

投资评级 优于大市 维持
股票数据

05月09日收盘价(元)	124.65
52周股价波动(元)	47.42-137.47
总股本/流通A股(百万股)	150/37
总市值/流通市值(百万元)	18447/4612

相关研究

《复制性被验证的眼科医疗服务巨头, 全国扩张布局可期》2022.12.07

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	31.5	34.2	29.9
相对涨幅 (%)	32.9	33.5	30.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755)82780398

Email: ywx9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 梁广楷

Tel: (010)56760096

Email: lgk12371@haitong.com

证书: S0850521070003

普瑞眼科 2022 年报&2023 年一季报点评: 眼科医疗服务复苏强劲, 利润端修复, 看好全年经营趋势

投资要点:

- 公告:** 普瑞眼科发布 2022 年全年业绩以及 2023 年度一季度业绩。2022 全年, 收入 17.26 亿 (+0.9%), 毛利率 41.7% (-1.7pct), 归母净利润 0.21 亿 (-78%), 扣非归母 0.19 亿 (-78%); 23Q1, 收入 6.5 亿 (+39%), 毛利率 44.6% (-0.5pct), 归母净利润 1.62 亿 (+335%), 扣非归母净利润 0.71 亿 (+92.3%), 扣非归母净利率 11%。
- 点评:**
 - 22 年疫情对增速影响较大, 消费眼科占比持续提升。** 白内障收入 2.5 亿 (-13%), 毛利率 30.9% (-3.8pct); 屈光收入 9.7 亿 (+11%), 毛利率 50.5% (-2.1pct); 视光收入 2.6 亿 (-6%), 毛利率 44.8% (-2.1pct); 综合眼病收入 2.3 亿 (-13%), 毛利率 13.3% (-6.3pct)。公司自 2018 年开始主动调整业务结构, 大力发展屈光、视光等非医保结算项目, 降低对医保收入的依赖, 2022 年屈光和视光收入合计占比已达到 71% (+4.2pct), 公司 2022 年度通过医保结算的收入占业务收入的比重仅为 13.19%。
 - 23 年一季度收入利润大幅增长, 眼科复苏逻辑兑现, 净利润受东莞光明眼科并表投资收益影响。** 23 年一季度收入 6.5 亿 (+39%), 我们认为春节之后, 疫情放开冲击消除, 眼科需求恢复旺盛。一季度归母净利润大幅增长, 主要是因为东莞光明眼科并表影响, 投资收益 0.92 亿。
 - 规模效益逐渐体现, 费用率明显降低, 扣非归母净利率大幅提升。** 23 年一季度销售费用率 15% (-1.9pct), 管理费用率 11.8% (-2.7pct), 财务费用率 2.0% (-1.2pct), 三费率合计降低 5.8pct。
 - 医疗人员数量快速增加, 逐步投入科研。** 截止 2022 年底, 医护人员数量 2078 人 (+21%), 公司研发人员增加到 40 人。公司新设研发中心, 促进公司眼科业务临床、教学与科研一体化发展, 寻求高水平的科研合作。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1710	1726	2588	3378	4392
(+/-)YoY(%)	25.5%	0.9%	50.0%	30.5%	30.0%
净利润(百万元)	94	21	278	252	349
(+/-)YoY(%)	-13.8%	-78.1%	1252.0%	-9.3%	38.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.63	0.14	1.86	1.69	2.33
毛利率(%)	43.4%	41.7%	43.6%	44.3%	44.9%
净资产收益率(%)	9.9%	1.0%	11.9%	9.7%	11.8%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **医院扩张继续稳步进行。**22年,公司新开昆明、合肥、南昌、广州番禺和南宁五家医院,眼科专科医院数量达24家,截止2022年底,多家医院正在装修筹备过程中。我们认为,公司在疫情阶段持续新开医院,制定“全国连锁化+同城一体化”的整体布局规划,并聚焦直辖市、省会城市等中心城市,新开医院在爬坡过程中,短期对利润端仍有一定影响,随着公司体量增大、前期爬坡医院迈过盈亏平衡状态,新开医院影响有望逐渐减少。
- **盈利预测与投资建议:**我们预测公司2023-2025年营业收入分别为25.88、33.78、43.92亿元,同比增速50.0%、30.5%、30.0%,2023-2025年归母净利润分别为2.78、2.52、3.49亿元,同比增速1252.0%、-9.3%、38.3%,给予2023年PE合理区间为70.0-90.0倍,对应公司合理市值区间194.7-250.3亿元,对应每股合理价值区间130.10-167.28元,维持“优于大市”评级。
- **风险提示:**医疗事故的风险;体外并购基金设立运作的风险;医保政策收紧风险;行业竞争加剧的风险。

表1 普瑞眼科收入预测

	2022	2023E	2024E	2025E
屈光业务收入(亿元)	97067	142154	189520	252668
屈光增长率(%)	11.3%	46.5%	33.3%	33.3%
屈光业务毛利率(%)	50.5%	50.7%	51.0%	51.3%
视光业务收入(亿元)	25991	38441	52149	69149
视光增长率(%)	-5.8%	47.9%	35.7%	32.6%
视光业务毛利率(%)	44.8%	45.0%	45.3%	45.6%
白内障业务收入(亿元)	24950	43881	52920	62758
白内障增长率(%)	-13.0%	75.9%	20.6%	18.6%
白内障业务毛利率(%)	30.9%	38.0%	39.0%	40.0%
综合眼病收入(亿元)	23324	32979	41637	52566
综合眼病增长率(%)	-12.6%	41.4%	26.3%	26.3%
综合眼病毛利率(%)	13.3%	19.0%	20.0%	20.0%
其他医疗收入(亿元)	124	248	495	991
其他医疗增长率(%)	149.2%	100.0%	100.0%	100.0%
其他医疗毛利率(%)	123	235	446	842
其他业务收入(亿元)	1109	1109	1109	1109
其他业务增长率(%)	49.9%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务毛利率(%)	610	610	610	610
合计营业收入(亿元)	172564	258812	337830	439241
增长率(%)	0.9%	50.0%	30.5%	30.0%
毛利率(%)	41.7%	43.6%	44.3%	44.9%

资料来源:普瑞眼科2022年报,海通证券研究所

表2 可比公司估值

可比公司	股价/元	EPS (元/股)				PE (倍)				PEG
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
爱尔眼科	28.91	0.35	0.50	0.65	0.82	82	58	44	35	1.4
通策医疗	119.36	1.71	2.38	3.09	3.81	70	50	39	31	1.3
华夏眼科	83.27	0.91	1.21	1.57	2.00	91	69	53	42	2.1
平均						81	59	45	36	

资料来源:Wind一致性预测,海通证券研究所,备注:收盘价日期20230508

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1726	2588	3378	4392
每股收益	0.14	1.86	1.69	2.33	营业成本	1007	1461	1881	2419
每股净资产	13.82	15.68	17.36	19.69	毛利率%	41.7%	43.6%	44.3%	44.9%
每股经营现金流	2.13	3.11	4.23	4.80	营业税金及附加	3	4	6	8
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	344	450	608	791
P/E	928.05	68.64	75.71	54.75	营业费用率%	19.9%	17.4%	18.0%	18.0%
P/B	9.23	8.14	7.35	6.48	管理费用	270	388	519	676
P/S	11.06	7.38	5.65	4.35	管理费用率%	15.7%	15.0%	15.4%	15.4%
EV/EBITDA	29.66	38.65	32.43	26.39	EBIT	101	282	354	485
股息率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	48	29	42	53
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.8%	1.1%	1.2%	1.2%
毛利率	41.7%	43.6%	44.3%	44.9%	资产减值损失	-3	0	0	0
净利润率	1.2%	10.7%	7.5%	7.9%	投资收益	15	98	7	9
净资产收益率	1.0%	11.9%	9.7%	11.8%	营业利润	68	353	320	442
资产回报率	0.6%	6.4%	5.2%	6.2%	营业外收支	-8	0	0	0
投资回报率	1.0%	5.9%	6.6%	8.1%	利润总额	59	353	320	442
盈利增长 (%)					EBITDA	368	516	629	788
营业收入增长率	0.9%	50.0%	30.5%	30.0%	所得税	39	71	64	88
EBIT 增长率	-46.6%	179.3%	25.4%	37.1%	有效所得税率%	65.3%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	-78.1%	1252.0%	-9.3%	38.3%	少数股东损益	0	4	4	5
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	21	278	252	349
资产负债率	43.8%	46.1%	46.8%	47.1%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	2.04	1.38	0.92	0.68	货币资金	926	648	372	105
速动比率	1.80	1.11	0.67	0.40	应收账款及应收票据	58	124	108	193
现金比率	1.59	0.83	0.41	0.09	存货	108	169	188	274
经营效率指标					其它流动资产	96	132	175	210
应收账款周转天数	11.73	12.65	12.33	12.34	流动资产合计	1188	1073	842	782
存货周转天数	35.35	34.09	34.11	34.31	长期股权投资	267	373	486	594
总资产周转率	0.57	0.64	0.73	0.84	固定资产	392	590	661	695
固定资产周转率	4.65	5.27	5.40	6.48	在建工程	63	46	38	19
					无形资产	10	14	17	19
					非流动资产合计	2489	3284	4053	4811
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	3677	4357	4895	5593
净利润	21	278	252	349	短期借款	103	136	168	194
少数股东损益	0	4	4	5	应付票据及应付账款	190	284	326	463
非现金支出	273	234	275	303	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	40	-52	47	50	其它流动负债	289	361	418	499
营运资金变动	-14	1	54	12	流动负债合计	582	780	912	1156
经营活动现金流	319	465	633	719	长期借款	89	89	89	89
资产	-327	-922	-930	-952	其它长期负债	939	1139	1289	1389
投资	-294	-105	-114	-108	非流动负债合计	1027	1227	1377	1477
其他	19	98	7	9	负债总计	1609	2007	2289	2633
投资活动现金流	-602	-929	-1036	-1051	实收资本	150	150	150	150
债权募资	89	233	182	126	归属于母公司所有者权益	2068	2346	2598	2946
股权募资	1152	0	0	0	少数股东权益	0	4	8	13
其他	-203	-47	-55	-61	负债和所有者权益合计	3677	4357	4895	5593
融资活动现金流	1038	186	127	65					
现金净流量	755	-278	-277	-267					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 08 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
 梁广楷 医药行业

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。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力, 华润三九, 人福医药, 凯莱英, 纳微科技, 药康生物, 片仔癀, 华兰生物, 沃森生物, 同仁堂, 微芯生物, 万泰生物, 康泰生物, 康龙化成, 迈瑞医疗, 贝达药业, 百普赛斯, 海泰新光, 诺唯赞, 惠泰医疗, 诺禾致源, 普瑞眼科, 以岭药业, 博腾股份, 科伦药业, 泰格医药, 东阿阿胶, 博济医药, 万孚生物, 康华生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	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

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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, 海通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, 未经海通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, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 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, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。