

面临多重行业挑战，新院提供中长期增长动力

普瑞眼科 (301239.SZ)

核心观点

公司面临行业 DRG/DIP 支付改革、消费眼科医疗服务需求增速较低等多重挑战，25H1 营业收入增长乏力，利润空间被压缩。截止 25 年中，公司运营 36 家眼科医院和 4 家门诊部，其中 12 家是 2023-2025 年期间公司通过内生增长、外延扩张新增的。这些新建机构经过系统化的市场培育和运营优化，已逐步进入业绩释放期，为公司未来业绩持续增长提供强有力的支撑。展望 2025 下半年，公司收入同比增速有望增速转正。未来随着新医院收入爬坡，亏损额逐步缩小，加上公司注重总部降本增效，公司净利率有望逐步得到修复。

事件

公司发布 2025 年半年度报告

2025H1 公司实现营业收入 14.59 亿元，同比增长 2.74%；实现归母净利润 1467 万元，同比下降 66.12%；实现扣非归母净利润 2078 万元，同比下降 54.14%；基本每股收益为 0.10 元。

25Q2 公司实现营业收入 7.17 亿元、同比下滑 3.69%，归母净利润-1261 万元、同比下降 147.83%，归母净利润-753 万元、同比下降 128.72%。

简评

25Q2 业绩增速低于预期

公司 25Q2 收入同比下滑 3.69%，归母净利润同比由盈转亏，业绩低于预期。2025H1 眼科行业面临多重结构性调整。从行业环境看，DRG/DIP 支付改革在全国范围内深化落地，白内障等基础眼科项目单价持续下行，消费眼科医疗服务需求尚未明显回暖；25H1 公司利润端承压，主要因为营业收入增长乏力，利润空间被压缩，各个业务的毛利率均出现一定程度的下降。

2025 年上半年，屈光项目实现收入 7.20 亿元、同比+4.13%，毛利率 48.60%（同比下降 0.36pct）。作为公司的收入支柱，屈光业务在行业竞争加剧的背景下仍实现稳健增长，主要得益于公司持续的技术升级与品牌建设，如在全国首批引入蔡司新一代机器人全飞秒 VISUMAX 800，提升了手术体验与精准度。视光项目

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 10 月 13 日

当前股价：37.05 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
-5.68/-8.47	-5.87/-18.35	-31.88/-44.61

12 月最高/最低价 (元) 58.93/36.60

总股本 (万股) 14,961.90

流通 A 股 (万股) 14,961.90

总市值 (亿元) 54.96

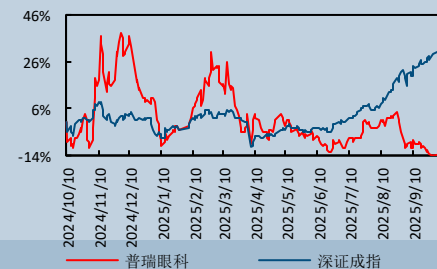
流通市值 (亿元) 54.96

近 3 月日均成交量 (万) 253.83

主要股东

成都普瑞世纪投资有限责任公司 35.91%

股价表现



实现收入 1.90 亿元、同比+3.56%，毛利率 38.26%（同比下降 6.83pct）。受益于青少年近视防控的刚性需求，收入保持稳定增长，但毛利率下滑显著，反映出市场竞争加剧带来的压力。

白内障项目收入同比下降 7.27% 至 2.88 亿元，毛利率同比下降 6.76pct 至 35.55%，收入和毛利率的下滑主要受到国家人工晶体集中采购政策全面落地及 DRG/DIP 支付方式改革的叠加影响。综合眼病项目收入表现亮眼，实现收入 2.43 亿元，同比+7.39%，公司过持续引进权威专家团队和更新高端诊疗设备，打造新的业绩增长点；毛利率为 4.60%，同比下滑了 7.57pct，预计主要是受医保支付改革和相关人员成本增加的影响。

公司顺应城市发展向区域中心城市聚集的趋势，制定“全国连锁+区域一体化”的医院布局规划，聚焦直辖市、省会城市等中心城市进行布局，继而辐射周边市场。截至 2025 年中报，公司已开业运营 36 家连锁眼科专科医院和 4 家眼科门诊部，覆盖全国所有直辖市及十余个省会城市及中心城市。公司通过并购整合的方式快速进入下沉市场，2023 年收购东莞光明眼科，2024 年收购大理眼视光医院，2025 年上半年并购赣州视明眼科医院，通过多年发展，公司已组建了一支专业化并购专家团队。

2025H1 期间费用优化显著，运营效率持续提升

费用管控方面，受益于精细化运营管理改革，2025 年上半年期间费用率同比下降。其中销售费用为 2.58 亿元，同比+8.39%，销售费用率 17.69%（同比+0.92pct）。管理费用为 1.61 亿元，同比大幅下降 22.36%，管理费用率 11.05%（同比-3.57pct），费用优化效果显著。研发费用金额 534.35 万元、同比+23.8%，研发费用率 0.37%。

2025 年上半年，公司经营性现金净流量 2.45 亿元、同比下降 11.60%。现金收入比为 100.04%，收入质量好。截至 2025 年 6 月末，公司商誉账面价值 4.19 亿元，较年初增加 0.12 亿元，主要系收购赣州视明眼科医院所致。公司其他财务指标正常。

展望 2025 下半年，收入增速有望转正

截至 25 年中，公司运营 36 家眼科医院和 4 家门诊部。2023-2025 年期间，公司通过内生增长与外延扩张相结合的方式，成功新增 12 家眼科医疗机构。这些新建机构经过运营优化，已逐步进入业绩释放期，不仅有效扩大了公司的业务覆盖范围，更为未来业绩持续增长提供了强有力的支撑。展望 2025 下半年，公司收入同比增速有望转正。未来随着新医院收入爬坡，亏损额逐步缩小，加上公司注重总部降本增效，公司净利率有望逐步得到修复。

盈利预测与估值

我们预测 2025-2027 年，公司营收分别为 27.35 亿元、29.48 亿元、31.68 亿元，分别同比增加 2.12%、7.77%、7.49%；归母净利润分别为 0.60 亿元、1.30 亿元、2.59 亿元，分别同比增加 159.11%、116.4%、99.01%。以 2025 年 10 月 10 日收盘价（37.05 元/股）计算，2025-2027 年 PE 分别为 91、42、21 倍。维持“买入”评级。

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。
5. 以上部分风险具有不可预测性（如医疗政策风险、公司改变经营计划等），我们的盈利预测存在无法达到的风险。

表 1: 财务摘要

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,718	2,678	2,735	2,948	3,168
YoY(%)	57.50	-1.46	2.12	7.77	7.49
归母净利润(百万元)	268	-102	60	130	259
YoY(%)	1,202.56	-138.02	159.11	116.48	99.01
毛利率(%)	44.00	36.98	35.93	37.73	39.62
净利率(%)	9.86	-3.80	2.20	4.42	8.19
ROE(%)	11.69	-4.85	2.81	5.84	10.77
EPS(摊薄/元)	1.79	-0.68	0.40	0.87	1.73
P/E(倍)	20.47	-53.83	91.07	42.07	21.14

资料来源: iFind, 中信建投证券

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	902.82	1,134.94	1,366.61
现金	806.60	481.07	478.70	684.62	889.95
应收票据及应收账款合计	119.29	101.08	105.14	113.31	121.80
其他应收款	74.83	72.40	84.63	91.21	98.03
预付账款	9.73	12.04	12.52	13.50	14.51
存货	151.53	148.31	171.93	180.09	187.71
其他流动资产	52.83	54.35	49.90	52.22	54.62
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	3,971.25	3,556.85	3,384.41
流动负债	1,043.14	899.09	832.47	875.28	910.47
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	357.21	374.18	390.00
其他流动负债	392.52	490.22	475.25	501.10	520.47
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	1,810.14	1,309.25	964.69
少数股东权益	26.59	19.67	18.47	15.87	10.70
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	256.76	345.84	523.13
归属母公司股东权益	2,291.62	2,101.50	2,142.65	2,231.73	2,409.01
负债和股东权益	4,815.00	4,598.03	3,971.25	3,556.85	3,384.41

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	815.66	799.21	652.42
净利润	278.01	-92.83	59.01	127.75	254.23
折旧摊销	342.71	399.39	647.09	648.47	406.06
财务费用	64.66	85.09	63.62	32.07	8.95
投资损失	-78.19	3.61	-29.92	-29.92	-29.92
营运资金变动	-4.90	-18.00	56.44	16.61	8.86
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

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	-841.77	-617.02	-470.83
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	-82.68	-73.33	-91.07
现金净增加额	-120.65	-325.63	-2.37	205.92	205.33

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	2,735.08	2,947.64	3,168.27
营业成本	1,522.03	1,687.83	1,752.27	1,835.49	1,913.11
营业税金及附加	6.43	8.82	6.84	7.38	7.93
销售费用	448.61	500.60	513.37	534.11	554.45
管理费用	364.78	383.49	328.21	380.54	366.25
研发费用	11.03	8.02	9.94	10.71	11.52
财务费用	64.66	85.09	63.62	32.07	8.95
资产减值损失	-1.78	-6.06	-4.26	-4.59	-4.93
信用减值损失	-5.00	-0.46	-3.44	-3.71	-3.98
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	95.50	181.42	339.53
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	73.76	159.68	317.79
所得税	84.23	66.81	14.75	31.94	63.56
净利润	278.01	-92.83	59.01	127.75	254.23
少数股东损益	10.09	9.03	-1.20	-2.60	-5.17
归属母公司净利润	267.91	-101.86	60.21	130.34	259.40
EBITDA	769.61	458.45	784.47	840.22	732.80
EPS (元)	1.79	-0.68	0.40	0.87	1.73

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

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。

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