

普瑞眼科(301239)

医疗服务/医药生物

发布时间: 2023-04-26

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 增持

布局聚焦中心城市, 铸造精品眼科连锁

--- 普瑞眼科深度报告

报告摘要:

普瑞眼科是一家专注于在中心城市建设精品眼科医院的专业连锁眼科医疗机构, 目前处于快速扩张期, 业务结构优化预期强。公司在医院布局上坚持“全国连锁化+同城一体化”战略, 在业务发展上坚持高端导向, 从而实现“量价齐升”。

1) 中心城市叠加一城多院, 精选中高端客户群、最大化品牌辐射效率, 持续“量增”。截至2023年4月25日, 公司在全国布局有25家眼科医院和3家眼科门诊部, 同时有9家医院和2家门诊部在建或已有相关规划; 上述合计34家医院和5家门诊部, 覆盖全国22个直辖市/省会和2个非省会中心城市(珠三角的东莞和深圳), 其中10个城市的11家医院为当地第二家或以上的普瑞眼科连锁医院。①中心城市布局, 更能吸引周边非基础医疗需求, 在精选布局前提下实现全省辐射的效率最大化; ②中心城市高收费意愿群体更多, 高经济水平下更易推广消费眼科业务。公司精心打造引流能力更强、更有效的中心城市精品医院, 2016年以来更是加快布局步伐, 门诊量与手术量持续快速增长。

2) 坚持高端导向, 持续推动医疗服务向中高端升级, 持续“价升”。医保控费政策推进之际, 公司迅速调整业务结构, 强化消费眼科等非医保结算的中高端业务占比; 近年来随着大众眼健康意识增强和提升生活质量意愿的提升, 屈光、白内障、视光等亚专科内部亦存在产品结构升级逻辑。①屈光项目: 全飞秒SMILE、全激光SMART、ICL植入术等高客单价的高端业务占比持续提升; ②白内障项目: 力推多焦晶体成效显著(高端晶体国产化预计有催化作用), 叠加高客单价飞白手术持续推广, 客单价上升预期强; ③视光项目: 公司率先引入数字化验配角膜塑形镜, 视光业务理念向国际接轨, 高端服务有望拉动视光项目跨越式发展。

医疗技术是眼科医院发展的核心要素, 人才是重中之重, 公司持续加大投入。①外部招揽: 公司持续从外部挖掘高端人才, 集团层面亚专科学组较为齐全, 各学组组长和旗下医院领头人多为临床经验丰富、社会口碑优秀的一线专家; ②内部培养: 公司设立“英才培育计划”、“丁香花青年骨干医生培养计划”、“领鹰计划”等医疗和管理人才培养计划, 打造梯队合理的人才队伍, 不断保持和提高公司的核心竞争力。

盈利预测与投资建议: 公司坚持“全国连锁化+同城一体化”, 专注于在中心城市布局精品眼科医院, 中高端客户引流放量 and 高端业务发展预期有望实现“量价齐升”。我们预计2023-2025年公司营收为24.76/31.40/39.04亿元, 归母净利润为1.49/1.96/2.55亿元, 对应2023-2025年PE为107X/81X/62X。我们给予公司“买入”评级。

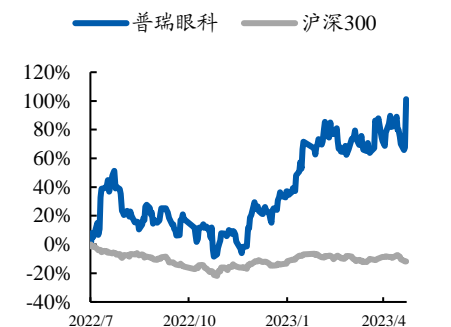
风险提示: 政策风险、单院增长不及预期、行业竞争加剧风险等。

财务摘要(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,710	1,726	2,476	3,140	3,904
(+/-)%	25.54%	0.91%	43.49%	26.81%	24.33%
归属母公司净利润	94	21	149	196	255
(+/-)%	-13.81%	-78.09%	622.71%	32.14%	30.08%
每股收益(元)	0.84	0.16	0.99	1.31	1.71
市盈率	—	441.25	106.77	80.80	62.12
市净率	—	5.11	7.19	6.67	6.11
净资产收益率(%)	10.42%	1.36%	6.74%	8.26%	9.83%
股息收益率(%)	0.00%	0.09%	0.19%	0.25%	0.32%
总股本(百万股)	112	150	150	150	150

股票数据 2023/04/26

6个月目标价(元)	--
收盘价(元)	106.08
12个月股价区间(元)	48.28~106.08
总市值(百万元)	15,871.59
总股本(百万股)	150
A股(百万股)	150
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	22%	17%	
相对收益	24%	22%	

相关报告

《普瑞眼科(301239): 核心布局省会直辖优质市场, 营收增长未来可期》

--20220902

证券分析师: 刘宇腾

执业证书编号: S0550521080003
010-63210890 liuyt@nesc.cn

研究助理: 古翰羲

执业证书编号: S0550122070069
15994815947 guhx@nesc.cn

目 录

1.	公司简介：边际改善在即的精品眼科医院连锁.....	5
1.1.	业绩概览：营收稳步快增长，利润改善空间大	5
1.2.	股权架构：实控人控股过半，结构稳定而集中	9
2.	市场分析：医疗消费升级，眼科需求强劲	10
2.1.	屈光手术：眼科业务主力，高端术式渗透率持续提升	10
2.2.	白内障手术：产品结构迅速优化，飞白多焦齐头并进	14
2.3.	医学视光：着手接轨国际水平，数字化验配或成破局关键	18
3.	普瑞眼科：精选布局辐射周边，引才育才支撑发展.....	25
3.1.	发展历程：聚焦中心城市，全国连锁加速铺开	25
3.2.	招贤纳士：外部招揽和内部培养双管齐下	29
4.	盈利预测与投资建议	36
4.1.	盈利预测	36
4.2.	投资建议	36
4.3.	风险提示	37

图表目录

图 1: 普瑞眼科全国布局	5
图 2: 普瑞眼科发展历程	6
图 3: 普瑞眼科营业收入 (亿元)	6
图 4: 普瑞眼科归母净利润 (亿元)	6
图 5: 普瑞眼科毛利率与净利率	7
图 6: 普瑞眼科期间费用率	7
图 7: 普瑞眼科业务营收拆分 (亿元)	7
图 8: 普瑞眼科业务营收拆分占比	7
图 9: 普瑞眼科毛利率拆分	8
图 10: 普瑞眼科毛利拆分占比	8
图 11: 2022 年眼科医疗服务公司业务拆分毛利率对比	8
图 12: 眼科医疗服务公司毛利率对比	9
图 13: 眼科医疗服务公司净利率对比	9
图 14: 普瑞眼科股权结构	9
图 15: 屈光项目营收 (万元)	12
图 16: 屈光项目量价拆分 (例、元/例)	12
图 17: 屈光项目门诊量 (人次)、手术量 (例) 与转化率	12
图 18: 屈光项目中细分项目单位价格 (元/例)	13
图 19: 屈光项目细分项目毛利率对比	13
图 20: “360°全晰定制”技术 6S 体系	14
图 21: “360°全晰定制”服务 6S 体系	14
图 22: 白内障超声乳化吸除术联合人工晶体植入术手术流程	15
图 23: 白内障摘除术发展简史	15
图 24: 不同级别人工晶体植入术的术后脱镜情景	16
图 25: 中国白内障患者人数 (万人)	17
图 26: 2019 年各国 CSR 对比	17
图 27: 白内障项目营收 (万元)	17
图 28: 白内障项目量价拆分 (例、元/例)	17
图 29: 白内障项目手术量拆分 (例)	18
图 30: 白内障项目单价拆分 (元/例)	18
图 31: 白内障项目门诊量 (人次)、手术量 (例) 与转化率	18
图 32: 我国儿童青少年近视现状与 2030 控制目标	20
图 33: 使用角膜塑形镜前的角膜地形图	22
图 34: 使用角膜塑形镜后的角膜地形图	22
图 35: 全数字化定制角膜塑形镜设计流程	23
图 36: 视光项目营收 (万元)	23
图 37: 视光项目量价拆分 (人次、元/人次)	23
图 38: 普瑞眼科医院布局	25
图 39: 普瑞眼科门诊部布局	25
图 40: 普瑞眼科医院开业时间表	26
图 41: 普瑞眼科第一轮扩张布局	27
图 42: 普瑞眼科第二轮扩张布局 (已开业部分)	28
图 43: 普瑞眼科第二轮扩张布局 (在建部分)	29

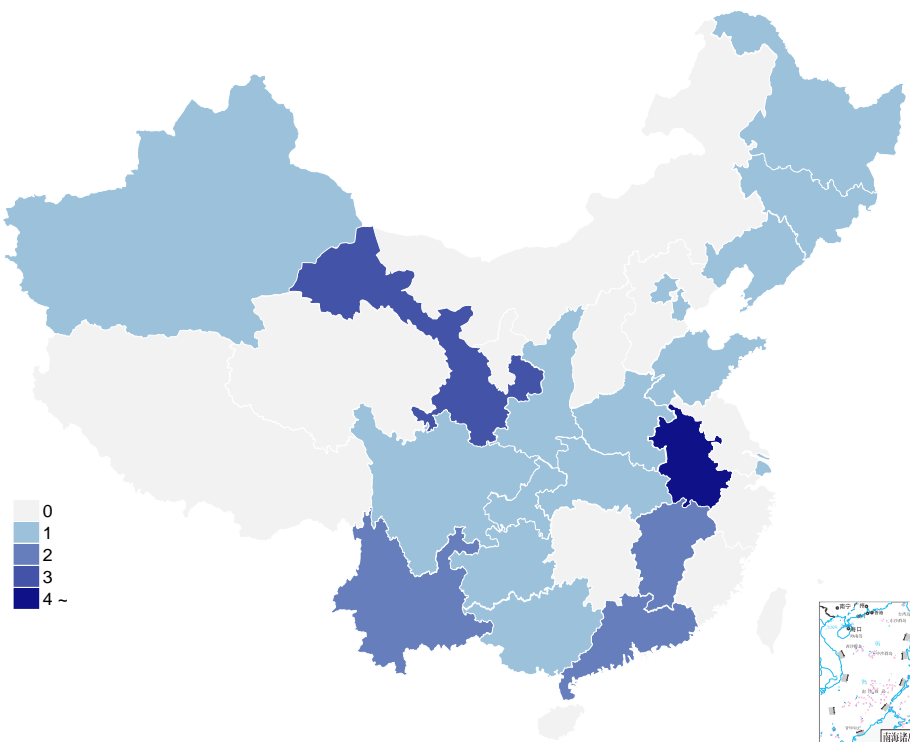
图 44: 2022 年普瑞眼科员工情况	29
表 1: 主流屈光手术全流程	10
表 2: 全球主要地区激光近视手术渗透率	11
表 3: 近年我国近视防控相关政策	19
表 4: 医学验光核心产品	20
表 5: 普瑞眼科分区域营收拆分 (万元)	26
表 6: 普瑞眼科各院核心专家汇总	30
表 7: 普瑞眼科学组组长与总监一览	33
表 8: 普瑞眼科三大眼病研究所	34
表 9: 普瑞眼科人才培养计划	35
表 10: 普瑞眼科细分业务营业收入预测	36

1. 公司简介：边际改善在即的精品眼科医院连锁

1.1. 业绩概览：营收稳步快增长，利润改善空间大

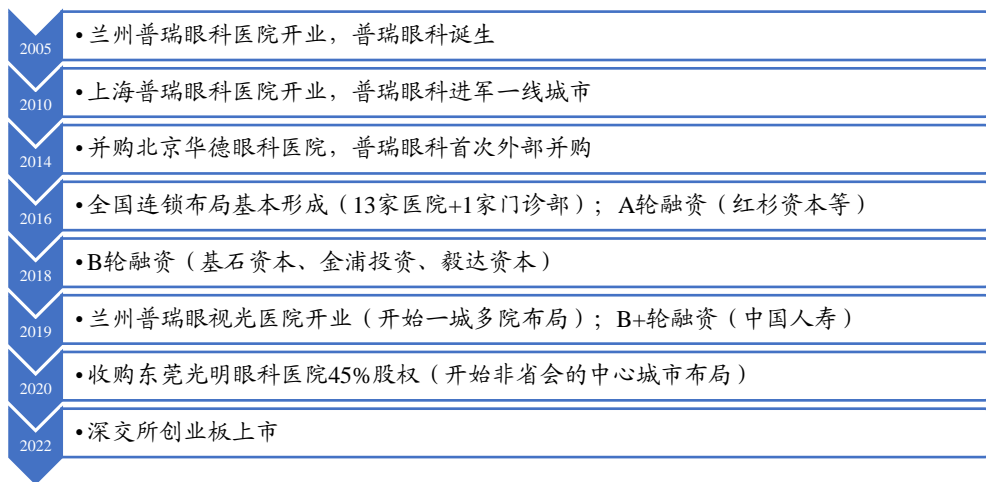
普瑞眼科是一家专注于打造精品眼科医院的连锁医院集团。公司专注于眼科医疗服务业务，主要在直辖市、省会城市等中心城市进行布局，截至 2023 年 4 月 25 日，普瑞眼科在全国 20 个省级行政区拥有 25 家眼科医院和 3 家眼科门诊，其中 24 家医院和 3 家门诊建设于省会城市。截至 2022 年 12 月 31 日，公司合计员工 3972 人，其中 2078 名为医疗人员，其中 224 名为多点执业医师。

图 1：普瑞眼科全国布局



数据来源：招股说明书，公司官网，公司微信公众号，东北证券；注：截至 2023 年 4 月 25 日

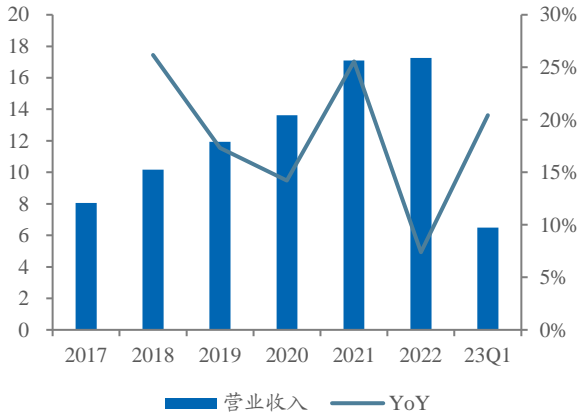
图 2: 普瑞眼科发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，公司微信公众号，东北证券；注：截至 2023 年 4 月 25 日

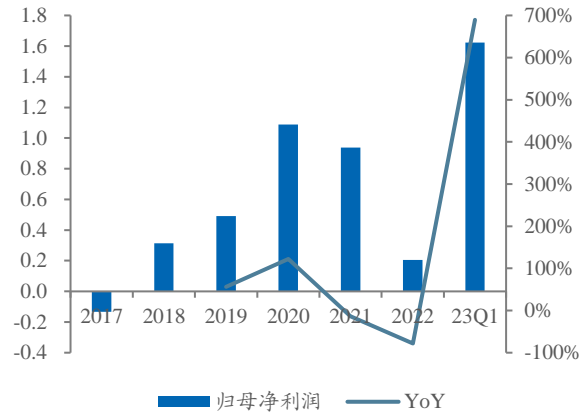
公司营收保持高增速，利润端边际改善在即。公司 2017-2022 年实现营业收入 8.06/10.16/11.93/13.62/17.10/17.26 亿元，17-22CAGR5 为 16.46%；实现归母净利润-0.13/0.31/0.49/1.09/0.94/0.21 亿元。公司旗下医疗机构单院模型不断成熟，尚未盈利的老院和近期开业的新院扭亏速度和确定性增强，鉴于公司净利率较成熟眼科连锁偏低，利润增速中短期内有望维持高位。

图 3: 普瑞眼科营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东北证券

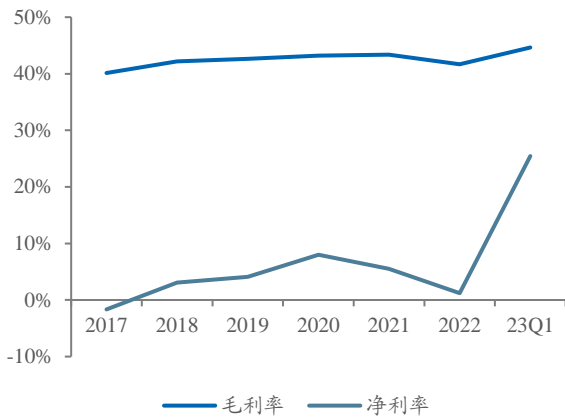
图 4: 普瑞眼科归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，东北证券

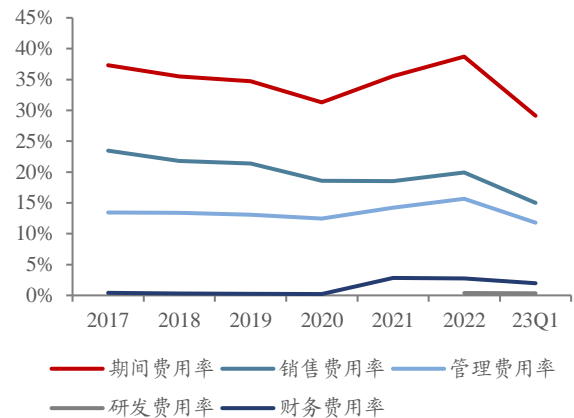
随开业医院数量提升、扭亏医院数量增长，公司期间费用率有望进入下降通道。公司毛利率从 2017 年的 40.13% 稳步提升至 2021 年的 43.37%，2022 年因 Q4 不可抗力因素波动至 41.67%，23Q1 回升至 44.64%；期间费用率从 2017 年的 37.30% 略微波动至 2022 年的 38.71%，其中，①销售费用率自 2017 年 23.47% 下降至 2022 年的 19.91%（-3.56pct），主要系公司布局战略影响、早中期销售费用率偏高，随医院布局进一步推进，销售费用率的下行趋势有望延续甚至加速下降；②管理费用率 2021 年提升主要系新租赁准则下新增使用权资产折旧计入折旧与摊销，③财务费用率 2021 年提升主要系新租赁准则下新增租赁负债未确认融资费用摊销。

图 5: 普瑞眼科毛利率与净利率



数据来源: Wind, 东北证券

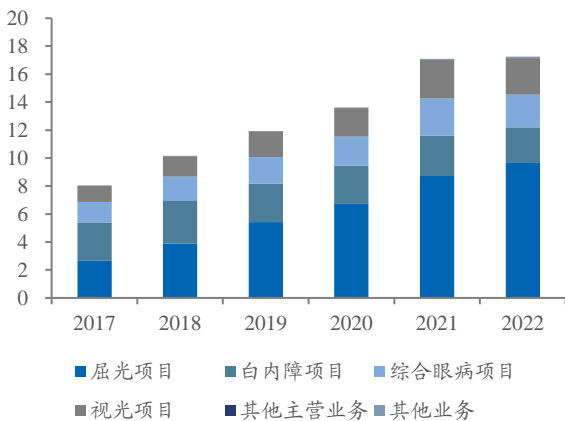
图 6: 普瑞眼科期间费用率



数据来源: Wind, 东北证券

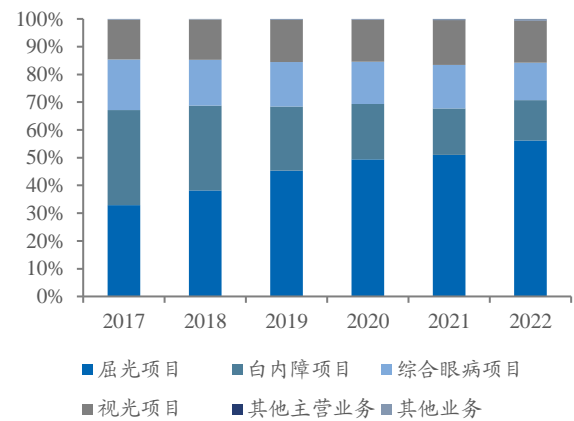
为应对医保控费，公司业务结构持续调整。公司主要业务划分为屈光项目、白内障项目、综合眼病项目和视光项目，其中，①屈光项目占比持续提升，2017 年占比 32.93%，2021 年达 51.00%，2022 年进一步提升至 56.25%；②白内障项目占比持续下滑，由 2017 年的 34.19%下降至 2022 年的 14.46%，主要系白内障手术的基本费用（不包括高端晶体、飞秒白内障摘除术等费用）为医保支付费用，公司为应对医保控费而调整业务结构；③综合眼病项目占比整体维持在 15%左右略有下降趋势，占比由 2017 年的 18.20%下降至 2022 年的 13.52%，占比偏低亦与医保控费有关；④视光项目占比整体维持在 15%左右略有上升态势，占比由 2017 年的 14.40%上升至 2021 年的 16.14%，2022 年波动至 15.06%，随公司再次调整业务结构、加大视光领域投入，视光项目占比有望提升。

图 7: 普瑞眼科业务营收拆分 (亿元)



数据来源: Wind, 东北证券

图 8: 普瑞眼科业务营收拆分占比

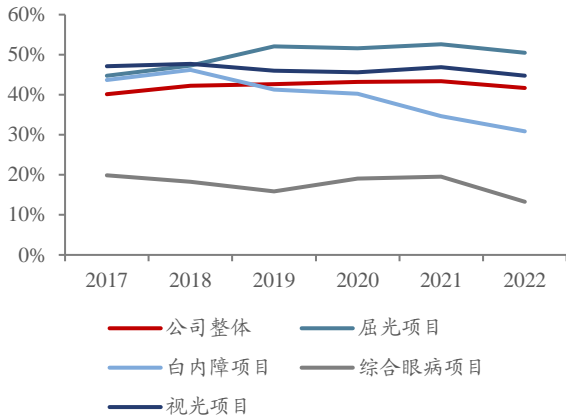


数据来源: Wind, 东北证券

业务结构持续调整，高毛利率业务占比提升，整体毛利率稳定上行。整体来看，毛利率从 2017 年的 40.13%稳步提升至 2021 年的 43.37%，2022 年波动至 41.67%。①屈光项目是公司的核心营收来源与核心毛利来源，毛利率从 2017 年的 44.74%提升至 2021 年的 52.60%、2021 年的 50.47%，主要得益于高端术式占比的提升。②白内障项目毛利率存在一定波动，2017 年毛利率为 43.67%，2021 年则为 34.61%，2022 年为 30.85%，2021 年的毛利率下滑主要系医保政策下手术量下滑导致的单位成本

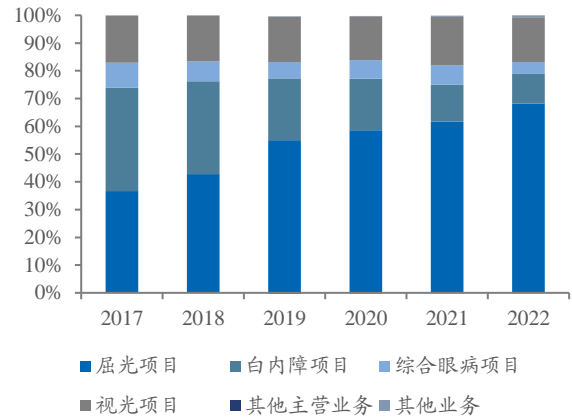
提升。③综合眼病项目毛利率长期相对偏低，2017 年为 19.88%，2021 年下降至 19.56%，2022 年为 13.27%。④视光项目 2017 年毛利率为 47.13%，2021 年略微下滑至 46.84%，2022 年为 44.75%。

图 9：普瑞眼科毛利率拆分



数据来源：Wind，东北证券

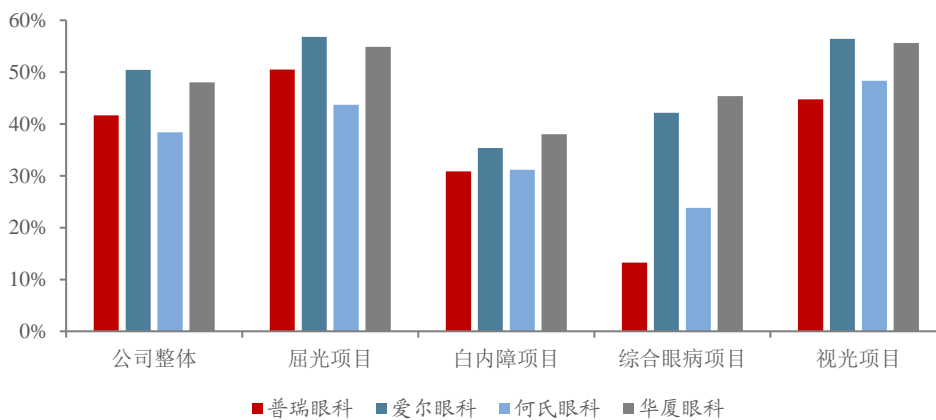
图 10：普瑞眼科毛利拆分占比



数据来源：Wind，东北证券

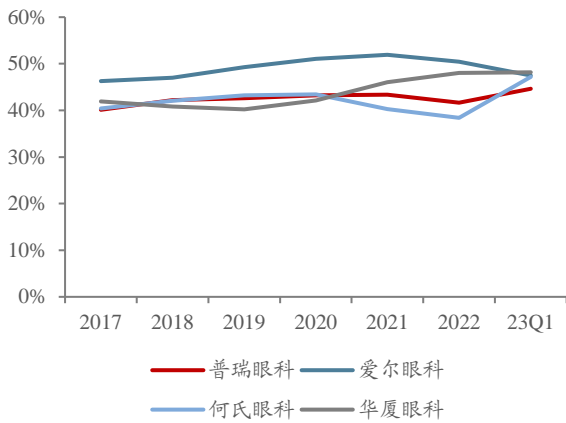
疫情下新院单院模型放缓，疫情后盈利能力有望快速进入爬坡期。横向对比 2017 年以来数据，公司①毛利率与其他同行业公司相比优势有限：以 2022 年为例，屈光项目毛利率 50.47%为行业中游（与爱尔眼科相比-6.35pct），白内障项目毛利率 30.85%相对偏低（与爱尔眼科相比-4.49pct），综合眼病项目毛利率 13.27%处于落后位置（与爱尔眼科相比-28.89pct），视光项目毛利率 44.75%处于第二梯队稍低（与爱尔眼科相比-11.68pct）；整体毛利率 41.67%处于第二梯队，主要得益于屈光项目占比高。公司短期内仍将以消费眼科作为业务发展主线，综合眼病项目毛利率或保持稳定，而视光项目作为近年公司发力重点，毛利率有望得到明显改善；②净利率则由于较多新院稀释而处于较低水平，长期改善预期明确：净利率较低主要系公司专注于布局全国中心城市，品牌早中期的营销联动效果有限，叠加疫情影响扭亏放缓，随新院经营年限增长、扭亏预期提前，我们认为公司净利率仍有望提升至行业一流水平。

图 11：2022 年眼科医疗服务公司业务拆分毛利率对比



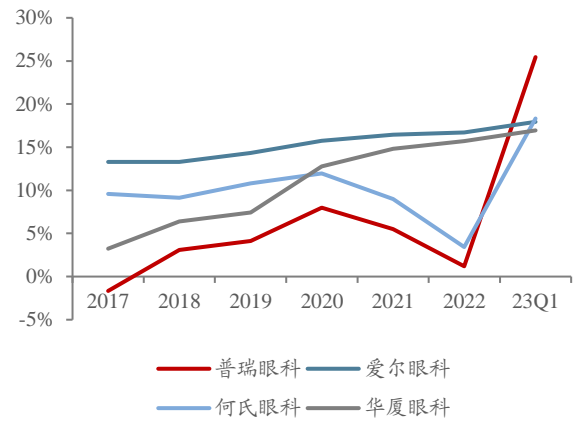
数据来源：Wind，东北证券

图 12: 眼科医疗服务公司毛利率对比



数据来源: Wind, 东北证券

图 13: 眼科医疗服务公司净利率对比

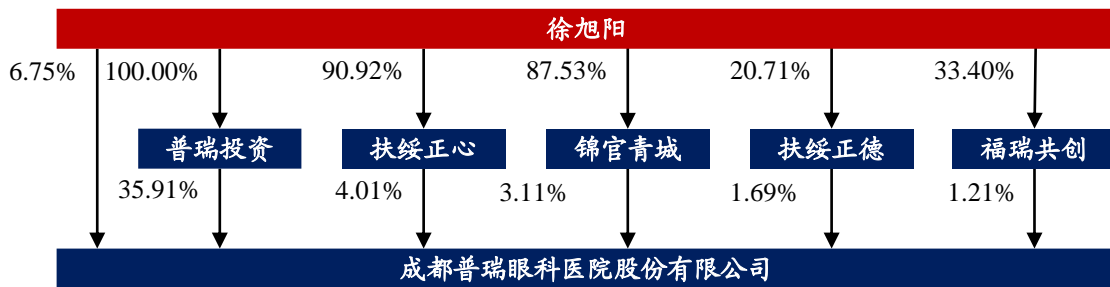


数据来源: Wind, 东北证券

1.2. 股权架构: 实控人控股过半, 结构稳定而集中

截止 2023 年 3 月 31 日, 公司创始人徐旭阳先生直接持有公司股份 6.75%, 通过普瑞投资 (徐旭阳先生持股 100%) 间接持股 35.91%, 扶绥正心、锦官青城、扶绥正德和福瑞共创是徐旭阳先生是一致行动人, 因此徐旭阳先生合计控制 52.69% 的股份, 是普瑞眼科的实际控制人。徐旭阳先生先后任职黄山市人民医院临床医生、眼力健销售工程师和科医人高级销售工程师, 2000 年开始自主创业, 后创立普瑞眼科并至今担任公司董事长。

图 14: 普瑞眼科股权结构



数据来源: 公司公告, 东北证券; 注: 截至 2023 年 3 月 31 日, 福瑞共创股东信息为 2022 年 6 月 24 日招股说明书数据、持股信息为 2023 年 3 月 21 日公告数据

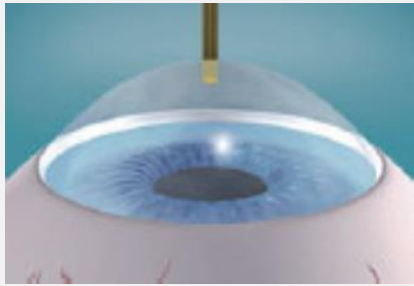
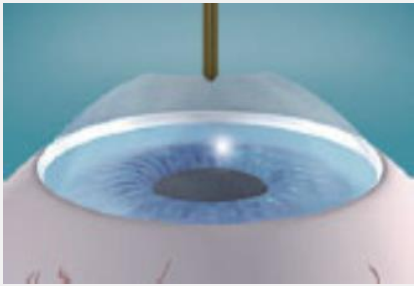
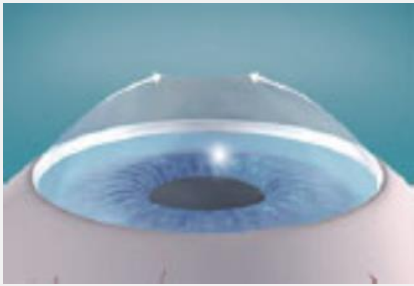
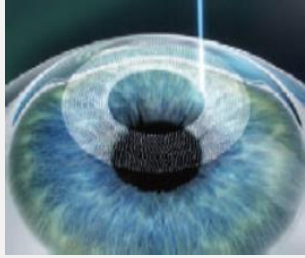
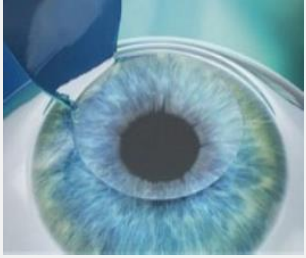
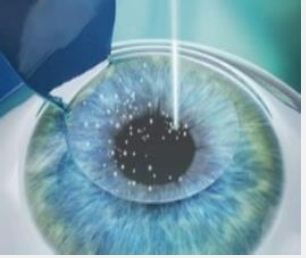

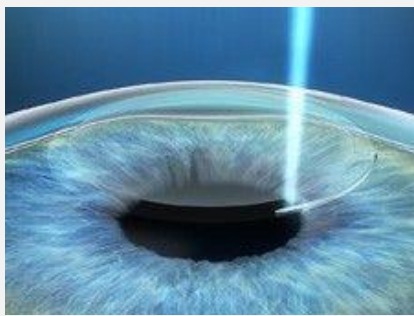
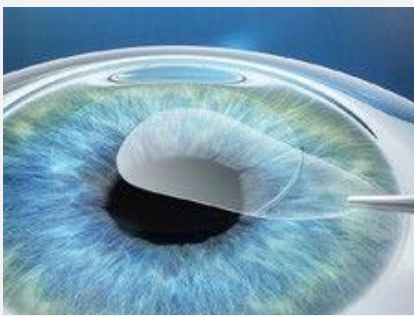

此外, 扶绥正心、锦官青城、扶绥正德和福瑞共创系上市公司员工持股平台, 截至 2023 年 3 月 31 日, 4 个持股平台合计持股 10.03%, 平台主要由公司旗下各院业务院长、执行院长等核心员工持股; 公司暂无其他股权激励措施。

2. 市场分析：医疗消费升级，眼科需求强劲

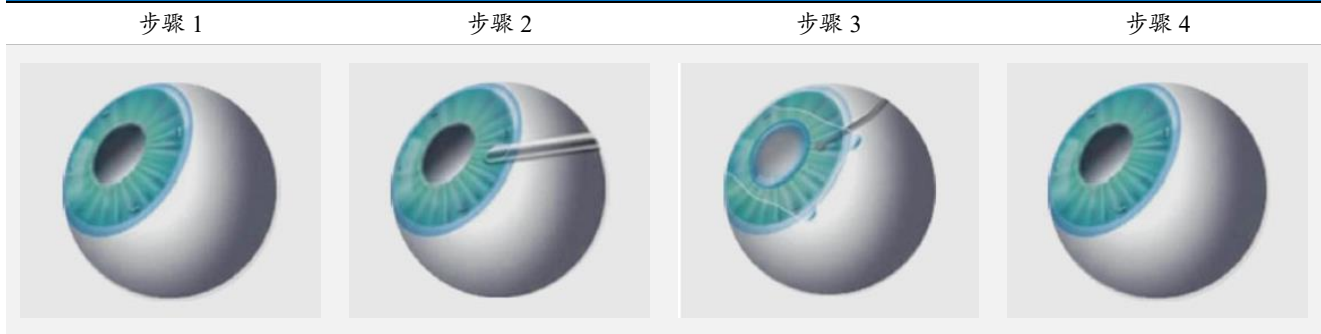
2.1. 屈光手术：眼科业务主力，高端术式渗透率持续提升

屈光手术，即以手术的方法改变人眼的屈光状态，从而使外界物体在视网膜上清晰成像，改善屈光不正患者的视功能，能够使患者减少对各类型眼镜的依赖。屈光手术能够治疗近视、远视、老视和散光等多种屈光不正问题。

表 1：主流屈光手术全流程

全激光手术			
步骤 1	步骤 2	步骤 3	
			
采用准分子激光轻轻移除角膜上皮。角膜上皮的薄层保持于原位。	采用准分子激光，将角膜烧蚀至一定厚度。	角膜上皮将完全愈合而不留任何切口。	
半飞秒手术			
步骤 1	步骤 2	步骤 3	步骤 4
			
采用飞秒激光切出角膜瓣。	其后轻轻提起角膜瓣层以露出角膜内层。	采用准分子激光，将角膜烧蚀至一定厚度。	将角膜瓣轻轻平滑地放回角膜表面。
全飞秒手术			
步骤 1	步骤 2	步骤 3	
			
飞秒激光仅需一个步骤即可于眼角膜内形成屈光透镜及小切口。	其后从小切口中取出屈光透镜，而余下眼角膜表层保持完整。	取出屈光透镜会改变眼角膜形状，从而达到理想的屈光矫正效果。	

ICL 晶体植入术



在眼角膜边缘形成约 2.8 至 3 毫米的切口。 将经过折叠的 ICL 通过注射器植入切口。 经过折叠的 ICL 将自行缓缓张开。 ICL 于规定位置固定。

数据来源：朝聚眼科招股说明书，东北证券

我国近视发生率横向对比处于偏高水平，而屈光手术渗透率远低于发达国家同期水准，因此潜在发展空间巨大。2021 年美国每千人激光近视手术量高达 2.6，西欧国家合计 1.3，韩国高达 3.8，富裕国家整体合计达 1.8；同期我国仅为 0.7，与发达国家相比差异巨大。更高的近视发生率、更低的屈光手术渗透率，二者叠加下我国屈光手术市场仍有较大挖掘空间。

表 2：全球主要地区激光近视手术渗透率

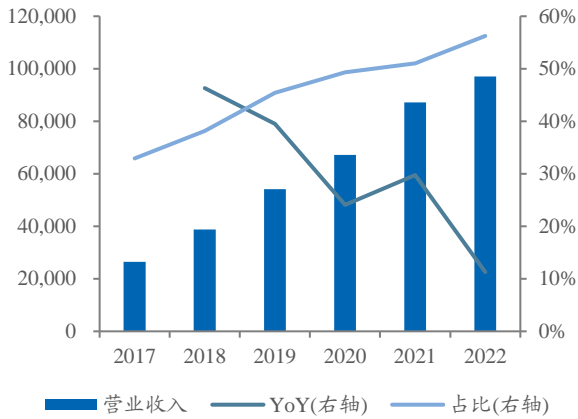
地区	国家	人口(百万)	占全球人口百分比	每千人激光近视手术量
西欧	美国	335.0	4.3%	2.6
	德国	80.0	1.0%	1.3
	法国	68.1	0.9%	1.1
	英国	66.1	0.9%	1.3
	意大利	62.5	0.8%	1.2
	西班牙	50.3	0.6%	1.6
	其他西欧国家	89.3	1.1%	1.3
	西欧国家合计	416.2	5.4%	1.3
其他富裕国家	日本	125.1	1.6%	0.4
	韩国	52.0	0.7%	3.8
	加拿大	38.0	0.5%	2.3
	沙特阿拉伯	34.7	0.4%	1.2
	奥地利	25.8	0.3%	1.1
	其他富裕国家	89.3	1.2%	1.4
其他富裕国家合计	263.5	3.4%	2.0	
富裕国家合计	1139.8	14.7%	1.8	
中国		1397.9	18.0%	0.7

数据来源：《Market Scope: 2021 Refractive Surgery Market Report》，《2022 中、欧国际近视手术白皮书》，东北证券

屈光项目手术量逐年增长，客单价整体呈提升态势，量价齐升。自有关部门大力推行医保控费政策，公司着手调整业务结构；2018 年，屈光项目反超白内障项目，已成为公司第一大业务。公司屈光手术量呈稳健的快速提升态势，自 2017 年的 1.80 万例快速提升至 2021 年的 5.59 万例，17-21CAGR4 为 32.70%；客单价整体呈提升

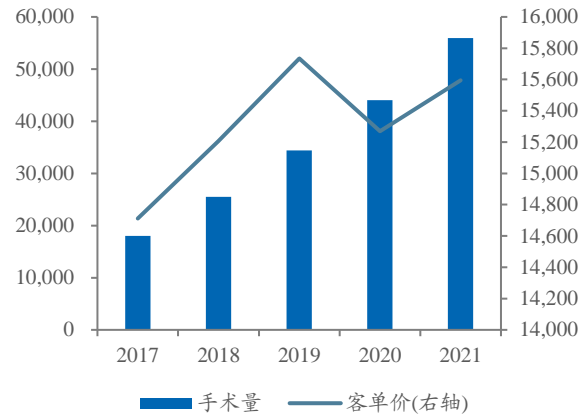
态势，2017年为1.47万元/例、快速提升至2019年的1.57万元/例，17-19CAGR2为3.42%；2020年受疫情影响有所波动，2021年已恢复至1.56万元/例。随着全飞秒手术、全激光（SMART）手术和ICL手术等高端术式的市占率逐步提升，公司屈光项目客单价有望进一步提升。

图 15: 屈光项目营收 (万元)



数据来源：招股说明书，东北证券

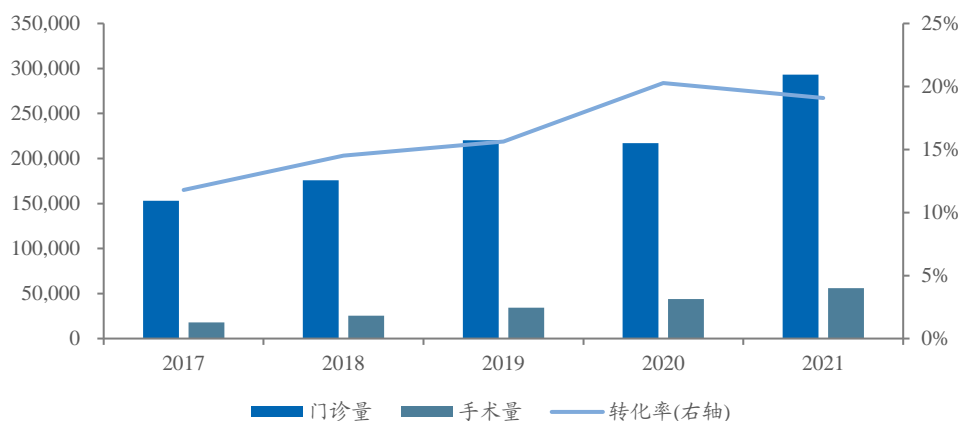
图 16: 屈光项目量价拆分 (例、元/例)



数据来源：招股说明书，东北证券

手术转化率整体呈提升态势。从门诊量上看，2017-2021年除2020年受疫情影响有所波动，整体保持增长态势，自2017年的15.30%提升至2021年的29.30%，17-21CAGR4为17.65%，预计随着新院建设，门诊量有望持续增长。手术量则一直保持快速增长，2017年手术量仅为1.80万例，2021年增长至5.59万例，17-21CAGR4为32.70%，2020年转化率提升至20.27%、2021年19.09%。我们认为，随着普瑞眼科品牌力日益增强、患者对普瑞眼科认可度的提升，手术转化率存在进一步提升的空间。

图 17: 屈光项目门诊量 (人次)、手术量 (例) 与转化率

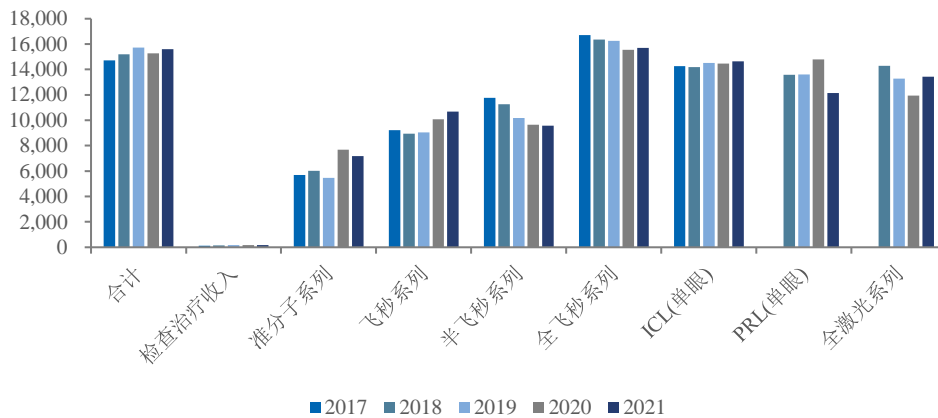


数据来源：招股说明书，东北证券

公司屈光业务项目齐全，价格覆盖各区间。公司将旗下屈光产品划分为准分子、飞秒、半飞秒、全飞秒、ICL、PRL和全激光等多种类型，其中，①准分子系列指使用机械刀、乙醇松解等传统方式分离角膜上皮层（某些术式含前弹力层）的准分子激光切削术，该产品主要面对预算有限的患者，2021年平均客单价仅为7184元/例；

②飞秒系列指使用非蔡司系统的半飞秒手术，半飞秒系列指使用蔡司系统的半飞秒手术，半飞秒手术是我国屈光市场的中坚术式，2021年公司平均客单价分别为10690元/例和9576元/例；③全飞秒和全激光系公司定位最高的激光屈光手术，全飞秒包括SMILE和FLEX（后者为使用单一飞秒激光完成制瓣和切削全步骤的特殊全飞秒术式），全激光为使用单一准分子激光完成切削的SMART术式，2021年公司平均客单价分别为15710元/例和13436元/例；④ICL和PRL手术，即有晶体眼人工晶体植入术，是近年来市占率快速提升的屈光手术术式，主打高度数和超高度数近视矫正，2021年公司平均客单价分别为14646元/例和12142元/例。

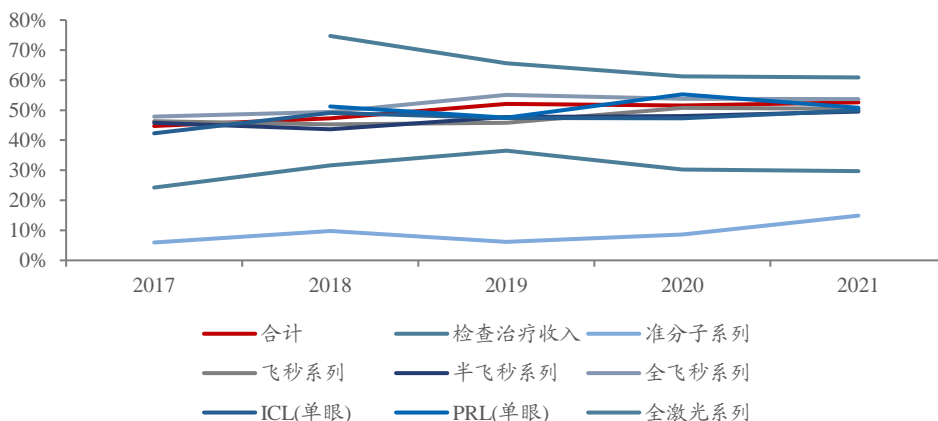
图 18：屈光项目中细分项目单位价格（元/例）



数据来源：招股说明书，东北证券

各类型屈光手术毛利率差异大，得益于产品结构，整体毛利率维持较高水平。公司不断引入业内前沿的屈光设备与术式，全飞秒等高端屈光术式的手术量占比日益提升，带动公司屈光手术毛利率稳定上行，2017年为44.74%，2021年已提升至52.60%（2020年略有波动），期间累计提升了7.86pct。

图 19：屈光项目细分项目毛利率对比



数据来源：招股说明书，东北证券

“360°全晰定制”产品升级，全面提升屈光手术综合质量。近年来，南昌、乌鲁木齐、合肥、武汉、兰州、济南、成都、西安、兰州眼视光、南宁、郑州、南昌红谷滩、合肥瑶海、北京等多家普瑞眼科医院已经完成“360°全晰定制”屈光手术产品

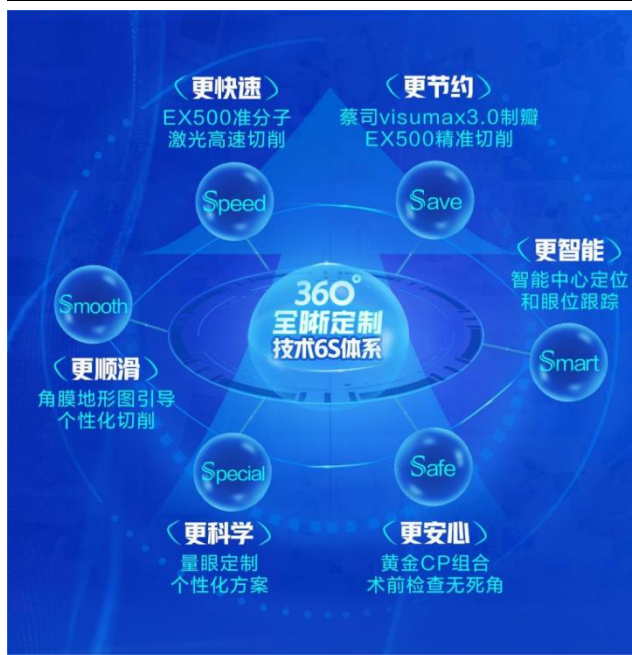
升级，其他普瑞眼科医院也在陆续推进中。“360°全晰定制”的产品升级主要体现在三点：术前检查更全面、高端术式更丰富、术后服务更完善。

1) **术前检查更全面。**术前检查分为眼部初查、角膜细查、眼底深查三个层面，层层递进，将近视手术的风险隐患逐一排查。普瑞眼科多院引入德国 OCULUS 角膜生物力学分析仪 CorvisST 和眼前节测量评估系统 PentacamHR，可以精准和全面地体现角膜的光学和生物力学特性，直观反映圆锥角膜风险，更大限度降低屈光手术风险；针对高度近视人群，普瑞眼科引入蔡司 CLARUS 500 超广角眼底照相机等高端眼底检查设备，精准排查高度近视患者的眼底疾病风险。

2) **高端术式更丰富。**普瑞眼科旗下升级“360°全晰定制”的院区均实现了全飞秒、半飞秒、全激光和 ICL 四大类业界应用前沿术式的全覆盖，并进一步推广波前像差、角膜地形图等个性化定制，提供量“眼”定制的屈光矫正方案，更好满足患者需求。

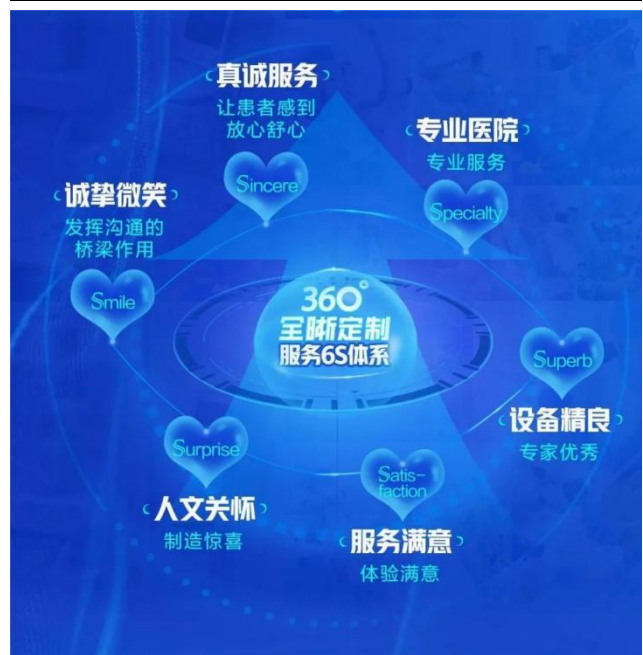
3) **术后服务更完善。**普瑞眼科的安全保障体系覆盖术前术后各环节，还从进出院、饮食、住宿等增值服务各方面，给予患者更多的关怀；得益于全国中心城市布局，普瑞眼科承诺“一家医院手术，全国医院免费复查”，而且对患者手术档案实行终身管理。

图 20：“360°全晰定制”技术 6S 体系



数据来源：公司微信公众号，东北证券

图 21：“360°全晰定制”服务 6S 体系

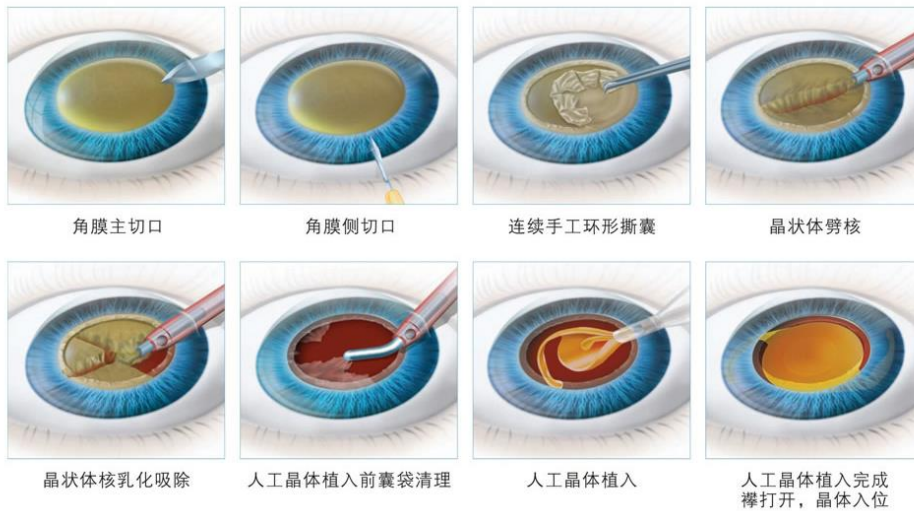


数据来源：公司微信公众号，东北证券

2.2. 白内障手术：产品结构迅速优化，飞白多焦齐头并进

白内障是指晶状体透明度降低或者颜色改变所导致的视觉质量下降的眼部改变。晶状体主要由蛋白质和水组成，随着年龄的增长以及其他多种因素，晶状体的蛋白质发生分解并凝结，形成堆积，造成一定程度的浑浊，导致光无法达到视网膜，从而造成视力模糊甚至失明。白内障是目前失明率最高的疾病。白内障以老年性白内障为主，老年性白内障的发病率会随着年龄的增长而上涨，60 岁以上的发病率超过 80%。目前白内障的唯一有效治愈手段为手术治疗。

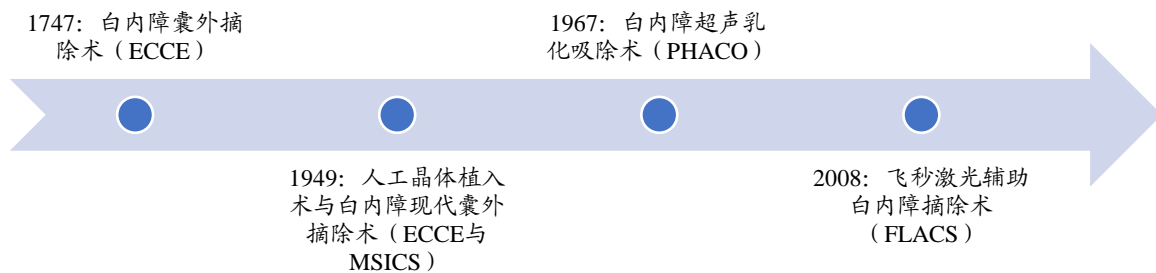
图 22: 白内障超声乳化吸除术联合人工晶体植入术手术流程



数据来源: 爱尔眼科官网, 东北证券

近现代白内障手术已有数百年历史, 自超声乳化吸除术和飞秒辅助白内障摘除术诞生以来日趋精湛。在人工晶体之前, 白内障囊内摘除术和囊外摘除术并存; 1949 年, 人工晶体植入术诞生, 为了更好放置人工晶体, 囊外摘除术逐渐成为主流白内障摘除术, 随着技术发展进化为手法小切口白内障手术; 1967 年, 创口更小、术后恢复更快的超声乳化吸除术诞生, 目前国际上最主流的白内障摘除术即为超乳术; 2008 年诞生的飞秒辅助摘除术是超乳术的升级版, 手术精度高于传统术式, 一般运用于中高端白内障手术中, 也适用多种白内障疑难杂症; 但飞秒辅助白内障摘除术价格昂贵, 目前仅用于各类高端手术中, 尚未实现普及。















图 23: 白内障摘除术发展简史





数据来源: 爱尔眼科官网, 东北证券


随着居民生活水平的上升、信息生活的普及化和医疗意识的提高, 我国白内障手术日益从复明性手术向屈光性手术转化; 随着经济实力的增强、以及以手机为代表的电子产品渗透率的飞速提升, 我国中老年居民对优质视力的需求与日俱增, 能同时解决老花和白内障问题的多焦点人工晶体有望成为眼科医疗领域的下一个业绩增长点。


图 24: 不同级别人工晶体植入术的术后脱镜情景

	Clareon® Monofocal IOL	Clareon® Toric IOL	Clareon® Vivity® and Vivity® Toric IOL	Clareon® PanOptix® and PanOptix® Toric IOL
 Distance Vision	No Astigmatism ✓ With Astigmatism 	✓	✓	✓
 Intermediate Vision (26 inch)			✓	✓
 Near Vision (16 inch)				✓*
 Minimal Halos and Glare			 ³	 ^{***4}

 Patients usually require glasses to see clearly at this distance

 Most patients experience minimal or no glare or halos around lights

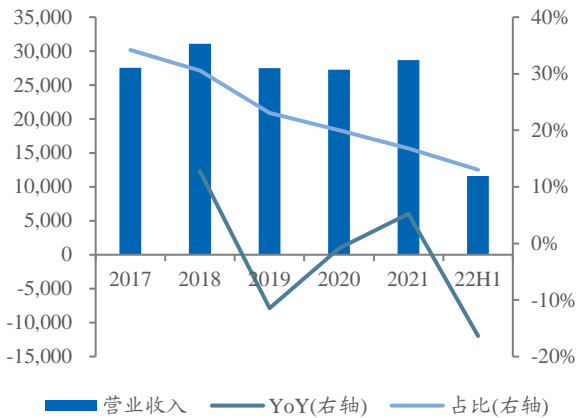
 Patients usually do not require glasses to see clearly at this distance

 Some patients may experience glare or halos around lights

数据来源: 爱尔康, 东北证券; 注: 四种场景分别为单焦点晶体、单焦点散光晶体、EDoF 散光晶体、三焦点散光晶体

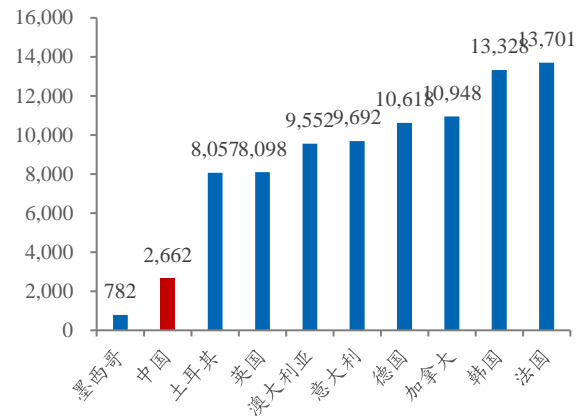
人口老龄化加剧叠加诊疗率提升, 白内障手术市场持续量增。白内障是一种常见眼科疾病, 其发病率随年龄增长而增长。根据灼识咨询预测, 2025 年我国将有 1.51 亿白内障患者。根据《“十四五”全国眼健康规划》, 我国 2020 年 CSR (Cataract Surgical Rate, 计算方式一般为一年内每百万人口的白内障手术数量) 已达到 3,000; 对比海外各国情况 (鉴于 2020 年新冠疫情对各国 CSR 产生显著影响, 故选取 2019 年数据), 我国 CSR 仅为发达国家的 20%-30%, 仍然存在巨大发展空间。根据弗若斯特沙利文预测, 2021 年我国人工晶体市场规模 42 亿元, 2030 年预测为 98 亿元, 21-30E CAGR9 为 9.87%; 2021 年全球人工晶体市场规模 293 亿元, 2030 年预测为 689 亿元, 21-30E CAGR9 为 8.89%。

图 25: 中国白内障患者人数 (万人)



数据来源:《The National and Subnational Prevalence of Cataract and Cataract Blindness in China》, 灼识咨询, 东北证券

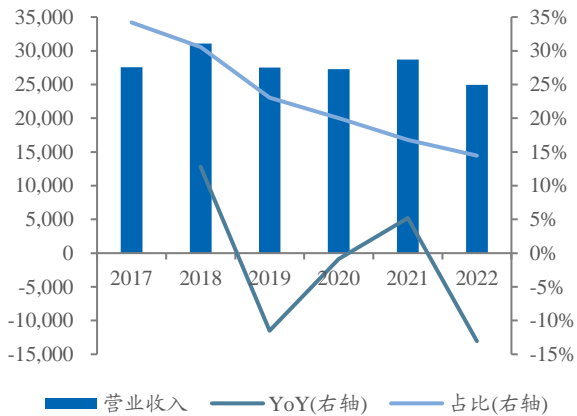
图 26: 2019 年各国 CSR 对比



数据来源: 国家卫健委, OCED, 东北证券

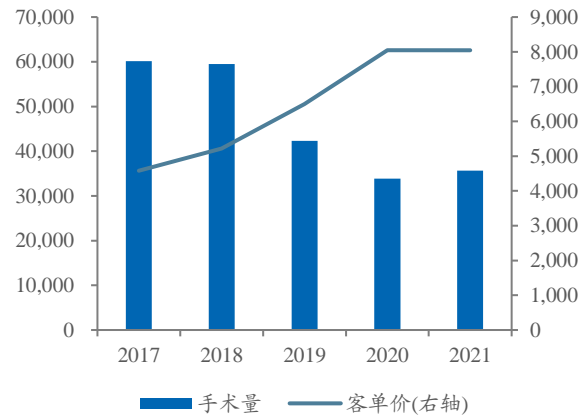
白内障项目营收占比逐渐下降, 业务向高端转型, 客单价显著提升。2017 年以来白内障项目营收整体维持相对稳定, 2017-2022 年营收均在 2.5-3.1 亿元左右波动; 占比稳步下滑, 自 2017 年的 34.19% 下降至 2022 年的 14.46%。受医控控费政策影响, 公司对白内障业务的资源投入倾向有所改变, 手术量自 2017、2018 年的每年 6 万例左右, 下降至 2019 年以来的均值每年 3.73 万例左右, 但客单价的提升较为显著, 2017 年客单价仅为 4581 元/例, 2020、2021 年已提升至 8045 元/例左右。

图 27: 白内障项目营收 (万元)



数据来源: 招股说明书, 东北证券

图 28: 白内障项目量价拆分 (例、元/例)

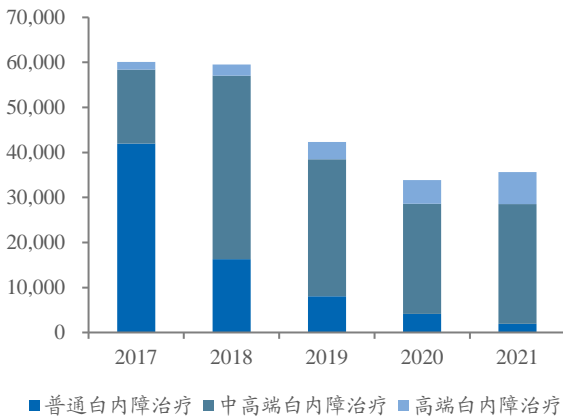


数据来源: 招股说明书, 东北证券

中高端项目占比快速提升, 业务结构持续优化。白内障项目属于医保覆盖的范围, 近年来, 白内障项目受到医控控费政策等因素的影响导致手术量逐年减少; 公司亦大力推行非球面、多焦人工晶体和飞秒白内障摘除术的运用, 促进业务高端化转型。2017 年, 公司 69.77% 白内障手术为使用 PMMA 晶体的基础白内障手术, 而 2018 年, 采用非球面晶体的中端白内障手术占比提迅速提升至 68.56%, 2021 年达 74.50%; 采用多焦人工晶体的高端白内障手术占比也持续提升, 2017 年仅为 2.93%, 2021 年已提升至 20.08%。业务结构的高端化发展也迅速拉升客单价, 2017-2021 年普通白内障手术客单均价仅为 3929 元/例, 中端白内障手术为 5837 元/例, 高端白内障手术则为 14380 元/例。随着低端白内障手术式微、高端白内障手术占比快速提升, 客

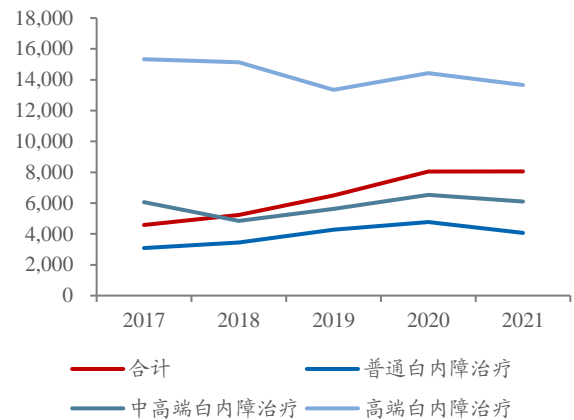
单价 2017-2021CAGR4 为 15.11%。

图 29: 白内障项目手术量拆分 (例)



数据来源: 招股说明书, 东北证券

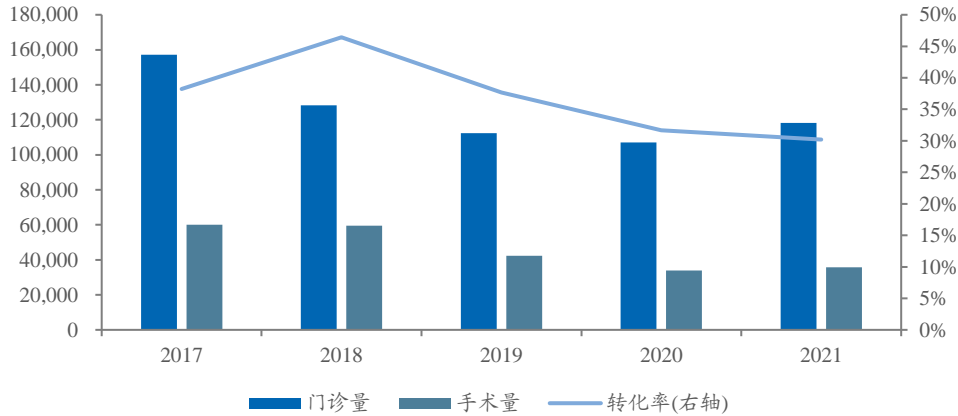
图 30: 白内障项目单价拆分 (元/例)



数据来源: 招股说明书, 东北证券

白内障手术转化率下行趋势放缓, 随白内障治疗观念变化, 转化率有望回暖。自 2018 年, 公司白内障手术转化率下行, 2018 年峰值 46.42%, 2021 年仅为 30.20%; 但下行趋势扭转在即, 随着白内障手术逐渐从复明性手术转向屈光性手术, 公司主打高端术式的概念将被更多患者接受, 转化率有望进入上行区间。

图 31: 白内障项目门诊量 (人次)、手术量 (例) 与转化率



数据来源: 招股说明书, 东北证券

中国远期 CSR 仍有巨大发展空间, 随着布局扩张和高端手术接受度的提高, 公司白内障手术业务前景广阔。针对医保控费对白内障筛查阶段性的影响, 医院逐渐转变为推广眼科知识科普、基层网络转诊、扩大医院品牌影响等途径吸引病人就诊与实施手术。随着飞秒白内障摘除术和屈光性晶体植入术的接受度的提高, 白内障手术客单价有望实现较快增长。

2.3. 医学视光: 着手接轨国际水平, 数字化验配或成破局关键

近视是一种屈光不正, 即, 当眼睛调节放松时, 远处物体光线在眼内聚焦于视网膜前方。近视的直接原因一般是眼轴过长, 但过度弯曲的角膜及屈光力增加的晶状体

亦能导致近视。以等效球镜度（SE）为考察变量，近视通常定义为眼睛调节放松时 $SE \leq -0.50D$ 。近视尤其高度近视会提升眼部并发症风险，而当前的科技手段已经让近视可防可控，近视管理的必要性日益凸显。由于电子产品在儿童青少年间加速普及，中小学生在课内外负担日益加重，叠加用眼不当、缺乏户外活动等多因素，我国儿童青少年近视低龄化日益明显、近视率不断攀升，近视已经成为我国儿童青少年成长的大难题，自 2016 年以来，我国卫健委等在内的多部门已多次发文、推进儿童青少年的近视防控，并明确提出了 2030 年儿童青少年近视率的防控要求；2023 年 3 月，教育部印发《2023 年全国综合防控儿童青少年近视重点工作计划》，将儿童青少年近视防控工作、总体近视率和体质健康状况纳入政府绩效考核。

表 3：近年我国近视防控相关政策

政策名称	发布单位	发布日期	主要相关内容
“十三五”全国眼健康规划（2016-2020 年）	卫计委	2016 年 10 月	重点在儿童青少年中开展屈光不正的筛查与科学矫正，减少因未矫正屈光不正导致的视觉损伤。
综合防控儿童青少年近视实施方案	教育部等八部门	2018 年 8 月	到 2023 年全国青少年近视率在 2018 年基础上每年降低 0.5 个百分点以上，近视高发省降低一个百分点以上；6 岁儿童近视率控制在 3% 左右，小学生近视率下降到 38% 以下，初中生近视率下降到 60% 以下，高中阶段学生近视率下降到 70% 以下。建立各级近视防控中心、视力健康保护站。
关于进一步规范儿童青少年近视矫正工作切实加强监管的通知	卫健委等六部门	2019 年 3 月	规范儿童青少年近视矫正工作，加强市场监管，维护儿童青少年健康权益；要加大无证行医打击力度；要加强儿童青少年近视矫正广告监管。
健康中国行动（2019-2030 年）	卫健委	2019 年 7 月	全国儿童青少年总体近视率力争每年降低 0.5 个百分点以上和新发近视率明显下降；小学生近视率下降到 38% 以下。全面加强全国儿童青少年视力健康及其相关危险因素监测网络、数据收集与信息化建设。组建全国儿童青少年近视防治和视力健康专家队伍，科学指导儿童青少年近视防治和视力健康管理。
儿童青少年近视防控适宜技术指南	卫健委	2019 年 10 月	做好 0~6 岁儿童眼保健和视力检查工作；建立中小学生视力定期筛查制度，开展视力不良检查，筛查频率每学年不少于一次；加强医疗机构能力建设，培养儿童眼健康医疗技术人员；根据儿童青少年视力进展情况，提供个性化的近视防控健康宣教和分级转诊；组织专家主动进学校、进社区、进家庭，积极宣传推广预防儿童青少年近视的健康科普知识。
儿童青少年近视防控光明行动工作方案（2021-2025 年）	教育部等十五部门	2021 年 4 月	合力开展儿童青少年近视防控光明行动，健全完善儿童青少年近视防控体系，到 2025 年每年持续降低儿童青少年近视率，有效提升儿童青少年视力健康水平。建立儿童青少年视力健康监测数据库，发挥医院专业优势，不断提高眼健康服务能力。
0~6 岁儿童眼保健及视力检查服务规范（试行）	卫健委	2021 年 6 月	根据不同年龄段正常儿童眼及视觉发育特点，结合 0~6 岁儿童健康管理服务时间和频次，为 0~6 岁儿童提供 13 次眼保健和视力检查服务。
儿童青少年近视防控适宜技术指南（更新版）	卫健委	2021 年 10 月	对 2019 版的主体内容进行了保留和完善，着重体现了新形势下儿童青少年近视防控的新知识、新技术和新要求，完善了近视防控基本知识内容，完善了近视防控适宜技术要求。
“十四五”全国眼健康规划（2021-2025 年）	卫健委	2022 年 1 月	指导医疗机构规范开展近视矫治服务，制定完善角膜塑形镜等临床应用

康规划（2021-2025年）

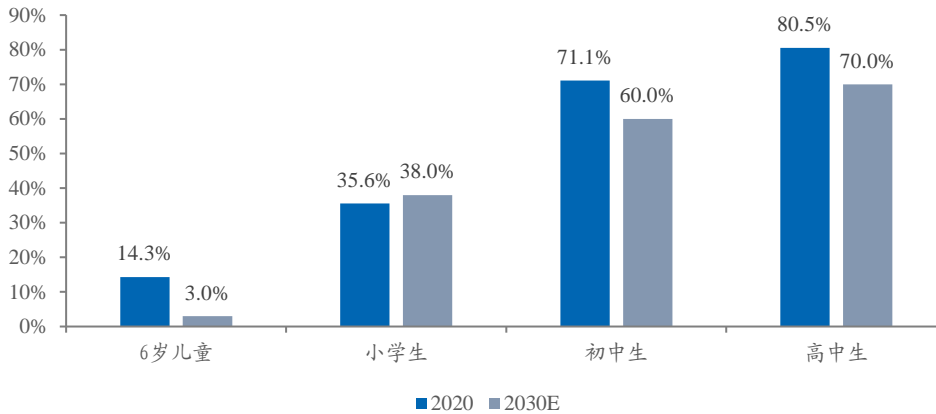
规范，加强近视相关手术操作监管，持续提升 eREC。

2023 年全国综合防控儿童青少年近视教育部 2023 年 3 月重点工作计划

将儿童青少年近视防控工作、总体近视率和体质健康状况纳入政府绩效考核，严禁地方各级人民政府片面以学生考试成绩和学校升学率考核教育行政部门和学校。对儿童青少年体质健康水平连续三年下降的地方政府和学校依法依规予以问责。

数据来源：卫健委、教育部等部门，东北证券

图 32：我国儿童青少年近视现状与 2030 控制目标



数据来源：卫健委、教育部等八部门，东北证券

限于学业压力，增加户外活动时间与减少近距离工作时长往往难以实现，因此积极采取措施减缓近视发展的重要与日俱增。常规的验光配镜是近视防控的最基础措施；此外，近视防控的主要措施还包括验配定制眼镜（主要是指各种基于近视的离焦理论而研发生产的产品，包括角膜塑形镜、离焦框架镜、离焦 RGP 和离焦软镜）以及使用低浓度阿托品。一些早期研究指出，近视防控眼镜（框架镜和角膜接触镜）与低浓度阿托品联合使用可以加强近视控制水平。

表 4：医学验光核心产品

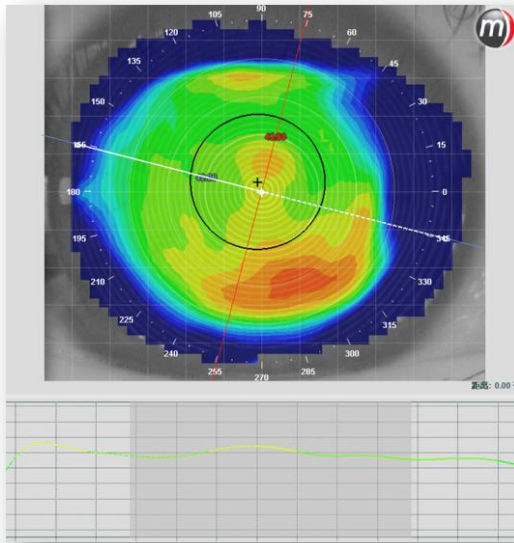
种类	适用人群	治疗方式	主流客单价
普通框架镜	常规屈光不正患者	为患者进行视力检测，确定屈光度数、散光度数和轴向、瞳距和瞳高等参数，搭配恰当的镜框与镜片。镜片是框架镜价格的核心组成，不同材质、不同度数、不同折射率、不同镀层的镜片定价差异极大。	200-3000
离焦框架镜	无禁忌症的儿童青少年	离焦框架镜与 OK 镜同样以离焦理论为基础，不同之处在于离焦框架镜与常规框架镜相同、是白天佩戴的。离焦框架镜的定价远低于 OK 镜，没有 OK 镜维护程序复杂、易破损等缺点，且其佩戴与普通框架镜一致、更易得到患者接受。	1500-4500
普通硬性接触镜	无禁忌症的屈光不正患者	普通硬性接触镜 (RGP) 是一种用硬性材料制作的角膜接触镜，与一般的水凝胶软性接触镜相比透氧系数显著更高。RGP 是高度定制化的产品，定制后长期使用，一般 1-1.5 年更换一次。	1500-4000
离焦硬性接触镜	无禁忌症的儿童青少年	离焦硬性接触镜是运用了离焦理论的 RGP。	4000-8000

<p>角膜塑形镜</p>	<p>8 岁以上的中低近视患者</p>	<p>角膜塑形镜（OK 镜）是一种夜间佩戴的硬性隐形眼镜，其在夜间对角膜进行塑型、改变角膜中央曲率、使角膜暂时性变平，一方面能暂时性矫正患者视力至正常值、效果立竿见影；一方面塑形后的角膜形状特殊，会改变周边视野的焦点，根据离焦理论能减缓眼轴伸长、控制近视发展。值得注意的是，OK 镜有极高的清洁护理需求，需要频繁使用价格高昂的专用护理产品。</p>	<p>6000-14000</p>
<p>普通软性接触镜</p>	<p>无禁忌症的屈光不正患者</p>	<p>普通软性接触镜是用软性材料制作的角膜接触镜。使用水凝胶制作的软镜透氧系数较低，使用硅水凝胶制作的软镜透氧系数较高。软镜属于消耗品，有日抛、周抛、半月抛、月抛、季抛等多种规格。</p>	<p>2500</p>
<p>离焦软性接触镜</p>	<p>无禁忌症的儿童青少年</p>	<p>离焦软性接触镜是运用了离焦理论的软镜。库伯光学 MiSight 于 2021 年通过 NMPA 注册，于 2022 年 7 月在我国正式上市。与 OK 镜相比，离焦软镜清洁程序较为简易（MiSight 为日抛型软镜），亦不易破碎，相比之下更便于使用。MiSight 日抛片单价 30 元左右，年化使用成本与 OK 镜定价相当。2022 年 11 月，强生视力健在进博会上展出全球首款硅水凝胶日抛近视防控软镜 ACUVUE Abiliti 1-Day，采用硅水凝胶材质更能满足近视防控长期长时间佩戴的需求。</p>	<p>10000</p>
<p>低浓度阿托品</p>	<p>无禁忌症的儿童青少年</p>	<p>据有关研究表明，低浓度阿托品（0.01%-0.1%）能控制近视发展，效果与浓度正相关，但眩光等副作用亦与浓度正相关。我国目前所有正规在售的低浓度阿托品均为院内制剂，规格多为 0.01%；目前有多家药厂的低浓度阿托品项目处于临床试验。低浓度阿托品并不能直接矫正近视，其必须与框架镜、OK 镜等视光产品共同使用。值得注意的是，低浓度阿托品副作用目前存在争议，NMPA 对其态度偏谨慎。</p>	<p>3600</p>

数据来源：东北证券整理；注：普通软性接触镜、离焦软性接触镜和低浓度阿托品客单价为日抛型号年耗费

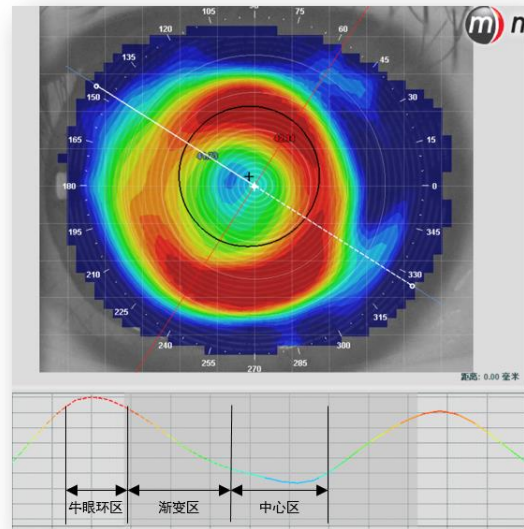
OK 镜矫正效果逐渐升级、性能不断改善，产品愈发可靠。角膜塑形术是目前最有效的非药物近视管理干预措施之一，近视患者在睡眠状态下佩戴角膜塑形镜 8-10 小时，角膜塑形镜会对患者角膜进行暂时的、可逆的塑形，从而在一定时间内使患者的裸眼视力恢复到正常水平，让患者得以在不佩戴其他类型眼镜的情况下进行日常活动。

图 33: 使用角膜塑形镜前的角膜地形图



数据来源: 爱博医疗微信公众号, 东北证券

图 34: 使用角膜塑形镜后的角膜地形图



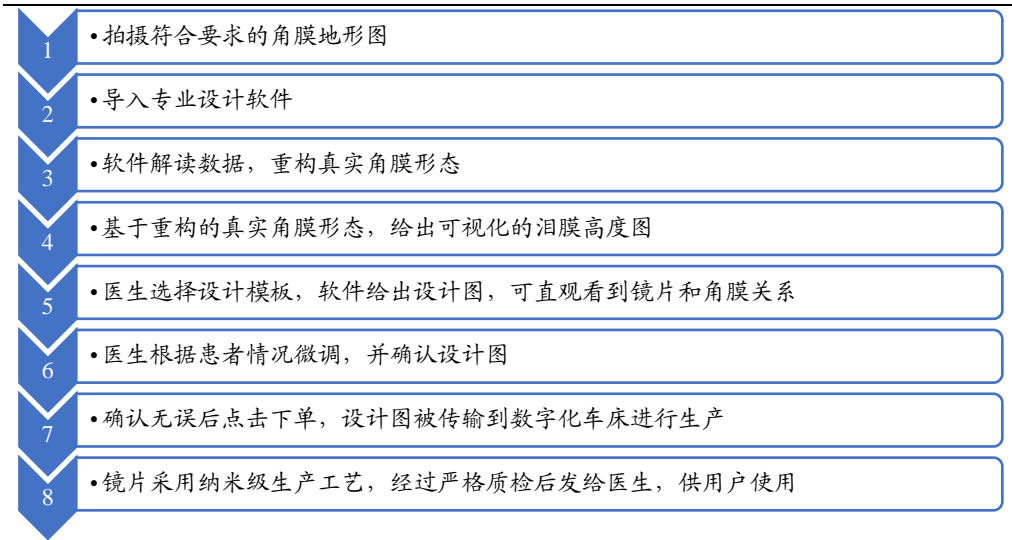
数据来源: 爱博医疗微信公众号, 东北证券

数字化验配是近视防控向国际最新技术接轨的核心所在。数字化验配的角膜塑形镜是第五代角膜塑形镜, 通过角膜地形图设备采集患者角膜数千个位点的数据, 构建真实患者角膜形态, 根据可视化泪膜形态设计角膜塑形镜, 从而有效解决顶点泪液间隙 (TLT) 不好把控、不规则角膜形态的贴合性较差、泪液封闭不完整、边翘高度不好把控等问题, 提高角塑佩戴舒适性, 获得更佳的近视防控效果。2022 年, 普瑞眼科与天津视达佳达成合作, 率先引入、率先推广角膜塑形镜的数字化验配。

数字化验配角膜塑形镜优势明显, 是近视防控业务的发展大势。

- 1) 免试戴的数字化定制。根据角膜地形图数据实现精准个性化定制, “一眼一镜”, 真正实现“量体裁衣”。
- 2) 更安全的可视化预设计。通过设计预览图, 可直观看到镜片和角膜间的泪液高度, 预留镜片与角膜间的安全距离, 验配更精准、安全性更高。
- 3) 更舒适的高透氧材质。(天津视达佳旗下角膜塑形镜) 采用新型高透氧材料和创新设计, 保障了镜片更大透氧量, 让角膜自由呼吸。
- 4) 适配范围广, 适合复杂眼部情况。镜片可做多轴非对称设计, 可以做不规则角膜形态的验配, 是复杂角膜形态验配的利器。
- 5) 更高效的生产周期。无需试戴, 1 周内可取镜, 缩短等待时间。

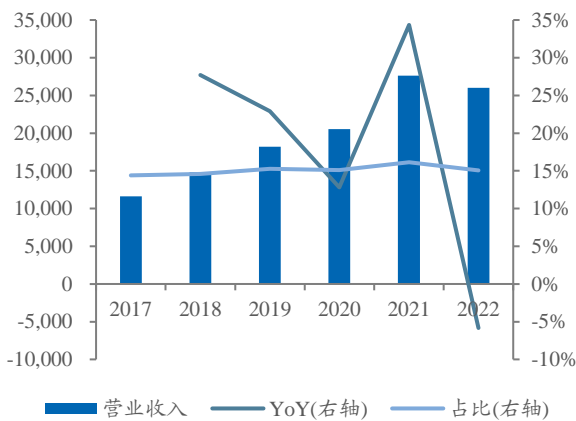
图 35: 全数字化定制角膜塑形镜设计流程



数据来源：公司微信公众号，东北证券

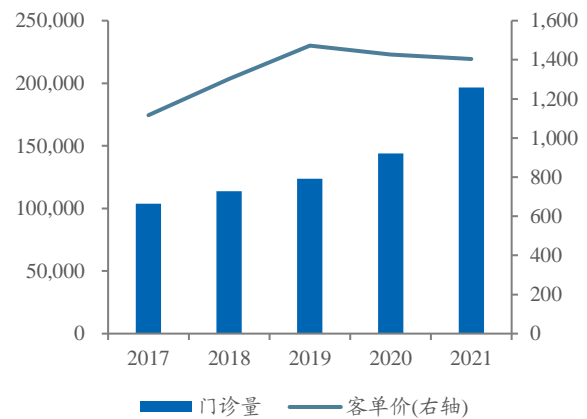
视光项目收入稳步增长，客单价维持高位。整体来看，公司正处于探索视光业务的关键时期，2017-2021 年视光项目的营收占比从 14.40% 提升至 16.14% (2022 年下滑至 15.06%)。从量价拆分来看，公司视光业务客单价于 2019 年达到峰值 1472 元/人次，随后略有波动但始终未低于 1400 元/人次；门诊量则于 2021 年出现显著提升。随着公司对视光领域投入的增长，我们认为公司视光业务出现量价齐升的显著优化在即。

图 36: 视光项目营收 (万元)



数据来源：招股说明书，东北证券

图 37: 视光项目量价拆分 (人次、元/人次)



数据来源：招股说明书，东北证券

引入美国资深从业者担任视光总监，前瞻国际视野为视光业务带来新气象。 2022 年普瑞眼科引入在美执业经验丰富的陆燕博士担任视光总监。陆燕医生本科毕业于北京医科大学临床医学专业，曾在北京同仁医院从事眼科临床工作 8 年，任北京同仁医院眼科角膜专业主治医师，并取得首都医科大学眼科学硕士学位；后赴美留学工作，独立执业视光工作 10 余年，并获得美国新英格兰视光学院视光学博士学位。陆燕博士是美国视光协会 (AOA) 会员、国际角膜塑形镜及近视防控联合会 (IAOMC) 北美会员、中国医学装备协会眼科专委会委员，对国际一线的视光项目开展模式有深刻理解。陆燕博士 2022 年间专注于在国内各家普瑞眼科医院巡诊与调研，2023

年将以与国际接轨为主线、着手改造升级普瑞眼科的医学视光业务。我们认为以数字化验配为代表的国际接轨思路有望成为普瑞眼科视光项目的破局重点，公司视光项目有望实现量价齐升与毛利率提升。

3. 普瑞眼科：精选布局辐射周边，引才育才支撑发展

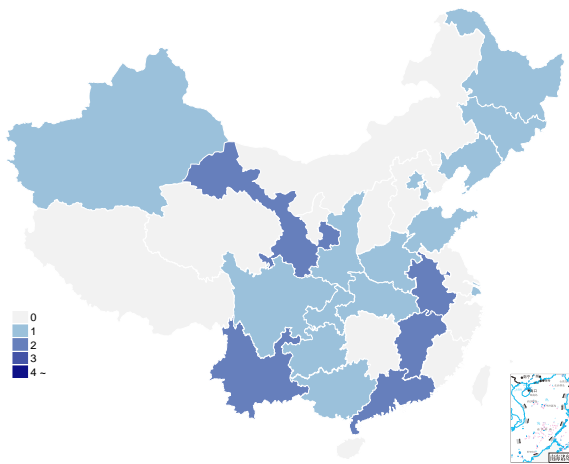
3.1. 发展历程：聚焦中心城市，全国连锁加速铺开

“全国连锁化+同城一体化”，专注强市“直营连锁”独树一帜。公司顺应人口分布和经济活动向区域中心城市聚集的态势，聚焦直辖市、省会城市等中心城市，并精挑细选建设一城多院布局，形成了公司在行业内独树一帜的连锁布局模式。

与其他全国性眼科连锁相比，普瑞眼科聚焦中心城市布局精品医院的最大优势在于：

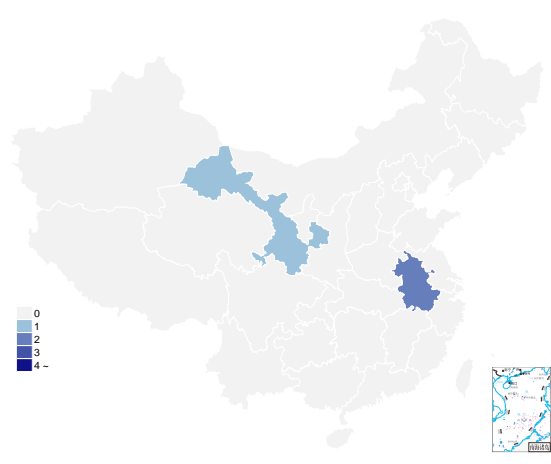
- 1) 中心城市布局以实现全省辐射的效率最大化。省会等中心城市往往是全省下辖区域非基础医疗需求的就医首选，布局中心城市即可将品牌影响力投放全省；
- 2) 高经济水平下更易推广消费眼科业务。随着医保控费的推行，传统复明性白内障手术、综合眼病诊疗等传统眼科业务的营收空间和毛利率呈下行态势，屈光手术、视光服务等消费眼科业务早已成为现阶段民营眼科的核心业务，高客单价叠加可选属性，布局省会相比地级市、县级区域更能引流高消费意愿群体；
- 3) 一城多院不仅是市场扩张，更是人才培育晋升体系。通过跳槽实现管理职级晋升是民营医疗行业的重要晋升路径，普瑞眼科通过建设一城多院，为员工晋升提供职务空缺，创造性地降低人才外流风险和比例。

图 38：普瑞眼科医院布局



数据来源：公司公告，东北证券整理；截至 2023 年 4 月 25 日

图 39：普瑞眼科门诊部布局



数据来源：公司公告，东北证券整理；截至 2023 年 4 月 25 日

表 5: 普瑞眼科分区域营收拆分 (万元)

地区	2017		2018		2019		2020		2021	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比
西南	24,934	31.04%	29,367	28.95%	36,101	30.35%	40,970	30.14%	50,943	29.92%
华东	17,753	22.10%	21,638	21.33%	23,712	19.94%	30,675	22.57%	34,733	20.40%
西北	14,775	18.39%	19,437	19.16%	22,652	19.05%	24,368	17.93%	31,649	18.59%
华中	9,813	12.21%	14,176	13.98%	17,066	14.35%	17,419	12.82%	23,189	13.62%
华北	11,131	13.85%	14,362	14.16%	14,955	12.57%	15,145	11.14%	18,182	10.68%
东北	1,934	2.41%	2,448	2.41%	4,444	3.74%	7,333	5.40%	11,566	6.79%
合计	80,340	100.00%	101,429	100.00%	118,929	100.00%	135,911	100.00%	170,262	100.00%

数据来源: 招股说明书, 东北证券

布局全国直辖市、省会和主要经济区的中心城市, 打造地方精品医院。普瑞眼科旗下第一家医院兰州普瑞于 2005 年开业, 随后成都普瑞、合肥普瑞先后于 2006 年开业, 普瑞眼科自此走向全国。公司以西部地区为大本营, 不断向外扩张, 目前已先后在 20 个直辖市或省会城市、外加广东省东莞市 1 个地级市, 合计 21 个城市, 累计新建或收购了 25 家眼科医院和 3 家眼科门诊部。

图 40: 普瑞眼科医院开业时间表



数据来源: 招股说明书, 公司官网, 公司微信公众号, 东北证券; 注: 截至 2023 年 4 月 25 日

从开业时间来看，以 2019 年为界，普瑞眼科扩张布局可以划分为两轮扩张期。

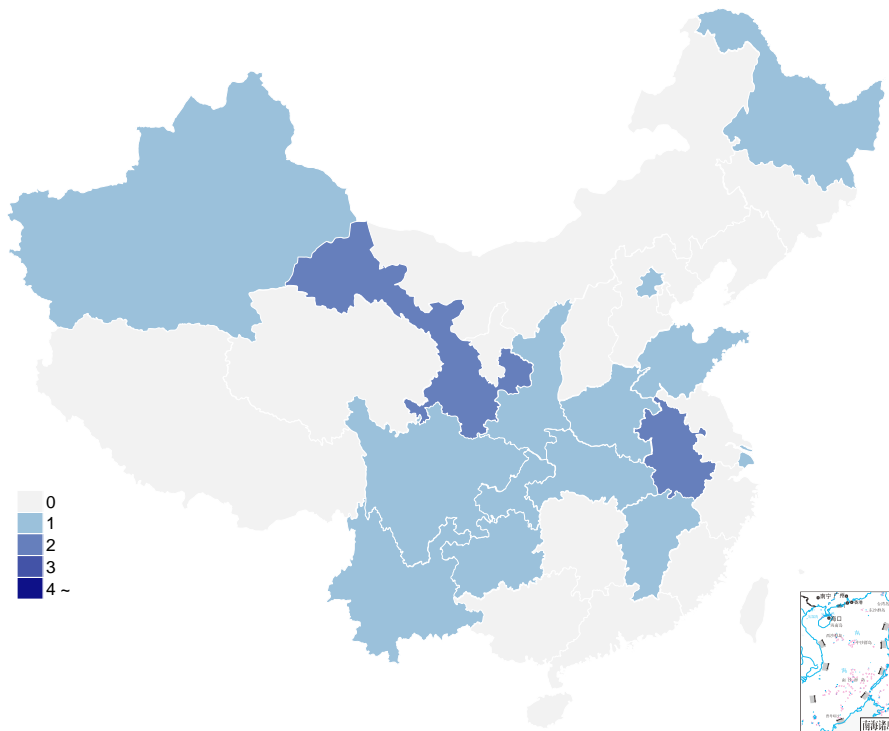
第一轮扩张（2005-2018 年）：以西部为主，向华东、华中与东北试探

自 2005 年兰州普瑞开业，公司以西南和西北为核心展开布局。其中，2009 年兰州雁滩门诊开业，这是公司第 1 家眼科门诊部；2010 年，上海普瑞开业，这是公司第 1 家一线城市医院；2014 年，公司收购北京华德，这是公司第 1 次开展医院并购，也是公司第 12 家医院。

截至 2021 年末，上述 12 家医院覆盖了公司 11 家盈利医院中的 10 家（剩余 1 家为东莞光明），仅北京华德和郑州普瑞未能实现扭亏（郑州普瑞一度实现盈利，于 2021 年再次亏损）。其中，北京华德业务以白内障项目和综合眼病项目为主，而白内障项目受当地医保限制严格、毛利率显著偏低。

2015 年起，公司新院扩张速度略有放缓，截至 2018 年仅再新建或收购 4 家医院。第一轮扩张期结束时，普瑞眼科旗下合计 15 家医院和 2 家门诊部。

图 41：普瑞眼科第一轮扩张布局



数据来源：公司公告，公司官网，公司微信公众号，东北证券整理

第二轮扩张（2019 年至今）：新布局与一城多院并重

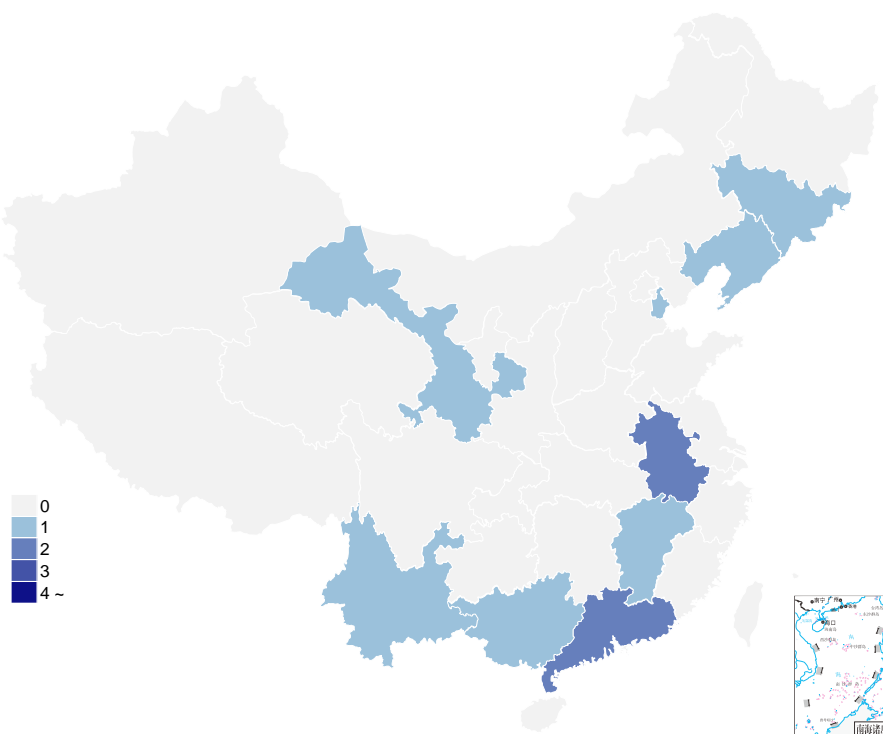
截至 2023 年 4 月 25 日，第二轮扩张期累计新开院医院 10 家（含并购东莞光明）、门诊部 1 家，新院开业的时间密度显著提升，公司扩张布局提速。

2019 年，公司新建 3 家医院和 1 家门诊部，其中兰州普瑞眼视光医院是公司第一家一城多院医院，公司一城多院布局正式拉开大幕；截至 2023 年 4 月 25 日，公司旗下一城多院布局医院包括兰州普瑞眼视光、昆明润城普瑞、合肥瑶海普瑞、广州番

禹普瑞、南昌红谷滩普瑞合计 5 家。

2021 年 3 月，公司完成对创发企业的收购，后者持有东莞光明眼科医院 45%的股权；2023 年 1 月，创发企业行使优先购买权收购东莞光明眼科医院 35%股权，自此普瑞眼科合计控股东莞光明眼科医院 80%股权，实现了该院的并表。这是普瑞眼科首次涉足非直辖市/省会城市的中心城市：珠三角、长三角等重点经济区内的部分城市，在医疗需求和经济实力上完全不逊于甚至优于部分省会城市，该类城市也有充足的投资价值。

图 42：普瑞眼科第二轮扩张布局（已开业部分）

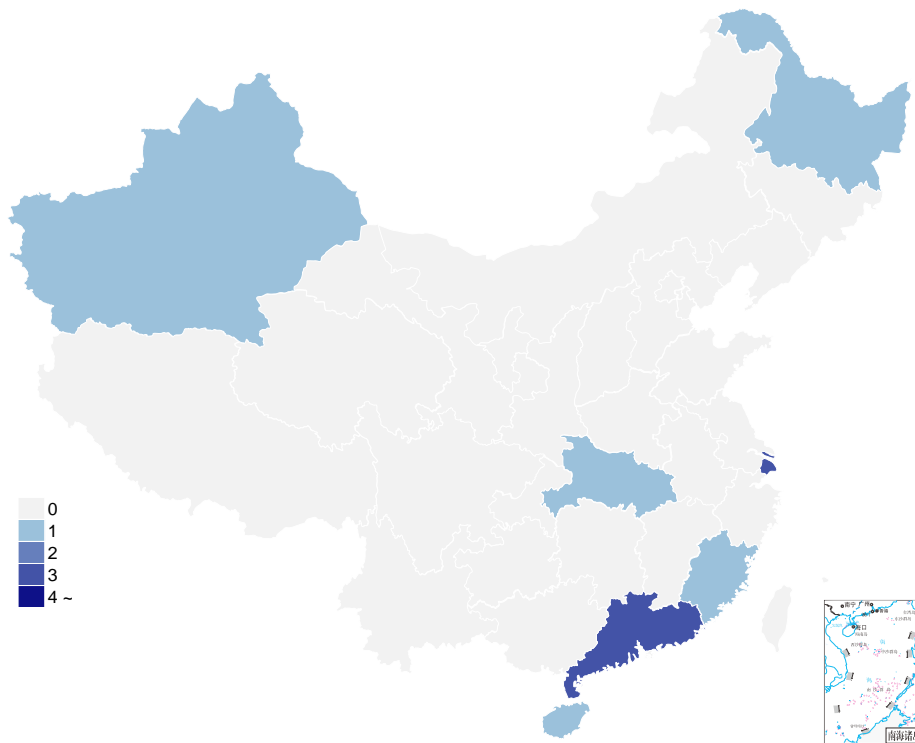


数据来源：公司公告，公司官网，公司微信公众号，东北证券整理；注：截至 2023 年 4 月 25 日

除了上述已开业医院，公司目前有 9 家医院和 2 家门诊部处于规划或建设阶段，其中 9 家为一城多院布局。

- 1) **上海地区**：自 2010 年上海普瑞医院开业，近年来上海尚视医院、上海宝视医院、上海嘉视门诊陆续进入筹备和建设阶段；
- 2) **广东地区**：2022 年广州番禺普瑞医院开业，2023 年 1 月东莞光明眼科医院并表，2022 年下半年起公司着手筹备广州普瑞医院、深圳宝安普瑞医院和深圳南山普瑞医院，其中广州普瑞医院和深圳南山普瑞医院已处于建设阶段；
- 3) **其他一城多院**：2009 年开业的乌市普瑞是公司 2020 年以来净利率仅次于成都总院的强院，2013 年开业的哈尔滨普瑞是 2020/2021 年净利率仅次于成都总院、乌市普瑞的公司盈利能力第三强院，乌市二院和哈尔滨二院有序推进中；2011 年开业的武汉普瑞医院亦是公司的重点医院之一，新院湖北普瑞建设工作已接近尾声。除此以外，公司亦有海口医院和福州门诊的布局建设安排，该二院均是当地首家普瑞眼科连锁机构。

图 43: 普瑞眼科第二轮扩张布局 (在建部分)

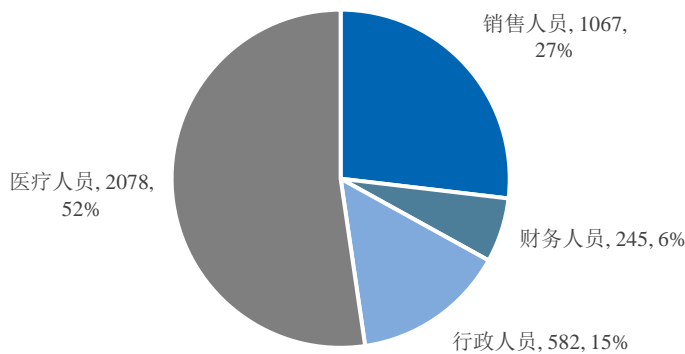


数据来源：公司公告，公司官网，公司微信公众号，东北证券整理；注：截至 2023 年 4 月 25 日

3.2. 招贤纳士：外部招揽和内部培养双管齐下

公司拥有一批专业性较强的医生队伍，能为患者提供高质量的专业眼科医疗服务。公司始终将人才战略视为企业长久发展的核心战略，在快速发展的过程中，公司一直关注医疗和管理人才的引进、培养和储备，截至 2022 年末公司医疗人员占员工总数过半，医疗人员目前 2078 人，其中 1854 人为全职医疗员工、224 人为多点执业医生。

图 44: 2022 年普瑞眼科员工情况



数据来源：公司公告，东北证券

公司旗下医院领头人拥有业内公认实力，多数曾就职于公立医院，具有扎实的临床

经验和较好社会口碑。公司广揽人才，邀请众多知名专家担任各院区的亚专科主任兼任院长职务，既充分发挥临床学术领军人物的带头作用，又鼓舞专家积极参与科研、临床与管理工作。

表 6: 普瑞眼科各院核心专家汇总

医院名称	姓名	职称	简介
兰州普瑞	鲁建华	业务院长、主任 医师	曾任兰州大学第二附属医院眼科首席专家，甘肃省眼科临床医学中心副主任，白内障区主任。
	刘永民	业务院长、主任 医师	甘肃省中医院眼科主任，甘肃省中医药研究院眼科研究所所长。为甘肃省早期开展白内障超声乳化手术的专家之一，在各类复杂性白内障手术及 ICL 眼内镜植入治疗高度近视方面省内领先。
成都普瑞	艾碧君	院长、主任医师	1989 年医学专业毕业后从事眼科临床工作，1999 年国内最早一批赴美国接受超声乳化手术培训的医师，担任澳大利亚霍洛基金会眼科医师白内障培训专家之一。
	董晓云	业务副院长、主 任医师	原新疆军区总医院全军眼科中心专家，从事眼科临床工作 20 余年，擅长眼外伤、青光眼及玻璃体视网膜膜病等疑难眼病治疗。
	周力量	业务副院长、副 主任医师	从事眼科临床工作 20 余年，澳大利亚霍洛基金会眼科医师培训专家之一。擅长白内障合并散光、高度近视、老花等屈光性白内障手术和角膜移植手术。
合肥普瑞	刘红山	业务院长、主任 医师、教授	曾任美国俄亥俄州辛辛那提大学眼科研究科学家和助理教授。擅长角膜移植、眼表组织重建术、泪道手术、白内障和青光眼手术、眼部整形与美容手术等。
郑州普瑞	陈刚	院长、主任医 师、教授	原郑州大学第一附属医院眼科专家，从事眼科临床医疗、科研及教学工作 30 多年，是著名的白内障手术专家。
	谢冰	业务副院长、副 主任医师	原济南军区屈光手术专家，从事眼科临床工作 30 余年，具有丰富的眼科临床诊疗经验，是河南省及济南军区较早开展准分子激光手术的专家之一。
昆明普瑞	袁援生	院长、主任医 师、教授	曾任昆明医科大学附一院眼科主任，昆明医学院眼科学科带头人。主要从事青光眼的早期诊断、手术治疗和视野视功能损害检测、各类难治性青光眼、白内障、玻璃体视网膜膜病的基础和临床研究工作。
	叶计芬	业务副院长、主 任医师	擅长复杂白内障超声乳化及人工晶体植入术、青光眼、玻璃体视网膜膜病及眼外伤、玻璃体切割手术等多种疑难眼病的诊治。
	范光忠	业务副院长、副 主任医师、教授	从事眼科临床工作 30 年余，曾在第三军医大学、广州第一军医大学从事临床、教学、科研工作，在处理屈光疑难病例方面具有丰富的临床经验。首批在西南地区开展全飞秒、ICL 眼内镜植入、飞秒激光手术的医师。
乌市普瑞	蒋国安	业务院长、主任 医师	原乌鲁木齐空军医院眼科原副主任。从事眼科临床、科研工作 30 多年，拥有丰富的临床经验和学术成就，是全军范围内较早开展玻璃体切割手术的专家之一，同时也是疆内知名眼底病专家。
	吴生泉	业务副院长、主 任医师	原乌鲁木齐空军医院眼科中心副主任，原南京军区白内障专科中心主任，从事眼科临床工作 30 多年，积累了丰富的诊疗经验。
	李宏	业务副院长、主 任医师	曾任新疆军区机关医院原眼科主任。从事眼科临床、科研工作近 40 年，对眼科疑难病例、青光眼、斜弱视、白内障、眼外伤有较丰富的临床经验。
	胡裕坤	业务副院长、主 任医师	原解放军第四七四医院副院长，原全军眼科中心、解放军第四七四医院眼科近视治疗中心主任。1996 年开始从事角膜屈光手术的临床工作，填补了新疆甚至西北地区空白，是国内资深的近视手术学专家。
南昌普瑞	周文天	名誉院长、主任	南昌大学学术委员会委员。在国内较早开展各类屈光手术，飞秒激光、ICL、PRL

上海普瑞	杨海军	医师、教授 业务院长、主任 医师	手术量历年居全省领先。 原南昌大学附属眼科医院三区负责人、眼底病科主任、国家药物临床试验机构办公室主任。
	肖俊华	业务院长、副主任 医师	曾师从国内国际 10 余位权威眼科专家，曾任军队眼科中心学科带头人。从事临床工作 30 年，积极开展开拓眼科新技术业务 30 余项。擅长高度近视、屈光外科、白内障及眼底外科。
	王方	上海总院长、主任 医师、教授	曾任同济大学附属第十人民医院眼科主任。临床主攻玻璃体视网膜疾病，擅长复杂、疑难玻璃体视网膜手术。
	王富彬	常务副院长、主任 医师、教授	同济大学医学院眼科研究所副所长。擅长视网膜视神经疾病的诊断及激光、抗 VEGF、PDT、中西医结合治疗，疑难眼病的诊断及处理。
	戴南平	业务副院长、副 主任医师	先后就职于同济大学附属同济医院、上海交通大学附属瑞金医院眼科中心、瑞视眼科和上海普瑞眼科医院，从事眼科临床、教学和科研工作 32 年，主要从事白内障摘除及人工晶体植入方面的临床、科研和眼部整形工作。
重庆普瑞	谢汉平	名誉院长、主任 医师、教授	从事眼科临床及教学工作近 40 年。曾赴澳大利亚进行眼科专业深造，曾任第三军医大学西南眼科医院副院长。
	张朝军	业务院长、主任 医师、教授	长期从事眼科临床工作，拥有丰富的理论知识和临床经验，是重庆市较早开展白内障囊外摘除，人工晶体植入，白内障超声乳化等技术的专家。
武汉普瑞	张晓农	业务院长、主任 医师、教授	从事临床工作 40 余年，原华中科技大学同济医学院眼科教授，湖北省知名白内障、青光眼、角膜移植、泪道手术专家。
	沈政伟	业务院长、主任 医师、教授	从事眼科临床工作 30 多年，是国内早期的屈光手术专家之一。
哈尔滨普瑞	滕岩	业务院长、主任 医师、教授	卫生部“十一五”规划教材高等医学本科规划教材《眼科学》副主编。擅长复杂玻璃体视网膜膜疾病、复杂视网膜脱离、严重眼外伤等疾病的诊断和治疗。
	韩清	业务院长、主任 医师、教授	原黑龙江省医院眼科医院院长。是黑龙江省较早开展和推广白内障超声乳化技术的倡导者之一。
北京华德	范建国	院长、副主任医 师	师从全国著名玻璃体视网膜病专家马志中教授。普瑞眼科眼外伤及眼科急诊专业组负责人，普瑞眼科 ICL 培训及带教考核专家成员。
	丁振强	业务院长、主任 医师	从事眼科临床工作近 30 年，曾在第四军医大学附属空军 465 医院眼科，北京解放军总医院眼科从事临床、教学、科研工作。
	安小玲	业务副院长、主任 医师	曾在黑龙江省医院眼科工作十余年，擅长白内障、青光眼的诊断与治疗，并在白内障基础研究方面有较深造诣。
济南普瑞	吴欣怡	荣誉院长、主任 医师、教授	曾任山东大学齐鲁医院眼科主任，山东大学眼科学科带头人。擅长角膜病、白内障、青光眼、屈光眼病、泪道疾病、干眼、葡萄膜炎、视网膜炎、免疫眼病等各类复杂及疑难眼科疾病的诊疗工作，率先开展一系列前沿临床及科研工作。
	杨东生	NIH 博士后	美国国立健康研究所博士后，曾在美国国立卫生研究院国家眼科所，匹兹堡大学附属儿童医院及俄亥俄东北医科大学附属儿童医院从事眼球震颤及斜视临床和研究工作 17 年。
	王平	副院长、主任医 师、教授	从事眼科临床 25 年，曾到国内外小儿眼病中心进修学习。主攻先天性眼病及儿童眼底病，近视防治及斜视，眼球震颤，儿童泪道疾病，过敏性疾病及眼部肿瘤（血管瘤）诊治。
西安普瑞	梁厚成	业务院长、主任 医师、教授	历任西安市眼科医院院长、陕西省眼科研究所副所长。从事眼科医疗、教学、科研工作近三十余年，对外眼手术，白内障、青光眼、角膜移植、屈光 ICL 手术等内眼手术具有丰富的临床经验。
	张永康	业务副院长、主任 医师	从事眼科临床工作 29 年余，曾先后在西安市眼科医院、西安交大一附院及北京同仁医院眼科进修学习，对白内障、青光眼、玻璃体积血、视网膜脱离、眼外伤

			等眼病的诊治有丰富的临床经验。
贵州普瑞	李志敏	业务院长、主任 医师、教授	原贵州医科大学附属医院眼科主任。从事眼科临床工作 30 余年，擅长儿童青少年近视防控，近视、远视、散光、斜弱视的诊疗，医学视光配镜及角膜塑形镜的安全验配。在角膜病、青光眼、眼底病、白内障等眼科疑难病的诊疗方面有丰富的经验。
	张唯伟	业务副院长、主任 医师	从事眼科临床工作 37 年，对眼科常见病、多发病有较多诊治经验。熟练掌握多种眼科手术技术，如白内障、青光眼、近视眼的眼内镜植入术、外路视网膜脱离复位手术等。
天津普瑞	李岩	业务院长、主任 医师	从事眼科临床工作 20 余年，擅长各类眼底疾病的诊治，特别是糖尿病性视网膜病变的早期诊断和治疗、AIDS 相关眼部并发症的诊治工作。
	孙堂胜	业务副院长、副 主任医师	在眼科领域一直致力于眼前节及白内障的手术操作技术，在屈光手术方面也有较高的造诣。
沈阳普瑞	李效岩	主任医师、教授	擅长眼葡萄膜病的诊治与有关眼科疾病的免疫治疗，包括虹膜炎、虹膜睫状体炎、后部葡萄膜炎等各种葡萄膜疾病。诊治各种角膜和结膜的炎症性病变、角膜移植及泪道塞治疗干眼症等。
	高殿文	主任医师、教授	曾任中国医科大学盛京医院眼科主任。从事眼科医疗、教学、科研工作 40 余年。擅长难治性青光眼、复杂性白内障、小儿眼病、眼科疑难杂症及近视眼激光手术。
兰州普瑞 眼视光	王海燕	业务院长、主任 医师、副教授	原兰州大学第一医院眼科副主任、准分子激光中心主任。三十多年的临床实践，擅长眼表疾病、青光眼及眼眶疾病的诊治，2007 年以来致力于眼屈光手术，是甘肃省最早开展准分子飞秒激光近视矫正手术专家之一。
	吴保华	业务院长、主任 医师	曾任兰州市第二人民医院眼科主任。二十多年的临床实践，擅长白内障、眼底病、角膜病等各类眼病诊治，是甘肃省较早开展白内障超声乳化手术和“屈光性白内障手术”的专家之一。
长春普瑞	汪锋	业务副院长、副 主任医师	屈光专科首席近视手术专家、ICL 手术认证专家、全飞秒 SMILE 国际认证师。
	张建东	业务副院长、主任 医师	从事临床眼科工作 20 余年，精通各种类型白内障超声乳化、小瞳孔葡萄膜炎、玻璃体视网膜手术后、抗青光眼术后、视网膜脱离复位术、青光眼小梁切除联合虹膜根切术、复杂眼外伤以及各种内眼外眼手术。
昆明润城 普瑞	雷鸣	业务院长、主任 医师、教授	曾任解放军昆明总医院眼科中心副主任、屈光手术中心主任、昆明医科大学兼职教授。从事眼科临床工作 36 年，长期从事屈光、视光学、角膜病，白内障、青光眼等的临床诊治和研究工作。
合肥瑶海 普瑞	廖荣丰	安徽总院长、主任 医师、教授	安徽医科大学第一附属医院眼科主任医师，擅长白内障、屈光手术、眼表疾病的临床和基础研究，在安徽省率先开展近视激光矫正手术、ICL 植入术及白内障超声乳化吸出多焦人工晶体植入术等。
广州番禺 普瑞	刘斌	院长、主任医师	原中山大学中山眼科中心主任医师。擅长白内障超声乳化术、手法小切口白内障手术、各类青光眼手术。
	刘泉	业务院长、主任 医师、教授	"中山大学中山眼科中心教授、博士生导师，国内开展全飞秒手术较早及手术量较多的医生之一。普瑞眼科副院长，普瑞眼科屈光手术学组组长。
南昌 红谷滩 普瑞	王卫星	院长、副主任医 师	擅长屈光不正激光矫正术、ICL/TICL 近视及散光、玻璃体切除术后复杂性玻璃体视网膜病变、白内障超声乳化吸出联合高端功能性人工晶体植入术等。
	梁玲玲	业务副院长、主任 医师	擅长复杂性斜视的矫正术；儿童近视防控；和 RGP 的验配；视功能的规范化训练；弱视的个性化诊治及其他儿童眼病的诊治。
东莞光明	于强	院长、主任医 师、教授	曾任中山大学中山眼科中心门诊部主任，从事眼科临床和科研近 40 年，对眼科疾病的诊治有丰富临床经验，特别在眼底病、视神经病变和青光眼方面的诊治。
	刘永民	院长助理、副主	从事临床工作 30 年，临床知识和手术技术全面。擅长各种白内障超声乳化摘除

	任医师	加人工晶体植入手术、各种青光眼手术和药物治疗、各种玻璃体视网膜手术、角膜移植手术及眼科整形手术、各种泪道手术等。
南宁普瑞	郑茜匀 业务副院长、副主任 主任医师	曾在广西医科大学第三附属医院眼科工作 10 余年、在南宁知名眼科医院工作 10 年，任屈光科主任。是西南地区早期开展屈光手术的专家之一。

数据来源：公司官网，公司微信公众号，东北证券整理

细化专业学组，提高技术水平，精准培养专科人才。公司设立眼科细分亚专科学组，配备经验丰富的学组组长/学科带头人。学组的职能是负责内部眼科医疗知识和技术的应用及推广，确保医院整体能够掌握世界前沿的学术研究成果，保持业内领先医学知识、医疗理念和医疗水平。

表 7：普瑞眼科学组组长与总监一览

	<p>刘泉——屈光学组组长 普瑞眼科副院长，普瑞眼科大湾区屈光业务总监，普瑞眼科大湾区屈光手术首席专家，中山大学中山眼科中心教授、博士生导师，中国全飞秒技术专家协作组副组长，中国 ICL 手术核心专家组成员，中国医师协会眼科分会屈光手术学组常委，中华医学会眼科分会视光学组委员，中国医师协会眼科分会视光学组委员。国内开展全飞秒手术最早及手术量最多的医生之一，美国医学杂志眼科学（JAMA Ophthalmology）评审专家，入选全国眼科专家学术影响力百强、屈光手术界名列前三（2020 年 09 月）。擅长各种类型的屈光手术，包括个性化手术、二次增强手术等。</p>
	<p>刘红山——科研中心总监、角膜与眼表疾病学组组长 合肥普瑞眼科医院业务院长。主要从事眼表、角膜病以及其他外眼疾病的诊治及研究，发表科研论文超过 40 篇，其中 SCI 文章 20 余篇；主持完成中国、美国科研项目 6 项；分别在美国、中国台湾以及中国大陆登记注册眼科发明专利 3 项。现兼任《Investigative Ophthalmology & Vision Science》、《Current Eye Research》、《Molecular Vision》、《Experimental Eye Research》、《Cornea》、《PLoS One》、《Journal of Cellular and Molecular Medicine》、《Current Opinion in Ophthalmology》等国际知名杂志的审稿人。擅长角膜移植、眼表组织重建术、泪道手术、白内障和青光眼手术、眼部整形与美容手术等。</p>
	<p>艾碧君——白内障学组组长 成都普瑞眼科医院院长。国内最早一批赴美国接受超声乳化手术培训的医师，担任澳大利亚霍洛基金会眼科医师白内障培训专家之一；2018 年、2019 年连续两年获中国非公医疗协会“优秀眼科医师奖”；获成都市第八批“有突出贡献的先进专家”称号、成都市新技术“金桥工程奖”及“金牛工匠”荣誉称号；所带领的普瑞眼科白内障重点学科，在 2013 年 9 月厦门召开的全国眼科年会上荣获由国家卫生计生委颁发的“2013 年度消除白内障盲突出贡献”奖。擅长复杂疑难白内障手术、ICL 晶体植入手术。</p>
	<p>杨东生——疑难眼病视觉康复部总监、斜弱视与儿童眼病专业学组组长 济南普瑞眼科医院院长，济南普瑞儿童眼病与视觉运动研究所所长，中国斜视与小儿眼科杂志编委，国际杂志《Strabismus》编委。美国国立健康研究所（NIH）博士后，曾在美国国立卫生研究院国家眼科所，匹兹堡大学附属儿童医院及俄亥俄东北医科大学附属儿童医院从事眼球震颤及斜弱视临床和研究工作 17 年。在国际上开展了眼球运动机制、记录方法及临床应用的研究，对先天性眼震有精细的诊断技术和减震治疗技术，对小角度斜视开展精准治疗。完成美国国家级、州级科研课题多项，在国外核心学术期刊发表英文学术论文 40 余篇。擅长眼球震颤、疑难眼病、低视力康复、儿童眼病，以及复杂斜弱视、遗传眼病、近视防治等。</p>
	<p>杨海军——眼底病学组组长 南昌普瑞眼科医院业务院长，中国微循环学会眼微循环分会全国委员，中国中西医结合学会眼科专业委员会玻璃体视网膜病学组委员、神经眼科与葡萄膜病学组委员，江西省药物临床试验与研究学会常务理事。原南昌大学附属眼科医院三区负责人、眼底病科主任、国家药物临床试验机构办公室主任。主持参与高级及省级课题 12 项，负责参与多个国际或国内多中心药物临床试验的研究。</p>

	<p>沙英——青光眼学组组长</p> <p>专职从事青光眼专业 10 余年，擅长各类青光眼的诊治，尤其在闭角型青光眼早期诊断、早期干预方面取得了可喜的成果，并对葡萄膜疾病、眼底内科疾病、年龄相关性黄斑变性和视神经病变的诊断与治疗也有很深造诣。</p>
	<p>范建国——眼外伤学组组长</p> <p>北京华德眼科医院业务院长，全国非公医疗眼科专业委员会影像学组副主委，全国非公医疗眼科专业委员会眼外伤学组委员。擅长玻璃体视网膜病诊疗及手术，白内障超声乳化人工晶体植入手术，ICL 植入近视矫正手术等手术。</p>
	<p>段玉龙——眼整形与泪道病学组组长</p> <p>从事眼科临床工作 20 余年，专业专注泪道疾病的诊治与微创手术 15 年；拥有独特的“无创泪道再通成型术”，治疗各类新生儿婴幼儿先天性泪道阻塞、泪囊炎、泪囊囊肿，无出血假道泪点撕豁等并发症。各类疑难复杂泪道阻塞及泪道外伤的诊断与微创手术治疗，是国内较早开展鼻内镜下泪囊鼻腔吻合手术的优秀泪道手术专家之一，累计完成各种泪道手术超万台。</p>
	<p>李岩——影像特检学组组长</p> <p>天津普瑞眼科医院业务院长，中华医学会眼科学分会防盲学组委员，中国医师协会眼科医师分会防治视觉损伤专业委员会委员，中国医师协会眼科医师分会眼超声诊断专业委员会委员，中国超声医学工程学会眼科专业委员会常委、青委会副主委。从事眼科临床工作 20 余年，专业为眼底病、眼科超声影像学和光学影像学。擅长各类眼底疾病的诊治，并能够熟练进行眼科各类特殊检查设备的操作及激光治疗。</p>
	<p>陆燕——儿童眼病与视光事业部技术总监</p> <p>美国视光协会（AOA）会员，国际角膜塑形镜及近视防控联合会（IAOMC）北美会员，中国医学装备协会眼科专委会委员。美国新英格兰视光学院视光学博士，于美国独立执业视光工作 10 余年。具备前瞻的视光国际视野，擅长青少年近视防控、医学验光配镜、个性化角膜塑形镜验配、复杂屈光不正的诊疗。</p>
	<p>岳以英——医务部总监</p> <p>擅长各类眼科常见多发病的治疗，尤其在小儿斜视、弱视诊疗方面有较高造诣。其与院内医生共同研究的《2-6 岁儿童正常视力的研究》、《眼科普查分类标准》、《先天性第 III 对颅神经所致重度外斜手术治疗研究》三项科研均获天津市科技进步三等奖。撰写《弱视治愈行斜视术后视力的追踪观察》、《伴有隐性眼球震颤弱视眼的治疗》等多篇论文发表于刊物，曾多次参加并主持国内斜视弱视学术交流，在业内享有较高声誉。</p>

数据来源：公司官网，公司微信公众号，东北证券整理

普瑞眼科旗下设立三大专业眼病研究所，分别设立于集团第一家医院所在地兰州市、集团总院所在地成都市和疑难眼病视觉康复部总监副总监执业所在地济南市，为全国各院区展开更尖端的技术支持。

表 8：普瑞眼科三大眼病研究所

<p style="text-align: center;">兰州市普瑞儿童眼病研究所</p> <p>为充分发挥当地的专业医师科研水平，开展对儿童眼病的研究，努力汲取国内外先进的研究成果而设立。该研究所是以儿童眼保健、儿童眼病治疗为重点，兼有临床教学、科研与医疗技术开发为一体的专业儿童眼病研究机构。由甘肃省眼科学会名誉主任委员李晓林教授担任所长，并拥有数名高、中级职称的专业技术人员。研究所还结合社会力量加大对儿童眼病防治及及时治疗的宣传，降低了兰州市儿童眼病发病率。</p>
<p style="text-align: center;">四川普瑞眼病防治研究所</p> <p>该研究所统筹集团内眼科疾病的科研工作，是目前西南地区第一所眼病防治研究所，主要致力于白内障眼病防治、近视眼病防治、小儿斜弱视防治、眼底病眼科常见病防治、眼病防治相关产品的科学研究，使公司的眼科技术水平走在领域前沿，提高防盲治盲、诊治眼病的医疗技术</p>

水平，从而为广大患者服务。

济南普瑞儿童眼病与视觉运动研究所

考虑先天性眼病（斜视、弱视、眼球震颤）、早产儿视网膜病变、眼外伤、角膜疾病、新生儿维生素 A 缺乏等是儿童致盲及低视力的主要原因，而早期预防能减少可避免的儿童盲症。该研究所所以视觉运动疾病眼球震颤作为研究所的特色专业，专注于斜视弱视，眼睑下垂，泪道病，近视防控等儿童眼病，以开发创新为主导思想，结合国内外新的科研动向，不断做出新的探索与贡献。

数据来源：公司官网，东北证券

多计划布局医疗与管理人才培养，打造全面人才培养体系。公司设立“英才培育计划”、“丁香花青年骨干医生培养计划”、“领鹰计划”等医疗和管理人才培养计划，尤其是由内部资深医师带教培养年轻医生、遴选合格的医生赴公立医院进修、打造梯队合理的人才队伍，不断保持和提高公司的核心竞争力。

表 9：普瑞眼科人才培养计划

医疗人才培养计划	
英才培育计划	“英才培育”学术技能类课程内容结合实际工作，涉及特检、眼底病、眼视光等重要技能方向，邀请国内眼科教授、专家学者和集团骨干专家进行现场和线上授课，通过仪器设备理论和操作、病理知识培训、手术和动物眼实操、案例讨论分析等环节进一步加强医生的专业知识。
丁香花青年骨干医生培养计划	为培养更多优秀眼科医疗人才，推动医院的可持续发展，集团启动了“丁香花青年骨干医生培养计划”，并通过“宋跃基金会”为青年医生的培养提供资金保障。丁香花奖设立以来，集团带教师资力量不断壮大，目前已形成一支技术力量强、教学能力出众的带教团队，带教年轻医生近百人，为普瑞源源不断注入中坚骨干手术医生。
管理人才培养计划	
英才培育计划	集团的发展对管理人才的能力和素质提出了更高的要求，为此集团开设了“英才培育”管理培训类计划，涉及行政管理培训、人力资源培训、财务管理人员培训、院感管理培训等核心课程。通过专门培训使管理人员更加了解集团发展目标、管理体系，补充和更新各院管理人员必须掌握的理论知识及工作技能，从而提高综合素质和业务水平。
领鹰计划	“领鹰计划”旨在通过系统化培训，提升管理者的领导力，培养具有领导力的管理人才，助力公司高质量发展。培训面向公司部分高层、中层管理人员和医院负责人，通过专项培训，拓展管理者在实际工作当中的思考维度，提升干部经营管理能力和领导力。

数据来源：公司官网，东北证券

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

核心假设:

1、从业务端来看,我们认为屈光项目中全飞秒、高端个性化半飞秒、SMART 和 ICL 植入术的占比将持续提升,白内障项目运用飞秒白内障摘除术和植入高端多焦晶体占比提升的态势有望延续,视光项目率先引入数字化验配有望实现业务占比提升; 2、从医院建设来看,公司坚持“全国连锁化+同城一体化”的战略布局,近年来终端建设加速,一城多院和覆盖新区域双线并进;从医院盈利能力来看,2016 年起的第二批医院正处于扭亏转盈的关键时点,新院实现盈利将带动公司整体业绩提升。

表 10: 普瑞眼科细分业务营业收入预测

业务	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
屈光项目	营业收入	67,215	87,218	97,067	145,673	185,733	232,073
	YoY	24.11%	29.76%	11.29%	50.08%	27.50%	24.95%
	毛利率	51.57%	52.60%	50.47%	54.47%	55.22%	55.47%
白内障项目	营业收入	27,267	28,692	24,950	33,526	42,411	52,484
	YoY	-0.86%	5.23%	-13.04%	34.38%	26.50%	23.75%
	毛利率	40.24%	34.61%	30.85%	36.35%	37.35%	37.85%
综合眼病项目	营业收入	20,754	26,701	23,324	30,029	35,569	41,216
	YoY	9.14%	28.66%	-12.65%	28.75%	18.45%	15.88%
	毛利率	19.09%	19.56%	13.27%	21.27%	22.27%	22.77%
视光项目	营业收入	20,545	27,601	25,991	36,842	48,356	62,197
	YoY	12.83%	34.35%	-5.83%	41.75%	31.25%	28.63%
	毛利率	45.62%	46.84%	44.75%	48.25%	49.25%	49.75%
其他医疗项目	营业收入	130	50	124	155	193	242
	YoY	198.25%	-61.71%	149.21%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	-118.93%	-231.09%	-0.67%	11.41%	22.04%	31.40%
其他业务	营业收入	301	740	1,109	1,386	1,733	2,166
	YoY	-8.82%	145.43%	49.89%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	10.20%	43.36%	44.97%	45.47%	45.97%	46.47%
合计	营业收入	136,212	171,002	172,564	247,612	313,995	390,378
	YoY	14.21%	25.54%	0.91%	43.49%	26.81%	24.33%
	毛利率	43.20%	43.37%	41.67%	46.99%	48.08%	48.67%

数据来源: 东北证券整理

4.2. 投资建议

普瑞眼科是一家专注于在中心城市建设精品眼科医院的专业连锁眼科医疗机构,目前处于快速扩张期,业务结构优化预期强。公司有望持续“量价齐升”:在医院布局上,坚持“全国连锁化+同城一体化”战略,中心城市叠加一城多院,精选中高端客户群、最大化品牌辐射效率,持续“量增”;在业务发展上,坚持高端导向,持续推动医疗服务向中高端升级,持续“价升”。

我们预计 2023-2025 年公司营收为 24.76/31.40/39.04 亿元，同比增速为 43.49%/26.81%/24.33%；归母净利润为 1.49/1.96/2.55 亿元，同比增速为 622.71%/32.14%/30.08%，对应 2023-2025 年 PE 为 107X/81X/62X。我们给予公司“买入”评级。

4.3. 风险提示

政策风险、医院扩张不及预期、单院增长不及预期、医疗事故风险、行业竞争加剧风险等。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	926	865	1,266	1,595
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	58	101	99	150
存货	108	150	170	224
其他流动资产	20	20	20	20
流动资产合计	1,188	1,273	1,686	2,190
可供出售金融资产				
长期投资净额	267	267	267	267
固定资产	392	353	488	350
无形资产	10	10	10	10
商誉	27	27	27	27
非流动资产合计	2,489	2,658	2,522	2,385
资产总计	3,677	3,931	4,208	4,574
短期借款	103	103	103	103
应付款项	190	250	297	375
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	145	145	145	145
流动负债合计	582	689	784	918
长期借款	89	89	89	89
其他长期负债	939	939	939	939
长期负债合计	1,027	1,027	1,027	1,027
负债合计	1,609	1,717	1,811	1,945
归属于母公司股东权益合计	2,068	2,206	2,378	2,599
少数股东权益	0	9	19	30
负债和股东权益总计	3,677	3,931	4,208	4,574

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,726	2,476	3,140	3,904
营业成本	1,007	1,313	1,630	2,004
营业税金及附加	3	5	6	7
资产减值损失	-3	-5	-5	-5
销售费用	344	498	645	814
管理费用	270	393	512	649
财务费用	48	28	30	18
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	15	1	2	2
营业利润	68	230	299	383
营业外收支净额	-8	-12	-18	-27
利润总额	59	218	281	356
所得税	39	61	74	89
净利润	21	157	207	267
归属于母公司净利润	21	149	196	255
少数股东损益	0	9	10	11

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	21	157	207	267
资产减值准备	6	9	10	11
折旧及摊销	267	101	136	138
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	58	56	56	56
投资损失	-13	-1	-2	-2
运营资本变动	-14	-43	78	-48
其他	-5	11	17	25
经营活动净现金流量	319	290	502	448
投资活动净现金流量	-602	-280	-16	-23
融资活动净现金流量	1,038	-71	-86	-96
企业自由现金流	62	-25	453	382

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标				
每股收益 (元)	0.16	0.99	1.31	1.71
每股净资产 (元)	13.82	14.75	15.89	17.37
每股经营性现金流量 (元)	2.13	1.94	3.36	2.99
成长性指标				
营业收入增长率	0.9%	43.5%	26.8%	24.3%
净利润增长率	-78.1%	622.7%	32.1%	30.1%
盈利能力指标				
毛利率	41.7%	47.0%	48.1%	48.7%
净利润率	1.2%	6.0%	6.3%	6.5%
运营效率指标				
应收账款周转天数	11.73	11.73	11.73	11.73
存货周转天数	35.35	35.35	35.35	35.35
偿债能力指标				
资产负债率	43.8%	43.7%	43.0%	42.5%
流动比率	2.04	1.85	2.15	2.39
速动比率	1.80	1.58	1.89	2.10
费用率指标				
销售费用率	19.9%	20.1%	20.6%	20.9%
管理费用率	15.7%	15.9%	16.3%	16.6%
财务费用率	2.8%	1.1%	1.0%	0.5%
分红指标				
股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
估值指标				
P/E (倍)	441.25	106.77	80.80	62.12
P/B (倍)	5.11	7.19	6.67	6.11
P/S (倍)	6.12	6.41	5.05	4.07
净资产收益率	1.4%	6.7%	8.3%	9.8%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

刘宇腾: 中国人民大学经济学硕士。曾任职于华创证券研究所。2021 年加入东北证券。

古翰羲: 中国人民大学金融硕士, 东北财经大学会计学本科。2022 年加入东北证券, 现任东北证券医药组研究助理。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 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) 为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

