

2022年06月10日

新股专题覆盖: 普瑞眼科 (2022年第58期)**新股专题报告**

(新股专题覆盖报告旨在针对本周询价上市公司进行简单的研究梳理)

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号: S0910519100001

lihui1@huajinsc.cn

投资要点

- ◆ 下周二(6月14日)有一家创业板上市公司普瑞眼科询价。
- ◆ **普瑞眼科(301239)**: 公司为专科连锁眼科医疗机构, 主要业务包括屈光项目、白内障项目、医学视光项目及综合眼病项目四大类。公司2019-2021年分别实现营业收入11.93亿元/13.62亿元/17.10亿元, YOY依次为17.33%/14.21%/25.54%, 三年营业收入的年复合增速18.93%; 实现归母净利润0.49亿元/1.09亿元/0.94亿元, YOY依次为56.60%/122.06%/-13.81%, 三年归母净利润的年复合增速44.18%; 2021年归母净利润下降由新租赁准则及社保减免政策退出导致。最新报告期, 2022Q1公司实现营业收入4.68亿元, 同比增长20.75%; 实现归母净利润0.37亿元, 同比增长28.85%。受疫情影响, 公司预计2022H1实现归母净利润1900万元至4100万元, 同比下降70.92%-37.25%。
- **投资亮点: 1、随着人民眼保健意识不断加强及生活水平的提高, 眼科医疗需求将持续保持快速增长态势。**随着生活水平的不断提升及国家实施相关鼓励政策, 眼科医疗市场需求持续增长。如根据中国防盲治盲网的数据及第三届中国眼健康大会信息, 1990年前我国白内障年手术量约为14.3万例, CSR(每年每百万人白内障手术例数)仅为83; 2000年我国白内障年手术量为48万例, CSR大幅提升至370; 2018年CSR更是增长至2,662。医学视光方面, 我国角膜塑形镜销量增长迅速。2015年我国角膜塑形镜销量达64.30万副, 2011-2015年复合增长率约为44.11%。**2、公司近年来重点投入屈光项目领域, 通过对相关技术水平的不断提升及新设备的持续引进, 有望逐渐在屈光项目领域形成独特优势。**公司从2019年开始重点开拓屈光业务。设备方面, 公司与主要设备供应商建立长期战略合作关系, 引进了大批高精尖设备: 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。另外, 公司募投项目长春普瑞眼科医院也将购置飞秒激光角膜屈光治疗机、AMARIS准分子激光系统等先进的眼科医疗设备。持续投入为公司带来业务的较大增长, 2020及2021年度公司屈光项目收入同比分别增长24.11%及29.76%, 高于行业平均水平。
- **同行业上市公司对比:** 公司的可比公司包括爱尔眼科、何氏眼科等。从可比公司情况来看, 行业平均收入规模为79.82亿元, 平均PE-TTM(剔除负值/算术平均)为70.76X, 平均毛利率为46.11%。相较而言, 公司的收入规模和销售毛利率均低于国内眼科龙头爱尔眼科, 但略高于区域眼科龙头何氏眼科。
- ◆ **风险提示:** 已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

内容目录

一、普瑞眼科	3
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	6
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	7
(六) 风险提示	8

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	5
图 2: 公司归母净利润及增速变化	5
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2014-2019 年我国专科眼科医院数量及增速	6
图 6: 2014-2019 年我国专科眼科医院万元以上设备总价值及增速 (万元)	6
表 1: 公司主营业务一览	3
表 2: 公司本次 IPO 募投项目投入	7
表 3: 同行业上市公司指标对比	8

一、普瑞眼科

公司为专科连锁眼科医疗机构，致力于为眼科疾病患者提供诊断、治疗、保健以及医学验光配镜等眼科全科医疗服务。公司提供的眼科医疗项目包括屈光项目、白内障项目、医学视光项目及综合眼病项目四大类。其中屈光项目通过手术方法改变眼的屈光形态，起到为矫正近视、远视及散光等视功能的眼科手术项目，包含全飞秒系列、半飞秒系列、飞秒系列等 6 项手术类型，白内障项目包含白内障超声乳化术、人工晶状体植入术 2 项治疗类型，综合眼病项目包含角膜病、青光眼等 5 项疾病的手术治疗，医学视光项目包含硬性透气性角膜接触镜及医学验光配镜两大类项目。

公司成立以来采用直营模式进行全国布局，目前已覆盖全国 18 个城市，包括所有直辖市及十余个省会城市，开设了 22 家眼科专科医院，拥有专业医疗人员超千人。经过多年诚信经营，公司建立了良好的患者口碑和较高的品牌知名度，如成都普瑞、昆明普瑞等多次被评为“优秀民营医院”，上海普瑞、昆明普瑞等被选为“中国红十字协会合作伙伴”。

表 1：公司主营业务一览

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)	以微型角膜刀或飞秒激光制作角膜瓣(含角膜上皮、前弹力层和浅基质层)，翻转角膜瓣后采用准分子激光对角膜基质进行屈光性切削，然后将角膜瓣复位。
		EK (LASEK)	以乙醇松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。
	人工晶状体植入术	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:公司招股书,华金证券研究所

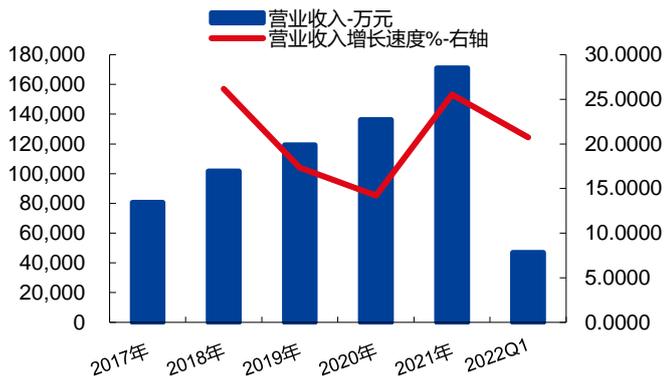
(一) 基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 11.93 亿元/13.62 亿元/17.10 亿元, YOY 依次为 17.33%/14.21%/25.54%, 三年营业收入的年复合增速 18.93%; 实现归母净利润 0.49 亿元/1.09 亿元/0.94 亿元, YOY 依次为 56.60%/122.06%/-13.81%, 三年归母净利润的年复合增速 44.18%; 2021 年归母净利润下降由新租赁准则及社保减免政策退出导致。最新报告期, 2022Q1 公司实现营业收入 4.68 亿元, 同比增长 20.75%; 实现归母净利润 0.37 亿元, 同比增长 28.85%。公司预计 2022H1

实现营业收入 8.2 亿元至 8.5 亿元，与去年基本持平，实现归母净利润 1900 万元至 4100 万元，同比下降 70.92%-37.25%。

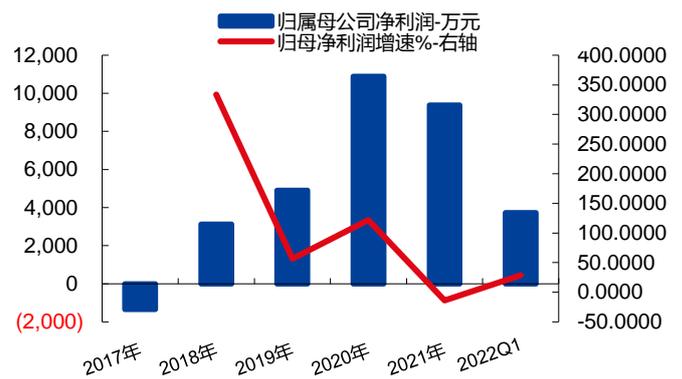
2021 年，公司主营业务收入按产品类型分为五大板块，包括屈光项目（8.72 亿元，51.23%）、白内障项目（2.87 亿元，16.85%）、综合眼病项目（2.67 亿元，15.68%）、视光服务项目（2.76 亿元，16.21%）及其他项目（49.69 万元，0.03%）。2019 至 2021 年报告期间，屈光项目为公司主要的营收来源，其销售占比维持在 45%以上且逐年上升，白内障项目所占比重逐年递减，其他项目结构未发生较大波动。

图 1：公司收入规模及增速变化



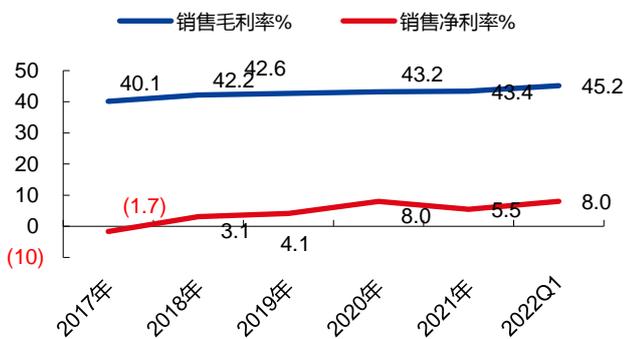
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



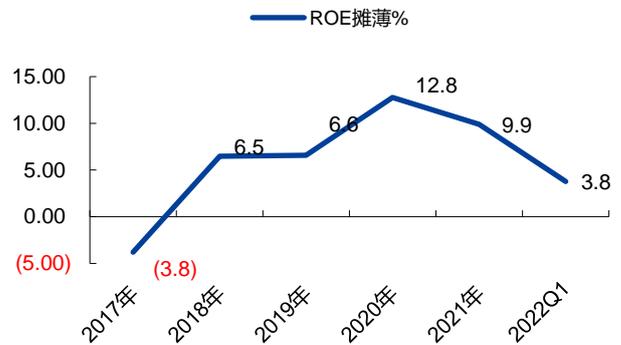
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）行业情况

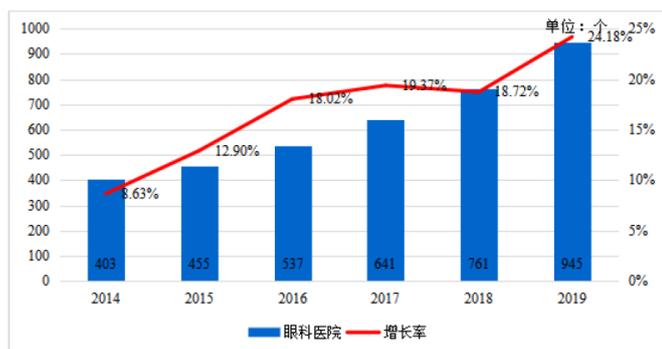
公司为眼科疾病的民营专业诊疗及保健机构，隶属于眼科医疗行业。

眼科学是研究视觉器官疾病的发生、发展和转归以及预防、诊断和治疗的医学学科，由于视觉器官的独特性及其功能的复杂性，眼科学早已独立为一门专业学科，是临床医学的重要组成部分。随着眼科学的发展，眼科学又进一步分为屈光、白内障、玻璃体和视网膜、青光眼、角膜病、葡萄膜病、斜视与小儿眼病、眼外伤、眼整形、眼眶病等多个亚专科。

由于我国缺乏权威、及时的眼科医疗服务市场统计数据，全国眼科医疗服务市场规模难以精确计算，但合理估计在千亿规模。据 Frost&Sullivan 资料，2019 年我国眼科药物行业市场规模约为 194 亿元，而眼科医疗机构的药品收入占诊疗总收入的比例通常在 20%之间，若以平均数 15%测算，则 2019 年我国眼病诊疗总收入（含眼科药品收入）约 1,293 亿元。此外，根据 Euromonitor 研究报告数据推测，2019 年我国的眼镜零售市场规模约 812.64 亿元。因此，若按眼病诊疗服务收入（含眼科药品收入）与眼镜零售收入合并计算，估计目前我国的眼科市场规模约 2,105.64 亿元/年。

多重因素推动下我国眼科医疗服务市场不断发展，我国专科眼科医院、相关执业人员数量不断增长。2019 年我国专科眼科医院达 945 个，同比增长 24.18%，眼科专科医院的卫生技术人员达 53,921 人，同比增长 19.32%，与专科眼科医院数量的增长趋势基本相同。另外，眼科医疗服务行业对医疗设备依赖度较高，先进的眼科医疗设备是眼科医院进行眼科疾病诊疗的重要基础。据中国卫生健康统计年鉴，2019 年我国眼科专科医院万元以上设备总价值达 129.04 亿元，2014-2019 年间年复合增长率达 18.76%。

图 5：2014-2019 年我国专科眼科医院数量及增速



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

图 6：2014-2019 年我国专科眼科医院万元以上设备总价值及增速 (万元)



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

(三) 公司亮点

1、随着人民眼保健意识不断加强及生活水平的提高，眼科医疗需求将持续保持快速增长态势。眼睛是人体最重要的感觉器官，眼科疾病致死率低，但严重影响患者的生活质量，如白内障、青光眼等眼科疾病会导致患者眼睛酸胀、视力模糊，情形严重或可致盲；青少年的近视、散光等如不合理干预，将会发展为高度近视，导致各种致盲性病变。过去人民对眼科疾病的治疗重视度较低，但随着生活水平的不断提升及国家实施相关鼓励政策，眼科医疗市场需求持续增长。如根据中国防盲治盲网的数据及第三届中国眼健康大会信息，1990 年前我国白内障年手术量约为 14.3 万例，CSR（每年每百万人白内障手术例数）仅为 83；2000 年我国白内障年手术量为 48 万例，CSR 大幅提升至 370；2018 年的 CSR 更是增长至 2,662。医学视光方面，我国角膜塑形镜销量增长迅速。2015 年我国角膜塑形镜销量达 64.30 万副，2011-2015 年复合增长率约为 44.11%。

2、公司近年来重点投入屈光项目领域，通过对相关技术水平的不断提升及新设备的持续引进，有望逐渐在屈光项目领域形成独特优势。公司从 2019 年开始重点开拓屈光业务，技术方面，

屈光专业学组为公司四大专业学组之一，通过内部医师带教培养、遴选合格医生赴公立医院进修、与多个连锁医院所在地的卫生部门合作等方式，持续提升屈光领域技术水平。设备方面，公司与主要设备供应商建立长期战略合作关系，引进了大批高精尖设备：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、阿马仕 1050RS 全激光系统、美国威视 STARS4IR 准分子激光系统等设备，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。另外，公司募投项目长春普瑞眼科医院也将购置飞秒激光角膜屈光治疗机、AMARIS 准分子激光系统等先进的眼科医疗设备。持续投入为公司带来业务的较大增长，2020 及 2021 年度公司屈光项目收入同比分别增长 24.11%及 29.76%，高于行业平均 19.44%及 24.02%。随着公司在此业务的战略布局逐渐加强，现有优势有望得到进一步强化。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目和补充流动资金。

1、长春普瑞眼科医院新建项目：本项目位于吉林省长春市朝阳区解放大路 116 号，项目预计新增 120 张床位、80 名医护人员。经测算，项目建设完成顺利运营后 10 年内，预计平均每年实现营业收入 11,057.55 万元，净利润 1,228.52 万元。

2、哈尔滨普瑞眼科医院改建项目：本项目建设地点位于哈尔滨市南岗区先锋路 563 号金河小区 10 号楼，项目预计更新 120 张床位，新增 6 名医护人员（现有医护人员 53 名）。经测算，项目建设完成顺利运营后预计每年实现营业收入 9,092.75 万元，净利润 2,288.79 万元。

3、信息化管理建设项目：公司计划升级原有公司总部及下属各医院的公司综合管理系统，并进行各个系统对 HIS 的配套改造、管理系统的升级与对接开发。其中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；对网络与安全建设包括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。

表 2：公司本次 IPO 募投项目投入

序号	项目名称	总投资额（万元）	拟使用募集资金额（万元）	项目建设期
1	长春普瑞眼科医院新建项目	7,420.45	7,420.45	1 年
2	哈尔滨普瑞眼科医院改建项目	3,041.33	3,041.33	1 年
3	信息化管理建设项目	10,159.36	10,159.36	3 年
4	补充流动资金	8,000.00	8,000.00	-
	合计	28,621.14	28,621.14	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 17.10 亿元，同比增长 25.54%；实现归属于母公司净利润 0.94 亿元，同比下降 13.81%。结合行业发展、新冠疫情在国内的发展情况与公司实际经营情况，公司预测 2022 年 1-6 月实现营业收入 82,000 万元至 85,000 万元，与去年基本持平；预计实现归

母净利润 1,900 万元至 4,100 万元，同比下降 70.92%-37.25%；预计实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润 1,800 万元至 4,000 万元，同比下降 70.20%至 33.77%。

公司属民营眼科医疗机构，选取业务结构较为相似的民营眼科医疗上市公司爱尔眼科、何氏眼科作为可比公司。从可比公司情况来看，行业平均收入规模为 79.82 亿元，平均 PE-TTM（剔除负值/算数平均）为 70.76X，平均毛利率为 46.11%。相较而言，公司的收入规模和销售毛利率均低于国内眼科龙头爱尔眼科，但略高于区域眼科龙头何氏眼科。

表 3：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收入 (亿元)	2021 年 收入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净利 润增长率	2021 年销 售毛利率	2021 年 ROE 摊薄
300015.SZ	爱尔眼科	2011.44	82.10	150.01	25.93%	23.23	34.78%	51.92%	16.47%
301103.SZ	何氏眼科	50.21	59.41	9.62	14.79%	0.86	-13.84%	40.30%	8.97%
301239.SZ	普瑞眼科	/	/	17.10	25.54%	0.94	-13.81%	43.37%	5.49%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）风险提示

连锁经营模式带来的扩张风险、医疗事故和医疗责任纠纷的风险、主要经营场所的租赁风险、现金交易的风险、新冠肺炎疫情持续发展引起的风险、医保控费的风险、业绩下滑的风险、医疗服务价格波动的风险、民营医疗机构的品牌认知风险、实际控制人参股同行业公司的风险、商誉减值风险、存货管理的风险、净资产收益率下降及即期回报被摊薄的风险、行业政策风险、医师多点执业政策变化的风险等风险。

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经我国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn