

普瑞眼科（301239）深度研究报告

优质民营眼科连锁，自上而下全国布局

- ❖ **全国布局的民营眼科医疗服务连锁机构。**成立十余载，公司已在直辖市和省座城市设立了23家眼科专科医院和3家眼科门诊部，全国网络布局成型。2018年开始，公司主动调整业务结构，大力发展屈光、视光等非医保结算项目，2021年屈光和视光业务收入占比接近七成。未来随着各项业务的高端类型占比提升，与体内医院相继扭亏为盈，公司有望迎来收入和利润的持续释放。
- ❖ **随着居民眼科保健意识提高，眼科医疗服务市场不断扩容。**屈光业务受益于近视率提升、消费升级以及人们对屈光手术的认知度提升，预计2025年市场规模为725亿。视光业务作为国家近视防控战略中的重要环节，近视防控产品的渗透率将会持续提升，预计2025年市场规模为500亿元。近年来白内障业务受医保控费影响较大，医院积极向中高端晶体材料寻求转型，预计2025年市场规模为339亿元。此外，随着各类眼表和眼底疾病的诊断率和治疗率的提升，预计2025年国内眼表病和眼底病的市场规模分别达220亿元、270亿元。
- ❖ **管理、人才、设备等综合优势突出。**经过十多年的深耕与发展，公司已逐渐在管理、人才、设备等方面形成了自己独特的优势。管理方面，公司各职能板块实行矩阵式管理，并通过统一的运营流程实施连锁化管控，同时公司统一和供应商谈判沟通，保障采购价格的合理性及公允性。医疗技术方面，公司优秀的医护队伍及先进的医疗设备为优质的医疗服务质量提供了技术保障。
- ❖ **自上而下，全国布局。**公司作为全国化布局的先行者，目前已经在多地培育了一批可圈可点的标杆医院。横向拓展上，昆明、上海、合肥、乌鲁木齐、兰州等地的眼科医院已经发展成为当地颇具影响力的民营眼科医院；纵向深入上，一城双院模式积极推进，截至1H22，兰州、昆明、合肥、南昌二院均已顺利开业。我们分别选取昆明普瑞、上海普瑞作为省会城市、一级城市的标杆医院，进行复盘。昆明普瑞的成功主要源于其成立时间早，先发优势显著，在做大基础上不断完善学科建设，平台对于医生人才的吸引力进一步加强，形成了医生-获客-品牌的良性循环。此外，上海普瑞作为后来者能在一线城市成功站稳脚跟，主要是因为公司贴合了一线城市百姓的就医习惯，通过引进本地公立医院专家多点执业，引流效果显著。公司体内标杆医院的成功，无疑为尚在亏损期的医院积累了宝贵经验，我们预计未来公司在一二线城市的市占率将从低个位数提升到中个位数水平。
- ❖ **投资建议：**我们预计，公司2022-2024年的营业收入分别为17.26亿、24.95亿和31.04亿元，同比增长0.9%、44.6%和24.4%；归母净利润为0.20、1.51和2.02亿元，同比增长-78.5%、645.5%和34.1%。根据DCF模型测算，我们给予公司整体估值190亿元，对应目标价为127元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**屈光手术价格战风险，新建医院净利润波动风险，医疗事故导致社会舆论风险等。

主要财务指标

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|--------|--------|-------|
| 主营收入(百万) | 1,710 | 1,726 | 2,495 | 3,104 |
| 同比增速(%) | 25.5% | 0.9% | 44.6% | 24.4% |
| 归母净利润(百万) | 94 | 20 | 151 | 202 |
| 同比增速(%) | -13.8% | -78.5% | 645.5% | 34.1% |
| 每股盈利(元) | 0.63 | 0.14 | 1.01 | 1.35 |
| 市盈率(倍) | 116 | 720 | 97 | 72 |
| 市净率(倍) | 11.5 | 7.0 | 6.6 | 6.0 |

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年3月30日收盘价

推荐（首次）

目标价：127元

当前价：97.42元

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：黄致君

电话：010-66500910

邮箱：huangzhijun@hcyjs.com

执业编号：S0360522090003

公司基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(万股) | 14,961.90 |
| 已上市流通股(万股) | 3,740.48 |
| 总市值(亿元) | 146.93 |
| 流通市值(亿元) | 36.73 |
| 资产负债率(%) | 43.95 |
| 每股净资产(元) | 14.31 |
| 12个月内最高/最低价 | 98.20/48.28 |

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

本篇报告首先阐明了普瑞眼科的业务板块、股权结构、管理层以及业务特点，然后分析了公司所在眼科医疗服务行业的市场潜力，再复盘了两家公司体内可圈可点的标杆医院，深入剖析了公司的扩张逻辑，最后提出公司有望在未来实现业绩的稳健增长。

投资逻辑

公司全国化布局已经成型，收入增长具备扎实基础，体内医院未来将会逐渐跨过扭亏时点，并且伴随公司业务不断向着高端转型，盈利能力提升顺畅。考虑到公司上市后资金充裕，且新建/并购医院项目有望顺利落地，未来几年业绩增长将有望兑现。

关键假设、估值与盈利预测

公司体内不同生命周期的医院收入增速有所不同。未来盈利医院或将保持稳健增长，尚未盈利医院有望实现较快增长，视光门诊将会实现较高增长，同时，公司新建或并购眼科医院或将有序落地。未来随着公司体内医院走向成熟期，品牌效应提升，期间费用率尚有较大改善空间，公司或将迎来收入和利润的持续释放。我们预计，公司 2022-2024 年的营业收入分别为 17.26 亿、24.95 亿和 31.04 亿元，同比增长 0.9%、44.6% 和 24.4%；归母净利润为 0.20、1.51 和 2.02 亿元，同比增长 -78.5%、645.5% 和 34.1%。根据 DCF 模型测算，我们给予公司整体估值 190 亿元，对应目标价为 127 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

| | |
|-------------------------------|----|
| 一、优质的民营眼科医疗机构 | 5 |
| 二、眼科行业景气度高，核心业务颇具潜力 | 7 |
| （一）屈光：最具成长潜力的眼科细分领域 | 8 |
| （二）视光：国家战略支持，近视防控产品推陈出新 | 9 |
| （三）白内障：晶体耗材和术式同步升级 | 11 |
| （四）综合眼病：眼科医疗中的学术高地 | 12 |
| 三、管理、人才、设备等综合优势突出 | 13 |
| （一）精细化管理助力复制扩张 | 13 |
| （二）人才培养体系完备，设备紧跟前沿 | 14 |
| 四、自上而下，全国布局 | 15 |
| （一）全国布局，渗透率低 | 15 |
| （二）标杆医院复盘：昆明普瑞和上海普瑞 | 16 |
| 五、公司成长空间广阔，首次覆盖给予“推荐”评级 | 18 |
| 六、风险提示 | 20 |

图表目录

| | | |
|-------|---------------------------------|----|
| 图表 1 | 公司自上市以来逐步实现全国扩张 | 5 |
| 图表 2 | 公司股权结构 | 6 |
| 图表 3 | 2017 年至今公司收入及增速 | 6 |
| 图表 4 | 2017 年至今公司归母净利润及增速 | 6 |
| 图表 5 | 各家眼科医疗服务公司收入构成对比（2021） | 7 |
| 图表 6 | 眼科医疗服务细分领域的市场空间 | 7 |
| 图表 7 | 屈光项目技术路径差异 | 8 |
| 图表 8 | 公司的屈光手术量（例） | 9 |
| 图表 9 | 华夏眼科的屈光手术量（眼） | 9 |
| 图表 10 | 中国每千人近视手术量低于美、欧、韩 | 9 |
| 图表 11 | 中国屈光手术市场规模（亿元），2015-2025E..... | 9 |
| 图表 12 | 几种主要的近视防控手段对比 | 10 |
| 图表 13 | 我国青少年近视率防控目标 | 10 |
| 图表 14 | 中国医学视光市场规模（亿元），2015-2025E..... | 11 |
| 图表 15 | 中国白内障手术市场规模（亿元），2015-2025E..... | 11 |
| 图表 16 | 2019-2021 年公司白内障手术治疗类型 | 12 |
| 图表 17 | 2019-2021 年公司白内障手术客单价（元） | 12 |
| 图表 18 | 综合眼病项目基本情况 | 12 |
| 图表 19 | 中国眼表病市场规模（亿元），2015-2025E..... | 13 |
| 图表 20 | 中国眼底病市场规模（亿元），2015-2025E..... | 13 |
| 图表 21 | 公司 11 大专业学组介绍 | 14 |
| 图表 22 | ZEISS 飞秒激光角膜屈光治疗机..... | 15 |
| 图表 23 | ZEISS 术中 OCT 导航显微镜..... | 15 |
| 图表 24 | 公司在全国的眼科医院布局 | 16 |
| 图表 25 | 昆明普瑞收入及增速 | 17 |
| 图表 26 | 昆明普瑞净利润及增速 | 17 |
| 图表 27 | 上海普瑞收入及增速 | 18 |
| 图表 28 | 上海普瑞净利润 | 18 |
| 图表 29 | 公司收入拆分 | 19 |
| 图表 30 | 各家眼科医疗服务公司销售费用率对比 | 20 |

一、优质的民营眼科医疗机构

公司是一家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的专科连锁医疗机构。成立十余载，公司在直辖市和省会城市设立了 23 家眼科专科医院和 3 家眼科门诊部，形成全国网络布局。自 2018 年开始，公司主动调整业务结构，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，2021 年屈光和视光业务收入占比接近七成。公司成立以来，创始人徐旭阳先生作为公司的灵魂人物带领公司深耕眼科医疗服务市场。未来随着眼科医疗服务业务的高端占比提升，与体内医院相继扭亏为盈，公司有望迎来收入和利润的持续释放。

（一）全国布局，覆盖广泛

普瑞眼科品牌成立于 2005 年，是一家集医疗、教学、科研和眼健康为一体的专业连锁眼科医疗机构。截至 2022H1，公司在全国十余个直辖市及省会城市设立 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。2022 年 7 月，普瑞眼科成功登陆 A 股创业板挂牌上市，加速“全国连锁化+同城一体化”战略布局。

针对国内眼科医疗服务“全国分散、地区集中”的市场格局，公司采用“直营连锁”的经营模式进行全国布局。成立十余年来，公司已经在全国范围内的多个省份进行医院布局，公司现已发展为一家全国性的眼科专科连锁医疗机构，公司医疗服务的覆盖范围不断扩大，使更多患者享受公司优质的眼科医疗服务。

图表 1 公司自上市以来逐步实现全国扩张

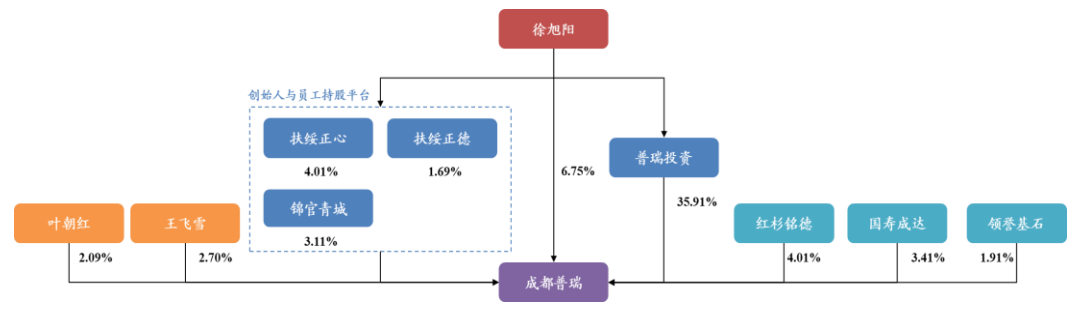
| | |
|-----------|---|
| 2005 | • 兰州普瑞成立 |
| 2006 | • 成都、合肥普瑞成立 |
| 2007 | • 郑州普瑞成立 |
| 2008 | • 昆明普瑞成立 |
| 2009 | • 乌鲁木齐普瑞成立 |
| 2010 | • 南昌、上海普瑞成立 |
| 2011 | • 武汉、重庆普瑞成立 |
| 2013 | • 哈尔滨普瑞成立，为进入东北打下基础 |
| 2014-2016 | • 布局华北，先后收购北京华德（2014）、山东亮康（2016，更名为济南普瑞） |
| 2017-2018 | • 重点覆盖西北、西南等重要省会城市：在西安（2017）、贵州（2018）成立医院 |
| 2019 | • 沈阳普瑞、兰州普瑞眼视光成立；先后设立四川研究所、兰州研究所和济南研究所 |
| 2020-2021 | • 天津普瑞（2020）、长春普瑞（2021）成立 |
| 2022 | • 昆明润城、南昌红谷滩、合肥、广州番禺四家医院开诊；并购东莞光明眼科 |

资料来源：公司官网，华创证券

（二）眼科专家创业

公司股权结构集中，董事长徐旭阳为实际控制人。截至 2022 年 9 月 30 日，实际控制人徐旭阳先生直接持有公司 6.75% 股份，同时通过普瑞投资和员工持股平台扶绥正心、锦官青城、扶绥正德间接控制公司 42.30% 股份，合计持股比例为 49.05%。

图表 2 公司股权结构



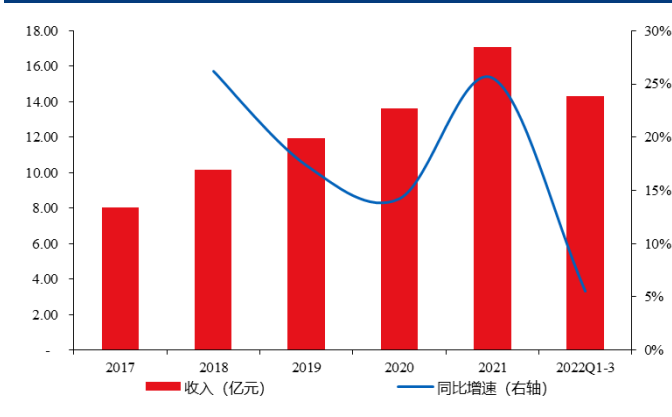
资料来源: Wind, 华创证券

公司核心管理层成员具备丰富的医疗行业从业经验。公司创始人徐旭阳具有临床医学专业背景, 沉浸眼科医疗领域二十多年, 2000 年开始自主创业, 并于 2006 年至今担任公司董事长, 2019-2022 年担任公司总经理, 具有丰富的医疗管理经验和较强的市场敏锐度。公司副总经理曹长梁曾担任多家眼科专科医院执行院长, 培养了一支锐意进取、战斗力强的专注于眼科医疗服务行业的营销队伍。

(三) 公司屈光特色显著, 盈利能力持续爬坡

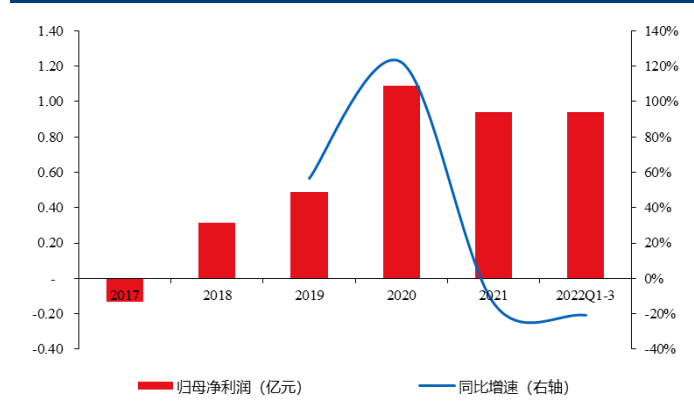
随着公司持续推进市场拓展、提升公司诊疗服务水平、不断提高患者就医体验等, 自 2017 年至今公司的营业收入增长呈现出良好态势。但由于公司体内的新开医院较多, 这类医院收入处于爬坡期尚未实现盈亏平衡, 加之疫情扰动等外部因素影响公司营收增长, 对 2021 年和 2022 前三季度净利润造成了负面影响。2021 年公司实现收入 17.10 亿元(+26% yoy), 归母净利润 0.94 亿元(-14% yoy), 2022 年前三季度公司实现收入 14.33 亿元(+6% yoy), 归母净利润 0.94 亿元(-21% yoy)。

图表 3 2017 年至今公司收入及增速



资料来源: Wind, 华创证券

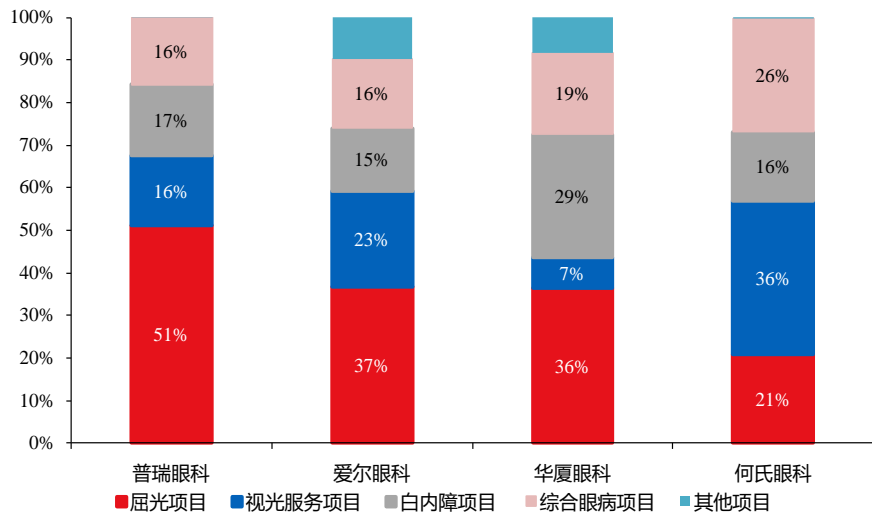
图表 4 2017 年至今公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华创证券

2017 年至今, 公司的屈光及医学视光等消费属性业务收入占比不断提高, 同时白内障等医保业务收入占比逐年下降, 公司经营结构持续优化, 对医保的依赖度逐渐降低, 公司 2021 年度通过医保结算的收入占主营业务收入的比重仅为 15.76%。分项目看, 2021 年公司屈光项目、视光服务项目、白内障项目、综合眼病项目和其他项目在主营业务收入中占比分别为 51.23%、16.21%、16.85%、15.68%和 0.03%, 相比其他几家眼科医疗服务上市公司屈光业务特色明显。

图表 5 各家眼科医疗服务公司收入构成对比 (2021)



资料来源: Wind, 华创证券

二、眼科行业景气度高，核心业务颇具潜力

眼科诊疗市场在我国庞大的患者基数下具有广阔的发展空间，随着居民眼科保健意识的提高，眼科医疗服务市场将会不断扩容。屈光业务受益于近视率不断提高、消费升级以及人们对屈光手术的认知度提升，预计 2025 年市场规模将会达到 725 亿。作为国家近视防控战略中的重要环节，视光业务中不同类型的近视防控产品的渗透率将会持续提升，预计 2025 年市场规模达到 500 亿元。近年来由于白内障手术受医保控费影响较大，医院积极向中高端晶体材料寻求转型，多焦点人工晶体、飞秒白内障等高端晶体材料和高端术式推动行业发展，预计 2025 年国内白内障的终端市场规模达到 339 亿元。此外，随着各类眼表和眼底疾病的诊断率和治疗率的提升，预计 2025 年眼表疾病和眼底疾病的市场规模将会达到 220 亿元、270 亿元。

图表 6 眼科医疗服务细分领域的市场空间

| 细分项目 | 患者人群 (2019) | 2019 年市场规模 (亿元) | | | 2025 年市场规模 (亿元) | | | 2019-2025 年 CAGR | | |
|------|--------------------------|-----------------|-----|-------|-----------------|-------|-------|------------------|-----|-----|
| | | 民营 | 公立 | 小计 | 民营 | 公立 | 小计 | 民营 | 公立 | 小计 |
| 屈光手术 | 5.3 亿人 | 90 | 90 | 181 | 408 | 317 | 725 | 29% | 23% | 26% |
| 医学视光 | 5.3 亿人 | 58 | 170 | 228 | 152 | 349 | 500 | 17% | 13% | 14% |
| 白内障 | 1.3 亿人 | 139 | 55 | 195 | 249 | 90 | 339 | 10% | 8% | 10% |
| 综合眼病 | 眼表病 干眼: 2.1 亿人 | 29 | 65 | 94 | 87 | 132 | 219 | 20% | 13% | 15% |
| | 眼底病 湿性黄斑病变: 390 万人 | 30 | 127 | 157 | 54 | 215 | 269 | 10% | 9% | 9% |
| 其他* | 青少年斜弱视: 1761 万人 | 55 | 128 | 182 | 153 | 316 | 469 | 19% | 16% | 17% |
| 合计 | | 402 | 636 | 1,037 | 1,103 | 1,419 | 2,522 | 18% | 14% | 16% |

资料来源: 灼识咨询, 卫健委, 转引自华厦眼科招股书, 华创证券

*其他类包括青光眼、小儿眼病和青少年斜弱视、眼整形和眼外伤等

（一）屈光：最具成长潜力的眼科细分领域

1、屈光手术术式不断升级

屈光不正是指当眼调节放松状态时，外界平行光线经眼的屈光系统后不能在视网膜黄斑中心凹聚焦，从而不能清晰成像的屈光状态，包括近视、远视、散光 and 老花眼。屈光不正是造成视力障碍主要因素之一。我国的角膜屈光手术以激光手术为代表，从无到有至今有 30 余年的发展历程。中国开展 SMILE 手术的时间和欧洲国家几乎同步，比 FDA 批准早了 6 年，因此我国的角膜屈光手术水平在国际前列。

图表 7 屈光项目技术路径差异

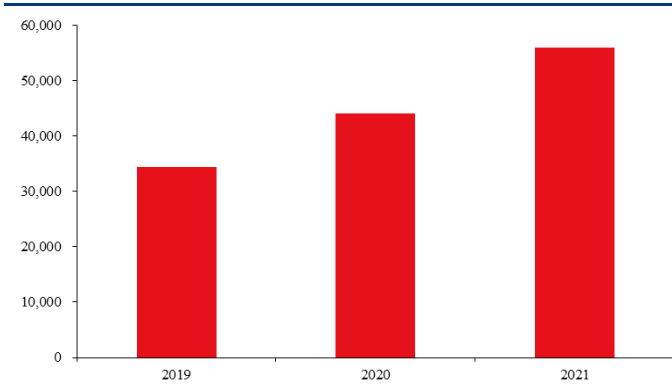
| 手术/治疗类型 | 主要手术方式 | 技术优势/劣势 | 价格（元） |
|-------------|-----------------|--|----------|
| 准分子系列 | IK（LASIK） | 优势： 最为传统的屈光治疗方案，耗用耗材少；定制化程度高。 劣势： 需要制作角膜瓣，并切削角膜，微创程度低，需术后用药。 | ~8000 元 |
| | EK（LASEK） | 优势： 切削角膜上皮瓣，为角膜较薄的患者节约角膜厚度；定制化程度高。 劣势： 制作角膜瓣并切削角膜，破坏角膜前弹力层，微创程度低，需术后用药。 | |
| 半飞秒系列 | ZEISS（FLAP） | 优势： 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。 劣势： 需要制作角膜瓣并复位，切削角膜，手术不可逆，微创程度弱于全飞秒。 | ~10000 元 |
| 全激光系列 | SMART | 优势： 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；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。 劣势： 需通过激光切削角膜，手术不可逆。 | ~13000 元 |
| 全飞秒系列 | ZEISS（SMILE3.0） | 优势： 无需制作角膜瓣，微创程度最高，术后角膜更完整。 劣势： 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。 | ~15000 元 |
| | ZEISS（FLEx） | 优势： 角膜基质层内切割，微创程度较高。 劣势： 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。 | |
| 有晶体眼人工晶体植入术 | ICL/TICL | 优势： 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。 劣势： 需以单眼为单位耗用 ICL/TICL 晶体耗材，价格昂贵。 | ~30000 元 |

资料来源：普瑞眼科招股书，华创证券

2、相比发达国家，国内近视手术渗透率低

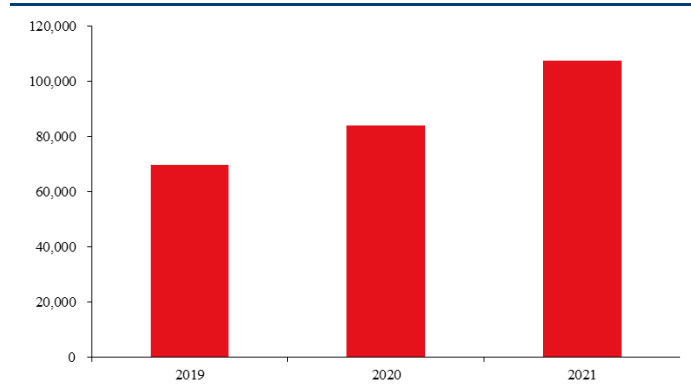
术式升级推动行业发展，民营医院优势显著。屈光手术于 20 世纪 70 年代进入中国，伴随着准分子激光及飞秒激光角膜屈光手术技术的问世，角膜屈光手术从手工操作阶段进入自动化、标准化的时代，手术更加安全、精准，角膜创伤更小，患者术后恢复更快，同时干眼症、夜间炫光等并发症的发病率也已经非常低，推动了屈光手术市场的高速增长。由于全飞秒设备价格昂贵、入院环节复杂、经济效益比不高，民营医院凭借供应链优势能够和公立医院在屈光项目上开展差异化竞争。近年来各家民营医院的屈光手术量均实现了快速增长。

图表 8 公司的屈光手术量 (例)



资料来源: 公司招股书, 华创证券

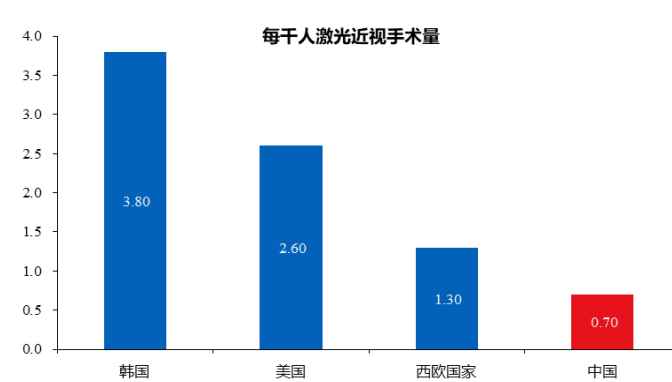
图表 9 华夏眼科的屈光手术量 (眼)



资料来源: 华夏眼科招股书, 华创证券

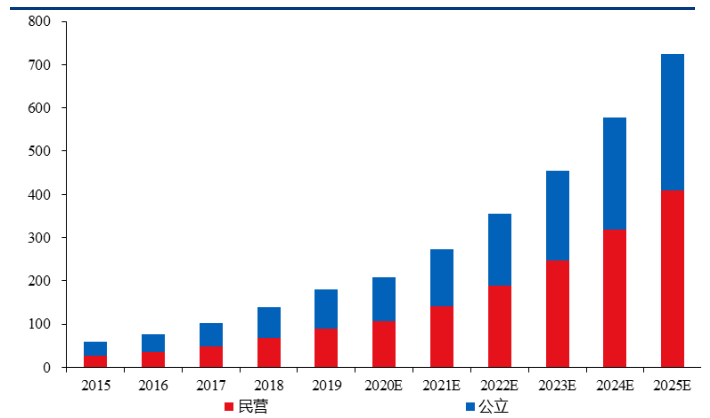
据《Market Scope: 2021 Refractive Surgery Market Report》, 2021 年中国每千人近视手术量仅为 0.7 人, 低于韩国、美国和西欧等发达地区。在现有医学科技水平及条件下, 屈光不正尚无法根本性逆转, 只能通过各种方式进行矫正, 加之我国青少年近视率逐年攀升, 随着人口迭代, 我国的近视人口整体数量还会增加, 屈光手术市场存在巨大的现实需求。随着我国居民收入水平不断提升, 以及对屈光手术认知度不断提高, 我国屈光手术的消费需求将持续增长。

图表 10 中国每千人近视手术量低于美、欧、韩



资料来源:《Market Scope: 2021 Refractive Surgery Market Report》, 转引自辽宁爱尔眼科医院, 华创证券

图表 11 中国屈光手术市场规模 (亿元), 2015-2025E



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 灼识咨询, 转引自华夏眼科招股书, 华创证券

(二) 视光: 国家战略支持, 近视防控产品推陈出新

1、高复购的消费医疗项目

除屈光手术可以矫正屈光不正以外, 医学视光是通过非手术方式来矫正屈光不正。医学视光业务范围较为广泛, 通常由医学验光配镜和屈光不正视力矫正两部分组成, 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和硬性透气性角膜接触镜的验配等。世界卫生组织 WHO 推荐使用的青少年近视防控方法有三种: 角膜塑形镜、低浓度阿托品和每天两小时的户外活动。2018 年 6 月, 国家卫健委发布的《近视防治指南》指出, 长期配佩戴角膜塑形镜可延缓青少年眼轴长度进展约 0.19 毫米/年, 对青少年近视防控意义重大。

图表 12 几种主要的近视防控手段对比

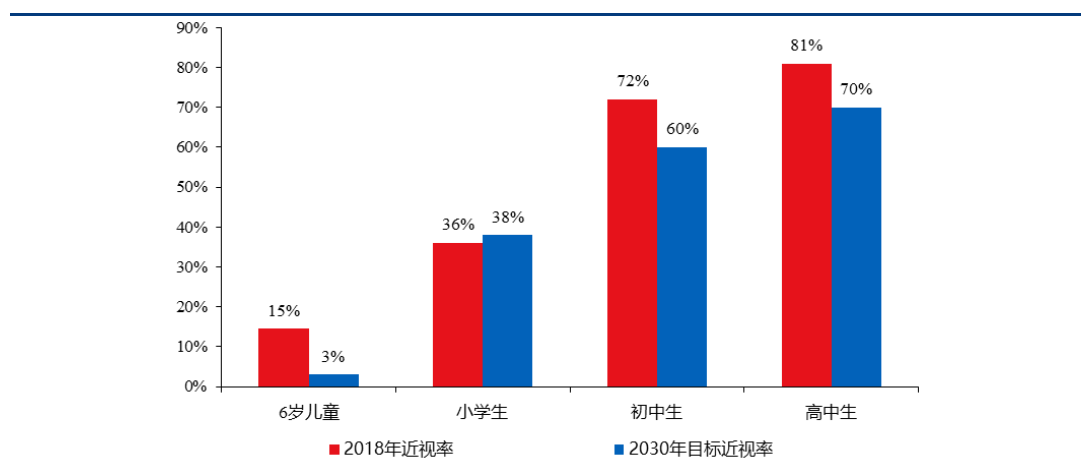
| | 角膜塑形镜 | 离焦镜 | 阿托品 |
|---------|---|---|--|
| 适用年龄段 | 8-18 岁 | 6-18 岁 | 8-18 岁 |
| 适用近视度数 | 600 度以内 | 1000 度以内 | 均适用 |
| 原理 | 周边离焦, 改变角膜的几何形状矫正视力 | 通过特殊的光学设计, 利用周边相对正光度, 矫正近视眼的周边视网膜远视性离焦, 抑制眼轴增长和近视进展 | M 受体阻滞剂, 具体调节机制存在多种假说尚未定论 |
| 近视防控效果 | 近视防控有效率 30-70% | 近视防控有效率从 30% 提升到 67% | |
| 年费用 | 6,000-17,000 元 | 880-4,180 元 | 院内制剂 1000 元左右 |
| 更换周期 | 1-1.5 年 | 1 年以内 | 每晚睡前使用一次 |
| 生产/验配资质 | 三类医疗器械注册证, 主治医师验配 | 二类医疗器械证 | 处方药, 生产需要有国家批准 |
| 销售渠道 | 有眼科执业资格的医疗机构 | 医院、视光中心/眼科诊所、眼镜店 | 院内制剂 |
| 优势 | 1, 近视防控效果得到临床数据验证; 2, 安全、可逆, 不损伤角膜组织; 3, 夜间佩戴, 白天裸眼视力清晰 | 1, 外观和常规镜片无差别, 几乎没有禁忌症; 2, 性价比高, 价格较低 | 1, 控制效果好; 2, 价格便宜 |
| 劣势 | 1, 价格相对较高; 2, 对近视及散光度数均有要求; 3, 使用不够便利: 对护理要求较高, 易感染; 镜片易坏 | 1, 初戴可能会晕眩, 需要几天适应; 2, 相比其他方式防控效果有限 | 1, 临床研究尚不完善, 缺少长期随访数据; 2, 高浓度使用停药后近视回弹明显; 3, 副作用明显, 比如畏光、干眼等 |

资料来源: 青少年护眼知识公众号, 南方都市报, 华创证券整理

2、近视防控产品多样, 发展空间广阔

我国青少年近视率与近视人口高居世界第一, 这已成为我国的重大社会公共卫生问题。2018 年 8 月, 教育部、国家卫健委等八部门联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》, 明确综合防控目标: 2030 年实现全国儿童青少年新发近视率明显下降, 儿童青少年视力健康整体水平显著提升, 6 岁儿童近视率控制在 3% 左右, 小学生近视率控制到 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。

图表 13 我国青少年近视率防控目标

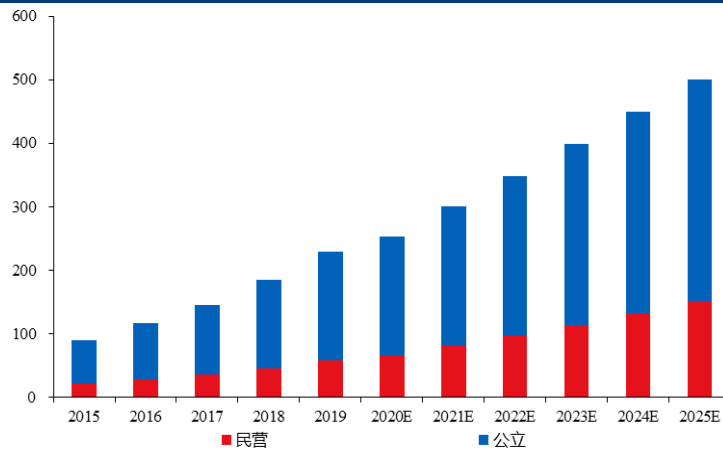


资料来源: 国家卫健委, 华创证券

近视防控方案规定, 学校应严格落实学生健康体检制度和每学期 2 次视力监测制度, 配合医疗卫生机构开展视力筛查。本次防控方案的实施, 有利于各医疗机构更多、更早的

介入在校学生的近视筛查，普及更多眼健康知识，各种近视进展防控手段也将随之得到更广泛应用。

图表 14 中国医学视光市场规模 (亿元), 2015-2025E



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 灼识咨询, 转引自华夏眼科招股书, 华创证券

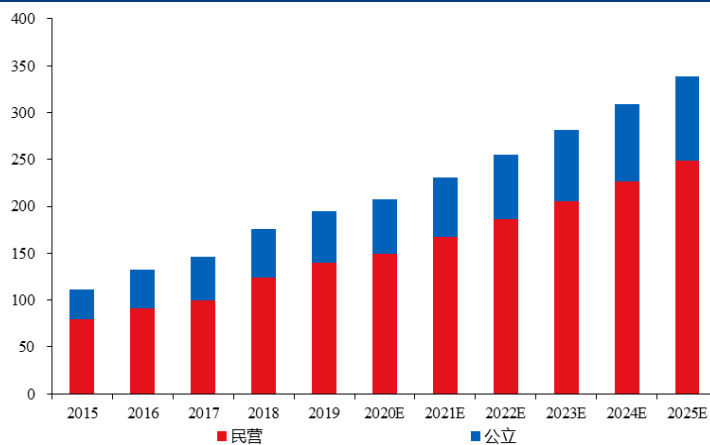
(三) 白内障: 晶体耗材和术式同步升级

1、白内障手术还有巨大渗透空间

白内障是频发于老年人群体的一种可致盲性眼病, 据 2018 年屈光性白内障手术新进展国际会议公布的数据显示, 我国 60 岁至 89 岁人群白内障发病率约为 80%, 90 岁以上人群白内障发病率高达 90% 以上, 白内障严重影响我国老年人的晚年生活质量, 手术是治疗白内障的唯一方式。

随着国家实施多项鼓励政策普及白内障手术, 我国对国民视力健康重视程度的不断提高和民营眼科医院的大力发展, 我国白内障年手术量由 2012 年的 145 万例增加至 2018 年的约 370 万例, 年复合增长率约为 16.90%, 2018 年 CSR 为 2,662 例, 但是与美日等发达国家 CSR 10,000 以上相比还有巨大差距, 甚至还低于印度、巴西等发展中国家, 与我国老龄化进程和个人生活水平提升不相匹配。随着人口老龄化趋势及人民眼保健意识的加强, 我国白内障市场需求将继续保持快速增长态势。

图表 15 中国白内障手术市场规模 (亿元), 2015-2025E



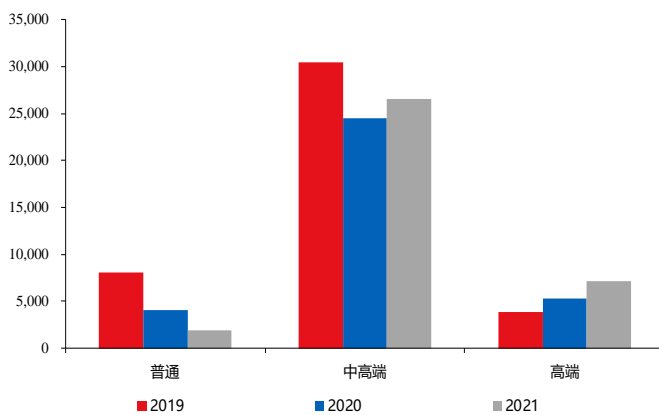
资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 灼识咨询, 转引自华夏眼科招股书, 华创证券

2、医保控费背景下，中高端晶体升级趋势明显

随着白内障手术技巧的不断发展和人工晶体的不断开发，老年患者对更高视觉质量和手术安全性的追求，对植入晶体功能及手术方式提出了更高的要求，屈光性白内障、飞秒白内障等高端手术的接受度提高。高端白内障手术不仅可以在治疗白内障的同时纠正老花眼、近视、散光等问题，而且患者疼痛轻、切口小，术后恢复快，成为我国白内障手术需求的另一个增长点。

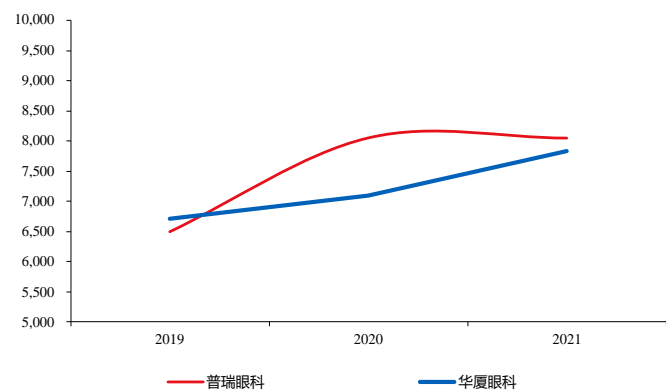
医保控费背景下，为了维持白内障手术的次均费用不会过快被压缩，加上患者本身的需求从“看得见”向“看得清”转型，医院中高端晶体的使用量明显上升。同时，由于民营医院的高端晶体耗材及相应设备的更新换代更加及时，相比公立医院更有优势。

图表 16 2019-2021 年公司白内障手术治疗类型



资料来源：普瑞眼科招股书，华创证券

图表 17 2019-2021 年公司白内障手术客单价 (元)



资料来源：普瑞眼科，华夏眼科招股书，华创证券

(四) 综合眼病：眼科医疗中的学术高地

1、综合眼病多为疑难杂症，复杂程度高

综合眼病项目包括各类其他眼科疾病的诊疗，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。其中，青光眼是世界第二大可致盲性眼病，由于青光眼致盲具有不可逆性，对人类健康和社会发展的影响比白内障更为严重，如能早期发现并及时干预，患者仍可维持一定的视觉功能。此外，由于环境变化、工作压力加大、眼健康预防保健不到位等因素，干眼症发病率呈上升趋势，角膜病、眼底病等眼病的诊疗方面亦处于低治疗渗透率的状态，同时常见的高血压、糖尿病、动脉粥样硬化等慢性疾病还会带来相应的眼部病理结构改变，眼病诊疗市场需求很大。

图表 18 综合眼病项目基本情况

| | 青光眼 | 眼底疾病 | 眼表疾病 |
|------|------------------|---|---------------------|
| 发病率 | 40 岁以上人群患病率 2.3% | 黄斑病变：75 岁及以上 40% 糖尿病视网膜病变：糖尿病人群 24-37% | 干眼症：21-30% |
| 发病人数 | 2,180 万人 | 黄斑病变：2,380 万人； 糖网：3,730 万人 | 23,490 万人 |
| 诊断率 | 20% (美国 78.2%) | 黄斑病变：2% (美国 33%)； 糖网 2% (美国 33%) | 干眼：11.5% (美国 45.2%) |

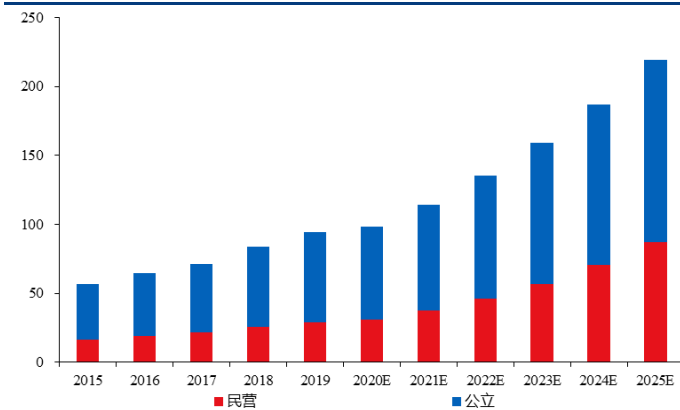
| | | | |
|-------------|---|--|--|
| 病因 | 眼压超越了眼球内部组织，特别是是神经所能承受的限度，引起特征性的视神经萎缩和视野缺损 | 眼底病包括视网膜、脉络膜、视神经及玻璃体的炎症、肿瘤，各类血管的病变，种类多、损害大 | 任何原因引起的泪水质和量异常，或动力学异常导致的泪膜稳定性下降，造成眼部不适、眼球表面损害及视力损害 |
| 治疗方式 | 首选药物治疗，其次手术治疗 | 药物治疗(抗 VEGF 药物)、激光治疗、手术治疗(玻璃体切割) | 非药物治疗、药物治疗(人工泪液)、手术治疗 |
| 治疗费用 | 药物治疗：2000 元以内；激光治疗：1000 元；小梁切除术：2000-3000 元；青光眼瓣膜或引流装置植入：约 6000 元 | 抗 VEGF 单抗：国产年费用 1.78 万元，进口年费用 4.39-5.24 万元 | 药物：20-50 元；SPA：190 元/次 |

资料来源：兆科眼科招股书，华创证券

2、患者基数庞大，治疗率提升助力市场扩容

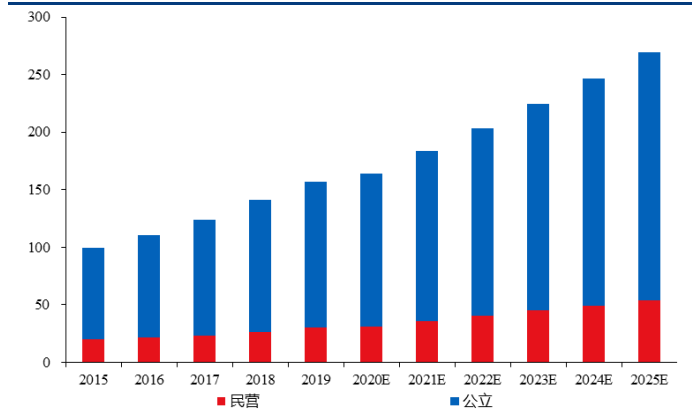
我国是世界上盲和视觉损伤患者数量最多的国家，但从治疗渗透率角度我国眼病诊疗市场的开发程度仍然较低。未来随着技术水平的提升和医保支付体系的健全，我国眼病诊疗市场的发展空间将更加明确。

图表 19 中国眼表病市场规模 (亿元)，2015-2025E



资料来源：中国卫生健康统计年鉴、灼识咨询，转引自华夏眼科招股书、华创证券

图表 20 中国眼底病市场规模 (亿元)，2015-2025E



资料来源：中国卫生健康统计年鉴、灼识咨询，转引自华夏眼科招股书、华创证券

三、管理、人才、设备等综合优势突出

经过十多年的深耕与发展，公司已逐渐在管理、人才、设备等方面形成了自己独特的优势。管理方面，公司各职能板块实行矩阵式管理，并通过统一的运营流程实施连锁化管控，同时公司统一和供应商谈判沟通，保障采购价格的合理性及公允性。医疗技术方面，公司通过引进和培养优秀人才，配置先进设备、深度参与先进医疗设备的培训使用等方式来提高执业医生的医疗技术，以满足患者多层次、多样化的眼科诊疗需求；优秀的医护队伍及先进的医疗设备为公司提供优质的医疗服务质量提供了技术保障。

(一) 精细化管理助力复制扩张

1、总部与下属医院间采用矩阵式管理

总部在管理水平、营销能力、人力资源和信息化建设等方面对下属医院进行赋能，有利

于新开医院盈亏平衡的周期缩短，将短期利润波动不利影响降低。1) 对于新开医院，公司总部对各下属单位进行统筹管理，各下属医院分别配置一名执行院长和一名业务院长，对各下属医院进行日常经营管理。2) 日常运营过程中，公司采用总部与下属各医疗机构共同管理的矩阵式管理模式。公司总部下设市场运营中心负责整个公司的营销推广规划，同时下属各医疗机构也均设有市场运营部，承担各医院当地营销任务的落地实施。

2、供应链赋能保障采购价格合理

由于公司提供的眼科医疗服务因患者个体情况及诊疗需求的差异，而具有较高的定制化属性，因此所需的医疗耗材、药品、视光材料等都具有型号复杂、规格多、品种多、数量大等特点。公司在选择供应商时通常由集团进行统一谈判沟通，根据供应商的资质标准并结合价格综合选定供应商。同时，公司亦已建立了一套完善的供应商开发与管理、供应商询价、比价的采购内控制度，保障采购价格的合理性及公允性。

(二) 人才培养体系完备，设备紧跟前沿

1、医生培养体系完备

公司高度重视医生人才的引进和培养。名医资源获取方面，公司积极寻找当地眼科专家，抢占名医资源，带领公司快速成长。青年医生培养方面，公司通过医院内部、集团内部资深医师带教培养年轻医生，并遴选合格的医生赴公立医院进修，来打造梯队合理的人才结构。随着公司规模逐渐扩大，平台对于医生的吸引力也在不断加大。

此外，公司成立了集团学术委员会，并按细分学科成立了 11 个专业学组，负责公司内部眼科医疗知识与技术的应用及推广，同时制定并执行人才培训计划与人才引进技能考评工作，从而促进各专科医疗技术水平的提高。武汉普瑞于 2018 年经评审被认定为湖北省住院医师规范化培训基地，用于培养合格的眼科临床医师后备队伍。

图表 21 公司 11 大专业学组介绍



资料来源：公司官网

2、公司积极引进高精尖眼科设备

眼科医疗设备方面，公司与主要设备供应商建立长期战略合作关系，持续紧跟行业发展趋势和前沿技术，引进了大批高精尖设备。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。此外，公司还一次性引进四台 ZEISS RESCAN700 术中 OCT 导航显微镜，可为个性化眼科手术的诊疗提供科学、快捷、有效的依据。

图表 22 ZEISS 飞秒激光角膜屈光治疗机



资料来源：公司官网

图表 23 ZEISS 术中 OCT 导航显微镜



资料来源：公司官网

四、自上而下，全国布局

公司中远期发展战略清晰，未来将围绕省会城市为主的一二线城市进行布局。作为全国化布局的先行者，公司已在地培育了一批可圈可点的标杆医院。横向拓展上，昆明、上海、合肥、乌鲁木齐、兰州等地的眼科医院已经发展成为当地颇具影响力的民营眼科医院；纵向深入上，一城双院模式积极推进，截至 1H22，兰州、昆明、合肥、南昌二院均已顺利开业。

我们分别选取昆明普瑞、上海普瑞作为省会城市、一级城市的标杆医院，进行复盘。昆明普瑞作为省会城市的标杆，是公司体内最大的眼科医院，现已在当地树立了良好的口碑。昆明普瑞的成功主要源于其成立时间早，先发优势显著，在做大基础上不断完善学科建设，平台对于医生人才的吸引力进一步加强，形成了医生-获客-品牌的良性循环。此外，上海普瑞作为后来者能在一线城市成功站稳脚跟，主要是因为公司贴合了一线城市百姓的就医习惯，通过引进本地公立医院专家多点执业，引流效果显著。公司体内标杆医院的成功，无疑为尚在亏损期的医院积累了宝贵经验。

（一）全国布局，渗透率低

针对国内眼科医疗服务“全国分散、地区集中”的市场格局，公司采用“直营连锁”的经营模式，一方面能扩大公司医疗服务的覆盖范围，使更多患者享受公司优质的眼科医疗服务；另一方面可以使资源要素在总部与医院之间、医院与医院之间进行有效整合，大大提高经营效率、增收降本，增强公司整体的市场竞争力。此外，公司通过连锁模式进行全国布局，还有助于对冲部分风险，不会因为局部市场波动造成整体损失。

对兰州、昆明、合肥、南昌、乌鲁木齐等目前具有较高市场影响力的城市，公司将深挖

市场需求, 尝试布局“一城双院”、“一城多院”的经营模式, 覆盖更多目标患者, 提供差异化定位和多样化服务, 进一步夯实当地竞争优势或强化优势项目, 以期在未来的市场竞争格局中获取稳健的发展空间。截至 2022 年半年报, 兰州七里河二院(兰州眼视光)、昆明润城二院、合肥瑶海二院、南昌红谷滩二院已经陆续开诊。公司“全国连锁化+同城一体化”的连锁发展战略清晰。

图表 24 公司在全国的眼科医院布局



资料来源: 公司官网

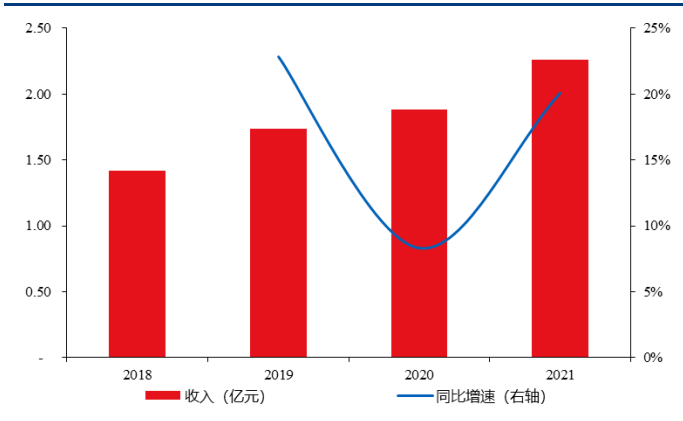
公司中远期发展战略清晰。由于一二线城市经济水平发达, 人均可支配收入相对较高, 一二线城市的眼科医疗服务市场规模在全国总市场占比约一半。2021 年, 公司收入尚不到 20 亿元, 在一二线城市中的市占率仅为小个位数。内生方面, 公司现有医院将会持续深耕现有区域, 品牌力不断加强, 实现持续增长; 外延方面, 随着公司上市后补足流动资金, 自建和并购医院计划将有序落地, 同时公司有望借助体外并购基金孵化优质标的, 助力公司提高扩张速度, 预计未来公司在一二线城市的市占率进一步提升至中个位数。

(二) 标杆医院复盘: 昆明普瑞和上海普瑞

1、昆明普瑞发展迈入成熟阶段, 实现飞轮效应

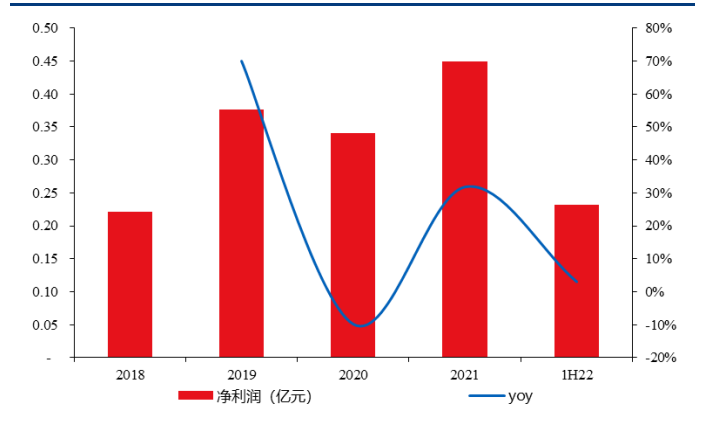
昆明普瑞眼科医院成立于 2008 年, 在当地经营多年, 具有良好的口碑, 经营业绩较好, 现已成为昆明市最大的民营眼科专科医院。2021 年, 昆明普瑞实现收入 2.26 亿元 (+20.05% yoy), 净利润 0.45 亿元 (+31.92% yoy), 净利率达 19.86%, 也是公司内的标杆医院。目前昆明普瑞业务结构主要由屈光、视光、白内障和综合眼病组成, 其中屈光项目作为主要的收入来源, 贡献过半数。

图表 25 昆明普瑞收入及增速



资料来源：公司招股书，华创证券

图表 26 昆明普瑞净利润及增速



资料来源：公司招股书，华创证券

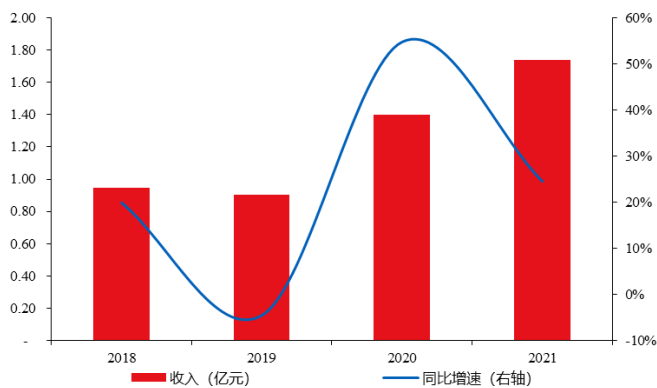
昆明普瑞作为目前公司体内体量最大的单体医院，为其他医院的发展提供了宝贵经验。1) 昆明普瑞成立时间早于昆明爱尔两年，跑马圈地更早，先发优势显著。目前，公司在学术上建立了制高点，专家阵容豪华。现任院长袁援生曾任昆明医科大学第一附属医院眼科主任，是综合疑难眼病专家，在我国眼科界具有很高的学术声誉和知名度。范光忠副院长毕业于第三军医大学，是西南首批全飞秒、ICL 全球双认证医师。叶计芬副院长擅长白内障手术，已成功完成上万例白内障手术。2) 公司的运营能力也为昆明普瑞的发展保驾护航。公司对线上渠道采用百度竞价、新媒体广告投放等方式引流，线下开发中小学近视防控筛查、商圈地推等多个渠道，形成了以白内障、综合医疗等严肃医疗项目引流积累口碑、打造品牌，屈光、视光等消费类项目保障盈利的成熟模式。

从昆明普瑞的发展历程看，昆明普瑞最初以白内障业务起家，借助筛查积累病人数量，随后转型消费医疗，屈光收入占比快速提升。

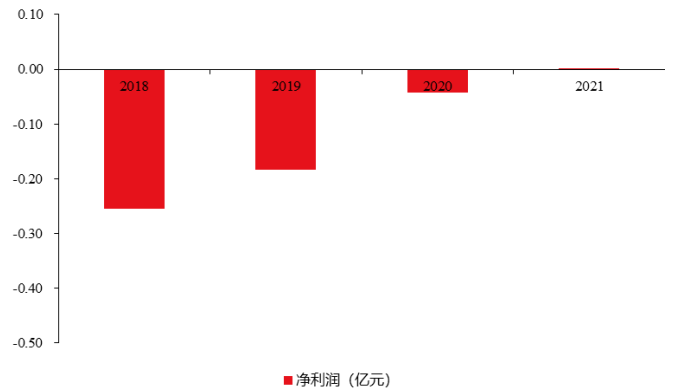
展望未来，1) 视光或会成为昆明普瑞下一个重点发展的业务。由于视光业务消费者多为未成年人，一方面，家长对儿童的视力问题重视程度高，口碑良好的医院往往能辐射更远的地区；另一方面，这部分人群本身在未来将有极大概率成为其他眼病业务的客户基础，实现眼科医院的飞轮效应。2) 昆明普瑞强大的品牌外溢，亦加速了同城二院更早实现盈亏平衡。2022年2月，公司设立昆明润城二院，主打屈光、视光业务，短短半年之内即实现旺季单月盈亏基本平衡。

2、上海普瑞名医引流后发赶超，辐射全国

上海普瑞成立于2011年2月，成立十余载，上海普瑞凭借自身运营能力迅速起量，学科建设也在持续完善，上海普瑞的白内障、眼底病等专科屡次荣获长宁区医学名专科优秀奖。2021年，上海普瑞实现收入1.74亿元（+24.54% yoy），净利润1.8万元，成功实现扭亏，是公司体内一线城市医院的典型代表。上海普瑞各科室发展较为均衡，白内障和屈光各占约三分之一，其次是综合眼病、小儿视光等专科。

图表 27 上海普瑞收入及增速


资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 28 上海普瑞净利润


资料来源: 公司招股书, 华创证券

一线城市医疗资源充足、市场广阔, 作为全国眼科学术高地, 吸引了全国患者前来就诊, 示范效应明显, 因此往往是兵家必争之地, 公立、民营医院群雄割据, 竞争环境并非友好。老牌公立医院中, 上海市五官科医院一家独大, 还有上海一院(国家临床重点学科)、九院等辐射全国的权威眼科医院。此外, 上海和平(华夏眼科)、上海爱尔、上海新视界(光正眼科)和上海中兴新视界(光正眼科)四家民营医院历史较公司更为悠久。尽管上海普瑞的体量还无法跻身上海眼科民营医院前三, 但作为后来者上海普瑞现在已经站稳了脚跟。公司通过引进本地公立医院专家多点执业, 贴合上海患者就医习惯, 引流效果明显。由于我国眼科医生资源稀缺, 公司发展初期积累尚且有限, 平台对眼科专家的吸引力不足, 因此公司采用多点执业方式引入当地公立医院医生, 帮助新建医院快速爬坡。

展望未来, 1) 上海普瑞的屈光和视光业务有望齐头并进。与昆明普瑞的发展路径较为接近, 上海普瑞眼科同样是以白内障业务起家, 随后加快转型消费医疗, 屈光、视光业务依次发力。2) 盈利能力低于全国省会城市的平均水平。由于上海竞争激烈、人力和租金等成本费用昂贵, 预计未来上海地区医院的利润率水平有望随着业务规模的扩大而提高。3) 公司在上海区域将持续加密。上海作为医疗重镇, 各家民营医院在战略上都给予了充分重视。

五、公司成长空间广阔, 首次覆盖给予“推荐”评级

我们按照门店的不同发展阶段, 对公司体内医院进行收入和毛利率预测。

- **盈利医院:** 截至 2021 年底, 公司体内盈利医院共有 10 家, 步入了较为成熟的发展阶段。我们预计, 未来盈利医院将会保持稳健增长, 支撑公司盈利。毛利率方面, 随着盈利医院不断向着高端业务转型, 有望带动毛利率小幅上行。
- **尚未盈利医院:** 截至 2021 年底, 公司体内有 9 家尚未盈利的医院, 目前还处在快速发展阶段。我们预计, 未来尚未盈利的医院将会保持较快增长, 成为公司业绩的有力补充。毛利率方面, 随着尚未盈利医院的经营趋向成熟, 供应链的原材料采购等规模效应体现, 有望带动毛利率上升。
- **视光门诊:** 截至 2021 年底, 公司有 2 家视光门诊。我们预计, 未来随着人们对医学视光认知度的提升, 视光门诊的收入将会实现较高增长。毛利率方面, 视光门诊运营属于轻资产模式, 公司体内两家视光门诊还处在成长期, 盈利能力较弱, 未来随

着经营不断成熟，视光门诊的毛利有望持续上行。

- **新建/并购：**假设未来每年公司新建或并购 3 家眼科医院。

图表 29 公司收入拆分

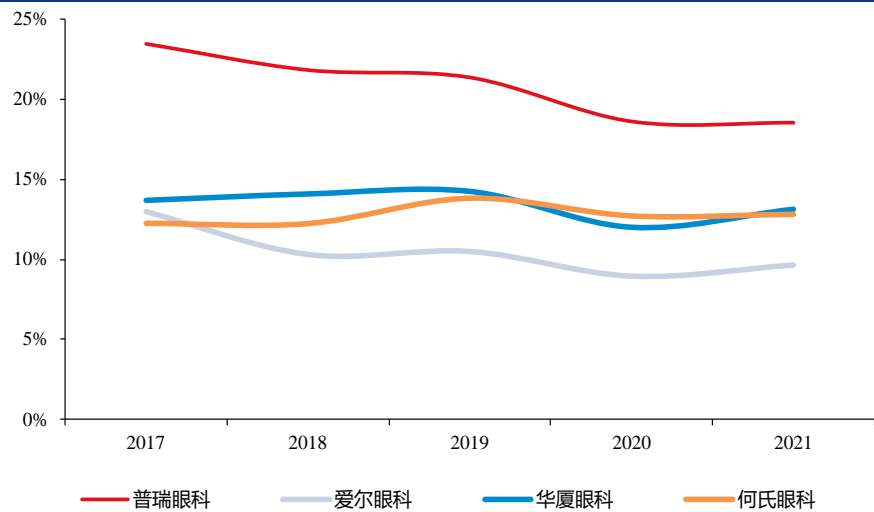
| (单位: 百万元) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入 | 1,193 | 1,362 | 1,710 | 1,726 | 2,495 | 3,104 |
| yoy | | 14% | 26% | 1% | 45% | 24% |
| 盈利医院小计 | | | | | | |
| 收入 | 965 | 1,087 | 1,358 | 1,371 | 1,920 | 2,304 |
| yoy | | 13% | 25% | 1% | 40% | 20% |
| 其他医院小计 | | | | | | |
| 收入 | 224 | 269 | 342 | 342 | 514 | 642 |
| yoy | | 20% | 27% | 0% | 50% | 25% |
| 视光门诊小计 | | | | | | |
| 收入 | 2 | 3 | 2 | 2 | 4 | 7 |
| yoy | | 418% | 21% | 20% | 80% | 80% |
| 新建医院 | | | | | | |
| 收入 | | | | | 45 | 135 |
| yoy | | | | | | 200% |
| 其他项目 | | | | | | |
| 收入 | 2 | 3 | 8 | 10 | 12 | 16 |
| yoy | | | | 20% | 30% | 30% |

资料来源: Wind, 华创证券预测

期间费用率假设:

- **销售费用率假设：**公司的销售费用率高于其他可比公司，主因：1) 公司业务结构中屈光业务特色明显，需利用广告宣传推广获客；2) 公司尚处在发展前期，为了市场开拓，扩充市场销售人员，市场推广宣传力度大，导致公司的销售费用率较高。2019-2021 年公司的销售费用率分别为 21.4%、18.6%和 18.5%，销售费用率逐渐下行。我们预计，未来随着公司一城多院战略持续推进，公司品牌有望辐射同城以及同省份其他新开医院，销售费用率有望进一步降低。

图表 30 各家眼科医疗服务公司销售费用率对比



资料来源：Wind，华创证券

- **管理费用率假设：**2022 年公司加速扩张，总部和区域总部建设加强，引入大量管理人才强化对全国经营布局的运营、维护和服务支持，预期管理费用率上升明显。我们预计，未来几年公司管理团队会逐渐稳定，管理费用率逐步恢复到正常水平。

我们预计，公司 2022-2024 年的营业收入分别为 17.26 亿、24.95 亿和 31.04 亿元，同比增长 0.9%、44.6%和 24.4%；归母净利润为 0.20、1.51 和 2.02 亿元，同比增长-78.5%、645.5%和 34.1%。根据 DCF 模型测算，我们给予公司整体估值 190 亿元，对应目标价为 127 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

六、风险提示

- 1、屈光手术或会面临价格战风险；
- 2、新建医院体量小导致净利润波动风险；
- 3、医疗事故处理不当或会导致社会舆论风险等。

附录：财务预测表
资产负债表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 171 | 1,320 | 1,490 | 1,679 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 54 | 82 | 107 | 132 |
| 预付账款 | 14 | 12 | 19 | 28 |
| 存货 | 90 | 100 | 147 | 183 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 90 | 106 | 146 | 177 |
| 流动资产合计 | 419 | 1,620 | 1,909 | 2,199 |
| 其他长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 169 | 174 | 179 | 184 |
| 固定资产 | 350 | 436 | 537 | 657 |
| 在建工程 | 145 | 161 | 180 | 203 |
| 无形资产 | 12 | 11 | 10 | 9 |
| 其他非流动资产 | 1,231 | 1,193 | 1,166 | 1,145 |
| 非流动资产合计 | 1,907 | 1,975 | 2,072 | 2,198 |
| 资产合计 | 2,326 | 3,595 | 3,981 | 4,397 |
| 短期借款 | 110 | 220 | 330 | 441 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 147 | 189 | 260 | 323 |
| 预收款项 | 0 | 6 | 9 | 11 |
| 合同负债 | 19 | 11 | 15 | 19 |
| 其他应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 一年内到期的非流动负债 | 99 | 99 | 99 | 99 |
| 其他流动负债 | 115 | 115 | 162 | 196 |
| 流动负债合计 | 490 | 640 | 875 | 1,089 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 888 | 888 | 888 | 888 |
| 非流动负债合计 | 888 | 888 | 888 | 888 |
| 负债合计 | 1,378 | 1,528 | 1,763 | 1,977 |
| 归属母公司所有者权益 | 948 | 2,067 | 2,218 | 2,420 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 所有者权益合计 | 948 | 2,067 | 2,218 | 2,420 |
| 负债和股东权益 | 2,326 | 3,595 | 3,981 | 4,397 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 359 | 152 | 255 | 321 |
| 现金收益 | 241 | 132 | 270 | 332 |
| 存货影响 | -9 | -10 | -47 | -36 |
| 经营性应收影响 | 23 | -21 | -26 | -29 |
| 经营性应付影响 | 5 | 48 | 73 | 66 |
| 其他影响 | 99 | 2 | -15 | -12 |
| 投资活动现金流 | -429 | -165 | -197 | -235 |
| 资本支出 | -230 | -201 | -225 | -257 |
| 股权投资 | -169 | -5 | -5 | -5 |
| 其他长期资产变化 | -30 | 41 | 33 | 27 |
| 融资活动现金流 | -44 | 1,162 | 112 | 103 |
| 借款增加 | 191 | 110 | 110 | 110 |
| 股利及利息支付 | -5 | -10 | -12 | -15 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -230 | 1,062 | 14 | 8 |

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 1,710 | 1,726 | 2,495 | 3,104 |
| 营业成本 | 968 | 1,017 | 1,477 | 1,854 |
| 税金及附加 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 销售费用 | 317 | 359 | 449 | 543 |
| 管理费用 | 243 | 312 | 352 | 422 |
| 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 48 | 11 | 13 | 16 |
| 信用减值损失 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 资产减值损失 | -11 | -5 | -5 | -5 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 其他收益 | 14 | 11 | 11 | 11 |
| 营业利润 | 143 | 38 | 214 | 278 |
| 营业外收入 | 1 | 0 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 5 | 7 | 7 | 7 |
| 利润总额 | 139 | 31 | 208 | 272 |
| 所得税 | 45 | 11 | 57 | 70 |
| 净利润 | 94 | 20 | 151 | 202 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 94 | 20 | 151 | 202 |
| NOPLAT | 127 | 27 | 160 | 214 |
| EPS(摊薄) (元) | 0.63 | 0.14 | 1.01 | 1.35 |

主要财务比率

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 25.5% | 0.9% | 44.6% | 24.4% |
| EBIT 增长率 | 20.1% | -77.6% | 425.9% | 30.2% |
| 归母净利润增长率 | -13.8% | -78.5% | 645.5% | 34.1% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 43.4% | 41.0% | 40.8% | 40.3% |
| 净利率 | 5.5% | 1.2% | 6.0% | 6.5% |
| ROE | 9.9% | 1.0% | 6.8% | 8.3% |
| ROIC | 16.8% | 2.1% | 8.8% | 10.2% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 59.2% | 42.5% | 44.3% | 44.9% |
| 债务权益比 | 115.6% | 58.4% | 59.4% | 59.0% |
| 流动比率 | 0.9 | 2.5 | 2.2 | 2.0 |
| 速动比率 | 0.7 | 2.4 | 2.0 | 1.9 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| 应收账款周转天数 | 13 | 14 | 14 | 14 |
| 应付账款周转天数 | 54 | 60 | 55 | 57 |
| 存货周转天数 | 32 | 34 | 30 | 32 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.63 | 0.14 | 1.01 | 1.35 |
| 每股经营现金流 | 2.40 | 1.02 | 1.70 | 2.15 |
| 每股净资产 | 6.34 | 13.82 | 14.82 | 16.17 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 116 | 720 | 97 | 72 |
| P/B | 12 | 7 | 7 | 6 |
| EV/EBITDA | 67 | 134 | 59 | 48 |

医药组团队介绍

组长、首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名。

联席首席研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级分析师：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

研究员：王宏雨

西安交通大学管理学学士，复旦大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

研究员：万梦蝶

华中科技大学工学学士，中南财经政法大学金融硕士，医药金融复合背景。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：张艺君

清华大学生物科学学士，清华大学免疫学博士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：胡怡维

美国哥伦比亚大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---------|-----|----------------|-------------------|-------------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 副总经理、北京机构销售总监 | 010-63214682 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 张菲菲 | 北京机构副总监 | 010-63214682 | zhangfeifei@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 副总监 | 010-63214682 | liuyi@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 资深销售经理 | 010-63214682 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 侯斌 | 资深销售经理 | 010-63214682 | houbin@hcyjs.com |
| | 过云龙 | 高级销售经理 | 010-63214682 | guoyunlong@hcyjs.com |
| | 蔡依林 | 高级销售经理 | 010-66500808 | caiyilin@hcyjs.com |
| | 刘颖 | 高级销售经理 | 010-66500821 | liuying5@hcyjs.com |
| | 顾翎蓝 | 高级销售经理 | 010-63214682 | gulinglan@hcyjs.com |
| | 车一哲 | 销售经理 | | cheyizhe@hcyjs.com |
| 深圳机构销售部 | 张娟 | 副总经理、深圳机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 高级销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 张嘉慧 | 高级销售经理 | 0755-82756804 | zhangjiahui1@hcyjs.com |
| | 邓洁 | 高级销售经理 | 0755-82756803 | dengjie@hcyjs.com |
| | 董姝彤 | 销售经理 | 0755-82871425 | dongshutong@hcyjs.com |
| | 巢莫雯 | 销售经理 | 0755-83024576 | chaomowen@hcyjs.com |
| | 王春丽 | 销售经理 | 0755-82871425 | wangchunli@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 许彩霞 | 总经理助理、上海机构销售总监 | 021-20572536 | xucaixia@hcyjs.com |
| | 曹静婷 | 上海机构销售副总监 | 021-20572551 | caojingting@hcyjs.com |
| | 官逸超 | 上海机构销售副总监 | 021-20572555 | guanyichao@hcyjs.com |
| | 黄畅 | 上海机构销售副总监 | 021-20572257-2552 | huangchang@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 资深销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjian1@hcyjs.com |
| | 邵婧 | 高级销售经理 | 021-20572560 | shaojing@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 高级销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 高级销售经理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com |
| | 朱涨雨 | 销售助理 | 021-20572573 | zhuzhangyu@hcyjs.com |
| | 李凯月 | 销售助理 | | likaiyue@hcyjs.com |
| 广州机构销售部 | 段佳音 | 广州机构销售总监 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 周玮 | 销售经理 | | zhouwei@hcyjs.com |
| | 王世韬 | 销售经理 | | wangshitao1@hcyjs.com |
| 私募销售组 | 潘亚琪 | 总监 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 副总监 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 江赛专 | 资深销售经理 | 0755-82756805 | jiangsaizhuan@hcyjs.com |
| | 汪戈 | 高级销售经理 | 021-20572559 | wangge@hcyjs.com |
| | 宋丹琦 | 销售经理 | 021-25072549 | songdanyu@hcyjs.com |

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
|---|---|---|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900 | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562 | 地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522 |