



买入 (首次)

所属行业: 医药生物  
当前价格(元): 89.29

证券分析师

陈铁林

资格编号: S0120521080001

邮箱: chentl@tebon.com.cn

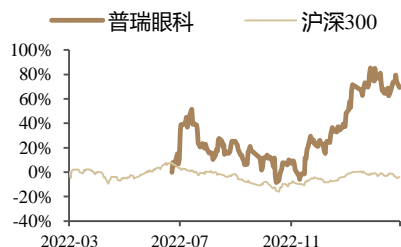
陈进

资格编号: S0120521110001

邮箱: chenjing3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.99	23.36	39.52
相对涨幅(%)	-1.61	23.59	38.12

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

# 普瑞眼科 (301239.SZ): 聚焦重点城市的优质民营眼科连锁医疗服务机构

## 投资要点

- 核心逻辑:** 1) 人一生各阶段均面临眼病风险, 眼病诊疗市场超两千亿: 随老龄化进程加速及电子产品广泛使用, 我国眼科疾病患病率不断提升, 眼科医疗服务行业预计将保持高速增长; 2) 各业务保持稳健增长, 白内障项目收入增速放缓: 白内障业务受医保政策影响, 手术量下降, 收入增长放缓, 分摊成本上升, 毛利下降; 屈光、眼视光、综合眼病业务增速稳健; 3) 聚焦重点城市, 新设医院陆续开业, 未来可期: 公司已开业 23 家眼科医院及 3 家眼科门诊部, 多家医院处于业绩爬坡期, 短期亏损, 未来预计将成为业绩主要增长点。
- 眼病诊疗市场超 2000 亿, 民营眼科医疗机构成长空间大。** 1) 据普瑞眼科招股书测算, 2019 年我国眼科市场规模预计超 2000 亿, 随老龄化进程的加速及电子产品的广泛使用, 我国眼科疾病的患病率不断提升, 眼科医疗服务行业预计将保持快速发展的态势; 2) 眼科手术产业链中游主要为眼科专科医院和综合医院眼科, 其中 2020 年公立医院占据 74.1% 的市场份额, 眼科专科医院所占市场份额不足三成, 主要的眼科专科医院包括何氏眼科、普瑞眼科、华夏眼科及爱尔眼科, 未来民营医院成长空间较大。
- 2022 年 Q1-3 受疫情扰动影响, 业绩短期承压, 管控放松后预计将迎来反弹:** 1) 眼科医疗服务行业受疫情冲击: 2022 年, 全国各地陆续出现疫情反弹, 医院停诊、限流等措施, 对眼科医疗服务行业造成冲击, 2022Q1-3 各家经营表现为: 爱尔眼科 (收入+12.5%, 利润+17.6%)、华夏眼科 (收入+10.2%, 利润+18.1%)、普瑞眼科 (收入+5.5%, 利润-20.6%)、何氏眼科 (收入+3.6%, 利润-26.9%), 其中门店布局最广泛、数量最多的爱尔眼科受影响程度较小, 普瑞眼科受影响较大; 2) 短期承压叠加较大的长期成长空间, 预计管控优化后, 普瑞眼科将充分受益行业恢复的弹性增长。
- 连锁医院聚焦重点城市, 新设医院陆续开业, 未来可期。** 1) 公司医院布局集中在直辖市或省会城市: 分布于东北、华北、华中、华东、西南、西北等地, 辐射全国, 益于重点城市的布局, 所在区域内各类综合性大专院校、医学院众多, 为当地市场提供大量医护专业人才; 2) 新设医院陆续开业, 处于业绩爬坡期: 截至 2021 年公司开业 19 家医院, 其中 10 家盈利、9 家亏损, 另有 8 家未开业处于亏损状态、2022H1 公司昆明、合肥、南昌和广州番禺四家新建医院开诊; 3) 医院建设初期均需经过一段时间的亏损, 公司新设/收购医院尚处于培育期, 目前处于业绩爬坡阶段, 净利率较低, 预计随着未来爬坡逐渐结束, 将为公司带来可观的业绩增长。
- 投资建议:** 预计公司 2022-2024 年将实现营收 17.2/24.8/29.4 亿元, 同比增长 -0.6%/44.3%/18.6%, 实现归母净利润 0.2/1.5/2.1 亿元。基于公司全国连锁布局初具雏形, 半数医院处于爬坡期, 预计未来将贡献突出业绩, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 连锁经营模式带来的扩张风险、医疗事故和医疗责任纠纷的风险、医保控费风险



**股票数据**

总股本(百万股):	149.62
流通 A 股(百万股):	37.40
52 周内股价区间(元):	48.28-97.70
总市值(百万元):	13,359.48
总资产(百万元):	3,819.47
每股净资产(元):	14.31

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,362	1,710	1,723	2,482	2,944
(+/-)YOY(%)	14.2%	25.5%	0.7%	44.1%	18.6%
净利润(百万元)	109	94	22	148	209
(+/-)YOY(%)	122.1%	-13.8%	-76.5%	571.6%	41.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.73	0.63	0.15	0.99	1.40
毛利率(%)	43.2%	43.4%	42.5%	44.5%	46.0%
净资产收益率(%)	12.8%	9.9%	1.1%	6.7%	8.6%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 普瑞眼科：知名民营眼科连锁医疗服务机构 .....	7
2. 眼病：人一生各阶段均可能患病，诊疗市场超 2000 亿 .....	12
2.1. 屈光手术：恢复快、稳定性好，客单价逐年提升 .....	13
2.2. 白内障：手术为主要治疗手段，CSR 与发达国家仍有较大差距 .....	13
2.3. 民营眼科医院快速发展，人才队伍持续扩充 .....	14
2.4. 眼科手术产业链：中游公立医院占据七成以上份额 .....	15
3. 屈光业务为业绩的基石，门诊量带动眼视光业绩提升 .....	17
3.1. 屈光业务：业绩基石，毛利率稳定 .....	17
3.2. 白内障业务营收稳定：手术量减少、客单价整体提升 .....	19
3.3. 眼视光：门诊量提升带动业绩增长 .....	22
3.4. 综合眼病业务：收入稳健增长，毛利率呈下降趋势 .....	23
3.5. 引入大批高精尖设备，提供优质服务 .....	25
4. 医院端地区布局：聚焦重点城市，辐射周边 .....	26
4.1. 西南地区贡献主要营收，各地区均稳健增长 .....	27
4.2. 同行业对比情况 .....	29
5. 盈利预测 .....	32
6. 风险提示 .....	34

## 图表目录

图 1: 公司历年营收及增速 (亿元, %)	8
图 2: 公司历年归母净利润及增速 (亿元, %)	8
图 3: 公司分业务营收情况 (亿元)	8
图 4: 公司历年营收构成 (%)	8
图 5: 公司分业务毛利情况 (亿元)	9
图 6: 公司历年毛利构成 (%)	9
图 7: 公司费用率情况 (%)	9
图 8: 公司毛利率、净利率水平 (%)	10
图 9: 公司历年分业务毛利率情况 (%)	10
图 10: 股权结构 (截至 2022 年 H1)	11
图 11: 人一生可能发生的眼病	12
图 12: 中国屈光手术发展历程	13
图 13: 中国近视眼手术量 (万例)	13
图 14: 中国近视眼手术平均客单价 (万元)	13
图 15: 我国白内障手术数量及增速 (万例, %)	14
图 16: 2018 年全球主要国家白内障手术例数 (CSR)	14
图 17: 眼科专科医院数量及增速 (家, %)	14
图 18: 我国眼科医疗机构、医院床位数及增长率 (个, %)	14
图 19: 我国眼科专业职业 (助理) 医师及注册护士数量及增长率 (万人, %)	15
图 20: 我国眼科专科卫生技术人员 (万人)	15
图 21: 我国专科眼科万元以上设备总价值及增速 (亿元, %)	15
图 22: 我国专科眼科万元以上设备台数	15
图 23: 眼科手术产业链	16
图 24: 屈光项目收入及增速 (亿元, %)	17
图 25: 屈光项目毛利率 (%)	17
图 26: 屈光业务细分项目单价情况 (元)	18
图 27: 屈光业务各细分项目毛利率情况 (%)	18
图 28: 公司屈光项目门诊量和手术量 (万人次, 万例)	19
图 29: 屈光项目价格变动情况 (万元/例, %)	19
图 30: 白内障项目收入及增速 (亿元, %)	20
图 31: 白内障项目毛利率 (%)	20

图 32: 白内障业务细分项目收入构成 (%)	20
图 33: 白内障业务细分项目平均单价情况 (元)	21
图 34: 白内障业务细分项目毛利率情况 (%)	21
图 35: 公司白内障项目医保报销比例 (%)	21
图 36: 白内障项目门诊量及手术量 (万人次, 万例)	21
图 37: 白内障项目单价 (元/例)	21
图 38: 眼视光项目收入及增速 (亿元, %)	22
图 39: 眼视光毛利率 (%)	22
图 40: 眼视光业务门诊量 (万人)	22
图 41: 眼视光业务单价 (元/例)	22
图 42: 综合眼病项目及增速 (亿元, %)	24
图 43: 综合眼病项目毛利率 (%)	24
图 44: 综合眼病业务门诊量 (万人次)	24
图 45: 综合眼病业务单价 (元/例)	24
图 46: 公司综合眼病项目医保报销比例 (%)	24
图 47: 公司旗下医院分布情况	26
图 48: 同行业收入情况 (亿元)	30
图 49: 同行业毛利率水平 (%)	31
图 50: 同行业净利率水平 (%)	31
表 1: 公司业务布局情况	7
表 2: 眼科疾病主要治疗方式	12
表 3: 2020 年我国民营医院、公立医院服务能力对比	16
表 4: 屈光项目五类手术类型技术差异	17
表 5: 公司白内障项目技术分类	19
表 6: 公司眼视光主要项目简介	22
表 7: 公司综合眼病技术特点	23
表 8: 公司各主要业务专用设备情况	25
表 9: 公司主要旗下医院盈利能力 (万元)	26
表 10: 公司主要新设医院营收情况	27
表 11: 公司西南地区医院或门诊部收入情况 (万元)	27
表 12: 公司华东地区医院或门诊部收入情况 (万元)	28
表 13: 公司西北地区医院或门诊部收入情况 (万元)	28

表 14: 公司华中医院或门诊部收入情况 (万元) .....	29
表 15: 公司华北医院或门诊部收入情况 (万元) .....	29
表 16: 公司东北地区医院或门诊部收入情况 (万元) .....	29
表 17: 同行业可比公司情况 .....	30
表 18: 同行业分业务毛利率对比 .....	31
表 19: 盈利预测 (百万元) .....	32
表 20: 可比公司估值分析 .....	33

## 1. 普瑞眼科：知名民营眼科连锁医疗服务机构

**普瑞眼科：国内位居前列的全国性眼科连锁医疗服务机构。**普瑞眼科致力于为眼科疾病患者提供诊断、治疗、保健及医学验光配镜等眼科全科医疗服务，业务覆盖四大领域：屈光、白内障、医学视光以及综合眼病。截至 2022H1，公司在全国十余个直辖市及省会城市共设立了 23 家眼科专科医院和 3 家眼科门诊部，并辐射当地周边区域，形成全国网络布局。

从公司业务布局范围来看，主要涵盖四大领域：**1) 屈光**：包括全飞秒、半飞秒、飞秒、全激光、准分子、人工晶体植入等治疗类型；**2) 白内障**：白内障超声乳化术、人工晶状体植入术；**3) 综合眼病**：角膜病、青光眼、斜视、泪道病、眼底病；**4) 医学视光**：角膜塑形镜、RGP 角膜接触镜和医学验光配镜。

表 1：公司业务布局情况

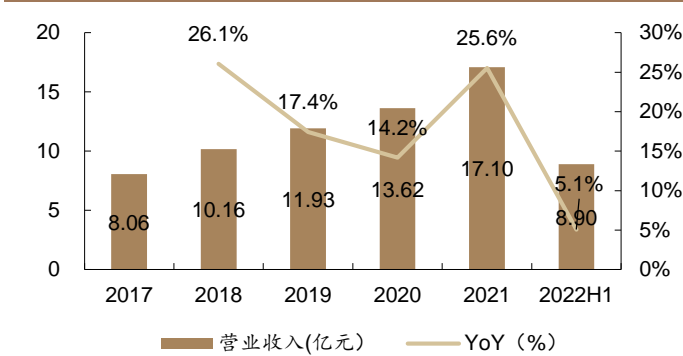
主要服务	手术/治疗类型	细分类型	简介
屈光	全飞秒系列	ZEISS(SMILE3.0)	全程飞秒激光设备完成的手术，无需制作角膜瓣。术后恢复快，价格相对略高。
		ZEISS(FLEX)	
	半飞秒系列	ZEISS(FLAP)	需要结合准分子设备完成的手术，个性化定制程度较高，同等度数角膜切削较小。
	飞秒系列	飞秒激光	全程激光制瓣并消融的手术。
	全激光系列	SMART	利用准分子激光在角膜表层进行度数矫正，角膜表层有可再生的角膜上皮细胞，术后角膜上皮层可自动愈合，无任何切口，且手术利用角膜像差引导，进行个性化切削，能更精准矫正近视及散光。
		IK(LASIK)	以微型角膜刀或飞秒激光制作角膜瓣（含角膜上皮、前弹力层和浅基质层），翻转角膜瓣后采用准分子激光对角膜基质进行屈光性切削，然后将角膜瓣复位。
	准分子系列	EK(LASEK)	以乙醇溶解角膜上皮后将其分离，形成角膜上皮瓣，然后对角膜前弹力层和浅基质层进行准分子激光屈光性切削，最后将角膜上皮瓣复位。
		EPI	以特制的角膜上皮分离器制作角膜上皮瓣，然后对角膜前弹力层和浅基质层进行准分子激光屈光性切削，最后将角膜上皮瓣复位。
		SBK	使用显微角膜板层刀做角膜瓣，并在角膜基质床上进行准分子激光消融，属于薄角膜瓣。
	有晶体眼人工晶体植入术	ICL/TICL	一种后房型可折叠的植入式镜片，将 ICL/TICL 植入到眼睛虹膜和自身晶状体之间的空隙，适用于近视度数高、角膜偏薄的患者。
PRL		另一种后房型可折叠的植入式镜片，矫正近视的范围最广，但不能矫正散光。	
白内障	白内障超声乳化术	超声乳化白内障吸除术	利用超声乳化的方式，通过极小的缺口来吸除浑浊的晶状体，目前是治疗白内障的主要手术方式，成熟安全。
	人工晶状体植入术	人工晶状体植入术	人工晶状体是用人工合成的高分子聚合物替代自身晶状体的特殊透镜，在摘除混浊晶状体手术联合人工晶状体植入术，可恢复视力、双眼单视和立体视觉。
综合眼病	角膜病	角膜移植	角膜移植是将病变混浊的角膜切除，移植透明的同种异体角膜，以恢复视力；或切除坏死和炎症病灶，以治疗某些角膜炎症，控制感染保存眼球。
	青光眼	青光眼手术	可通过滤过性手术建立新的眼外引流。
	斜视	斜视手术	斜视手术主要调整眼球表面的肌肉，目前多采用显微手术，创伤较小。
	泪道病	鼻腔内窥镜手术	包括鼻泪管狭窄与阻塞、泪囊炎、儿童泪道狭窄与阻塞、外伤性泪囊炎、其它泪道病等。
	眼底病	玻璃体切割术、激光光凝、眼内注药	眼底病变的常见手术，可用于玻璃体出血、糖尿病视网膜病变、各种黄斑疾病、严重增生性糖尿病视网膜病变、严重眼外伤等。
	硬性透气性角膜接触镜	角膜塑形镜	又称 OK 镜，是非手术矫正屈光的方法，通过佩戴角膜塑形镜使角膜中央变平，改变角膜曲率来矫正近视，甚至低度的散光，现多用于青少年儿童视力防控。
		RGP 角膜接触镜	硬性透气性角膜接触镜，其材质的氧通透性很高，具有良好的矫正近视、散光及圆锥角膜的光学特性，使用安全，护理简便，以日戴为主。
医学视光	医学验光配镜	框架眼镜、隐形眼镜等	医学验光的内容包括验光的度数、眼位、调节力、双眼单视功能，辐辏集合功能，双眼调节平衡，主视眼的辨别，最后综合上述各种情况出具科学的验光处方，达到戴镜清晰、舒适、美观和保健的目的。

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

**受疫情影响+享受复工复产相关政策，公司业绩出现波动。**1) 从收入端来看：公司 2019/2020/2021 年营收分别为 11.93/13.62/17.1 亿元，同比增长 17.4%/14.2%/25.6%，2022H1 营收 8.9 亿元，同比增长 5.1%；2) 从业绩表现来看：2019/2020/2021 年公司归母净利润分别为 0.49/1.09/0.94 亿元，2021 年有所下滑，同比下降 13.8%，2022H1 归母净利润为 0.51 亿元，同比下滑 21.5%；3) 2020 年受

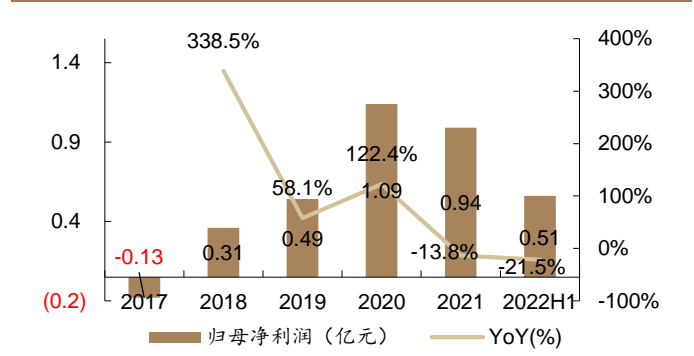
到疫情影响，业绩出现波动，同时公司享受疫情环境下支持复工复产的相关政策，包括社保减免政策等，2020年归母净利润增速为122.4%；在2021年，公司执行新租赁准则以及社保减免政策的退出，归母净利润出现下滑，同比下降13.8%；4) 受疫情影响，2022H1业绩承压：营收8.9亿，同比增长5.1%；归母净利润0.5亿元，同比下降21.5%。

图 1：公司历年营收及增速（亿元，%）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

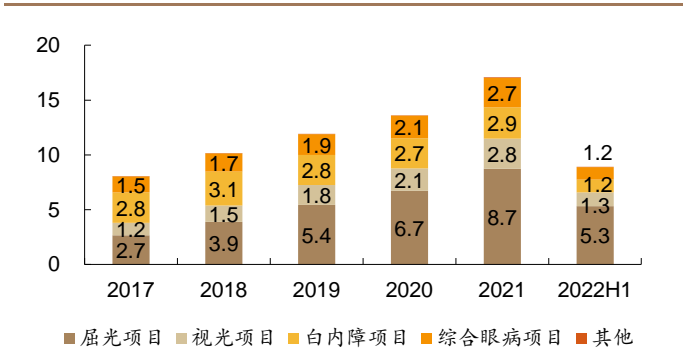
图 2：公司历年归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

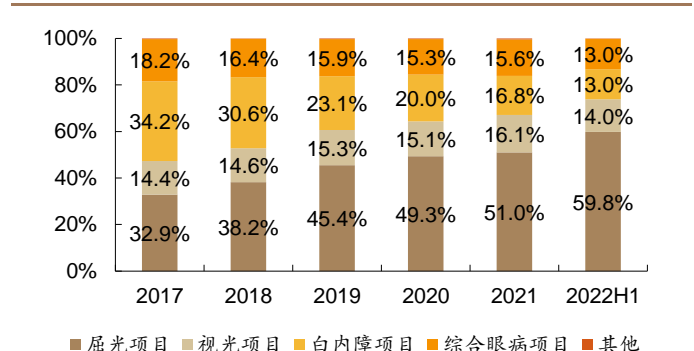
屈光项目贡献公司主要营收，增速明显。1) 屈光项目：营收从2017年的2.7亿增长至2021年的8.7亿元，CAGR为34.7%，为公司增速最快的业务，且营收占比从2017年的32.9%增长至2022H1的59.8%，在公司业务中所占比重逐年提升，目前贡献近6成收入；2) 视光项目：营收从2017年的1.2亿增长至2021年的2.8亿，CAGR为24.2%，营收占比较稳定，2022H1营收占比为14%；3) 白内障项目：营收稳定，2022H1营收1.2亿元，占比逐年降低，从2017年的34.2%降低至2022H1的13%；4) 综合眼病项目：增速较缓，占比降低，营收从2017年的1.5亿提升至2021年的2.7亿，CAGR为16.1%，占比从2017年的18.2%降低至2022H1的13%。

图 3：公司分业务营收情况（亿元）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 4：公司历年营收构成（%）

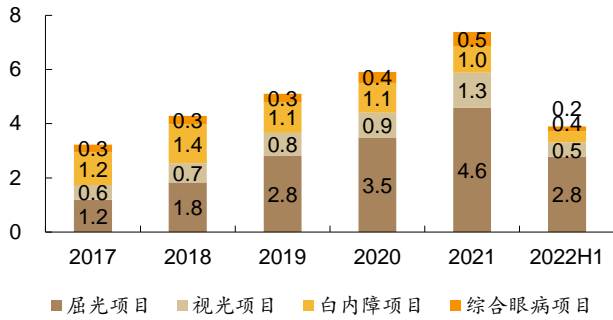


资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

屈光项目贡献超七成毛利，毛利增速超过营收增速。1) 屈光项目：毛利从2017年的1.2亿提升至2021年的4.6亿，CAGR为40.1%，超过同期营收复合增速的34.7%，毛利占比从2017年的36.7%提升至2022H1的71.3%，贡献超七成毛利；2) 由于屈光项目的快速增长，公司其他项目毛利占比均有所下降：视光项目毛利占比从2017年的17%降低至2022H1的13.7%、白内障项目毛利占比从2017年的37.2%降低至2022H1的10.5%、综合眼病项目毛利占比从2017年的9%下降至2022H1的4.5%。

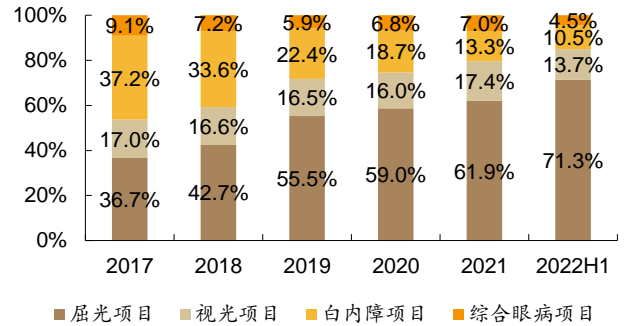


图 5: 公司分业务毛利情况 (亿元)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

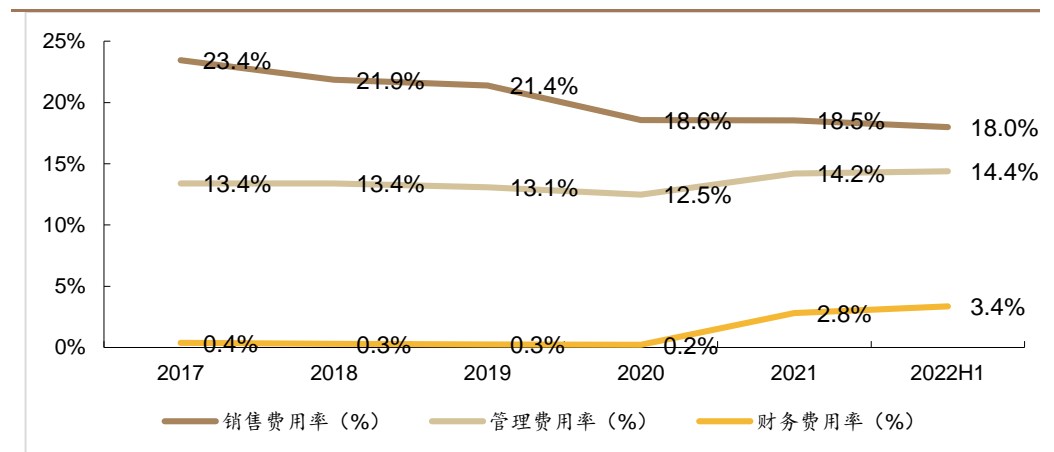
图 6: 公司历年毛利构成 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

公司销售费用率呈下降趋势, 管理、财务费用率略有提升。1) 销售费用率: 总体呈现下降趋势, 从 2017 年的 23.4% 下降至 2022H1 的 18%, 下降了 5.5pct; 2) 管理费用率: 随着公司经营规模的扩大, 及新增医院的建设, 相应的工资薪酬、租赁费用、办公费用及折旧摊销随之增加, 公司管理费用率从 2020 年开始有所提升, 从 2020 年的 12.5% 提升至 2022H1 的 14.4%, 提升了 1.9pct; 3) 财务费用率: 从 2017 年的 0.4% 提升至 2022H1 的 3.4%, 随着微信或支付宝等第三方收款金额逐年上升, 相应手续费亦逐年上升, 且 2021 年开始财务费用率明显提升的原因为执行新租赁准则。

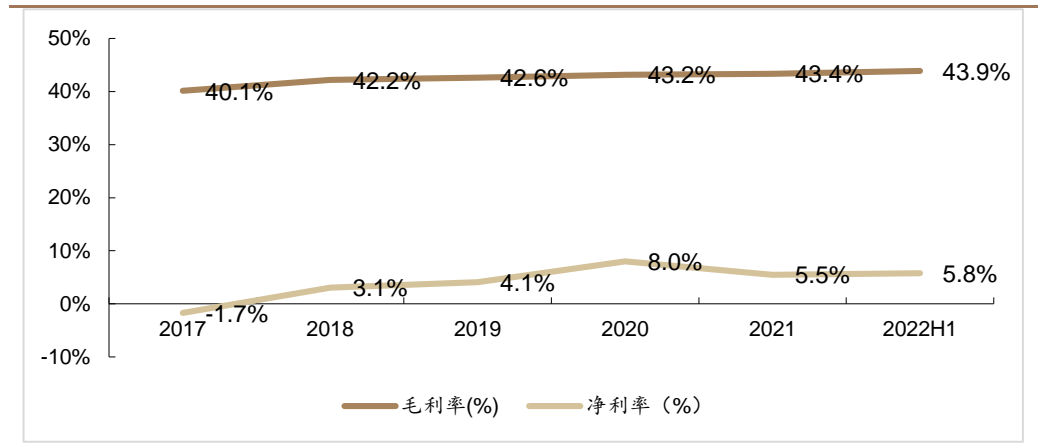
图 7: 公司费用率情况 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

公司毛利率稳步提升, 净利率处于较低水平。1) 公司毛利率持续稳步提升: 从 2017 年的 40.1% 提升至 2022H1 的 43.9%, 提升了 3.8pct, 近几年毛利率的提升主要得益于较高毛利率的医疗服务项目: 屈光项目的收入占比逐年提高; 2) 公司净利率处于较低水平: 2022H1 净利率为 5.8%。

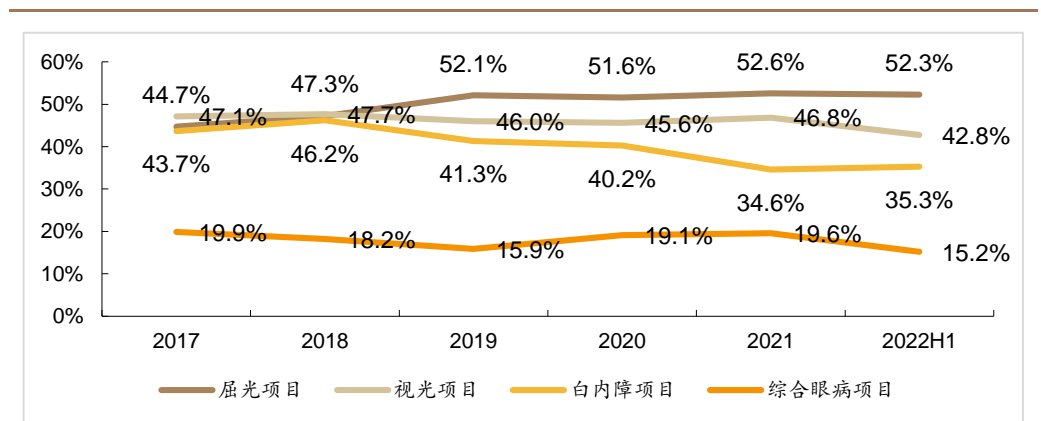
图 8：公司毛利率、净利率水平 (%)



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

从分业务的毛利率情况来看，1) 屈光业务毛利率稳步提升：从 2017 年的 44.7% 提升至 2022H1 的 52.3%，其中 2019 年毛利率为 52.1%，较上年增加 4.9pct，主要原因系公司引入更高端的眼科医疗设备和手术方式、选择全飞秒等中高端屈光手术的患者数量逐渐提高、中高单价的屈光服务项目占比逐渐提高，带动了该项业务毛利率的提升；2) 白内障业务受医保政策控制，毛利降低：从 2017 年的 43.7% 下降至 2022H1 的 35.3%，下降了 8.4pct，主要原因系从 2019 年起，白内障项目受到医保政策的控制，手术数量下降幅度大，项目分摊的固定成本上升，拉低毛利水平；3) 视光服务项目：2019 年毛利率同比下降 1.7pct 的原因是视光业务单位成本上升幅度较大，2021 年视光服务毛利率为 46.8%；4) 公司综合眼病毛利率与其他业务相比，处于较低水平，2021 年毛利率为 19.6%，2022H1 毛利率有所下滑，为 15.2%。

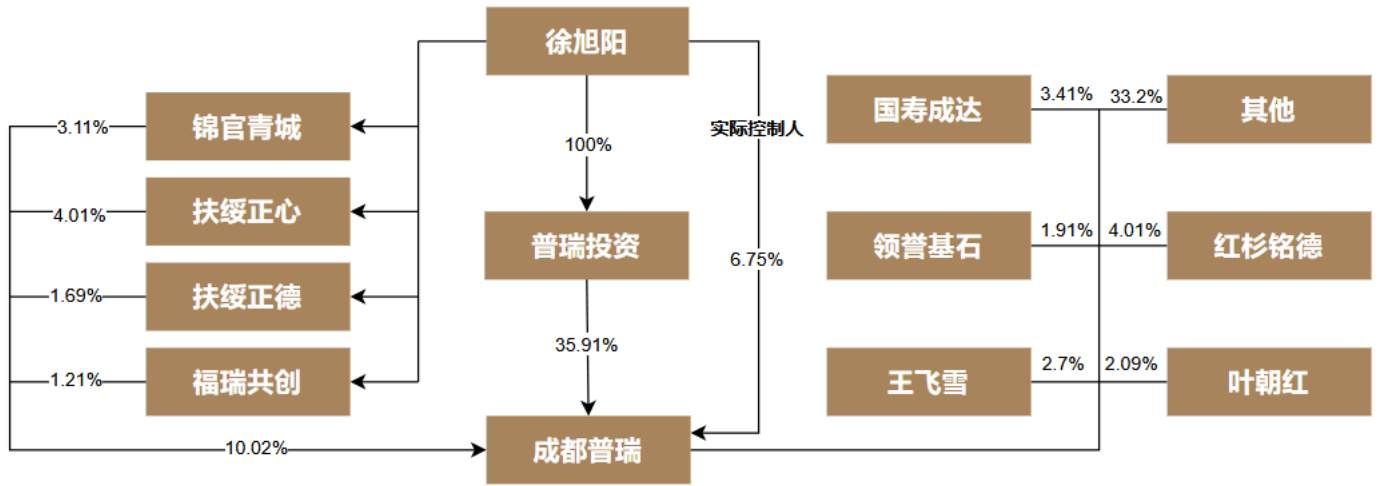
图 9：公司历年分业务毛利率情况 (%)



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

**股权结构集中，管理决策权稳定。**徐旭阳为普瑞眼科实际控制人，通过直接和间接方式累计控制公司 52.68% 的股权。其中直接持有普瑞眼科 6.75% 的股权，并通过普瑞投资、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 45.93% 的股权。

图 10: 股权结构 (截至 2022 年 H1)

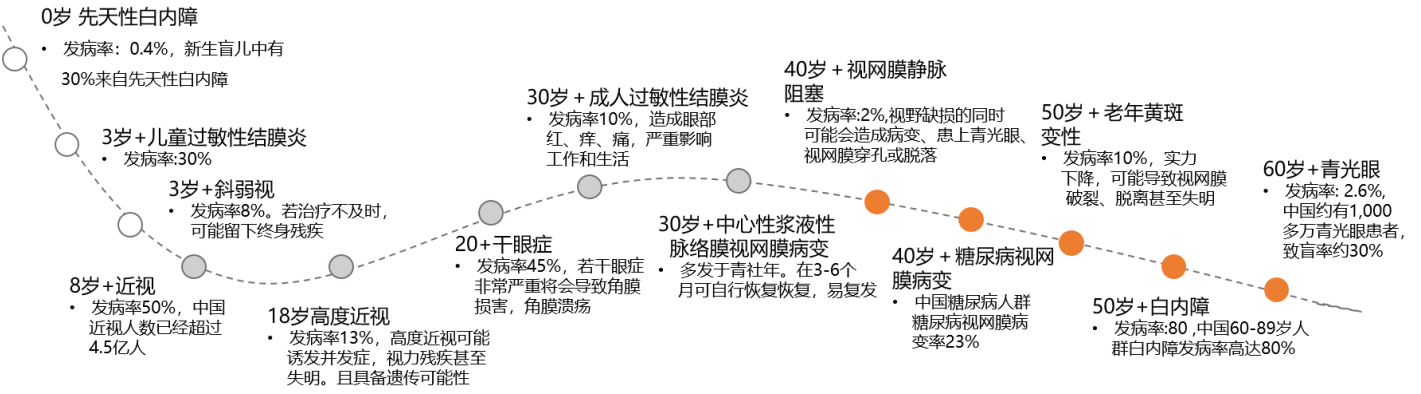


资料来源: 公司招股书, 公司 2022 半年报, 德邦研究所

## 2. 眼病：人一生各阶段均可能患病，诊疗市场超 2000 亿

人类从出生开始在不同年龄段可能会面临不同的眼科疾病威胁。婴幼儿时期可能会出现先天性白内障、过敏性结膜炎、斜弱视、近视等疾病，中老年时期可能会出现成人过敏性结膜炎、老年黄斑变性、青光眼等疾病。人类通过感觉器官从外界获得的信息中，大约 90%是由眼睛来完成的，眼部疾病将会严重影响身体健康和生活质量。

图 11：人一生可能发生的眼病



资料来源：头豹研究院，德邦研究所

目前常见的眼科疾病及治疗方式为，**1) 屈光不正**：常见治疗手段包括屈光手术（角膜、眼内屈光手术等）和医学视光（框架镜、角膜接触镜等）；**2) 白内障**：常见治疗手段包括手术治疗（人工晶体植入术等）和药物治疗（部分滴眼液等）；**3) 其他眼科疾病**：包括青光眼、眼底病及干眼。

表 2：眼科疾病主要治疗方式

眼科疾病	常用治疗手段	治疗目的
屈光不正	屈光手术（角膜屈光手术、眼内屈光手术、屈光手术矫正老视等）	治愈
	医学视光（框架眼镜、角膜接触镜等）	控制
白内障	手术治疗（超声乳化白内障吸除术、白内障囊外摘除术、飞秒激光辅助下白内障摘除术、人工晶体植入术、多焦点人工晶体植入等）	治愈
	药物治疗（部分滴眼液等）	延缓
青光眼	药物治疗（缩瞳剂、β-肾上腺能受体阻滞剂、α-肾上腺能受体激动剂、前列腺素衍生物、碳酸酐酶抑制剂、高渗剂等）	控制
	激光治疗（Nd:YAG 激光虹膜切开术、氩激光或半导体激光周边虹膜成形术、选择性激光小梁成形术等） 手术治疗（周边虹膜切除术、小梁切除术、非穿透性小梁手术、睫状体冷凝术、青光眼白内障联合手术等）	控制
眼底病	药物治疗（玻璃体内注射抗 VEGF 药物等）	改善或挽救视力
	激光治疗（激光光凝、经瞳温热疗法、光动力疗法等） 手术治疗（玻璃体切割术等）	
干眼	非药物治疗（眼睑清洁、热敷及睑板腺按摩等物理疗法、湿房镜及硅胶眼罩、软性角膜接触镜、泪小点栓塞等）	改善
	药物治疗（人工泪液替代、口服药物局部抗炎与免疫抑制治疗） 手术治疗（自体颌下腺移植等）	

资料来源：普瑞眼科招股书，德邦研究所

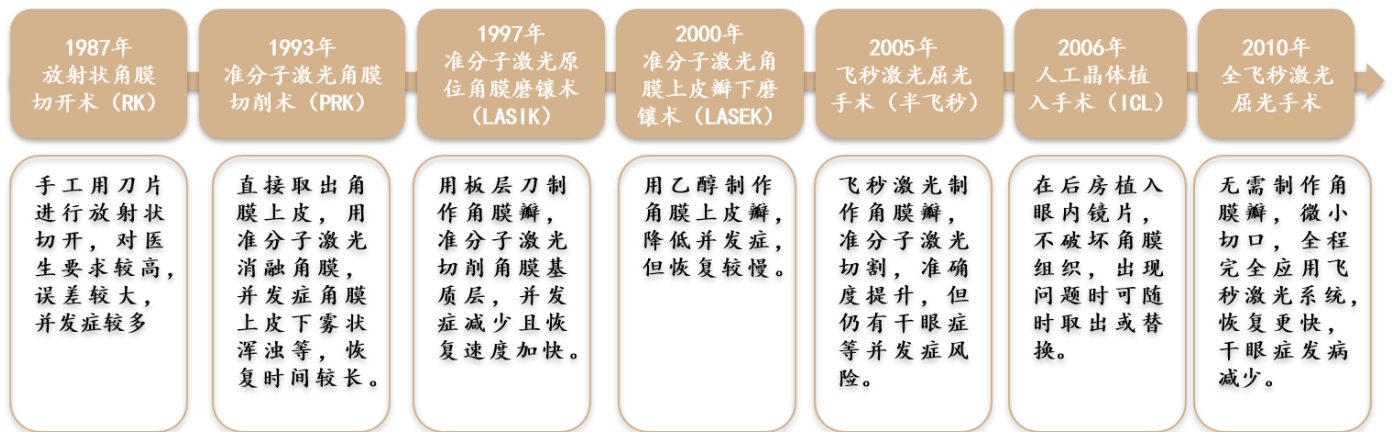
眼病诊疗市场超两千亿市场，随着眼科疾病患病率提高及低龄化、眼科医疗服务行业将保持快速发展势头。1) 据公司招股说明书测算，2019 年我国眼病诊疗总收入（含眼科药品收入）约为 1293 亿元；根据 Euromonitor 研究报告数据推测，眼镜零售市场规模约为 812.64 亿元，以此判断我国眼科市场规模约为 2105.64 亿元；2) 随着老龄化进程的加速及电子产品的广泛使用，我国眼科疾病（屈光不正、白内障、视网膜病变等）的患病率不断提升，并呈现低龄化的现象，我国眼科医疗服务行业将保

持快速发展的态势。

## 2.1. 屈光手术：恢复快、稳定性好，客单价逐年提升

国内屈光矫正手术以近视治疗为主，目前近视眼手术以激光角膜手术和晶体植入为主。据头豹研究院，2020年，中国屈光矫治手术中近视治疗占比约91%。1987年近视眼手术传入中国，经过30年发展，目前屈光手术技术已被广泛应用。激光角膜手术可分为：制瓣类（例如半飞秒手术）、表层类和透镜类（例如全飞秒手术）。近视眼手术恢复时间基本在一周内，最终视力基本保持在1.0-1.5，并且手术切口极小。

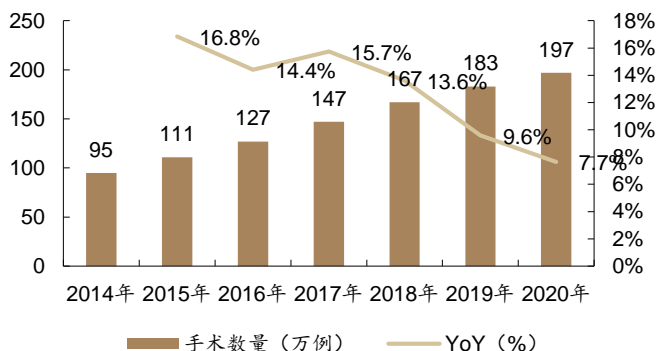
图 12：中国屈光手术发展历程



资料来源：头豹研究院，德邦研究所

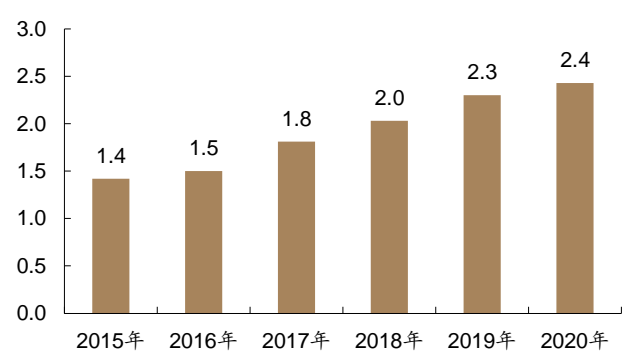
手术矫正视力恢复较快且稳定性好，客单价逐年提升，渗透率较低。1) 由于手术矫正视力恢复较快，且稳定性好，近年来国内近视眼手术量稳健增长，2020年国内近视眼手术197万例，同比增加7.7%；2) 随着晶体植入手术进入市场及手术技术的发展，手术客单价逐年提升，从2015年的1.4万元增长至2020年的2.4万元，CAGR为11.34%；3) 据公司招股书测算，美国2018年近视人群屈光手术比例在0.8%至0.9%之间，我国渗透率约为0.25%，渗透率约为美国的1/3。

图 13：中国近视眼手术量（万例）



资料来源：中国近视白皮书，头豹研究院，中国卫生健康统计年鉴，德邦研究所

图 14：中国近视眼手术平均客单价（万元）



资料来源：中国近视白皮书，头豹研究院，中国卫生健康统计年鉴，德邦研究所

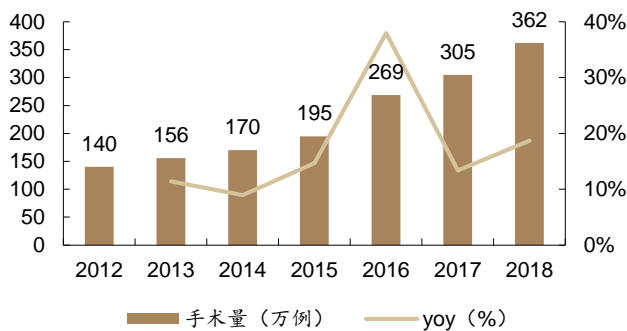
## 2.2. 白内障：手术为主要治疗手段，CSR与发达国家仍有较大差距

白内障是一种频发于老年群体的可致盲性眼病，病因由多种因素（如遗传、

老化、辐射等)导致晶状体蛋白质变性发生浑浊,光线受阻无法投射在视网膜上,导致视线模糊。据《2018年屈光性白内障手术新进展国际会议》的数据,我国60-89岁人群白内障发病率约为80%,90岁以上人群发病率高达90%以上。

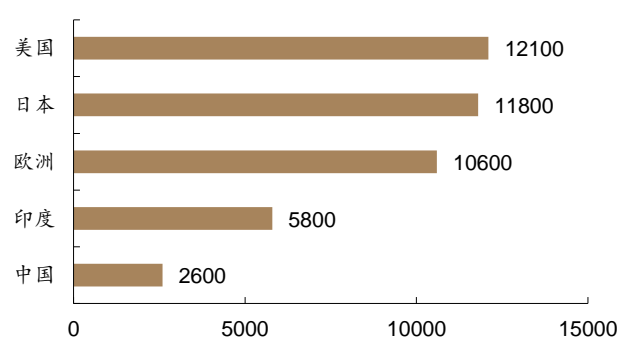
我国白内障手术数量增速明显,手术率与发达国家仍有较大差距。手术是白内障患者的主要治疗手段,随着我国防盲治盲工作的开展及眼科服务能力的提升,我国白内障手术数量保持快速增长:1)根据中国防盲治盲网的数据及第三届中国眼健康大会信息,1990年前我国白内障年手术量约为14.3万例,CSR(每年每百万人白内障手术例数)仅为83;2)2012年我国白内障年手术量为140万例,2018年为362万例,2012-2018年CAGR为17.2%;3)2018年我国白内障手术CSR为2600,与欧美、日本等发达国家,以及发展中国家,例如印度相比仍有较大差距。

图 15: 我国白内障手术数量及增速 (万例, %)



资料来源: 中国防盲治盲网, 华经产业研究院, 德邦研究所

图 16: 2018 年全球主要国家白内障手术例数 (CSR)

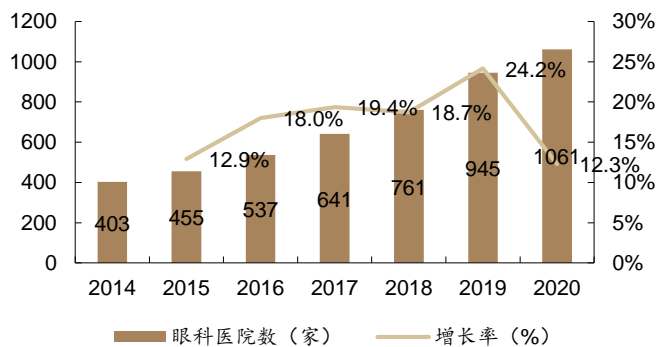


资料来源: 中国防盲治盲网, 华经产业研究院, 德邦研究所

### 2.3. 民营眼科医院快速发展, 人才队伍持续扩充

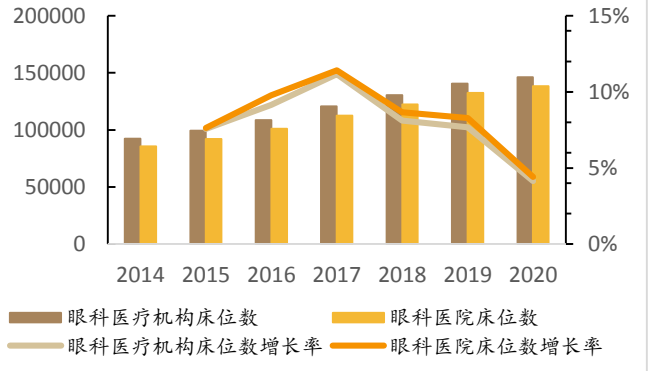
眼科民营医药数量增速明显, 床位数同步保持增长。在我国医疗卫生体制改革不断深化的背景下, 政府出台一系列政策鼓励社会办医, 民营医院的数量得到迅速扩大, 其中眼科民营医药数量从2014年的403家增长至2020年的1061家, CAGR为17.5%、相应的眼科专科医院的床位数也持续增长。根据中国卫生健康统计年鉴, 2020年我国眼科医疗卫生机构的床位数达14.6万张, 其中眼科专科医院床位数达13.8万张, 分别较上年增长4.1%和4.4%。

图 17: 眼科专科医院数量及增速 (家, %)



资料来源: 公司招股书, 中国卫生健康统计年鉴, 德邦研究所

图 18: 我国眼科医疗机构、医院床位数及增长率 (个, %)

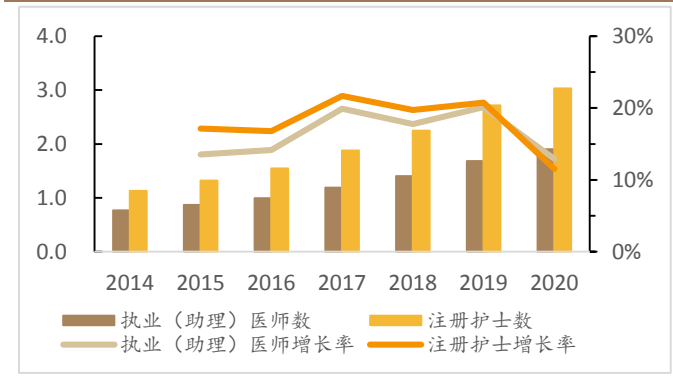


资料来源: 公司招股书, 中国卫生健康统计年鉴, 德邦研究所

眼科专科技术人员队伍持续扩充, 随着我国眼科专科医院的增多, 眼科专科

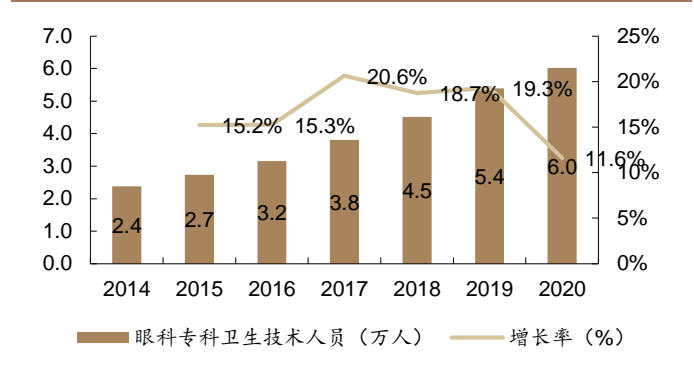
技术人员数量从 2014 年的 2.4 万人增长至 2020 年的 6 万人，CAGR 为 16.8%。2020 年我国眼科专科医院执业（助理）医师达 1.9 万人，注册护士达 3 万人，2015-2020 年间的年复合增长率分别达 16.9%和 18%，越来越多的医护人员选择到眼科专科医院注册执业。

图 19：我国眼科专业职业（助理）医师及注册护士数量及增长率（万人，%）



资料来源：普瑞眼科招股书，中国卫生健康统计年鉴，德邦研究所

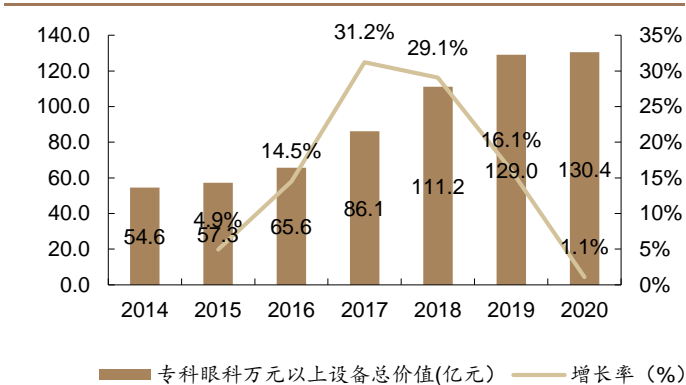
图 20：我国眼科专科卫生技术人员（万人）



资料来源：普瑞眼科招股书，中国卫生健康统计年鉴，德邦研究所

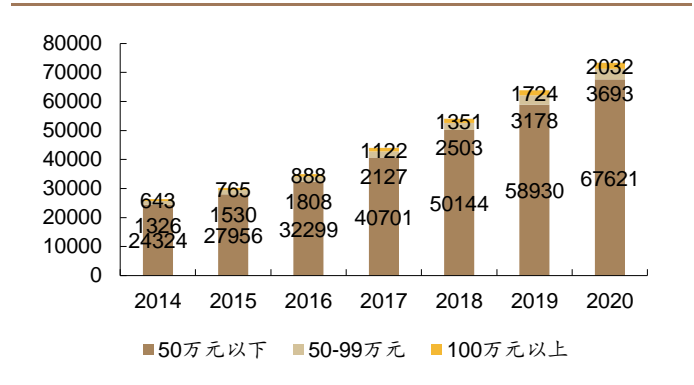
眼科医疗服务对设备依赖度高，先进设备是眼科医院诊疗的基础。根据中国卫生健康统计年鉴，2020 年我国眼科专科医院万元以上设备总价值达 130.4 亿元，2015-2020 年间的年复合增长率达 17.9%；从设备构成来看，2020 年我国眼科专科医院万元以上的设备中，50 万元以下的设备共 6.8 万台，占比 92.2%、50-99 万元的设备有 3693 台，占比 5%、100 万元以上的设备数为 2032 台，占比仅为 2.8%。

图 21：我国专科眼科万元以上设备总价值及增速（亿元，%）



资料来源：普瑞眼科招股书，中国卫生健康统计年鉴，德邦研究所

图 22：我国专科眼科万元以上设备台数

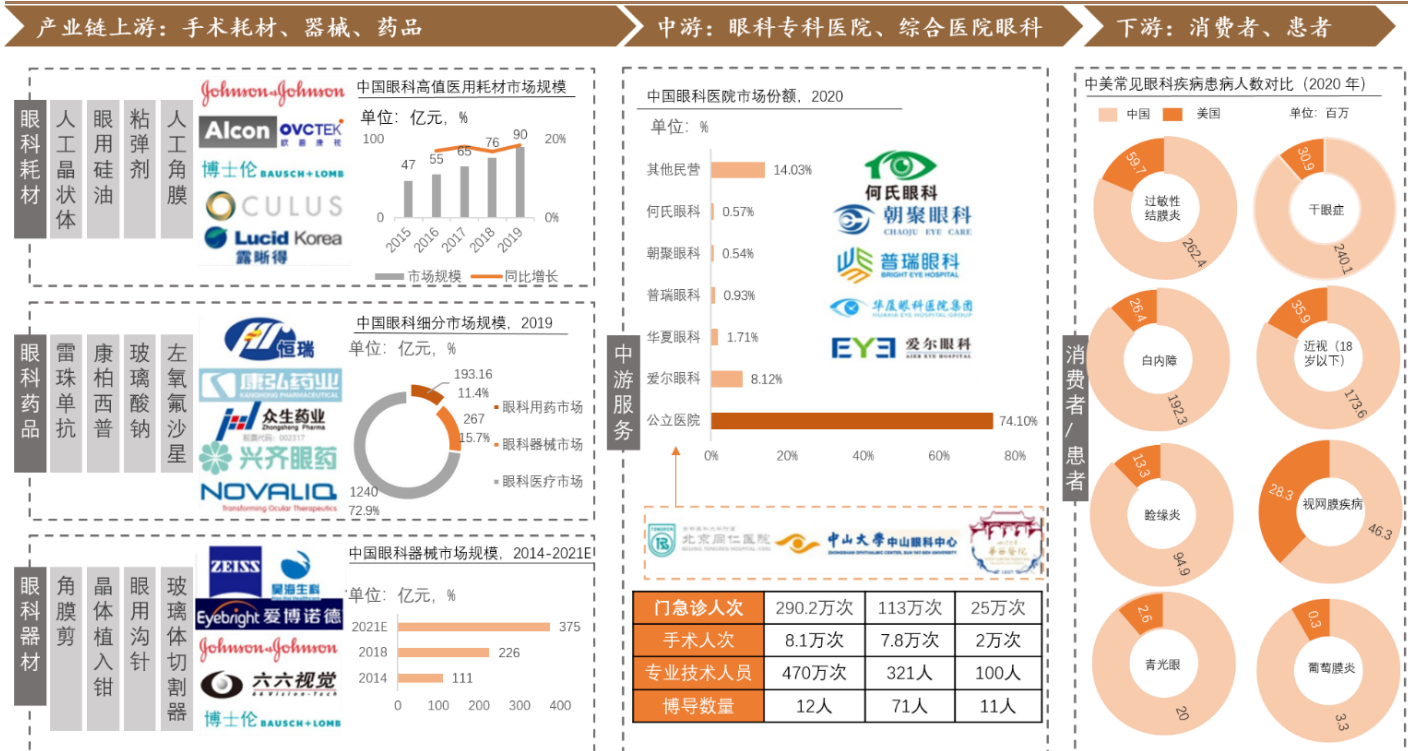


资料来源：普瑞眼科招股书，中国卫生健康统计年鉴，德邦研究所

## 2.4. 眼科手术产业链：中游公立医院占据七成以上份额

从眼科手术的产业链来看：1) 上游主要分为手术耗材、器械及药品；2) 中游主要为眼科专科医院和综合医院眼科，其中眼科公立医院占据 74.1% 的市场份额，眼科专科医院在 2020 年所占市场份额不足三成，主要的眼科专科医院包括何氏眼科、普瑞眼科、华夏眼科及爱尔眼科；3) 从下游的消费者、患者来看：2020 年中国各类常见的眼科疾病的患病人数均远超过美国，其中 2.6 亿人患过敏性结膜炎、2.4 亿人患干眼症、1.9 亿人患白内障、1.7 亿人患近视（18 岁以下）。

图 23：眼科手术产业链



资料来源：沙利文，头豹研究院，德邦研究所

目前我国民营医院数量超过公立医院，但整体服务能力上，仍有较大差距。2020 年，公立医院卫生技术人员有 529.2 万人、民营医院为 148.2 万人、公立医院床位数为 509 万张、民营医院为 204 万张；公立医院入院人数为 1.5 亿人、民营医院为 3516 万人；公立园病床使用率为 77.4%、民营医院为 58.3%；公立医院医师日均担负诊疗人次为 6.3 次、民营医院为 4.3 次。民营医院在多个医疗服务指标上均不及公立医院，市占率、影响力仍有较大提升空间。

表 3：2020 年我国民营医院、公立医院服务能力对比

指标	公立医院	民营医院
医院 (个)	11870	23524
卫生技术人员数量 (万人)	529.2	148.2
床位数 (万张)	509	204
入院人数 (万人)	14835.4	3516.6
平均住院日	9.3	10.3
病床使用率 (%)	77.4	58.3
医院日均担负诊疗人次 (次)	6.3	4.3
医师日均担负住院床日	2.2	2.1

资料来源：2021 年中国卫生健康年鉴，德邦研究所

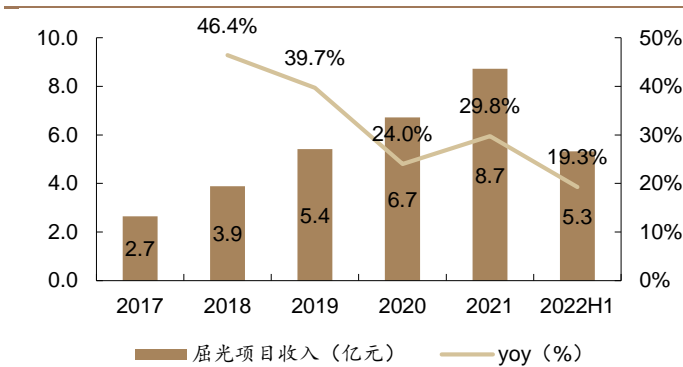


### 3. 屈光业务为业绩的基石，门诊量带动眼视光业绩提升

#### 3.1. 屈光业务：业绩基石，毛利率稳定

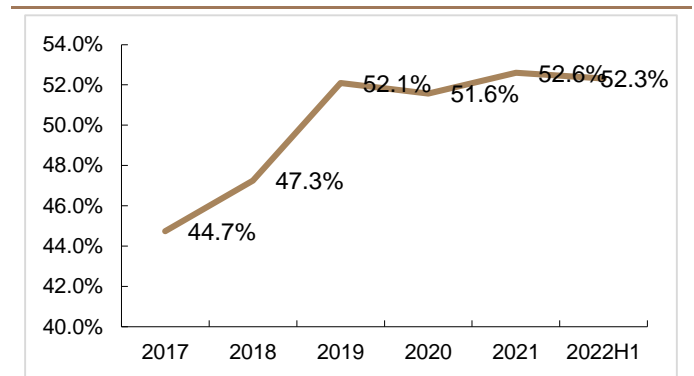
公司屈光项目营收增速明显，2019年公司屈光业务毛利率水平快速提升，19年后保持稳定。1) 公司屈光项目 2020/2021 年营收 6.7/8.7 亿元，同比增长 24%/29.8%，增速明显，2022H1 营收 5.3 亿元，同比增长 19.3%；2) 2019 年屈光业务毛利率明显提升，原因为公司引入高端眼科医疗设备和手术方式，带动毛利提升，2020 年受疫情影响，毛利率略有下滑，2021 年后屈光业务毛利率稳定在 52% 左右。

图 24：屈光项目收入及增速（亿元，%）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 25：屈光项目毛利率（%）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

公司屈光手术项目主要分为五大类：1) 全飞秒系列：切口薄、仅 2-4mm，微创程度高、手术过程快捷、术后恢复较快；2) 半飞秒系列：微创程度适中，相对于 SMILE 手术，更适用于散光较高的患者；3) 全激光系列：手术过程自动化、智能化，定制化程度高，相对于 SMILE 手术，更适合用于低度数、角膜偏薄的患者；4) 准分子系列：耗用耗材少、价格较低、定制化程度高，需术后用药；5) ICL 人工晶体植入手术：适合 50-1800 度的近视矫正，可随时取出，长期使用，一般无异物感。

表 4：屈光项目五类手术类型技术差异

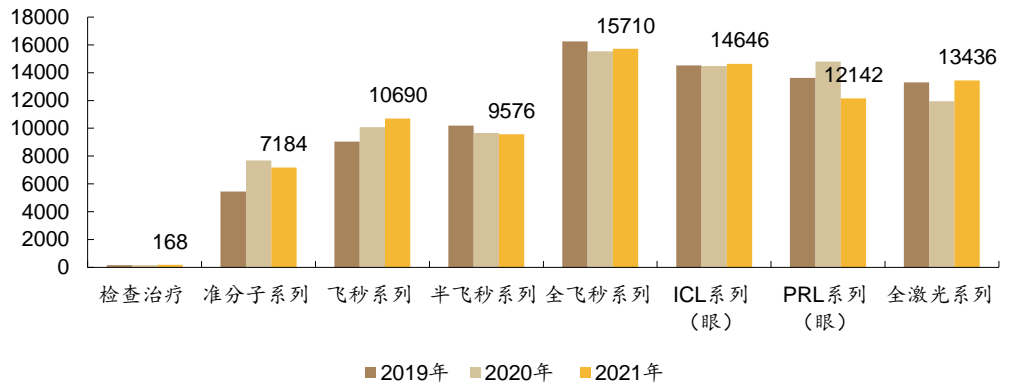
治疗类型	主要手术方式	技术原理	技术优势/劣势
全飞秒系列	ZEISS (SMILE3.0)	在角膜的边缘做一道微笑 (SMILE) 般的 2-4 毫米弧度小口，顺着此微切口，分离并取出飞秒激光制作的透镜式片状角膜组织来矫正近视，而不必掀开角膜瓣	<b>优势：</b> 无需制作角膜瓣，微创程度最高，术后角膜更完整； <b>劣势：</b> 影响角膜基质层内生物组织，手术不可逆；对角膜厚度有一定要求；价格相对较高；
	ZEISS (FLEEx)	应用飞秒激光在角膜基质的层间，分别进行两次不同深度的激光扫描，完成一个完整的矫正近视的光学透镜切割，掀开角膜瓣取出透镜以矫正近视	<b>优势：</b> 角膜基质层内切割，微创程度较高； <b>劣势：</b> 影响角膜基质层内生物组织，手术不可逆；需要掀开角膜瓣并复位，微创程度弱于 SMILE 手术
半飞秒系列	ZEISS (FLAP)	以飞秒激光制作角膜瓣辅助准分子激光角膜原位磨镶术 (LAISK) 的手术方式，需要对角膜进行切削消融	<b>优势：</b> 可以根据患者的屈光不正程度进行个性化定制，较准分子手术切削角膜较少，微创程度适中；相对于 SMILE 手术，更适用于散光较高的患者。 <b>劣势：</b> 需要制作角膜瓣并复位、需要切削角膜，手术不可逆，微创程度弱于全飞秒系列
全激光系列	SMART	通过阿马仕 1050RS 全激光系统在角膜上皮表层进行近视矫正，全程激光，直接作用于角膜组织	<b>优势：</b> 经角膜表面消融上皮，无需制作角膜瓣，无切口，微创程度极高；手术过程自动化、智能化；定制化程度高，相对于 SMILE 手术，更适合用于低度数、角膜偏薄的患者。 <b>劣势：</b> 需通过激光切削角膜，手术不可逆
准分子系列	IK (LASIK)	以微型角膜刀或飞秒激光制作角膜瓣 (含角膜上皮、前弹力层和浅基质层)，翻转角膜瓣后采用准分子激光对角膜基质进行屈光性切削，然后将角膜瓣复位	<b>优势：</b> 最为传统的屈光治疗方案，耗用耗材少，价格较低；定制化程度高；

			<b>劣势:</b> 需要制作角膜瓣, 并切削角膜, 微创程度较低, 需术后用药
EK (LASEK)	以乙醇溶解角膜上皮后将其分离, 形成角膜上皮瓣, 然后对角膜前弹力层和浅基质层进行准分子激光屈光性切削, 最后将角膜上皮瓣复位。		<b>优势:</b> 切削的是角膜上皮瓣, 能够为角膜较薄的患者节约角膜厚度; 价格较低; 定制化程度高; <b>劣势:</b> 需要制作角膜瓣, 并切削角膜, 同时破坏了角膜前弹力层, 微创程度较低, 需术后用药
有晶体眼人工晶体植入术	ICL/TICL	一种后房型可折叠的植入式镜片, 将 ICL/TICL 植入到眼睛虹膜和自身晶状体之间的空隙, 已达到矫正视力的目的	<b>优势:</b> 无需切削角膜, 除微创切口用于植入晶体外, 无其他创伤, 不破坏生物组织, 微创程度极高; 手术可逆; 定制化程度高, 适用于高度近视等; <b>劣势:</b> 需以单眼为单位耗用 ICL/TICL 晶体耗材, 因此价格昂贵

资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

从 2021 年的单价情况来看, 公司屈光业务细分项目大致可分为三个梯队:  
1) 单价超过 1.2 万元的项目, 包括全飞秒系列 (单价: 15710 元)、ICL 系列 (单价: 14646 元)、PRL 系列 (单价: 12142 元) 和全激光系列 (单价: 13436 元);  
2) 单价处于 0.7-1.1 万元的项目: 飞秒系列 (单价: 1.1 万元)、半飞秒系列 (单价: 9576 元)、准分子系列 (单价: 7184 元); 3) 检查治疗: 单价为 168 元。

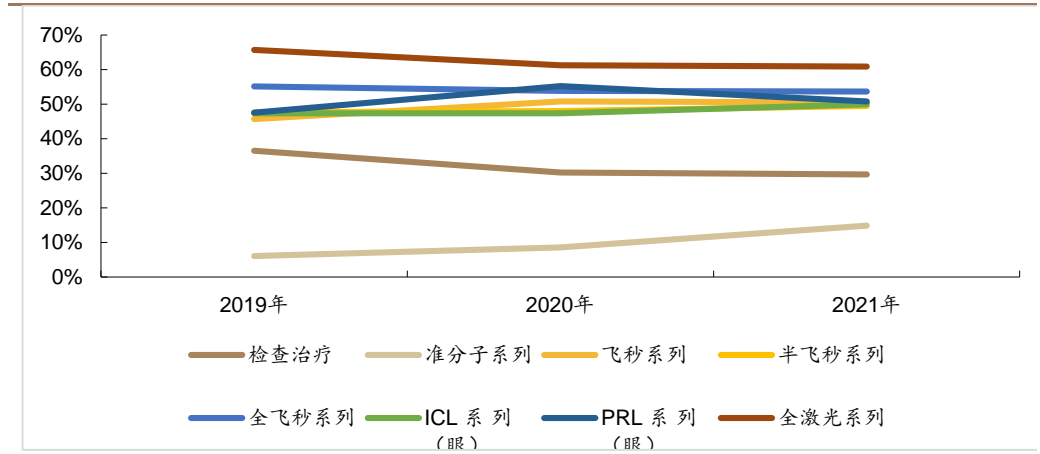
图 26: 屈光业务细分项目单价情况 (元)



资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

从各细分项目的毛利率水平来看: 1) 毛利率水平最高的项目为全激光系列, 2019/2020/2021 年毛利率分别为 65.7%/61.2%/60.9%, 整体呈现下降趋势; 2) 从 2021 年的数据来看, 毛利率水平的第二梯队包括飞秒系列 (毛利率: 50.5%)、半飞秒系列 (毛利率: 49.5%)、ICL 系列 (毛利率: 50%)、PRL 系列 (毛利率: 50.8%); 3) 检查治疗: 2019/2020/2021 年毛利率分别为 36.5%/30.2%/30%, 整体呈现下降趋势; 4) 准分子系列: 2019/2020/2021 年毛利率分别为 6.1%/8.6%/14.9%, 增长明显。

图 27: 屈光业务各细分项目毛利率情况 (%)

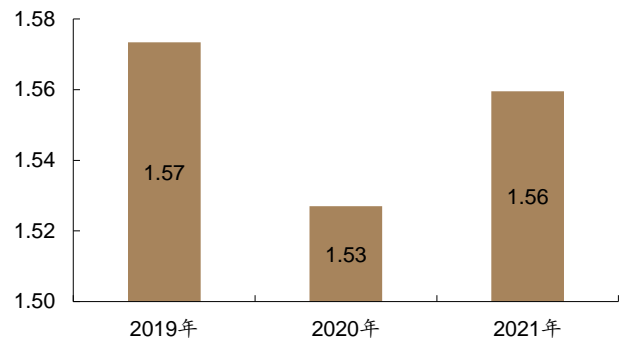
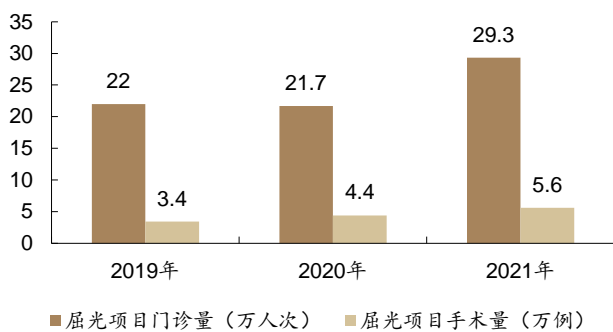


资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

公司屈光业务单价保持稳定, 门诊量、手术量迅速提升带动业绩增长。从业务量上来看, 2021 年屈光业务门诊量为 29.3 万人次, 同比增长 35%, 手术量为 5.6 万人次, 同比增长 27%, 增速明显。从屈光业务平均价格来看, 近三年单价稳定在 1.5 万元的水平。

图 28: 公司屈光项目门诊量和手术量 (万人次, 万例)

图 29: 屈光项目价格变动情况 (万元/例, %)



资料来源: 普瑞眼科招股书, 德邦研究所

资料来源: 普瑞眼科招股书, 德邦研究所

### 3.2. 白内障业务营收稳定: 手术量减少、客单价整体提升

公司白内障服务项目按照技术可分为两大类: 1) 白内障超声乳化术: 利用超声乳化的方法吸除浑浊的晶状体, 是治疗白内障的成熟、安全的手术方式; 2) 人工晶状体植入术: 利用人工合成的人工晶状体替代物, 替换浑浊晶状体, 以使患者恢复视力。

表 5: 公司白内障项目技术分类

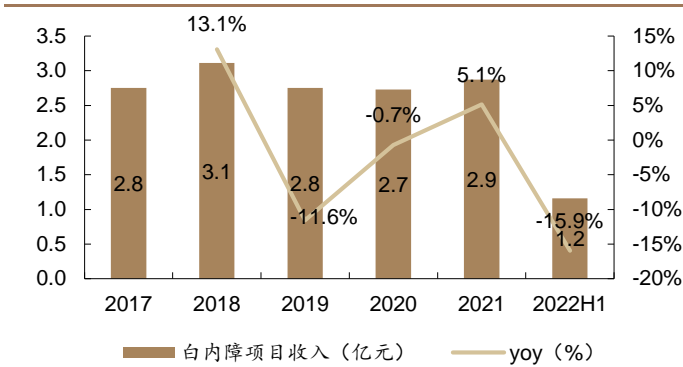
手术/治疗类型	细分类型	简介
白内障超声乳化术	超声乳化白内障吸除术	利用超声乳化的方式, 通过极小的缺口来吸除浑浊的晶状体, 目前是治疗白内障的主要手术方式, 成熟安全。
人工晶状体植入术	人工晶状体植入术	人工晶状体是用人工合成的高分子聚合物替代自身晶状体的特殊透镜, 在摘除混浊晶状体手术联合人工晶状体植入术, 可恢复视力、双眼单视和立体视觉。

资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

白内障业务收入稳定, 毛利率整体呈现下降趋势。1) 公司白内障项目营收近几年保持稳定, 2019/2020/2021 年, 白内障项目营收分别为 2.8/2.7/2.9 亿元, 基本保持稳定; 2) 毛利率整体呈现下降趋势: 2019/2020/2021 年白内障项目毛利率分别为 41.3%/40.2%/34.6%, 从 2019 年起, 白内障项目因受到医保控费政策

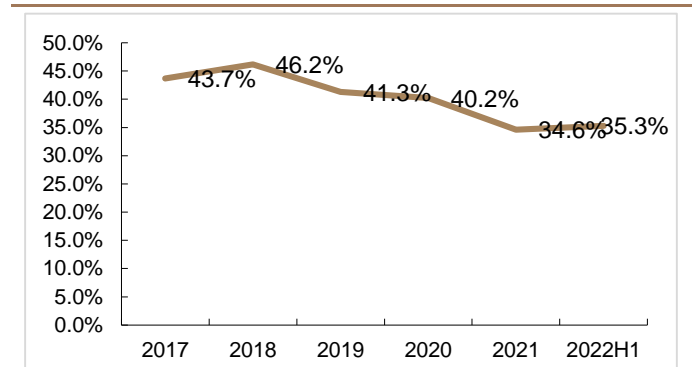
影响,手术量大幅下降,导致分摊成本出现较大上升,因此毛利率呈现下降趋势。

图 30: 白内障项目收入及增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

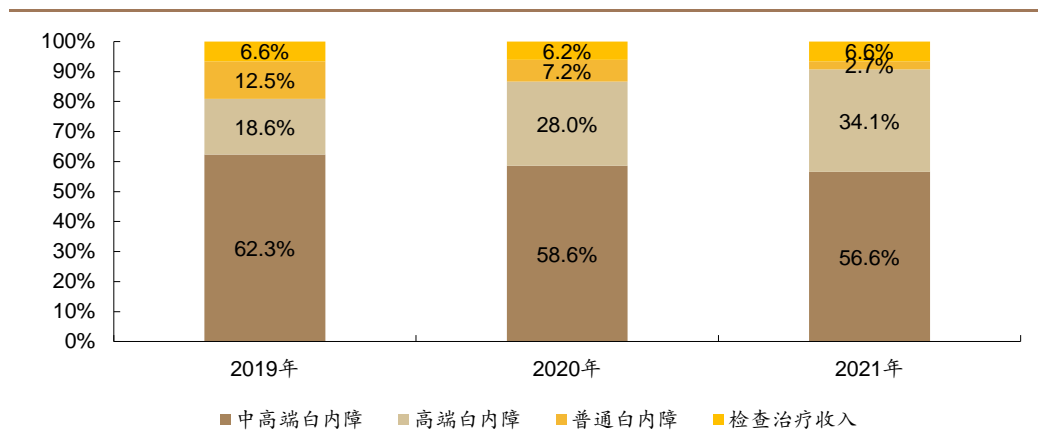
图 31: 白内障项目毛利率 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

从白内障业务收入构成上来看,毛利率和附加值较高的中高端以及高端白内障治疗的整体服务收入占比逐年提高:从 2019 年的 80.9%提升至 2021 年的 90.7%,提升 9.8pct;其中高端服务占比从 2019 年的 18.6%提升至 2021 年的 34.1%,提升 15.5pct,中高端服务收入占比则从 2019 年到 2021 年下降了 5.7pct。

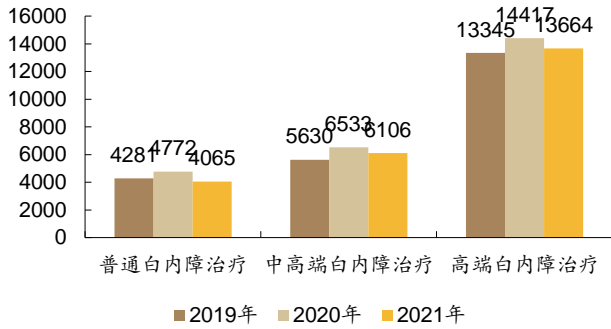
图 32: 白内障业务细分项目收入构成 (%)



资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

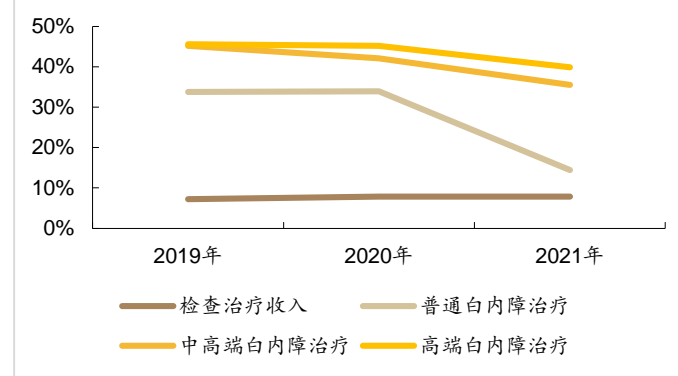
从各细分项目单价及毛利率情况来看: 1) 高端白内障治疗: 2021 年的平均单价为 13664 元, 毛利率为 39.9%, 同比下降 5.3pct; 2) 中高端白内障治疗: 2021 年平均单价为 6106 元, 毛利率为 35.5%, 同比下降 6.5pct; 3) 普通白内障治疗: 平均单价为 4065 元, 毛利率为 14.5%, 同比下降 19.5pct, 降幅明显。

图 33: 白内障业务细分项目平均单价情况 (元)



资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

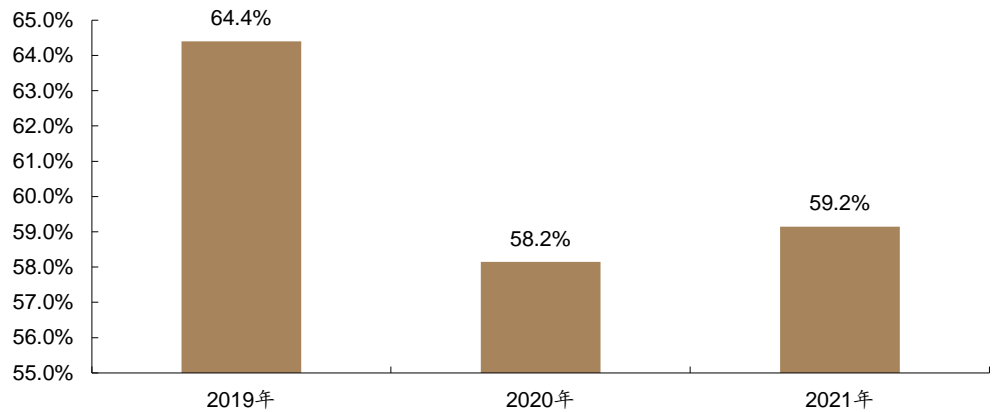
图 34: 白内障业务细分项目毛利率情况 (%)



资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

白内障手术业务医保报销比例整体呈现下降趋势。公司白内障手术业务的基本费用(不含高端晶体等)包含于医保支付范畴内, 随着医控制费政策的广泛推进, 医保报销比例明显降低, 从2019年的64.4%降低至2021年的59.2%, 下降比例为5.2pct。

图 35: 公司白内障项目医保报销比例 (%)



资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

受医保政策影响, 公司白内障手术量明显减少, 产品结构升级带动整体平均单价提升。1) 公司白内障手术量从2019年的4.2万例下降至2021年的3.6万例, 手术量明显减少; 2) 由于公司持续提高服务质量及附加值, 服务向高端晶体、高端术式的升级, 如三焦点晶体、飞秒白内障术式等, 导致单位价格从2019年的6502上涨至2021年的8044元/例。

图 36: 白内障项目门诊量及手术量 (万人次, 万例)

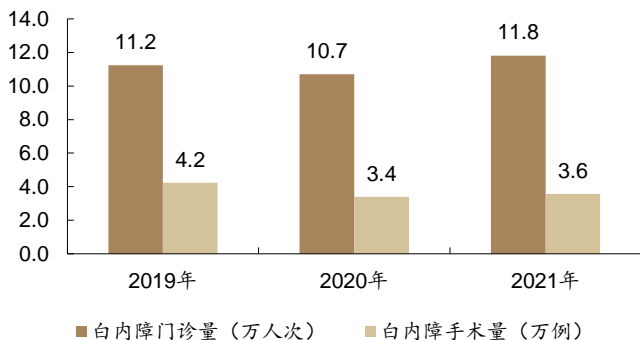
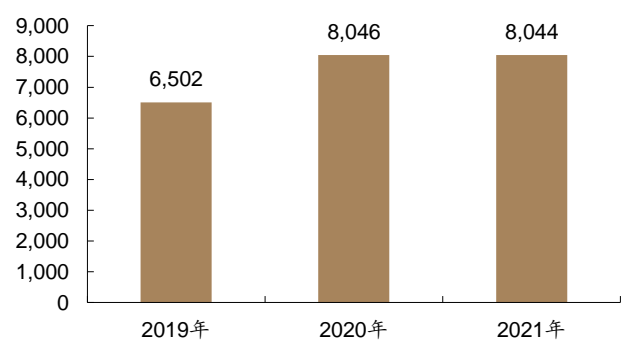


图 37: 白内障项目单价 (元/例)



资料来源：普瑞眼科招股书，德邦研究所

资料来源：普瑞眼科招股书，德邦研究所

### 3.3. 眼视光：门诊量提升带动业绩增长

公司医学视光项目主要包括两大类业务：1) 硬性透气性角膜接触镜，包括角膜塑形镜和 RGP 角膜接触镜；2) 医学验光配镜，包括框架眼镜和隐形眼镜等。

表 6：公司眼视光主要项目简介

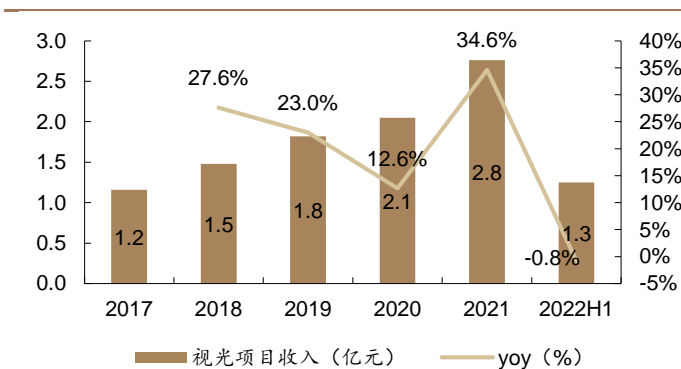
项目	手术/治疗类型	细分类型	简介
医学视光项目	硬性透气性角膜接触镜	角膜塑形镜	又称 OK 镜，是非手术矫正屈光的方法，通过佩戴角膜塑形镜使角膜中央变平，改变角膜曲率来矫正近视，甚至低度的散光，现多用于青少年儿童视力防控。
		RGP 角膜接触镜	硬性透气性角膜接触镜，其材质的氧通透性很高，具有良好的矫正近视、散光及圆锥角膜的光学特性，使用安全，护理简便，以日戴为主。
医学验光配镜		框架眼镜、隐形眼镜等	眼镜是矫正屈光的一种工具，不同于商业验光配镜，医学验光的内容包括验光的度数、眼位、调节力、双眼单视功能，辐辏集合功能，双眼调节平衡，主视眼的辨别，最后综合上述各种情况出具科学的验光处方，达到戴镜清晰、舒适、美观和保健的目的。

资料来源：公司招股书，德邦研究所

公司眼视光项目增速快，毛利率 2022H1 下降明显。1) 收入端：2019/2020/2021 年，公司眼视光项目营收分别为 1.8/2.1/2.8 亿元，同比增长 23%/12.6%/34.6%，2022H1 营收 1.3 亿元，同比下降 0.8%；2) 毛利率水平：2021 年公司眼视光业务毛利率为 46.8%，相比于 2017 年的 47.1% 仅下降 0.3pct，基本稳定，2022H1 毛利率下降为 42.8%，相比于 2021 年的 46.8%，下降了 4pct，降幅明显。

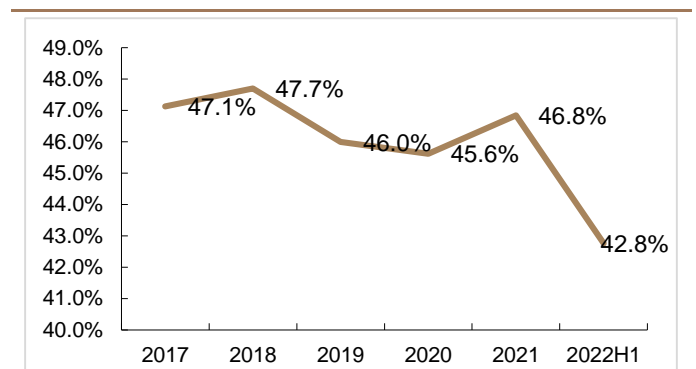
角膜塑形镜收入占比持续提升，2021 年贡献眼视光业务超 4 成收入。公司眼视光业务中角膜塑形镜收入从 2018 年的 5118.4 万元增长至 2021 年的 1.2 亿元，占视光业务收入的比例从 2018 年的 34.6% 增长至 2021 年的 45.1%，所占比重持续提升。

图 38：眼视光项目收入及增速（亿元，%）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 39：眼视光毛利率（%）

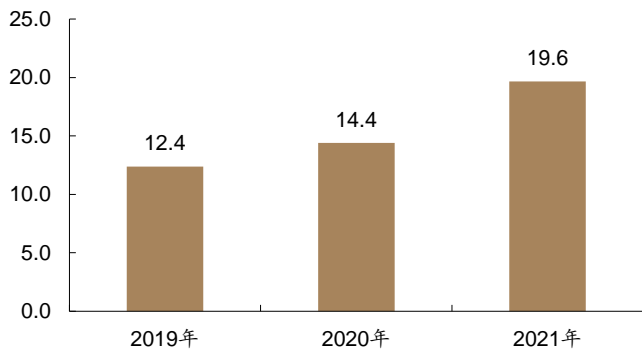


资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

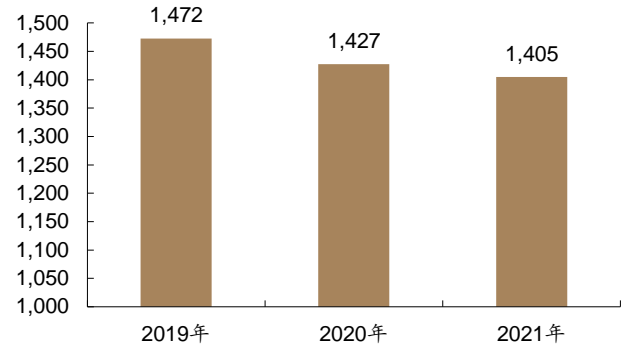
从门诊量和平均单价的情况来看，收入增长的主要驱动力为门诊量的增加 1) 门诊量稳步提升：从 2019 年的 12.4 万人提升至 2021 年的 19.6 万人，CAGR 为 26%；2) 近三年公司眼视光业务单价稳定，2019/2020/2021 年单价分别为 1472/1427/1405 元，基本保持稳定，因此业务收入增长主要来源于门诊量的提升。

图 40：眼视光业务门诊量（万人）

图 41：眼视光业务单价（元/例）



资料来源：普瑞眼科招股书，德邦研究所



资料来源：普瑞眼科招股书，德邦研究所

### 3.4. 综合眼病业务：收入稳健增长，毛利率呈下降趋势

公司综合眼病业务涵盖多种眼科疾病治疗项目，包括儿童眼病（斜视手术、眼球震颤、视觉训练）、眼底病（玻切手术、眼内注射）、角膜病（角膜移植）、青光眼、泪道病及干眼病（脉冲光治疗）等。

表 7：公司综合眼病技术特点

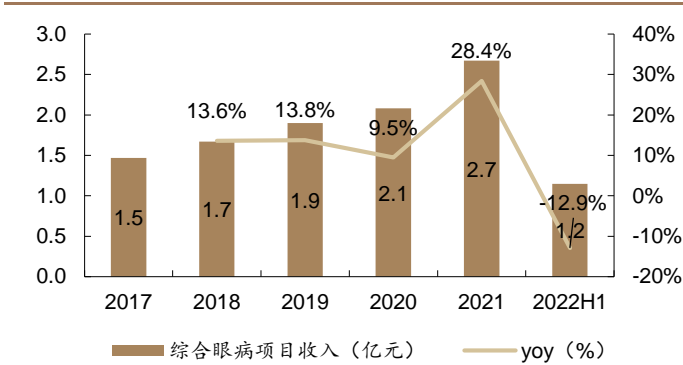
项目	产品	技术特点
综合眼病	儿童眼病-斜视手术	斜视手术，通过斜视微调技术、灵活调整，达到高精度矫正，不仅改善外观，还能达到视觉全功能康复。
	儿童眼病-眼球震颤	运用先进的眼运动诊断技术和独特的减震治疗理念，眼震、头位和斜视联合治疗模式，手术后系统增视治疗，挽救低视力患者。
	儿童眼病-视觉训练	训练大脑和双眼的协调性，增加眼睛运动、聚焦、固视、双眼合作能力，提高立体视锐度，治疗弱视，促进视觉全功能康复。其主要的对象是弱视、斜视、视功能障碍的儿童病人。
	眼底病-玻切手术	切除血性、混浊机化的玻璃体，解除玻璃体对视网膜的牵拉，恢复玻璃体透明间质，并对视网膜病变部位进行治疗，尽最大可能达到恢复视功能的目的。
	眼底病-眼内注射	抗 VEGF 玻璃体腔注射治疗，国际较新的眼科治疗技术，主要针对老年性黄斑变性、糖尿病视网膜病变以及视网膜静脉阻塞引起的黄斑水肿和新生血管形成，是目前欧美国家较为青睐的治疗方法。
	角膜病-角膜移植	用健康角膜组织替换患者浑浊、变性、感染等病变的角膜，治疗和提高患者视力、改善外观；在各类角膜移植手术，如复杂穿透性角膜移植、深板层角膜移植、角膜内皮移植、飞秒辅助角膜移植等诊疗领域积累了丰富临床经验。
	青光眼	引进先进诊疗设备开展青光眼诊疗手术如：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，让患者获得更好的视觉质量。
泪道病	国内较早开展鼻内镜下微创泪道手术。科室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），为患者治疗由各种原因引起的泪道疾病。	
干眼病-脉冲光治疗 (IPL)	IPL (强脉冲光) 治疗，通过热效应、减轻睑缘炎症、杀菌杀螨虫、光调节等作用，可缓解大部分患者干眼的症状，改善泪膜，减少眼表损害，让干眼症状得以治疗和改善，提升眼睛舒适度。	

资料来源：普瑞眼科招股书，德邦研究所

综合眼病业务近几年稳定增长，毛利率整体呈现下降趋势。1) 收入端：2019/2020/2021 年营收分别为 1.9/2.1/2.7 亿元，同比增长 13.8%/9.5%/28.4%，占总营收的比例分别为 16%/15.3%/15.7%，2021 年增速较快的原因为门诊数量大幅度增长，2022H1 营收 1.2 亿元，同比下降 12.9%；2) 毛利率整体呈现下降趋势：2020 年综合眼病业务毛利率明显提升，较 19 年的 15.9% 上升 3.2pct，原因为疫情环境下就诊的患者以青光眼、眼底病等影响正常生活、亟需尽快就诊的病种为主，该类病种具有高单价特征，整体来看综合眼病毛利率从 2017 年的 19.9%

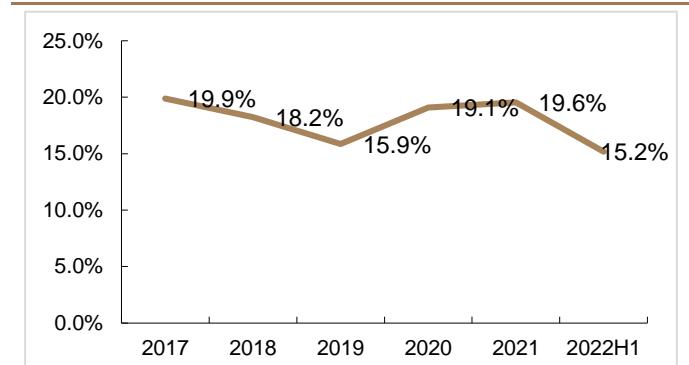
下降至 2022H1 的 15.2%，下降了 4.7pct。

图 42：综合眼病项目及增速（亿元，%）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 43：综合眼病项目毛利率（%）

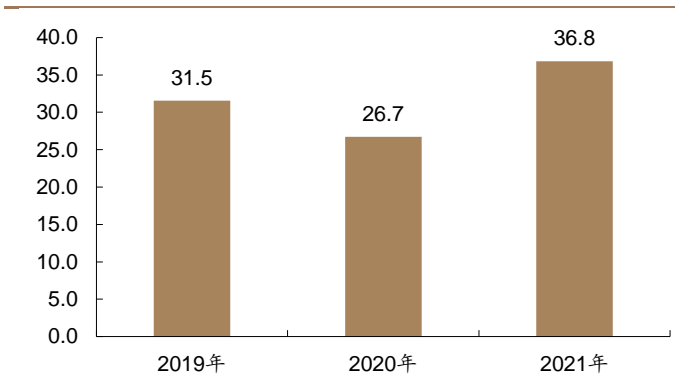


资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

综合眼病门诊量 2021 年大幅提升带动业绩增长，单价整体呈现上升趋势。

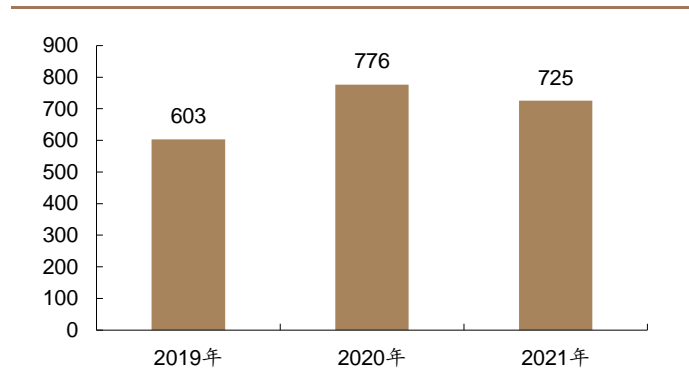
1) 从门诊量来看，2019/2020/2021 年公司综合眼病业务门诊量分别为 31.5/26.7/36.8 万人次，2021 年门诊量同比增长 37.8%，带动当期综合眼病业务收入快速增长；2) 从业务单价来看，公司综合眼病业务单价 2019/2020/2021 年分别为 603/776/725 元/例，2021 年同比有所下降，整体呈现上升趋势。3) 从医保报销比例来看，2019/2020/2021 年公司综合眼病业务医保报销比例分别为 28.2%/21.5%/32%。

图 44：综合眼病业务门诊量（万人次）



资料来源：普瑞眼科招股书，德邦研究所

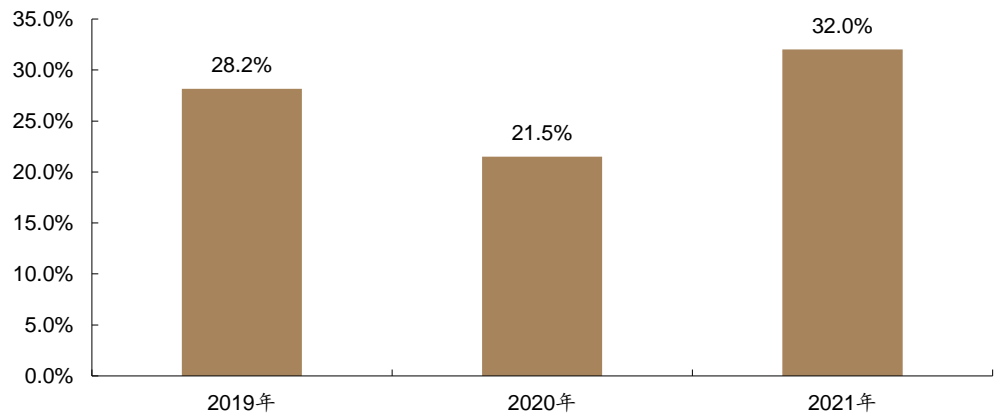
图 45：综合眼病业务单价（元/例）



资料来源：普瑞眼科招股书，德邦研究所

图 46：公司综合眼病项目医保报销比例（%）





资料来源：公司招股书，德邦研究所

### 3.5. 引入大批高精尖设备，提供优质服务

公司持续紧跟行业前沿技术，全方位引进大批高精尖设备。1) 所有医院门诊检查所需的裂隙灯均为蔡司一体化设备；2) 激光手术所用的大型设备，从初代飞秒，更新换代为目前蔡司全飞秒及 2019 年引进的阿玛仕 1050RS，目前公司已实现“全普瑞、全飞秒”计划，“全普瑞、全千频（阿玛仕 1050RS）”计划也已完成大部分配置；3) 引进四台 ZEISS RESCAN 700 术中 OCT 导航显微镜，旨在提供优质的个性化眼科手术诊疗。

从公司各主要业务类型的专用设备使用情况来看。1) 屈光业务设备使用效率逐年提升：2019-2021 年屈光业务设备日均手术量分别为 2.1/2.9/3.4 台，2021 年设备数量为 46 台；2) 由于门诊量的减少，白内障日均手术量呈现下降趋势，2019-2021 年白内障设备日均手术量分别为 4.5/2.6/2.2 台，呈下降趋势，2021 年白内障设备数量为 46 台；3) 综合眼病项目日均手术量呈现下降趋势，2019-2021 年日均手术量分别为 1.1/0.6/0.4，2021 年设备数量为 166 台。

表 8：公司各主要业务专用设备情况

类型	项目	2021 年度	2020 年度	2019 年度
屈光项目	设备数量 (台)	46	42	46
	业务收入 (万元)	87,217.9	67,215.1	54,156.2
	手术量 (眼)	55,925	44,019	34,419
	日均手术量	3.4	2.9	2.1
白内障项目	设备数量 (台)	46	36	26
	业务收入 (万元)	28,692.5	27,267.1	27,504.4
	手术量 (眼)	35,670	33,887	42,300
	日均手术量	2.2	2.6	4.5
综合眼病项目	设备数量 (台)	166	145	125
	业务收入 (万元)	26,701.2	20,753.9	19,015.8
	手术量 (眼)	24,361	32,963	48,088
	日均手术量	0.4	0.6	1.1

资料来源：公司招股书，德邦研究所

注：日均手术量=手术量/设备数量/天数

#### 4. 医院端地区布局：聚焦重点城市，辐射周边

业务聚焦重点城市，辐射周边。公司医院布局集中在直辖市或省会城市，分布于东北、华北、华中、华东、西南、西北等地，辐射全国。得益于重点城市的布局，所在区域内各类综合性大专院校、医学院众多，为当地市场提供大量医护专业人才，截至 2022 年 6 月 24 日，公司已在全国 20 个城市进行业务布局，有已开业的 23 家医院、3 家门诊部，拥有专业的医疗服务人员超过 1000 人。

图 47：公司旗下医院分布情况



资料来源：公司招股书，德邦研究所

从公司主要旗下医院的盈利能力来看，2019-2021 年公司主要旗下医院业务规模整体均呈现增长趋势，收入占公司总收入的比例分别为 65.4%/60.6%/59.9%。2020 年受疫情影响，部分医院业绩下滑，例如武汉医院和乌市医院，复工复产后，业绩恢复较快。

表 9：公司主要旗下医院盈利能力（万元）

医院名称	项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度
成都普瑞	主营业务收入	10,412.51	11,453.91	14,964.13
	净利润	6,962.32	4,921.93	6,158.20
	净利率	66.86%	42.97%	41.15%
南昌普瑞	主营业务收入	9,065.40	10,797.74	14,299.39
	净利润	193.58	685.92	830.83
	净利率	2.14%	6.35%	5.81%
武汉普瑞	主营业务收入	8,000.20	6,621.74	8,889.87
	净利润	1,152.59	449.3	397.32
	净利率	14.41%	6.79%	4.47%
乌市普瑞	主营业务收入	7,957.71	7,307.88	12,402.70
	净利润	1,520.69	1,477.24	3,211.49
	净利率	19.11%	20.21%	25.89%
昆明普瑞	主营业务收入	17,389.70	18,832.48	22,608.15

	净利润	3,771.15	3,404.20	4,490.90
	净利率	21.69%	18.08%	19.86%
兰州普瑞	主营业务收入	10,557.36	10,862.72	12,056.66
	净利润	2,475.55	2,065.14	2,365.37
	净利率	23.45%	19.01%	19.62%
合肥普瑞	主营业务收入	14,607.31	16,606.83	17,205.61
	净利润	1,518.06	2,460.40	1,193.58
	净利率	10.39%	14.82%	6.94%
合并口径	营业收入占总营收比例	65.4%	60.6%	59.9%
	净利率	4.11%	8.00%	5.49%

资料来源：公司招股书，德邦研究所

医疗服务行业属于资本密集型行业，前期固定成本支出多，营收需经历一定时间爬坡，医院建设初期均需经过一段时间的亏损，公司新设/收购医院如兰州眼视光、西安普瑞、贵州普瑞、沈阳普瑞、山东亮康以及天津普瑞等，为尚处于培育期的新设医院，目前处于业绩爬坡阶段，净利率较低。

**表 10：公司主要新设医院营收情况**

医院简称	成立/收购时间	收入 (万元)			毛利率 (%)			净利润 (万元)			净利率 (%)		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
贵州普瑞	2017.05	2693.4	4555.5	5762.8	9.5%	28.2%	31%	-1257.3	-240.8	-17.6	-46.7%	-5.3%	-0.3%
兰州眼视光	2017.1	437.2	3126.1	3905.2	-102%	11.7%	15.5%	-1226.5	-597.1	-688.6	-280.5%	-19.1%	-17.6%
西安普瑞	2017.01	3699.9	3071.2	3284.7	23.3%	13.7%	6.4%	-775.8	-828	-1138.8	-21.0%	-27.0%	-34.7%
山东亮康	2016.01	1386.4	1410.3	1220	26.8%	15.1%	15.9%	-415.4	-402.7	-401.4	-30%	-28.6%	-32.9%
天津普瑞	2012.08 (2019.6)	222.4	889.1	1364.7	-8.8%	-74.9%	-54.4%	-1722.3	-1650.6	-2198.2	-774.3%	-185.7%	-161.1%
沈阳普瑞	2018.10	609.1	1230.4	1866.2	-90.7%	-52.4%	-16.7%	-2034.3	-1430.8	-1404	-334%	-116.3%	-75.2%
长春普瑞	2018.12	/	/	1368.1	/	/	-12%			-1243.7	/	/	-90.9%
北京华德	2003.2	8456.1	7981.07	10311.68	30.8%	28.5%	31.8%	-165.79	-44.65	-27.05	-2%	-0.6%	-0.3%
郑州普瑞	2015.08	4924.3	4658.9	5160.6	42.3%	43.2%	39.6%	100.14	115.03	-220.89	2%	2.5%	-4.3%

资料来源：公司招股书，德邦研究所

#### 4.1. 西南地区贡献主要营收，各地区均稳健增长

西南地区为公司营收的主要来源地，2021 年营收占比 29.9%。公司在西南地区有 4 家开业医院，分别是：昆明普瑞、成都普瑞、贵州普瑞和重庆普瑞。从收入结构来看，2019-2021 年西南地区营收分别为 3.6/4.1/5.1 亿元，占公司总营收的比例分别为 30.4%/30.1%/29.9%，为公司营收贡献最大的地区，在西南地区中昆明普瑞和成都普瑞贡献主要营收。从整体增长情况来看，西南地区 2020-2021 年营收增速分别为 13.5%/24.34%，2020 年受疫情影响，增速放缓。

**表 11：公司西南地区医院或门诊部收入情况 (万元)**

	2021 年度			2020 年度			2019 年度	
	金额	比例	增长率	金额	比例	增长率	金额	比例
西南地区	50,943.02	29.92%	24.34%	40,969.79	30.14%	13.49%	36,100.50	30.35%
昆明普瑞	22,608.15	13.28%	20.05%	18,832.48	13.86%	8.30%	17,389.70	14.62%
成都普瑞	14,964.13	8.79%	30.65%	11,453.91	8.43%	10.00%	10,412.51	8.76%
重庆普瑞	7,607.98	4.47%	24.15%	6,127.88	4.51%	9.33%	5,604.87	4.71%
贵州普瑞	5,762.76	3.38%	26.50%	4,555.52	3.35%	69.14%	2,693.42	2.26%

资料来源：公司招股书，德邦研究所

华东地区收入稳健增长,已开业的有**2家医院和2家门诊**,分别为上海普瑞、合肥普瑞、庐江门诊和合肥门诊。2019-2021年华东地区营收分别为2.4/3.1/3.5亿元,同比增长9.6%/29.4%/13.2%,占公司总营收的比例分别为19.9%/22.6%/20.4%。

从收入结构来看,华东地区营收主要来自合肥普瑞和上海普瑞,其中合肥普瑞屈光手术业务发展迅速,2019年屈光业务营收超7000万元,占全院收入比例超50%;上海普瑞的白内障业务发展较好,为上海普瑞的主要收入来源。

**表 12: 公司华东地区医院或门诊部收入情况 (万元)**

	2021 年度			2020 年度			2019 年度	
	金额	比例	增长率	金额	比例	增长率	金额	比例
华东地区	34,733.31	20.40%	13.23%	30,675.37	22.57%	29.37%	23,712.15	19.94%
合肥普瑞	17,205.61	10.11%	3.61%	16,606.83	12.22%	13.69%	14,607.31	12.28%
上海普瑞	17,400.29	10.22%	24.54%	13,972.02	10.28%	54.82%	9,024.62	7.59%
合肥门诊	66.34	0.04%	21.87%	54.44	0.04%	17.53%	46.32	0.04%
庐江门诊	61.07	0.04%	45.12%	42.08	0.03%	24.13%	33.9	0.03%

资料来源：公司招股书，德邦研究所

西北地区共有**4家医院及1家门诊部**,2021年表现亮眼。西北地区已开业医院包括乌市普瑞、兰州普瑞、兰州眼视光、西安普瑞、兰州雁滩门诊,2019-2021年西北地区医院营收分别为2.3/2.4/3.2亿元,同比增长16.5%/7.6%/29.9%,占公司总营收的比例分别为19.1%/17.9%/18.6%,其中兰州普瑞及乌市普瑞对西北地区收入的贡献最大。**2020年受疫情影响,乌市、西安普瑞增速放缓**:2020年乌市普瑞和西安普瑞受到疫情影响较为明显,收入同比分别下滑8.17%和16.99%。**2021年西北地区业绩表现亮眼**:其中兰州普瑞、乌鲁木齐普瑞、西安普瑞和兰州眼视光收入分别同比增长11%、69.7%、7%和24.9%,西北地区整体增速为29.9%。

**表 13: 公司西北地区医院或门诊部收入情况 (万元)**

	2021 年度			2020 年度			2019 年度	
	金额	比例	增长率	金额	比例	增长率	金额	比例
西北地区	31,649.21	18.59%	29.88%	24,367.90	17.93%	7.57%	22,652.17	19.05%
兰州普瑞	12,056.66	7.08%	10.99%	10,862.72	7.99%	2.89%	10,557.36	8.88%
乌市普瑞	12,402.70	7.28%	69.72%	7,307.88	5.38%	-8.17%	7,957.71	6.69%
西安普瑞	3,284.70	1.93%	6.95%	3,071.23	2.26%	-16.99%	3,699.91	3.11%
兰州眼视光	3,905.15	2.29%	24.92%	3,126.06	2.30%	615.04%	437.19	0.37%

资料来源：公司招股书，德邦研究所

华中地区营收增长稳健,共有**2家已开业医院**,分别为南昌普瑞及武汉普瑞,2019-2021年营收分别为1.7/1.7/2.3亿元,同比增长20.4%/2.1%/33.1%,占公司总营收的比例分别为14.4%/12.8%/13.6%。**屈光业务贡献主要营收**:2020年南昌普瑞屈光业务收入占比为70.5%、武汉普瑞屈光项目收入占比为52.1%。**2020年受疫情影响,武汉普瑞业绩同比下降17.2%**,当年华中地区营收同比增长2.1%,**2021年业绩增速明显**:南昌普瑞收入同比增长32.4%、武汉普瑞收入同比增长34.3%,华中地区整体增速为33.1%。

**表 14: 公司华中医院或门诊部收入情况 (万元)**

	2021 年度			2020 年度			2019 年度	
	金额	比例	增长率	金额	比例	增长率	金额	比例
华中地区	23,189.26	13.62%	33.12%	17,419.49	12.82%	2.07%	17,065.60	14.35%
南昌普瑞	14,299.39	8.40%	32.43%	10,797.74	7.94%	19.11%	9,065.40	7.62%
武汉普瑞	8,889.87	5.22%	34.25%	6,621.74	4.87%	-17.23%	8,000.20	6.73%

资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

华北地区营收占比逐年降低, 2021 年北京华德营收增速明显, 带动华北地区营收增长 20.1%。公司在华北地区有 4 家医院、1 家视光公司及 1 家分公司, 分贝为郑州普瑞、北京华德、山东亮康、天津普瑞、济南远实及北京华德分公司。2020-2021 年公司在华北地区的营收分别为 1.5/1.8 亿元, 同比增长 1.3%/20.1%, 占公司总营收的比例分别为 11.1%/10.7%, 占比逐年降低。华北地区主要营收来源为北京华德及郑州普瑞, 2020 年受北京疫情管控及二次疫情的影响, 北京华德营收下滑 5.6%, 华北地区收入仅增长 1.3%、2021 年北京华德营收增长 29.2%, 带动华北地区当年营收增速达 20.1%。

**表 15: 公司华北医院或门诊部收入情况 (万元)**

	2021 年度			2020 年度			2019 年度	
	金额	比例	增长率	金额	比例	增长率	金额	比例
华北地区	18,181.68	10.68%	20.05%	15,144.97	11.14%	1.27%	14,955.29	12.57%
北京华德	10,311.68	6.06%	29.20%	7,981.07	5.87%	-5.62%	8,456.10	7.11%
郑州普瑞	5,160.61	3.03%	10.77%	4,658.87	3.43%	-5.39%	4,924.30	4.14%
山东亮康	1,219.95	0.72%	-13.50%	1,410.29	1.04%	1.72%	1,386.38	1.17%
济南远实	124.76	0.07%	-39.34%	205.68	0.15%	41.85%	145	0.12%
天津普瑞	1,364.68	0.80%	53.50%	889.06	0.65%	1943.34%	222.44	0.04%

资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

东北地区新设医院居多, 目前收入占比较小, 增速明显。公司东北地区已开业 3 家医院, 分别为哈尔滨普瑞、沈阳普瑞和长春普瑞, 其中沈阳普瑞和长春普瑞均在 2019 年后开业。2020-2021 年公司东北地区医院营收分别为 0.7/1.2 亿元, 同比增长 65%/57.7%, 占公司总营收的比例分别为 5.4%/6.8%。

**表 16: 公司东北地区医院或门诊部收入情况 (万元)**

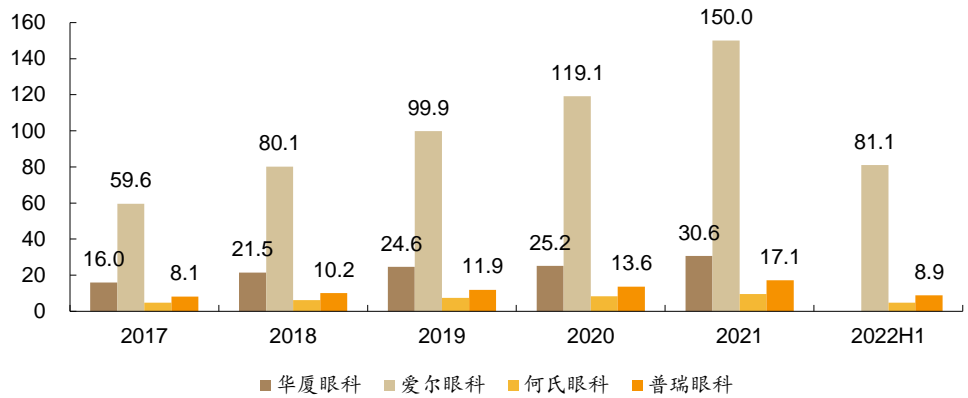
	2021 年度			2020 年度			2019 年度	
	金额	比例	增长率	金额	比例	增长率	金额	比例
东北地区	11,565.83	6.79%	57.72%	7,333.11	5.40%	65.03%	4,443.56	3.74%
哈尔滨普瑞	8,331.50	4.89%	36.52%	6,102.76	4.49%	59.15%	3,834.48	3.22%
沈阳普瑞	1,866.19	1.10%	51.68%	1,230.36	0.91%	102.00%	609.09	0.51%
长春普瑞	1,368.14	0.80%	-	-	-	-	-	-

资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

## 4.2. 同行业对比情况

从同行业收入及增速情况来看: 1) 爱尔眼科处于龙头地位, 2019/2020/2021 年营收 99.9/119.1/150 亿元, 同比增长 24.7%/19.2%/25.9%, 远超同行业其他公司; 2) 华厦眼科: 2019/2020/2021 年营收 24.6/25.2/30.6 亿元, 同比增长 14%/2%/22%; 3) 普瑞眼科: 2019/2020/2021 年营收 11.9/13.6/17.1 亿元, 同比增长 17.4%/14.2%/25.6%, 增速处于行业前列, 仅次于爱尔眼科; 4) 何氏眼科: 2019/2020/2021 年营收 7.5/8.4/9.6 亿元, 同比增长 21.5%/12.3%/14.8%。

图 48: 同行业收入情况 (亿元)



资料来源: wind, 各公司公告, 德邦研究所

从同行业角度来看, 普瑞眼科发展处于规模扩张初期, 人均创收水平高。1) 从医院数量来看, 2021 年爱尔眼科有 174 家医院和 118 家门诊部、华夏眼科有 56 家医院, 普瑞眼科有 21 家医院和 3 家门诊部, 医院/门诊部数量较少, 处于扩张初期; 2) 从人均创收来看, 2021 年爱尔眼科人均创收 55.6 万元、华夏眼科人均创收 48 万元、何氏眼科人均创收 34.3 万元、普瑞眼科人均创收 51.8 万元, 人均创收水平高。

表 17: 同行业可比公司情况

公司	项目	2021 年度	2020 年度	2019 年度
爱尔眼科	专业眼科医院数量	174	146	105
	门诊部数量	118	88	65
	营业收入 (亿元)	150.01	119.12	99.90
	人员数量 (人)	26970	22,808	18,241
	人均创收 (万元/人)	55.62	52.23	54.77
华夏眼科	专业眼科医院数量	56	51	/
	门诊部数量	/	/	/
	营业收入 (亿元)	30.64	25.15	24.56
	人员数量 (人)	6384	6,064	6,429
	人均创收 (万元/人)	48.00	41.47	38.21
何氏眼科	专业眼科医院数量	/	/	/
	门诊部数量	/	/	/
	营业收入 (亿元)	9.6	8.4	7.5
	人员数量 (人)	2806	2,572	2,506
	人均创收 (万元/人)	34.30	32.6	29.75
普瑞眼科	专业眼科医院数量	21	18	18
	门诊部数量	3	3	3
	营业收入 (亿元)	17.10	13.62	11.93
	人员平均数量 (人)	3,299	2,960	2,938
	人均创收 (万元/人)	51.83	46.02	40.59

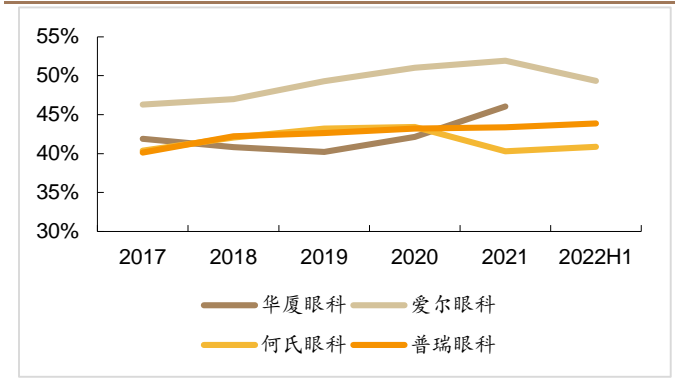
资料来源: 公司招股书, 华夏眼科招股书, 爱尔眼科 2021 年年度报告, 何氏眼科 2021 年年度报告, 德邦研究所

注: 华夏眼科 2021 年医院数量统计时间截至 2022 年 3 月 31 日

普瑞眼科毛利率处于行业平均水平, 由于多家新设医院处于爬坡期, 净利率目前较低。1) 普瑞眼科毛利率处于行业平均水平, 2021 年各公司毛利率分别为

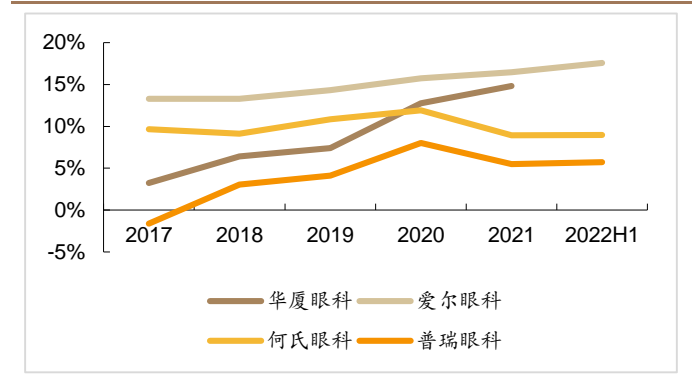
爱尔眼科 (51.9%), 何氏眼科 (40.3%), 华夏眼科 (46%), 普瑞眼科 (43.4%); 2) 由于公司多家新设医院处于业绩爬坡期, 净利率水平较低: 2021 年各公司净利率分别为爱尔眼科 (16.5%), 何氏眼科 (9%), 华夏眼科 (14.8%), 普瑞眼科 (5.5%); 3) 普瑞眼科净利率整体呈现增长趋势, 从 2017 年的-1.7%增长至 2021 年的 5.5%, 增长 7.1pct。

图 49: 同行业毛利率水平 (%)



资料来源: wind, 各公司公告, 德邦研究所

图 50: 同行业净利率水平 (%)



资料来源: wind, 各公司公告, 德邦研究所

分业务毛利率水平来看, 1) 屈光业务: 2019-2021 年毛利率分别为 52.1%/51.6%/52.6%, 基本稳定在行业平均水平; 2) 白内障项目: 2019-2021 年毛利率分别为 41.3%/40.2%/34.6%, 呈现下降趋势, 2021 年略低于行业平均水平; 3) 综合眼病项目: 2019-2021 年毛利率分别为 15.9%/19.1%/19.6%, 稳定提升, 跟行业平均值之间仍有差距; 4) 视光服务项目: 2019-2021 年毛利率分别为 46%/45.6%/46.8%, 略低于行业平均水平。

表 18: 同行业分业务毛利率对比

项目	2019 年	2020 年	2021 年	
屈光项目	爱尔眼科	57.38%	58.12%	58.95%
	华夏眼科	45.35%	47.94%	52.55%
	何氏眼科	53.94%	52.93%	46.58%
	平均值	52.22%	53.00%	52.69%
	普瑞眼科	52.10%	51.57%	52.60%
白内障项目	爱尔眼科	40.10%	38.05%	37.67%
	华夏眼科	32.25%	30.94%	36.12%
	何氏眼科	34.01%	37.57%	36.83%
	平均值	35.45%	35.52%	36.87%
	普瑞眼科	41.30%	40.24%	34.61%
综合眼病项目	爱尔眼科	41.18%	41.17%	42.50%
	华夏眼科	41.67%	42.76%	42.84%
	何氏眼科	39.29%	38.56%	34.32%
	平均值	40.71%	40.83%	39.89%
	普瑞眼科	15.87%	19.09%	19.56%
视光服务项目	爱尔眼科	55.92%	56.93%	58.04%
	华夏眼科	54.49%	53.11%	56.43%
	何氏眼科	52.34%	52.11%	48.50%
	平均值	54.25%	54.05%	54.32%
	普瑞眼科	45.99%	45.62%	46.84%

资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

## 5. 盈利预测

根据公司各地区医院发展的趋势，我们预计：

**1、西南地区：**公司已开业 4 家医院，其中昆明、成都普瑞在当地经营多年，具有良好口碑，重庆、贵州普瑞盈利能力逐渐提升，我们预计 2022/2023/2024 年公司西南地区医院收入增速分别为 1.7%/39.2%/17%；

**2、华东地区：**公司已开业 2 家医院及 2 家门诊，其中合肥普瑞和上海普瑞均积极开拓市场，开展近视防控知识校园普及、白内障义诊等营销活动，将持续产生经济效益，同时考虑到上海地区公立医院及民营眼科医院众多，竞争激烈。我们预计：2022/2023/2024 年公司华东地区医院收入增速分别为 -1%/37.8%/12.4%；

**3、西北地区：**公司已开业 4 家医院及 1 家门诊部，其中兰州、乌市普瑞较早布局，具有多年的品牌影响力，兰州眼视光及西安普瑞目前尚处于业绩爬坡期，我们预计：2022/2023/2024 年公司西北地区医院收入增速分别为 -3.3%/54.5%/14.9%；

**4、华中地区：**公司已开业 2 家医院，南昌、武汉普瑞，两院根据眼科医疗服务的变化趋势，大力发展屈光业务，驱动业绩增长，我们预计：2022/2023/2024 年公司华中地区医院收入增速分别为：0.9%/31.9%/14%；

**5、华北地区：**公司已开业 4 家医院、1 家视光公司，主要收入来源医院为北京华德及郑州普瑞，目前华北地区收入体量较小，我们预计 2022/2023/2024 年华北地区医院收入增速分别为：-0.6%/57.1%/25.5%；

**6、东北地区：**公司已开业 3 家医院，分别为哈尔滨、沈阳、长春普瑞，其中沈阳普瑞和长春普瑞均在 2019 年后开业，收入体量小，仍处于亏损状态，我们预计：2022/2023/2024 年公司东北地区医院收入增速分别为：5.6%/54.2%/41.2%。

表 19：盈利预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	1192.60	1362.12	1710.02	1722.77	2481.97	2944.28
Yoy		14.2%	25.5%	0.7%	44.1%	18.6%
毛利率		43.2%	43.4%	42.5%	44.5%	46.0%
西南地区医院&门诊收入	361.07	409.70	509.43	518.31	721.47	844.42
yoy		13.5%	24.3%	1.7%	39.2%	17.0%
华东地区医院&门诊收入	237.12	306.75	347.33	343.76	473.80	532.71
yoy		29.4%	13.2%	-1.0%	37.8%	12.4%
西北地区医院&门诊收入	226.52	243.68	316.49	306.15	472.90	543.55
yoy		7.6%	29.9%	-3.3%	54.5%	14.9%
华中地区医院&门诊收入	170.66	174.19	231.89	234.00	308.75	352.05
yoy		2.1%	33.1%	0.9%	31.9%	14.0%
华北地区医院&门诊收入	149.89	149.39	180.57	179.40	281.75	353.60
yoy		-0.3%	20.9%	-0.6%	57.1%	25.5%
东北地区医院&门诊收入	44.44	73.33	115.66	122.15	188.30	265.95
yoy		65.0%	57.7%	5.6%	54.2%	41.2%
其他收入	2.91	5.07	8.65	19.00	35.00	52.00



资料来源：公司招股书，德邦研究所

综上，预计公司 2022-2024 年将实现营收 17.2/24.8/29.4 亿元，同比增长-0.6%/44.3%/18.6%，实现归母净利润 0.2/1.5/2.1 亿元。基于公司全国连锁布局初具雏形，半数医院处于爬坡期，预计未来将贡献突出业绩，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 20：可比公司估值分析**

公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
爱尔眼科	2,206.1	30.74	28.5	37.6	48.6	77.4	58.7	45.4
华夏眼科	462.6	82.60	5.1	6.6	8.5	90.7	70.1	54.4
何氏眼科	51.6	32.67	1.1	1.5	1.9	47.6	35.2	27.1
PE 均值						71.9	54.7	42.3
普瑞眼科	133.6	89.29	0.22	1.5	2.1	605.64	90.18	63.87

资料来源：wind，德邦研究所

注：更新日期为 2022 年 03 月 10 日，除普瑞眼科、华夏眼科外其他公司盈利预测取自 wind 一致预期

## 6. 风险提示

- 1、连锁经营模式带来的扩张风险
- 2、医疗事故和医疗责任纠纷的风险
- 3、医保控费风险

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.84	0.15	0.99	1.40
每股净资产	8.45	13.83	14.82	16.22
每股经营现金流	3.20	0.82	1.40	2.42
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	0.00	605.64	90.18	63.87
P/B	0.00	6.46	6.02	5.51
P/S	5.86	7.75	5.38	4.54
EV/EBITDA	2.25	106.65	49.32	35.11
股息率%	—	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	43.4%	42.5%	44.5%	46.0%
净利润率	5.5%	1.3%	6.0%	7.1%
净资产收益率	9.9%	1.1%	6.7%	8.6%
资产回报率	4.0%	0.6%	3.3%	4.1%
投资回报率	6.3%	2.2%	4.4%	5.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	25.5%	0.7%	44.1%	18.6%
EBIT 增长率	10.5%	-40.5%	128.5%	39.9%
净利润增长率	-13.8%	-76.5%	571.6%	41.2%
偿债能力指标				
资产负债率	59.2%	44.6%	50.1%	52.2%
流动比率	0.9	2.8	2.4	2.5
速动比率	0.6	2.6	2.2	2.3
现金比率	0.3	2.4	2.0	2.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	12.6	15.6	15.6	15.6
存货周转天数	31.7	31.0	31.0	31.0
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	4.9	3.8	4.7	4.9

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	94	22	148	209
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	233	40	8	7
非经营收益	35	54	70	93
营运资金变动	-2	6	-17	53
经营活动现金流	359	122	210	362
资产	-253	-53	-53	-53
投资	-176	0	0	0
其他	-0	9	14	16
投资活动现金流	-429	-44	-39	-37
债权募资	92	280	400	440
股权募资	0	1,099	0	0
其他	-136	-61	-81	-107
融资活动现金流	-44	1,318	319	333
现金净流量	-114	1,397	489	658

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 13 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,710	1,723	2,482	2,944
营业成本	968	991	1,378	1,589
毛利率%	43.4%	42.5%	44.5%	46.0%
营业税金及附加	3	3	4	5
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	317	332	482	569
营业费用率%	18.5%	19.3%	19.4%	19.3%
管理费用	243	293	371	433
管理费用率%	14.2%	17.0%	14.9%	14.7%
研发费用	0	5	10	12
研发费用率%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%
EBIT	189	112	257	360
财务费用	48	57	50	65
财务费用率%	2.8%	3.3%	2.0%	2.2%
资产减值损失	-11	-29	0	0
投资收益	9	9	14	16
营业利润	143	37	222	312
营业外收支	-4	-4	-4	-4
利润总额	139	32	218	308
EBITDA	410	123	265	366
所得税	45	10	70	98
有效所得税率%	32.4%	32.0%	32.0%	32.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	94	22	148	209

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	171	1,568	2,057	2,715
应收账款及应收票据	54	95	120	135
存货	90	81	157	117
其它流动资产	104	73	156	110
流动资产合计	419	1,816	2,490	3,077
长期股权投资	169	169	169	169
固定资产	350	455	532	596
在建工程	145	80	44	24
无形资产	12	12	12	12
非流动资产合计	1,906	1,916	1,958	2,001
资产总计	2,326	3,732	4,448	5,078
短期借款	110	270	470	710
应付票据及应付账款	147	150	263	213
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	232	235	289	320
流动负债合计	490	655	1,023	1,244
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	888	1,008	1,208	1,408
非流动负债合计	888	1,008	1,208	1,408
负债总计	1,377	1,663	2,231	2,652
实收资本	112	150	150	150
普通股股东权益	948	2,069	2,217	2,427
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,326	3,732	4,448	5,078

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。