

# 近几年加速扩张，后疫情时代有望恢复高增长

## 核心观点

眼科医疗服务需求在疫情期间受到一定抑制，行业预计将在防疫政策优化后逐渐复苏。普瑞眼科作为全国扩张的民营眼科医院集团，业绩有望在行业复苏背景下持续向好。公司有较强的医院经营管理能力，拥有异地扩张能力。公司从 2019 年开始加速新开医院，短期净利率较低，未来净利率提升空间较大。长期来看，公司将继续围绕高线城市布局，业务体量及品牌影响力有望持续提升。

### 2022 年公司经营受疫情影响较大，短期业绩承压

2023 年 1 月 30 日，公司发布 2022 年度业绩预告。预计 2022 年公司实现归母净利润 1755-2279 万元，同比下降 76%-81%；据此数据计算，22Q4 归母净利润为-7645 至-7121 万元（21Q4 归母净利润亏损金额为 2444 万元）。2022 年扣非归母净利润 1600-2078 万元，同比下滑 76%-81%。

2022 年全国各地疫情持续反复，各地疫情防控政策对社会经济活动产生很大影响；22Q4 大陆地区疫情防控又进入新阶段，各地陆续迎来感染高峰。2022 年公司成熟医院收入和利润较上年同期增速放缓；多地医院因当地疫情严峻复杂，经历了长时间的停诊状态，收入下滑；培育期医院收入增长不及预期，减亏数额有限。公司此前自建的 5 家眼科专科医院在 2022 年相继开诊，新开医院前期亏损对公司整体业绩有所影响。

### 公司医院运营管理能力较强，后疫情时代有望恢复高增长

公司坚持在高线城市布局眼科医院，医院运营管理能力较强。普瑞眼科品牌创始于 2005 年，截止 2022 年 9 月公司已设立 26 家连锁眼科医疗机构（其中医院 23 家、门诊部 3 家），覆盖全国所有直辖市及十余个省会城市，是国内成功实现全国异地扩张的连锁眼科机构之一，在眼科专科医院的建设、运营管理方面已经形成一套成熟、高效的管理模式。我国直辖市及省会城市等中心城市的经济实力和发展潜力更大，中心城市的眼科医院可持续发展空间更大。2021 年公司收入超过 1 亿元的医院有 8 家。

## 普瑞眼科 (301239.SZ)

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-86451382

SAC 编号:S1440521070003

发布日期：2023 年 03 月 23 日

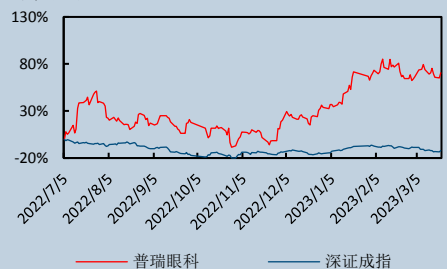
当前股价：90.00 元

### 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
-5.71/-4.66	45.75/39.83	/
12 月最高/最低价 (元)		97.70/48.28
总股本 (万股)		14,961.90
流通 A 股 (万股)		3,740.48
总市值 (亿元)		134.66
流通市值 (亿元)		33.66
近 3 月日均成交量 (万)		146.61
主要股东		
成都普瑞世纪投资有限责任公司		35.91%

### 股价表现



### 相关研究报告

2019 年以来加速扩张，上市后加速跑马圈地。2005-2018 年公司每年新开业医院不超过 2 家，2019 年开始新医院设立速度明显加快，2019-2021 年累计新开 7 家医院，2022 年以来新开业医院 6 家。公司 2022 年 7 月于创业板上市，增强资金实力后进一步扩大新医院的储备。截止 2023 年 1 月，公司已披露新医院建设项目以及为新医院开设储备的房屋租赁、物业竞拍项目共 7 家。我国眼科医疗服务市场需求旺盛，在后疫情时代的行业诊疗量恢复背景下，公司有望凭借较高的医院管理水平、前瞻的医院投资布局，迎来收入和净利润的快速增长阶段。

在疫情复苏的背景下，公司有望凭借较强的医院经营管理能力，实现收入和净利润的快速增长。我们预计公司 2022-2024 年收入为 17.1、24.7、31.1 亿元，同比增长 0.1%、44%、26%；归母净利润为 0.20、1.44、2.15 亿元，同比-78%、+601%、+50%。

2021-2022 年公司净利率出现较大波动，从 2020 年的 8%降至 2022 年预告的 1.2%，低于可比公司，其中受疫情影响及加速新开医院影响较大。2021、2022 年公司新开业医院数量分别为 3 家、4 家，新开医院初期的口碑和品牌力较弱、给公司带来亏损。此外在 2022 年疫情防控期间，公司净利率较高的医院受损较为严重，如成都普瑞、兰州普瑞、乌鲁木齐普瑞医院等。在疫情防控政策优化的背景下，公司成熟医院净利率有望在 2023 年得到修复，并且新开医院有望逐渐成熟、实现扭亏，公司整体净利率有望逐步提升。我们采用 PS 估值法，以 2023 年 3 月 22 日收盘价（87.61 元）计算，公司 2022-2024 年 PS 分别为 7.7、5.3、4.2，与 A 股可比公司平均值相比较低。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表1： 预测及比率**

单位:百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1192.60	1362.12	1710.02	1710.92	2465.93	3107.65
增长率 (%)	17.33%	14.21%	25.54%	0.05%	44.13%	26.02%
归属母公司股东净利润	49.05	108.93	93.89	20.48	143.61	214.91
增长率 (%)	56.60%	122.06%	-13.81%	-78.19%	601.22%	49.64%
每股收益 (EPS)	0.33	0.73	0.63	0.14	0.96	1.44
市盈率 (P/E)	267	120	140	640	91	61

资料来源: Wind, 中信建投 收盘日期截至 2023 年 3 月 22 日

**风险提示:**

(1) **连锁经营模式带来的扩张风险:** 新开医院需要面临一段时间的亏损。未来公司还将继续在现有区域或其他城市开设新医院，进行业务扩张。若公司未能合理安排扩张速度，导致公司内控体系、管理水平、人力资源、营销能力等方面不能适应公司规模快速扩张，新开医院效益不及预期，则可能会对公司的盈利能力带来重大不利影响，甚至造成业绩下滑。

(2) **医疗事故和医疗责任纠纷的风险:** 公司仍不能完全排除发生医疗事故和医疗责任纠纷的风险，一旦发生上述风险，医疗赔付将对公司产生实际的直接经济损失，同时也会影响公司品牌和声誉，对公司的经营带来不利影响。

(3) **人力资源风险:** 如果公司的人才培养和引进方面跟不上其发展速度，可能发生人才不足或人才流失的情况，从而导致公司业务发展和市场开拓能力受到限制，从而对公司的经营业绩带来不利影响。

(4) **医疗服务价格波动的风险:** 公司提供的医疗服务包括涵盖在国家医保范围内的基本医疗服务和未包括在国家医保范围内的非基本医疗服务。其中基本医疗服务的价格由有关政府部门制定，非基本医疗服务的价格由市场竞争决定。若国家医保政策发生相应变化，抑或公司提供的非医保相关服务面临更加激烈的市场竞争，势必会影响公司提供医疗服务的价格，从而对公司盈利能力带来一定影响。

(5) **民营医疗机构的品牌认知风险:** 一小部分民营医院诚信度低、缺乏自律，损害了民营医疗机构在社会上的

整体形象。面对目前民营医疗机构的整体社会认知现状，公司在未来经营和发展过程中仍需付出更多的努力。若社会及消费者对民营医疗机构的品牌出现了较为悲观的认知，则会对公司未来经营带来不利影响。

**(6) 主业敏感度测算：**假设 2023 年公司屈光和视光业务收入同比增速比预测值降低 10 个百分点，则整体净利润将比预测值降低 27 个百分点；2023 年收入增速将从预测值 44%降低至 36.7%，净利润增速将从预测值 624%降低至 432%。

## 目录

普瑞眼科：专注省会城市的全国连锁眼科医院集团 .....	1
全国扩张的连锁眼科医院集团 .....	1
公司收入快速增长，加速新开医院导致净利率偏低.....	2
公司屈光、视光等消费类收入占比提升 .....	4
国内眼科存量患者基数庞大，渗透率提升是核心驱动力.....	4
公司各业务板块中屈光、视光增速更快 .....	5
近几年加速扩张，后疫情时代有望恢复高增长 .....	7
公司在高线城市布局眼科医院，新设医院盈利周期约为 4-5 年 .....	7
近几年加速扩张，后疫情时代有望迎来快速增长.....	9
盈利预测 .....	10
投资建议 .....	12
风险分析 .....	13

## 普瑞眼科：专注省会城市的全国连锁眼科医院集团

### 全国扩张的连锁眼科医院集团

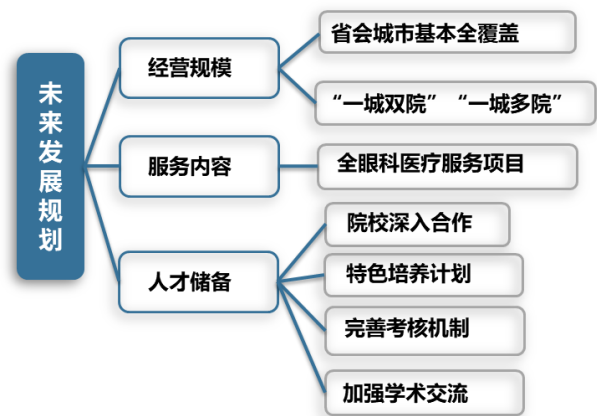
公司深耕眼科医疗服务十余年，专注省会等高线城市扩张。普瑞眼科品牌创立于 2005 年，截止 2022 年 9 月公司已设立 26 家连锁眼科医疗机构（其中医院 23 家、门诊部 3 家），覆盖全国所有直辖市及十余个省会城市，是能实现全国异地扩张的连锁眼科机构之一，在眼科专科医院的建设、运营管理方面已经形成一套成熟、高效的管理模式。目前公司主要在直辖市、省会城市等高线城市进行医院布局，多为“一城一院”模式；未来公司将以核心省会城市为根据地，尝试布局“一城双院”、“一城多院”模式。

图表2：截至 22M9 公司医院布局



资料来源：Wind，公司公告，中信建投

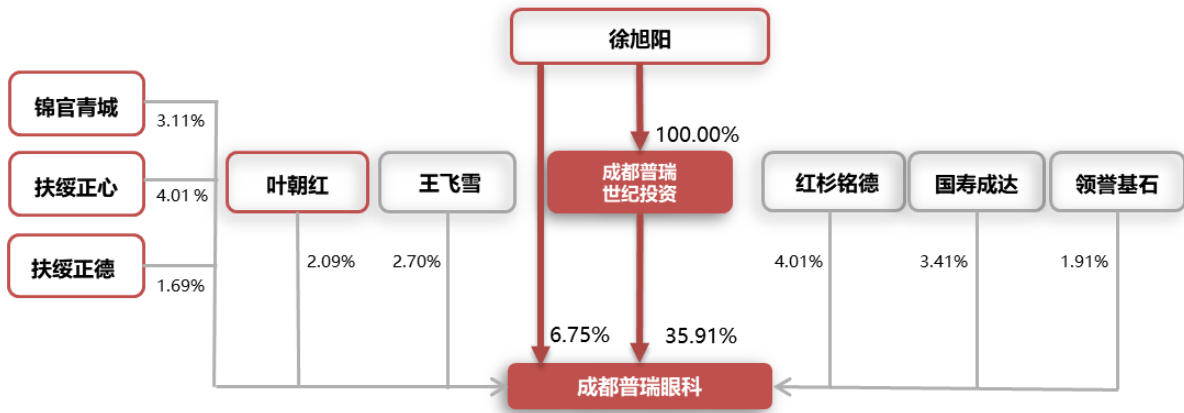
图表3：普瑞眼科未来发展规划



资料来源：Wind，公司公告，中信建投

**公司创始人股权集中。**截止 2022 年三季报，徐旭阳先生直接持有公司 6.75% 的股权，通过普瑞投资、锦官青城、扶绥正心、扶绥正德和福瑞共创合计间接控制公司 44.72% 股权。徐旭阳先生 1994-1995 年期间任职黄山市人民医院临床医生，并于 1995 年开始担任美国眼力健公司（全球领先的眼科器械公司）销售，拥有一线临床经验、眼科器械销售经验；公司大部分核心管理成员陪伴公司成长多年。根据公司招股说明书，截止 2022 年 6 月，公司有 4 个股权激励平台，合计持有 1500 万股（股权比例 10%），其中徐旭阳持有 1007 万股，其他员工合计持有 493 万股。

图表4：普瑞眼科股权结构图（截止 2022 年三季度）



资料来源：Wind，公司公告，中信建投；备注：红色外框表示该股东现在/曾在公司任职，或为公司员工持股平台

图表5：普瑞眼科核心管理团队背景

公司高管	职务	学历	出生年份	简历
徐旭阳	董事长	硕士	1971	1994-1995 年，任职黄山市人民医院临床医生； 1995-1997 年，任职美国眼力健公司销售工程师； 1997-1999 年，任职美国科医人医疗激光公司高级销售工程师；2000 年开始自主创业，并于 2006 年至今担任普瑞眼科董事长，2019.10-至今担任普瑞眼科总经理； 2010 年-至今担任普瑞投资执行董事、法定代表人。
曹长梁	副总经理	硕士	1971	1991.7-1999.1，于安徽省屯溪染织厂任职； 1999.1-2005.7，于广州鑫视康医疗器械有限公司任职；2005.8-2017.8，分别于普瑞有限、兰州普瑞、重庆普瑞、合肥普瑞任执行院长； 2014.11-至今，现任普瑞眼科副总经理。
金亮	副总经理、 董事会秘书	硕士	1982	2008.7-2012.1，于平安证券有限责任公司任职； 2012.1-2014.8，于华林证券有限责任公司任职； 2014.8-2017.3，于国金证券股份有限公司任职； 2017.3-2017.12，于上海上昊投资顾问有限公司任职； 2018.3-至今，于普瑞眼科任职，现任副总经理、董事会秘书。
刘中香	副总经理、 大湾区总经 理	医学学士 工商管理学 硕士	1971	本科毕业于华中科技大学临床医学，曾任葛洲坝集团中心医院眼科主治医师、美国百特公司高级经理。在公司历任南昌普瑞，武汉普瑞执行院长，湖北普瑞筹备负责人。

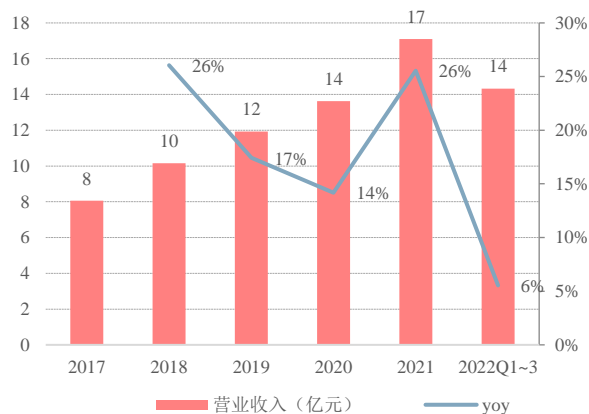
资料来源：Wind，公司公告，中信建投

## 公司收入快速增长，加速新开医院导致净利率偏低

公司收入端增长稳定，2017-2021 年复合增速为 20.7%，2022 年受疫情防控政策影响较大。公司主营业务收入为旗下眼科医院收入，受益于异地扩张的成功及各地医院的逐渐成熟，2017-2021 年营业收入年复合增长率达到 20.7%，实现收入端的持续稳定增长。2022 年眼科医疗服务受疫情防控政策影响较大，多地眼科医院暂停

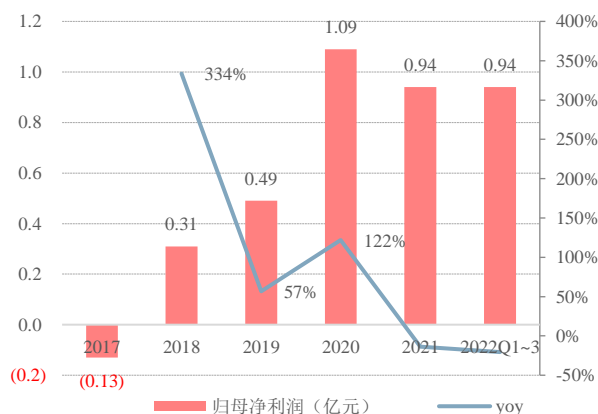
营业、人流量减少，公司 2022 前三季度收入同比增速为 6%；考虑到 22Q4 大陆地区防疫政策的变化，预计公司收入仍受到较大影响。

图表6： 2017-2022Q1~3 公司营收及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投

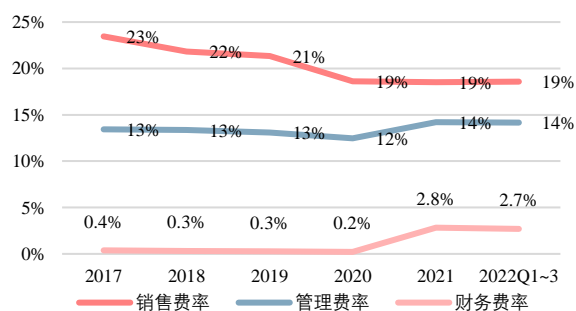
图表7： 2017-2022Q1~3 公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投

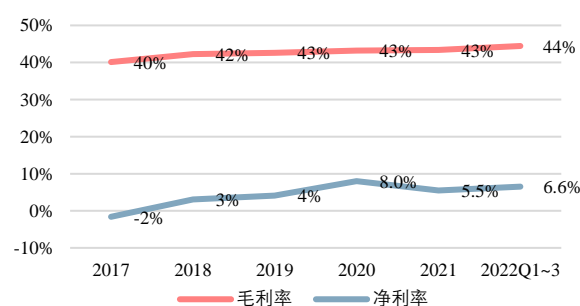
疫情影响、加速新开医院导致公司 2021 年净利率较低，未来有望逐步提升。2017-2022 前三季度公司毛利率稳步提升、销售费用率逐步下降，但 2021 年受疫情影响及加速新开医院影响，管理与财务费用率有所提升，公司净利率出现较大波动，从 2020 年的 8%降至 5.5%，低于华夏眼科（2021 年净利率 14.8%）、何氏眼科（2021 年净利率 8.9%）。医院在开业初期尚未在当地树立良好的品牌形象，一般收入规模较小；同时医院的运营存在必要的固定性成本，导致新开医院需要面临一段时间的亏损。疫情防控政策优化背景下（后疫情时代），公司旗下医院有望逐步实现扭亏、快速增长，公司整体净利率有望逐步提升。

图表8： 2017-2022Q1~3 公司期间费用率变化



资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投

图表9： 2017-2022Q1~3 公司毛利率与净利率变化

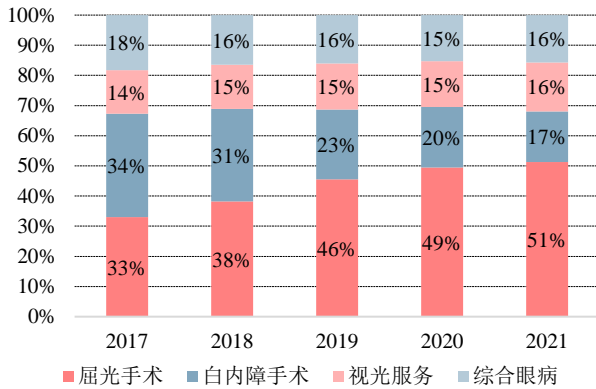


资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投

2017-2021 年公司屈光、视光收入占比提升，综合眼病收入相对稳定，白内障收入占比逐步降低。基于国内屈光不正治疗需求的快速提升，公司从 2017 年开始大力发展屈光业务。公司旗下几乎所有医院都配备较高端的全飞秒设备，提升医院的屈光手术能力和水平。2021 年公司屈光业务收入占比达到 51%。公司视光业务收入占比从 2017 年的 14%提升至 2021 年的 16%。屈光和视光业务的消费属性更强，行业增速和毛利率较高。综合眼病与白内障业务医疗属性更强，行业增速相对稳定、业务毛利率水平较低。公司白内障业务收入占比从 2017 年的 34%下滑至 2021 年的 17%，主要是 2018 年开始白内障业务受医保控费影响较大，近年来收入增速放缓；同

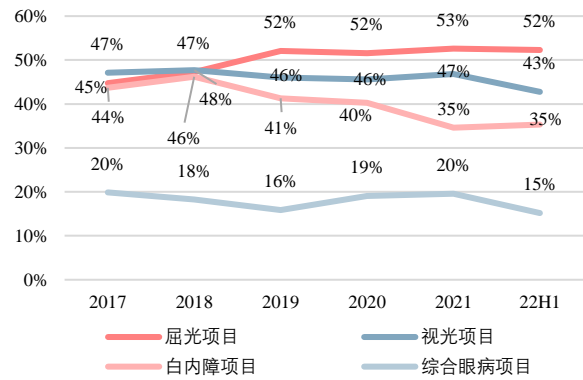
期公司综合眼病业务收入占比相对稳定。

图表10： 2017-2021 年公司主营收入结构变化



资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投

图表11： 2017-22H1 公司各业务毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投

## 公司屈光、视光等消费类收入占比提升

### 国内眼科存量患者基数庞大，渗透率提升是核心驱动力

根据灼识咨询的报告，2019 年国内眼科医疗服务市场规模约为 1037 亿元，我们预计到 2030 年，眼科市场规模将达到 4102 亿元，CAGR 约为 14.7%。分业务结构来看，中国眼科医疗服务市场主要可分为医学视光、白内障、眼底疾病、屈光、眼表疾病、青光眼及其他眼病诊疗服务。医学视光、白内障、屈光手术为 2019 年市场规模（收入）前三大业务，2019 年市场规模占比分别为 21.3%、18.1%和 16.8%，合计超过 55%。我国视光、白内障、屈光手术渗透率均较低，随着我国经济水平的不断发展、居民健康意识的不断提升，未来发展空间较大，预计到 2030 年市场规模分别达到 1142、603、1040 亿元，2019-2030 年复合增长率分别为 18%、12%、20%。

图表12： 2015-2030 年中国眼科医疗服务市场分病种预测

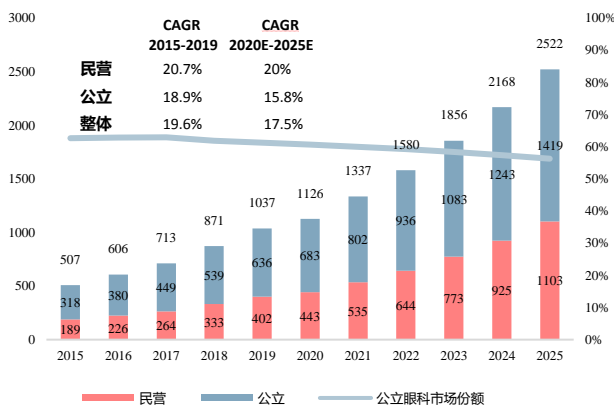
项目	市场规模 (亿元)		CAGR	2020年患者基数	2020年渗透率	主要增长动力	供给核心要素	医保支付比例
	2019	2030E						
屈光	174	1040	20%	6.3亿人	0.22%	渗透率提升 高端术式占比提升	专业医生、专用手术设备	全自费
视光	221	1142	18%	6.3亿人，8-18岁约1亿人	OK镜渗透率1% (主要适用于18岁以下)	OK镜渗透率提升	符合相关资质的医生、验光师	全自费
白内障	188	603	12%	2.6亿人	CSR约3000 (每百万人手术率)	渗透率提升 高端白内障手术占比提升	专业医生、专用手术设备	普通白内障医保报销比例高 高端白内障自费比例高
眼底疾病	152	454	12%	约0.4亿人	-	渗透率提升	专业医生	
眼表疾病	91	365	15%	2-3亿人	-	渗透率提升	专业医生、医疗设备	
青光眼	49	146	12%	1580万人	诊断率约20% 医院出院人数12万人	诊断率和渗透率提升	专业医生、医疗设备	30%-50%不等
其他	162	486	12%	弱视患儿400-500万人				
合计	1037	4102	14.7%					

资料来源: 华夏眼科、普瑞眼科、何氏眼科招股说明书, 卫健委, 国家统计局, 《健康报 2022 年 3 月 11 日第 003 版两会精英汇专刊》, 中信建投; 备注: 渗透率=医院出院人数/患者基数

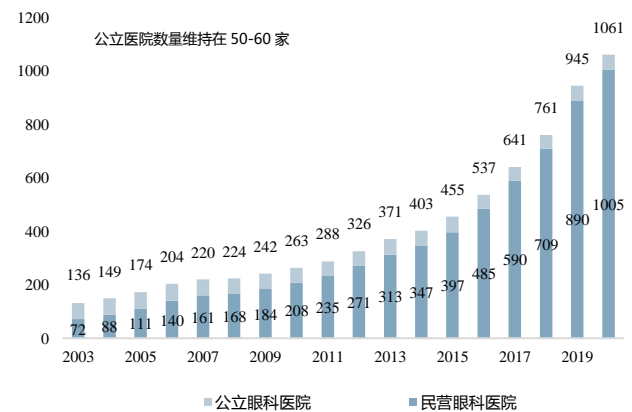


我国公立眼科医疗服务仍占市场主体地位，2019 年的市场份额约为 62%，民营眼科医疗服务是其有效补充。2019 年国内眼科医疗服务市场规模约为 1037 亿元，公立眼科医疗服务收入约为 636 亿元，市场占比 62%；民营眼科医疗服务收入约为 402 亿元，市场占比 38%。目前国内较著名的公立眼科医院有北京同仁医院、复旦大学附属眼耳鼻喉医院、中山大学中山眼科中心等，其拥有雄厚的科研能力和较高的技术水平，吸引了大量患者和医生资源。民营医院在扩张和人才激励机制上更为灵活。2015-2019 年国内眼科医疗服务市场整体 CAGR 为 19.6%，其中公立医院收入 CAGR 为 18.9%，民营医院 CAGR 为 20.7%。

图表13： 2015-2025 年中国眼科医疗服务市场规模预测（亿元）



图表14： 2003-2020 年中国公立与民营眼科医院数量（家）



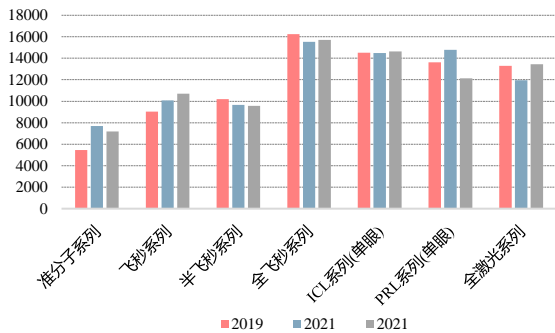
资料来源：灼识咨询，中信建投

资料来源：国家卫健委，中信建投

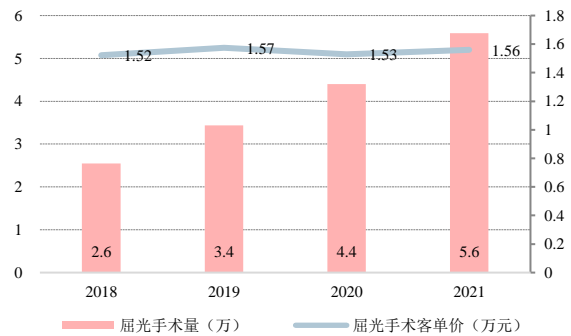
## 公司各业务板块中屈光、视光增速更快

公司屈光业务客单均价较为稳定，手术量快速增长。屈光手术指的是用手术治疗方式解决屈光不正症状，包括近视、远视、散光等。屈光手术不在医保报销范围内，医疗机构具备自主定价权，但屈光手术各术式已经较为成熟，市场透明度较高，除部分服务高净值人群的医院以外，各医院同等术式价格相差不大。目前主流的屈光手术包括 ICL、全飞秒、全激光、准分子，一般来说伴随散光的屈光不正手术收费更高。2017-2021 年，公司屈光业务收入复合增速约为 30%，到 2021 年公司屈光收入占比约为 51%。公司屈光业务快速增长主要源于手术量增加，屈光客单价整体维持稳定；2018-2021 年，公司整体屈光手术量从 2.6 万例提升至 5.6 万例。

图表15： 2019-2021年普瑞眼科屈光业务客单价变化（元）



图表16： 2018-2021年普瑞眼科屈光手术量价拆分

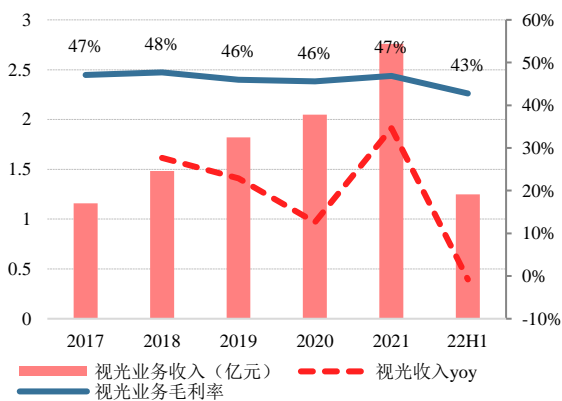


资料来源：普瑞眼科招股说明书，中信建投；备注是：飞秒系列包含半飞秒和全飞秒

资料来源：普瑞眼科招股说明书，中信建投

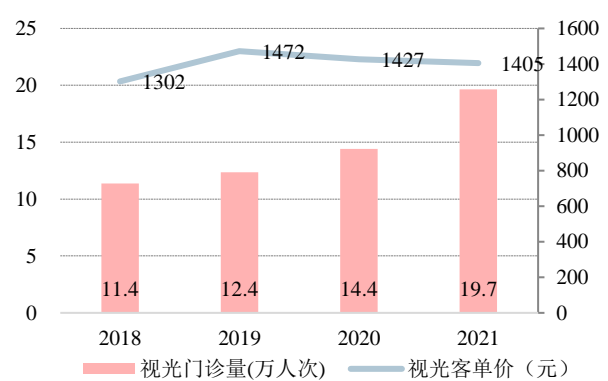
公司视光业务客单价整体呈现上升趋势，门诊量快速提升。视光是通过非手术方式来矫正屈光不正，业务范围较为广泛，通常由医学验光配镜和屈光不正视力矫正两部分组成，其中医学验光配镜包括框架眼镜、软性角膜接触镜、各种功能性镜片眼镜等；屈光不正视力矫正包括角膜塑形镜（OK 镜）和硬性透气性角膜接触镜的验配等。2017-2021 年公司视光业务收入复合增速约为 24%，22H1 受疫情防控政策影响收入同比下滑-1%。公司视光业务客单价整体呈现上升趋势，从 2018 年的 1302 元提升到 2021 年的 1405 元，原因可能是青少年近视防控项目 OK 镜和离焦镜收入占比提升；门诊量从 2018 年 11.4 万人次提升到 2021 年 19.7 万人次。我国青少年近视防控需求旺盛、行业渗透率低，2020 年我国青少年 OK 镜渗透率仅为 1%，疫情防控政策优化后，公司视光业务有望恢复较快增长。

图表17： 2017-22H1 普瑞眼科视光业务收入与毛利率



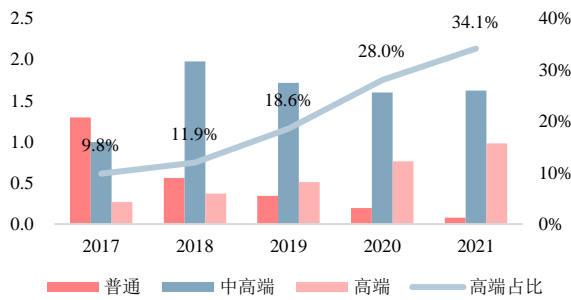
资料来源：普瑞眼科招股说明书，公司公告，中信建投

图表18： 2018-2021年普瑞眼科视光业务量价拆分

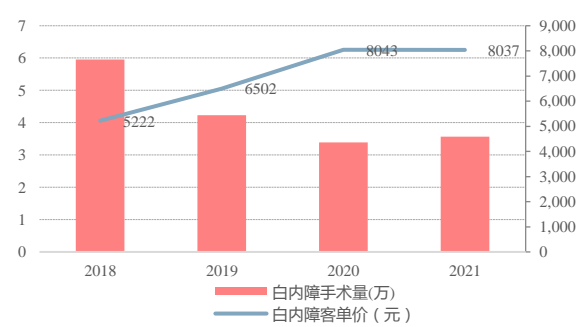


资料来源：普瑞眼科招股说明书，中信建投

公司白内障业务收入体量维持稳定，自费的高端白内障收入占比快速提升。2018-2021 年公司白内障收入体量在 3 亿元左右，但是其内部结构变化明显。2018-2021 年期间公司白内障手术量下降 40%，客单价提升 54%，从 2018 年的 5222 元提升至 2021 年的 8037 元；高端白内障收入占比从 9.8%提升至 34.1%。到 2021 年，公司白内障收入中，中高端、高端占比合计达到 91%。由于公司多个医院所在城市对于白内障筛查相关的政策收紧，公司普通白内障手术量增速受到影响。另一方面公司旗下医院主要布局在省会等高线城市，面对的高端自费白内障患者人群较多，自费的高端白内障业务提升较快。

**图表19：普瑞眼科按不同治疗类型的白内障收入（亿元）**


资料来源：普瑞眼科招股说明书，中信建投

**图表20：2018-2021年普瑞眼科白内障手术量价拆分**


资料来源：普瑞眼科招股说明书，中信建投

## 近几年加速扩张，后疫情时代有望恢复高增长

### 公司在高线城市布局眼科医院，新设医院盈利周期约为4-5年

2021年公司旗下收入超过1亿元的医院共有8家，不同地区的医院盈利水平差异明显。公司旗下的昆明、成都、乌鲁木齐、兰州等西部省会城市医院净利率超20%，净利率较高的原因主要包括：1）与北京、上海等一线城市相比，当地医护人力、租金运营成本低；2）当地公立医院及民营眼科医院竞争相对较少；3）享受西部大开发税收优惠政策，按15%税率计缴企业所得税。2021年公司在上海、北京等一线城市的医院仅维持盈亏平衡，主要由于：1）北上广等城市公立医疗资源丰富，并且民营眼科医院竞争激烈；2）医护人力、租金运营成本较高。

**图表21：普瑞眼科2021年收入超过1亿元的医院经营数据（医院下方时间为开业时间）**

医院	万元	2019年	2020年	2021年	医院	万元	2019年	2020年	2021年
昆明普瑞 (建院2008.06)	收入	17390	18832	22608	南昌普瑞 (2010.01)	收入	9065	10798	14299
	yoy	23%	8%	20%		yoy	13%	19%	32%
	毛利率	42%	38%	40%		毛利率	41%	46%	48%
	净利润	3771	3404	4491		净利润	194	686	831
	净利率	22%	18%	20%		净利率	2%	6%	6%
上海普瑞 (2010.10)	收入	9025	13972	17400	乌市普瑞 (2009.09)	收入	7958	7308	12403
	yoy	-5%	55%	25%		yoy	18%	-8%	70%
	毛利率	20%	26%	32%		毛利率	39%	38%	43%
	净利润	-1834	-429	2		净利润	1521	1477	3211
	净利率	-20.3%	-3.1%	0.0%		净利率	19%	20%	26%
合肥普瑞 (2006.11)	收入	14607	16607	17206	兰州普瑞 (2005.8)	收入	10557	10863	12057
	yoy	19%	14%	4%		yoy	11%	3%	11%
	毛利率	48%	50%	48%		毛利率	47%	41%	42%
	净利润	1518	2460	1194		净利润	2476	2065	2365
	净利率	10%	15%	7%		净利率	23%	19%	20%
成都普瑞 (2006.4) (净利润包含子公司分红及非经)	收入	10413	11454	14964	北京华德 (2014.4收购)	收入	8456	7981	10312
	yoy	8%	10%	31%		yoy	-2%	-6%	29%
	毛利率	50%	52%	53%		毛利率	31%	29%	32%
	净利润	6962	4922	6158		净利润	-188	-45	-27
	净利率	67%	43%	41%		净利率	-2.2%	-0.6%	-0.3%

资料来源：公司招股说明书，中信建投，备注：净利率为红色为2021年净利率超过20%，蓝色为净利率较低的医院

爱尔眼科在多个城市较早布局眼科医院，拥有先发优势和龙头地位。普瑞眼科虽布局相对较晚，但运营能

力优秀，单院收入高增长、持续追赶。例如，昆明普瑞眼科医院成立时间早于爱尔眼科，其收入体量及盈利水平超过昆明爱尔眼科医院；在成都、武汉、重庆等城市，爱尔眼科单体医院 2021 年收入规模分别达到 4.2、5.3、2.6 亿元，当地普瑞眼科医院均成立较晚，收入体量及净利率水平均较当地爱尔眼科医院存在一定差距，但医院 2016-2021 年收入复合增速不低于爱尔眼科当地医院。我国直辖市及省会城市等中心城市的经济实力和发展潜力更大，公司坚持布局省会等高线城市，有利于占据市场的相对先发优势。

**图表22： 普瑞眼科与爱尔眼科同地区医院 2016-2021 年营收与净利率对比（收入单位：百万元）**

城市	公司	成立时间/面积	所在区/驾车距离	指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	收入CAGR
昆明	普瑞	2008年6月 / 1万平	五华区 相距6公里	收入	10426	12635	14160	17390	18832	22608	16.7%
				净利率	24%	15%	16%	22%	18%	20%	
	爱尔	2010年6月 / 1.5万平	官渡区	收入	6720	9668	10009			~16000	19.0%
				净利率	2%	12%	10%				
成都	普瑞	2006年	金牛区 相距9公里	收入	6070	7511	9685	10413	11454	14964	19.8%
	爱尔	2003年	武侯区	收入	20858	26325	31278	37543	38105	41699	14.9%
武汉	普瑞	2011年9月	硚口区 相距10公里，隔江	收入	2784	4038	6220	8000	6622	8890	26.1%
				净利率	-17%	-11%	16%	14%	7%	4%	
	爱尔	2003年7月	武昌区	收入	33677	39789	46578	54603	48483	53760	9.8%
				净利率	20%	21%	20%	23%	29%	27%	
重庆	普瑞	2011年7月	渝中区 相距5公里，隔江	收入	4708	4893	5472	5605	6128	7608	10.1%
				净利率	8%	6%	4%	2%	10%	10%	
	爱尔	2006年	江北区	收入	17516	21626	25849	25830	24548	25964	8.2%
				净利率	25%	20%	19%	22%	18%	19%	

资料来源：公司招股说明书，爱尔眼科公告，中信建投

受各地经济水平及竞争环境差异影响，公司不同城市新设医院的扭亏周期存在较大差异。贵州普瑞是公司在二线省会城市中新设医院扭亏较快的医院，贵州普瑞于 2017 年 5 月成立，2018 年 12 月开业，2021 年接近盈亏平衡点，盈亏平衡周期在 3 年左右。西安普瑞与山东亮康（济南普瑞）的收入爬坡速度较慢，这主要与当地竞争环境（如当地公立医院眼科实力较强、市场占有率较大）、疫情防控政策影响有关。根据公司已披露的数据，如果运营顺利，一般公司二线省会城市医院的盈亏平衡点在 6000 万元收入左右，盈亏平衡周期在 4 年左右；一线城市盈亏平衡点在 1 亿元收入左右，盈亏平衡周期在 6-8 年；一般来说竞争格局更加激烈的城市，新开医院的扭亏周期更长。

**图表23： 普瑞眼科部分新设医院经营数据（医院下方时间为开业时间）**

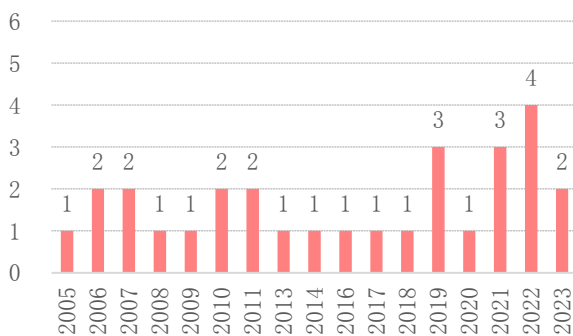
医院	万元	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	医院	万元	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
贵州普瑞 (2018.12)	收入		154	2693	4556	5763	沈阳普瑞 (2019.6)	收入			609	1230	1866
	yoy			1645%	69%	27%		yoy				102%	52%
	毛利率		-933%	10%	28%	31%		毛利率			-91%	-52%	-17%
	净利润	-767	-1424	-1257	-241	-18		净利润	-639	-1082		-1431	-1404
	净利率		-923%	-46.7%	-5.3%	-0.3%		净利率				-116%	-75%
郑州普瑞 (2007.9)	收入	3636	4432	4924	4659	5161	天津普瑞 (2020.1)	收入			222	889	1365
	yoy	-6%	22%	11%	-5%	11%		yoy				300%	53%
	毛利率	-6%	-1%	42%	43%	40%		毛利率			-9%	-75%	-54%
	净利润	-235	-46	100	115	-221		净利润				-1651	-2198
	净利率	-6%	-1%	2%	2%	-4%		净利率				-186%	-161%
西安普瑞 (2017.01)	收入	1632	3129	3700	3071	3285	山东亮康/ 济南普瑞 (2016.10 收购)	收入	975	1237	1386	1410	1220
	yoy		92%	18%	-17%	7%		yoy	573%	27%	12%	2%	-13%
	毛利率	-105%	-30%	23%	14%	6%		毛利率	-50%	-30%	27%	15%	16%
	净利润	-1735	-975	-776	-828	-1139		净利润	-490	-375	-415	-403	-401
	净利率	-106%	-31%	-21%	-27%	-35%		净利率	-50%	-30%	-30%	-29%	-33%

资料来源：公司招股说明书，中信建投，备注：净利率标红的医院是即将扭亏的医院，标蓝的是预计未来 2 年内扭亏难度较大的医院

## 近几年加速扩张，后疫情时代有望迎来快速增长

**2019 年开始加速扩张，上市后储备物业跑马圈地。**截止 2022 年中报，公司旗下已开业医院 23 家、门诊部 3 家。2005-2018 年，公司每年新医院平均不超过 2 家，2019 年以后新医院设立速度明显加快，2019-2021 年累计新开 7 家医院，2022 年以来新开业医院 6 家。在 2022 年 7 月于创业板成功上市后，增强资金实力后进一步扩大新医院的储备，截止 2023 年 1 月，公司已披露新医院建设项目以及为新医院开设储备的房屋租赁、物业竞拍项目有 7 家。我国眼科医疗服务市场需求旺盛，在后疫情时代的行业诊疗量恢复背景下，公司有望凭借较高的医院管理水平、前瞻的医院投资布局，迎来收入和净利润的快速增长阶段。

**图表24： 公司成立以来每年新开医院数（开业时间）**



资料来源：公司官网，中信建投；截止 2023 年 2 月 21 日

**图表25： 普瑞眼科上市后储备新医院情况**

新建医院	建筑总面积 (平方米)	投资总额 (万元)
1 深圳普瑞（南山区）	-	10380
2 哈尔滨普瑞二院	14,127	-
3 上海普瑞尚视（宝山区）	5,514	6742
4 重庆普瑞（渝中）	28,208	-
5 深圳普瑞（罗湖区）	15,166	-
6 湖北普瑞（武汉二院）	9,275	10000
7 广州普瑞（越秀区）	9,361	7827

资料来源：公司公告，中信建投

此外，公司 2022 年收购了东莞光明眼科医院 45% 的股权，并于 2023 年 1 月 9 日公告完成工商登记，自此公司共持有该医院 80% 股权。东莞光明眼科医院建立于 2002 年，在广州中山大学中山眼科中心的帮助和指导下，不断提升医院管理水平和医疗技术水平，医院设置 11 个专科，具备较强的先发优势和竞争优势，有利于公司未来尽快完善广东区域市场布局。

## 盈利预测

分业务来看，2022 年考虑国内各地疫情散发影响，预计公司各业务板块增速均有所放缓；2023-2024 年，不考虑 2022 年疫情防控政策带来的低基数影响，预计屈光业务维持 30%以上增长，视光业务维持 25%以上增长，白内障业务维持 10%以上增长，综合眼病维持 15%以上增长。预计 2022-2024 年公司业务毛利率分别为 40.8%、43.4%、44.3%，2022 年受疫情影响，公司各业务毛利率有所下滑，预计 2023-2024 年公司各业务毛利率逐渐恢复正常；从门店角度来看，随着新开医院的逐渐成熟、成熟医院恢复正常增长，各医院的毛利率逐步提升，有望带动公司整体毛利率稳步提升。

**图表26： 普瑞眼科 2018-2024 年盈利预测业务拆分（收入单位：百万元）**

业务	指标	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
屈光	收入	388	542	672	872	995	1,458	1,914
	yoy	46.3%	39.5%	24.1%	29.8%	14.1%	46.5%	31.3%
	毛利率	47.3%	52.1%	51.6%	52.6%	49.0%	50.1%	50.5%
	收入占比	38.2%	45.4%	49.3%	51.0%	58.2%	59.1%	61.6%
	手术量(万)	2.6	3.4	4.4	5.6	6.3	9.2	11.9
	yoy		34.90%	27.91%	27.05%	13.00%	45.00%	30.00%
	客单价(万元)	1.52	1.57	1.53	1.56	1.58	1.59	1.61
	yoy		3.4%	-3.0%	2.1%	1.0%	1.0%	1.0%
视光服务	收入	148	182	205	276	279	370	472
	yoy	27.7%	22.9%	12.8%	34.3%	1.1%	32.6%	27.5%
	毛利率	47.1%	47.7%	46.0%	45.7%	42.8%	40.1%	46.0%
	收入占比	14.4%	14.6%	15.3%	14.9%	14.1%	16.3%	15.0%
	门诊量(万)	11.4	12.4	14.4	19.7	19.7	25.5	31.9
	yoy		13.1%	-3.1%	-1.5%	1.1%	2.0%	2.0%
	客单价(元)	1302	1472	1427	1405	1420	1448	1477
	yoy		13.1%	-3.1%	0.6%	2.0%	102.0%	202.0%
白内障	收入	311	275	273	287	216	328	361
	yoy	12.8%	-11.5%	-0.9%	5.2%	-24.6%	51.5%	10.1%
	毛利率	46.2%	41.3%	40.2%	34.6%	31.5%	35.0%	35.0%
	收入占比	30.6%	23.1%	20.0%	16.8%	12.6%	13.3%	11.6%
	手术量(万)	6.0	4.2	3.4	3.6	2.7	4.0	4.4
	yoy		-28.9%	-19.9%	5.3%	-25.0%	50.0%	9.0%
	客单价(元)	5222	6502	8043	8037	8077	8158	8240
	yoy		24.50%	23.70%	0.00%	0.50%	1.00%	1.00%
综合眼病	收入	167	190	208	267	216	305	354
	yoy	14.1%	13.7%	9.1%	28.7%	-19.2%	41.4%	16.2%
	毛利率	18.2%	15.9%	19.1%	19.6%	14.0%	18.0%	18.0%
	收入占比	16.5%	15.9%	15.2%	15.6%	12.6%	12.4%	11.4%
	门诊量(万)	27.7	31.6	26.7	36.8	29.5	41.2	47.4
	yoy		13.9%	-15.3%	37.7%	-20.0%	40.0%	15.0%
	客单价(元)	604.12	602.73	776.43	725.18	732.43	739.75	747.15
	yoy		-0.2%	28.8%	-6.6%	1.0%	1.0%	1.0%
合计	营业收入	1,016	1,193	1,362	1,710	1,711	2,466	3,108
	yoy	26.2%	17.3%	14.2%	25.5%	0.1%	44.1%	26.0%
	毛利率	42.2%	42.6%	43.2%	43.5%	40.8%	43.4%	44.3%

资料来源：公司公告，中信建投

预计 2022-2024 年，公司期间费用合计分别为 6.65、8.66、10.64 亿元，随着收入规模的快速增长，费用率得以摊薄，2022-2024 年整体期间费用率分别为 38.8%、35.1%、34.2%。销售费用和管理费用是公司的主要期间费用，实际发生场所分为总部和医院层面，一方面医院收入若能顺利增长，各项费用率有望逐步摊薄；另一方面，公司旗下医院分布于各大省会城市、一线城市等，品牌宣传和医院管理的协同效果较小，未来随着公司一城多院战略的实施，同城医院间的协同性体现，中长期下有利于公司销售费用率和管理费用率的降低。

**图表27： 普瑞眼科 2021-2024E 期间费用**

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
期间费用合计	607.82	664.51	865.76	1,063.62
期间费用率	35.5%	38.8%	35.1%	34.2%
销售费用	316.59	359.52	466.36	575.97
销售费率	18.5%	21.0%	18.9%	18.5%
管理费用	242.85	302.86	399.52	487.95
管理费率	14.2%	17.7%	16.2%	15.7%
研发费用	0	1	2	3
研发费率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	48.38	1.13	-2.12	-3.30
财务费率	2.8%	0.1%	-0.1%	-0.1%

资料来源：公司公告，中信建投

## 投资建议

在疫情复苏的背景下，公司有望凭借较强的医院经营管理能力，实现收入和净利润的快速增长。我们预计公司 2022-2024 年收入为 17.1、24.7、31.1 亿元，同比增长 0.1%、44%、26%；归母净利润为 0.20、1.44、2.15 亿元，同比-78%、+601%、+50%。

**图表28： 预测及比率**

单位: 百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1192.60	1362.12	1710.02	1710.92	2465.93	3107.65
增长率 (%)	17.33%	14.21%	25.54%	0.05%	44.13%	26.02%
归属母公司股东净利润	49.05	108.93	93.89	20.48	143.61	214.91
增长率 (%)	56.60%	122.06%	-13.81%	-78.19%	601.22%	49.64%
每股收益 (EPS)	0.33	0.73	0.63	0.14	0.96	1.44
市盈率 (P/E)	267	120	140	640	91	61

资料来源: Wind, 中信建投; 收盘日期截至 2023 年 3 月 22 日

2021-2022 年公司净利率出现较大波动，从 2020 年的 8% 降至 2022 年预告的 1.2%，低于可比公司爱尔眼科、华夏眼科、何氏眼科和通策医疗等，其中受疫情影响及加速新开医院影响较大。2021、2022 年公司新开业医院数量分别为 3 家、4 家，新开医院初期的口碑和品牌力较弱、给公司带来亏损。此外在 2022 年疫情防控期间，公司净利率较高的医院受损较为严重，如成都普瑞、兰州普瑞、乌鲁木齐普瑞等。在疫情防控政策优化的背景下，公司成熟医院净利率有望在 2023 年得到修复，并且新开医院有望逐渐成熟、实现扭亏，公司整体净利率有望逐步提升。我们采用 PS 估值法，以 2023 年 3 月 22 日收盘价（87.61 元）计算，公司 2022-2024 年 PS 分别为 7.7、5.3、4.2，与 A 股可比公司平均值相比较低。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表29： 普瑞眼科可比公司估值表**

股票简称	股票代码	市值	收入 (亿元)				净利率				PS		
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300015.SZ	爱尔眼科	2179	150.0	174.3	217.3	268.7	15.5%	16.3%	17.3%	18.1%	12.5	10.0	8.1
301267.SZ	华夏眼科	415	30.6	34.1	42.1	51.9	14.8%	15.4%	16.3%	17.0%	12.2	9.9	8.0
301103.SZ	何氏眼科	51	9.6	10.8	13.7	17.3	8.9%	7.7%	9.9%	10.2%	4.7	3.7	3.0
600763.SH	通策医疗	424	27.8	29.2	36.6	46.1	26.5%	22.5%	23.0%	23.4%	14.5	11.6	9.2
平均值							16.5%	15.5%	16.6%	17.2%	11.0	8.8	7.1
301239.SZ	普瑞眼科	131	17.1	17.1	24.7	31.1	5.5%	1.2%	5.8%	8.9%	7.7	5.3	4.2

资料来源: Wind, 中信建投; 收盘日期截至 2023 年 3 月 22 日; 可比公司预期值均为 wind 一致预期; 市值单位: 亿元



## 风险分析

(1) **连锁经营模式带来的扩张风险：**新开医院需要面临一段时间的亏损。未来公司还将继续在现有区域或其他城市开设新医院，进行业务扩张。若公司未能合理安排扩张速度，导致公司内控体系、管理水平、人力资源、营销能力等方面不能适应公司规模快速扩张，新开医院效益不及预期，则可能会对公司的盈利能力带来重大不利影响，甚至造成绩效下滑。

(2) **医疗事故和医疗责任纠纷的风险：**公司仍不能完全排除发生医疗事故和医疗责任纠纷的风险，一旦发生上述风险，医疗赔付将对公司产生实际的直接经济损失，同时也会影响公司品牌和声誉，对公司的经营带来不利影响。

(3) **人力资源风险：**如果公司的人才培养和引进方面跟不上其发展速度，可能发生人才不足或人才流失的情况，从而导致公司业务发展和市场开拓能力受到限制，从而对公司的经营业绩带来不利影响。

(4) **医疗服务价格波动的风险：**公司提供的医疗服务包括涵盖在国家医保范围内的基本医疗服务和未包括在国家医保范围内的非基本医疗服务。其中基本医疗服务的价格由有关政府部门制定，非基本医疗服务的价格由市场竞争决定。若国家医保政策发生相应变化，抑或公司提供的非医保相关服务面临更加激烈的市场竞争，势必会影响公司提供医疗服务的价格，从而对公司盈利能力带来一定影响。

(5) **民营医疗机构的品牌认知风险：**一小部分民营医院诚信度低、缺乏自律，损害了民营医疗机构在社会上的整体形象。面对目前民营医疗机构的整体社会认知现状，公司在未来经营和发展过程中仍需付出更多的努力。若社会及消费者对民营医疗机构的品牌出现了较为悲观的认知，则会对公司未来经营带来不利影响。

(6) **主业敏感度测算：**假设 2023 年公司屈光和视光业务收入同比增速比预测值降低 10 个百分点，则整体净利润将比预测值降低 27 个百分点；2023 年收入增速将从预测值 44%降低至 36.7%，净利润增速将从预测值 624%降低至 432%。

**图表30： 财务报表预测**

利润表（百万元）					现金流量表（百万元）						
2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1710	1711	2466	3108	净利润	93.89	20.48	143.61	214.91		
营业成本	968	1027	1395	1731	折旧与摊销	98.74	168.42	240.11	307.20		
营业税金及附加	2.67	3.00	4.14	5.23	财务费用	48.38	1.13	-2.12	-3.30		
销售费用	317	360	466	576	资产减值损失	-11	-12.48	-14.36	-16.51		
管理费用	243	303	400	488	经营营运资本变动	-22	-34.65	-28.07	-24.30		
财务费用	48.38	1.13	-2.12	-3.30	其他	151	5	14	13		
资产减值损失	-10.86	-12.48	-14.36	-16.51	<b>经营活动现金流净额</b>	359	148	353	491		
投资收益	9.47	7.57	6.06	4.85	资本支出	-126	-805.00	-605.00	-105.00		
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-303	7.6	6.1	4.8		
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-429	-797.4	-598.9	-100.2		
<b>营业利润</b>	143.10	35.36	219.67	326.89	短期借款	110	-110	0.00	0.00		
其他非经营损益	-4.20	-4.83	-5.56	-6.39	长期借款	-16	0.00	0.00	0.00		
<b>利润总额</b>	138.90	30.52	214.11	320.49	股权融资	1	1258.67	0.00	0.00		
所得税	45.01	10.04	70.49	105.59	支付股利	0	-19	-4	-29		
净利润	93.89	20.48	143.61	214.91	其他	-140	-100	2	3		
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-44	1030	-2	-25		
归属母公司股东净利润	93.89	20.48	143.61	214.91	<b>现金流量净额</b>	-114	380	-248	366		
资产负债表（百万元）					财务分析指标						
2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	171	551	303	669	<b>成长能力</b>						
应收和预付款项	117	128	182	227	销售收入增长率	25.54%	0.05%	44.13%	26.02%		
存货	90.05	95.46	127.71	159.97	营业利润增长率	-10.21%	-75.29%	521.27%	48.81%		
其他流动资产	41.24	41.26	59.47	74.94	净利润增长率	-13.81%	-78.19%	601.22%	49.64%		
长期股权投资	168.88	168.88	168.88	168.88	EBITDA 增长率	16.95%	-29.40%	123.34%	37.83%		
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>						
固定资产和在建工程	495	1175	1587	1436	毛利率	43.37%	40.00%	43.43%	44.30%		
无形资产和开发支出	41	39	37	35	三费率	35.54%	38.78%	35.03%	34.13%		
其他非流动资产	1200	1179	1154	1125	净利率	5.49%	1.20%	5.82%	6.92%		
<b>资产总计</b>	2326	3379	3620	3897	ROE	9.90%	0.93%	6.12%	8.48%		
短期借款	110.14	0.00	0.00	0.00	ROA	4.04%	0.61%	3.97%	5.52%		
应付和预收款项	252	283	384	475	ROIC	37.63%	7.07%	15.33%	18.54%		
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.97%	11.98%	18.56%	20.30%		
其他负债	1015	888	888	888	<b>营运能力</b>						
<b>负债合计</b>	1377	1170	1272	1362	总资产周转率	0.98	0.60	0.70	0.83		
股本	112	150	150	150	固定资产周转率	5.11	3.57	3.30	3.37		
资本公积	673	1894	1894	1894	应收账款周转率	26.83	26.43	28.72	27.71		
留存收益	163	165	305	491	存货周转率	11.35	11.07	12.39	11.91		
归属母公司股东权益	948	2209	2348	2534	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.10%	—	—	—		
少数股东权益	0	0	0	0	<b>资本结构</b>						
<b>股东权益合计</b>	948	2209	2348	2534	资产负债率	59.22%	34.63%	35.14%	34.96%		
负债和股东权益合计	2326	3379	3620	3897	带息债务/总负债	8.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
					流动比率	0.86	2.89	1.75	2.38		
					速动比率	0.67	2.55	1.42	2.05		
					股利支付率	0.00%	91.69%	2.85%	13.37%		
业绩和估值指标					每股指标						
2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	290.23	204.91	457.65	630.79	每股收益	0.63	0.14	0.96	1.44		
PE	139.61	640.03	91.27	60.99	每股净资产	6.34	14.76	15.69	16.94		
PB	13.82	5.93	5.58	5.17	每股经营现金	2.40	0.99	2.36	3.28		
PS	7.67	7.66	5.32	4.22	每股股利	0.00	0.13	0.03	0.19		
EV/EBITDA	30.57	56.42	25.80	18.14							
股息率	0.00%	0.14%	0.03%	0.22%							

资料来源: Wind, 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：**北京大学生物医学工程博士。2017 年加入中信建投研究发展部，负责医疗器械和医疗服务板块，研究勤奋、全面，深度跟踪医疗器械产业趋势和研究成果。

## 研究助理

**吴严** 17765146505 wuyandcq@csc.com.cn

**刘慧彬** 18811567515 liuhuibin@csc.com.cn

## 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  
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层  
电话：(8610) 8513-0588  
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 2106 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