；截至 2024 年 6 月 30 日，公司在 23 个城市成功投资经营了 30 余家眼科专科医院和多家眼科门诊部，在国内主要城市完成扩张。

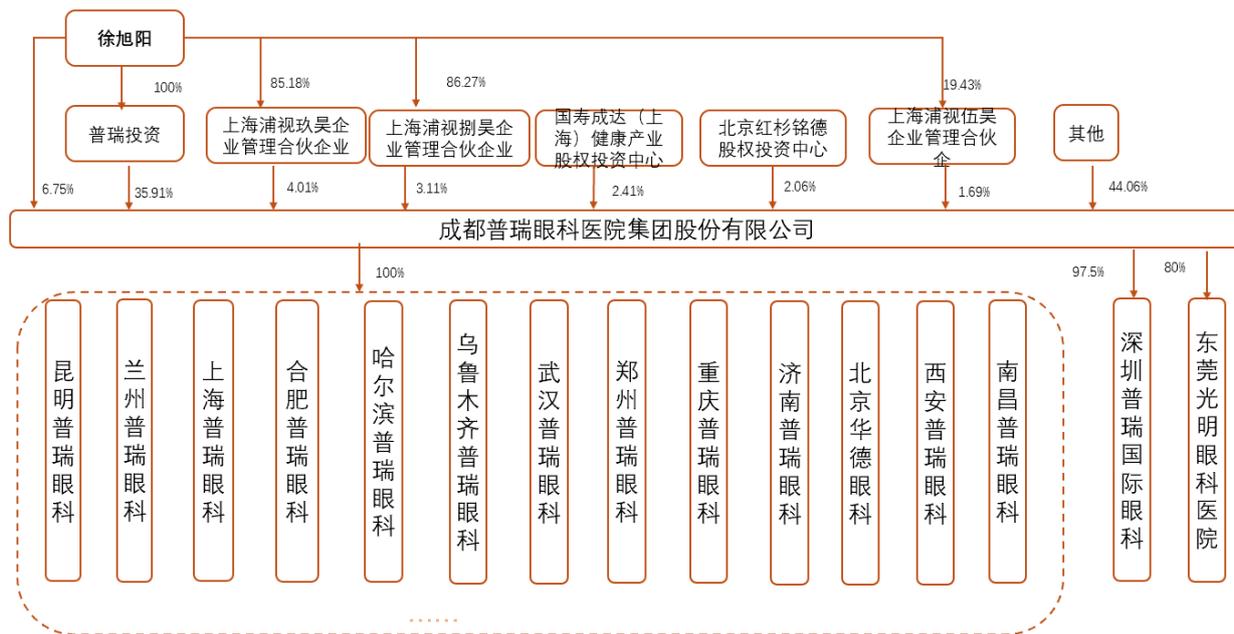
图表1 普瑞眼科历史发展沿革



资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司控股股东为普瑞投资，徐旭阳为实际控制人。公司实际控制人是徐旭阳先生，通过普瑞投资、上海浦视玖昊企业管理等共持有公司 49.51% 的股权。

图表2 普瑞眼科股权结构示意图



资料来源：公司公告、WIND，平安证券研究所，备注：股权结构更新截至2024年12月2日

**专注眼科医疗服务，高举高打持续扩张。**公司主营眼科诊疗服务，范围包括屈光项目、白内障项目、医学视光项目和综合眼病项目。公司通过在直辖市、省会城市布局的模式进行扩张，截至2024年6月30日，公司已在北京、上海、重庆、成都、武汉等23个省会城市及直辖市成功投资经营了30余家眼科专科医院和多家眼科门诊部，立足核心城市，高举高打有序扩张。

图表3 普瑞眼科主营业务

主要服务	手术/治疗类型	细分类型	简介
屈光项目	全飞秒系列	ZEISS (SMILE3.0)	全程飞秒激光设备完成的手术，无需制作角膜瓣。术后恢复快，价格相对略高。
		ZEISS (FLEx)	
	半飞秒系列	ZEISS (FLAP)	需要结合准分子设备完成的手术，个性化定制程度较高，同等度数角膜切削较小。
	飞秒系列	飞秒激光	全程激光制瓣并消融的手术。
	全激光系列	SMART	利用准分子激光在角膜表层进行度数矫正，角膜表层有可再生的角膜上皮细胞，术后角膜上皮层可自动愈合，无任何切口，且手术利用角膜像差引导，进行个性化切削，能更精准矫正近视及散光。
	准分子系列		IK (LASIK)
EK (LASEK)			以乙醇溶解角膜上皮后将其分离，形成角膜上皮瓣，然后对角膜前弹力层和浅基质层进行准分子激光屈光性切削，最后将角膜上皮瓣复位。
EPI			以特制的角膜上皮分离器制作角膜上皮瓣，然后对角膜前弹力层和浅基质层进行准分子激光屈光性切削，最后将角膜上皮瓣复位。

		SBK	使用显微角膜板层刀做角膜瓣，并在角膜基质床上进行准分子激光消融，属于薄角膜瓣。
	有晶体眼人工晶体植入术	ICL/TICL	一种后房型可折叠的植入式镜片，将 ICL/TICL 植入到眼睛虹膜和自身晶状体之间的空隙，适用于近视度数高、角膜偏薄的患者。
		PRL	另一种后房型可折叠的植入式镜片，矫正近视的范围最广，但不能矫正散光。
白内障项目	白内障超声乳化术	超声乳化白内障吸除术	利用超声乳化的方式，通过极小的缺口来吸除浑浊的晶状体，目前是治疗白内障的主要手术方式，成熟安全。
	人晶状体植入术	人工晶状体植入术	人工晶状体是用人工合成的高分子聚合物替代自身晶状体的特殊透镜，在摘除混浊晶状体手术联合人工晶状体植入术，可恢复视力、双眼单视和立体视觉。人工晶状体按材质特性可分为硬质、软性(可折叠)，按光学部设计可分为球面、非球面，按光学性能可分为多焦点、单焦点。
综合眼病项目	角膜病	角膜移植	角膜移植是将病变混浊的角膜切除，移植透明的同种异体角膜，以恢复视力；或切除坏死和炎症病灶，以治疗某些角膜炎症，控制感染保存眼球。根据治疗方法和目的的不同，可分为穿透性角膜移植和板层性角膜移植等。
	青光眼	青光眼手术	可通过滤过性手术建立新的眼外引流。
	斜视	斜视手术	斜视手术主要调整眼球表面的肌肉，目前多采用显微手术，创伤较小。
	泪道病	鼻腔内窥镜手术	包括鼻泪管狭窄与阻塞、泪囊炎、儿童泪道狭窄与阻塞、外伤性泪囊炎、其它泪道病等。
	眼底病	玻璃体切割术、激光光凝、眼内注药	眼底病变的常见手术，可用于玻璃体出血、糖尿病视网膜病变、各种黄斑疾病、严重增殖性玻璃体视网膜病变、严重增生性糖尿病视网膜病变、严重眼外伤等。
医学视光项目	硬性透气性角膜接触镜	角膜塑形镜	又称 OK 镜，是非手术矫正屈光的方法，通过佩戴角膜塑形镜使角膜中央变平，改变角膜曲率来矫正近视，甚至低度的散光，现多用于青少年儿童视力防控。
		RGP 角膜接触镜	硬性透气性角膜接触镜，其材质的氧通透性很高，具有良好的矫正近视、散光及圆锥角膜的光学特性，使用安全，护理简便，以日戴为主。
	医学验光配镜	框架眼镜、隐形眼镜等	眼镜是矫正屈光的一种工具，不同于商业验光配镜，医学验光的内容包括验光的度数、眼位、调节力、双眼单视功能，辐辏集合功能，双眼调节平衡，主视眼的辨别，最后综合上述各种情况出具科学的验光处方，达到戴镜清晰、舒适、美观和保健的目的。

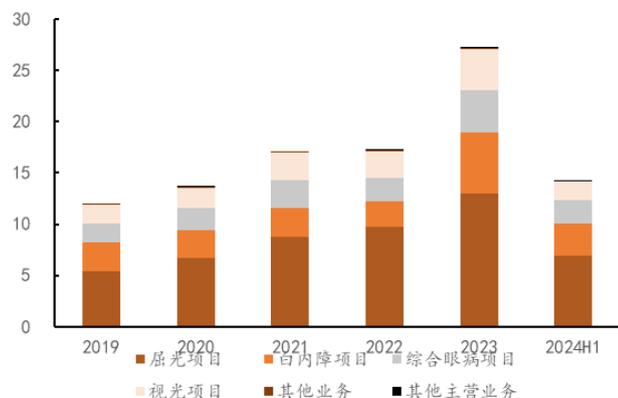
资料来源：普瑞眼科招股书，平安证券研究所

## 1.2 高毛利项目收入占比高，业绩短期承压，具备提升空间

公司屈光项目毛利率最高，且收入占比位列第一。屈光业务为公司核心业务，2024H1 屈光业务收入占比为 48.73%，白内障业务为占比第二大业务，2024H1 收入占比为 21.9%，其次为综合眼病业务以及视光业务，占比分别为 15.92%和 12.96%。从各项目毛利率看，屈光项目毛利率最高，2024H1 为 48.96%，其次为视光项目和白内障项目，2024H1 分别为 45.09%和

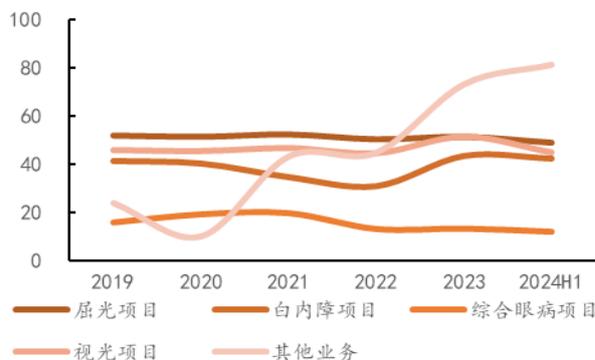
42.31%，公司高毛利项目收入占比高，收入结构利于公司保持较强盈利能力。

图表4 公司各项目收入（亿元）



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表5 公司各项目毛利率（%）

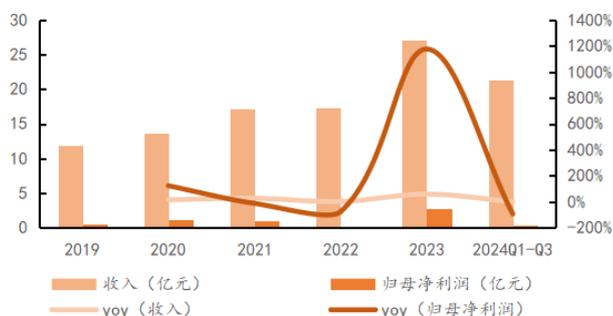


资料来源：WIND，平安证券研究所

**公司营业收入稳步增长，2024 年增速放缓。**随着眼科医疗服务需求不断上升以及公司自身市场的开拓，公司营业收入稳健增长，2018 年至 2023 年营业收入 CAGR 达 20.7%。2022 年受疫情影响，公司收入及归母净利润增速放缓，2023 年疫情期间积压的眼科诊疗需求爆发，公司业绩快速增长，实现营业收入 27.18 亿，同比增长 57.47%，归母净利润 2.68 亿元，同比增长 1176.19%。2024Q1-Q3 公司受去年同期高基数、消费降级等因素影响，实现收入 21.37 亿元，同比下降 1.36%，收入端增速负增长，归母净利润 0.16 亿元，同比下滑 95.01%，利润端大幅下滑主要由非经常性损益、新扩张门店亏损等因素导致。

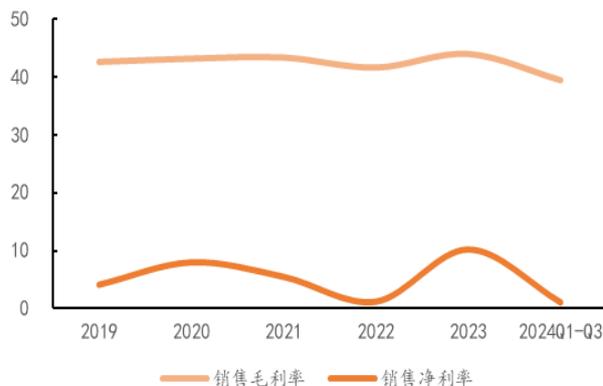
**盈利能力短期承压，具备后续提升空间。**毛利率方面，公司毛利率由 2019 年的 42.63% 提升至 2023 年的 44%，盈利能力持续增强，主要由于视光项目、屈光项目等高毛利率业务收入占比持续提升，叠加高端白内障业务占比增大，公司营业收入结构优化以及公司经营形成的规模效应所致。2024Q1-Q3 毛利率为 39.5%，同比下降 6.05pp，主要受 1) 屈光项目价格变化；2) 消费疲软导致业务结构变化所致。费用率方面，公司销售费用率由 2019 年的 21.37% 下降至 2023 年的 16.52%，2024Q1-Q3 销售费用率为 17.78%，同比上升 1.81pp；管理费用率、研发费用率等变化较小，基本保持稳定。净利率方面，由 2019 年的 4.11% 提升至 2023 年的 10.23%，取得阶段性成果，2024Q1-Q3 净利率为 1.07%，主要受 1) 毛利率下降；2) 新开医院处于亏损期等原因所致，待新开医院减亏以及次新医院扭亏，净利率持续提升空间大。

图表6 公司收入（亿元）及归母净利润（亿元）



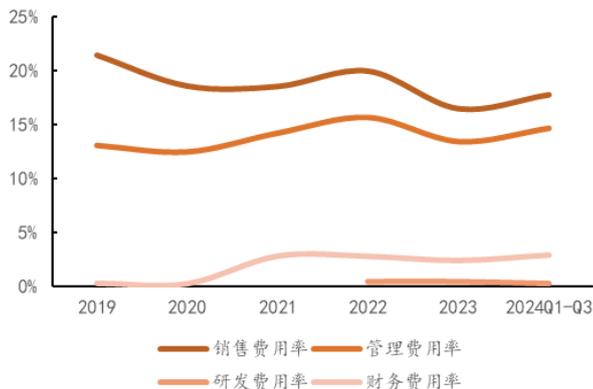
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表7 公司毛利率及净利率（%）



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表8 公司费用率情况 (%)



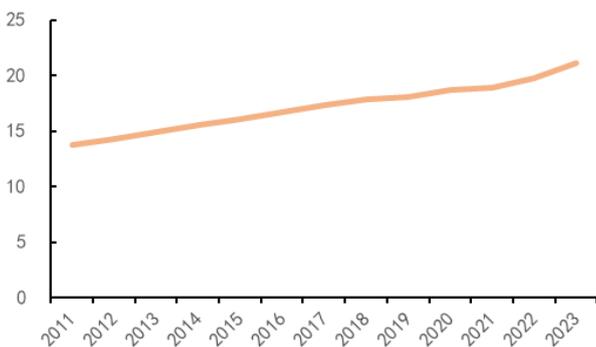
资料来源：WIND，平安证券研究所，备注：2019-2021 年研发费用未披露

## 二、眼科诊疗需求持续增长，政策及赛道属性利好民营眼科扩张

### 2.1 眼科诊疗需求持续增长

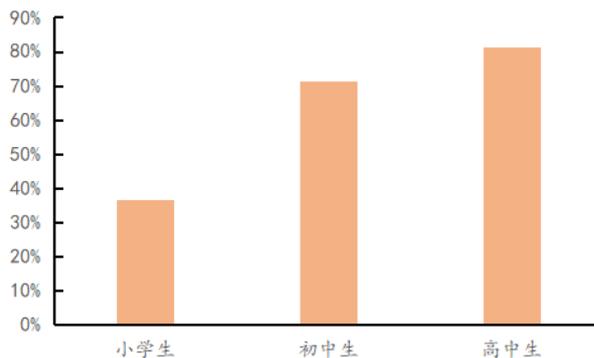
**眼科诊疗需求持续增长。**中国眼疾患者人数规模庞大，眼科领域医疗需求从儿童青少年近视防控到老年人年龄相关性眼疾，贯穿人类的全生命周期。中国近视率高，屈光手术可使近视患者视力恢复正常，满足其对美观的需求，目前我国屈光手术渗透率仍处于低位，具备提升空间；根据卫健委数据，2022 年我国儿童青少年总体近视率为 51.9%，近视防控压力较大，目前近视防控手段逐渐多元化，角膜塑形镜、离焦镜片、低浓度阿托品滴眼液等近视防控产品逐渐被近视患儿家长认知，预计市场渗透率将进一步提高，市场空间广阔；白内障发病率与年龄增长正相关，2023 年我国 60 岁以上老年人口占比为 21.1%，且老龄化趋势将持续加剧，预计白内障患病数将持续增长。

图表9 2011-2023 年中国 60 岁以上人口占比 (%)



资料来源：wind，平安证券研究所

图表10 2022 年中国各类人口近视率



资料来源：卫健委，平安证券研究所

### 2.2 国家政策以及眼科医疗属性利好民营眼科发展

**国家政策利好民营专科医院发展。**2022 年 5 月，国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》的通知，指出要发挥高水平医疗中心辐射带动作用，引导优质医疗资源向资源薄弱地区、市县等区域延伸，持续推进分级诊疗，提升基层医疗卫生服务水平。民营医疗是我国医疗体系中重要组成部分，肩负提升医疗服务质量，扩大医疗服务供给重任，对公立医疗资源起补充作用，预计民营医疗服务机构将持续完善自身分级诊疗体系，加快医疗资源下沉到地、县级市，开拓

市场同时提高基层医疗服务水平。预计专科医院数量规模将持续扩张。

**眼科诊疗流程易于标准化，民营专科医院可复制性强。**相比其他科室，眼科医疗流程易于标准化，降低对眼科专家的依赖程度，更易实现连锁化运营。眼科常见的屈光、白内障等手术术前均可采用仪器自主分析，术中手术时间一般在 10-30 分钟，且治疗仪器自动化程度不断提高，如目前屈光术中的阿玛仕 Smart 全激光手术（T-PPK 手术升级版）可实现全自动化切削，无需手动器械操作。

### 三、经济修复利好业务结构升级，远期利润提升空间大

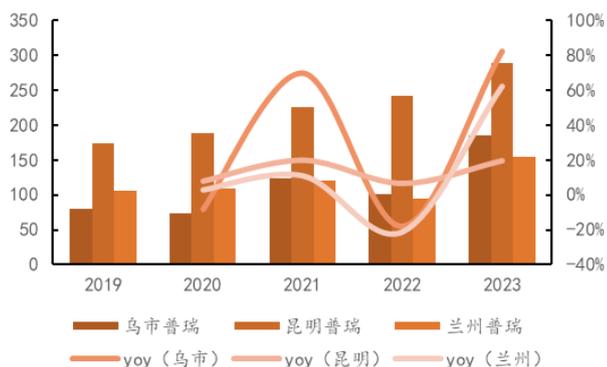
#### 3.1 标杆医院业绩亮眼，公司远期具备业绩弹性

**标杆医院盈利表现亮眼，公司具备异地扩张能力。**公司乌鲁木齐普瑞、昆明普瑞、兰州普瑞等医院成立年份久远，经营成熟，盈利情况良好，3 家医院 2023 年净利率分别达 27.00%、15.93% 以及 20.19%，盈利能力位于行业前列，3 家医院位于不同省份，公司在不同省份间成功打造标杆医院，足见公司异地扩张能力；此外，乌鲁木齐普瑞、昆明普瑞、兰州普瑞均为 10 年以上老店，2019-2023 年 3 家医院收入端 CAGR 分别为 23.58%、13.6% 和 9.95%，利润端 CAGR 分别为 34.73%、5.16%、5.91%，老店收入端保证 10% 及以上增速，单店模型表现优异，发展后驱力强劲

**扩张初步完成，休养生息静待利润率回升。**截至 2024 年 6 月 30 日，公司在 23 个城市成功投资经营了三十余家眼科专科医院和多家眼科门诊部，在国内主要城市完成扩张。2024 年下半年公司预计有少量新增医院，至 2024 年底扩张版图初步奠定，进入新开医院以及次新医院培育期，2025 年及后续年份伴随新开医院减亏以及次新医院扭亏，公司净利率有望持续提升。

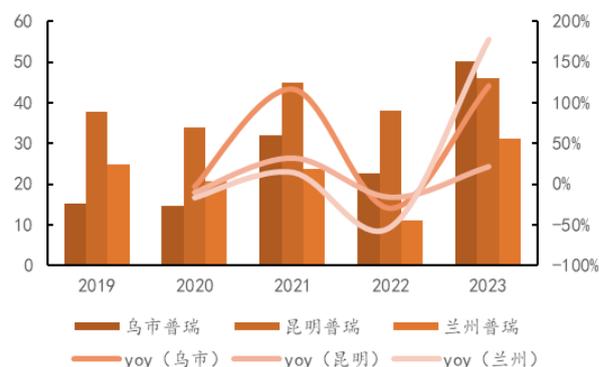
**利润率提升空间大，远期具备业绩弹性。**我们对爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科以及何氏眼科 4 家 A 股上市公司数据，认为普瑞眼科远期具备较大业绩提升空间：1）公司毛利率受收入规模影响所致，目前公司已在全国主要省会级直辖市布局 30 余家眼科专科医院，收入规模有望持续提升，规模效应带动公司毛利率提升；2）公司销售费用率较高，主要由于公司医院布局在省会及直辖市，市场竞争较为激烈，随着公司省会医院长期经营，持续打造品牌，销售费用率有望进一步降低；3）公司净利率受新店以及次新店亏损影响大，随着新医院及次新医院进入培育期，陆续完成减亏/扭亏，叠加规模效应导致的毛利率提升，净利率有较大提升空间，公司标杆医院净利率水平不输龙头公司核心医院（例如：2023 年成都爱尔净利率约 27.07%，长沙爱尔净利率约 25.12%，重庆爱尔净利率约 20.9%），我们认为待公司新医院进入成熟期，公司整体净利率有望提升至 15% 左右。

图表11 乌市/昆明/兰州普瑞收入（百万元）



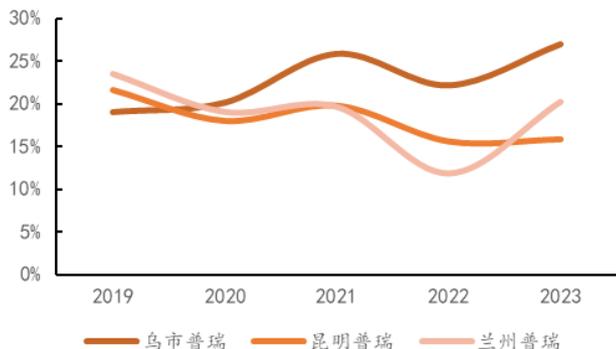
资料来源：wind，平安证券研究所

图表12 乌市/昆明/兰州普瑞净利润（百万元）



资料来源：wind，平安证券研究所

图表13 乌市/昆明/兰州普瑞净利率 (%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表14 2023年四家A股上市眼科公司财务数据

	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率
爱尔	50.79%	17.95%	9.65%	13.10%
华夏	49.03%	16.88%	13.28%	11.51%
<b>普瑞</b>	<b>44.00%</b>	<b>10.23%</b>	<b>16.52%</b>	<b>13.43%</b>
何氏	41.76%	4.88%	15.02%	18.06%

资料来源: wind, 平安证券研究所

### 3.2 消费属性项目占比高，宏观政策利好消费修复

屈光业务基本盘稳定，价格调整接近尾声。公司屈光业务收入占比自2019年以来维持在45%以上，为公司核心业务，同时屈光业务毛利率除2024H1外，始终维持在50%，是公司业绩主要推动力。2023年以来受消费疲软、竞争格局加剧等因素影响，屈光手术价格出现下降，影响公司业绩，目前经过近一年调整，部分从事屈光业务的小型眼科医疗机构出清，屈光手术价格调整已接近尾声，微创全飞秒精准4.0-VISULYZE等新技术应用越来越普及，屈光术式结构有望调整，进而带动屈光业务价格回升。

持续布局视光门诊，视光业务收入具备提升空间。视光项目主要包括框架眼镜的验配、离焦镜验配、角膜塑形镜等验配以及角膜塑形镜/隐形眼镜等护理液的销售，是公司另一项偏消费升级属性项目，2024H1在公司收入占比为12.96%，低于行业其他公司，收入占比有持续提升空间。公司近年着力布局视光门诊发展视光业务，为突出技术优势和差异化竞争，公司在下属各医院全面推广全数字化定制角膜塑形镜验配技术，以满足新时代儿童青少年近视防控的精准化和个性化需求。

宏观政策加持，消费属性医疗服务项目有望迎来边际变化。2023年以来受消费力不足影响，消费属性医疗服务项目收入增速放缓，价格方面也出现下滑，2024年9月，国家陆续出台一系列政策，24日国新办会议宣布包括降低存款准备金率、降低房贷利率等一系列货币政策，9月26日政治局会议对当前经济形势强调加大财政政策调节力度，提振资本市场信心。在经济修复预期下，消费属性的医疗服务项目客单价、客流量有望修复进而带来业绩边际变化，普瑞眼科在屈光、视光领域布局完善，消费属性项目收入占比高，业绩或可受益。

图表15 2024H1 四家A股上市公司视光收入占比对比

	屈光	视光
爱尔	39.40%	22.48%
华夏	33.84%	24.23%
<b>普瑞</b>	<b>48.73%</b>	<b>12.96%</b>
何氏	22.39%	30.43%

资料来源: wind, 平安证券研究所

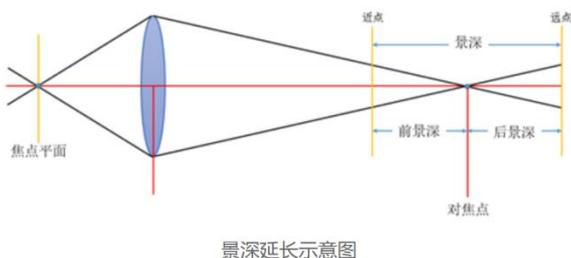
### 3.3 发力老年眼病诊疗，助力公司长期发展

人工晶体国采落地，中高端白内障手术比例有望提升。2023年，我国60岁以上人口占比达21.1%，步入中度老龄化社会，而白内障以及眼科疾病发病率与年龄呈正相关，随着我国老龄化趋势加剧，预计白内障及眼科疾病诊疗需求将持续增长。眼科医疗服务机构常将白内障手术根据其手术中使用晶体不同，将手术划分为普通白内障手术、中/高端白内障手术。其中普通白内障手术一般为使用普通球面/非球面晶体，术式较为简单，可满足患者基础治疗需求，中/高端白内障手术在不同机构划分标准有所不同，但常将使用具备功能性的晶体（如三焦点晶体、具备景深延长功能的晶体等）的白内障手术划分为中/高端白内障手术，此类手术可满足患者更多需求。此外，飞秒白内障手术近年在国内快速推广，满足老年近视白内障患者需

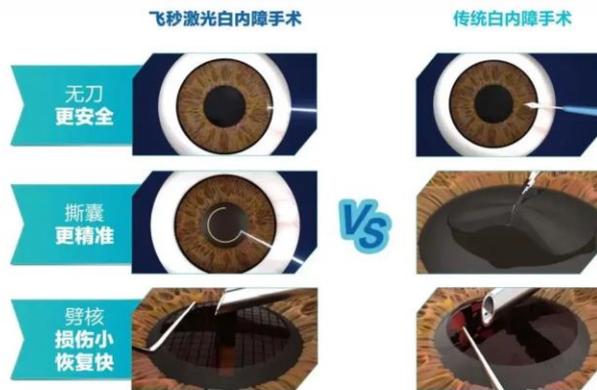
求。由于中高端白内障手术操作具备更高难度，对医生技术要求更高，在医疗机构中定价更高，对应的毛利率较普通术式来说也较高，有助于拉动医疗机构白内障手术客单价及利润率。

2023 年 12 月人工晶体国采结果公布，此次国采多款中高端晶体进入名单，2024 年二季度开始全国陆续执行国采后的人工晶体价格，中高端晶体集采降价利于术式推广，预计医疗机构中高端白内障手术比例将持续提升。

图表 16 景深延长晶体作用原理



图表 17 飞秒白内障原理



资料来源：爱博医疗官网，平安证券研究所

资料来源：沈阳爱尔卓越眼科，平安证券研究所

公司注重眼科基础疾病诊疗，打造品牌提升影响力。公司注重眼科基础疾病诊疗，陆续引入业界专家，2023 年全国著名眼科专家、原上海市眼科临床质量控制中心主任卢奕教授全职加入上海普瑞眼科医院，随着卢奕教授、谢汉平教授、才娜教授、徐国芬教授等为代表的众多知名眼科专家加入，公司在白内障及眼科基础疾病方面的医学诊疗能力将持续提升。

## 四、盈利预测和估值评级

### 4.1 盈利预测

关键假设：

**假设 1:** 受消费乏力、竞争格局加剧导致的价格战、2023 年高基数等因素影响，公司屈光项目业绩承压，随着经济刺激政策不断推出、屈光项目价格稳定，预计屈光项目收入在 2025-2026 年持续修复，预计 2024-2026 年屈光项目收入增速为 -3%/10%/15%；毛利率方面，2024 年由于客单价下降，客流量下降导致收入规模下降，毛利率下降，随着公司在 2023-2024 年新扩张门店逐渐成熟，贡献收入，预计规模效应逐渐凸显，预计 2024-2026 年毛利率为 40%/42%/44%；

**假设 2:** 白内障疾病发病率随年龄增长，随着老龄化趋势加剧老龄人口增加，预计手术量持续增加，预计 2024-2026 年收入增速为 13%/15%/15%；2024 年白内障毛利率受人工晶体集采影响有所下降，随着公司在 2023-2024 年新扩张门店逐渐成熟，贡献收入，预计规模效应逐渐凸显，预计 2024-2026 年毛利率为 34%/36%/38%；

**假设 3:** 综合眼病发病率随年龄增长，随着老龄化趋势加剧老龄人口增加，预计手术量持续增加，预计 2024-2026 年收入增速为 15%/15%/15%；2024 年基础眼病毛利率受 DRG 影响有所下降，随着公司在 2023-2024 年新扩张门店逐渐成熟，贡献收入，预计规模效应逐渐凸显，预计 2024-2026 年毛利率为 7%/9%/10%；

**假设 4:** 受消费乏力等因素影响，视光项目客单价下降，预计 2024-2026 年收入增速为 -7%/10%/15%；客单价下降影响利润率，随着公司在 2023-2024 年新扩张门店逐渐成熟，贡献收入，预计规模效应逐渐凸显，预计 2024-2026 年毛利率为 40%/42%/44%；

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

图18 公司分业务收入及毛利率（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
收入	27.18	27.92	31.27	35.94
yoy	57.47%	2.73%	12.01%	14.93%
毛利率 (%)	44.00	33.03	34.82	36.61
屈光	12.96	12.57	13.83	15.90
yoy	33.47%	-3.00%	10.00%	15.00%
毛利率 (%)	51.58	40.00	42.00	44.00
白内障	5.94	6.71	7.72	8.88
yoy	138.55%	13.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)	43.37	34.00	36.00	38.00
综合眼病	4.17	4.80	5.51	6.34
yoy	78.97%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)	13.41	7.00	9.00	10.00
视光	3.97	3.69	4.06	4.67
yoy	52.69%	-7.00%	10.00%	15.00%
毛利率 (%)	51.45	40.00	42.00	44.00
其他业务	0.13	0.13	0.13	0.13
yoy	18.18%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	73.29	73.00	73.00	73.00
其他主营业务	0.02	0.02	0.02	0.02
yoy	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	26.66	27.00	27.00	27.00

资料来源：iFind，平安证券研究所

## 4.2 相对估值和评级

公司作为国内优质民营眼科医疗企业，省会扩张模式规划清晰，短期看新建医院扭亏公司整体净利率提升，长期看公司全国扩张。随着公司国内省会城市进一步扩张、新开分院进入盈利周期、老龄化趋势加剧医疗服务需求提升等，业绩有望保持较快增长。

爱尔眼科、华厦眼科是以眼科专科医院为运营主体的医疗服务行业上市公司，均具有可比性，考虑：1）公司新开业医院仍未达到盈亏平衡期，拖累公司整体净利率，公司净利率远低于行业且有较大提升空间（2023扣非净利率7.28%，爱尔眼科、华厦眼科分别为17.25%与16.5%）；2）公司成熟医院盈利能力突出，随着新建医院逐步培育成熟，有望贡献收入及利润增量，公司净利率具备较大提升空间，公司发展前景向好，目前2025年PS估值1.96倍，可比公司平均估值3.94倍，市值有成长空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表19 可比公司估值 (PS)

证券代码	可比公司	股价 (元)	市值(亿元)	收入(亿元)			PS		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300015.SZ	爱尔眼科	12.39	1156	216.34	244.14	274.88	5.34	4.73	4.20
301267.SZ	华夏眼科	17.81	150	42.38	47.58	53.39	3.53	3.14	2.80
平均值							<b>4.44</b>	<b>3.94</b>	<b>3.50</b>
301239.SZ	普瑞眼科	41.12	62	27.32	31.33	37.25	2.25	1.96	1.65

资料来源: WIND, 平安证券研究所, 备注: 可比公司收入预测数据来源于wind一致预期, 数据更新日期为1月21日

## 五、 风险提示

1. 政策风险: DRG 核算方式全国推进, 影响公司医保内项目收入及利润, 医用耗材如人工晶体集采等政策, 也影响公司相关手术收入、利润率。
2. 医疗事故风险: 公司为医疗机构, 开展疾病诊疗及手术业务, 展业过程中有医疗事故概率。
3. 经济修复不及预期: 经济修复速度影响居民可支配收入, 进而影响公司消费属性项目客流量, 影响公司收入。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1,215	981	1,143	1,291
现金	807	518	633	716
应收票据及应收账款	119	102	114	131
其他应收款	75	98	110	126
预付账款	10	16	18	21
存货	152	187	203	227
其他流动资产	53	61	64	70
<b>非流动资产</b>	3,600	3,046	2,485	2,126
长期投资	104	138	172	207
固定资产	2,313	1,990	1,659	1,321
无形资产	51	42	34	25
其他非流动资产	1,132	876	619	573
<b>资产总计</b>	4,815	4,027	3,628	3,417
<b>流动负债</b>	1,043	856	923	1,034
短期借款	233	0	0	0
应付票据及应付账款	418	384	418	467
其他流动负债	393	472	504	567
<b>非流动负债</b>	1,454	892	326	-145
长期借款	1,451	889	323	-148
其他非流动负债	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	2,497	1,747	1,249	889
少数股东权益	27	26	28	30
股本	150	150	150	150
资本公积	1,735	1,735	1,735	1,735
留存收益	407	369	466	613
<b>归属母公司股东权益</b>	2,292	2,254	2,351	2,498
<b>负债和股东权益</b>	4,815	4,027	3,628	3,417

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	432	567	755	625
净利润	278	-38	144	217
折旧摊销	160	589	596	393
财务费用	65	59	27	2
投资损失	-78	-34	-34	-34
营运资金变动	-5	-10	21	46
其他经营现金流	12	2	2	2
<b>投资活动现金流</b>	-568	-2	-2	-2
资本支出	626	0	0	0
长期投资	-29	-7	-7	-7
其他投资现金流	-1,165	5	5	5
<b>筹资活动现金流</b>	-166	-855	-638	-541
短期借款	130	-233	0	0
长期借款	426	-562	-565	-471
其他筹资现金流	-723	-59	-72	-70
<b>现金净增加额</b>	-303	-289	116	82

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2,718	2,792	3,127	3,594
营业成本	1,522	1,870	2,038	2,278
税金及附加	6	5	6	7
营业费用	449	489	469	539
管理费用	365	419	375	431
研发费用	11	9	11	13
财务费用	65	59	27	2
资产减值损失	-2	-8	-9	-10
信用减值损失	-5	-4	-5	-5
其他收益	14	13	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	78	34	34	34
资产处置收益	0	1	1	1
<b>营业利润</b>	386	-24	233	355
营业外收入	1	21	21	21
营业外支出	25	13	13	13
<b>利润总额</b>	362	-16	242	364
所得税	84	22	97	147
<b>净利润</b>	278	-38	144	217
少数股东损益	10	-0	2	3
<b>归属母公司净利润</b>	268	-38	142	214
EBITDA	587	632	865	758
EPS (元)	1.79	-0.25	0.95	1.43

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	57.5	2.7	12.0	14.9
营业利润(%)	471.5	-106.2	1071.0	52.3
归属于母公司净利润(%)	1202.6	-114.1	477.4	50.5
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	44.0	33.0	34.8	36.6
净利率(%)	9.9	-1.4	4.6	6.0
ROE(%)	11.7	-1.7	6.1	8.6
ROIC(%)	14.4	-0.2	5.4	9.1
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	51.9	43.4	34.4	26.0
净负债比率(%)	37.8	16.3	-13.0	-34.2
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2
速动比率	1.0	0.9	1.0	1.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.9	1.1
应收账款周转率	22.8	27.4	27.4	27.4
应付账款周转率	3.6	4.9	4.9	4.9
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.79	-0.25	0.95	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	2.89	3.79	5.05	4.18
每股净资产(最新摊薄)	15.32	15.06	15.71	16.69
<b>估值比率</b>				
P/E	23.0	-163.0	43.2	28.7
P/B	2.7	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	23.9	10.8	7.1	7.5

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层