

25Q1 利润略超预期，新院爬坡有助于公司净利率修复

核心观点

2024 年业绩符合预期，25Q1 归母净利润略超预期。25Q1 公司归母净利润增速高于收入增速，主要是由于寒假期间屈光、视光需求有所恢复，公司收入增速有所改善；公司 24 年采取的降低总部管理费用措施开始显现效果，管理费用率同比降低 2.61pct。截至 24 年年底，公司运营 35 家眼科医院和 4 家门诊部。2021-2024 年公司共新增 16 家医疗机构，数量占比超过 40%。展望 2025 年，随着眼科医疗服务需求的恢复，公司新院收入逐渐爬坡、利润逐渐扭亏，有助于公司实现高于行业的收入增速以及净利率修复。

事件

公司发布 2024 年报和 25Q1 季报

公司 2024 年实现营业收入 26.78 亿元（-1.46%），归母净利润-1.02 亿元（-138.02%），扣非归母净利润-0.85 亿元（-143.08%），EPS 为-0.68 元（-137.99%）。EPS 为-0.68 元，同比由盈转亏。

25Q1 公司实现营业收入 7.42 亿元（+9.82%），归母净利润 0.27 亿元（+61.18%），扣非归母净利润 0.28 亿元（+48.37%）。

简评

2024 年业绩符合预期，25Q1 收入符合预期、利润略超预期

公司 2024 年实现营业收入 26.78 亿元（-1.46%），归母净利润-1.02 亿元（-138.02%），扣非归母净利润-0.85 亿元（-143.08%），此前公司已发布业绩快报。2024 年公司实现门诊量 153.11 余万人次（+1.63%），手术量超 18.12 万台（+3.13%），收入增速放缓，并且低于门诊量与手术量增速，表明公司整体客单价水平同比下降，预计主要是由于 1）宏观需求增长放缓及行业竞争加剧，对公司屈光及视光项目收入与客单价造成压力；2）白内障人工晶体集采政策全面落地及 DRG/DIP 支付方式改革，对白内障项目收入及盈利能力带来挑战。2024 年公司利润同比由盈转亏，一方面是公司屈光、视光、白内障三大项目收入增长乏力，毛利率均呈一定程度下降；另一方面，公司加速扩张，新开医院尚处市场培育期，收入贡献有限，但运营相关的折旧摊销、人工成本及期

普瑞眼科 (301239.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

吴严

wuyandcq@csc.com.cn

010-56135318

SAC 编号:S1440524060003

发布日期：2025 年 05 月 07 日

当前股价：43.04 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
4.82/6.98	4.04/3.16	-13.83/-19.17
12 月最高/最低价 (元)		58.93/28.83
总股本 (万股)		14,961.90
流通 A 股 (万股)		7,078.95
总市值 (亿元)		64.40
流通市值 (亿元)		30.47
近 3 月日均成交量 (万)		283.60
主要股东		
成都普瑞世纪投资有限责任公司		35.91%

股价表现



间费用等刚性支出对整体利润形成较大拖累。

分业务来看，2024 年屈光项目实现收入 12.27 亿元（-5.31%），毛利率 47.02%（-4.56pct），主要受市场竞争加剧影响。白内障项目实现收入 5.76 亿元（-3.04%），毛利率 38.93%（-4.44pct），受集采及支付方式改革影响，呈现“量增价减”态势。视光项目实现收入 3.86 亿元（-2.60%），毛利率 45.58%（-5.87pct），受整体消费需求低迷影响。综合眼病项目实现收入 4.70 亿元（+12.81%），是公司 2024 年唯一实现正增长的业务板块，体现了公司在多学科协同发展方面的成效，但毛利率下滑 12.94pct 至 0.47%，可能和成本上升、业务结构变化或定价策略调整有关。

公司 25Q1 收入符合预期，利润略超预期。25Q1 公司实现营业收入 7.42 亿元（+9.82%），归母净利润 0.27 亿元（+61.18%），扣非归母净利润 0.28 亿元（+48.37%）。2025 年寒假期间屈光、视光需求有所恢复，公司收入增速亦有所恢复。25Q1 公司归母净利润增速显著高于收入增速，盈利能力有所改善，毛利率同比降低 1.20pct、管理费用率同比降低 2.61pct，预计是因为在 24 年采取的降低总部管理费用措施开始显现效果。25Q1 非经常性损益金额较小，主要为对外捐赠支出及政府补助等。

2024 年公司期间费用率有所上升，25Q1 管理费用率降低

2024 年公司毛利率下降 7.02pct 至 36.98%，营业成本中，人工成本（+18.28%）、折旧摊销（+31.90%）、房租费用（+28.02%）增长较快，主要系新开医院投入运营导致。医用材料成本同比下降 1.63%，主要受益于白内障晶体集采带来的采购成本下降。期间费用方面，2024 年公司销售费用率 18.69%，同比+2.19pct；管理费用率 14.32%，同比+0.90pct，主要系新开医院运营费用增加所致。财务费用率 3.18%，同比+0.80pct，上升主要因募集资金使用余额下降导致利息收入减少。

2024 年公司存货周转天数为 31.17 天，同比增加 1.88 天（+6.43%）；应收账款周转天数 33.39 天，同比增加 2.61 天（+8.49%），运营效率变化较小，其他财务指标正常。

25Q1 公司毛利率为 39.34%，同比-1.20pct，预计是公司收入增速恢复尚未完全抵消医院扩张带来的固定成本增加影响；公司销售费用率为 16.52%，同比+0.15pct；管理费用率为 12.44%，同比-2.61pct，预计主要是由于公司在 24 年采取的降低总部管理费用措施开始显现效果；公司财务费用率为 2.95%，同比+0.27pct。25Q1 经营活动产生的现金流量净额 1.95 亿元，同比+54.87%，主要是公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。

展望 2025 年，新院爬坡有助于公司实现净利率修复

公司持续推进“全国连锁化+区域一体化”战略，2024 年内新开昆明星耀普瑞、广州越秀普瑞等 7 家医疗机构，并控股收购大理普瑞。截至 24 年年底，公司运营 35 家眼科医院和 4 家门诊部。2021-2024 年公司共新增 16 家医疗机构，新增数量占比超过 40%。展望 2025 年，随着眼科医疗服务需求的恢复，公司新院收入逐渐爬坡、利润逐渐扭亏，有助于公司实现高于行业的收入增速以及净利率修复。

盈利预测与估值

我们预测 2025-2027 年，公司营收分别为 30.10 亿元、33.82 亿元、37.72 亿元，分别同比增加 12.40%、12.35%、11.52%；0.96 亿元、1.89 亿元、3.07 亿元，分别同比增加 194.32%、96.69%、62.40%。以 2025 年 4 月 30 日收盘价（43.04 元/股）计算，2025-2027 年 PE 分别为 67、34、21 倍。维持“买入”评级。

表 1: 财务摘要

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,718	2,678	3,010	3,382	3,772
YoY(%)	57.50	-1.46	12.40	12.35	11.52
归母净利润(百万元)	268	-102	96	189	307
YoY(%)	1,202.56	-138.02	194.32	96.69	62.40
毛利率(%)	44.00	36.98	38.10	39.10	39.60
净利率(%)	9.86	-3.80	3.19	5.59	8.14
ROE(%)	11.69	-4.85	4.43	8.23	12.25
EPS(摊薄/元)	1.79	-0.68	0.64	1.26	2.05
P/E(倍)	24.04	-63.22	67.02	34.08	20.98

资料来源: iFind, 中信建投证券

风险分析

1. 医保控费风险: 在医保费用总量控制的背景下, 若公司持续增加对医保收入的依赖或者无法顺利拓展其他非医保项目收入, 则公司未来收入的稳定性和增长的可持续性可能受到不利影响;
2. 医疗纠纷和事故风险: 眼科诊疗行为客观上存在着程度不一的风险, 如引发医疗事故或纠纷, 可能导致公司面临投诉、经济赔偿、行政处罚或法律诉讼, 对公司品牌声誉产生不利影响, 进而会对公司的业务经营能力、经营业绩及财务状况产生不利影响;
3. 集采等政策影响公司盈利能力风险: 医疗服务行业受政策因素影响较大, 若眼科医疗服务价格调整或眼科高值耗材带量采购结果降幅较大, 可能会影响公司盈利能力;
4. 医院运营风险: 医院日常经营存在医疗安全、医疗质量、医保基金合规使用等相关风险; 若合规性管控不足, 存在医疗行业合规要求提高和医保飞行检查力度加大背景下的合规性风险。

图表1： 财务报表预测
资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,214.81	869.26	985.33	1,307.01	1,634.54
现金	806.60	481.07	526.94	797.80	1,070.84
应收票据及应收账款合计	119.29	101.08	115.73	130.02	145.00
其他应收款	74.83	72.40	93.15	104.65	116.71
预付账款	9.73	12.04	13.78	15.48	17.27
存货	151.53	148.31	182.83	202.09	223.52
其他流动资产	52.83	54.35	52.90	56.95	61.20
非流动资产	3,600.19	3,728.77	3,068.43	2,421.91	2,017.79
长期投资	103.77	170.09	172.04	173.99	175.94
固定资产	2,313.30	2,515.61	2,128.97	1,740.94	1,351.52
无形资产	50.98	46.73	38.94	31.15	23.36
其他非流动资产	1,132.14	996.33	728.48	475.83	466.97
资产总计	4,815.00	4,598.03	4,053.77	3,728.91	3,652.34
流动负债	1,043.14	899.09	891.18	984.63	1,084.18
短期借款	233.06	158.99	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	417.55	249.88	379.87	419.89	464.42
其他流动负债	392.52	490.22	511.30	564.74	619.75
非流动负债	1,453.65	1,577.77	977.67	433.98	54.22
长期借款	1,450.76	1,575.08	974.98	431.28	51.52
其他非流动负债	2.89	2.69	2.69	2.69	2.69
负债合计	2,496.79	2,476.86	1,868.85	1,418.61	1,138.39
少数股东权益	26.59	19.67	17.75	13.99	7.88
股本	149.62	149.62	149.62	149.62	149.62
资本公积	1,735.33	1,736.26	1,736.26	1,736.26	1,736.26
留存收益	406.67	215.61	281.28	410.44	620.19
归属母公司股东权益	2,291.62	2,101.50	2,167.16	2,296.32	2,506.07
负债和股东权益	4,815.00	4,598.03	4,053.77	3,728.91	3,652.34

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	614.46	382.43	875.17	882.43	734.65
净利润	278.01	-92.83	94.17	185.22	300.79
折旧摊销	342.71	399.39	647.09	648.47	406.06
财务费用	64.66	85.09	63.53	31.78	8.44
投资损失	-78.19	3.61	-29.92	-29.92	-29.92
营运资金变动	-4.90	-18.00	80.88	42.64	45.05
其他经营现金流	12.17	5.17	19.42	4.23	4.23
投资活动现金流	-568.38	-553.38	23.74	23.74	23.74
资本支出	626.11	543.05	0.00	0.00	0.00

A 股公司简评报告

长期投资	-29.24	-13.63	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-1,165.24	-1,082.79	23.74	23.74	23.74
筹资活动现金流	-166.33	-154.78	-853.04	-635.30	-485.35
短期借款	130.43	-74.08	-158.99	0.00	0.00
长期借款	425.78	124.32	-600.10	-543.70	-379.76
其他筹资现金流	-722.54	-205.02	-93.95	-91.61	-105.59
现金净增加额	-120.65	-325.63	45.87	270.86	273.04

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,717.87	2,678.28	3,010.39	3,382.17	3,771.79
营业成本	1,522.03	1,687.83	1,863.43	2,059.74	2,278.16
营业税金及附加	6.43	8.82	7.53	8.46	9.44
销售费用	448.61	500.60	553.01	612.85	660.06
管理费用	364.78	383.49	406.40	436.64	436.02
研发费用	11.03	8.02	10.94	12.29	13.71
财务费用	64.66	85.09	63.53	31.78	8.44
资产减值损失	-1.78	-6.06	-4.68	-5.26	-5.87
信用减值损失	-5.00	-0.46	-3.79	-4.25	-4.74
其他收益	14.11	13.64	12.56	12.56	12.56
公允价值变动收益	0.10	0.09	0.00	0.00	0.00
投资净收益	78.19	-3.61	29.92	29.92	29.92
资产处置收益	0.06	-0.93	-0.10	-0.10	-0.10
营业利润	386.01	7.11	139.45	253.26	397.73
营业外收入	0.87	1.92	1.06	1.06	1.06
营业外支出	24.64	35.05	22.80	22.80	22.80
利润总额	362.23	-26.02	117.71	231.52	375.99
所得税	84.23	66.81	23.54	46.30	75.20
净利润	278.01	-92.83	94.17	185.22	300.79
少数股东损益	10.09	9.03	-1.91	-3.76	-6.11
归属母公司净利润	267.91	-101.86	96.08	188.98	306.90
EBITDA	769.61	458.45	828.33	911.78	790.49
EPS (元)	1.79	-0.68	0.64	1.26	2.05

资料来源: iFind, 中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

吴严

中信建投医药分析师，复旦大学保险学硕士，华东理工大学学士。主要负责医疗服务、医疗器械行业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk