

普瑞眼科 (301239.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

高质量发展拉升盈利能力，连锁布局稳步推进

业绩简评

2023年8月29日，公司发布2023年半年度报告。2023年H1，公司实现收入13.8亿元(+55%)，归母净利润2.3亿元(+358%)，扣非归母净利润1.5亿元(+205%)。

分季度来看，2023年Q2公司实现收入7.3亿元(+73%)，归母净利润0.72亿元(+420%)，扣非归母净利润0.77亿元(+563%)。

经营分析

业务结构转型升级效果显著，上半年实现高质量发展。分产品看，2023年H1，公司屈光项目收入7.1亿元(+33%)，视光项目收入1.9亿元(+53%)，白内障项目收入2.7亿元(+137%)，综合眼病项目收入2.0亿元(+71%)。公司自2018年起主动调整业务结构，大力发展屈光、视光等非医保结算项目，受益整体消费复苏，这两块业务收入增长较快，且在视光方面，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，视光项目毛利率为45.67% (+2.91pcts)。在白内障业务方面，公司持续推广多功能人工晶状体及高端手术方式，该业务毛利率为43.37% (+8.06pcts)。此外，综合眼病项目毛利率为19.77% (+4.60pcts)，回暖明显。

稳步推进扩张计划，持续为业绩增长赋能。2023年H1，上海奉贤普瑞和湖北普瑞陆续开诊，且公司完成对东莞光明眼科的收购，已运营27家连锁眼科专科医院，覆盖全国所有直辖市及十余个省会城市，且另有多家新院已完成选址工作，正在筹备过程中。过去三年内新开诊的医院未来有望成为公司新的内生增长引擎；同时，并购也能为公司提供“即战力”，东莞光明眼科于2023年1月并表，上半年即实现收入1.0亿元，净利润0.28亿元。

规模效应彰显，盈利能力兑现。随着公司经营规模的扩大，采购端议价能力进一步提升，采购成本下降，同时公司连锁经营模式的协同性提高，费用端得到优化。2023年H1，公司销售费用率为15.8% (-2.2pcts)，管理费用率为11.9% (-2.5pcts)，毛利率为45.4% (+1.5pcts)，实现扣非归母净利率10.8%。

盈利预测、估值与评级

公司持续推进“全国连锁化+同城一体化”布局，我们看好公司保持较好的盈利能力。预计2023-2025年公司归母净利润分别为2.90、3.27、4.45亿元，分别上调18%、18%、12%，同比增长1310%、13%、36%，EPS分别为1.94、2.19、2.97元，现价对应PE为55、48、36倍，维持“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；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)：99.10 元

相关报告：

1. 《普瑞眼科公司深度研究：聚焦重点城市布局，盈利能力有望提升》，2023.6.5



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	2,784	3,610	4,632
营业收入增长率	25.54%	0.91%	61.34%	29.66%	28.32%
归母净利润(百万元)	94	21	290	327	445
归母净利润增长率	-13.81%	-78.09%	1310.38%	12.80%	35.84%
摊薄每股收益(元)	0.837	0.137	1.939	2.187	2.971
每股经营性现金流净额	3.20	2.13	2.42	5.39	5.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.90%	0.99%	12.40%	12.27%	14.29%
P/E	0.00	513.56	54.52	48.33	35.58
P/B	0.00	5.11	6.76	5.93	5.08

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2,784	3,610	4,632	货币资金	285	171	926	1,037	1,264	1,560	
增长率		25.5%	0.9%	61.3%	29.7%	28.3%	应收款项	100	122	124	182	234	300	
主营业务成本	-774	-968	-1,007	-1,587	-2,045	-2,610	存货	81	90	108	133	167	206	
%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	205	61	69	
毛利	588	742	719	1,198	1,565	2,022	流动资产	531	419	1,188	1,556	1,726	2,134	
%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%	35.7%	36.8%	40.8%	
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	-484	-621	-801	%总资产	31.2%	21.3%	12.4%	16.0%	17.1%	16.9%	
%销售收入	18.6%	18.5%	19.9%	17.4%	17.2%	17.3%	无形资产	236	246	427	837	853	867	
管理费用	-170	-243	-270	-348	-444	-556	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%	64.3%	63.2%	59.2%	
研发费用	0	0	-7	-10	-11	-14	资产总计	1,156	2,326	3,677	4,360	4,688	5,229	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	短期借款	2	209	248	339	143	0	
息税前利润 (EBIT)	163	180	95	351	482	643	应付款项	171	156	206	292	377	481	
%销售收入	12.0%	10.5%	5.5%	12.6%	13.3%	13.9%	其他流动负债	108	125	129	209	263	342	
财务费用	-3	-48	-48	-62	-67	-54	流动负债	281	490	582	840	782	823	
%销售收入	0.2%	2.8%	2.8%	2.2%	1.8%	1.2%	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	2,020	2,021	2,117	
投资收益	2	9	15	110	40	30	普通股股东权益	853	948	2,068	2,340	2,667	3,112	
%税前利润	1.2%	6.8%	25.6%	28.1%	8.8%	4.9%	其中：股本	112	112	150	150	150	150	
营业利润	159	143	68	392	454	617	未分配利润	59	147	153	425	753	1,197	
营业利润率	11.7%	8.4%	3.9%	14.1%	12.6%	13.3%	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	4,360	4,688	5,229	
税前利润	153	139	59	392	454	617	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	11.2%	8.1%	3.4%	14.1%	12.6%	13.3%	每股指标							
所得税	-44	-45	-39	-102	-127	-173	每股收益	0.971	0.837	0.137	1.939	2.187	2.971	
所得税率	28.8%	32.4%	65.3%	26.0%	28.0%	28.0%	每股净资产	7.604	8.451	13.819	15.639	17.826	20.797	
净利润	109	94	21	290	327	445	每股经营现金净流	2.027	3.203	2.134	2.418	5.386	5.733	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.118	0.000	0.000	
归属于母公司的净利润	109	94	21	290	327	445	回报率							
净利率	8.0%	5.5%	1.2%	10.4%	9.1%	9.6%	净资产收益率	12.77%	9.90%	0.99%	12.40%	12.27%	14.29%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.42%	4.04%	0.56%	6.65%	6.98%	8.50%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益倍数	13.30%	10.47%	1.38%	9.39%	11.97%	14.44%	
净利润	109	94	21	290	327	445	增长率							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	14.21%	25.54%	0.91%	61.34%	29.66%	28.32%	
非现金支出	101	233	273	185	233	291	EBIT 增长率	72.09%	10.03%	-46.85%	267.39%	37.44%	33.37%	
非经营收益	-1	35	40	-17	51	53	净利润增长率	122.06%	-13.81%	-78.09%	1310.38%	12.80%	35.84%	
营运资金变动	19	-2	-14	-97	195	69	总资产增长率	18.34%	101.10%	58.11%	18.57%	7.54%	11.53%	
经营活动现金净流	228	359	319	362	806	858	资产管理能力							
资本开支	-143	-253	-327	-467	-292	-322	应收账款周转天数	15.8	12.8	11.9	11.8	11.7	11.6	
投资	0	-176	-294	162	0	0	存货周转天数	35.5	32.2	35.8	32.0	31.0	30.0	
其他	49	0	19	110	40	30	应付账款周转天数	62.8	54.5	61.2	60.0	60.0	60.0	
投资活动现金净流	-94	-429	-602	-196	-252	-292	固定资产周转天数	85.5	74.8	82.9	76.6	75.7	71.7	
股权募资	0	0	1,152	0	0	0	偿债能力							
债权募资	-2	92	89	87	-191	-140	净负债/股东权益	-31.28%	4.03%	-28.53%	-26.24%	-38.69%	-47.16%	
其他	-1	-136	-203	-100	-91	-83	EBIT 利息保障倍数	55.2	3.7	2.0	5.6	7.2	12.0	
筹资活动现金净流	-3	-44	1,038	-13	-282	-223	资产负债率	26.22%	59.22%	43.77%	46.33%	43.11%	40.49%	
现金净流量	130	-114	755	153	273	344								

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-06-05	增持	120.40	135.00~140.08

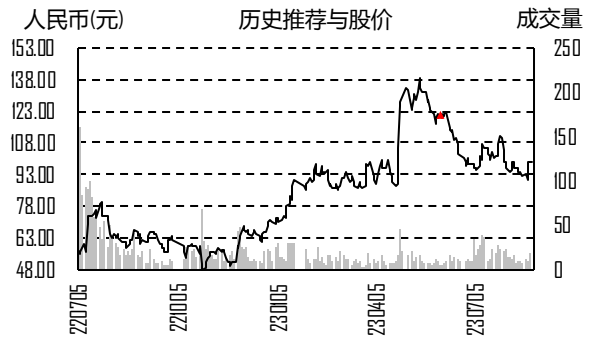
来源：国金证券研究所

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