

普瑞眼科 (301239)

“高举高打”聚焦省会等优质市场布局，未来盈利提升空间大

买入 (首次)

2023年05月16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

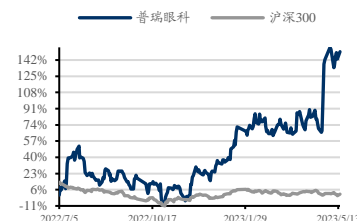
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,726	2,578	3,338	4,311
同比	1%	49%	29%	29%
归属母公司净利润 (百万元)	21	259	287	397
同比	-78%	1157%	11%	38%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.14	1.73	1.92	2.66
P/E (现价&最新股本摊薄)	960.06	76.36	68.75	49.70

关键词: #消费升级 #市占率上升

投资要点

- 投资逻辑:** 随着人口老龄化与消费升级,眼科医疗需求持续增长,我国眼科市场规模持续扩容。普瑞眼科将聚焦省会直辖市等重点城市布局60-70家医院,核心业务屈光项目高增长高毛利,视光业务有望加速增长。随着新开医院逐步成长成熟,公司未来将呈现收入利润高增长。
- 我国眼科医疗需求持续增长,手术渗透率有望提升。**我国是眼科患者最多的国家,至2022年估计近视人群已超6亿,45岁以上白内障患者人群约1.8亿。由于人口老龄化及用眼习惯变化等因素,各类眼科需求将持续增长。根据灼识咨询预测,2025年我国眼科医疗服务市场规模约2522亿元,2020-2025年CAGR为17.50%。其中,预计至2025年屈光、视光市场规模分别约725亿元、500亿元,2020-2025年CAGR分别为28.37%、14.60%。
- “全国连锁化+同城一体化”布局持续完善,未来医院扭亏有望大幅贡献利润。**截至2022年底,公司旗下拥有25家眼科专科医院、3家门诊部,未来随着产业基金落地,将继续扩张至未来60-70家眼科医院,完善全国连锁和同城加密的布局。参考公司标杆医院成都普瑞、昆明普瑞,公司其他核心医院净利率均有10%以上的提升空间。分医院来看,公司13家老院2017-2021年营收/净利润CAGR分别为18.33%/34.55%,仍保持高速增长;8家新院2019-2021年营收CAGR为45.15%,爬坡明显并有望逐步扭亏,未来将显著贡献利润增长。
- 消费眼科高速增长,公司毛利率有望进一步提升。**2022年,公司消费眼科(屈光+视光)占比71.32%,远高于同行。**屈光方面**,同期营收占比达56.26%,旗下成熟医院屈光占比超50%,预计未来随着各新院业务结构改善、规模效应带来的耗材成本降低、高端屈光占比的提升,屈光业务毛利率有望进一步提升。**视光方面**,同期营收占比为15.06%,预计随着公司加大对视光的投入,视光业务有望加快增长。此外,随着医生资源加强,白内障、综合眼病等基础业务有望保持稳健增长贡献。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2023-2025年营业收入分别为25.78/33.38/43.11亿元,归母净利润分别为2.59/2.87/3.97亿元,对应当前市值的估值为76/69/50倍。考虑到公司医院扩张模式成熟,随着新开医院爬坡及医院逐步扭亏,预计公司收入端将实现快速增长,利润率提升空间大。首次覆盖,给予“买入”评级。
- 风险提示:** 医院扩张或整合不及预期、医院盈利提升不及预期、医疗事故风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	131.98
一年最低/最高价	47.42/137.47
市净率(倍)	8.86
流通 A 股市值(百万元)	4,936.68
总市值(百万元)	19,746.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.90
资产负债率(% ,LF)	45.58
总股本(百万股)	149.62
流通 A 股(百万股)	37.40

相关研究

内容目录

1. 普瑞眼科：聚焦省会城市布局的民营眼科专科连锁	5
1.1. 公司采取全国直营连锁模式，聚焦省会城市布局	5
1.2. 疫情影响逐步消除，业绩成长性凸显	6
1.3. 医生内部晋升路径明确，引进多点执业医师坐诊	8
2. 眼科医疗服务空间广阔，民营眼科格局“一超多强”	10
2.1. 眼科黄金赛道空间不断扩大，细分领域持续增长	10
2.2. 民营眼科“一超多强”，普瑞眼科收入份额有望持续提升	12
3. 普瑞眼科省会连锁布局逐步完善，旗下医院逐步成熟	14
3.1. “全国连锁化+同城一体化”，“高举高打”医院布局持续完善	14
3.2. 标杆医院奠定业绩基石，典型医院仍有盈利提升空间	16
3.3. 老院营收占比逐步降低，新院爬坡逐步贡献利润	17
4. 聚焦屈光领域，重视视光发展，基础眼病贡献稳定营收	19
4.1. 屈光：核心业务增速亮眼，设备齐全先进	19
4.2. 视光：占比逐年提升，2023 年有望迎来转折发展	21
4.3. 白内障：贡献稳定营收，业务结构向高端化转型	23
4.4. 综合眼病：涵盖病种广，营收增长稳定	24
5. 盈利预测与估值	25
6. 风险提示	27

图表目录

图 1:	普瑞眼科全国布局 (截至 2022 年底)	5
图 2:	普瑞眼科股权结构 (截至 2022 年底)	6
图 3:	普瑞眼科营业总收入及归母净利润增速 (亿元)	6
图 4:	普瑞眼科门诊量及增速 (万人次)	6
图 5:	普瑞眼科收入结构拆分 (按业务)	7
图 6:	普瑞眼科收入结构拆分 (按医保/非医保)	7
图 7:	普瑞眼科毛利率及净利率	7
图 8:	普瑞眼科细分业务毛利率	7
图 9:	普瑞眼科销售及管理费用率	8
图 10:	公司多点执业医生来源构成 (2021 年)	9
图 11:	公司多点执业医生职称构成 (2021 年)	9
图 12:	我国常见眼科疾病患者人数 (百万人)	10
图 13:	我国眼科医疗服务市场规模及增速 (亿元)	10
图 14:	全球屈光手术渗透率 (每千人屈光手术量)	11
图 15:	我国白内障手术量 (万例)	11
图 16:	各国每百万人口白内障手术数量对比	11
图 17:	2020 年各国每百万人口眼科医生数量	12
图 18:	2021 年各国每百万人口眼科医院数量	12
图 19:	我国公立/民营眼科医院数量及增速	12
图 20:	我国眼专科卫生技术人员数量及增速	12
图 21:	2022 年民营眼科市场竞争格局 (按收入)	13
图 22:	东莞光明眼科医院财务情况 (百万元)	16
图 23:	成都普瑞营收及净利率情况	16
图 24:	昆明普瑞营收及净利率情况	16
图 25:	成都普瑞屈光业务来源	16
图 26:	昆明普瑞屈光业务来源	16
图 27:	上海、南昌、合肥普瑞净利率	17
图 28:	普瑞眼科老院营收及净利润增速 (百万元)	17
图 29:	普瑞眼科新院营收及净利润增速 (百万元)	17
图 30:	普瑞眼科老院营收及毛利占比呈下降趋势	18
图 31:	普瑞眼科新院逐步减亏 (净利润, 百万元)	18
图 32:	各公司屈光业务毛利率情况	19
图 33:	各公司视光业务毛利率情况	19
图 34:	普瑞眼科旗下医院屈光营收占比	20
图 35:	普瑞眼科旗下医院屈光业务毛利率 (2021 年)	20
图 36:	普瑞眼科视光业务营收占比	22
图 37:	普瑞眼科白内障项目细分业务占比	23
图 38:	普瑞眼科白内障细分业务单价 (元)	23
表 1:	普瑞眼科核心高管履历	5
表 2:	我国眼科医疗服务市场细分赛道市场规模 (亿元)	12

表 3:	我国民营眼科概况 (2022 年)	13
表 4:	普瑞眼科各地区营收占比及医院分布 (2021 年)	14
表 5:	普瑞眼科旗下医院概况 (2021 年, 百万元)	14
表 6:	普瑞眼科“一城多院”布局情况 (截至 2022 年底)	15
表 7:	普瑞眼科大湾区布局	15
表 8:	各民营眼科消费眼科营收占比	19
表 9:	普瑞眼科屈光项目详情	19
表 10:	普瑞眼科屈光增速优于同行 (营收: 百万元)	20
表 11:	普瑞眼科屈光手术类型及设备	21
表 12:	普瑞眼科各屈光手术毛利率情况	21
表 13:	普瑞眼科视光项目详情	22
表 14:	普瑞眼科旗下医院视光业务毛利率不断提升	23
表 15:	普瑞眼科白内障项目详情	23
表 16:	普瑞眼科白内障增速可比公司比较 (营收: 百万元)	24
表 17:	普瑞眼科综合眼病简介	24
表 18:	普瑞眼科综合眼病项目详情	25
表 19:	普瑞眼科盈利预测 (百万元)	25
表 20:	普瑞眼科可比公司估值	26

1. 普瑞眼科：聚焦省会城市布局的民营眼科专科连锁

1.1. 公司采取全国直营连锁模式，聚焦省会城市布局

普瑞眼科成立于 2005 年，于 2022 年 7 月正式登录 A 股创业板挂牌上市。公司主营业务为眼科诊疗，包括屈光手术、白内障手术、医学视光和综合眼病诊疗等。截至 2022 年底，公司已于省会城市自建 22 家眼科医院、3 家门诊部，并购北京华德眼科医院、山东亮康眼科医院（现已更名为济南普瑞眼科医院）和东莞光明眼科医院。未来将继续聚焦省会及重点城市，实现“全国连锁化+同城一体化”眼科医院布局。

图1：普瑞眼科全国布局（截至 2022 年底）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构集中，实控人董事长持股 49.53%，具有丰富的眼科资源和营运经验。截至 2022 年底，实控人徐旭阳先生通过直接+间接合计持有 49.53% 的股份。徐旭阳先生曾任职黄山市人民医院临床医生、美国眼力健公司销售工程师、美国科医人医疗激光公司高级销售工程师，具有丰富的眼科领域医疗资源及医院管理经验。副总经理曹长梁先生曾在多家普瑞眼科医院任职，具有丰富的医院运营经验。

表1：普瑞眼科核心高管履历

姓名	职位	履历
徐旭阳	董事长	1995 年至 2000 年，于美国眼力健任销售工程师、美国科医人医疗激光公司任高级销售工程师；2000 年开始自主创业，并于 2006 年至今担任普瑞眼科董事长，2019 年至今担任普瑞眼科总经理；2010 年至今担任普瑞投资执行董事、法定代表人。
孙强	总经理	曾于上海黄浦江东岸开发投资有限公司任规划开发部总经理；上海东岸投资有限公司集团本部党支部书记、建设管理部总经理；上海浦东滨江开发建设投资有限公司党支部书记、总经理；历任公司董事长助理；现任公司董事、总经理。

曹长梁 副总经理

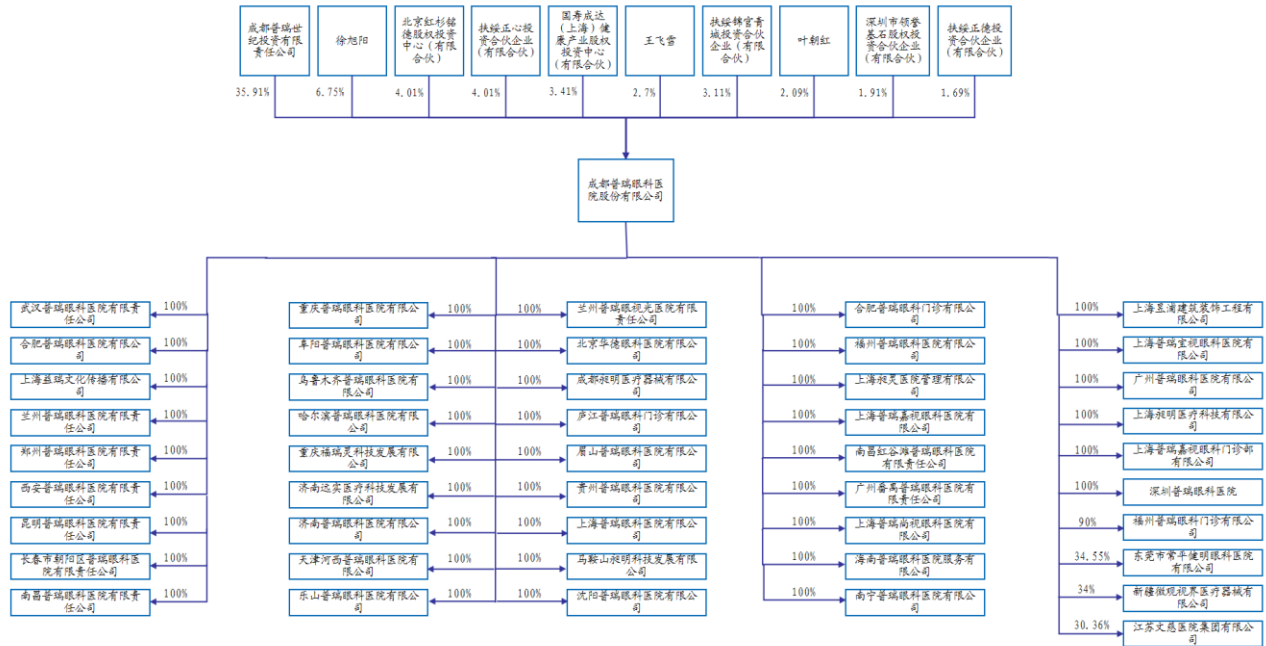
曾任职于广州鑫视康医疗器械；任兰州普瑞眼科医院、重庆普瑞眼科医院、合肥普瑞眼科医院执行院长。2014 年至今，任普瑞眼科副总经理。

刘中香 副总经理、大湾区总经理

曾任葛洲坝集团中心医院眼科主治医师；美国百特公司高级经理；历任南昌普瑞、武汉普瑞执行院长；湖北普瑞眼科医院筹备负责人，眼科医院管理经验丰富。

数据来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

图2：普瑞眼科股权结构（截至 2022 年底）



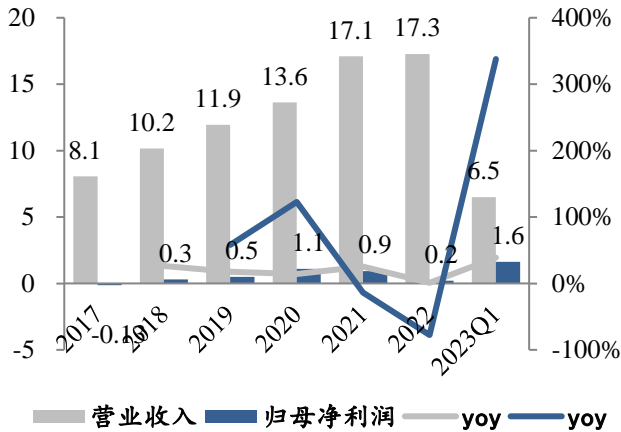
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 疫情影响逐步消除，业绩成长性凸显

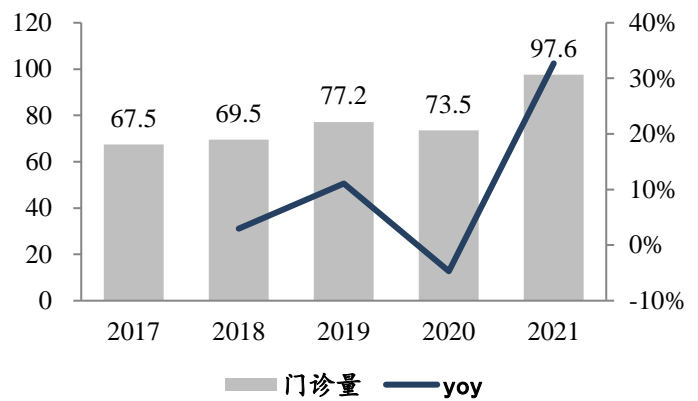
公司业绩受疫情短期扰动，疫后恢复高增长。公司营业总收入由 2017 年的 8.1 亿元增长至 2021 年的 17.1 亿元，5 年 CAGR 为 20.7%；同期归母净利润由亏损 1341 万元增长至约 9389 万元（其中 2021 年较 2020 年归母净利润下滑的原因是公司执行新租赁准则及社保减免政策的退出），由于 2017-2019 年期间公司新开医院较多，造成利润业绩增速较慢。2022 年公司实现营收 17.3 亿元，归母净利润 0.21 亿元，期间由于新冠肺炎疫情全国各地反复爆发及多地封控的影响，公司旗下上海普瑞、长春普瑞等医院历经较长时间停诊。2023Q1，公司营收 6.5 亿元，归母净利润 1.62 亿元，实现疫后快速修复增长。展望 2023 年，随着疫后消费复苏、眼病需求释放等，公司有望维持业绩快速增长。

图3：普瑞眼科营业总收入及归母净利润增速（亿元）

图4：普瑞眼科门诊量及增速（万人次）



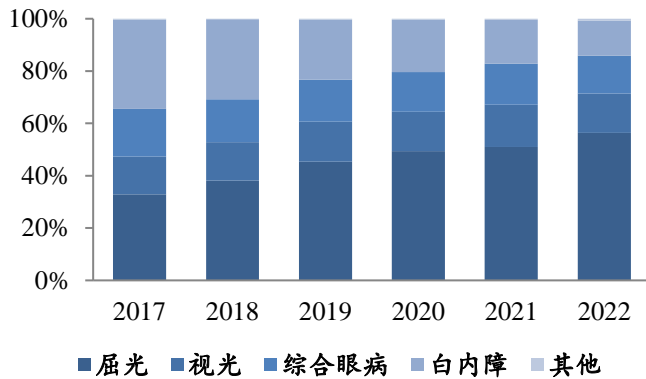
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

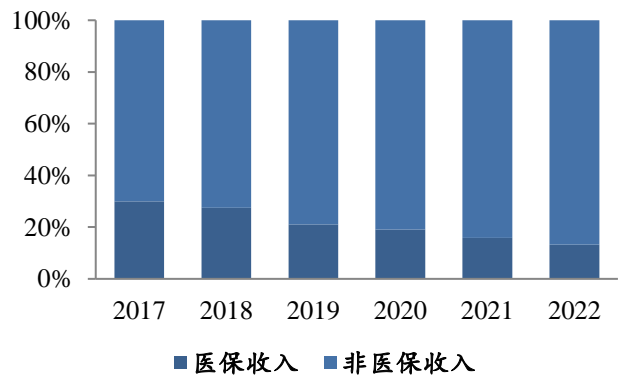
消费眼科收入占比约 71%，医保收入占比持续下降。2022 年，公司屈光、视光、白内障、其他眼病的收入占比分别为 56%、15%、14%、14%，其中屈光和视光的收入占比之和为 71.32%，同比提升 4.18 个百分点。随着自费类项目收入占比提升，公司医保收入占比持续下降，由 2017 年的 30% 下降至 2022 年的约 13%。

图5：普瑞眼科收入结构拆分（按业务）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：普瑞眼科收入结构拆分（按医保/非医保）

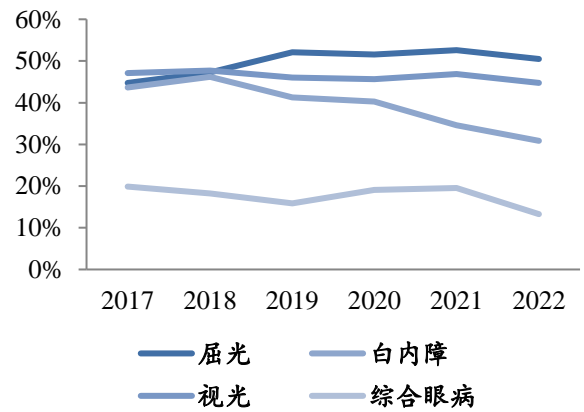
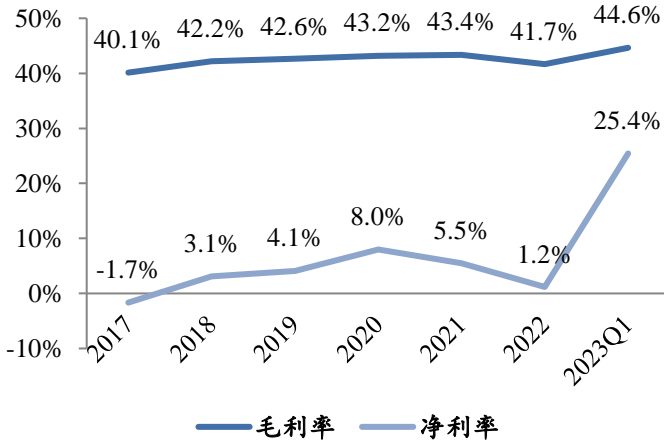


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

疫后修复、高端项目占比提升等，公司利润率水平提升。公司毛利率由 2017 年的 40.1% 提高到 2023Q1 的 44.6%，屈光及白内障贡献较高毛利，其中屈光毛利率逐年上升，2022 年达 50%，高端手术占比提升；受医保控费和人工晶体集采影响，白内障毛利率逐年下降，由 2017 年的 43.67% 降低至 2021 年的 30.85%。2023Q1，公司净利率为 25.4%，扣非归母净利率为 10.9%，实现疫后爆发性增长，原因是疫后实现快速修复、成熟医院利润率进一步提升、亏损医院继续缩小亏损，公司将在 2022 年继续新建开设多家医院，仍将对利润业绩有所影响。预计未来随着新院扭亏及消费眼科毛利率的提升，公司净利率将逐步提高。

图7：普瑞眼科毛利率及净利率

图8：普瑞眼科细分业务毛利率

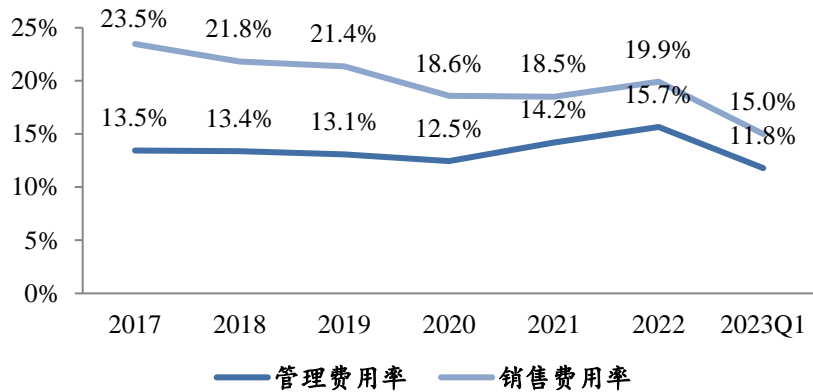


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

期间费用率持续下降。随着收入规模快速扩大，公司销售费用率由2017年的23.5%下降至2023Q1的15%。公司2022年管理费用率同比提高1.5个百分点，原因是公司经营规模的扩大及新增医院的建设，工资薪酬、租赁费用、办公费用及折旧摊销相应增加。预计未来随着新院爬坡成熟及收入规模持续扩大，公司整体费用率有望下降。

图9：普瑞眼科销售及管理费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

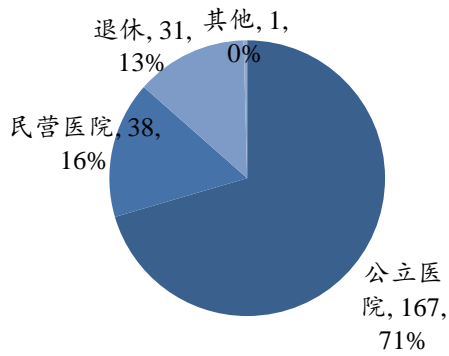
1.3. 医生内部晋升路径明确，引进多点执业医师坐诊

设立人才培养计划，提供分级机制及跳槽二院的晋升路径，内部培养优质医疗队伍。公司通过设立“英才培育计划”、“丁香花青年骨干医生培养计划”、“普瑞英才培养计划”等，由内部资深医师带教培养年轻医生，公司遴选出合格医生赴公立医院进修，内部培养方面，公司将医生分为A级、B级、C级医生，A级医生是资历较深，能够进行屈光、白内障、小儿斜弱视、眼底、视光等手术的副高级别以上的医师；B级与C级医生则是由普瑞眼科培养（周期约半年），能够独立进行手术的医生，此类医师通常通过跳槽至当地二院晋升至A级医生。

引进优秀多点执业医师坐诊。公司以打造全国模范眼科临床医疗诊疗平台战略为支

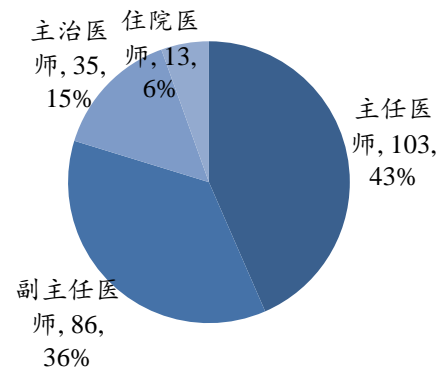
撑，引进了部分多点执业眼科医疗人才，为患者提供高水平、多样化的眼科医疗服务。截至 2022 年 3 月 28 日，公司拥有在国家卫健委电子化注册信息系统备案的多点执业医师 237 人，其中有 70% 以上来自公立医院，且职称大部分为副主任及以上。

图10: 公司多点执业医生来源构成 (2021 年)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图11: 公司多点执业医生职称构成 (2021 年)



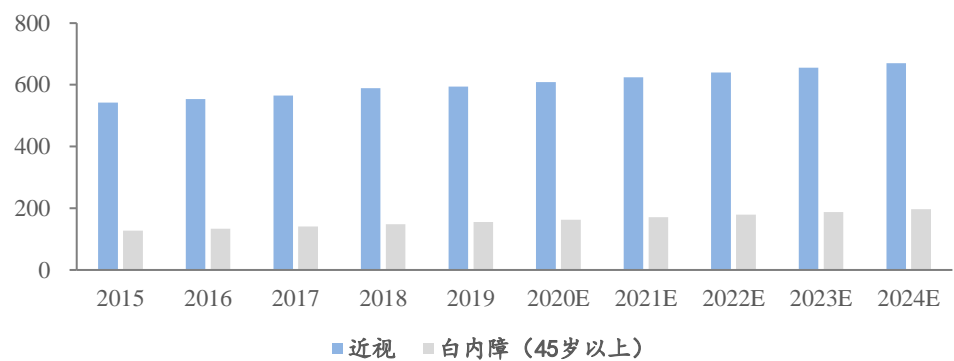
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

2. 眼科医疗服务空间广阔，民营眼科格局“一超多强”

2.1. 眼科黄金赛道空间不断扩大，细分领域持续增长

我国是全球眼病患者最多的国家，屈光不正与白内障成为最大眼病群体。近年来，随着人口老龄化及生活习惯的变化，中国眼病案例逐渐增加，屈光不正与白内障成为最常见的眼科疾病。截至 2022 年底，中国近视患者人数约 6.4 亿，近视率约 45.3%，其中青少年近视率过半。此外，我国 45 岁以上白内障患者也从 2015 年的 1.3 亿人增加至 2022 年的 1.8 亿人，眼科医疗需求持续增加。

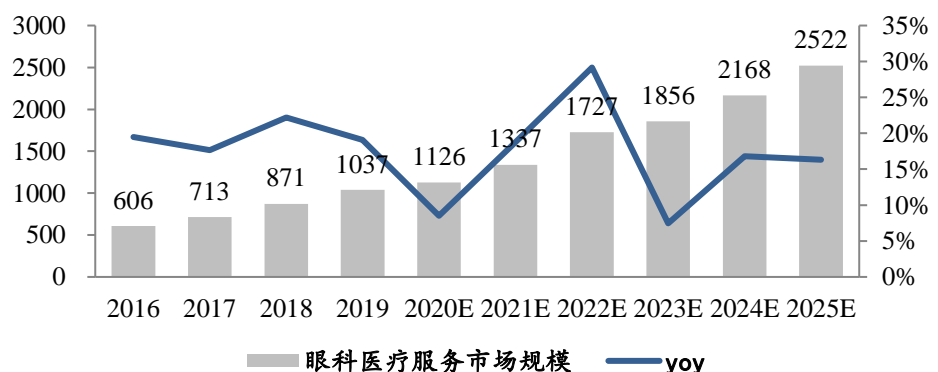
图12: 我国常见眼科疾病患者人数(百万人)



数据来源：国家卫健委，Literature research，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

我国眼科医疗服务市场规模快速增长。在眼部疾病发病率逐年攀升、国民眼健康意识不断增强、居民支付能力提升等多重因素的推动下，预计我国眼科医疗服务市场不断扩大，根据弗若斯特沙利文测算，我国眼科医疗服务市场规模从 2020 年的 1126 亿元增长至 2025 年的 2522 亿元，5 年 CAGR 为 17.50%。

图13: 我国眼科医疗服务市场规模及增速(亿元)

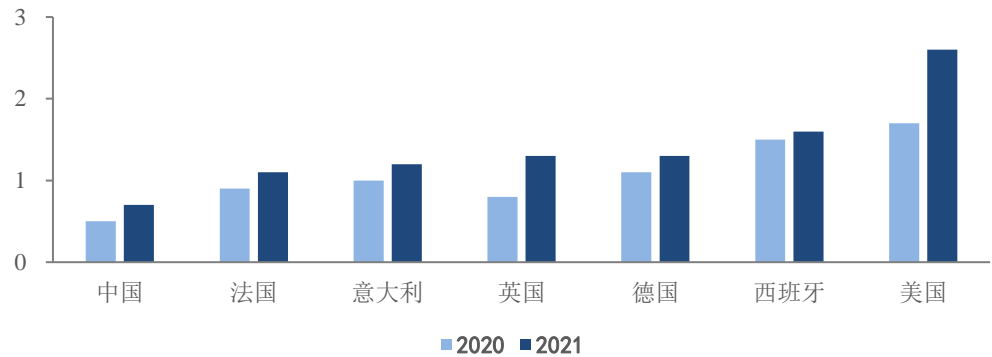


数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

屈光：渗透率较低，提升空间广阔。根据中南大学爱尔眼科学院发布的《国人近视手术白皮书》，2021 年我国每千人近视手术量仅为 0.7，低于同期发达国家水平，相较美

国的 2.6 仍有 3 倍空间。我们预计随着疫后复苏，消费升级与摘镜需求增长，术式升级优化与手术接受度提高，我国屈光手术渗透率有望进一步提升。

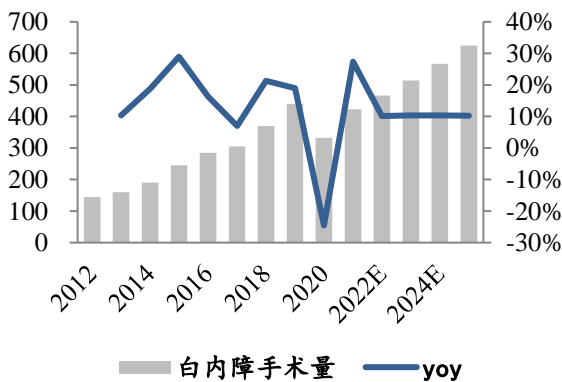
图14: 全球屈光手术渗透率（每千人屈光手术量）



数据来源：《国人近视手术白皮书》，东吴证券研究所

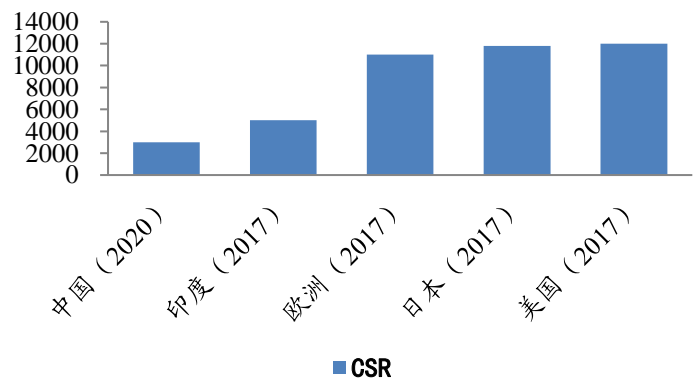
白内障：老龄化促进放量，手术率有望增长。从发病率看，白内障具有较高的年龄相关性，我国 60 岁至 89 岁人群白内障发病率为 80%，90 岁以上人群发病率则达到 90% 以上。随着老龄化带来的患者量增加、人均消费能力提升、更高疗效的多焦点人工晶体普及、带量采购降低晶体价格，我们预计未来白内障的手术量会持续增长。从手术率看，根据昊海生科招股书，2017 年日本、美国等发达国家的 CSR（百万人口白内障手术率）已达近 12000，欧洲已达到 11000，印度 CSR 超过 5000。根据中国防盲治盲网，尽管我国的 CSR 从 2012 年的不到 1072 增长至 2020 年的超过 3000，相比其他国家仍处落后局面，未来具有较大增长空间。

图15: 我国白内障手术量（万例）



数据来源：爱博医疗招股书，东吴证券研究所

图16: 各国每百万人口白内障手术数量对比



数据来源：爱博医疗招股书，东吴证券研究所

视光：青少年近视率提升趋势严峻，近视防控已上升为国家战略。根据国家卫健委，2020 年，我国整体青少年近视率已达 52.7%，其中 6 岁儿童 14.3%，小学生 35.6%，初中生 71.1%，高中生 80.5%。疫情期间，网课的普及进一步提高整体近视率。2021 年 4 月，教育部等 15 个单位联合印发《儿童青少年近视防控光明行动工作方案(2021-2025

年)》，2022年1月，国家卫健委印发《“十四五”全国眼健康规划（2021-2025年）》，对儿童眼保健覆盖率提出了达到90%以上的指标要求，青少年近视防控已上升为国家战略。

表2: 我国眼科医疗服务市场细分赛道市场规模(亿元)

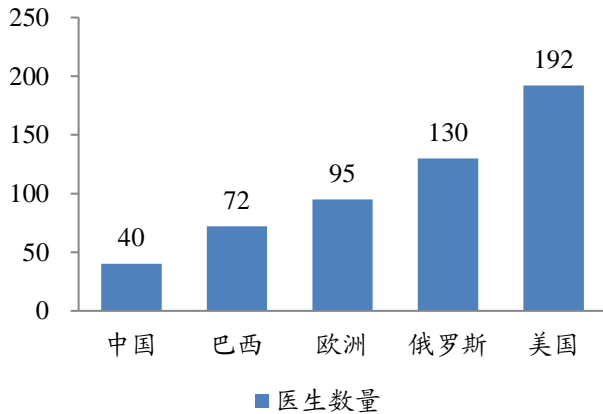
	2020	2025E	2020-2025CAGR
屈光	208	725	28.37%
视光	253	500	14.60%
白内障	207	339	10.37%
眼底	164	269	10.40%
眼表	98	219	17.45%

数据来源：华夏眼科招股书，东吴证券研究所

2.2. 民营眼科“一超多强”，普瑞眼科收入份额有望持续提升

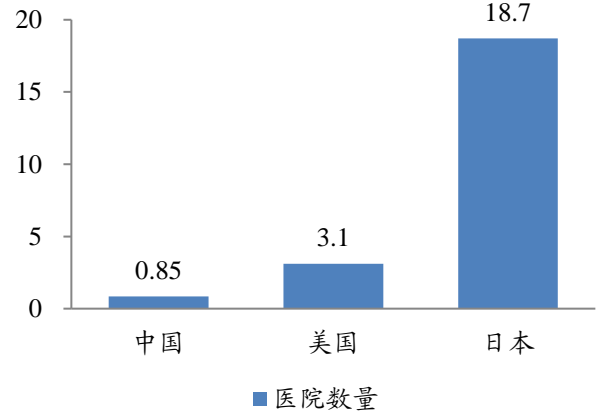
从供给侧看，眼科医疗资源供给相对不足。根据统计年鉴、中经网及statista数据测算，我国每百万人眼科医生数远低于发达国家，医生资源稀缺，2020年中国眼科医生数约40人/百万人，同期欧洲约95人/百万人，俄罗斯约130人/百万人，美国约192人/百万人；同期我国每百万人对应眼科医院数也低于可比国家，日本、美国分别为18.7家/百万人、3.1家/百万人，而中国仅0.85家/百万人。

图17: 2020年各国每百万人口眼科医生数量



数据来源：统计年鉴，statista，东吴证券研究所

图18: 2021年各国每百万人口眼科医院数量

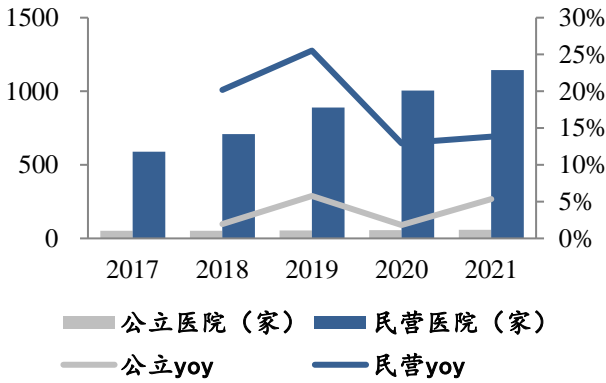


数据来源：统计年鉴，statista，东吴证券研究所

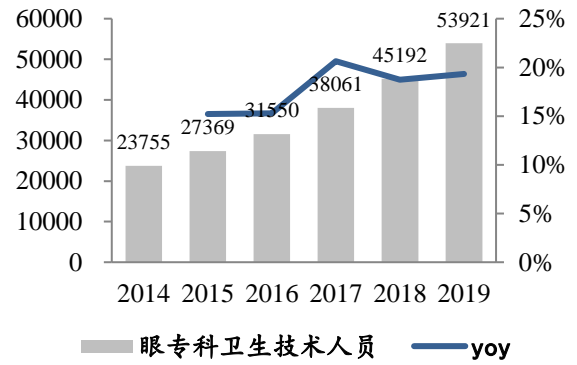
我国民营眼科医院及眼科医生数量迅速增加，对公立眼科形成有效补充。随着鼓励社会办医政策的出台，我国民营眼科医院从2017年的590家增至2021年的1144家，CAGR为18%，同期公立眼科医院数量CAGR仅为3.7%。此外，随着我国专科眼科医院的逐渐增多，我国眼科专科医院的卫生技术人员呈逐年增长态势。2019年我国眼科专科医院的卫生技术人员达53921人，较上年增长19.32%，与专科眼科医院数量的增长趋势基本相同。

图19: 我国公立/民营眼科医院数量及增速

图20: 我国眼专科卫生技术人员数量及增速



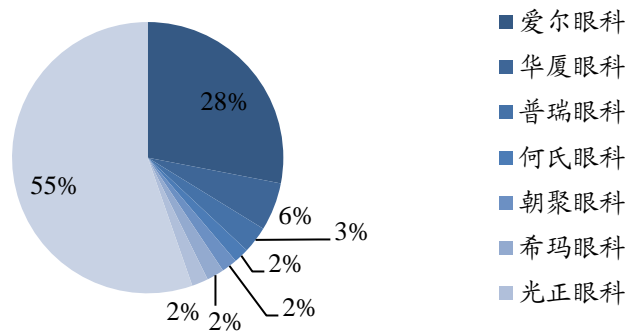
数据来源：中国卫生统计年鉴，东吴证券研究所



数据来源：中国卫生统计年鉴，东吴证券研究所

民营眼科市场蓬勃发展，一超多强格局形成。我国眼科医疗市场整体仍以公立为主，根据灼识咨询，2022 年民营医院市场份额占比估计在 40% 左右。而民营眼科市场竞争企业主要有爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、何氏眼科、朝聚眼科等，根据 2022 年民营市场规模与各家医院收入规模，我们计算爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科的市场份额占比分别为 28%、6%、3%。普瑞眼科瞄准省会城市优质市场，未来将继续在大湾区、华东地区、重点一二线城市及同城加密布局，核心业务屈光手术快速增长，从而实现收入规模的提升。

图21：2022 年民营眼科市场竞争格局（按收入）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

表3：我国民营眼科概况（2022 年）

公司	成立时间	机构数量	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率
朝聚眼科	1988 年	24 间眼科医院及 26 间视光中心。	9.9	1.9	18.99%
爱尔眼科	2003 年	眼科医院及中心达 816 家，其中中国内地 698 家、中国香港 8 家、海外 110 家	161.1	25.2	15.67%
华夏眼科	2004 年	57 家眼科专科医院，23 家视光中心	32.3	5.1	15.84%
普瑞眼科	2005 年	25 家专业眼科医院，3 家眼科门诊部	17.3	0.2	1.22%
何氏眼科	2009 年	3 家三级眼保健服务机构，35 家二级眼保健服务机构，64 家初级眼保健服务机构。	9.6	0.3	3.46%

集团在香港及内地拥有 70 家医疗机构，包括香港的 41 家专科医疗机构和内地 29 家医院和门诊机构（内地医院为 9 家），其中包括部分口腔、肿瘤等专科医院及门诊机构。

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所（各公司机构数量统计时间截止 2022 年末）

3. 普瑞眼科省会连锁布局逐步完善，旗下医院逐步成熟

3.1. “全国连锁化+同城一体化”，“高举高打”医院布局持续完善

按地区拆分公司收入，西南地区占比最高。分地区来看，2021 年西南地区收入占比 29.79%，其次是华东、西北、华中、华北。按收入占比计算，公司前五大医院分别为成都普瑞、昆明普瑞、合肥普瑞、上海普瑞和南昌普瑞，合计贡献超过 50% 营收。

表4：普瑞眼科各地区营收占比及医院分布（2021 年）

地区	已有医院（非特殊注明均为自建）	营收占比
西南	成都普瑞、昆明普瑞、重庆普瑞、贵州普瑞	29.79%
华东	合肥普瑞、合肥门诊、上海普瑞、庐江门诊	20.31%
西北	兰州普瑞、兰州眼视光、乌市普瑞、西安置普瑞	18.51%
华中	南昌普瑞、武汉普瑞	13.56%
华北	北京华德（收购）、郑州普瑞、天津普瑞（收购）、济南普瑞（收购）、济南远实（收购）	10.63%
东北	哈尔滨普瑞、沈阳普瑞、长春普瑞	6.76%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司坚持省会城市布局策略。我国城镇化水平持续提高，公司顺应人口分布和经济活动向区域中心城市聚集的态势，聚焦直辖市、省会城市等中心城市的布局，继而辐射周边市场。

表5：普瑞眼科旗下医院概况（2021 年，百万元）

医院名称	开业时间	营业收入	净利润	净利率
成都普瑞	2006	149.64	61.58	41.15%
昆明普瑞	2008	226.08	44.91	19.86%
重庆普瑞	2011	76.08	7.85	10.32%
贵州普瑞	2018	57.63	-0.18	-0.31%
合肥普瑞	2006	172.06	11.94	6.94%
合肥门诊	2017	0.66	-0.99	-150%
上海普瑞	2010	174	0.02	0.01%
庐江门诊	2019	0.61	-1.14	-186.89%
兰州普瑞	2005	120.57	23.65	19.62%
兰州眼视光	2019	39.05	-6.89	-17.64%
乌市普瑞	2009	124.03	32.11	25.89%
西安置普瑞	2017	32.85	-11.39	-34.67%
南昌普瑞	2010	142.99	8.31	5.81%
武汉普瑞	2011	88.90	3.97	4.47%

北京华德	2014 (收购)	103.12	-0.27	-0.26%
郑州普瑞	2007	51.61	-2.21	-4.28%
天津普瑞	2020	13.65	-21.98	-161.03%
山东康亮	2016	12.20	-4.01	-32.87%
哈尔滨普瑞	2013	83.32	20.86	25.04%
沈阳普瑞	2019	18.66	-14.04	-75.25%
长春普瑞	2021	13.68	-12.44	-90.94%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

多地区实现“一城多院”，同城加密打开老院成长空间。除了2011年兰州建立雁滩门诊部外，近两年公司在主要城市设立分院，打造“同城一体化”。截至2022年底，兰州普瑞眼视光、合肥瑶海二院、南昌红谷滩二院、昆明润城二院陆续开诊，通过同城加密继续巩固优势。

表6：普瑞眼科“一城多院”布局情况（截至2022年底）

城市	二院	二院成立时间	新老院直线距离	当地竞争格局
昆明	昆明普瑞润城眼科医院	2021年2月	7.4km	爱尔2家、华夏1家、云大医科
南昌	南昌红谷滩普瑞眼科医院	2020年11月	8.8km	爱尔2家、省人民医院、南大一院
合肥	合肥瑶海普瑞眼科医院	2020年10月	6.3km	爱尔1家、华夏1家、沃瑞眼科、省医院
兰州	兰州普瑞眼视光医院	2017年10月	2.5km	爱尔1家、华夏1家、兰州人民医院
兰州	兰州雁滩门诊部	2011年5月	4.4km	爱尔1家、华夏1家、兰州人民医院

数据来源：产业调研，东吴证券研究所

布局大湾区，开拓华南市场。华南地区经济活力强，人口多，公司将大湾区作为重点投资领域，在去年进行了机构改革，专门设立了大湾区分部。目前公司在华南地区开业的医院总共有两家，分别为自建的广州番禺与收购的东莞光明。此外，广州二院（广州越秀）已经选址完毕，投资金额和经营面积均大于广州番禺。

表7：普瑞眼科大湾区布局

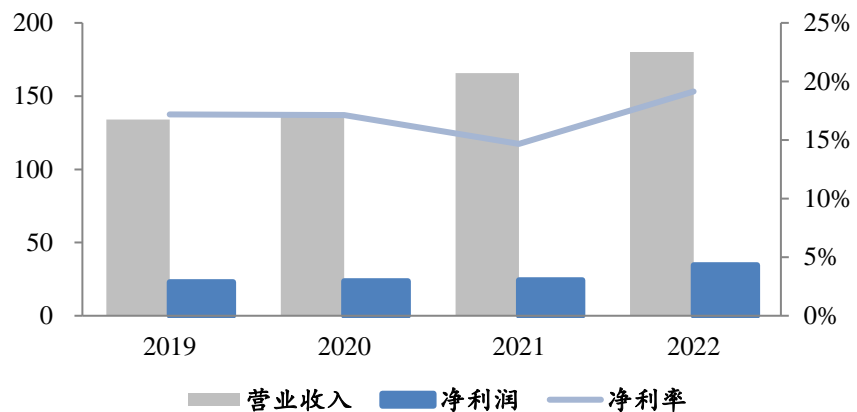
医院	开业时间	使用面积	流动人口	主要收入结构
广州番禺普瑞眼科医院	2022年8月	6000 m ²	番禺区：400万	屈光手术占比90%
东莞光明眼科医院	2002年	9800 m ² （新院）	东莞市：1000万	综合眼病占比60%

未来布局：广州二院（越秀区）、深圳、佛山、惠州、江门、珠海、汕头等（大湾区合计约15家）

数据来源：投资者调研，产业调研，东吴证券研究所

收购东莞光明眼科医院，提升华南和大湾区诊疗实力。东莞光明眼科医院成立于2002年，是一所中外合资眼科专科医院。东莞光明引进了多名中山眼科中心有着多年丰富临床经验的知名教授，并长期聘请中山大学中山眼科中心专家来院会诊及带教指导。经过20年的发展，目前东莞光明眼科医院已拥有一支配置完备、专业能力突出的医师团队——医护技团队120余人，其中中高级职称70余人，博导1人、博士6人。2017年，东莞光明眼科医院开设广东首个屈光白内障中心，屈光白内障手术量连续两年居省内前三。

图22: 东莞光明眼科医院财务情况 (百万元)

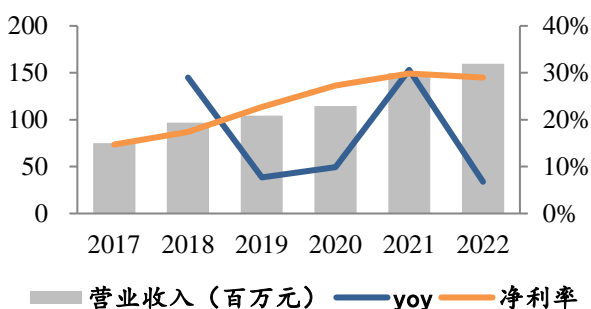


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 标杆医院奠定业绩基石, 典型医院仍有盈利提升空间

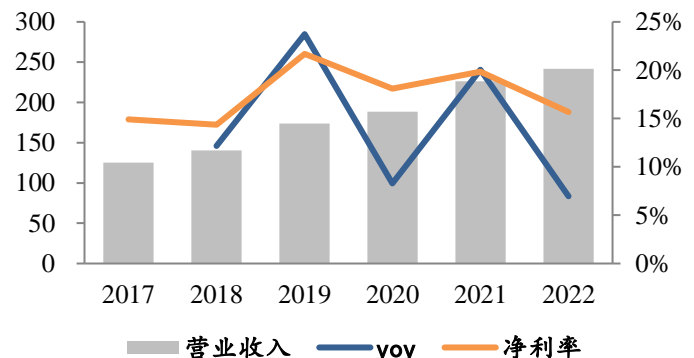
以成都普瑞、昆明普瑞为例, 收入过亿并有较高利润率。参考最早成立的成都及昆明普瑞, 经过十余年发展, 两家医院已经步入成熟期, 2017-2022 营收 CAGR 分别为 16.31%和 14.05%; 成都普瑞 2022 年净利率为 28.99%。

图23: 成都普瑞营收及净利率情况



数据来源: 产业调研, 东吴证券研究所

图24: 昆明普瑞营收及净利率情况

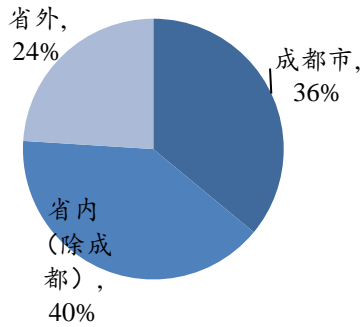


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

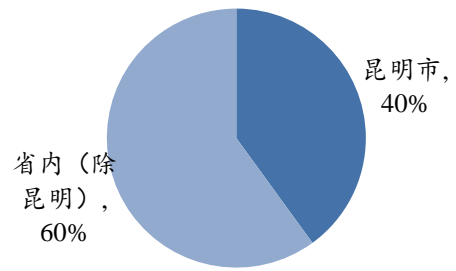
成熟门店屈光手术占比高, 省内辐射能力强。从屈光业务来源看, 2022 年成都及昆明普瑞当地屈光患者占比约 40%, 一半以上患者均来自除当地市以外其他地区。其中成都普瑞依托于公司口碑, 有 24%屈光患者来自省外。

图25: 成都普瑞屈光业务来源

图26: 昆明普瑞屈光业务来源



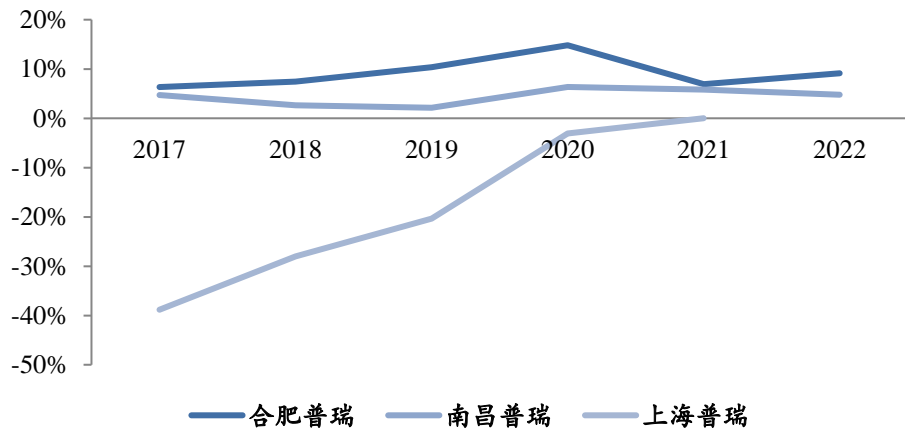
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

参考标杆医院，医院仍有盈利空间。以大于1亿收入体量的典型医院为例，上海普瑞净利率由2017年的-38.83%提高至2021年的0.01%，实现扭亏为盈；合肥、南昌普瑞净利率分别由2017年的6.34%、4.68%提高至2022年的9.11%、4.77%，利润端有所改善。以昆明普瑞为例，省会城市成熟医院的利润水平可达20%，上海、南昌、合肥普瑞仍有盈利提升空间。

图27：上海、南昌、合肥普瑞净利率



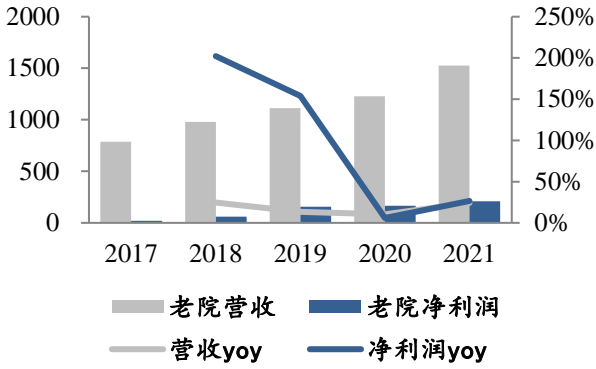
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 老院营收占比逐步降低，新院爬坡逐步贡献利润

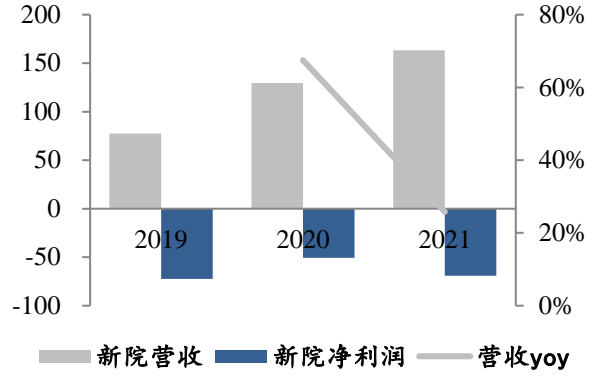
老院业绩持续增长，新院爬坡增速亮眼。我们选取2016年以前成立并开业的医院作为普瑞老院，2017年以后成立并开业的医院作为普瑞新院。拆分各医院营收数据，13家老院2017-2021年营收及净利润CAGR平均为18.33%与34.55%，收入增长稳健，利润增速快；8家新院2019-2021年营收CAGR为45.15%，收入爬坡速度明显，利润亏损的原因是主要为门店爬坡叠加疫情因素所致。

图28：普瑞眼科老院营收及净利润增速（百万元）

图29：普瑞眼科新院营收及净利润增速（百万元）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

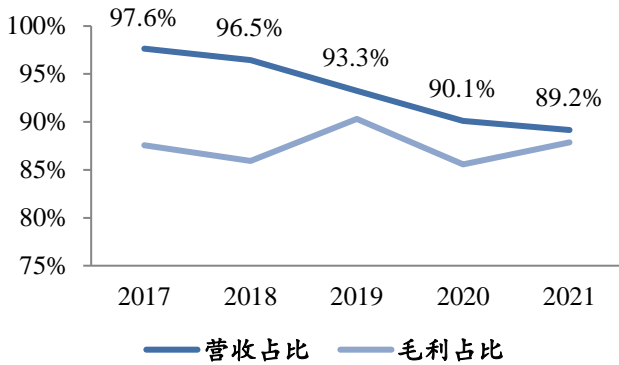


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

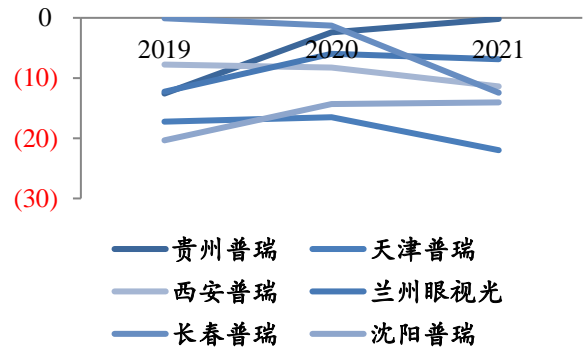
新院扭亏有望贡献利润。随着公司的内生增长及外延扩张，13家老院营收占比从2017年的97.6%降低至2021年的89.2%，毛利占比近五年保持在87%左右。拆分公司6家新院的净利润，贵州、沈阳普瑞已逐步减亏；西安、兰州、长春普瑞2021年受到疫情影响业绩承压；天津普瑞由于当地公立医院竞争激烈，仍在爬坡期。随着放开后疫情影响逐步消除及门店爬坡，医院持续爬坡成熟有望为公司增厚业绩。

图30: 普瑞眼科老院营收及毛利占比呈下降趋势

图31: 普瑞眼科新院逐步减亏 (净利润, 百万元)



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

4. 聚焦屈光领域，重视视光发展，基础眼病贡献稳定营收

公司消费眼科占比较高(本文定义消费眼科为屈光项目+视光项目)。从收入占比看，2022年，普瑞眼科屈光+视光业务营收占比合计71.32%，远高于同行；从增幅看，公司2017-2022消费眼科营收占比由47.46%增长至71.32%，合计23.86个百分点，提升速度较快。

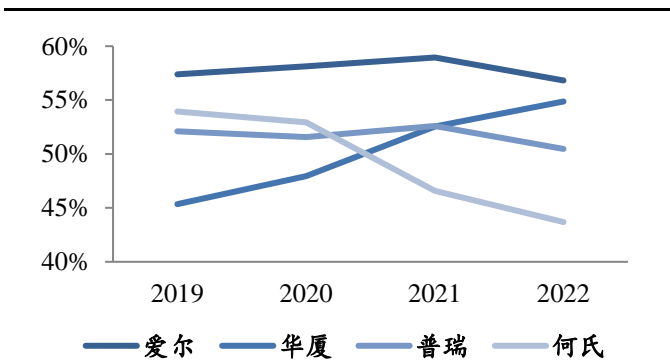
表8: 各民营眼科消费眼科营收占比

上市公司	2017	2018	2019	2020	2021	2022
爱尔眼科	52.04%	53.61%	54.66%	57.10%	59.32%	62.79%
华夏眼科	26.46%	29.61%	34.27%	40.44%	44.15%	43.03%
普瑞眼科	47.46%	52.88%	60.85%	64.58%	67.84%	71.32%
朝聚眼科		31.40%	36.30%	46.50%	51.80%	54.55%
何氏眼科	44.21%	46.95%	50.91%	54.04%	57.08%	59.07%

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

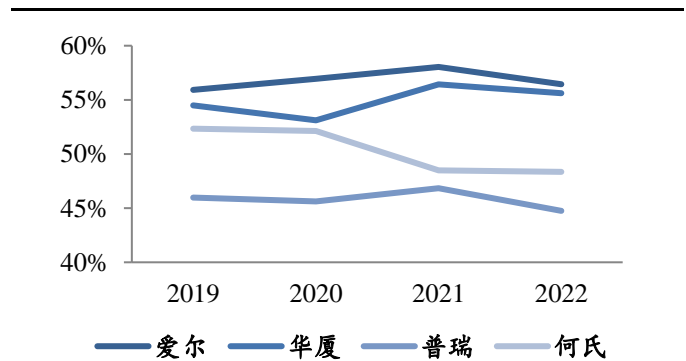
消费眼科毛利率略低于同行。2021年公司视光业务毛利率仅为46.84%，低于行业平均水平。2021年公司屈光毛利率为52.6%，低于爱尔眼科，主要原因为爱尔眼科先发布局，规模优势带来了耗材采购成本的较低。

图32: 各公司屈光业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33: 各公司视光业务毛利率情况



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

4.1. 屈光：核心业务增速亮眼，设备齐全先进

聚焦屈光业务，屈光收入占比逐年上升。自2018年起屈光手术已成为公司主营业务收入的第一大来源，2019-2021年收入达5.42亿元、6.72亿元、8.72亿元，分别占当年主营业务收入的45.54%、49.46%、51.23%；三年手术量分别同比提升39.52%、24.11%、29.76%。

表9: 普瑞眼科屈光项目详情

屈光项目	2019	2020	2021	2022
收入(亿元)	5.42	6.72	8.72	9.71
占比	45.54%	49.46%	51.23%	56.26%
增长率	39.52%	24.11%	29.76%	11.35%

毛利率	52.10%	51.57%	52.60%	50.47%
门诊量(万例)	22.02	21.71	29.30	
手术量(例)	34419	44018	55925	
平均单价(元/例)	15734	15270	15595	

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

屈光增速相较同行更快。公司自 2018 年起调整发展战略与业务结构，重点开拓和发展屈光业务，2020 年屈光业务收入同比增长略高于同行业公司，2021 年高于爱尔眼科和何氏眼科，略低于华夏眼科，2022 年高于华夏眼科和何氏眼科，略低于爱尔眼科，凸显公司屈光业务优势。

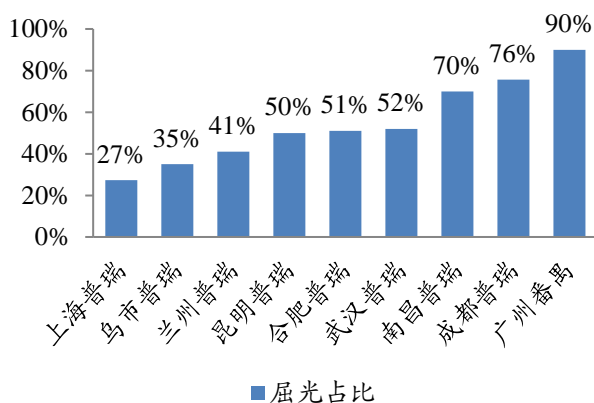
表10：普瑞眼科屈光增速优于同行（营收：百万元）

公司名称	2020		2021		2022	
	屈光营收	同比增长	屈光营收	同比增长	屈光营收	同比增长
爱尔眼科	4349	23.17%	5520	26.92%	6337	14.8%
华夏眼科	727	20.48%	958	31.64%	958	12%
何氏眼科	177	14.66%	201	13.51%	204	1.49%
普瑞眼科	672	24.11%	872	29.76%	950	11.35%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

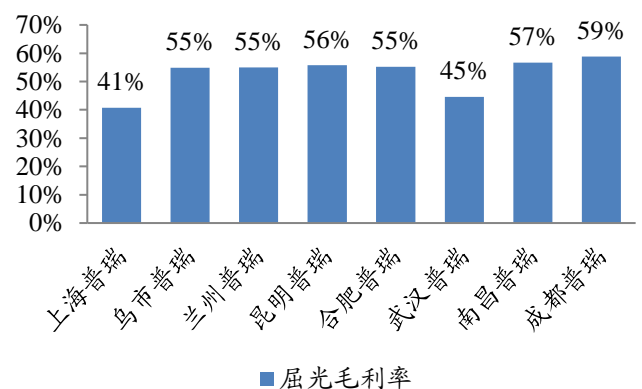
以部分新一线及一线城市老店为例，屈光业务是核心收入来源。以公司旗下已达到盈亏平衡的成熟医院为例，2022 年，成都普瑞单店屈光项目营收占比达 75.6%；武汉普瑞、昆明普瑞、合肥普瑞等典型老院屈光营收占比则达到 50%；上海普瑞则由于白内障业务开展较好，为医院提供主要收入。此外，除了上海与武汉普瑞外，其余医院屈光业务毛利率均超过 55%。

图34：普瑞眼科旗下医院屈光营收占比



数据来源：公司公告，产业调研，东吴证券研究所
(乌市、兰州、合肥普瑞为 2019 年数据；南昌、武汉普瑞为 2020 年数据；其余为 2022 年数据)

图35：普瑞眼科旗下医院屈光业务毛利率（2021 年）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

硬件投入上，与主要设备供应商建立长期战略合作关系，引进高精尖设备。目前公司屈光项目配备有德国蔡司 VisuMax 全飞秒激光、德国蔡司 VisuMax 准分子激光等

设备，已实现“全普瑞、全飞秒”计划，“全普瑞、全千频（阿玛仕 1050RS）”计划也已完成大部分配置。此外，公司屈光术式齐全，以成都普瑞为例，成都普瑞于 2009 年最早引进西南地区第一台全飞秒设备，现已具备从准分子到晶体植入全系列的屈光术式选择，并提供相应优惠价格。

表11：普瑞眼科屈光手术类型及设备

手术类型	主要方式	均价（元）	设备	技术优势
准分子	LASEK/IK	9800	美国威视准分子、德国鹰视等	耗用耗材少，价格较低；定制化程度高
半飞秒	ZEISS (FLAP)	10800-15800	德国蔡司 VisuMax 全飞秒激光+准分子激光设备	可根据患者的屈光不正程度进行个性化定制，相对于 SMILE 手术，更适用于散光较高的患者
全飞秒	ZEISS (SMILE3.0)	15000	德国蔡司 VisuMax 全飞秒激光	无需制作角膜瓣或角膜基质层内切割，微创程度最高
	ZEISS (FLEx)			
全激光	SMART	13800-17800	阿玛仕1050RS全激光系统	无需制作角膜瓣，无切口，手术过程自动化、智能化；定制化程度高；更适合用于低度数、角膜偏薄的患者
人工晶体植入术	ICL/TICL	29800-31800	手术显微镜	无需切割角膜，除微创切口用于植入晶体外，无其他创伤，不用破坏生物组织，手术可逆，定制化程度高，适用于高度近视等

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

规模效应、术式升级及高端占比提升有望改善屈光业务毛利率。个性化半飞秒的人力物力均高于全飞秒，且个性化的定制大大提升了屈光手术的附加值，单价也从 12000 元左右提升至 17000 元，以成都普瑞为例，标杆医院个性化半飞秒占比约 40%。此外，ICL 手术虽然毛利率略低于半飞秒，但由于单价绝对值高，贡献毛利体量大。我们预计随着规模效应带来的耗材成本降低、晶体迭代及半飞秒占比的提升，公司屈光项目毛利率有望持续提升。

表12：普瑞眼科各屈光手术毛利率情况

手术类别	2019	2020	2021
准分子系列	6.12%	8.61%	14.88%
飞秒系列	45.75%	50.77%	50.47%
半飞秒系列	47.68%	48.04%	49.53%
全飞秒系列	55.10%	53.81%	53.69%
ICL 系列	47.36%	47.34%	49.95%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

4.2. 视光：占比逐年提升，2023 年有望迎来转折发展

引进美国视光博士，增强视光医生团队力量。2022 年，公司引进美国视光博士陆燕，于旗下各省会医院不定期坐诊。陆燕博士毕业于北京医科大学临床医学专业，在北

京同仁医院眼科从事眼科临床工作 8 年，并取得首都医科大学眼科学硕士学位。后赴美在美国新英格兰视光学院系统地学习了眼视光学的理论知识和实践技能并取得视光学博士学位。毕业后成为注册眼视光师，开启了十余年独立开业的执业生涯。是美国视光协会会员，角膜和隐形眼镜分会会员，国际角膜塑形镜及近视防控联合会（IAOMC）北美会员。具有全面丰富的眼科及视光专业知识，宽广前瞻的国际视野，擅长解决疑难的验配问题。

截至 2021 年，公司视光业务增长源自于门诊量的提升。2019-2021 年，公司视光业务均价保持稳定，但整体公司视光门诊量从 2019 年的 12.37 万人次增长至 2021 年的 19.65 万人次，CAGR 为 26.04%，门诊量的提升驱动视光业务营收增加。

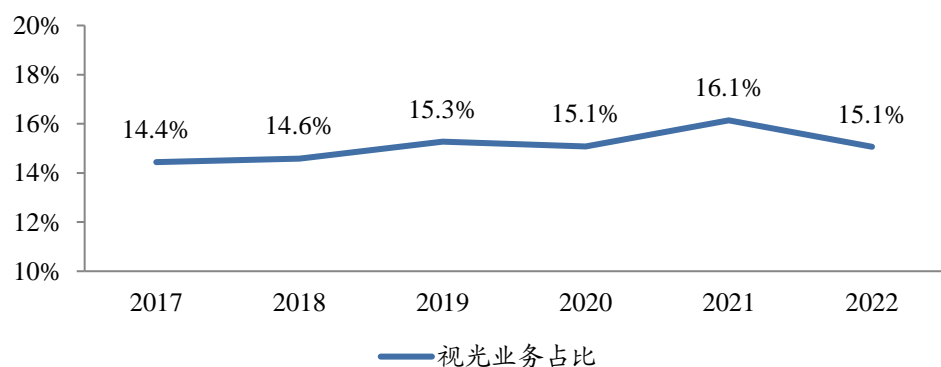
表13: 普瑞眼科视光项目详情

视光项目	2019	2020	2021	2022
收入（亿元）	1.82	2.05	2.76	2.60
占比	15.27%	15.08%	16.14%	15.06%
增长率	22.91%	12.83%	34.35%	-5.80%
毛利率	45.99%	45.62%	46.84%	44.75%
门诊量（万例）	12.37	14.40	19.65	
平均单价（元/例）	1472	1427	1405	

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

视光业务营收占比逐年提高。公司视光业务从 2017 年的 14.4% 逐步提高至 2021 年的 16.1%，2022 年受疫情管控影响业务占比下降至 15.1%。我们预计随着公司加大对视光业务的投入，包括建立视光事业部、新增业务负责人、与视达佳合作等，公司视光业务将得到更大发展，收入占比将持续提高。

图36: 普瑞眼科视光业务营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

旗下医院视光毛利率持续增长，有望带动公司整体毛利率提升。近年来公司旗下成熟医院视光毛利率均有提升，部分医院如北京、兰州、昆明、乌市普瑞视光毛利率超过

公司平均水平。我们预计随着视光业务规模扩大，毛利率有望进一步提升，从而助力公司毛利率提升。

表14: 普瑞眼科旗下医院视光业务毛利率不断提升

医院	2019	2020	2021
成都普瑞	45.99%	45.62%	46.84%
兰州普瑞	51.94%	55.08%	56.45%
昆明普瑞	52.39%	49.47%	53.22%
乌市普瑞	56.75%	57.00%	59.43%
南昌普瑞	22.57%	38.62%	40.09%
上海普瑞	20.17%	20.11%	35.40%
北京华德	65.31%	68.21%	63.91%
哈尔滨普瑞	37.85%	33.47%	39.19%
公司平均	45.99%	45.62%	46.84%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

4.3. 白内障：贡献稳定营收，业务结构向高端化转型

白内障贡献稳定收入，积极寻求业务转型。2019-2021年，白内障分别实现营收2.75亿、2.73亿、2.87亿元，其中手术量波动下降，但手术单价逐年上升，主要是由于白内障项目属于医保覆盖的范围，受医保政策影响较大。为应对医保政策的变化，公司主动寻求白内障业务转型升级，寻求从复明性白内障向屈光性白内障升级，如推广新的更高端的多焦晶体、推动飞秒白内障等新的手术类型等，以提高白内障项目的单价。

表15: 普瑞眼科白内障项目详情

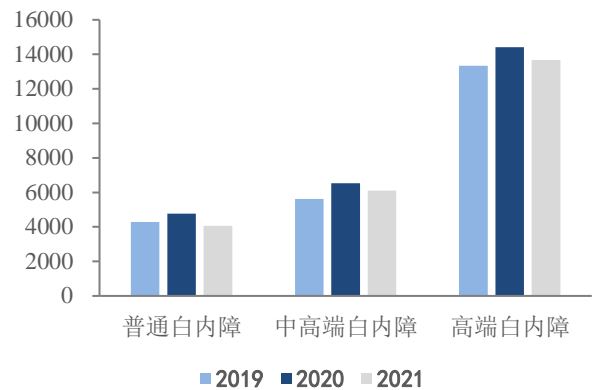
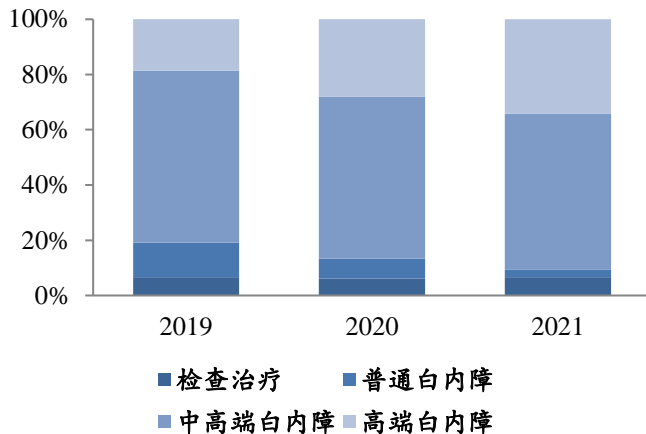
白内障项目	2019	2020	2021	2022
收入(亿元)	2.75	2.73	2.87	2.49
占比	23.13%	20.06%	16.85%	14.43%
增长率	-11.48%	-0.86%	5.23%	13.24%
毛利率	41.30%	40.24%	34.61%	30.85%
手术量(万例)	4.23	3.39	3.57	
平均单价(元/例)	6502	8046	8044	

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

高端白内障占比逐年提升，推动整体均价上涨。2019-2021年，平均单价较低的普通白内障治疗手术的营收占比逐年降低，从12.5%降至2.74%；而平均单价较高的高端白内障手术的营收占比从18.57%增长至34.11%。收入结构的变化导致了白内障项目的整体平均单价呈上涨趋势。

图37: 普瑞眼科白内障项目细分业务占比

图38: 普瑞眼科白内障细分业务单价(元)



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

预计未来白内障手术业务仍有望持续增长。2019年，公司白内障项目收入增长率为-11.48%，低于同行可比公司，主要是由于白内障项目受到医保政策影响较大，公司同年年主动调整业务结构，重点开拓和发展屈光业务所致。2021年，随着国内疫情趋于稳定，同行业公司白内障业务持续增长，公司白内障业务收入变动趋势与同行业基本一致。我们预计未来随着公司的品牌效应、高端白内障手术的接受度提高等因素，公司白内障业务仍有望实现量价增长。

表16: 普瑞眼科白内障增速可比公司比较 (营收: 百万元)

公司名称	2020		2021		2022	
	营收	同比增长	营收	同比增长	营收	同比增长
爱尔眼科	1961	11.41%	2191	11.72%	2143	-2.19%
华厦眼科	656	-8.60%	756	15.33%	751	-0.66%
何氏眼科	153	0.83%	157	2.73%	133	-15.29%
普瑞眼科	273	-0.86%	287	5.23%	249	-13.24%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.4. 综合眼病：涵盖病种广，营收增长稳定

综合眼病项目涵盖范围广，包括眼底、眼表、小儿斜弱视等其他各种眼病。

表17: 普瑞眼科综合眼病简介

类型	细分类型	简介
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。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

综合眼病营收占比稳定。2019-2021年，公司综合眼病项目占主营业务收入比例分别为15.99%、15.27%和15.68%，2019和2020年的增长率分别达到13.67%和9.14%。2021年，综合眼病业务门诊数量较大幅度增长，收入金额同比上升。公司2019-2021年综合眼病平均毛利率为18.17%，低于行业平均水平（34.9%），由于各家公司综合眼病统计口径不同，毛利率没有可比性。综合眼病业务虽然收入占比小，但作为解决眼科患者的必要配套，也将作为医院基础业务，实现稳健增长。

表18：普瑞眼科综合眼病项目详情

综合眼病项目	2019	2020	2021	2022
收入（亿元）	1.90	2.07	2.77	2.33
占比	15.99%	15.27%	15.68%	13.52%
增长率	13.67%	9.14%	28.66%	-15.88%
毛利率	15.87%	19.09%	19.56%	13.27%
门诊量（万例）	31.55	26.73	36.82	
平均单价（元/例）	603	776	725	

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

关键假设：

1、屈光业务：随着屈光手术渗透率提升，公司高端屈光术式占比有望提升，预计公司2023-2025屈光业务营收增速分别为40%/32%/32%；毛利率分别为52.5%/52.65%/52.65%。

2、视光业务：随着公司调整视光团队架构，推动视光业务发展，预计公司2023-2025视光业务营收增速分别为42%/29%/29%；毛利率分别为45.25%/45.75%/45.75%。

3、综合眼病：东莞光明眼科医院综合眼病占比60%，并表后为公司贡献较高综合眼病营收体量。预计公司2023-2025综合眼病业务增速分别为92%/25.5%/24%；毛利率分别为19.56%/19.86%/19.96%。

4、白内障：公司2023年计划大力建设白内障项目，预计公司2023-2025白内障营收业务增速分别为56%/26%/25%；毛利率分别为34%/34.2%/34.3%。

5、期间费用率：预计公司2023-2025年管理费用率分别为15.96%/15.46%/15.06%；销售费用率分别为17%/16.7%/16.5%。

表19：普瑞眼科盈利预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,362.1					
	2	1,710.02	1,725.65	2,578.36	3,338.30	4,311.07

yoy	14.21%	25.54%	0.91%	49.41%	29.47%	29.14%
毛利率	43.20%	43.37%	41.67%	42.91%	43.40%	43.74%
屈光业务						
收入	672.15	872.18	970.67	1358.94	1793.80	2367.81
yoy	24.11%	29.76%	11.3%	40.0%	32.0%	32.0%
毛利率	51.57%	52.60%	50.47%	52.50%	52.65%	52.65%
视光业务						
收入	205.45	276.01	259.91	369.07	476.10	614.17
yoy	12.83%	34.35%	-5.8%	42.0%	29.0%	29.0%
毛利率	45.62%	46.84%	44.75%	45.25%	45.75%	45.75%
综合眼病						
收入	207.54	267.01	233.24	447.82	562.02	696.90
yoy	9.14%	28.66%	-12.6%	92.0%	25.5%	24.0%
毛利率	19.09%	19.56%	13.27%	19.56%	19.86%	19.96%
白内障						
收入	272.67	286.92	249.50	389.22	490.42	613.02
yoy	-0.86%	5.23%	-13.0%	56.0%	26.0%	25.0%
毛利率	40.24%	34.61%	30.85%	34.00%	34.20%	34.30%
其他主营业务						
收入	1.30	0.50	1.24	1.36	1.50	1.65
yoy	198.25%	-61.71%	149.55%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	-	-231.09%	-10.00%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
	118.93%					
其他业务						
收入	3.01	7.40	11.09	13.31	15.97	19.16
yoy	-8.82%	145.43%	49.91%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	10.20%	43.36%	44.97%	45.0%	45.0%	45.0%

数据来源：东吴证券研究所

眼科医疗服务市场规模高速增长，行业为高景气赛道，未来空间广阔。作为布局省会城市优质市场的民营连锁企业，公司旗下老医持续贡献利润，新院爬坡影响逐步消除后有望增厚业绩，随着公司高端项目占比及视光业务加快发展等，公司整体毛利率有望持续增长。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 25.78/33.38/43.11 亿元，归母净利润分别为 2.59/2.87/3.97 亿元，对应当前市值的估值为 76/69/50 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表20：普瑞眼科可比公司估值

证券代码	公司简称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300015.SZ	爱尔眼科	2107.03	25.24	36.42	46.51	57.56	83	58	45	37
301267.SZ	华夏眼科	437.64	5.12	6.66	8.66	11.17	85	66	51	39
301103.SZ	何氏眼科	67.22	0.33	1.44	1.93	2.5	204	47	35	27

600763.SH	通策医疗	377.1	5.48	6.92	9.02	11.99	69	54	42	31
	平均值						110	56	43	34
301239.SZ	普瑞眼科	197.47	0.21	2.59	2.87	3.97	940	76	69	50

数据来源：东吴证券研究所（预测时间为2023年5月12日，其中爱尔眼科、华夏眼科、通策医疗归母净利润为东吴研究所预测数值，何氏眼科归母净利润参考Wind一致预期）

6. 风险提示

1) 医院扩张或整合不及预期的风险；

公司的医院扩张来自于并购和自建，由于政策审批的不确定性、疫情可能影响基建进程等因素，公司的医院扩张速度存在不及预期的可能性。

2) 医院盈利提升不及预期的风险；

公司体内自建及体外并购的医院，由于盈亏平衡周期与当地经济水平、眼科发病率及治疗渗透率有关，因此眼科医院的盈利提升周期具有一定程度上的不确定性，存在盈利提升不及预期的可能性。

3) 医疗事故风险；

普瑞眼科连锁化率高，门店遍布全国，眼科医疗诊疗的少次保质属性表现为医院口碑十分重要，一旦发生医疗事故将会影响上市公司旗下的其他门店。

4) 疫情反复加剧的风险。

国内放开后，如果迎来第二波疫情，公司业绩会受到一定影响。

普瑞眼科三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,188	1,123	886	1,066	营业总收入	1,726	2,578	3,338	4,311
货币资金及交易性金融资产	926	669	447	408	营业成本(含金融类)	1,007	1,472	1,890	2,425
经营性应收款项	68	156	151	234	税金及附加	3	5	3	4
存货	108	144	161	223	销售费用	344	438	557	711
合同资产	0	0	0	0	管理费用	270	412	516	649
其他流动资产	86	154	127	201	研发费用	7	13	21	25
非流动资产	2,489	3,158	3,797	4,407	财务费用	48	-50	-34	-21
长期股权投资	267	367	467	567	加:其他收益	10	15	19	38
固定资产及使用权资产	1,411	1,722	2,111	2,526	投资净收益	15	83	23	29
在建工程	63	281	391	445	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	10	20	30	40	减值损失	-6	-13	-13	-13
商誉	27	27	27	27	资产处置收益	1	1	1	1
长期待摊费用	389	419	449	479	营业利润	68	374	415	572
其他非流动资产	321	321	321	321	营业外净收支	-8	-5	-5	-5
资产总计	3,677	4,281	4,683	5,473	利润总额	59	369	410	568
流动负债	582	828	843	1,135	减:所得税	39	111	123	170
短期借款及一年内到期的非流动负债	248	248	248	248	净利润	21	259	287	397
经营性应付款项	191	374	330	547	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	19	29	38	49	归属母公司净利润	21	259	287	397
其他流动负债	125	177	227	292	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.14	1.73	1.92	2.66
非流动负债	1,027	1,127	1,227	1,327	EBIT	101	257	373	536
长期借款	89	89	89	89	EBITDA	368	338	484	677
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.67	42.91	43.40	43.74
租赁负债	936	1,036	1,136	1,236	归母净利率(%)	1.19	10.03	8.60	9.22
其他非流动负债	2	2	2	2	收入增长率(%)	0.91	49.41	29.47	29.14
负债合计	1,609	1,955	2,070	2,463	归母净利润增长率(%)	-78.09	1,157.21	11.07	38.33
归属母公司股东权益	2,068	2,326	2,613	3,011					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,068	2,326	2,613	3,011					
负债和股东权益	3,677	4,281	4,683	5,473					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	319	320	415	591	每股净资产(元)	13.82	15.55	17.47	20.12
投资活动现金流	-602	-671	-731	-724	最新发行在外股份(百万股)	150	150	150	150
筹资活动现金流	1,038	94	94	94	ROIC(%)	1.30	5.11	6.71	8.66
现金净增加额	755	-257	-222	-39	ROE-摊薄(%)	0.99	11.12	10.99	13.20
折旧和摊销	267	81	111	140	资产负债率(%)	43.77	45.67	44.19	44.99
资本开支	-327	-624	-624	-623	P/E (现价&最新股本摊薄)	960.06	76.36	68.75	49.70
营运资本变动	-14	40	17	60	P/B (现价)	9.55	8.49	7.56	6.56

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

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>

