



眼科行业新星，自下而上持续扩张

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司已设立 27 家眼科专科医院和 3 家眼科门诊，覆盖全国直辖市及主要省会城市，2024 年预计将持续扩张，新医院为公司业绩增长持续注入活力；2) 公司业务结构不断优化，屈光及视光等非医保消费属性高毛利项目收入占比持续提升至 65.4%，积极推广白内障高端术式，抵御医保控费带来的利润率降低风险；3) 消费升级及近视患病率提高促进我国屈光、视光市场扩容，预计至 2025 年屈光手术市场规模将达 726 亿元，公司主营业务市场空间大。
- 省会扩张路线“跑马圈地”，优质医师资源加持打造品牌。** 公司通过省会城市扩张已初步奠定版图，成熟医院净利率约 20%，部分医院超过 25%，接近行业头部水平，公司并购基金预计将于近期落地助力新院扩张，公司业绩增长后备力充足；公司医师资源优质，2021 年医护人员中硕士以上学历占比达 6.4%，高于行业内大部分公司，43.5% 的多点执业医师职称为主任医师，优质医师资源利于保证医疗服务质量，打造公司品牌。
- 业务结构优化提高利润率，增强抵御医保控费风险。** 医保控费趋势下公司提升消费属性项目收入占比，以减小毛利率降低的风险，2023H1 公司屈光及视光项目收入占比提升至 65.4%，业务结构进一步优化；此外，2023H1 公司发力布局白内障业务，邀请名医进一步提升医疗服务质量，积极推广多功能人工晶状体及高端手术方式，满足患者高品质视觉质量需求的同时提升白内障业务利润率，从消费属性项目以及基础需求项目两方面优化业务结构。
- 主营项目市场持续扩容，内生增长前景可期。** 消费升级及近视患病率提高促进我国光学矫正、屈光手术市场扩容，预计至 2025 年屈光手术市场规模将达 726 亿元，公司屈光、视光项目发展前景广阔；公司加大视光项目学科建设力度，收入占比有望进一步提高。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 2.13 元、2.47 元、3.08 元。2024 年行业平均 PE 为 34 倍，考虑到公司处于高速成长期，且净利率提升空间大，故给予公司 2024 年 52 倍 PE，公司 PEG1 倍略低于行业平均水平，对应股价 121.33 元(根据扣非归母净利润计算)，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 政策风险，经营不及预期风险，医疗事故风险等。

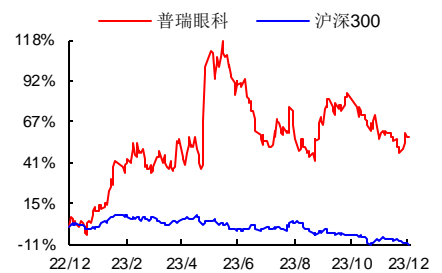
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1725.64	2755.34	3698.58	4882.27
增长率	0.91%	59.67%	34.23%	32.00%
归属母公司净利润(百万元)	20.57	318.71	368.95	461.49
增长率	-78.09%	1449.51%	15.77%	25.08%
每股收益 EPS(元)	0.14	2.13	2.47	3.08
净资产收益率 ROE	0.99%	13.35%	13.52%	14.38%
PE	727	47	41	32
PB	7.24	6.27	5.43	4.65

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 王钰畅
电话: 021-68416017
邮箱: wangyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.50
流通 A 股(亿股)	0.71
52 周内股价区间(元)	60.79-138.61
总市值(亿元)	149.60
总资产(亿元)	48.56
每股净资产(元)	15.84

相关研究

目 录

1 眼科行业新星企业，省会路线快速扩张	1
1.1 专注于国内眼科医疗服务市场，公司业务稳健发展.....	1
1.2 基于“直营连锁”，多维度推进高质量发展.....	3
2 眼科医疗服务市场持续扩容，民营龙头迎来结构性机会	5
2.1 近视防治需求旺盛，光学矫正及屈光手术需求量大.....	6
2.2 老龄化趋势日益严峻，白内障手术有望持续放量.....	8
2.3 民营医院迎来结构性机会，有望成为眼科诊疗服务市场主力.....	9
3 三大优势助力公司成长，打造眼科医疗新星企业	10
3.1 经营现状：需求供给双重加持，全国覆盖稳步推进.....	10
3.2 连锁扩张：“跑马圈地”实现全国扩张，成熟医院盈利能力强.....	11
3.3 人力优势：高水平医师降低经营风险，高薪吸引人才.....	13
3.4 业务结构：优化业务结构，应对外部风险.....	15
4 公司主营业务持续发力，屈光项目收入显著	16
4.1 屈光项目.....	16
4.2 视光项目.....	17
4.3 白内障项目.....	18
4.4 综合眼病项目.....	19
5 盈利预测与估值	19
5.1 收入预测.....	19
5.2 相对估值.....	20
6 风险提示	21

图 目 录

图 1: 公司发展历史.....	1
图 2: 2017-2023Q3 公司营业收入及增速 (更新至 Q3)	2
图 3: 2017-2023Q3 年公司归母净利润及增速 (更新至 Q3)	2
图 4: 2017-2023Q3 公司毛利率和净利率变化.....	2
图 5: 2017-2023Q3 公司费用率变化.....	2
图 6: 公司股权结构图	4
图 7: 2014-2024E 中国眼科医疗行业市场规模及预测.....	5
图 8: 常见视力障碍及首选治疗方法.....	5
图 9: 2022 年中国各类人口近视率.....	6
图 10: 2015-2030 中国 20 岁以下近视患病人数	6
图 11: 中国医学视光市场规模 (2014-2024E)	7
图 12: 2015-2025E 中国屈光手术市场规模 (亿元)	8
图 13: 2015-2025E 中国白内障手术市场规模 (亿元)	9
图 14: 2019-2021 年普瑞眼科门诊量和手术量	10
图 15: 2019-2021 年普瑞眼科平均客单价 (元/人)	10
图 16: 2019-2021 普瑞眼科各地区主营业务收入对比 (亿元)	11
图 17: 普瑞眼科及爱尔眼科部分二线城市成熟医院净利率对比	12
图 18: 2021 年各子公司的租赁费用和当地租赁水平对比图	13
图 19: 2019-2021 公司人员数量、平均薪资、人均创收情况.....	13
图 20: 2021 年公司医护人员学历与可比公司的对比情况.....	13
图 21: 2021 年公司多点执业医师来源和职称比例.....	13
图 22: 公司医护人员平均薪酬与可比公司的对比情况 (万元)	14
图 23: 2019-2021 公司多点执业医师薪酬及占比.....	14
图 24: 2017-2023H1 公司主营业务构成.....	15
图 25: 2017-2023H1 各项目毛利率.....	15
图 26: 屈光手术发展史.....	16
图 27: 公司主要的角膜塑性镜采购数量情况 (片)	18
图 28: 人工晶体技术发展过程.....	18
图 29: 普瑞眼科白内障手术量 (例)	18

表 目 录

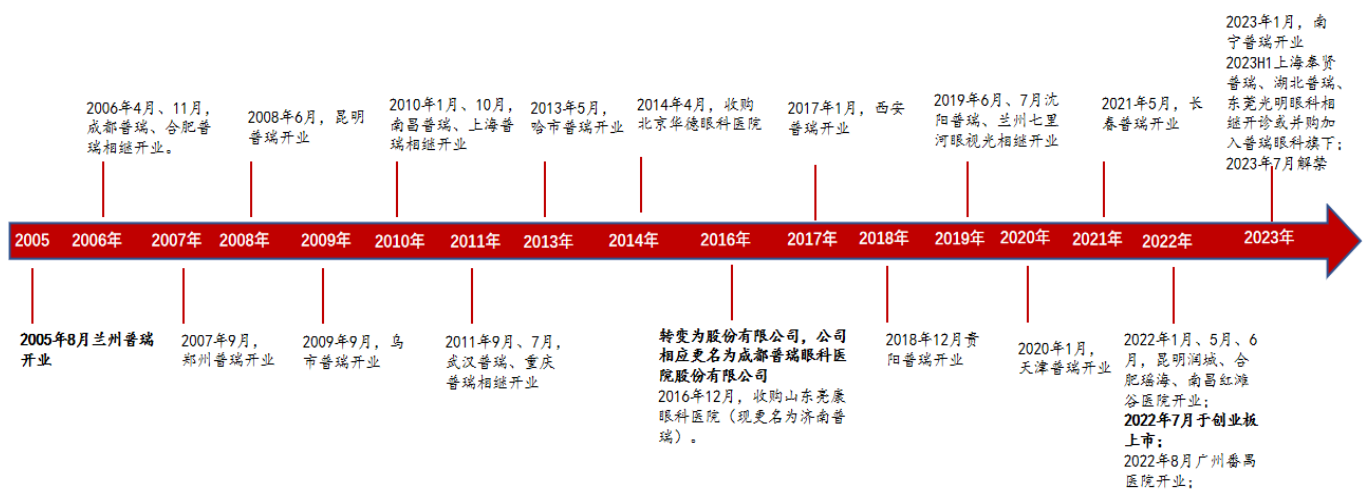
表 1: 公司主营诊疗项目	1
表 2: 公司屈光项目应用设备	3
表 3: 公司高管介绍 (部分)	4
表 4: 屈光预防和矫正方式对比	6
表 5: 不同白内障手术术式对比	8
表 6: 2022 年民营眼科竞争对手规模对比	11
表 7: 2021 年民营眼科竞争对手规模对比	11
表 8: 2019-2023H1 普瑞眼科各地区经营情况	12
表 9: 公司支付多点执业医生的报酬标准	14
表 10: 普瑞眼科屈光项目内容及设备	17
表 11: 国内角膜塑形镜现状	17
表 12: 普瑞眼科分业务盈利预测 (百万元)	20
表 13: 可比公司估值对比 (PE)	20
表 14: 可比公司估值对比 (PEG)	21

1 眼科行业新星企业，省会路线快速扩张

1.1 专注于国内眼科医疗服务市场，公司业务稳健发展

普瑞眼科是国内业务成熟且覆盖广泛的大型专业眼科连锁医疗机构。普瑞眼科始创于2005年，专注于国内的眼科医疗服务市场，为国内眼科疾病患者提供优质医疗服务。目前普瑞眼科已在国内北京、上海、天津、重庆、成都、武汉等20个重点城市设置了共27家眼科医院以及3家眼科门诊部，形成了覆盖广泛的眼科医疗服务连锁网络。普瑞眼科设有专门的眼病研究所，充分发挥科研助力服务水平，目前普瑞眼科已经有眼科医疗服务人员共计1000人以上，未来人员规模还将继续扩大。

图 1：公司发展历史



数据来源：招股书，西南证券整理

普瑞眼科能为患者提供多样化的眼科全科医疗服务，包括屈光项目、白内障项目、医学视光项目和综合眼病项目四大类。屈光项目提供6大类近视矫正手术服务，白内障项目提供2大类白内障治疗手术服务，医学视光项目提供验光和配镜服务，综合眼病项目针对角膜病、青光眼、斜视、泪道病和眼底病5类疾病提供相应治疗服务。

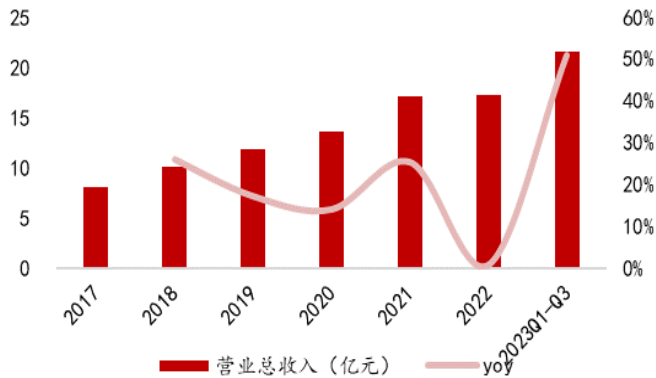
表 1：公司主营诊疗项目

主要服务	手术/治疗类型
屈光项目	全飞秒系列、半飞秒系列、飞秒系列、全激光系列、准分子系列、有晶体眼人工晶体植入术
白内障项目	白内障超声乳化术、人工晶状体植入术
综合眼病项目	角膜病、青光眼、斜视、泪道病、眼底病
医学视光项目	硬性透气性角膜接触镜、医学验光配镜

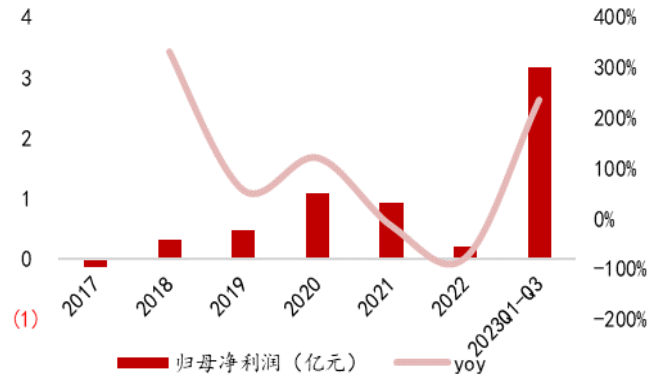
数据来源：招股书，西南证券

公司营业收入稳步增长，屈光项目为核心业务。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，公司营业收入保持稳步增长，2018年至2021年营业收入CAGR达20.7%。2020年受疫情影响，公司收入增速放缓。2021年公司逐渐摆脱疫情影响，实现营业收入17.1亿，同比增长25.5%。2017年之后公司实现多年连续盈利且基本保持增长，但

2021年实现归母净利润0.9亿元，同比下降13.8%，实现扣非后归母净利润0.9亿元，同比下降15.9%，其原因主要为公司不再享受2020年的社保减免政策以及执行新租赁准则产生的影响。2022年受Q2和Q4疫情影响，收入增速放缓，利润下跌。2023年疫情影响消散，公司业绩恢复，2023年前三季度公司实现收入21.7亿元，同比增长51.2%，实现归母净利润3.2亿元，同比增长237.5%。屈光项目是公司的核心服务项目，2023年前三季度屈光项目占公司整体收入的49%，白内障项目次之，占公司整体收入的19%。

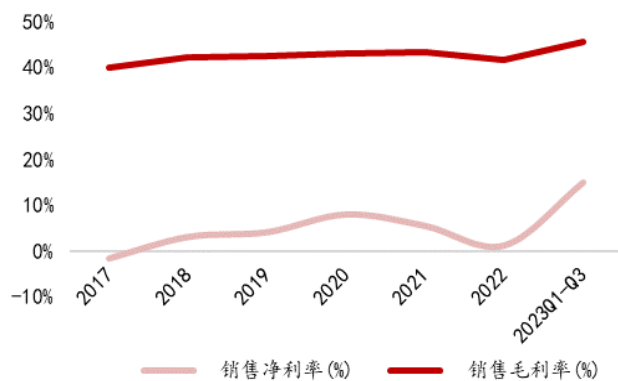
图 2：2017-2023Q3 公司营业收入及增速（更新至 Q3）


数据来源：wind，西南证券整理

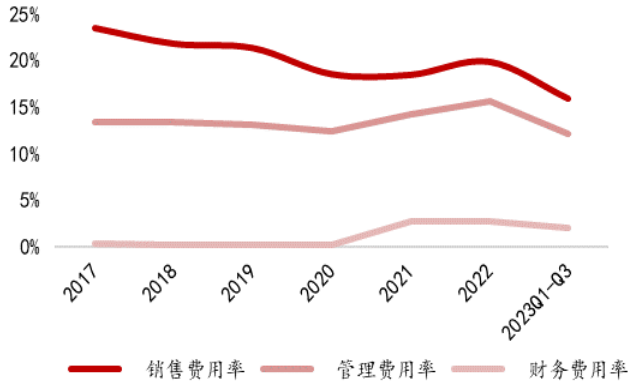
图 3：2017-2023Q3 年公司归母净利润及增速（更新至 Q3）


数据来源：wind，西南证券整理

公司盈利能力持续增强。近年来公司毛利率上升，主要是因为高毛利的视光与屈光业务以及高端白内障业务占比例增大，营业收入结构优化以及公司经营形成的规模效应所致。2023年前三季度毛利率为45.6%，同比提升1.1pp，净利率为15%，同比提升8.5pp，盈利能力持续增强。公司费用管控能力持续提升，三费率均呈下降趋势，2023年前三季度销售费用率为16%，同比下降2.6pp；管理费用率为12.1%，同比下降2pp；财务费用率为2.1%，同比下降0.6pp。从长期看，随着公司品牌知名度提升，公司费用率预计将进一步降低，公司盈利能力将持续增强。

图 4：2017-2023Q3 公司毛利率和净利率变化


数据来源：wind，西南证券整理

图 5：2017-2023Q3 公司费用率变化


数据来源：wind，西南证券整理

1.2 基于“直营连锁”，多维度推进高质量发展

坚持“直营连锁”模式，塑造成熟的经营管理体系。普瑞眼科自成立以来始终坚持“直营连锁”，公司总部对下属眼科医院等机构实施统筹管理，通过对资源要素的合理有效分配与整合，优化经营效率，带动眼科医疗服务连锁网络整体服务水平不断提升，打造辐射全国的品牌名片。以直营连锁为依托，公司采用以集中采购为主的采购模式。公司设立了专业采购子公司来负责统一采购，发挥规模效应来提升议价能力，同时也有助于公司下属眼科医院更加专注于提供眼科医疗服务。

注重高水平人才建设和高精尖设备应用，为高质量服务保驾护航。拥有高水平医师团队是提供优质医疗服务的根基，目前公司已引进先进医疗人才近 500 人，其中包含了近 200 名副高以上的专家成员，公司还通过优秀医师多点执业政策来借力公立医院优秀医师资源。此外公司也注重自身医师的培养，启动了“普瑞英才培养计划”不断为高水平团队注入新鲜血液，实现人才供给可持续。公司始终坚持应用高精尖医疗设备的理念是公司提供高质量服务的另一大保障。公司目前引入了德国蔡司、美国威视、日本托普康等海外公司生产的一大批高精尖眼科医疗设备，并且与这些设备供应商保持长期战略合作关系，确保引进的先进设备能够即时更新换代。

表 2：公司屈光项目应用设备

手术/治疗类型	主要手术方式	应用设备
全飞秒系列	ZEISS (SMILE3.0)	德国蔡司 VisuMax 全飞秒激光
	ZEISS (FLEx)	德国蔡司 VisuMax 全飞秒激光
半飞秒系列	ZEISS (FLAP)	德国蔡司 VisuMax 全飞秒激光+准分子激光设备
全激光系列	SMART	阿马仕 1050RS 全激光系统
准分子系列	IK (LASIK)	美国威视 STARS4IR 准分子激光系统、德国鹰视 wavelightEX500、德国鹰视 wavelightFS200、准分子 MEL90 激光手术系统等
	EK (LASEK)	美国威视 STARS4IR 准分子激光系统、德国鹰视 wavelightEX500、准分子 MEL90 激光手术系统等
有晶体眼人工晶体植入术	ICL/TICL	手术显微镜

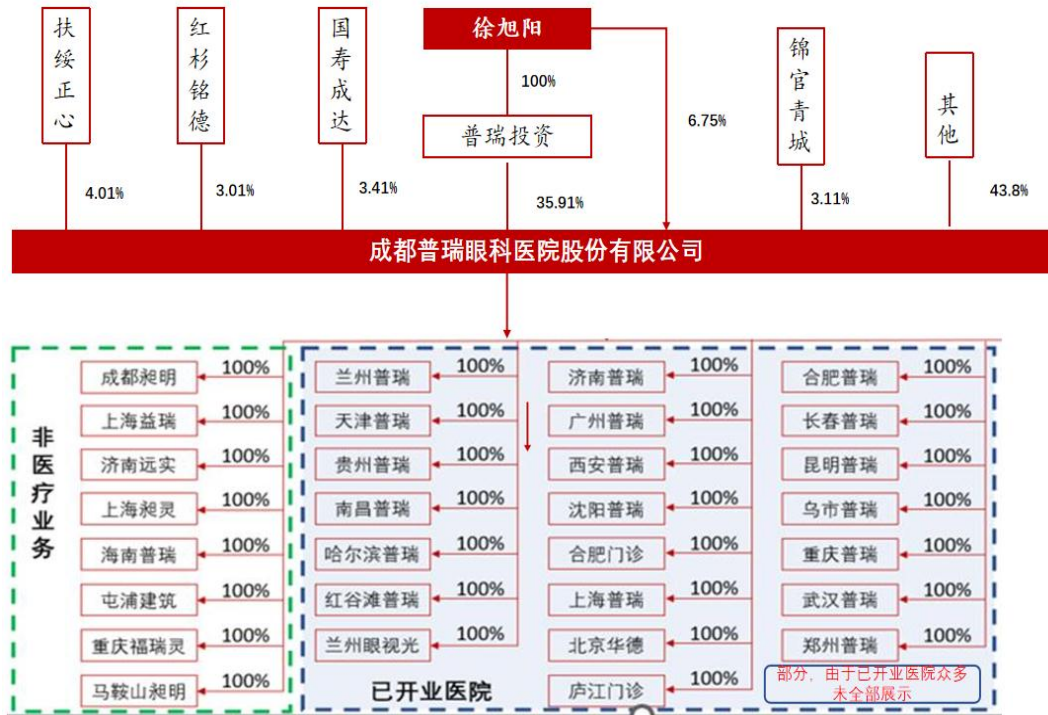
数据来源：招股书，西南证券整理

广泛开展海内外技术与学术合作，不断提升综合竞争力。公司广泛开展与海内外各类专业机构的合作，不断提升技术与学术综合能力。国内方面，公司与多地卫生部门合作，设立了四川研究所、兰州研究所和济南研究所，同时也和同仁医院、中山眼科中心、北大眼科等机构保持良好合作关系。海外方面，公司下属多家医院是美国 AMO 公司（现雅培医疗）人工晶体临床应用基地以及德国蔡司临床技术支持单位，能够实现眼科诊疗技术水平的不断提升。

顺应互联网医疗发展趋势，加快提升信息化管理水平。公司上市募集资金将有 35.5% 用于信息化管理建设项目，将大幅提升公司整体的信息化管理水平，具体将体现在以下四个方面：1) 完善多方面数字化医院应用系统，提升运营效率以应对公司连锁规模扩大带来的信息系统运行压力的增大。2) 建设优化公司集成信息平台，包括对于患者和医护人员服务平台、公司员工办公平台、各类软件开发平台，实现医院内外部信息有效连通与共享。3) 改善网络与运营环境确保医院信息系统平稳运行，降低故障概率。4) 加强医院数据安全保障水平，建立完善危机应对方案。

公司控股股东为普瑞投资，徐旭阳为实际控制人。公司的控股股东是成都普瑞世纪投资有限责任公司（普瑞投资），实际控制人是徐旭阳先生，通过普瑞投资、扶绥正心、锦官青城、扶绥正德等合计持有公司 42.7% 的股权。

图 6：公司股权结构图



数据来源：招股书，显示部分重要子公司，西南证券整理

公司管理层过往履历丰富多元。徐旭阳先生为现任公司董事长兼总经理，曾任美国科医人医疗激光公司高级销售工程师。公司管理层整体学历高，绝大部分为硕士及以上学历，且均拥有深厚工作经验，过往任职履历丰富。

表 3：公司高管介绍（部分）

姓名	职位	主要背景
徐旭阳	董事长、董事	硕士学历，曾任美国科医人医疗激光公司高级销售工程师，现任普瑞眼科董事长、总经理以及普瑞投资执行董事、法定代表人
曹长梁	副总经理、董事	硕士学历，曾分别于普瑞有限、兰州普瑞眼科医院有限公司、重庆普瑞眼科医院有限公司、合肥普瑞眼科医院有限公司任执行院长，现任普瑞眼科副总经理
刘中香	副总经理	医学学士，工商管理学硕士，历任南昌普瑞眼科医院有限责任公司，武汉普瑞眼科医院有限责任公司执行院长，湖北普瑞眼科医院有限公司筹备负责人，现任公司副总经理。

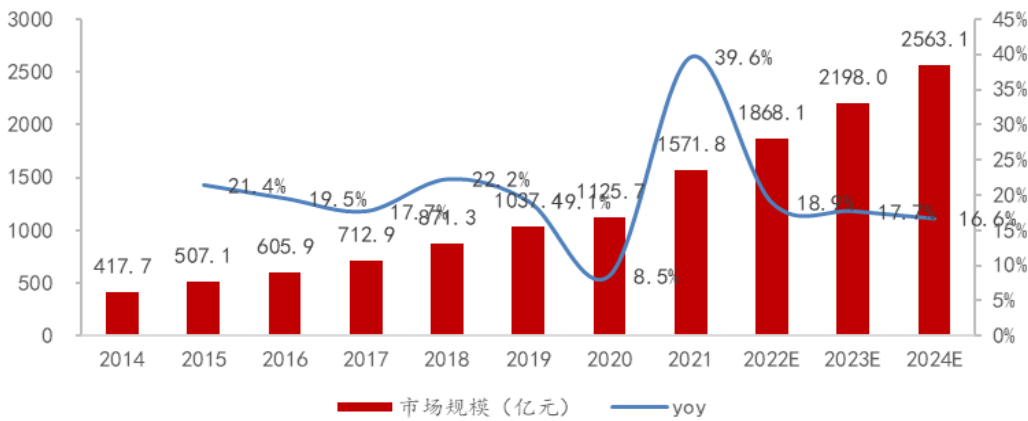
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 眼科医疗服务市场持续扩容，民营龙头迎来结构性机会

中国眼科患者基数庞大，患病年龄范围广，眼科诊疗市场持续扩容具有确定性。根据 2021 年《国民视觉健康报告》，目前我国眼部疾病患者基数庞大，其中近视患者 6.3 亿，占全国人口数量的近 50%，白内障患者超过 2 亿，患者基数大，干眼症、青光眼等眼科疾病治疗也存在刚需。同时，眼科疾病所涉及的年龄范围较广，屈光不正的患者年龄分布大致为 5-50 岁，白内障主要为老年人，据央广网报道，中国 60 岁以上的老年人白内障发病率为 80% 以上。

目前眼科医疗行业市场已经达千亿规模。根据中国卫生健康年鉴数据，华经产业研究测算，中国眼科医疗市场的行业规模从 2015 年 507.1 亿增长至 2021 年的 1571.8 亿，CAGR 达 20.8%，保持稳定高速增长。随着现代工作、学习、娱乐用眼强度大幅增加，老龄化进程不断加速，中国眼科医疗市场持续扩容确定性高。

图 7：2014-2024E 中国眼科医疗行业市场规模及预测



数据来源：历年中国卫生健康统计年鉴，华经产业研究院，西南证券整理

图 8：常见视力障碍及首选治疗方法

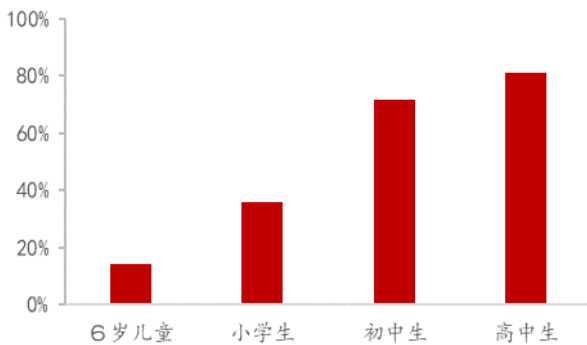
手术类别	手术名称	视力障碍					
		屈光不正				眼疾	
		近视	远视	散光	老花眼	白内障	
晶体置换手术 (45岁以上)	先进晶体置换手术	三焦点	✓	✓	✓	✓	✓
	传统晶体置换手术	变焦点	✓	✓	✓	✓	✓
		单焦点			✓		✓
屈光手术 (18-45岁)	晶体植入	后房型人工晶体 (ICL)	✓	✓	✓		
	屈光性激光手术	全飞秒激光手术	✓		✓		
		准分子激光角膜原位磨镶术	✓	✓	✓		
		PRK/LASEK	✓	✓	✓		

数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

2.1 近视防治需求旺盛，光学矫正及屈光手术需求量大

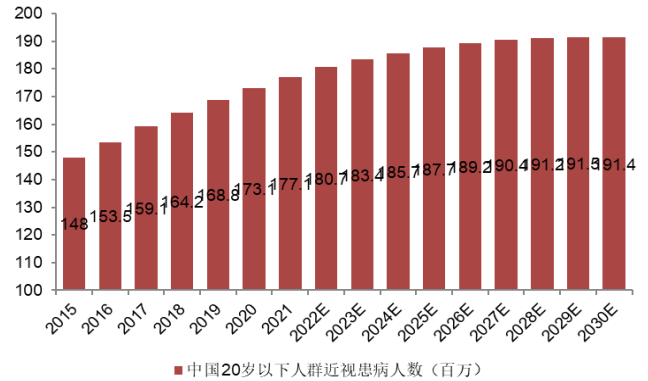
我国青少年近视问题严峻。我国青少年近视率与近视人口高居世界第一。根据国家卫健委数据显示，2022年我国儿童青少年总体近视率为53.6%，其中，6岁儿童为14.5%，小学生为36%，初中生为71.6%，高中生为81%。学生户外活动时间短、睡眠时间不达标、不科学使用电子设备等因素导致近视率不断提升，近视低龄化问题突出。据Frost & Sullivan预计，2021年我国20岁以下近视患者数量达1.8亿人，近视患者总体数量达7亿人。

图 9：2022 年中国各类人口近视率



数据来源：卫健委，西南证券整理

图 10：2015-2030 中国 20 岁以下近视患病人数



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

对于预防和延缓近视，通常通过佩戴框架眼镜、角膜接触镜、角膜塑形镜以及低浓度阿托品进行矫正。框架眼镜相对经济、安全，适用于大部分近视的矫正。角膜接触镜分为软性角膜接触镜和硬性角膜接触镜两种，软性角膜接触镜材质柔软度较好，但透氧性较差，适合成年人佩戴，但佩戴不当或者长期佩戴容易引起结膜炎、角膜炎等并发症；硬性角膜接触镜成型性好，不易变形，光学矫正质量高，尤其是对一些高度近视和散光的患者，矫正效果更好；角膜塑形镜是硬性角膜接触镜的一种，通过重塑角膜形态暂时降低近视屈光度数，从而提高裸眼视力；低浓度的阿托品适合12岁以内的儿童青少年使用，实验显示0.01%的阿托品能帮助6~12岁儿童青少年近视增长平均减缓60%~80%。

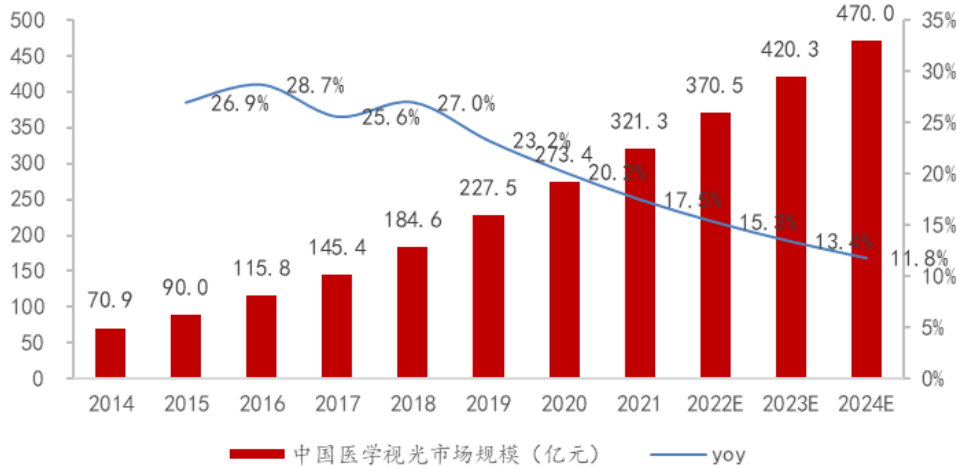
表 4：屈光预防和矫正方式对比

矫正类型	适用人群	优点	缺点
框架眼镜	无限制	方便、经济、安全	运动不方便、外观上部分人不能接受
软性角膜接触镜	矫正屈光不正，成年人使用	美观、容易适应、配戴后运动更方便	美观、容易适应、配戴后运动更方便；长期配戴软性角膜接触镜可能引起严重缺氧反应或巨乳头性结膜炎
硬性角膜接触镜	高度近视、高度远视；高度散光、不规则散光	透气性好，成像质量高	初戴时异物感强，需要时间适应；不适用于患有急性角结膜炎、重度干眼等活动性眼病的患者，不适用于长期处于多风沙、高污染及化学制品的环境里
角膜塑形镜	年龄大于8岁，且角膜曲率在40.00~46.00D之间	夜间配戴，白天不需配戴框架眼镜或角膜接触镜。能有效延缓35%~60%近视进展	价格较贵，护理操作要求高，配戴不当存在并发症风险；不适用于活动性角膜炎，角膜知觉减退以及其他眼部疾病的患者
低浓度阿托品	不受年龄、近视度数限制，建议12岁以内、近视增长量 $\geq 0.75D$ /年的儿童青少年使用	每晚睡前使用1次，使用简单，价格低廉	单独使用低浓度阿托品滴眼液对6~12岁儿童青少年眼轴增长的控制作用原理尚不确定

数据来源：《近视管理白皮书2019》，西南证券整理

中国医学视光市场发展迅速。根据灼识咨询数据，我国视光市场从 2014 年的 70.9 亿元迅速扩张到 2021 年的 321.3 亿元，其中民营医院年均复合增长率为 30.3%，公立医院年复合增长率为 26.1%。随着中国屈光不正患者人数的增加以及视光矫正单次价格的增长，中国医学视光服务市场也将得到更快的发展。

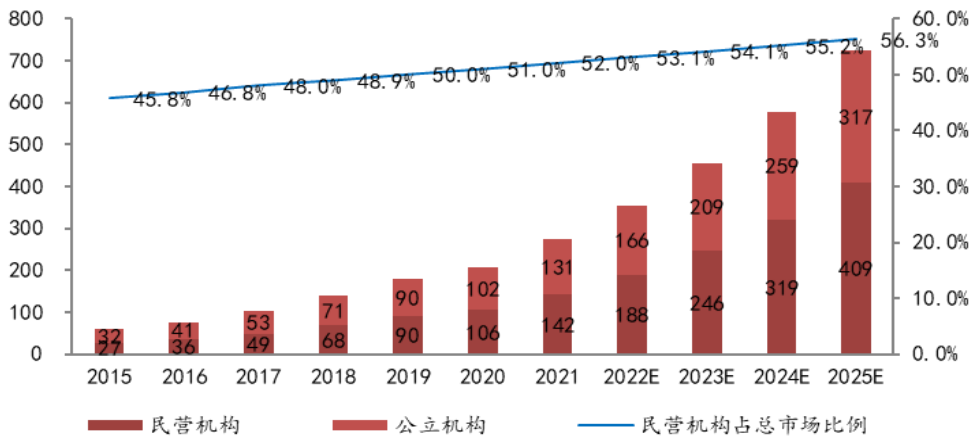
图 11：中国医学视光市场规模（2014-2024E）



数据来源：灼识咨询，华夏眼科招股说明书，西南证券整理

在国家政策的带动下，预计近视防控手段将得到更广泛的应用。2022 年 4 月，教育部印发《2022 年全国综合防控儿童青少年近视重点工作计划》，系统谋划和扎实推进新时代儿童青少年近视防控工作，确保《综合防控儿童青少年近视实施方案》中明确的加强近视防控宣传教育、定期开展视力监测、完成年度评议考核、近视率核定等儿童青少年近视防控工作重点任务落地。预计各医疗机构将会更早介入在校学生视力筛查，提升角膜塑形镜等产品的市场认知，中国视光服务市场前景广阔。

中国屈光手术市场发展迅速，市场规模将超 700 亿。2015 年中国屈光手术市场规模约为 59 亿元，2021 年增长至 273 亿元，年均复合增长率为 29.1%。随着屈光不正患者数量不断增长、人民消费水平提升、术式升级带动量价齐升，预计屈光手术市场规模将不断增长，根据灼识咨询预测，至 2025 年我国屈光手术市场规模将达到 726 亿元。民营机构借助其产品、服务质量与定价优势，收入规模与占总市场的比例不断提升，2021 年眼科民营医院屈光手术市场占比为 52.0%，根据灼识咨询预测 2025 年占比将提高至 56.3%。

图 12：2015-2025E 中国屈光手术市场规模（亿元）


数据来源：历年中国卫生健康统计年鉴，灼识咨询，西南证券整理

2.2 老龄化趋势日益严峻，白内障手术有望持续放量

老龄化背景下，白内障手术潜在患者人口基数大。白内障是由老化、遗传、外伤等原因引起的人眼天然晶状体变性而发生混浊，导致光线被阻扰无法投射在视网膜上，造成患者视物模糊或完全失明。白内障具有较高的年龄相关性，根据 2021 年中华医学会眼科学分会统计，在 60-89 岁的老年人中，白内障的发病率达 80%；90 岁以上人群发病率可达 90% 以上。目前中国社会老龄化进程加剧，2021 年 60 岁以上人口数已超 2.6 亿人，且高龄化趋势明显，预计白内障患者人数将持续增加。

白内障术式不断更新迭代，为患者提供更多选择。随着超声乳化吸除手术、冷超声乳化技术、微切口乳化技术、飞秒激光辅助白内障手术出现，以简单复明为目的的传统白内障手术正逐渐被个性化屈光性白内障手术取代，同时，手术设备不断更新、术前检查更加完善、个性化屈光性人工晶体出现都在推动患者需求从“看得见”向“看得好”转变。

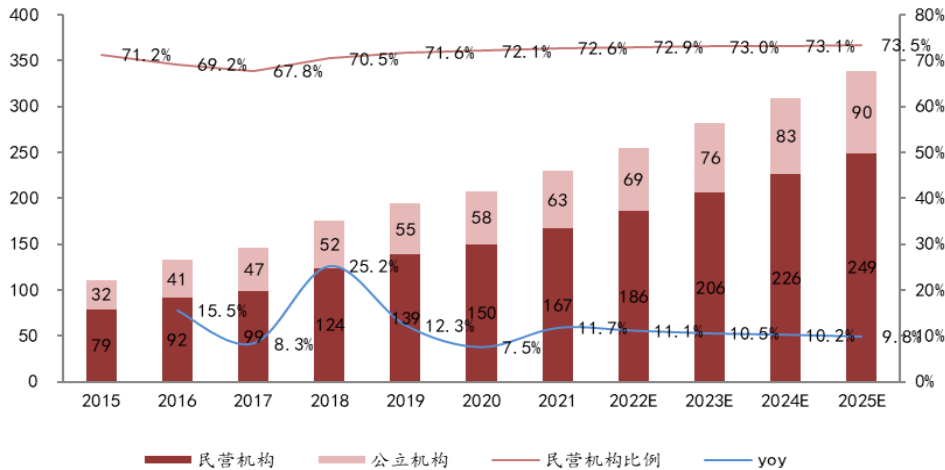
表 5：不同白内障手术术式对比

手术名称	手术特点	优点	缺点
超声乳化吸除术	在超乳能量的作用下，混浊的晶状体可通过 2.5~3.2mm 的透明角膜切口逐块吸除，并在原切口保持不变的条件下将可折叠式 IOL 植入囊袋内	最常使用的手术类型，切口较小，术后不需要缝合，手术时间短，对眼压产生的影响小	传统超声乳化在超乳过程中，可引起热能积聚，进而对眼内组织，特别是角膜内皮造成损伤
冷超声乳化技术	在原有超声乳化的基础之上，冷超声乳化技术可使乳头工作中的温度降到 34℃，对角膜切口的灼伤几乎为零	明显提高超声乳化效率，术后并发症较少	价格较高
微切口双手超声乳化术	主切口缩小至 0.9~1.4mm	实现高超声乳化效率、高前房稳定性、低切口温度和微小切口，大大减少了术后角膜散光	易影响术中前房的稳定，价格较高
飞秒激光辅助白内障术	在超声乳化的基础之上，引入飞秒激光，主要应用于晶状体前囊膜切开、激光碎核和消除散光个性化切口的制作，缩短了患者超声乳化时间	提高了囊切术的稳定性，增加了植入 IOL 的稳定性；减少了超声波的使用；手术切口稳定，术后散光减少	不能应用于角膜瘢痕、虹膜粘连、眼球震颤以及致密硬核的白内障患者，价格较高

数据来源：CNKI，西南证券整理

中国白内障手术市场规模保持快速增长。根据灼识咨询数据，2015 年国内白内障手术市场规模约为 111.3 亿元，2021 年增至 230 亿元，年均复合增长率为 12.9%。预计随着我国老龄化趋势加剧，市场规模将持续扩容，灼识咨询预测至 2025 年我国白内障手术市场规模将达到 339 亿元。

图 13：2015-2025E 中国白内障手术市场规模（亿元）



数据来源：历年中国卫生健康统计年鉴，灼识咨询，西南证券整理

2.3 民营医院迎来结构性机会，有望成为眼科诊疗服务市场主力

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。2015-2021 年，民营眼科医院数量快速增加，从 2015 年的 397 家增至 2021 年的 1144 家，年均复合增速为 19.3%，2021 年民营眼科医院数量占眼科专科医院的 95.1%。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。

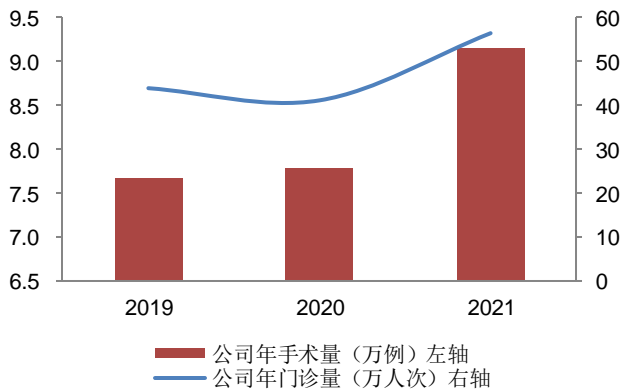
眼科单院初始投资额适中，易于连锁扩张。眼科是依赖影像学检查和眼科设备进行手术和治疗的学科，常见的眼科设备包括眼科检查设备、验光设备、激光治疗设备、准分子激光手术系统等，单一设备的采购价格在几十万元至百万元之间，蔡司全飞秒设备价格上千万，整体单家眼科医院固定投资总价可能在 1000 万-3000 万。由于设备相对昂贵，医生脱离民营眼科医院自主开店的可能性较小；同时相对其他科室亿元级别的单院投入，千万级别的单院投入，不会对民营眼科医院形成太大的资金压力，易于连锁扩张。

3 三大优势助力公司成长，打造眼科医疗新星企业

3.1 经营现状：需求供给双重加持，全国覆盖稳步推进

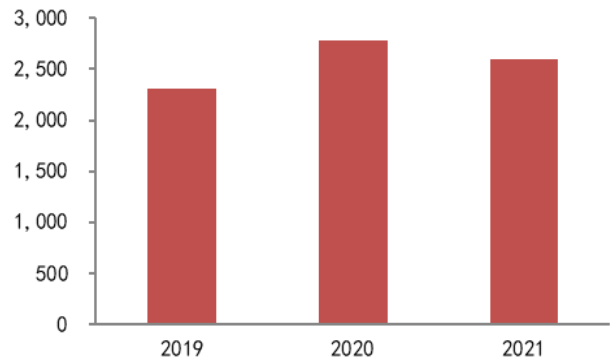
患者需求逐年增加，品牌效应造就收入稳步增长。公司盈利取决于患者流量和客单价。自 2006 成立后，业务规模不断扩张，品牌影响力稳步提升、诊疗水平的提高和设备的不断优化，普瑞眼科实现了门诊量、手术量和平均客单价的提升。门诊量和手术量从 2019 年的 43.91 万人次和 7.67 万例提升至 2021 年的 56.46 万人次和 9.16 万例，平均客单价较为平稳。

图 14：2019-2021 年普瑞眼科门诊量和手术量



数据来源：普瑞眼科招股书，西南证券整理

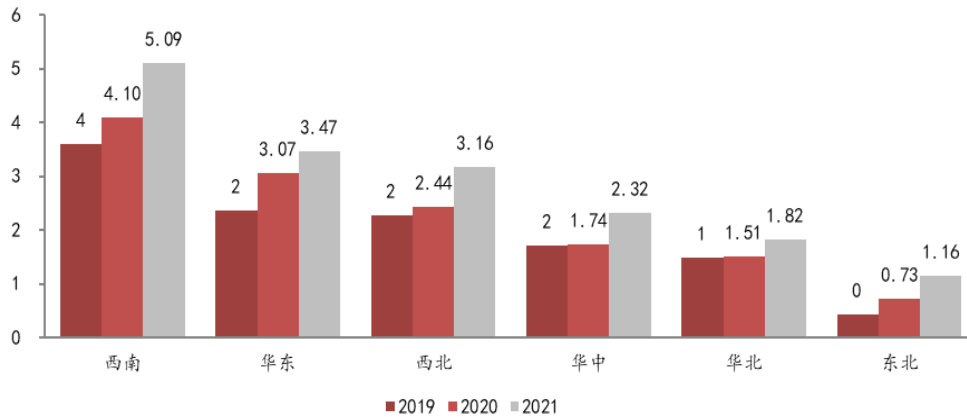
图 15：2019-2021 年普瑞眼科平均客单价（元/人）



数据来源：普瑞眼科招股书，西南证券整理

全国覆盖范围广，采取“辐射”方案：普瑞眼科对国内眼科医疗服务推行“全国分散、地区集中”的市场战略，扩大公司医疗服务的覆盖范围，使更多患者享受公司优质的眼科医疗服务。公司自设立之日起，主要通过直辖区、省会城市等重点城市进行医院布局，进而辐射周边。公司在全国二十余个直辖市及省会城市设立 27 家眼科专科医院和 3 家眼科门诊部。除此之外，公司还拥有专业眼病研究所，为公司开展眼科医疗服务提供技术支持。

各地区营收可观且逐年增长。普瑞眼科在六大地区 2019-2021 年的营收稳步增长，2022 年受疫情散发影响，各地受影响程度不同，故用 2019-2021 年数据进行对比较为客观。公司西北地区的兰州普瑞、乌鲁木齐普瑞具有良好的品牌口碑，在当地具有较强的竞争力；西南地区是贡献收入最高的地区，昆明普瑞及成都普瑞均在当地经营多年，具有良好的口碑，是公司主营业务收入的主要来源地。紧随其后的华东地区收入依然可观，合肥普瑞和上海普瑞通过开展较多的近视防控知识校园普及、白内障义诊等营销活动，并产生了较好的经济效益。

图 16：2019-2021 普瑞眼科各地区主营业务收入对比（亿元）


数据来源：普瑞眼科招股书，西南证券整理

3.2 连锁扩张：“跑马圈地”实现全国扩张，成熟医院盈利能力强

省会扩张路线突破省际限制，“跑马圈地”扩大覆盖范围。2005 年普瑞眼科诞生，近年来迅速发展，树立品牌形象，医院数量、门诊量稳步上升。行业内公司中，爱尔眼科覆盖范围涉及海内外，华夏眼科主要收入集中在华东地区，朝聚眼科主要收入集中在华北地区，何氏眼科主要集中在东北地区，而普瑞眼科坚持省会扩张路线，覆盖范围广，收入分布较为平均，已实现全国范围内的扩张。

表 6：2022 年民营眼科竞争对手规模对比

医院名称	成立时间	上市时间	医院数量/家	手术量(万例)	门诊量(万人次)	分布地区
爱尔眼科	2003	2009	215	87.1	1125.1	全国大部分省市、海外部分国家（地区）
普瑞眼科	2005	2022	24	—	—	西南、华东、西北、华中、华北、华南、东北
华夏眼科	2004	2022	57	—	—	华东、西南、华中、华南、华北
朝聚眼科	1988	2021	24	—	99	华北、华东
何氏眼科	2009	2022	3+64	—	116	东北、华北、华东、华南、西南

数据来源：公司年报，招股说明书，西南证券整理

表 7：2021 年民营眼科竞争对手规模对比

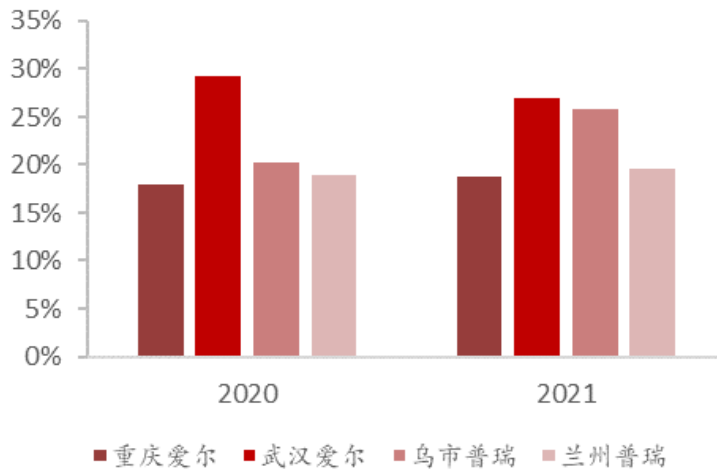
医院名称	成立时间	上市时间	医院数量/家	手术量(万例)	门诊量(万人次)	分布地区
爱尔眼科	2003	2009	174	81.7	1019.6	全国大部分省市、海外部分国家（地区）
普瑞眼科	2005	2022	23	9.2	97.5	西南、华东、西北、华中、华北、东北
华夏眼科	2004	2022	56	29.3	167.1	华东、西南、华中、华南、华北
朝聚眼科	1988	2021	18	-	88.7	华北、华东
何氏眼科	2009	2022	3	4.6	119	东北、华北、华东、华南、西南

数据来源：公司年报，招股说明书，西南证券整理

省会城市成熟医院收入过亿，净利率不输行业头部公司。兰州普瑞、乌市普瑞、重庆爱尔及武汉爱尔店龄均已超过 10 年，为两公司在中西部二线城市中运营较为成熟的医院。兰州普瑞、乌市普瑞主营业务收入构成与集团整体类似，屈光项目收入逐年增长。随着几年来

普瑞眼科品牌的树立和口碑的建设,以及持续扩张在各地快速生根并争夺市场,实现收入快速增长。兰州普瑞 2021 年收入 1.21 亿元,净利润 0.24 亿元,净利率 19.6%;乌市普瑞 2021 年收入 1.24 亿元,净利润 0.32 亿元,净利率 25.9%,盈利能力不输重庆爱尔(2021 年净利率 18.9%)以及武汉爱尔(2021 年净利率 27%),由于 2022 年乌市普瑞与兰州普瑞受疫情影响大,故用 2021 年数据较为客观。

图 17: 普瑞眼科及爱尔眼科部分二线城市成熟医院净利率对比



数据来源: 普瑞眼科招股书, 爱尔眼科公司年报, 西南证券整理

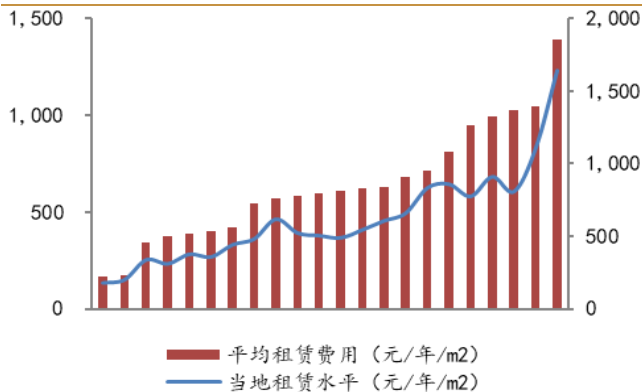
各地区的医院达到增收降本,实现“直营连锁”优势。公司通过“直营连锁”使资源要素在公司中最大程度流通和利用,大大提高经营效率,增收降本,最大程度保证各地区的子公司经营质量。西南地区作为公司主要收入来源的地区,各公司均具有良好口碑,运营成熟;华东地区通过开展营销活动、科普宣传从而推动公司发展;西北、华中和华北根据各区域的地区特点有针对性地开展相应项目;东北地区由于两家公司于 2018 年成立,目前处于培育期,因此东北地区占公司整体收入比例低但增长率高,体现了直营的优越性和规范性。此外,全国布局的方式还有助于对冲由于局部市场波动带来整体亏损的风险。

表 8: 2019-2023H1 普瑞眼科各地区经营情况

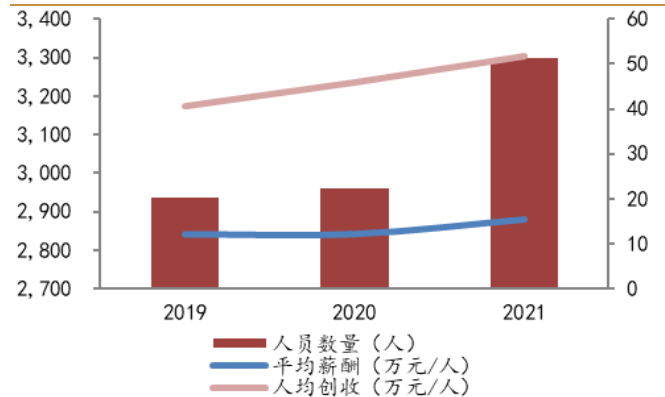
	西南	华东	西北	华中	华北	东北	华南
开业运营的医院门诊及公司	昆明普瑞、成都普瑞、贵州普瑞、重庆普瑞、昆明润城普瑞	上海普瑞、合肥普瑞、庐江门诊、合肥门诊、合肥瑶海普瑞、上海奉贤普瑞	乌市普瑞、兰州普瑞、兰州眼视光、西安普瑞、兰州雁滩门诊	南昌普瑞、武汉普瑞、南昌红滩谷普瑞、湖北普瑞	郑州普瑞、北京华德(含北京华德分公司)、济南普瑞(含济南远实)、天津普瑞	哈尔滨普瑞、沈阳普瑞、长春普瑞	广州番禺普瑞、东莞光明眼科医院、南宁普瑞
经营现状	具有良好的口碑,经营业绩较好,是公司主营业务收入的主要来源地。医院普遍开业较早,运营成熟,业务收入保持稳定增长。	积极开拓市场,开展近视防控知识校园普及、白内障义诊等营销活动。合肥普瑞屈光手术业务发展较快,上海普瑞白内障业务开展较好。	乌市普瑞四类主营业务收入较为平均;兰州普瑞屈光项目收入逐年增长。	两院根据眼科医疗服务的变化趋势,大力发展屈光业务,屈光业务收入提高直接驱动了整体医院收入的增长。	北京华德主营业务收入主要来自白内障项目及综合眼病项目,郑州普瑞主营业务收入主要来自屈光项目。	东北地区营业收入占公司整体收入比例较小,但增长可观,其中沈阳普瑞于 2018 年成立,长春普瑞于 2021 年正式开业,目前处于培育期。	2022 年 8 月广州番禺普瑞开业,2022 年底南宁普瑞开业,2023 年 Q1 东莞光明眼科并表

数据来源: 普瑞眼科招股说明书, 西南证券整理

普瑞眼科在各医院的租赁费用上实现最佳性价比。各地区医院的租赁费用与市场价格基本一致，且部分医院以低于市场价格的租赁费用达到了使用较大租赁面积和较长的租期。虽然个别地区的租赁费用高于平均价格，但从整体来看医院租赁房产支付的租金作价具有合理性和性价比。在“直营连锁”的模式下，各医院的运行模式和人员工作呈现规范性，在2019-2021年中公司的总人员数量增长迅速，人均创收同步增长，且公司人员的平均薪酬与同行业可比公司不存在重大差异。随着公司2022年的上市，普瑞眼科的品牌优势及部分新成立医院的爬坡完成预计人均创收将实现新高。

图 18：2021 年各子公司的租赁费用和当地租赁水平对比图


数据来源：普瑞眼科招股书，西南证券整理

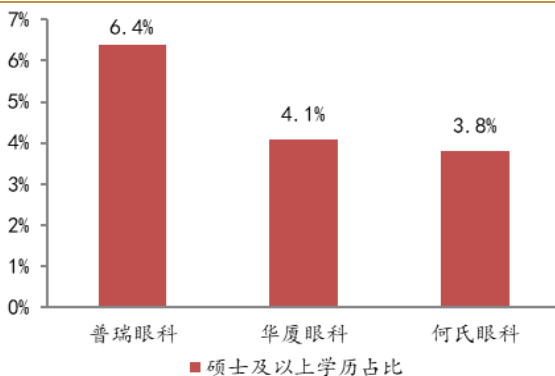
图 19：2019-2021 公司人员数量、平均薪资、人均创收情况


数据来源：普瑞眼科招股书，西南证券整理

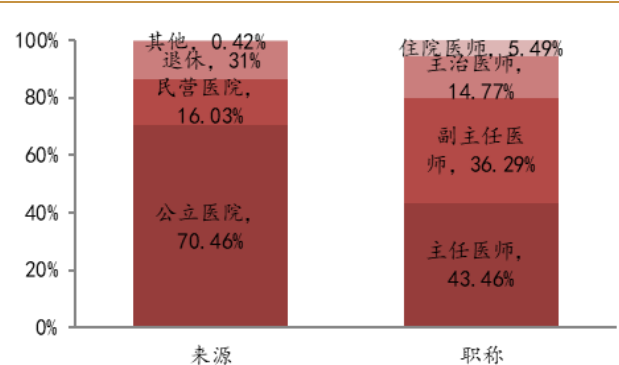
3.3 人力优势：高水平医师降低经营风险，高薪吸引人才

3.3.1 人才来源优质，打造核心力量

公司高素质人才队伍建设模式可有效降低经营风险。普瑞眼科拥有一批专业性较强的医护团队，截至2021年12月31日，普瑞眼科拥有共计1715名医护人员，其中硕士及以上学历的占比达6.4%，超过华夏眼科和何氏眼科，24名博士和85名硕士为该团队带来更为专业的指导和力量。除此之外，237名多点执业医师为该队伍带来了更为权威的力量，汇集了多名来自于公立医院及职称大多为主任和副主任的医师给予患者高质量的专业眼科服务。截至2022年12月31日，公司医疗人员数量增长至2078人，医疗团队持续扩大。

图 20：2021 年公司医护人员学历与可比公司的对比情况


数据来源：普瑞眼科招股书，西南证券整理

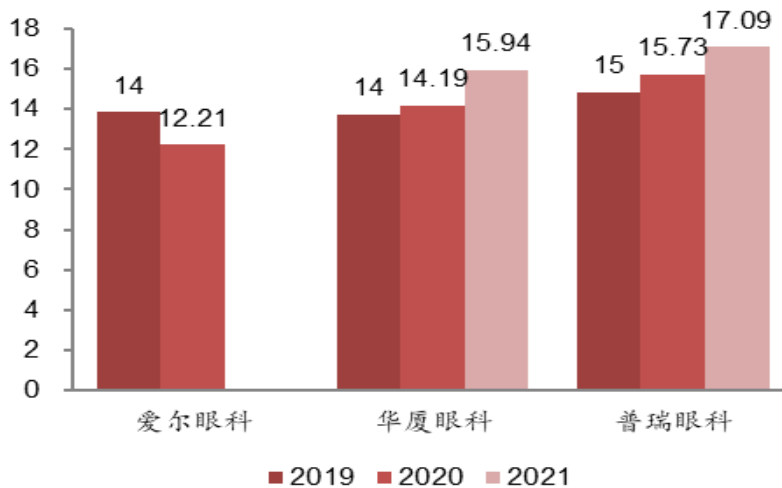
图 21：2021 年公司多点执业医师来源和职称比例


数据来源：普瑞眼科招股书，西南证券整理

3.3.2 薪酬结构推动团队建设

公司医护人员待遇可观，注重推动眼科医疗业务。2019-2021年普瑞眼科自有医护人员薪酬逐年上升，吸引了大批专业人员加入公司，数量从2019年的730人到2021年的965人，且随着公司规模的扩大，公司更注重建设眼科医疗业务的团队，该业务的医护人员占比快速上升。平均薪酬相对于爱尔眼科和华厦眼科依旧可观，近三年都位居第一，但总体不存在重大差异，较高的回报可在一定程度上推动公司打造更为专业和优秀的医护团队。

图 22：公司医护人员平均薪酬与可比公司的对比情况（万元）



数据来源：普瑞眼科招股书，华厦眼科招股书，西南证券整理

3.3.3 规范化管理多点执业医师，凝聚专业力量

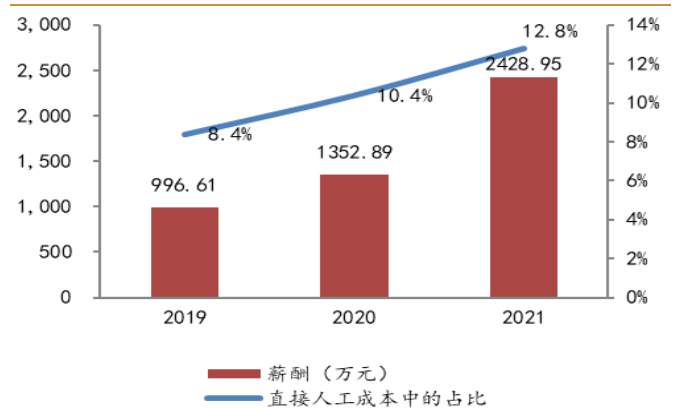
实施医师多点执业政策，加大医师薪酬占比。根据医师多点执业的政策，公司积极聘用多点执业医生从而最大程度地实现医生资源的利用，为患者提供更为专业和丰富的医疗资源。公司并为此制定了多点执业的多项制度，在标准化管理的基础上，逐年提高对多点执业医生的报酬。自2019年占直接人工成本（包括自有医护人员薪酬+多点执业医师薪酬）的8.4%提高至2021年12.8%，通过提高薪酬而激励医生为患者提供优质服务，树立品牌形象。

表 9：公司支付多点执业医师的报酬标准

项目	标准
按坐诊天数计费	1000-6000 元/天
按相关收入计费	相关收入的 8%-60%
	挂号费的 40%-100%
按手术台数计费	眼科手术 200-14000 元/台
	麻醉手术 250-1300 元/台

数据来源：普瑞眼科招股说明书，西南证券整理

图 23：2019-2021 公司多点执业医师薪酬及占比



数据来源：普瑞眼科招股书，西南证券整理

3.4 业务结构：优化业务结构，应对外部风险

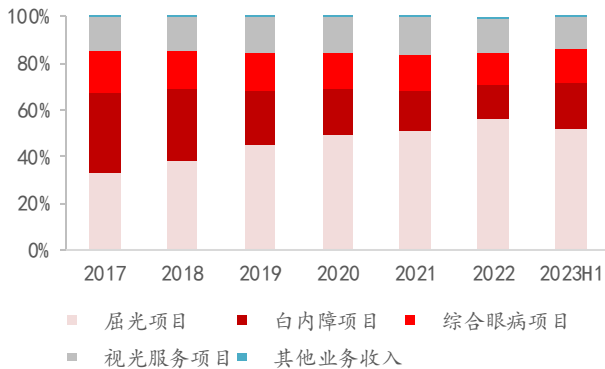
在我国医保基金长期承压的背景下，DRG 支付结算将逐步推进，涉及医保支付的项目有毛利率降低风险，公司逐步优化业务结构，提高消费属性、高毛利率项目收入占比，主动削减对医保业务收入的依赖，2021 年医保收入占比降至 15.8%。

3.4.1 高毛利项目收入占比提升

具备消费属性的高毛利项目收入占比提升，推动业绩增长。屈光、视光项目具备消费属性，是非医保支付的项目，其中屈光项目为公司毛利率最高的项目，2023H1 毛利率为 53%，公司在人员和技术设备等方面持续加大对于屈光项目的投入，推动公司业绩增长。近年公司屈光项目收入占比由 2017 年的 32.9% 提升至 2023H1 的 51.5%。从长期看，随着科技发展人们日常生活对于电子产品的依赖度持续提升，预计屈光不正的患病率将保持上升趋势，公司屈光手术潜在需求空间大；且屈光手术渗透率仍处于低位，公司为民营眼科连锁医院中的佼佼者，具有成熟的全国扩张模式以及长期的扩张规划，预计公司屈光项目手术量将持续增长。此外，由于公司自身具备技术优势，且不断引入并推广更先进、更安全的屈光术式，同时考虑到随着屈光患者消费能力提升，选择高单价屈光手术项目的比例增加，预计公司未来术式结构中高端术式占比将会提升，拉动公司屈光项目平均客单价，量价齐升推动公司业绩不断增长。

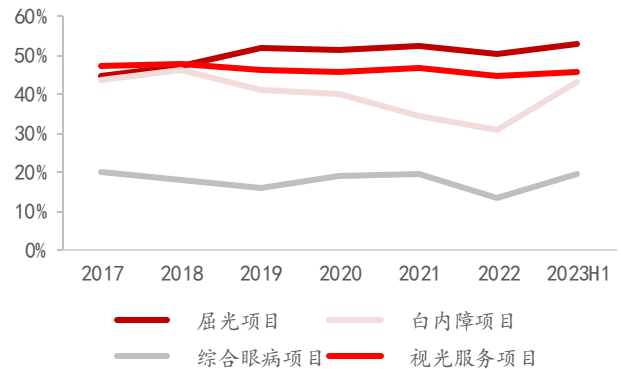
视光项目毛利率仅次于屈光项目，2023H1 毛利率为 45.7%，近年公司视光业务占比不断提升，从 2017 年的 14.4% 提升至 2022 年的 15.1%，2023H1 白内障项目收入快速增长，占比提升较快，视光业务收入占比略有下降至 13.9%。

图 24：2017-2023H1 公司主营业务构成



数据来源：wind，西南证券整理

图 25：2017-2023H1 各项目毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

3.4.2 降低医保收入占比应对控费风险

逐步调整业务结构以应对医保控费政策的影响。公司近几年不断调整业务结构以主动应对医保控费政策的不利影响。公司的收入来源可分为医保收入和非医保收入，白内障项目和综合眼科项目主要以医保基金结算为主，因此公司将更多重心放在了发展屈光项目和视光项目这类非医保收入项目。此外公司主动寻求在白内障项目上实现向业务转型，如提供非球面晶体、三焦点晶体这类高端晶体，并且努力推广飞秒白内障等单价高的新手术类型，而这类手术服务一般不受医保影响，从而实现在另一角度拉动非医保项目收入。

4 公司主营业务持续发力，屈光项目收入显著

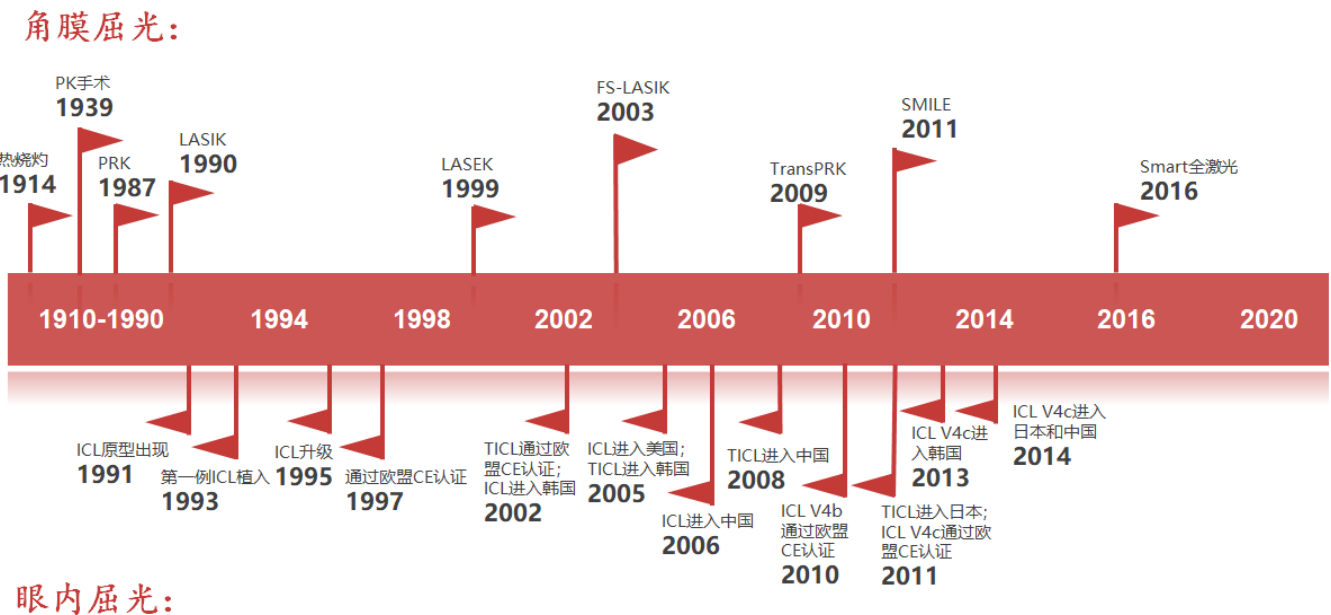
公司提供的眼科全科医疗服务主要分为屈光项目、白内障项目、医学视光项目以及综合眼病项目四大类，其中屈光项目在普瑞眼科主营业务中收入占比最大。

4.1 屈光项目

百年屈光技术探寻手术最优解。屈光手术按照手术部位分类可分为角膜屈光手术和眼内屈光手术，前者是通过重塑角膜形状或改变角膜的屈光性而实现矫正眼屈光状态的手术，后者主要指有晶状体眼人工晶状体(intraocular lens, IOL)植入和屈光性晶状体置换术，从而达到矫正屈光状态的目的，目前国内屈光手术以角膜屈光手术为主。

纵观**角膜屈光**手术的发展历史，从 1914 年到 2022 年，角膜屈光手术经历了 100 多年发展和探索中，在手术的安全性、有效性等方面上探寻最优解。主要包括：全飞秒激光小切口基质透镜取出术 (SMILE)、飞秒激光联合准分子激光手术 (FS-LASIK) 和经上皮准分子激光角膜切削术 (T-PRK)。由于 SMILE 与 FS-LASIK 手术相比，对角膜创伤小、无需制作角膜瓣等优点，因此角膜屈光发展趋势已由 LASIK 手术逐步向 SMILE 手术转变。对于**眼内屈光**手术来说，目前以晶体眼后房型人工晶体植入术 (ICL) 为主，自 1997 年在欧洲推广使用至今，由于其可行性和保证角膜完整性等优势，成为高度近视患者的最佳选择，而由于临床成本过高而发展受限。

图 26：屈光手术发展史



数据来源：《屈光手术未来发展方向及趋势》，公开资料，普瑞眼科招股书，西南证券整理

普瑞眼科布局优势屈光项目，先进设备护航手术进行。普瑞眼科的屈光项目包括准分子系列、半飞秒系列、全飞秒系列、ICL 系列和全激光系列等五类手术类型。其中全飞秒、全激光 SMART 及 ICL 手术作为屈光项目中前沿的眼科医疗技术，使得屈光技术趋向科技化、微创化。作为优势技术，在屈光领域引进德国蔡司 VisuMax 全飞秒激光系统等 47 个设备，实现在全部医院开展技术领先的全飞秒屈光手术。

表 10：普瑞眼科屈光项目内容及设备

屈光项目	主要手术方式	对应设备
全飞秒系列	ZEISS (SMILE3.0)	德国蔡司 VisuMax 全飞秒激光
	ZEISS (FLEx)	德国蔡司 VisuMax 全飞秒激光
半飞秒系列	ZEISS (FLAP)	德国蔡司 VisuMax 全飞秒激光+准分子激光设备
全激光系列	SMART	阿马仕 1050RS 全激光系统
准分子系列	IK (LASIK)	美国威视 STARS4IR 准分子激光系统、德国鹰视 wavelightEX500、德国鹰视 wavelightFS200、准分子 MEL90 激光手术系统等
	EK (LASEK)	美国威视 STARS4IR 准分子激光系统、德国鹰视 wavelightEX500、准分子 MEL90 激光手术系统等
有晶体眼人工晶体植入术	ICL/TICL	手术显微镜

数据来源：普瑞眼科招股说明书，西南证券整理

STAAR 为最大供应商，公司占据成本优势。公司在屈光晶体上共与 4 家供应商建立合作：兰胜供应链管理（上海）有限公司、广东众生医药贸易有限公司、杭州若朗生物科技有限公司、上海恒旬医疗器械商行。其中最主要的供应商为兰胜供应链管理（上海）有限公司，该公司是 STAAR 品牌 ICL 人工晶体的全国独家总代理商。由于普瑞眼科可以直接从全国一级代理商处采购晶体，因此有效避免了价格加成，从而具有较大的采购价格优势；并且屈光晶体的采购价格是与供应商协商确定，因此随着公司采购量的逐年增长，公司的议价能力有所提升，促使采购价格逐年降低。而屈光手术量少于普瑞眼科的其他眼科从非一级代理商处进行采购，且采购量相对较少导致议价能力不足，因此采购价格较高。

4.2 视光项目

角膜塑形镜成为专家推荐，国内在售品牌百花齐放。视光技术与屈光手术不同，是通过非手术方式来矫正屈光不正。医学视光业务范围通常由医学验光配镜（架眼镜、软性角膜接触镜、各种功能性镜片眼镜等）和屈光不正视力矫正（角膜塑形镜和硬性透气性角膜接触镜的验配等）两部分组成，其中角膜塑形镜作为世界卫生组织 WHO 推荐使用的青少年近视防控方法并且具有较高壁垒在近年来发展迅速。国内获批生产角膜塑形镜的企业公司 9 家，包括 3 家国内企业：欧普康视、爱博诺德、中国台湾亨泰，和 6 家国外厂家：美国 Euclid、美国 C&E、Paragon Vision、荷兰 Procornea）、日本阿尔发和韩国露晰得，普通片的平均单价位于 7000-13000 元/片。

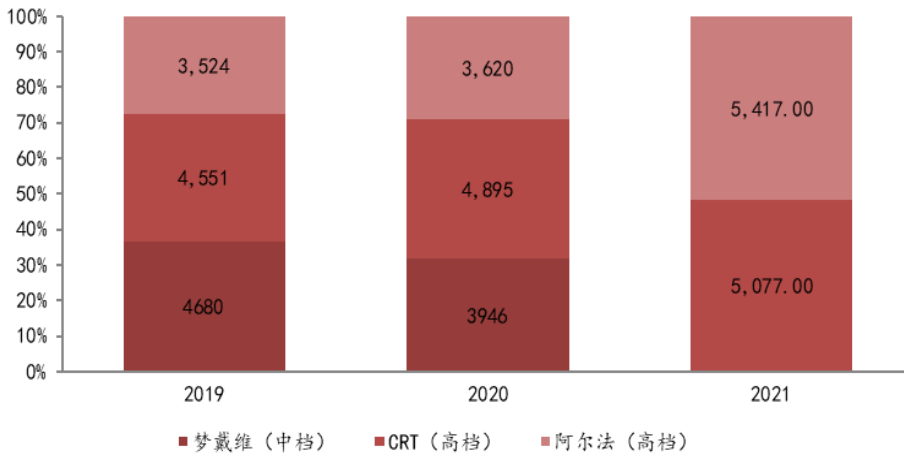
表 11：国内角膜塑形镜现状

品牌	注册人	产地	镜片材料来源	单价（普通片）/元	档位
梦戴维	欧普康视	中国	博士伦	7000（与度数正相关）	中
亨泰	亨泰光学	中国台湾	博士伦	7000	低
普诺瞳	爱博医疗	中国	Contamac	7000	低
CRT	PARAGON	美国	Paragon	13000	高
菁视（Essence）	C&EGPSpecialists	美国	Paragon	10000	高
DreamLite	Procornea	荷兰	博士伦	9000	中
Lucid	韩国露晰得	韩国	博士伦	9000	中
Euclid	Euclid	美国	博士伦	9000	中
阿尔法	阿迹发集团株式会社	日本	博士伦	10000	高

数据来源：爱博医疗招股说明书，普瑞招股说明书，公司年报，公开资料，西南证券整理

普瑞眼科布局高档角膜塑形镜，统一采购，增收降本。公司角膜塑形镜种类较为固定：CRT、阿尔法、梦戴维和亨泰，其中 2019-2020 年主要采购对象为 CRT、阿尔法、梦戴维，2021 年后梦戴维采购数量大幅降低，选择布局高档角膜塑形镜。公司的角膜塑形镜主要由重庆福瑞灵、马鞍山昶明公司统一集中采购，与相应供应商进行询价、谈判等，最大化程度地发挥公司的议价能力和规模化效益。

图 27：公司主要的角膜塑形镜采购数量情况（片）

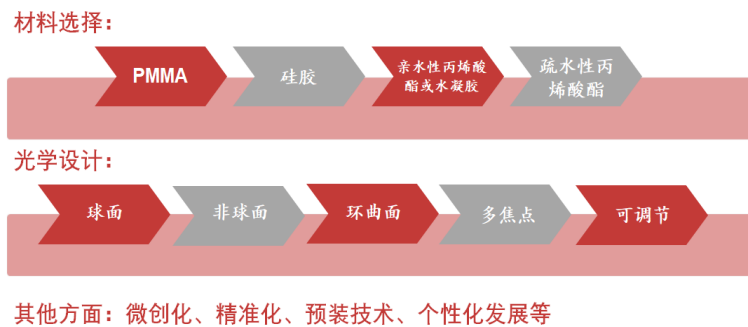


数据来源：普瑞眼科招股书，西南证券整理

4.3 白内障项目

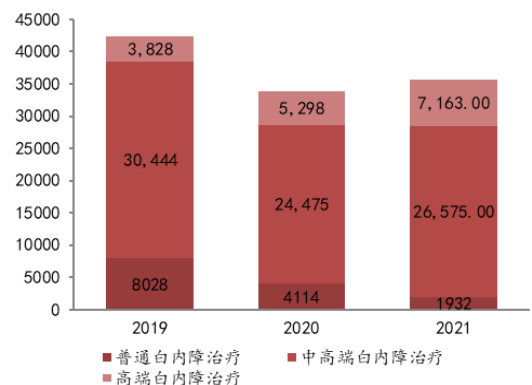
人工晶状体植入技术引领白内障手术，普瑞眼科弹性调整项目占比。白内障是眼科致盲的首要病因，根据 WHO 的报告，全球致盲原因中白内障占 39%，居于首位，通过手术植入人工晶状体以取代已变浑浊的天然晶状体是治疗白内障唯一有效的手段。随着该领域中出现了不同材料以及非球面、环曲面、多焦点等的各类新型屈光性人工晶状体，白内障的治疗效果可满足不同患者的多样化需求。2019-2021 年普瑞眼科的白内障手术量出现波动下降，受医保政策影响大，因此公司对布局情况有所调整：单价低的中、低端白内障项目（PMMA、普通折叠、非球面晶体）进行缩量，放量单价高的高端白内障项目（多焦、三焦晶体）。

图 28：人工晶体技术发展过程



数据来源：爱博医疗公司招股书，西南证券整理

图 29：普瑞眼科白内障手术量（例）



数据来源：普瑞眼科招股书，西南证券整理

改良白内障治疗方案，寻求业务转型升级。为了应对医保政策以及满足患者新需求，普瑞眼科在白内障治疗方面主动探寻新出口，尝试引进飞秒白内障系统，从而应对各种类型的白内障治疗，创造更高的临床优势和低副作用。2023H1，公司白内障项目同比增长 137.04%，为疫后白内障治疗需求释放，以及老龄化趋势下白内障治疗需求增加等因素所致，与此同时公司积极推广多功能人工晶状体及高端手术方式，满足中老年患者对于高品质视觉质量需求的同时，提高白内障业务的利润率水平，此外，2023H1 公司成功邀请原复旦大学附属耳鼻喉科医院眼科主任、白内障学科主任卢奕教授加盟普瑞眼科，发力布局白内障治疗项目，持续提高医疗服务质量。

4.4 综合眼病项目

2023H1 综合眼病项目占主营业务收入的 14.3%，治疗类型主要包括：角膜病、青光眼、斜视、泪道病和眼底病。

先进设备根治青光眼，治疗效果和体验双管齐下。作为三大致盲眼病之一的青光眼可分为开角型青光眼和闭角型青光眼，其中闭角型青光眼治疗更为困难。目前手术和激光治疗为根治闭角型青光眼的方法，普瑞眼科通过引进先进诊疗设备开展青光眼诊疗手术，包括：微创青光眼手术技术、激光治疗青光眼技术、超声乳化治疗闭角型青光眼等，对青光眼进行治疗并让患者获得更好的视觉质量。

较早开展鼻内镜下微创泪道手术，技术成熟并积攒口碑。公司开展各类新型诊疗技术（鼻内镜下鼻腔泪囊吻合技术、泪管断裂温和+泪道引流管植入术、泪道激光+泪道引流管植入术、无创婴儿泪道探通+成形术等），不仅可以应对各类原因引起的泪道疾病，同时由于业务布局较早且业务成熟，因此可以为公司树立良好形象。

引进脉冲光治疗（IPL）方案缓解干眼症。据《中国干眼专家共识(2020年)》统计，亚洲干眼发病率居全球前列，其中中国发病率约为 21%~30%。目前治疗干眼症的最热疗法即为 IPL（强脉冲光）治疗，该方法是通过减轻睑缘炎症反应、清除蠕形螨、液化睑脂分泌和光生物调节等作用，来缓解大部分患者干眼的症状，并提升眼睛舒适度。

5 盈利预测与估值

5.1 收入预测

关键假设：

假设 1：根据公司招股书数据单店模型测算，公司店龄在 12 年以上成熟医院收入端增速为 15-20%，店龄为 5-12 年医院收入端增速为 25-40%，店龄为 3-5 年医院收入端增速为 40-60%；

假设 2：2024 年公司 7 家眼科医院可以顺利投入运营；

假设 3：根据固定成本、人力成本等测算，省会城市医院正式运营首年亏损约 2000 万元，第二年亏损约 1000，第三年亏损 500 万元，第四年亏损 100 万元，第五年实现盈亏平衡。

表 12: 普瑞眼科分业务盈利预测 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	1725.64	2755.34	3698.58	4882.27
yoy	0.91%	59.67%	34.23%	32.00%
毛利率	41.67%	41.42%	41.13%	40.72%
未披露医院及新开医院				
总收入	822.77	1451.00	2173.40	3096.84
yoy	7.57%	76.36%	49.79%	42.49%
毛利率	31.61%	35.89%	37.08%	37.18%
已披露医院				
总收入	902.87	1304.34	1525.18	1785.44
yoy		44.47%	16.93%	17.06%
毛利率	50.84%	47.57%	46.90%	46.86%

数据来源: wind, 西南证券

综上,我们预计公司 2023-2025 年收入为 27.6/37/48.8 亿元,增速为 59.7%/34.2%/32%。利润方面,随着普瑞眼科规模扩大,将产生规模效应,亏损医院逐步培育成熟,利润率将进一步提升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.2/3.7/4.6 亿元,对应 EPS 分别为 2.13/2.47/3.08 元,扣非归母净利润为 2.3/3.5/4.5 亿元。

5.2 相对估值

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、华夏眼科、何氏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,2024 年行业平均 PE 为 34 倍,考虑:1) 公司今年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(2023Q3 扣非净利率 10.6%,爱尔眼科、华夏眼科分别为 19.4%与 18.5%);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,故给予公司 2024 年 52 倍 PE,公司 PEG1 倍略低于行业平均水平。

(行业平均 PEG1.15 倍,由于 2023 年公司非经常性损益在整体利润中占比较高,故我们采用扣非归母净利润增速作为 PEG 计算指标),对应股价 121.33 元(根据扣非归母净利润计算),首次覆盖给予“买入”评级。

表 13: 可比公司估值对比 (PE)

证券代码	证券名称	股价	市值(亿元)	归母净利润(百万元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300015.SZ	爱尔眼科	16.75	1563	3459	4479	5713	45	35	27
301267.SZ	华夏眼科	37.94	319	687	893	1152	46	36	28
301103.SZ	何氏眼科	32.00	51	129	165	209	39	31	24
平均值							44	34	26

数据来源: Wind, 12 月 4 日收盘数据计算, 西南证券整理

表 14：可比公司估值对比 (PEG)

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	归母净利润增速			PE			PEG		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300015.SZ	爱尔眼科	1563	37.20%	29.49%	27.61%	45	35	27	1.21	1.18	0.99
301267.SZ	华夏眼科	319	34.22%	29.96%	28.76%	46	36	28	1.36	1.19	0.96
301103.SZ	何氏眼科	51	287.43%	28.24%	26.67%	39	31	24	0.14	1.09	0.91
平均值						44	34	26	0.90	1.15	0.95

数据来源：Wind，12月4日收盘数据计算，西南证券整理

6 风险提示

- 1) 经营状况不及预期；
- 2) 政策风险；
- 3) 医疗纠纷风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1725.64	2755.34	3698.58	4882.27	净利润	20.57	318.71	372.95	463.49
营业成本	1006.52	1614.13	2177.34	2894.21	折旧与摊销	121.84	105.85	105.85	105.85
营业税金及附加	3.19	5.10	6.84	9.03	财务费用	47.51	-8.49	-22.65	-11.02
销售费用	343.53	358.19	480.82	634.70	资产减值损失	-3.02	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	270.31	385.75	517.99	683.76	经营营运资本变动	-150.97	9646.49	-964.24	-2905.24
财务费用	47.51	-8.49	-22.65	-11.02	其他	283.38	-90.95	-8.71	-5.86
资产减值损失	-3.02	-2.00	-2.00	-2.00	经营活动现金流净额	319.30	9969.60	-518.81	-2354.78
投资收益	15.17	94.29	15.00	15.00	资本支出	19.99	-707.40	-834.29	-1006.51
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-621.87	94.29	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-601.88	-613.11	-819.29	-991.51
营业利润	67.54	496.95	555.25	688.60	短期借款	-7.51	-2.64	-20.00	0.00
其他非经营损益	-8.31	-6.63	-6.79	-6.99	长期借款	88.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	59.23	490.32	548.46	681.61	股权融资	1098.94	0.00	0.00	0.00
所得税	38.66	171.61	175.51	218.11	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	20.57	318.71	372.95	463.49	其他	-141.61	-136.55	22.65	11.02
少数股东损益	0.00	0.00	4.00	2.00	筹资活动现金流净额	1038.32	-139.19	2.65	11.02
归属母公司股东净利润	20.57	318.71	368.95	461.49	现金流量净额	755.46	9217.30	-1335.44	-3335.27
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	926.23	10143.53	8808.09	5472.82	成长能力				
应收和预付款项	124.09	198.90	263.63	350.86	销售收入增长率	0.91%	59.67%	34.23%	32.00%
存货	107.62	178.50	242.40	322.08	营业利润增长率	-52.80%	635.81%	11.73%	24.02%
其他流动资产	29.77	47.53	63.80	84.22	净利润增长率	-78.09%	1449.51%	17.02%	24.28%
长期股权投资	267.43	267.43	267.43	267.43	EBITDA 增长率	-18.38%	150.88%	7.43%	22.71%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	454.57	1108.08	1905.60	2875.91	毛利率	41.67%	41.42%	41.13%	40.72%
无形资产和开发支出	37.86	24.78	-5.42	-36.19	三费率	38.33%	26.69%	26.39%	26.78%
其他非流动资产	1729.41	1690.53	1651.66	1612.79	净利率	1.19%	11.57%	10.08%	9.49%
资产总计	3676.97	13659.29	13197.19	10949.91	ROE	0.99%	13.35%	13.52%	14.38%
短期借款	102.64	100.00	80.00	80.00	ROA	0.56%	2.33%	2.83%	4.23%
应付和预收款项	300.52	460.86	621.25	831.43	ROIC	226.44%	-7.20%	-4.55%	-9.10%
长期借款	88.50	88.50	88.50	88.50	EBITDA/销售收入	13.73%	21.57%	17.26%	16.05%
其他负债	1117.79	10623.42	9647.98	6727.02	营运能力				
负债合计	1609.44	11272.78	10437.73	7726.95	总资产周转率	0.57	0.32	0.28	0.40
股本	149.62	149.62	149.62	149.62	固定资产周转率	4.65	7.68	12.65	21.61
资本公积	1734.21	1734.21	1734.21	1734.21	应收账款周转率	28.51	32.84	30.68	30.72
留存收益	183.98	502.69	871.64	1333.13	存货周转率	9.92	10.97	10.23	10.17
归属母公司股东权益	2067.52	2386.51	2755.47	3216.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.25%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	4.00	6.00	资本结构				
股东权益合计	2067.52	2386.51	2759.47	3222.96	资产负债率	43.77%	82.53%	79.09%	70.57%
负债和股东权益合计	3676.97	13659.29	13197.19	10949.91	带息债务/总负债	11.88%	1.67%	1.61%	2.18%
					流动比率	2.04	1.03	1.00	0.93
					速动比率	1.85	1.01	0.97	0.88
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	236.89	594.30	638.44	783.42	每股收益	0.14	2.13	2.47	3.08
PE	727.36	46.94	40.55	32.42	每股净资产	13.82	15.95	18.42	21.50
PB	7.24	6.27	5.43	4.65	每股经营现金	2.13	66.63	-3.47	-15.74
PS	8.67	5.43	4.04	3.06	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	55.01	6.17	7.80	10.61					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
