

普瑞眼科 (301239.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

聚焦重点城市布局, 盈利能力有望提升

投资逻辑

眼科诊疗需求庞大, 眼科医疗服务市场持续扩容:我国屈光不正患者、白内障患者基数庞大, 青少年近视率与近视人口高居世界第一, 未满足的眼科诊疗需求庞大, 有望推动眼科医疗服务市场持续扩容。

全国连锁化+同城一体化, 收入增长、盈利改善动力十足:公司已运营 25 家连锁眼科专科医院和 3 家眼科门诊部, 覆盖全国所有直辖市及十余个省会城市。2022 年, 公司实现收入 17.3 亿元, 同比增长 0.9%, 收入增速放缓主要系新冠疫情影响。2023Q1 公司实现收入 6.5 亿元, 同比增长 38.7%。①公司此前营收西南、华东、西北等地贡献较大, 2022 年进军华南市场, 进一步完善全国网络。2022 年设立大湾区分部, 并先后完成广州番禺普瑞的开业和东莞光明眼科的收购, 正式向华南进发。东莞光明眼科于 2023Q1 并表, 2022 年实现营业收入 1.8 亿元, 净利润 0.34 亿元, 有望成为公司开拓华南的重要助力。②2018 年后公司加快扩张步伐, 现有 28 家医院和门诊部中, 有 13 家是在 2018 年及以后开业, 新开医院有望逐步减损, 度过盈亏平衡点。

业务结构转型升级, 以屈光、视光业务为增长引擎:①2018 年以来公司大力发展屈光、视光等非医保结算项目, 医保收入占比持续下降, 2022 年为 13.19%, 屈光+视光收入占比为 71.3%, 领先同行。②持续引入先进设备, 降低屈光项目成本, 为更多患者提供中高端术式, 规模效应下提升盈利能力。③将视光视为重点发展方向, 人才和技术加持下, 收入占比有望提升, 利于改善公司盈利水平。④对医保覆盖的白内障项目转型升级, 推广高端术式和晶体, 2021 年, 公司高端白内障项目收入占白内障项目总收入的比例提升至 34.1%, 普通白内障项目收入占比则降至 2.7%, 医保控费影响减小, 未来有望实现稳健增长。

IPO 募集资金用于公司完善网点布局、提升运营效率。公司 2022 年 7 月在创业板 IPO 发行 3740 万股, 发行价格为 33.65 元, 募集资金净额达到 10.99 亿元, 募集资金主要用于新建医院及扩建医院项目, 进一步完善全国网点布局; 进行信息化管理建设, 提升公司运营效率。

盈利预测、估值和评级

我们预测, 2023/2024/2025 年公司实现营业收入 25.00 亿/32.56 亿/42.32 亿元, 同比增长 44.9%/30.2%/30.0%, 归母净利润 2.46 亿/2.76 亿/3.96 亿元, 同比增长 1096%/12%/44%, 对应 EPS 为 1.65/1.84/2.65 元。我们选用相对估值法(市销率法)对公司进行估值, 给予 2023 年 8.6 倍 PS, 目标价 140.08 元, 首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险提示

医院扩张不及预期风险; 医疗安全性事故纠纷风险; 市场竞争加剧风险; 限售股解禁风险; 股东减持风险。

医药组

分析师: 袁维 (执业 S1130518080002)

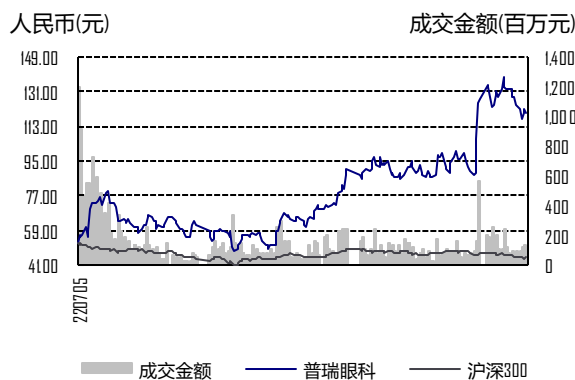
yuan_wei@gjzq.com.cn

分析师: 徐雨涵 (执业 S1130522060002)

xuyuhan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 120.40 元

目标价 (人民币): 140.08 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,710	1,726	2,500	3,256	4,232
营业收入增长率	25.54%	0.91%	44.88%	30.23%	29.99%
归母净利润(百万元)	94	21	246	276	396
归母净利润增长率	-13.81%	-78.09%	1096.45%	12.00%	43.74%
摊薄每股收益(元)	0.837	0.137	1.645	1.842	2.648
每股经营性现金流净额	3.20	2.13	2.15	4.98	5.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.90%	0.99%	10.71%	10.71%	13.34%
P/S	N.A.	6.12	7.31	5.61	4.32
P/B	N.A.	5.11	7.84	7.00	6.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

内容目录

眼科诊疗需求庞大，眼科医疗服务市场持续扩容	4
屈光：患者基数大，手术渗透率偏低	4
视光：我国青少年近视率高，诊疗需求较大	4
白内障：患病人数持续增长，CSR 较发达国家仍有明显差距	5
普瑞眼科：全国连锁化+同城一体化布局，逐渐打响品牌影响力	6
重点城市布局辐射周边，加快扩张步伐	6
迈进华南地区，为公司成长蓄能	7
亏损多数来自培育期医院，新院爬坡彰显盈利提升潜力	9
业务结构转型升级，以屈光、视光业务为增长引擎	10
收入规模位居前列，聚焦屈视光业务发展特点明晰	10
屈光项目：保持强劲增长，已成为公司第一大收入来源	12
视光项目：未来重点发展方向	13
白内障项目：转型升级，推广高端术式和晶体	14
IPO 募集资金用于公司完善网点布局、提升运营效率	15
盈利预测	15
投资建议	17
风险提示	17

图表目录

图表 1：2019 年我国成人屈光不正患者已超过 5 亿人	4
图表 2：我国近视手术渗透率较低	4
图表 3：2020 年我国不同阶段青少年近视率仍然较高	4
图表 4：我国白内障患病人数持续增长	5
图表 5：我国 CSR 较发达国家仍有明显差距	5
图表 6：眼科专科医院门急诊量（百万人次）占比逐年升高	5
图表 7：我国民营眼科专科医院数量快速增长	5
图表 8：2018-2022 年我国民营眼科医疗服务市场主要参与者收入总和不断扩大	6
图表 9：公司现有布局主要在直辖市和省会城市	6
图表 10：2017-2023Q1 公司营业收入持续增长	7
图表 11：疫情及新建医院较多造成 2022 年利润波动	7
图表 12：2019-2021 年西南地区对公司收入贡献最高	8
图表 13：2022 年公司开始拓展华南地区市场	8
图表 14：2019-2022 年东莞光明眼科医院业绩稳定增长	9

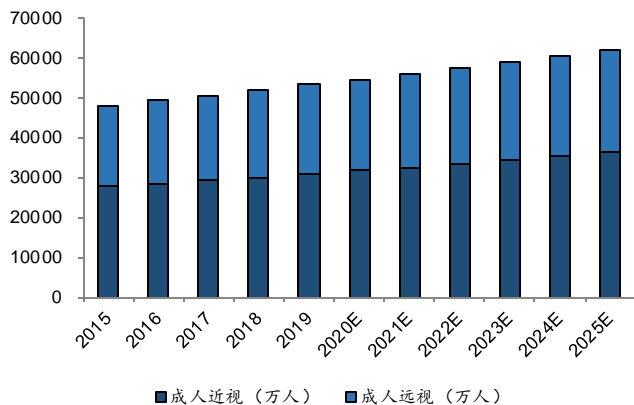
图表 15: 培育期医院主营业务收入 (百万元) 呈上升趋势.....	9
图表 16: 培育期医院净利率向好发展.....	9
图表 17: 公司销售费用率及管理费用率呈下降趋势, 净利率迎来反弹.....	10
图表 18: 公司收入规模 (百万元) 居行业前列.....	10
图表 19: 公司收入增速居行业中游.....	10
图表 20: 公司毛利率居行业中游.....	11
图表 21: 公司销售费用率较高.....	11
图表 22: 屈光收入占比显著提升.....	11
图表 23: 医保收入占比持续下降.....	11
图表 24: 公司屈光+视光收入占比领先同行.....	12
图表 25: 公司屈光手术量保持高速增长.....	12
图表 26: 公司屈光业务增速位居行业前列.....	12
图表 27: 公司屈光项目单位成本不断降低.....	13
图表 28: 全飞秒等中高端术式毛利率较高.....	13
图表 29: 2017-2022 年公司屈光项目毛利率呈上升趋势.....	13
图表 30: 2018-2021 年公司视光项目门诊量持续攀升.....	13
图表 31: 2018-2022 年公司视光项目收入总体呈增长趋势.....	13
图表 32: 2018-2022 年公司视光项目收入占比呈上升趋势.....	14
图表 33: 视光业务发展有助于提升公司总体毛利率.....	14
图表 34: 业务转型期白内障项目收入有所波动.....	14
图表 35: 受医保控费等因素影响白内障项目手术量下降.....	14
图表 36: 2019-2021 年中高端白内障项目占主要手术量 (例).....	15
图表 37: 高端及中高端白内障项目贡献主要收入.....	15
图表 38: 公司收入拆分及预测.....	16
图表 39: 公司费用率预测.....	16
图表 40: 可比公司估值比较 (PS 估值法).....	17

眼科诊疗需求庞大，眼科医疗服务市场持续扩容

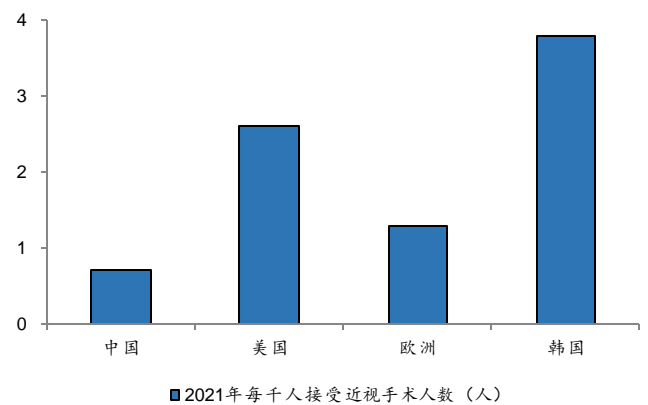
屈光：患者基数大，手术渗透率偏低

屈光不正患者基数庞大（近视眼和远视眼是两种常见的屈光不正），2019年我国成人（指20岁以上的人群）屈光不正患者总人数约为5.3亿人，其中近视患者数量约为3.1亿人；整体近视率接近34.2%，远超全球12.5%的近视眼整体发病率。根据灼识咨询数据，2025年我国成人屈光不正患者人数预计接近6.2亿人，其中近视患者数量约为3.6亿人。虽然基数庞大，但我国近视手术渗透率较低，2021年，我国每1000人中只有0.7人接受近视手术，美国有2.6人，欧洲有1.3人，韩国有3.8人。随着我国居民收入水平和对屈光手术认知度的不断提升，我国屈光手术的消费需求将持续增长。

图表1：2019年我国成人屈光不正患者已超过5亿人



图表2：我国近视手术渗透率较低



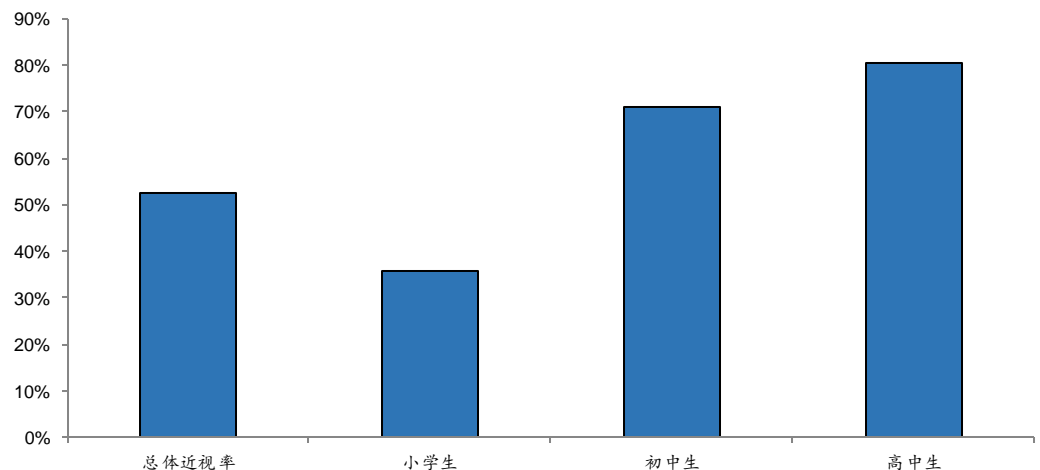
来源：灼识咨询，国金证券研究所

来源：《2021 Refractive Surgery Market Report》，国金证券研究所

视光：我国青少年近视率高，诊疗需求较大

我国青少年近视率与近视人口高居世界第一，据国家卫健委调查，2020年青少年总体近视率为52.7%，其中小学生近视率35.6%，初中生近视率71.1%，高中生近视率80.5%。政府高度重视近视防控战略实施，2018年，教育部等八部门发文明确综合防控目标：到2023年，力争实现全国儿童青少年总体近视率在2018年的基础上每年降低0.5个百分点以上，近视高发省份每年降低1个百分点以上。在国家对近视防控高度重视的背景下，相关诊疗需求有望得到释放。

图表3：2020年我国不同阶段青少年近视率仍然较高

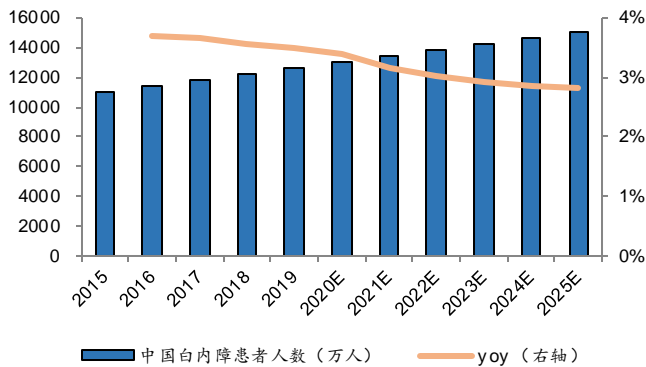


来源：国家卫健委，国金证券研究所

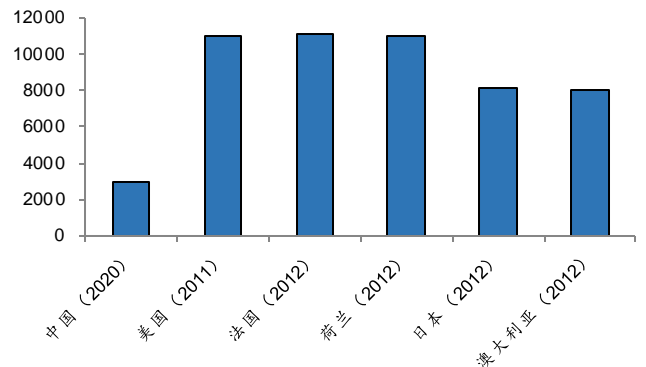
白内障：患病人数持续增长，CSR 较发达国家仍有明显差距

2019 年我国白内障患者人数约有 1.26 亿人，是全球白内障患者人数最多也是白内障治盲人数最多的国家。根据灼识咨询数据，随着人口老龄化程度的加深，预计我国白内障患者人数将持续增长，将于 2025 年超过 1.5 亿人。在白内障治疗领域，白内障手术切除已浑浊的晶状体并植入人工晶体是常用的干预方式，我国每百万人白内障手术例数（CSR）快速提升，从 1988 年的每百万人 83 例增长至 2020 年的每百万人超过 3000 例，但即使与法国、荷兰等在 2011 年即超过 10000 的 CSR，仍有显著差距，白内障手术潜在需求较大。

图表4：我国白内障患病人数持续增长



图表5：我国 CSR 较发达国家仍有明显差距

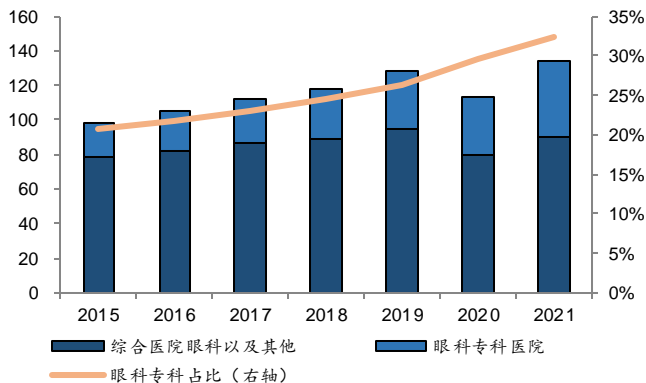


来源：《The National and Subnational Prevalence of Cataract and Cataract Blindness in China》，灼识咨询，国金证券研究所

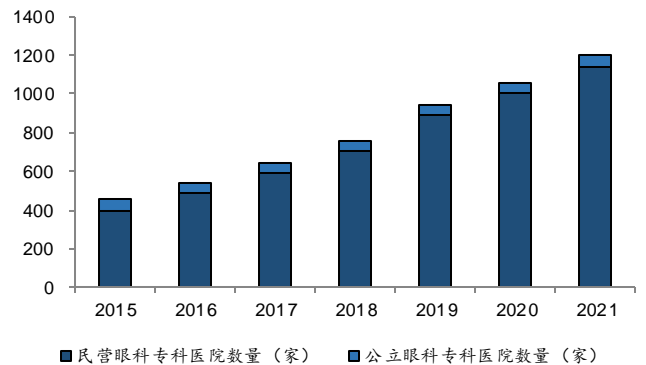
来源：《The National and Subnational Prevalence of Cataract and Cataract Blindness in China: A Systematic Review and Meta-Analysis》，政府公告，国金证券研究所

在我国人口老龄化程度日趋加深、民众用眼习惯不良问题持续的背景下，我国眼科门急诊诊疗人次稳步提升，诊疗总人次从 2015 年约 98.4 百万人次增长至 2021 年约 134.0 百万人次，期间年复合增长率约为 5.3%。其中，眼科专科医院门急诊量从 2015 年约 20.4 百万人次增至 2021 年约 43.4 百万人次，期间年复合增长率约为 13.4%，门急诊量在总诊疗人次中的占比持续提升，2021 年占比为 32.4%。综合医院眼科以及其他医疗机构眼科门急诊量从 2015 年约 78.1 百万人次增至 2021 年约 90.6 百万人次，期间年复合增长率约为 2.5%。对比综合医院眼科以及其他医疗机构眼科，眼科专科医院发展迅速。我国眼科专科医院数量逐渐提高，其中民营眼科专科医院表现出迅速扩张态势，从 2015 年的 397 家增至 2021 年的 1144 家。随着眼科专科医院的快速发展，其市场有望进一步扩容。

图表6：眼科专科医院门急诊量（百万人次）占比逐年升高



图表7：我国民营眼科专科医院数量快速增长

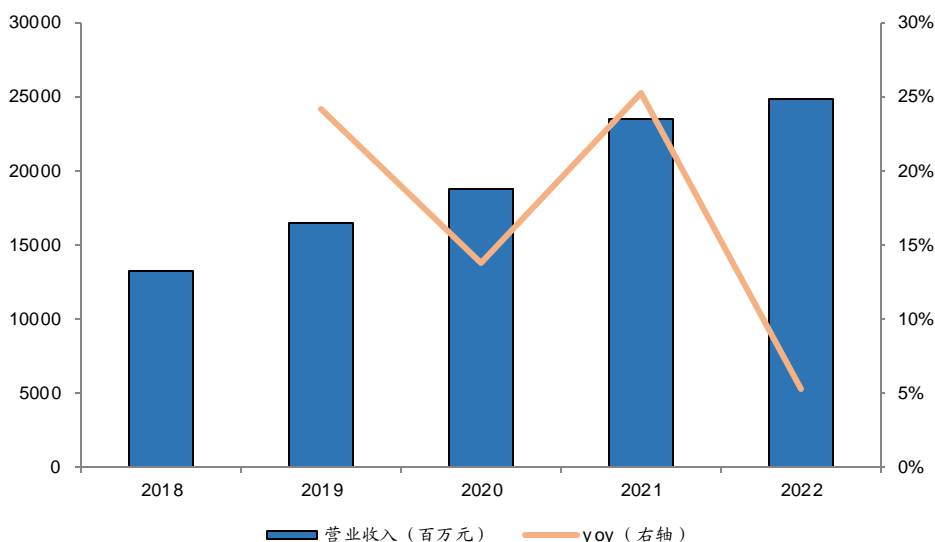


来源：《中国卫生健康统计年鉴》，国金证券研究所

来源：《中国卫生健康统计年鉴》，国金证券研究所

在眼科诊疗需求持续增长，民营眼科专科医院不断发展的共同推动下，我国民营眼科医疗服务市场持续扩容。我国民营眼科医疗服务市场的主要参与者有普瑞眼科、爱尔眼科、华夏眼科、何氏眼科、朝聚眼科、光正眼科、希玛眼科等，上述公司眼科相关收入之和从2018年的133.0亿元增至2022年的248.1亿元，期间年复合增长率约为16.9%，反映出我国民营眼科医疗服务市场处于蓬勃发展状态。2022年受新冠疫情影响，收入增速有所放缓，随着疫情影响逐步消退，以上述公司为代表的我国民营眼科医疗服务市场有望重新迈上发展快车道。

图表8：2018-2022年我国民营眼科医疗服务市场主要参与者收入总和不断扩大



来源：各公司公告，国金证券研究所，注：光正眼科取其医疗行业收入，希玛眼科取其提供眼科服务及销售视力辅助产品收入

普瑞眼科：全国连锁化+同城一体化布局，逐渐打响品牌影响力

重点城市布局辐射周边，加快扩张步伐

普瑞眼科品牌创立于2005年，自2005年在兰州成立第一家普瑞眼科医院开始，公司现已运营25家连锁眼科专科医院和3家眼科门诊部，覆盖全国所有直辖市及十余个省会城市，并借此辐射周边区域，逐步形成全国网络布局。

图表9：公司现有布局主要在直辖市和省会城市

序号	公司简称	设立方式	开业时间
1	兰州普瑞	自建	2005
2	成都普瑞	自建	2006
3	合肥普瑞	自建	2006
4	郑州普瑞	自建	2007
5	昆明普瑞	自建	2008
6	乌市普瑞	自建	2009
7	兰州雁滩门诊	自建	2009
8	南昌普瑞	自建	2010
9	上海普瑞	自建	2011
10	重庆普瑞	自建	2011
11	武汉普瑞	自建	2011
12	哈尔滨普瑞	自建	2013
13	北京华德	收购	2014年收购

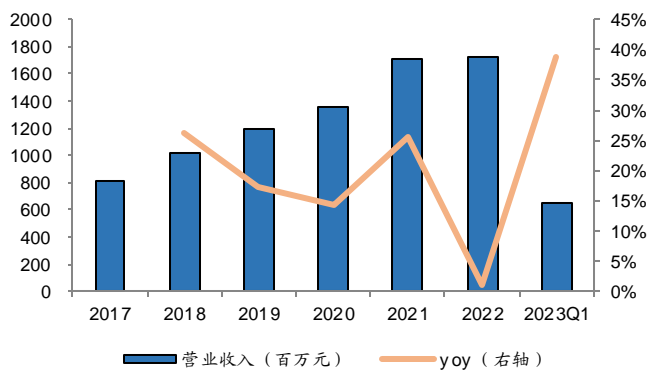
14	济南普瑞	收购	2016 年收购
15	西安普瑞	自建	2017
16	贵州普瑞	自建	2018
17	合肥门诊	自建	2018
18	兰州眼视光	自建	2019
19	沈阳普瑞	自建	2019
20	庐江门诊	自建	2019
21	天津普瑞	收购	2019 年收购, 2020 年开业
22	长春普瑞	自建	2021
23	红谷滩普瑞	自建	2022
24	合肥眼视光	自建	2022
25	昆明润城	自建	2022
26	广州普瑞	自建	2022
27	南宁普瑞	自建	2022
28	东莞光明眼科	收购	2023Q1 控制 80%股权

来源: 公司官网, 公司公告, 国金证券研究所

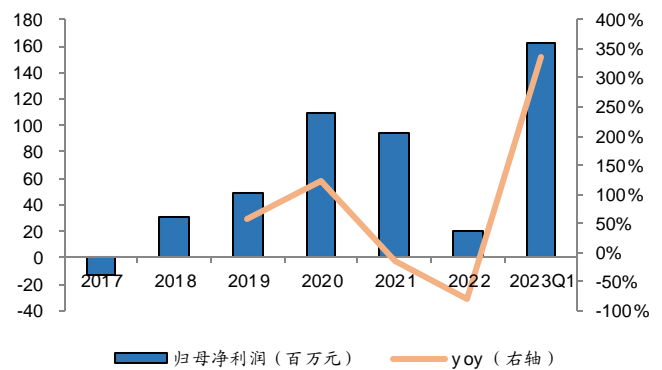
公司股权集中, 实控人为公司董事长徐旭阳。截至 2022 年底, 徐旭阳先生合计持有公司 49.53% 的股份。徐旭阳先生曾任黄山市人民医院临床医生、美国科医人医疗激光公司高级销售工程师; 2000 年开始自主创业, 并于 2006 年至今担任普瑞眼科董事长, 从业经验丰富。

2018 年后加快扩张步伐, 公司营业收入保持增长, 利润实现反弹。从公司各医院开业时间来看, 现有 28 家医院和门诊部中, 有 13 家是在 2018 年及以后, 并且区域定位是在沈阳、天津等重点城市。外有眼科医疗服务需求持续提升, 内有公司市场不断开拓, 2017-2021 年, 公司营业收入从 8.06 亿元增至 17.10 亿元, CAGR 为 20.7%。2022 年, 受疫情影响, 公司实现营业收入 17.26 亿元(同比+0.9%), 增速放缓, 但 2023Q1 实现 6.50 亿元收入(同比+38.7%), 回归正常增长轨道。2021 年公司归母净利润为 0.94 亿元, 同比减少 13.8%, 主要受新租赁准则的执行及社保减免政策的退出影响。2022 年, 公司自建的 5 家眼科专科医院相继开诊, 费用上升叠加疫情影响, 归母净利润为 0.21 亿元。2023Q1 公司实现归母净利润 1.62 亿元(同比+334.9%), 扣非归母净利润 0.71 亿元(同比+92.3%), 反弹明显。

图表 10: 2017-2023Q1 公司营业收入持续增长



图表 11: 疫情及新建医院较多造成 2022 年利润波动



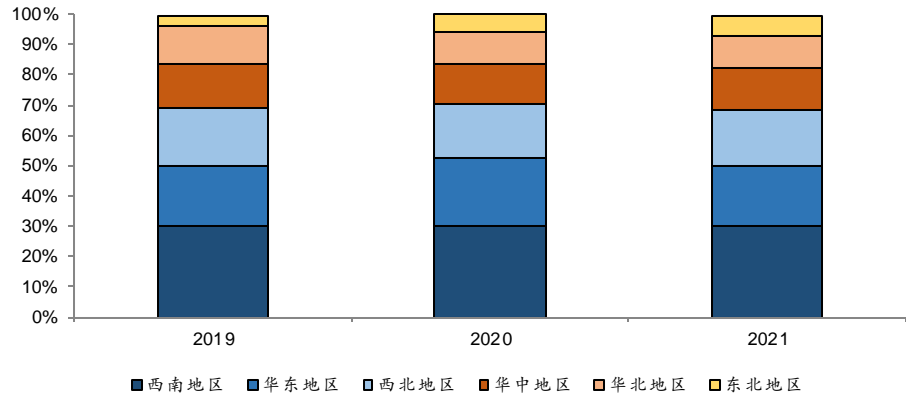
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

迈进华南地区, 为公司成长蓄能

西南地区对公司收入贡献最高，2021 年收入占比为 29.8%。西南地区运营 6 家医院：昆明普瑞、成都普瑞、贵州普瑞、重庆普瑞、昆明润城以及南宁普瑞。其中，昆明普瑞及成都普瑞均在当地经营多年，建立良好口碑，经营业绩较好，对公司的收入贡献较高。2022 年新开业的昆明润城及南宁普瑞，将进一步夯实公司在西南地区的竞争力。

图表 12：2019-2021 年西南地区对公司收入贡献最高



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

开拓华南市场，逐步完善全国布局。2022 年，公司首次尝试设立区域分部——大湾区分部，正式向华南地区进行业务布局。已完成的初步布局包括一自建一并购：①2022 年设立的广州番禺普瑞，是公司在华南地区的第一家自建医院；②2023 年 1 月公司全资子公司创发企业收购东莞光明眼科医院 35% 股权完成工商变更登记手续，本次股权转让完成后，公司通过创发企业合计持有东莞光明眼科医院 80% 股权。另外，公司在广州主城区和深圳市区都完成了选址工作，新院开业值得期待。以大湾区为代表的华南地区，经济发展水平全国领先，人口众多，消费力强，未来大湾区将作为公司重点发展区域，有望成为公司新的增长引擎。

图表 13：2022 年公司开始拓展华南地区市场

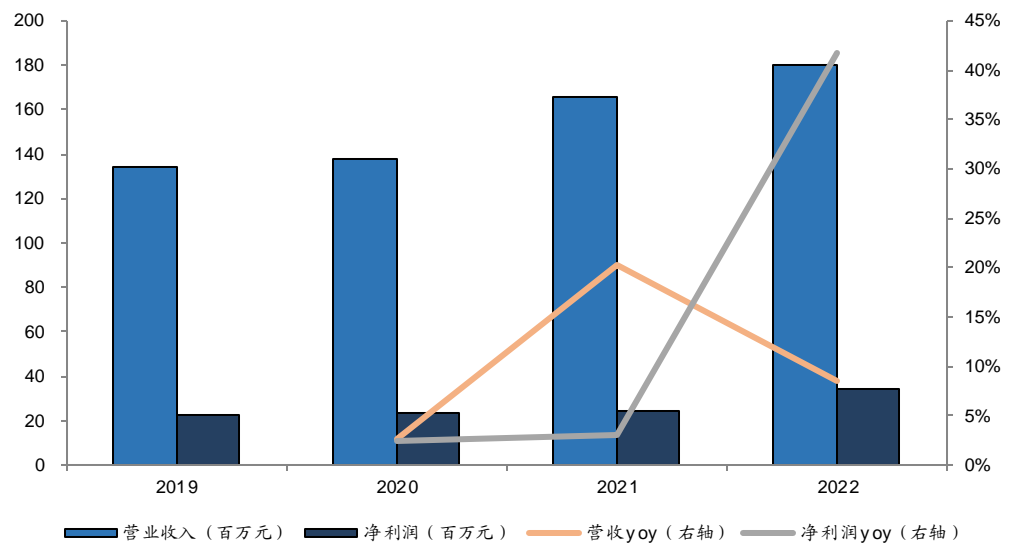
地区	医院
西南地区	成都普瑞、昆明普瑞、重庆普瑞、贵州普瑞、昆明润城、南宁普瑞
华东地区	合肥普瑞、上海普瑞、合肥门诊、庐江门诊、合肥眼视光
西北地区	兰州普瑞、乌市普瑞、兰州雁滩门诊、西安普瑞、兰州眼视光
华中地区	南昌普瑞、武汉普瑞、红谷滩普瑞
华北地区	郑州普瑞、北京华德、济南普瑞、天津普瑞
东北地区	哈尔滨普瑞、沈阳普瑞、长春普瑞

华南地区（大湾区） 广州番禺普瑞（2022）、东莞光明眼科（2023）

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

收购东莞光明眼科医院，助力华南地区业务拓展。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，在东莞地区深耕眼科医疗 20 年，影响力遍及广东省内，在眼病患者群体中积累了良好的口碑和影响力。东莞光明眼科医院拥有配置完备、专业能力突出的医师团队，在眼科医师人数和床位数方面均处于区域领先地位，在区域内具备较强的先发优势和竞争优势。2019-2022 年，东莞光明眼科医院业绩稳定增长，2022 年实现营业收入 1.8 亿元（同比+8.6%），净利润 0.34 亿元（同比+41.7%），2023Q1 并表后，东莞光明眼科医院有望成为公司开拓华南市场的重要助力。

图表 14：2019-2022 年东莞光明眼科医院业绩稳定增长



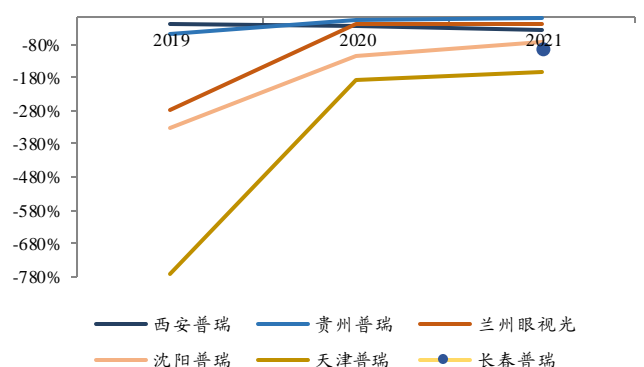
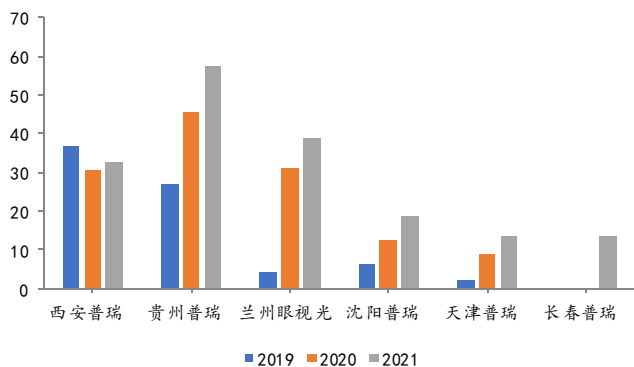
来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

亏损多数来自培育期医院，新院爬坡彰显盈利提升潜力

公司亏损医院多数为 2017 年以后开业。观察 2017-2021 年间开业的 6 家医院：从收入端来看，2019-2021 年，除西安普瑞和长春普瑞外，其余 4 家医院均实现收入规模节节攀升；从盈利端来看，虽然 2019-2021 年各培育期医院仍处亏损状态，但除西安普瑞和长春普瑞外，其余 4 家医院净利率逐年升高、向好发展，其中贵州普瑞于 2018 年开业，2021 年净利率为-0.3%，已迎来盈利拐点。西安普瑞 2020 年受疫情影响较为明显，当年收入同比下降 17%；长春普瑞于 2021Q1 开业，尚处培育初期。2022 年，昆明润城普瑞、合肥瑶海普瑞、南昌红谷滩普瑞、广州番禺普瑞和南宁普瑞眼科医院等五家新院相继开诊，新开诊的医院有望成为公司未来新的内生增长引擎。

图表 15：培育期医院主营业务收入 (百万元) 呈上升趋势

图表 16：培育期医院净利率向好发展

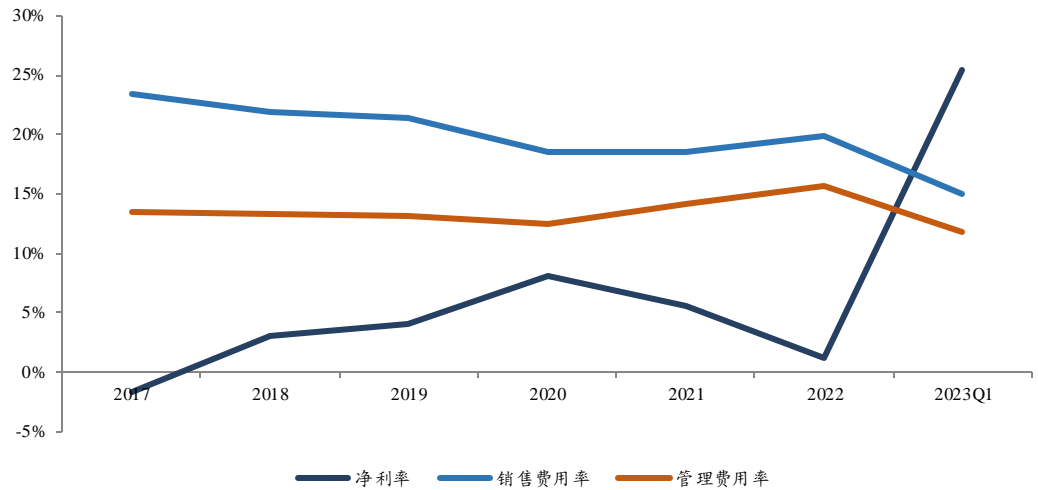


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所，注：此处各公司净利率以主营业务收入为基础计算

费用端整体呈下降趋势，新开医院减损有望提升盈利能力。2022 年，随着公司规模加速扩张，人工薪酬及新开医院折旧摊销等相关支出上升，销售费用率及管理费用率较 2021 年略有上升。2023Q1，随着公司收入规模快速增长，销售费用率为 15.0% (同比-1.89pcts)，管理费用率为 11.8% (同比-2.76pcts)，扣非归母净利率为 11.0%，利润端迎来反弹。随着规模优势日渐彰显，并且新开医院有望逐步迈过盈亏平衡点，公司盈利能力有望提升。

图表17: 公司销售费用率及管理费用率呈下降趋势, 净利率迎来反弹



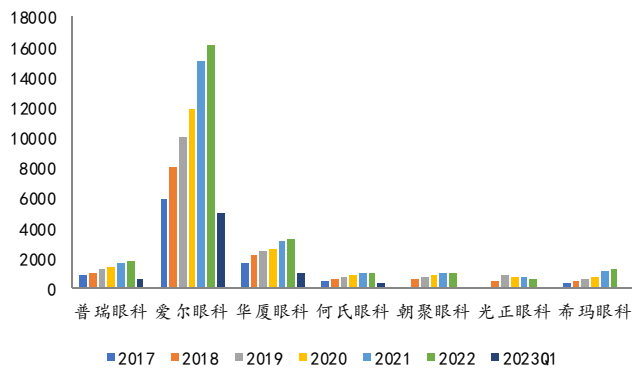
来源: wind, 国金证券研究所

业务结构转型升级, 以屈光、视光业务为增长引擎

收入规模位居前列, 聚焦屈视光业务发展特点明晰

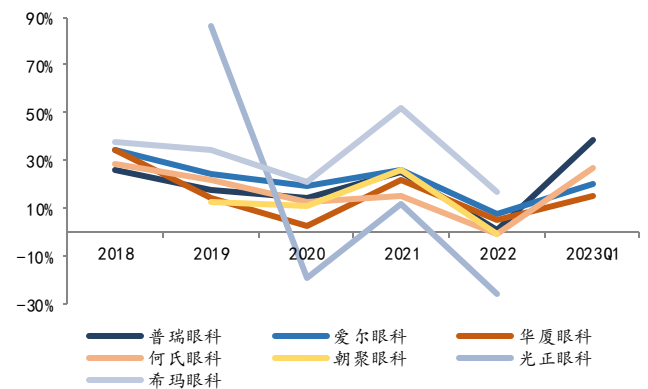
从收入规模来看, 行业呈现“一超多强”的局面, 2022年, 公司营业收入为17.26亿元, 仅次于爱尔眼科与华厦眼科。公司收入增速及毛利率水平位居行业中游, 总体变动趋势与爱尔眼科、华厦眼科相似。由于公司在业务扩张中, 于广告宣传、人工薪酬等方面投入较多, 销售费用率高于同行。随着公司收入规模扩大, 打响品牌影响力, 未来销售费用率有望下降, 亦有望为公司盈利能力的提升提供弹性。

图表18: 公司收入规模(百万元)居行业前列



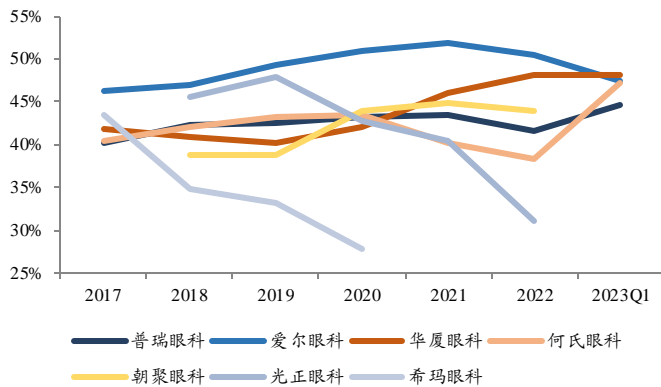
来源: 公司招股说明书, 各公司公告, 国金证券研究所

图表19: 公司收入增速居行业中游

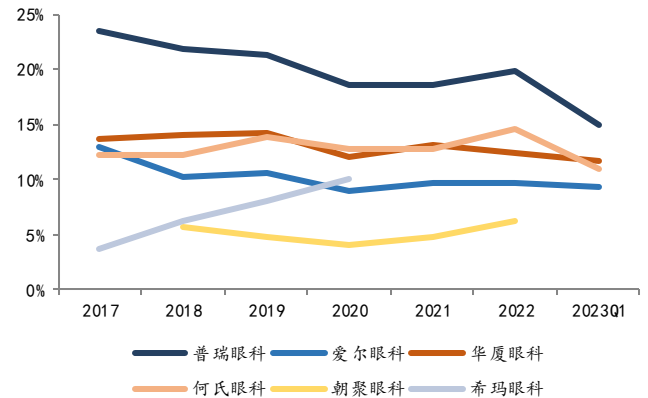


来源: 公司招股说明书, 各公司公告, 国金证券研究所

图表20: 公司毛利率居行业中游



图表21: 公司销售费用率较高

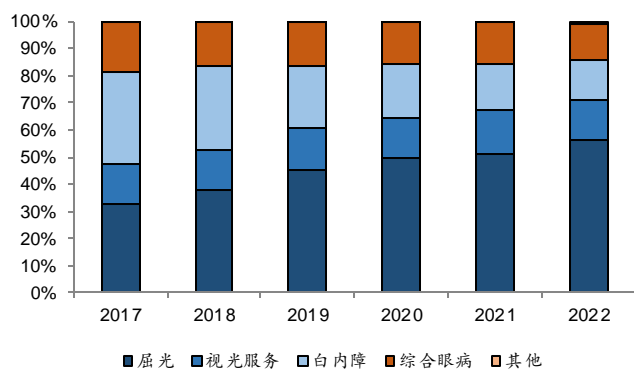


来源: 公司招股说明书, 各公司公告, 国金证券研究所, 注: 光正眼科取其医疗行业毛利率, 希玛眼科 2021 年及以后拓展新业务, 因此未比较此后毛利率情况

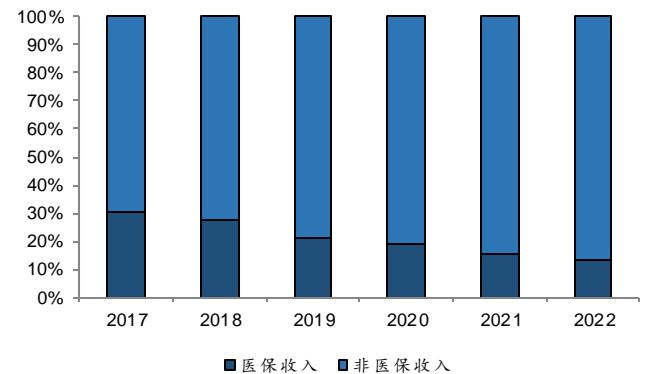
来源: 公司招股说明书, 各公司公告, 国金证券研究所, 注: 光正眼科还有非医疗行业业务, 希玛眼科 2021 年及以后拓展新业务, 此处比较数据有所筛选

随着国家医保政策不断调整和完善, 医保支付方式改革全面深入推行, 医保控费对医保结算相关的诊疗服务会产生一定的不利影响。公司自 2018 年开始主动调整业务结构, 大力发展屈光、视光等非医保结算项目, 降低对医保收入的依赖, 医保收入占比持续下降, 2022 年公司医保收入占比降至 13.19%。

图表22: 屈光收入占比显著提升



图表23: 医保收入占比持续下降

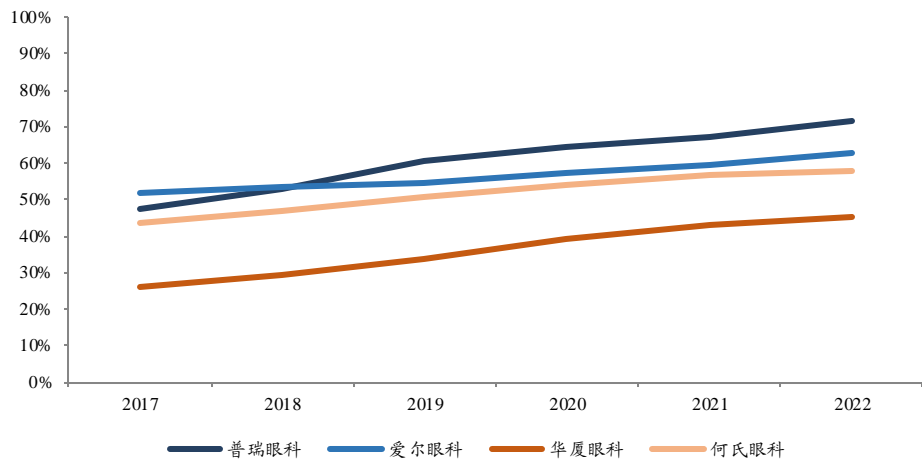


来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国金证券研究所

公司屈光+视光收入占比领先同行。2017 年以来, 包括普瑞在内几家眼科公司的屈光+视光收入占比均持续上升。2022 年, 公司屈光+视光收入占比为 71.3% (同比+4.17pcts), 与其他眼科公司相比, 公司聚焦屈光+视光发展的特点更为明显。

图表24：公司屈光+视光收入占比领先同行

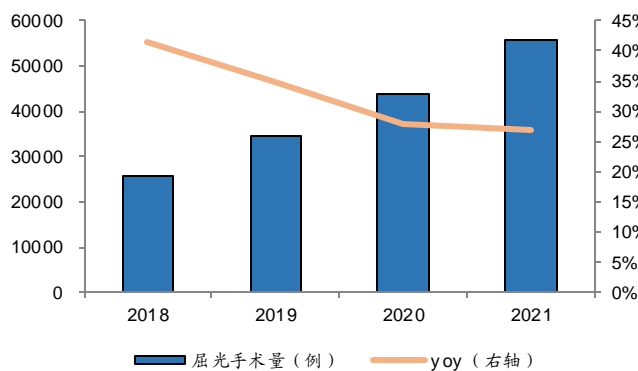


来源：公司招股说明书，各公司公告，国金证券研究所

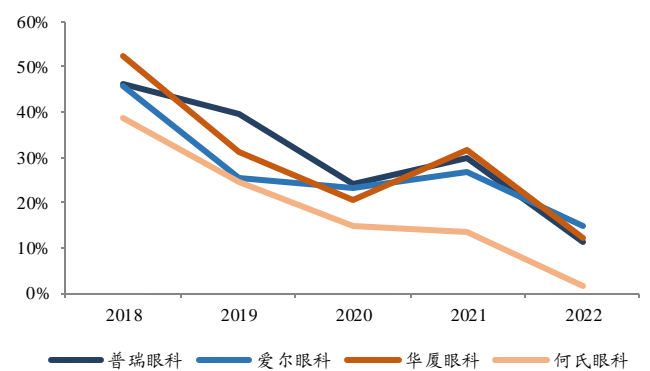
屈光项目：保持强劲增长，已成为公司第一大收入来源

手术量保持高速增长，屈光业务增速位居行业前列。自2018年公司大力发展屈光业务以来，屈光手术量从2018年的2.55万例增至2021年的5.60万例，CAGR为29.9%。在高速增长的手术量推动下，公司屈光业务收入增速与同行相比，保持前列。2022年，公司屈光项目收入为9.71亿元，收入占比为56.2%，是公司第一大收入来源。

图表25：公司屈光手术量保持高速增长



图表26：公司屈光业务增速位居行业前列

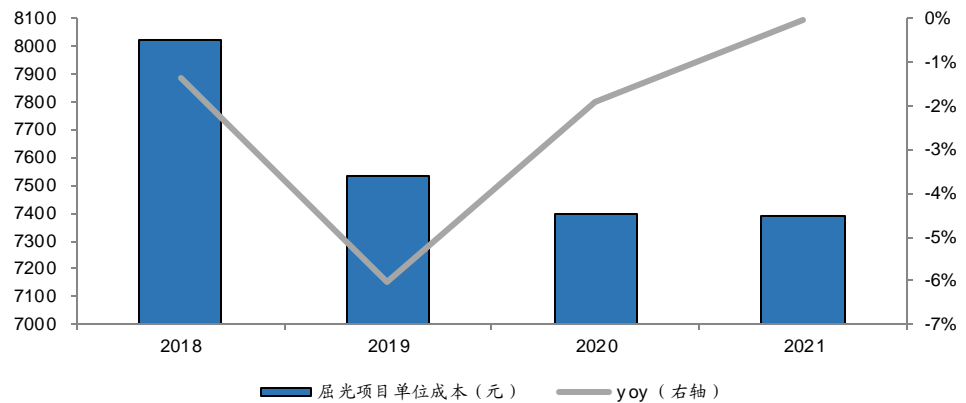


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，各公司公告，国金证券研究所

持续引入先进设备，打造屈光优势项目。为了实现全球主流屈光手术术式全覆盖，公司投入资金持续配置蔡司 VisuMax 全飞秒激光、阿玛仕 1050RS 准分子激光等大批高精尖的手术设备，并持续引进蔡司 RESCAN700 术中 OCT 导航显微镜，蔡司 ARTEVO8003D 数字导航显微镜等设备。先进设备的引入，也利于公司降低成本，例如，2019 年公司引进了多台阿玛仕准分子屈光角膜治疗机，并成功利用该设备开展了数千台手术，相较于其他激光术式，该设备在进行手术时消耗的医疗耗材较少，因此 2019 年屈光项目单位成本下降 6.02%。

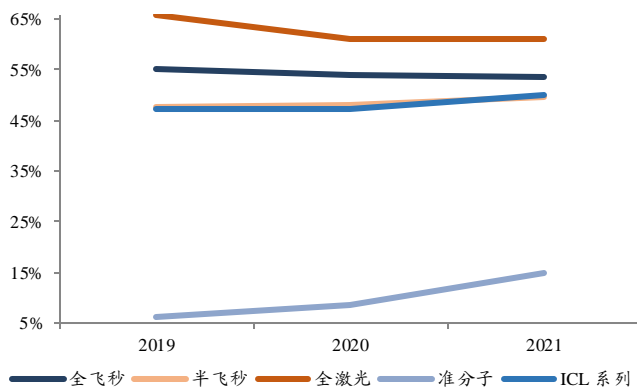
图表27：公司屈光项目单位成本不断降低



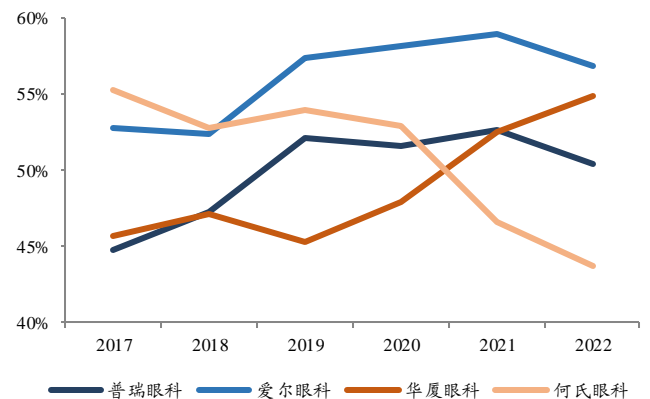
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2017-2021 年公司屈光项目毛利率整体呈上升趋势。一方面，屈光业务规模不断扩张，规模效应带来成本降低；另一方面，先进设备投入有利于降低成本的同时，也吸引更多患者选择全飞秒等中高端屈光手术。2022 年公司屈光项目毛利率虽有所下降，但未来随着规模效应持续显现，中高端术式占比提升，公司屈光项目毛利率回升有望。

图表28：全飞秒等中高端术式毛利率较高



图表29：2017-2022 年公司屈光项目毛利率呈上升趋势



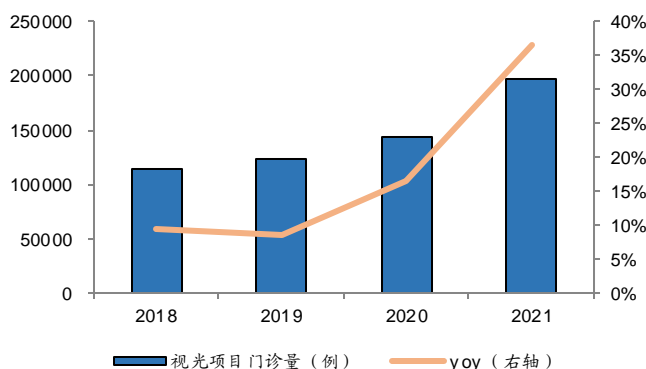
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，各公司公告，国金证券研究所

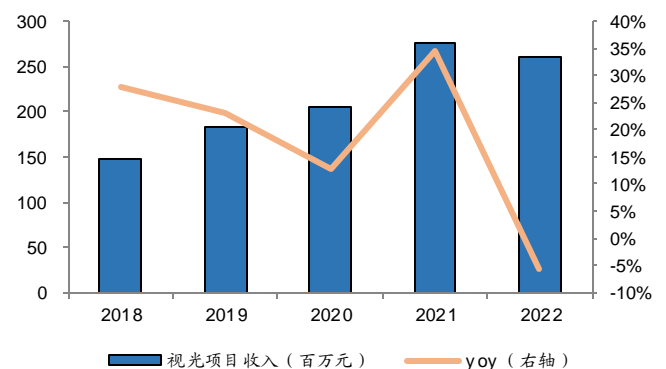
视光项目：未来重点发展方向

公司视光项目门诊量持续提升，从 2018 年的 11.38 万例增至 2021 年的 19.65 万例，CAGR 为 20.0%。在门诊量提升的推动下，2018-2021 年，公司视光项目收入保持稳定增长。2022 年，受整体环境因素影响，视光项目收入有所下降。

图表30：2018-2021 年公司视光项目门诊量持续攀升



图表31：2018-2022 年公司视光项目收入总体呈增长趋势



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

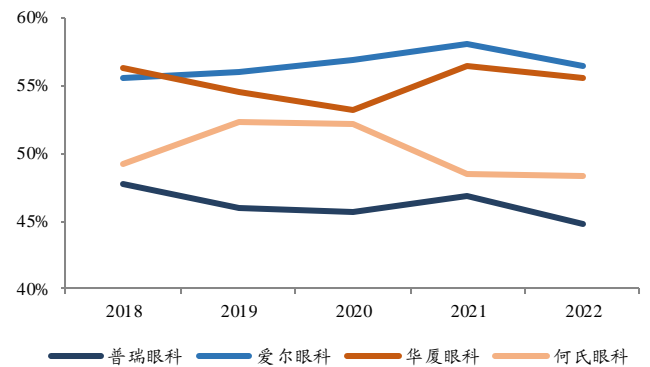
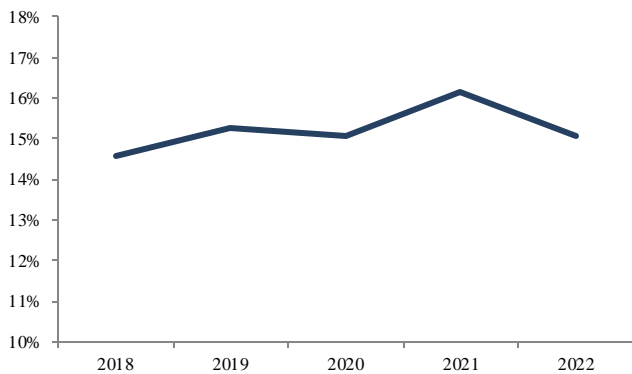
来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

引进陆燕博士，重视视光项目未来发展。2022 年公司引进陆燕博士，任命其为公司儿童眼病与视光事业部技术总监。陆博士是美国视光协会（AOA）会员、国际角膜塑形镜及近视防控联合会（IAOMC）北美会员、中国医学装备协会眼科专委会委员，具备前瞻的视光国际视野，擅长青少年近视防控、医学验光配镜、个性化角膜塑形镜验配、复杂屈光不正的诊疗。此外，为突出技术优势和差异化竞争，公司全面推广第五代全数字化和智能化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细化和个性化需求。

视光项目收入占比呈上升趋势，利于提升总体毛利率。2018-2021 年，公司视光项目收入占比从 14.6% 增至 16.1%，2022 年受新冠疫情等因素影响，收入占比降至 15.1%。公司视光项目毛利率低于爱尔眼科等同行，但高于公司总体毛利率（2022 年视光项目毛利率 44.75%，高于总体毛利率 41.67%）。随着疫情影响消退，在人才和技术双重投入加持下，视光项目作为公司重点发展方向，未来其收入占比有望进一步增长，进而带动公司总体毛利率提升。

图表 32：2018-2022 年公司视光项目收入占比呈上升趋势

图表 33：视光业务发展有助于提升公司总体毛利率



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

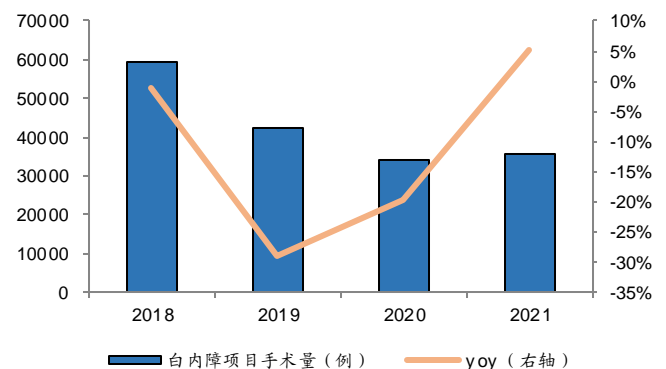
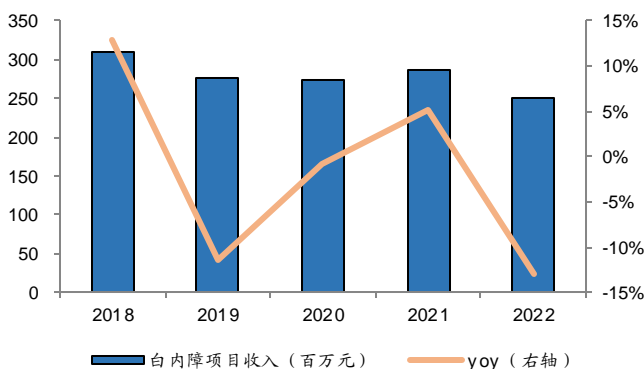
来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

白内障项目：转型升级，推广高端术式和晶体

积极转型应对医保政策变化，中高端项目占比提升。白内障项目属医保覆盖范围，2019 年和 2020 年，公司手术量下降。公司主动寻求白内障业务转型升级，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，白内障项目单价逐步上升。业务转型升级后，公司高端白内障项目收入占白内障项目总收入的比例从 2019 年的 18.6% 升至 2021 年的 34.1%，普通白内障项目收入占白内障项目总收入的比例从 2019 年的 12.5% 降至 2021 年的 2.7%。

图表 34：业务转型期白内障项目收入有所波动

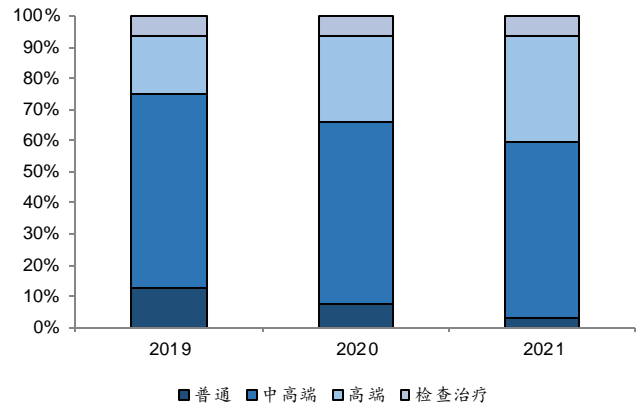
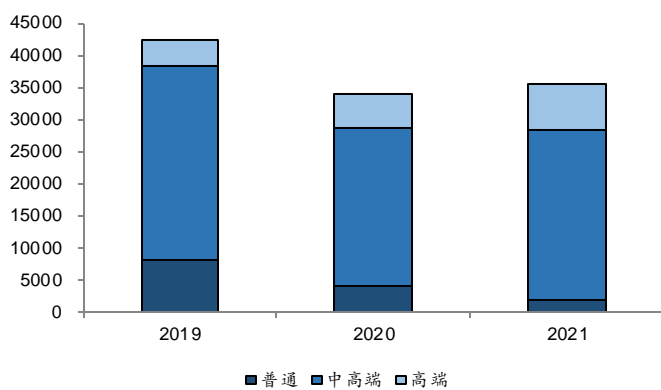
图表 35：受医保控费等因素影响白内障项目手术量下降



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表36: 2019-2021年中高端白内障项目占主要手术量(例) 图表37: 高端及中高端白内障项目贡献主要收入



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

IPO 募集资金用于公司完善网点布局、提升运营效率

公司于2022年7月在创业板IPO发行3740万股, 发行价格为33.65元, 募集资金净额达到10.99亿元, 募集资金主要用于新建医院及扩建医院项目, 进一步完善全国网点布局; 同时, 进行信息化管理建设, 提升公司整体运营效率。

长春普瑞眼科医院新建项目: 1) 新增床位120张; 2) 新增80名医护人员。长春普瑞医院新建项目目前处于营业初期, 尚处于业务发展期, 前期投入较大, 固定成本多, 尚未达到预期平均收益。

哈尔滨普瑞眼科医院改建项目: 1) 更新120张床位; 2) 新增6名医护人员。

信息化管理建设项目: 1) 升级公司原有的综合管理系统, 进行各个系统对HIS的配套改造、管理系统的升级与对接开发; 2) 对运维环境建设与维护, 包括运营环境的建设、视频会议系统、应用软件系统的升级和运维。3) 对网络与安全建设, 新建云平台安全方案、数据中心安全方案、各医院的安全方案, 加强网络与安全建设, 从而进一步完善、维护公司信息化管理系统和提升安全性能。

补充流动资金项目: 满足公司在规模扩张过程中, 对日常营运资金的需求。

盈利预测

考虑到2022年公司受疫情影响带来的低基数因素, 以及东莞光明眼科于2023Q1并表, 预测2023年公司收入增速有望较高, 2024-2025年恢复正常增速。

屈光项目: 屈光项目是公司核心业务, 公司通过持续引入先进设备等方式不断夯实屈光项目的优势, 屈光项目收入有望持续提升, 预计2023-2025年公司屈光项目收入增速分别为35%/31%/31%。公司不断推广毛利率较高的中高端术式, 随着其收入占比的提升, 屈光项目毛利率有望提高, 预计2023-2025年公司屈光项目毛利率分别为52.5%/52.7%/53.0%。

视光项目：视光项目是公司未来的重点发展方向，公司通过引入陆燕博士来引领视光项目的发展，并全面推广第五代全数字化和智能化角膜塑形镜验配技术。在人员和技术的双重加持下，视光项目收入有望保持增长趋势，预计 2023-2025 年公司视光项目收入增速分别为 40%/31%/30%。同时，具有高毛利属性的角膜塑形镜在视光项目中的收入占比有望提高，进而推动视光项目毛利率的上行，预计 2023-2025 年公司视光项目毛利率分别为 45.6%/45.9%/46.1%。

白内障项目：公司白内障项目持续转型升级，高端和中高端白内障项目的收入占比逐年提升，预计该趋势仍将延续，2023-2025 年公司白内障项目收入增速分别为 54%/28%/28%。高端和中高端白内障项目毛利率较高，公司将其持续推广，在疫情影响逐步消退下，公司白内障项目毛利率有望回升，预计 2023-2025 年公司白内障项目毛利率分别为 34.2%/34.4%/34.6%。

综合眼病项目：东莞光明眼科于 2023Q1 被纳入公司合并财务报表范围，东莞光明眼科近年来业绩稳定增长，其现有业务结构中，综合眼病收入占比约 60%，并表后有望为公司综合眼病项目收入增长贡献重要助力。预计 2023-2025 年公司综合眼病项目收入增速分别为 81%/30%/30%，随着疫情影响消退，规模效应有望拉动综合眼病项目毛利率提升，预计 2023-2025 年公司综合眼病项目毛利率分别为 19.5%/19.9%/20.4%。

综上所述，我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 25.00 亿元、32.56 亿元、42.32 亿元，分别同比增长 44.9%、30.2%、30.0%，毛利率分别为 43.0%、43.3%、43.7%。

图表 38：公司收入拆分及预测

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1710.0	1725.6	2500.1	3256.0	4232.4
yoy	25.5%	0.9%	44.9%	30.2%	30.0%
毛利率	43.4%	41.7%	43.0%	43.3%	43.7%
屈光项目收入	872.2	970.7	1314.1	1718.2	2243.1
yoy	29.8%	11.3%	35.4%	30.8%	30.5%
毛利率	52.6%	50.5%	52.5%	52.7%	53.0%
视光项目收入	276.0	259.9	363.9	476.7	621.7
yoy	34.3%	-5.8%	40.0%	31.0%	30.4%
毛利率	46.8%	44.8%	45.6%	45.9%	46.1%
白内障项目收入	286.9	249.5	384.3	493.4	632.6
yoy	5.2%	-13.0%	54.0%	28.4%	28.2%
毛利率	34.6%	30.9%	34.2%	34.4%	34.6%
综合眼病项目收入	267.0	233.2	423.1	549.9	713.7
yoy	28.7%	-12.6%	81.4%	30.0%	29.8%
毛利率	19.6%	13.3%	19.5%	19.9%	20.4%
其他项目收入	0.5	1.2	1.5	1.8	2.1
yoy	-61.5%	148.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	-231.09%	-0.67%	1.00%	1.00%	1.00%
其他业务收入	7.4	11.1	13.3	16.0	19.2
yoy	145.8%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	43.4%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%

来源：wind，国金证券研究所

随着公司未来收入规模快速提升，包括广告宣传、人工薪酬及新开医院折旧摊销等相关支出有望摊薄，公司在费用率方面有望逐步优化。

图表 39：公司费用率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	18.5%	19.9%	18.0%	17.5%	17.3%
管理费用率	14.2%	15.7%	12.5%	12.3%	12.0%

来源：wind，国金证券研究所

投资建议

考虑到公司新开医院节奏加快，新院盈利爬坡需要时间，选用 PS 估值法对公司进行估值，选取同属于眼科医疗服务的爱尔眼科、华夏眼科、何氏眼科作为可比公司。2023 年至 2025 年平均 PS 分别为 7.83 倍、6.19 倍和 4.96 倍。公司屈光、视光业务快速发展，白内障项目中高端术式占比持续提升，新院逐步爬坡，收入利润有望迎来双增长，参考同行业上市公司可比估值情况，给予公司 2023 年 8.6 倍 PS 估值，对应目标价 140.08 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 40：可比公司估值比较（PS 估值法）

代码	名称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)					PS				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
300015.SZ	爱尔眼科	1953.88	150.01	161.10	215.91	274.26	344.14	15.24	13.84	9.05	7.12	5.68
301267.SZ	华夏眼科	401.13	30.64	32.33	41.26	51.54	63.96	-	12.66	9.72	7.78	6.27
301103.SZ	何氏眼科	70.13	9.62	9.55	14.84	19.10	23.90	-	5.21	4.73	3.67	2.93
	平均值							15.24	10.57	7.83	6.19	4.96
301239.SZ	普瑞眼科	182.80	17.10	17.26	25.00	32.56	42.32	-	6.12	7.31	5.61	4.32

来源：wind，国金证券研究所，注：市值为 2023 年 6 月 1 日收盘数据、可比公司营业收入为国金证券研究所预测数据。

风险提示

医院扩张不及预期风险。公司处于业务规模快速扩张阶段，2022 年新开 5 家医院，并有多家医院正在装修筹备中，若医院新建速度或开业节奏不及预期，以及新开医院盈利爬坡速度较慢，可能会影响公司整体的业绩表现。

医疗安全性事故纠纷风险。眼科属于医学的重要分支，由于患者个体对象差异、医疗环境条件差异、医生执业素质差异等各种原因，医疗服务经常会面临发生医疗事故的风险。一旦发生上述风险，医疗赔付将对公司产生直接经济损失，同时也会影响公司品牌和声誉，对公司的经营带来不利影响。

市场竞争加剧风险。目前行业竞争格局呈现“一超多强”的局面，如果未来公司未能在品牌、技术、服务、人才、成本、信息化等方面继续巩固发展、做进一步优化，竞争力可能会有所减弱，进而影响公司整体的经营业绩。

限售股解禁风险：公司部分首发前限售股及首发网下配售限售股将于 2023 年 7 月 5 日满足解禁条件，解禁股份数量占公司总股本比例为 22.31%，若届时上述股东进行减持，公司股价面临波动风险。

股东减持风险：公司上市前有包括红杉铭德、国寿成达、领誉基石等多家财务投资者，后续股份解禁后可能存在股东大比例减持风险，可能对公司股价产生一定影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,362	1,710	1,726	2,500	3,256	4,232	货币资金	285	171	926	931	1,134	1,392
增长率		25.5%	0.9%	44.9%	30.2%	30.0%	应收款项	100	122	124	163	211	274
主营业务成本	-774	-968	-1,007	-1,425	-1,845	-2,385	存货	81	90	108	119	150	188
%销售收入	56.8%	56.6%	58.3%	57.0%	56.7%	56.3%	其他流动资产	65	37	30	187	58	66
毛利	588	742	719	1,075	1,411	1,848	流动资产	531	419	1,188	1,400	1,554	1,920
%销售收入	43.2%	43.4%	41.7%	43.0%	43.3%	43.7%	%总资产	45.9%	18.0%	32.3%	33.3%	34.4%	38.3%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-5	-6	-8	长期投资	0	169	267	106	106	106
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	361	495	455	697	801	882
销售费用	-253	-317	-344	-450	-570	-732	%总资产	31.2%	21.3%	12.4%	16.6%	17.7%	17.6%
%销售收入	18.6%	18.5%	19.9%	18.0%	17.5%	17.3%	无形资产	236	246	427	837	853	867
管理费用	-170	-243	-270	-313	-400	-508	非流动资产	625	1,906	2,489	2,803	2,962	3,094
%销售收入	12.5%	14.2%	15.7%	12.5%	12.3%	12.0%	%总资产	54.1%	82.0%	67.7%	66.7%	65.6%	61.7%
研发费用	0	0	-7	-9	-10	-13	资产总计	1,156	2,326	3,677	4,203	4,516	5,014
%销售收入	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	短期借款	2	209	248	277	130	0
息税前利润 (EBIT)	163	180	95	300	425	587	应付款项	171	156	206	263	340	439
%销售收入	12.0%	10.5%	5.5%	12.0%	13.1%	13.9%	其他流动负债	108	125	129	185	233	310
财务费用	-3	-48	-48	-61	-67	-56	流动负债	281	490	582	725	703	750
%销售收入	0.2%	2.8%	2.8%	2.5%	2.0%	1.3%	长期贷款	16	0	89	85	90	93
资产减值损失	-15	-12	-6	-6	-1	-2	其他长期负债	7	888	939	1,095	1,149	1,201
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	303	1,377	1,609	1,904	1,942	2,043
投资收益	2	9	15	100	25	21	普通股股东权益	853	948	2,068	2,299	2,574	2,970
%税前利润	1.2%	6.8%	25.6%	30.1%	6.5%	3.8%	其中：股本	112	112	150	150	150	150
营业利润	159	143	68	333	383	550	未分配利润	59	147	153	384	660	1,056
营业利润率	11.7%	8.4%	3.9%	13.3%	11.8%	13.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-6	-4	-8	0	0	0	负债股东权益合计	1,156	2,326	3,677	4,203	4,516	5,014
税前利润	153	139	59	333	383	550	比率分析						
利润率	11.2%	8.1%	3.4%	13.3%	11.8%	13.0%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-44	-45	-39	-86	-107	-154	每股指标						
所得税率	28.8%	32.4%	65.3%	26.0%	28.0%	28.0%	每股收益	0.971	0.837	0.137	1.645	1.842	2.648
净利润	109	94	21	246	276	396	每股净资产	7.604	8.451	13.819	15.363	17.205	19.853
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.027	3.203	2.134	2.152	4.984	5.455
归属于母公司的净利润	109	94	21	246	276	396	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.000	0.000
净利率	8.0%	5.5%	1.2%	9.8%	8.5%	9.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.77%	9.90%	0.99%	10.71%	10.71%	13.34%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	9.42%	4.04%	0.56%	5.86%	6.10%	7.90%
净利润	109	94	21	246	276	396	投入资本收益率	13.30%	10.47%	1.38%	8.33%	10.96%	13.80%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	101	233	273	184	233	291	主营业务收入增长率	14.21%	25.54%	0.91%	44.88%	30.23%	29.99%
非经营收益	-1	35	40	-9	63	62	EBIT增长率	72.09%	10.03%	-46.85%	213.93%	41.92%	38.11%
营运资金变动	19	-2	-14	-100	174	67	净利润增长率	122.06%	-13.81%	-78.09%	1096.45%	12.00%	43.74%
经营活动现金净流	228	359	319	322	746	816	总资产增长率	18.34%	101.10%	58.11%	14.31%	7.44%	11.03%
资本开支	-143	-253	-327	-467	-292	-322	资产管理能力						
投资	0	-176	-294	162	0	0	应收账款周转天数	15.8	12.8	11.9	11.8	11.7	11.6
其他	49	0	19	100	25	21	存货周转天数	35.5	32.2	35.8	32.0	31.0	30.0
投资活动现金净流	-94	-429	-602	-206	-267	-301	应付账款周转天数	62.8	54.5	61.2	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	0	1,152	0	0	0	固定资产周转天数	85.5	74.8	82.9	85.3	83.9	78.4
债权募资	-2	92	89	25	-142	-127	偿债能力						
其他	-1	-136	-203	-96	-88	-83	净负债/股东权益	-31.28%	4.03%	-28.53%	-24.76%	-35.52%	-43.75%
筹资活动现金净流	-3	-44	1,038	-71	-230	-210	EBIT利息保障倍数	55.2	3.7	2.0	4.9	6.4	10.4
现金净流量	130	-114	755	46	249	306	资产负债率	26.22%	59.22%	43.77%	45.31%	42.99%	40.76%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806