

23Q1 扣非归母净利润超预期，加速布局高线城市

普瑞眼科 (301239.SZ)

核心观点

公司 23Q1 季报扣非归母净利润超预期。短期来看，在眼科医疗服务需求复苏背景下，公司 2023 年业绩弹性可观。中期来看，公司从 2019 年开始加速新开医院，短期净利率较低，体内新建医院项目预计于 2024 年内完成，整体净利率有望得到提升。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。

事件

2023 年 4 月 25 日，公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报

公司 2022 年实现收入 17.26 亿元，同比增长 0.91%；实现归母净利润 0.21 亿元，同比下降 78.09%；实现扣非归母净利润 0.19 亿元，同比下降 78.36%。EPS 为 0.36 元。

其中 2022 年第四季度收入为 2.93 亿元，同比下降 16.92%，归母净利润为-0.73 亿元。

2023 年一季度，公司实现营收 6.50 亿元，同比增长 38.73%；归母净利润为 1.62 亿元，同比增长 334.85%；扣非归母净利润为 0.71 亿元，同比增长 92.30%。

简评

2022 年业绩符合预期，2023Q1 业绩超预期

2022 年公司实现收入 17.26 亿元，同比增长 0.91%；实现归母净利润 0.21 亿元，同比下降 78.09%；实现扣非归母净利润 0.19 亿元，同比下降 78.36%，符合此前发布的业绩预告（归母净利润 1755-2279 万元，同比下降 76%-81%）。2022 年全国各地疫情持续反复，各地疫情防控政策对公司旗下医院经营产生较大影响。

我国防疫政策优化后，眼科医疗服务行业呈现较好的复苏态势，公司 23Q1 实现收入 6.50 亿元，同比增长 38.73%，其中一季度并表的东莞医院预计贡献收入增速 10 个百分点；内生增长约为 28%，得益于公司持续新增多家医院，销售规模不断扩大。23Q1 公司实现归母净利润 1.62 亿元，同比增长 334.85%，其中投资收益同比增加了 8618 万元，主要是因为原参股公司东莞医院一季度并表确认了一次性投资收益。23Q1 公司实现扣非归母净利润 7143 万元，同比增长 92.30%。公司 23Q1 业绩增长超预期，可能是因为公司在实现收入快速增长的同时，也实现了较好的费用控制，23Q1 期间费用率为 29.12%，同比降低了 6.42 个百分点。

维持

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 04 月 29 日

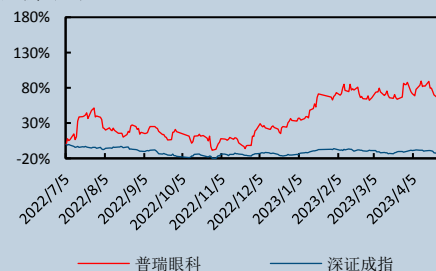
当前股价：127.58 元

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
44.78/42.57	40.96/39.17	/
12 月最高/最低价 (元)		127.58/48.28
总股本 (万股)		14,961.90
流通 A 股 (万股)		3,740.48
总市值 (亿元)		190.88
流通市值 (亿元)		47.72
近 3 月日均成交量 (万)		112.01
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

22Q1-23Q1 公司单季度收入增速分别为 20.75%、-8.16%、6.31%、-16.92%、38.73%（其中 23Q1 内生增速约为 28%），22Q4 大陆地区疫情防控进入新阶段，各地陆续迎来感染高峰，因此单季度收入下滑较大。眼科医疗服务行业在防疫政策优化后呈现出良好的复苏态势，公司 2020-2022 年期间持续新开医院储备了较强的增长动力。展望 2023Q2-Q4，在低基数效应下，预计公司收入同比增速将会更为可观。

加速布局高线城市，后疫情时代有望迎来快速增长

2022 年，公司新开业 5 家眼科医院，分别是昆明润城普瑞（昆明二院）、合肥瑶海普瑞（合肥二院）、南昌红谷滩普瑞（南昌二院）、广州番禺普瑞和南宁普瑞（南宁二院）。截至 2022 年年底，公司已运营 24 家连锁眼科专科医院，覆盖全国所有直辖市及十余个省会城市。

公司顺应人口分布和经济活动向区域中心城市聚集的趋势，制定“全国连锁化+同城一体化”的布局规划，聚焦直辖市、省会城市等中心城市，继而辐射周边市场。公司上市后加速布局高线城市，预计目前共有 8 个眼科医院（包括门诊部）在建工程，分别位于上海、深圳、广州、哈尔滨、武汉、重庆等，预计将会在 2023-2024 年期间开业。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，保持收入和净利润的快速增长。

2022 年屈光、视光业务占比提升，引进新的视光事业部技术总监

2022 年，公司实现屈光项目收入 9.71 亿元，同比增长 11.29%；视光项目收入 2.60 亿元，同比下降 5.83%；白内障项目收入 2.49 亿元，同比下降 13.04%；综合眼病项目收入 2.33 亿元，同比下降 12.65%。2022 年，公司屈光和视光的收入占比之和达到 71.31%，同比上升 4.17 个百分点。

2022 年公司整体毛利率为 41.67%，同比下降 1.7 个百分点，主要是公司在 2022 年积极扩张新医院，在收入小幅增长的同时，成本端增长更快。2022 年公司屈光、视光、白内障、基础眼病的分业务毛利率为 50.47%、44.75%、30.85%、13.27%，分别同比减少 2.13、2.09、3.76、6.29 个百分点。

23Q1 公司整体毛利率为 44.64%，同比下降 0.52 个百分点，可能是因为低毛利业务白内障、基础眼病等积压需求释放，分业务增速更快、收入占比提升所致。中长期来看，公司视光业务占比有望得到提升。2022 年，公司从美国引进陆燕博士，担任公司儿童眼病与视光事业部技术总监，有望帮助公司旗下医院提升视光服务能力。

23Q1 费用控制效果较好，收入快速增长摊薄各项费用率

2022 年公司整体销售费用率 19.91%，同比增加 1.39 个百分点，主要是销售人员工资薪酬及广告宣传费增加所致；管理费用率 15.66%，同比增加 1.46 个百分点，主要是管理人员工资薪酬、新开医院折旧与摊销及使用权资产折旧增加所致；财务费用率 2.75%，同比降低 0.08 个百分点，主要是银行存款利息收入增加所致。2022 年公司增加与眼科相关的临床应用及数字化研究支出，研发费用为 664.5 万元。

23Q1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率依次为 15.00%、11.79%、1.99%，分别同比减少 1.89、2.76、1.18 个百分点，公司实现了收入的较快增长情况下，仍实现了较好的费用控制，因此期间费用率降低较快。2022 年公司经营性现金流净流量 3.19 亿元，同比减少 11.1%。23Q1 公司实现经营现金流净流量 1.20 亿元，同比减少 2.4%。

盈利预测与估值

我们预测 2023-2025 年，公司营收分别为 25.7、33.3、42.0 亿元，分别同比增加 49.0%、29.6%、26.1%；归母净利润分别为 2.5、3.0、4.1 亿元，分别同比增加 1132.4%、18.7%、37.5%，其中 2023 年归母净利润增速较

高、2024 年归母净利润增速较低，一方面是 2022 年公司经营受疫情影响较大、基数较低，另一方面是因为 2023 年一季度公司完成了东莞医院的并表从而确认了一次性投资收益。以 2023 年 4 月 28 日收盘价（127.58 元/股）计算，2023-2025 年 PE 分别为 75、63 和 46 倍。维持“买入”评级。

图表1： 预测和比率

单位:百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1362.12	1710.02	1725.64	2571.72	3332.69	4203.53
增长率(%)	14.21%	25.54%	0.91%	49.03%	29.59%	26.13%
归属母公司股东净利润	108.93	93.89	20.57	253.48	300.88	413.76
增长率(%)	122.06%	-13.81%	-78.09%	1132.39%	18.70%	37.52%
每股收益(EPS)	0.73	0.63	0.14	1.69	2.01	2.77
市盈率(P/E)	175	203	928	75	63	46

资料来源: Wind, 中信建投

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) 人力资源储备不足风险：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。

图表2： 财务报表预测

利润表（百万元）					现金流量表（百万元）						
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1726	2572	3333	4204	净利润	20.57	253.48	300.88	413.76		
营业成本	1007	1490	1945	2419	折旧与摊销	121.84	218.61	286.10	350.68		
营业税金及附加	3.19	4.44	5.80	7.38	财务费用	47.51	0.00	0.00	0.00		
销售费用	344	425	523	646	资产减值损失	-3	-20.00	-23.00	-26.45		
管理费用	270	363	446	552	经营营运资本变动	-141	-37.72	0.62	-3.54		
财务费用	47.51	0.00	0.00	0.00	其他	273	-77	7	12		
资产减值损失	-3.02	-20.00	-23.00	-26.45	经营活动现金流净额	319	338	572	747		
投资收益	15.17	101.17	20.00	16.00	资本支出	20	-805.00	-605.00	-105.00		
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-622	101.2	20.0	16.0		
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-602	-703.8	-585.0	-89.0		
营业利润	67.54	399.53	440.82	603.72	短期借款	-8	-103	0.00	0.00		
其他非经营损益	-8.31	-9.56	-10.99	-12.64	长期借款	89	0.00	0.00	0.00		
利润总额	59.23	389.97	429.83	591.08	股权融资	1099	1258.67	0.00	0.00		
所得税	38.66	136.49	128.95	177.32	支付股利	0	-4	-51	-60		
净利润	20.57	253.48	300.88	413.76	其他	-142	-145	0	0		
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1038	1007	-51	-60		
归属母公司股东净利润	20.57	253.48	300.88	413.76	现金流量净额	755	641	-64	598		
资产负债表（百万元）					财务分析指标						
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	926	1567	1503	2101	成长能力						
应收和预付款项	124	185	237	301	销售收入增长率	0.91%	49.03%	29.59%	26.13%		
存货	107.62	159.35	205.99	257.60	营业利润增长率	-52.80%	491.56%	10.34%	36.95%		
其他流动资产	29.77	44.36	57.49	72.51	净利润增长率	-78.09%	1132.39%	18.70%	37.52%		
长期股权投资	267.43	267.43	267.43	267.43	EBITDA 增长率	-18.38%	160.94%	17.60%	31.29%		
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力						
固定资产和在建工程	455	1121	1524	1367	毛利率	41.67%	42.05%	41.63%	42.46%		
无形资产和开发支出	38	35	33	31	三费率	38.33%	30.61%	29.08%	28.50%		
其他非流动资产	1729	1672	1610	1544	净利率	1.19%	9.86%	9.03%	9.84%		
资产总计	3677	5052	5438	5941	ROE	0.99%	7.09%	7.86%	9.90%		
短期借款	102.64	0.00	0.00	0.00	ROA	0.56%	5.02%	5.53%	6.96%		
应付和预收款项	301	426	556	697	ROIC	226.44%	32.03%	14.44%	16.63%		
长期借款	88.50	88.50	88.50	88.50	EBITDA/销售收入	13.73%	24.04%	21.81%	22.70%		
其他负债	1118	961	968	975	营运能力						
负债合计	1609	1476	1612	1761	总资产周转率	0.57	0.59	0.64	0.74		
股本	150	187	187	187	固定资产周转率	4.65	5.17	4.57	4.78		
资本公积	1734	2955	2955	2955	应收账款周转率	28.51	31.99	30.21	30.12		
留存收益	184	433	684	1037	存货周转率	10.18	11.16	10.59	10.37		
归属母公司股东权益	2068	3576	3826	4180	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.25%	—	—	—		
少数股东权益	0	0	0	0	资本结构						
股东权益合计	2068	3576	3826	4180	资产负债率	43.77%	29.21%	29.65%	29.64%		
负债和股东权益合计	3677	5052	5438	5941	带息债务/总负债	11.88%	6.00%	5.49%	5.03%		
					流动比率	2.04	4.36	3.42	3.72		
					速动比率	1.85	4.00	3.07	3.37		
					股利支付率	0.00%	1.62%	16.85%	14.54%		
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标						
EBITDA	236.89	618.14	726.92	954.40	每股收益	0.14	1.69	2.01	2.77		
PE	928.05	75.31	63.44	46.13	每股净资产	13.82	23.90	25.57	27.93		
PB	9.23	5.34	4.99	4.57	每股经营现金	2.13	2.26	3.82	4.99		
PS	11.06	7.42	5.73	4.54	每股股利	0.00	0.03	0.34	0.40		
EV/EBITDA	72.43	34.04	29.03	21.49							
股息率	0.00%	0.02%	0.27%	0.32%							

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

刘慧彬

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 2103 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