

欧普康视

300595

审慎增持 (维持)

产品升级，渠道为王，视光细分赛道先行者

2020 年 05 月 08 日

市场数据

市场数据日期	2020/05/07
收盘价(元)	67.32
总股本(百万股)	404.64
流通股本(百万股)	287.89
总市值(百万元)	27240.36
流通市值(百万元)	19380.75
净资产(百万元)	1378.66
总资产(百万元)	1665.22
每股净资产	3.41

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	647	775	1079	1492
同比增长(%)	41.1%	19.8%	39.1%	38.3%
净利润(百万元)	307	383	550	766
同比增长(%)	41.9%	24.7%	43.8%	39.2%
毛利率(%)	78.4%	79.4%	80.0%	80.2%
净利率(%)	47.4%	49.4%	51.0%	51.4%
净资产收益率(%)	23.1%	21.8%	24.5%	26.1%
每股收益(元)	0.76	0.95	1.36	1.89
每股经营现金流(元)	0.68	0.71	1.04	1.42

相关报告

《国内角膜塑形镜领域寡头，产能释放或助业绩再腾飞》
20170626

分析师:

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

研究助理:

团队成员:

投资要点

欧普康视作为国内首家获得角膜塑形镜产品注册证的企业，竞争优势显著，业绩高速增长。2019 年公司实现营业收入 6.5 亿元 (+41%)，三年 CAGR 达 40%，实现归母净利润 3.07 亿元 (+42%)，三年 CAGR39%，公司毛利率高达 78%，净利率达 46%。分产品来看，核心产品角膜塑形镜依旧是公司主要的收入和利润来源。角膜塑形镜、日戴维、护理产品、普通框架镜分别实现收入 4.37、0.15、1.07、0.85 亿元，分别占比 68%、2%、17%、13%，毛利率分别达 91%、73%、45%、58%。

快速扩充产品线，形成了核心产品、核心配套、视光其他产品三大品类。1) 角膜接触镜：梦戴维稳定更新的同时，公司推出了 DV 系列高端镜片，更广泛的客户覆盖。2) 硬镜配套产品：2019 年自主研发取得硬镜护理液注册证，实现进口替代；逐步推出综合检测仪、抛光机、智能小梦等配镜、戴镜、清洗等环节的配套产品，提升客户体验。3) 视光其他产品：①近视矫正，高端框架镜即将放量，滴眼液进入研发；②收购卫视康拓展高端眼科；③眼保健产品、泪液分泌检测试纸等多方面拓展。

投资收购优质经销商与视光终端，把握渠道打造“欧普联盟”。公司目前已有 115 家子公司，新设 6 家医院，自有视光服务终端 160 多家，产品成功进入 900 多家视光服务终端。分地区来看，华东主战场持续扩张，销售额达 3.94 亿元，占比达 61%，其他地区加速扩充。分渠道来看，收购经销商和终端后直销成为主要销售途径，19H1 收入占比达 54%，毛利率高达 82%。

盈利预测与估值：公司所处细分行业赛道优质，行业内竞争优势显著，且核心主业高速增长的同时扩容视光全产业链。我们看好公司的短中长期发展，预计 2020-2022 年净利润分别为 3.83、5.50、7.66 亿元，对应 EPS 为 0.95、1.36、1.89 元，当前股价对应 PE 为 71.2、49.5、35.5 倍。维持给予公司“审慎增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧，近视矫正竞品上市，投资收益不及预期等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

一、欧普康视：首家眼视光科技上市企业	- 5 -
1.1、起源于美国，国内首家上市眼视光科技企业	- 5 -
1.2、非手术视力矫正——角膜塑形镜行业知名品牌	- 5 -
1.3、公司股权结构清晰，董事长为公司创始人	- 6 -
二、政策利好优质赛道持续扩容，大空间低渗透高成长	- 7 -
2.1、眼科行业蕴含巨大需求	- 7 -
2.2、青少年近视问题严峻，政策明确利好视光行业	- 8 -
2.3、角膜塑形镜安全可逆效果佳，低渗透行业潜力大	- 10 -
2.3.1、角膜塑形镜是青少年近视矫正最有效的手段之一	- 10 -
2.3.2、角膜塑形镜行业潜力大，审批进度慢壁垒高	- 14 -
三、渠道扩张产品拓展，快速成长的眼科商业帝国	- 16 -
3.1、商业模式：定制化设计+订单式生产，经销与直营并行	- 16 -
3.2、基于角膜塑形镜，多维创新近视矫正产品	- 18 -
3.2.1、高端 DV 产品完善硬镜覆盖面，单价提升毛利率更优	- 19 -
3.2.2、硬镜配套产品深挖痛点，护理液获注册证实现进口替代	- 21 -
3.2.3、研发智能框架镜，成立药品部，进一步拓展近视矫正产品线	- 22 -
3.3、经销商与视光终端齐发展，把握渠道打造“欧普联盟”	- 23 -
3.3.1、坚持技术推广与产品营销，终端数量稳定增长	- 23 -
3.3.2、华东主战场持续扩张，其他地区加大渗透	- 24 -
3.3.3、直销已成为公司主要销售途径	- 24 -
3.3.4、并购投资优质经销商与视光服务终端，实现快速扩张	- 25 -
3.4、布局建设产业链，备战中长期增长	- 27 -
3.5、研发立本，产能扩大，全自动化产线赋能	- 28 -
3.6、原材料采购集中度下降，与备用供应商达成合作协议	- 30 -
四、深耕行业十余年，竞争优势显著	- 30 -
4.1、角膜塑形镜行业竞争格局：欧普康视优势明显	- 30 -
4.2、不同厂商产品参数对比	- 32 -
五、财务分析	- 32 -
5.1、经营状况分析	- 32 -
5.2、资本结构与偿债能力	- 34 -
5.3、营运能力	- 35 -
5.4、杜邦分析法	- 35 -
5.5、内生增长是公司业绩增长的主要原因	- 36 -
六、投资建议与估值	- 37 -
七、风险提示	- 39 -
图 1、公司发展历史	- 5 -
图 2、公司核心产品：梦戴维、DV	- 6 -
图 3、公司股权结构（截至 2020 年 Q1）	- 6 -
图 4、眼科医疗行业分类	- 7 -
图 5、眼科专科医院数量	- 8 -
图 6、眼科医疗市场规模	- 8 -
图 7、中国近视患者人数	- 8 -
图 8、中国儿童青少年近视比例	- 8 -
图 9、中国眼镜行业市场规模	- 9 -
图 10、中国软性隐形眼镜市场规模	- 9 -
图 11、角膜接触镜分类	- 12 -
图 12、角膜塑形镜使用	- 13 -

图 13、角膜塑形镜矫正原理示意图	13 -
图 14、中国角膜塑形镜消费量	14 -
图 15、三类器械产品注册审批时间长	16 -
图 16、各企业取得角膜塑形镜注册证时间	16 -
图 17、欧普康视经营模式	17 -
图 18、欧普康视角膜接触镜销售流程	17 -
图 19、2019 年欧普康视营业收入占比	18 -
图 20、2019 年欧普康视毛利润占比	18 -
图 21、欧普康视产品一览（2020 年 4 月）	19 -
图 22、镜特舒家族产品	21 -
图 23、普通框架镜收入及增速	22 -
图 24、BrightKids 智能近视防控镜	22 -
图 25、各地区营业收入（百万元）	24 -
图 26、各地区营收占比	24 -
图 27、直销、经销收入占比	25 -
图 28、公司终端布局	25 -
图 29、控股公司数量激增（家）	26 -
图 30、欧普康视子公司（截至 2016 年底）	26 -
图 31、欧普康视子公司（截至 2019 年底）	26 -
图 32、研发费用	28 -
图 33、研发人员	28 -
图 34、欧普康视公司总部	29 -
图 35、欧普康视生产研发基地	29 -
图 36、供应商采购金额	30 -
图 37、采购占比	30 -
图 38、营业收入（百万元）	33 -
图 39、毛利润（百万元）	33 -
图 40、各业务毛利率	33 -
图 41、归母净利润（百万元）	33 -
图 42、管理费用	34 -
图 43、销售费用	34 -
图 44、资产负债率	34 -
图 45、流动比率	34 -
图 46、经营性净现金流及期末现金	35 -
图 47、存货周转天数（天）	35 -
图 48、应收账款周转天数（天）	35 -
图 49、净资产收益率对比	36 -
图 50、母公司、子公司营业收入	36 -
图 51、母公司、子公司业绩	36 -
表 1、公司高级管理人员情况	7 -
表 2、国家对青少年近视问题十分重视	9 -
表 3、地方政府近视防控政策措施	10 -
表 4、近视矫正方式对比	11 -
表 5、不同手段近视矫正效果对比	12 -
表 6、角膜塑形镜行业空间测算（每年）	15 -
表 7、欧普康视硬性角膜接触镜产品介绍	20 -
表 8、硬镜价格与毛利率分析	21 -
表 9、硬性接触镜护理液	22 -

表 10、欧普康视主要营销措施	23 -
表 11、欧普康视营销成果	23 -
表 12、其他眼科投资情况	27 -
表 13、公司研发投入项目	28 -
表 14、公司募投项目进展（万元）	29 -
表 15、国内角膜塑形镜行业参与者	31 -
表 16、产品对比（基于注册证）	32 -
表 17、杜邦分析法	36 -
表 18、业绩承诺完成情况	37 -
表 19、主营业务拆分（百万元）	38 -
表 20、盈利预测结果	38 -
表 21、同业估值比较	39 -
附表	40 -

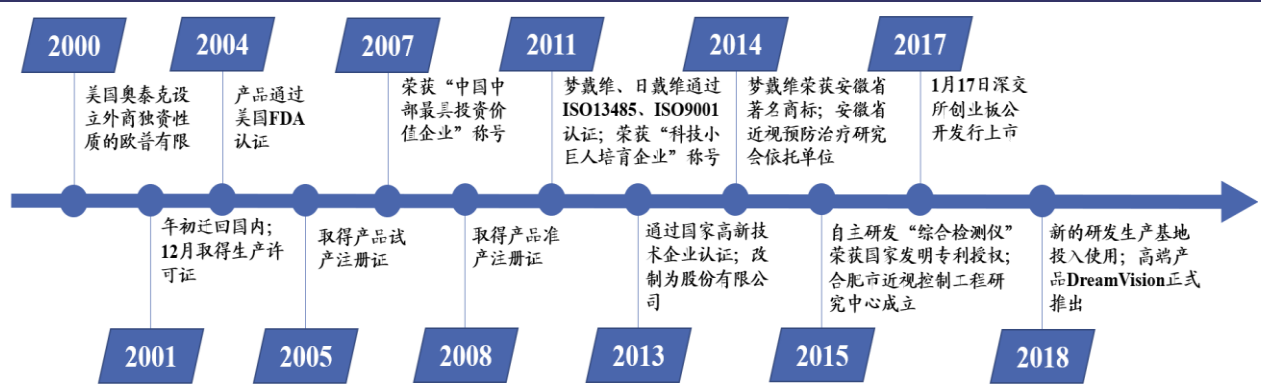
报告正文

一、欧普康视：首家眼视光科技上市企业

1.1、起源于美国，国内首家上市眼视光科技企业

2001 年欧普康视科技(合肥)有限公司成立，同年 12 月取得生产许可证。2004 年产品通过 FDA 认证，2005 年获得产品试产注册证，2008 年获得产品准产注册证，2013 年整体升级为欧普康视股份有限公司，2017 年于深交所创业板上市，成为国内首家上市的眼视光科技企业。

图 1、公司发展历史



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、非手术视力矫正——角膜塑形镜行业知名品牌

欧普康视是一家专业于眼健康和近视防控技术与服务的高新技术企业，专注眼视光产品及相关配套产品的研发、生产、销售，以及眼视光服务。业务包括眼科及视光医疗器械与医疗服务二大板块，目前主要业务为非手术视力矫正，逐步向“全面的眼视光产品研发制造及专业的眼视光医疗服务企业”发展。

公司主要产品包括角膜塑形镜、普通硬性角膜接触镜、护理产品等。产品类别属于国家食药监总局《医疗器械分类目录》中“植入体内或长期接触体内的眼科光学器具”，管理类别属于 III 类医疗器械产品。

深耕行业十余年，角膜塑形镜知名品牌。角膜塑形镜是公司主营产品核心，是一种用于矫正视力和控制近视加深的特殊角膜接触镜，用户通常睡觉时配戴，起床后摘下，可以拥有一个完整白天的清晰裸眼视力，长期配戴角膜塑形镜可以显著减缓近视度数的加深。公司梦戴维和 DreamVision 系列产品已经成为知名品牌，技术领先，已进入全国除西藏以外 30 个省市中的 900 多家知名医疗机构，累计用户超过 90 万例。根据国家药品监督管理局网站公示，公司是大陆地区获得角膜塑形镜产品注册证的两家大陆企业之一，也是国内首家获得该注册证的企业。

图 2、公司核心产品：梦戴维、DV

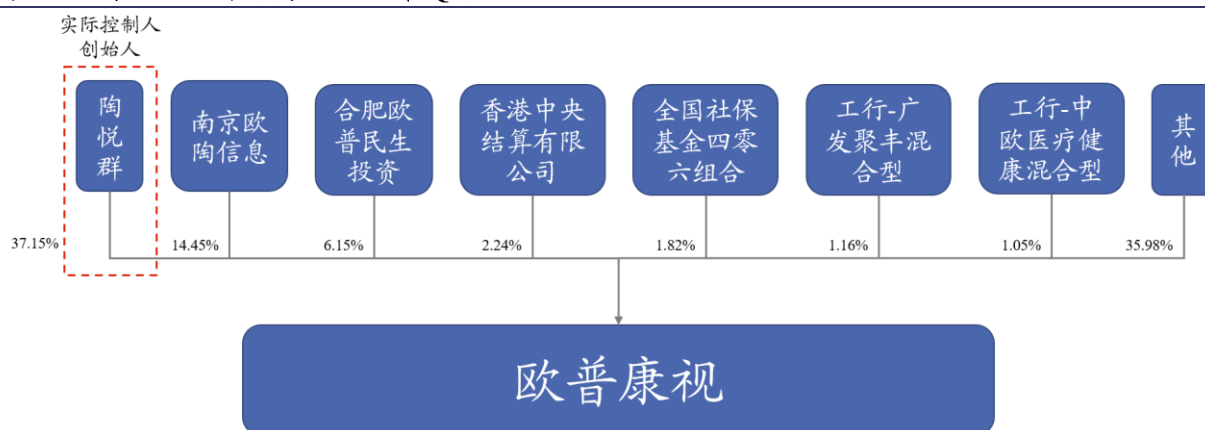


资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、公司股权结构清晰，董事长为公司创始人

公司实控人技术出身，研究背景深厚。截至 2019 年年报，公司前三大股东分别为陶悦群、南京欧陶信息，合肥欧普民生，持股比例分别为 37.15%、14.45%、6.15%。其中陶悦群博士为公司的创办人、董事长、总经理，曾在国内外学术杂志上发表多篇科技论文，多次参加全球角膜塑形镜大会，参与编写《现代角膜塑形学》专著。整体来看，公司股权结构清晰，各大股东之间无其他关联关系。

图 3、公司股权结构（截至 2020 年 Q1）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公司高级管理人员情况

姓名	职位	出生年份	学历	个人履历
陶悦群	董事长、总经理	1960 年	UCLA 工程博士	公司创始人，曾任加州大学研发顾问、加州州立大学授课教授，发表多篇科技论文，多次参加全球角膜塑形镜大会、角膜塑形技术行业的国际会议，参与编写《现代角膜塑形学》专著
施贤梅	董事、副总经理、运营总监、董秘	1974 年	本科	中级会计师，曾任职于南京欧普康视科技有限公司
董国欣	副总经理、医学总监	1968 年	本科	眼科副主任医师，曾任职于中国人民解放军第 531 医院
卫立治	代理财务总监	1982 年	本科	注册会计师，高级经济师。曾任职于安徽中源控股、合肥新筑机械、大华会计师事务所。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

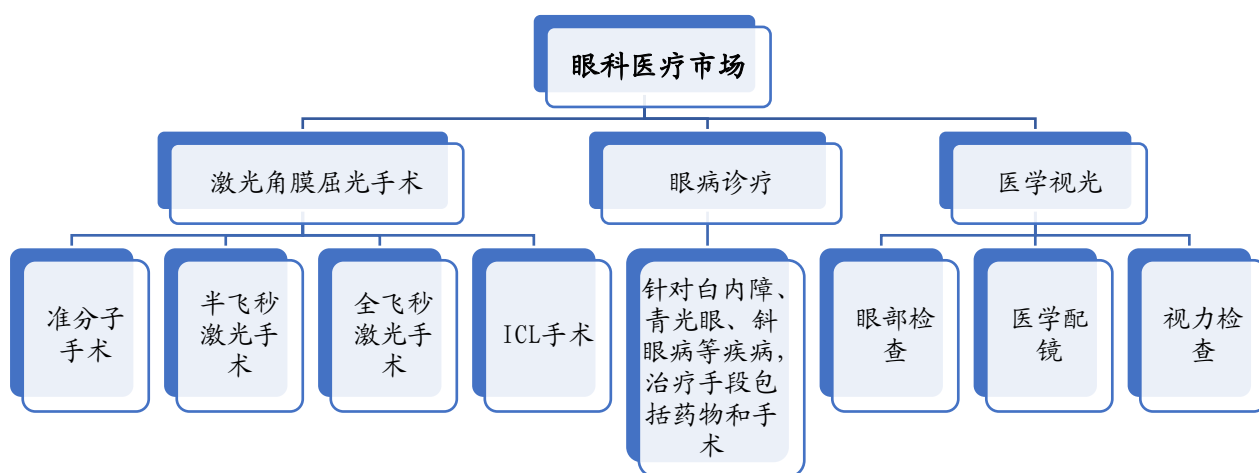
二、政策利好优质赛道持续扩容，大空间低渗透高成长

2.1、眼科行业蕴含巨大需求

眼科是研究发生在视觉系统，包括眼球及与其相关联的组织有关疾病的学科，包括致盲类眼病和非致盲类眼病。我国是世界上盲和视觉障碍患者数量最多的国家之一。

眼科医疗市场主要分为激光近视手术、眼病诊疗和医学视光三大部分。激光近视手术是治疗近视的手术；眼病诊疗主要针对玻璃体、视网膜疾病，青光眼，视神经病变、白内障等眼部疾病，以药物和手术作为治疗手段；医学视光是相对普通验光而言的：普通验光是指在一般眼镜店的配镜验光，而医学验光是综合各种情况得出的科学的验光处方，未来医学验光配镜有望成为市场主流。

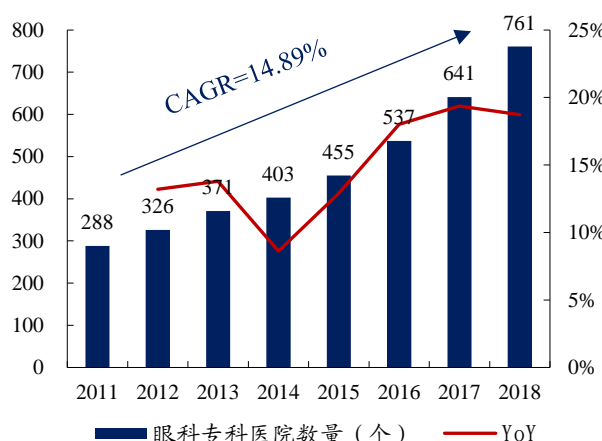
图 4、眼科医疗行业分类



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

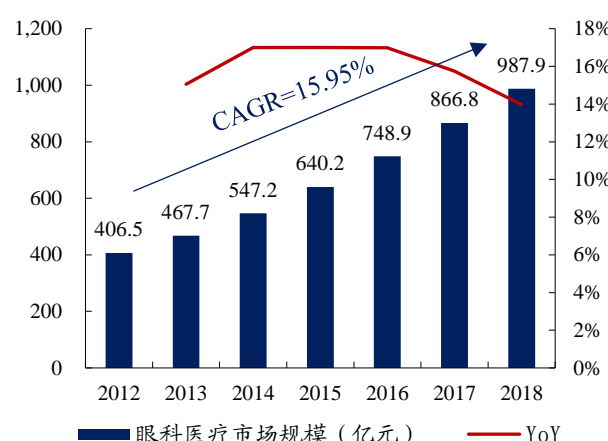
生活方式改变导致眼科患病人数增加，相关政策持续推动以及居民健康意识逐渐提升，眼科专科医院数量逐年增多，眼科行业需求快速增长，空间广阔。我国眼科专科医院数量从2011年的288个增长到2018年的761个，复合增速达14.89%，远超医院数量增长速度。2012-2018年我国眼科医疗市场规模从407亿元增长至988亿元，复合增速达16%。

图 5、眼科专科医院数量



资料来源：卫健委，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、眼科医疗市场规模

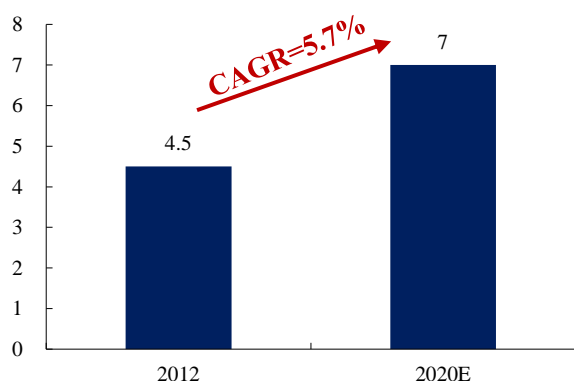


资料来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、青少年近视问题严峻，政策明确利好视光行业

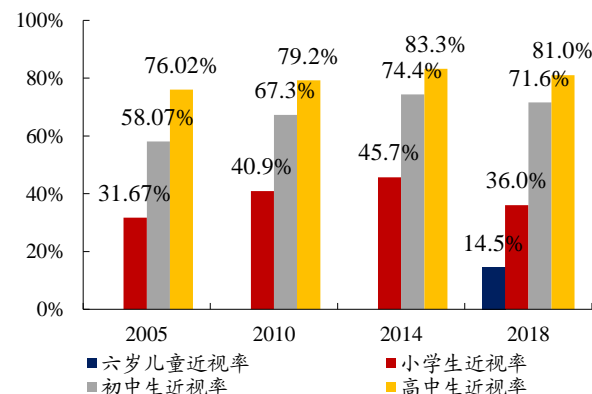
我国近视人口庞大，儿童青少年近视问题严峻，低龄化趋势明显。屈光不正是最常见的眼科疾病，包括近视、远视和散光。随着科技水平的发展及电子产品的普及，屈光不正人群中，尤其是青少年中的发病率逐渐升高，且发病年龄逐渐减小。2012年我国5岁以上近视人口已达4.5亿人，预计2020年将达7亿，占总人口的一半，居世界首位。2018年，全国少年儿童总体近视率为53.6%，其中六岁儿童为14.5%，小学生为36%，初中生为71.6% 高中生为81%，近视防控任务非常艰巨。

图 7、中国近视患者人数



资料来源：《国民视觉健康报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、中国儿童青少年近视比例



资料来源：教育部，卫健委，兴业证券经济与金融研究院整理

庞大的近视人群为视光行业带来巨大的市场空间。中国眼镜行业市场规模从2010年的364亿元提升至2018年的933亿元，其中软性隐形眼镜市场规模从21.8亿元提升至76.7亿元。

图 9、中国眼镜行业市场规模

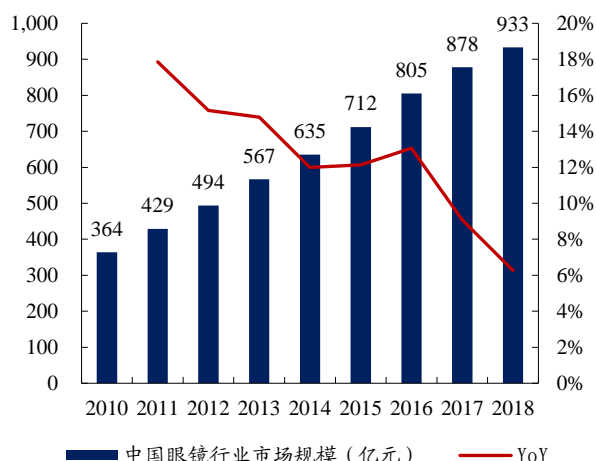
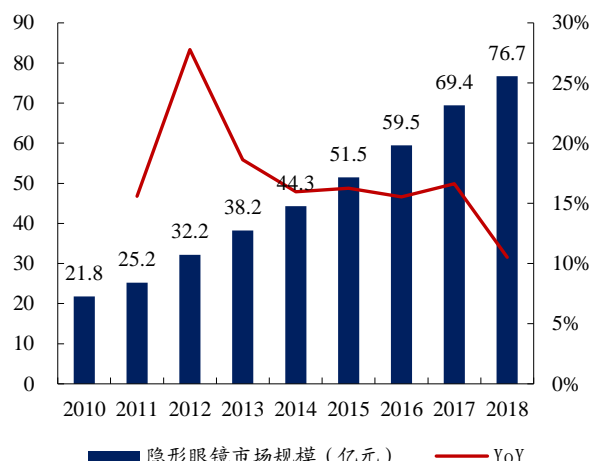


图 10、中国软性隐形眼镜市场规模



资料来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

政府明确重视青少年近视问题，视光行业将规范与发展并行。随着《近视防治指南》的公布，多项政策文件明确强调降低近视率、规范近视矫正工作将成为未来多部门的工作重点之一。在此驱动下，视光行业将迎来更加规范的监管和更广泛的科普推广和发展。其中，角膜接触镜是《指南》中近视矫正措施之一，预计在官方科普活动的带动下认可度将进一步提升。

表 2、国家对青少年近视问题十分重视

颁布时间	政策/文件	目标	相关内容
2018年6月	《近视防治指南》	-	介绍了单纯性近视的矫正措施：1、框架眼镜；2、 角膜接触镜 （软性接触镜、硬性接触镜、角膜塑形镜）3、手术矫正
2018年8月	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	到2023年，力争实现全国儿童青少年总体近视率在2018年的基础上每年降低0.5%+，近视高发省份每年降低1%+。	严格监管验光配镜行业，不断加强眼视光产品监管和计量监管，整顿配镜行业秩序，加大对眼镜和眼镜片的生产、流通和销售等执法检查力度，规范眼镜片市场，杜绝不合格眼镜片流入市场。
2019年3月	《关于进一步规范儿童青少年近视矫正工作切实加强监管的通知》	规范儿童青少年近视矫正工作，加强市场监管，维护儿童青少年健康权益	落实主体责任，切实规范近视矫正工作；切实加强监管，严肃查处违法行为； 加强科普宣传，科学认知儿童近视矫正行为
2019年7月	《健康中国行动（2019—2030年）》	2022/2030年全国儿童青少年总体近视率力争每年降低0.5%以上、新发近视率明显下降；小学生近视率下降到38%以下。	明确全国儿童青少年总体近视率为 约束性指标

资料来源：卫健委，兴业证券经济与金融研究院整理

多地将近视防控纳入政府、学校政绩考核。《方案》印发以来，各地深入落实《实施方案》，防控工作取得阶段性进展：30个省份出台了省级近视防控方案，其中上海、湖北、甘肃已将近视防控、总体近视率等指标纳入各级政府政绩考核及学校

的考核标准，多地举办近视防控的科普、培训研讨会等，推进视力普查、建立中小学健康档案。

表 3、地方政府近视防控政策措施

措施	省市/地区/学校	政策内容列举
落实主体责任，凝聚防控合力。	福建、宁夏、江西、山西、浙江、云南	成立儿童青少年近视综合防控工作领导小组或联席会议机制，分管副省长任组长或召集人。
成立专门机构，健全防控机制。	北京、浙江、湖北、山东、甘肃嘉峪关、河北石家庄、吉林长春、四川成都	建立近视防控专门机构
推进教医融合，发挥专家作用。	江西、广东、天津、内蒙古、陕西、上海、湖北、重庆	成立近视防控专家组，组织编写课件、教案、须知等
加强普查监测，推进建档工作。	浙江省温州市、江苏、湖北、辽宁、河北	推进视力普查，建立中小学生健康档案
减轻学业负担，贯通体育锻炼。	新疆、四川、安徽、西藏、上海、山西长治	控制家庭作业，增加体育课和课外锻炼，增加中考体育分值
加强设施配备，落实卫生监督。	江苏、安徽、海南、河北、云南、芜湖十二中	升级改造教室相关设施，改善学习环境和用眼条件
推动家长参与，构建联动机制。	重庆、河北、新疆	督促学校向家长宣讲近视防控措施和预防知识，促进家长参与近视防控工作。
加强市场监管，规范行业行为。	江苏、江西、贵州、黑龙江	加强眼视光产品市场和验光配镜行业监管整顿，加大眼视光产品生产、流通和销售领域执法检查力度，规范行业秩序。
开展专项培训，支持专业建设。	湖北、河南、内蒙古、江西、新疆、山东、江苏	举办近视防控工作培训班和研讨会，院校设立视光专业并扩大招生规模
加大财政投入，保障经费落实。	吉林、甘肃、内蒙古、湖北、湖南	投入专项经费用于近视防控改革等工作
深化宣传教育，突出育人功能。	江西、山东、上海、山西太原、四川、重庆、广东、广西、福建、新疆、内蒙古	组织医疗机构开展眼病义诊、科普宣传、防空大讲堂、主题宣传等，拍摄公益广告、动漫等
纳入政绩考核，依法依规问责。	上海、湖北、甘肃	将近视防控、总体近视率等纳入政府绩效考核，对儿童青少年健康水平连续三年下降的地方政府和学校依法依规予以问责。

资料来源：教育部，兴业证券经济与金融研究院整理

注：政策内容仅为部分地区措施列举，每个省市/地区/学校政策各不相同。

2.3、角膜塑形镜安全可逆效果佳，低渗透行业潜力大

➤ 2.3.1、角膜塑形镜是青少年近视矫正最有效的手段之一

目前主要的近视矫正手段有：1) 框架眼镜，包括一般框架眼镜和渐进多焦点镜片；2) 角膜接触镜，包括角膜塑形镜、硬性接触镜和软性隐形眼镜；3) 手术矫正，包括角膜屈光手术和人工晶状体植入术；4) 药品，主要指低浓度阿托品滴眼液。

从适用人群来看，框架眼镜适合全年龄段，角膜塑形镜更适合青少年，矫正手术仅适用成年人。从安全程度来看，一般框架镜和角膜塑形镜较为安全且具备可逆性。从便捷程度来看，角膜塑形镜在验配和佩戴过程中要求更加严格，便捷度较低。

从矫正效果来看，角膜塑形镜和低浓度阿托品滴眼液是目前全球眼科学界公认的近视矫正效果最佳的手段。研究发现阿托品的浓度越高控制作用越好，但是过敏、结膜刺激、充血、畏光等反应和停药后反弹也更明显，且目前阿托品仍处临床检验阶段，我国药监局还没有批准生产用于儿童近视控制的低浓度阿托品滴眼液。

综合来看，角膜塑形镜对于近视问题正处于发展期、希望用有效手段加以控制的青少年是最为合适的近视矫正方式。

表 4、近视矫正方式对比

类型	矫正方式	适合人群	价格	安全性	矫正效果	美观度	认可度	便捷度
框架眼镜	一般框架眼镜	近视度数高于 100 度或裸眼视力低于 0.6 以下，所有年龄段	300-1000 元为主	最安全	较弱	一般	☆☆☆	佩戴方便，验配方便
	渐进多焦点镜片	老花或有视疲劳的人群	略高于一般框架眼镜	正确验配情况下安全	暂无权威数据表明对延缓度数加深的效果	一般	☆	佩戴方便，验配方便
角膜接触镜	角膜塑形镜	8 岁以上，青少年为主	进口 1-1.5 万/副；国产 5000 - 12000 元/副为主；一般一年一配	正确验配、听从医嘱，安全	可延缓青少年眼轴长度进展，减缓近视度数增长	美观	☆☆☆	须专业验配，定期复检
	硬性接触镜(RGP)	青少年及成年人	2000-4000 元，使用寿命 2-3 年	正确验配、听从医嘱，安全	具有一定矫正效果	美观	☆☆☆	须专业验配，定期复检
	软性隐形眼镜	成年人	年抛价格在 100 元上下	佩戴或护理不当常引起结膜炎等并发症	较弱	美观	☆☆☆	佩戴较方便，验配方便
手术矫正	角膜屈光手术	18 岁以上度数稳定的近视患者，近视发展稳定在 2 年以上，每年近视屈光度增长不超过 50 度	12000-18000 元/双眼	术后可能发生光学、医学方面的不良反应和并发症	强	美观	☆☆☆	手术成功后十分便捷
	人工晶状体植入术	同上，每年近视屈光度增长不超过 50 度	5000-30000 元	术后可能发生光学、医学方面的不良反应和并发症；可逆性强，可随时取出	强	美观	☆☆	手术成功后十分便捷
药品	低浓度阿托品滴眼液	6-22 岁	大约 2000-4000 元/年	副作用尚待临床检验	研究表明配合角膜塑形镜对近视控制效果最佳；但仍需等待临床验证安全性	一般	☆ (国内未上市)	使用、购买便捷

资料来源：陶博士，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

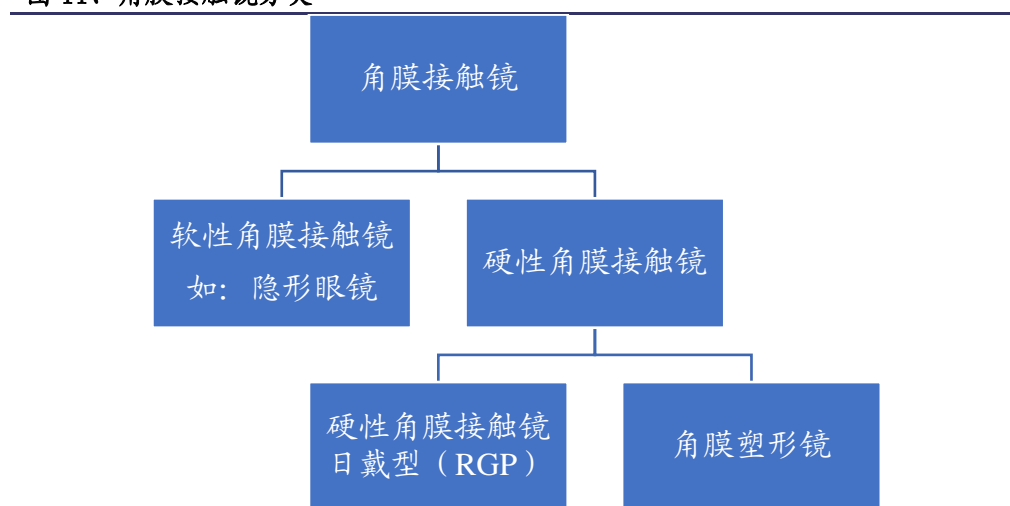
表 5、不同手段近视矫正效果对比

组别	眼数	屈光度 (D)			眼轴长度 (mm)		
		治疗前	治疗 18mo	差值	治疗前	治疗 18mo	差值
角膜塑形镜组	80	23.93±1.07	24.07±1.24	0.14±1.66	-2.73±0.52	-2.87±0.62	-0.14±0.84
低浓度阿托品组	80	23.90±1.30	24.06±1.20	0.16±1.22	-2.85±0.54	-3.04±0.51	-0.18±0.63
框架眼镜组	80	23.97±1.22	24.85±1.28	0.88±1.55	-2.98±0.86	-4.26±0.85	-1.28±0.99

资料来源：《角膜塑形镜、低浓度阿托品与框架眼镜控制青少年近视的疗效比较》，兴业证券经济与金融研究院整理

角膜接触镜是一种戴在眼球角膜上，用于矫正视力或保护眼球的特殊镜片。目前，角膜接触镜主要有两类，一类是软性角膜接触镜，一类是透气性的硬性角膜接触镜。“隐形眼镜”主要为软性角膜接触镜，硬性角膜接触镜的一种特殊设计类型便是角膜塑形镜。硬性角膜接触镜相比软镜而言具备高透氧性、高耐用性、视觉效果更好以及可矫正散光等优势。

图 11、角膜接触镜分类



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

角膜塑形镜是根据用户角膜几何形状和屈光度个性设计制作，通过暂时性的改变角膜形态达到暂时性的降低近视度数的效果。用户通常睡觉的时候佩戴，起床后摘下，可以拥有一个完整的白天的清晰裸眼视力，最终达到延缓近视加重的效果。角膜塑形镜在国内外经过了大量的临床认证，在我国也有 20 多年的发展历史。

图 12、角膜塑形镜使用

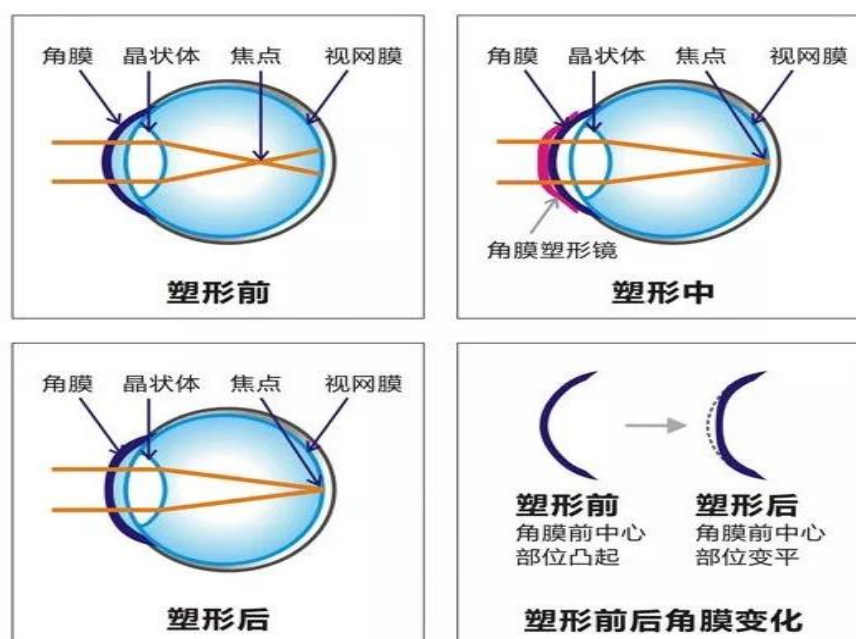


资料来源：普瑞眼科，兴业证券经济与金融研究院整理

角膜塑形镜的原理是通过镜片表面的压力和泪液的吸附力，改变角膜前表面细胞重新分布，使得中央部变薄（曲率变小、变平），旁中心曲率变大、变陡，从而改变视网膜周边离焦状态，从远视性离焦转变为近视性离焦，从而达到抑制眼轴增加的作用，延缓近视增长。配戴者通过晚上睡觉时配戴数小时，可使角膜中央区域的弧度在一定范围内变平，眼轴缩短，从而提高白天一定量的裸眼视力，阻止近视加深，是目前眼科界公认的有效的近视控制技术，被誉为“睡觉就能控制和矫治近视的黑科技”。

角膜塑形镜的作用主要有两个：一是有效提高白天的裸眼视力，二是青少年近视加深速度比较快，角膜塑形镜可以有效控制近视度数加深。自欧美引入中国后，该项技术越来越受到家长和青少年的青睐。

图 13、角膜塑形镜矫正原理示意图



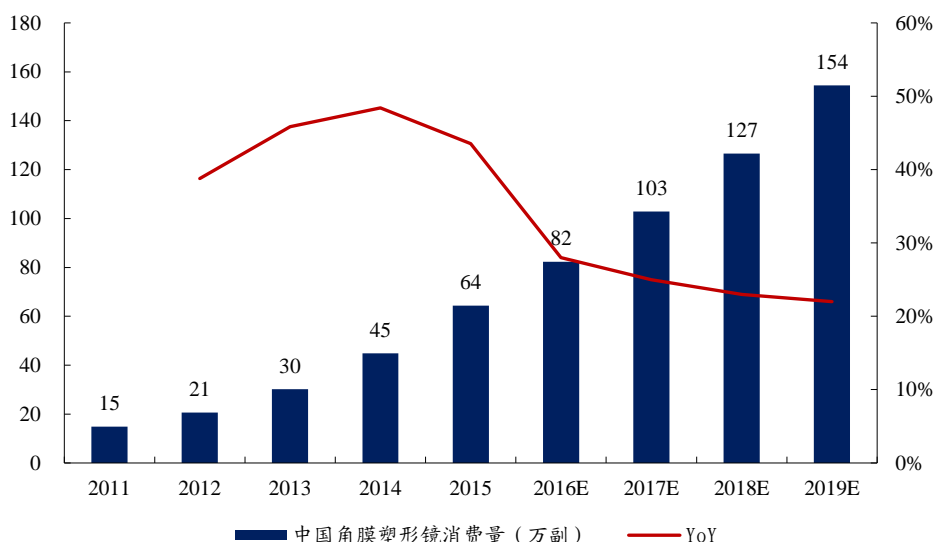
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

➤ 2.3.2、角膜塑形镜行业潜力大，审批进度慢壁垒高

随着近视人口的增加、国民消费水平的提升以及角膜塑形镜矫正效果、安全性和认可度的向好，角膜塑形镜的消费量呈现高速增长的趋势。我们预计 2019 年中国角膜塑形镜消费量约 154 万副。

图 14、中国角膜塑形镜消费量



资料来源：中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会，兴业证券经济与金融研究院整理

注：我们预计 2016-2019 年的增速分别 28%、25%、23%、22%。

虽然我国近视人口数量庞大，但目前角膜塑形镜的渗透率还很低，行业成长空间很大。根据国家 2030 年近视率的目标，我们对不同价格和不同渗透率的角膜塑形镜的市场规模进行敏感性分析，在成年近视人口渗透率 0.2%、青少年近视人口渗透率 4%、出厂价为 2400 元/副的情况下，角膜塑形镜的出厂规模可达 118 亿元，若终端零售价格为 1.2 万元/副，则角膜塑形镜的零售市场规模可达 591 亿元。按照每年 150 万副、每副出厂价 2200 元来计算，则目前行业规模仅 33 亿元，成长空间十分广阔。

表 6、角膜塑形镜行业空间测算（每年）

近视人口假设							
	小学生	初中生	高中生	成年人	总计		
总人口（亿人）	1.00937	0.44421	0.3967				
近视率假设	38%	60%	70%				
近视人数（亿人）	0.38	0.27	0.27769	6.07	7		

角膜塑形镜出厂规模敏感性分析（亿元）								
	成人渗透率	0.05%	0.10%	0.15%	0.20%	0.25%	0.40%	0.50%
	青少年	1%	2%	3%	4%	5%	8%	10%
出厂价（元/副）								
1600		20	39	59	79	99	158	197
1800		22	44	66	89	111	177	222
2000		25	49	74	99	123	197	246
2200		27	54	81	108	135	217	271
2400		30	59	89	118	148	236	296
2600		32	64	96	128	160	256	320
2800		34	69	103	138	172	276	345
3000		37	74	111	148	185	296	369

角膜塑形镜零售规模敏感性分析（亿元）								
	成人渗透率	0.05%	0.10%	0.15%	0.20%	0.25%	0.40%	0.50%
	青少年	1%	2%	3%	4%	5%	8%	10%
零售价								
8000		99	197	296	394	493	788	985
9000		111	222	332	443	554	887	1108
10000		123	246	369	493	616	985	1231
11000		135	271	406	542	677	1084	1355
12000		148	296	443	591	739	1182	1478
13000		160	320	480	640	800	1281	1601
14000		172	345	517	690	862	1379	1724
15000		185	369	554	739	924	1478	1847

资料来源：教育部，卫健委，兴业证券经济与金融研究院整理

注：角膜塑形镜使用寿命在一年左右，因此静态情况下的市场规模接近每年的市场规模

根据国家医疗器械分类目录的分类标准，公司所处细分行业的产品类型均为国家三类医疗器械，需由国务院药品监督管理部门审查批准，且该类医疗器械的临床使用或临床验证应通过国务院药品监督管理部门审查通过，并获得该部门颁发的《产品注册证》方能进行生产和销售，完成一个三类医疗器械产品注册通常需要较长的时间周期。

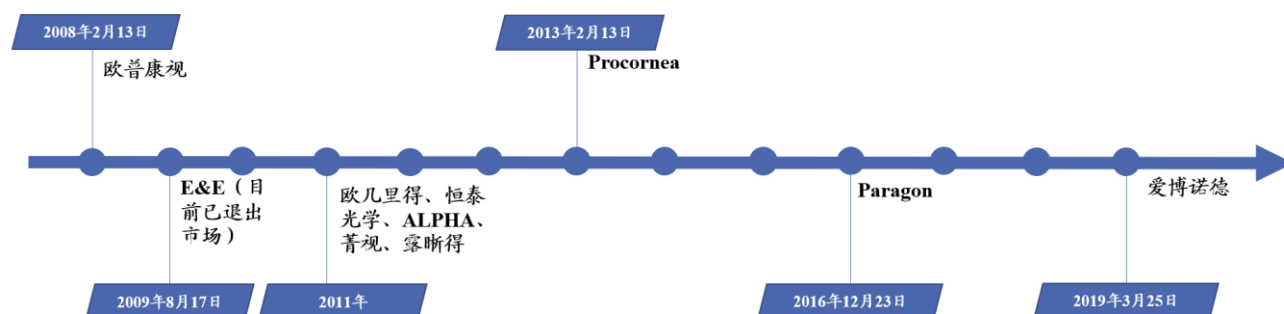
角膜塑形镜历史审批严格，新进入者寥寥无几。欧普康视是我国第一家取得角膜塑形镜注册证的企业，此后除了在 2011 年密集通过了五家进口企业的产品注册证之外，平均每三年才有一家企业获得该产品的注册证，行业壁垒较高。以爱博诺德为例，公司 2012 年起开始研发角膜塑形镜，2019 年方获产品注册证。

图 15、三类器械产品注册审批时间长



资料来源：欧普康视招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、各企业取得角膜塑形镜注册证时间



资料来源：欧普康视招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

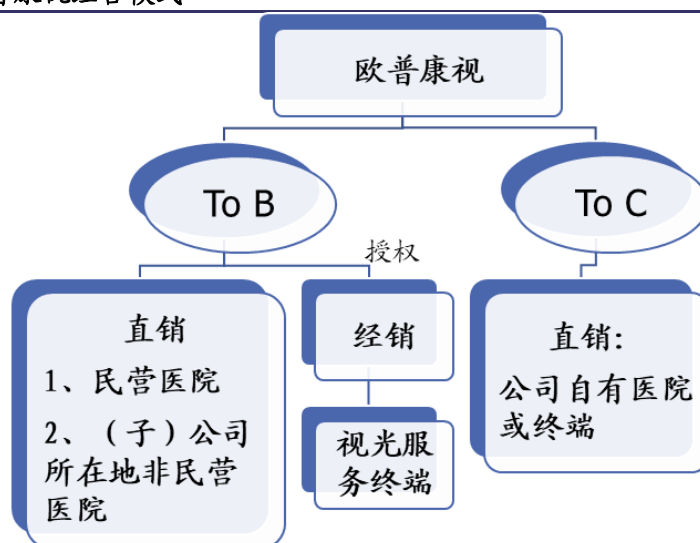
三、渠道扩张产品拓展，快速成长的眼科商业帝国

3.1、商业模式：定制化设计+订单式生产，经销与直营并行

硬性角膜接触镜企业生产和销售的硬性角膜接触镜产品为个性化定制，采取以销定产的生产模式，根据销售部门提供的个性化定制订单来确定生产任务和指标。与传统的框架式眼镜不同，硬性角膜接触镜是与人体直接接触的医学眼科光学器具，在矫正视力的同时，产品的安全性和有效性十分重要。企业需要根据不同用户年龄、近视度数及眼部特征等的不同，来进行合理的镜片参数设计和提供具有针对性的产品定制化方案。与此同时，公司通过前期用户数据，以及后续的技术支持和售后服务，能更加有利于公司准确了解和满足客户的个性化定制需求，增加客户黏性和忠诚度。

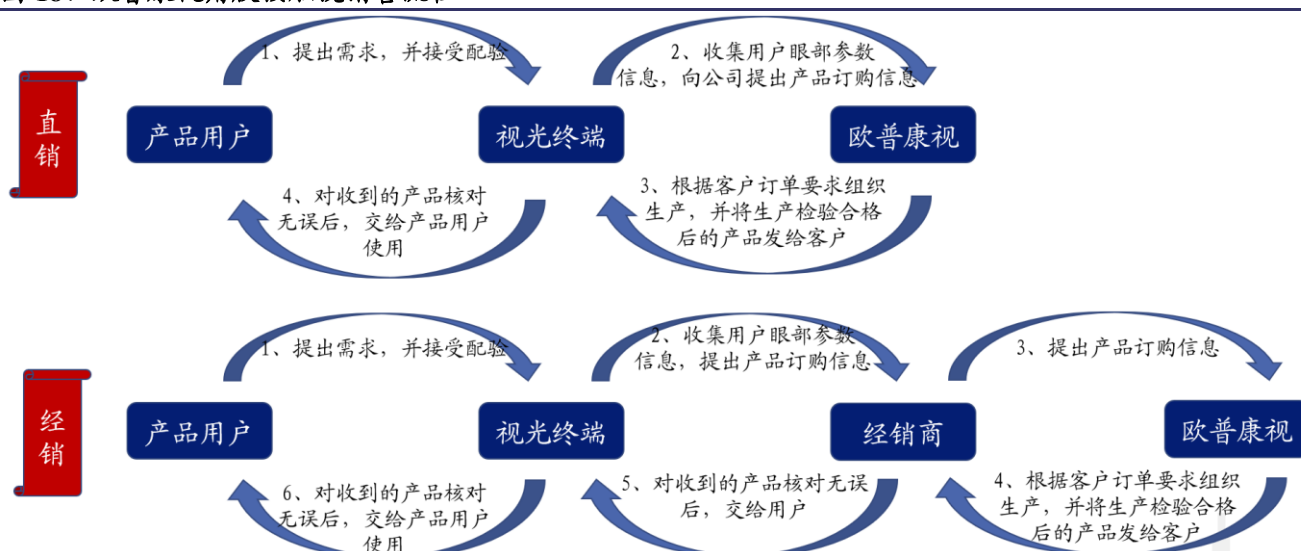
公司采用经销和直销相结合的模式。在经销渠道方面，公司拥有一批拥有相关医疗器械经营许可证的经销商，授权他们向某个特定区域，或某些眼视光服务机构销售公司的产品。而对于一些民营医院和公司（及子公司）所在区域的非民营医院，公司将产品直接销往医院，其中部分医院为公司自有。

图 17、欧普康视经营模式



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

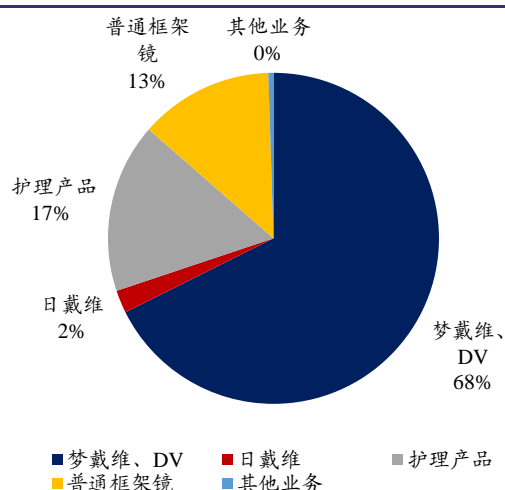
图 18、欧普康视角膜接触镜销售流程



资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

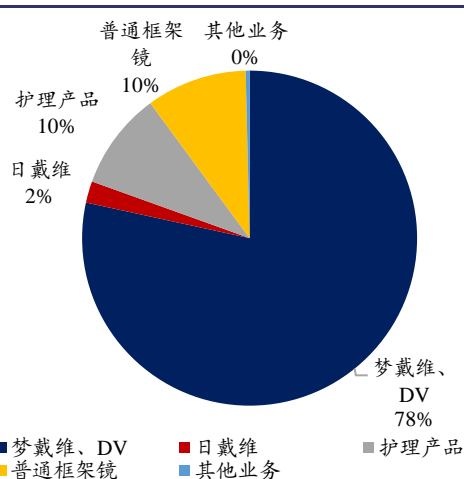
公司的主要盈利模式是向客户销售自主研发、生产的个性化定制硬性角膜接触镜产品，在销售产品的同时向客户和最终用户提供业务咨询、技术支持和培训等综合性服务。2019 年公司实现营业收入 6.5 亿元、毛利润 5.1 亿元，主要收入和利润来源是梦戴维角膜塑形镜、护理产品、普通框架镜和日戴维，占营收比分别为 68%、17%、13%、2%，占毛利润比分别为 78%、10%、10%、2%。

图 19、2019 年欧普康视营业收入占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、2019 年欧普康视毛利润占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、基于角膜塑形镜，多维创新近视矫正产品

上市以来，公司依托研发快速扩充产品线，形成了核心产品、核心配套产品、视光其他产品三大品类。1) **角膜接触镜**：作为核心产品，在梦戴维稳定更新换代的同时，公司推出了 DreamVision 系列高端镜片，实现更广泛的客户覆盖。2) **硬镜配套产品**：2019 年公司自主研发并取得了“硬性接触镜护理液”产品注册证，实现了进口替代；深挖戴镜者及验配师在使用和验配过程中的痛点，逐步推出了综合检测仪、抛光机等、智能小梦等配镜、戴镜、清洗等环节的配套产品，提升客户体验，增强客户粘性。3) **其他视光产品**：2019 年公司推出高端框架镜，收入规模可观；收购卫视康拓展高端眼科产品，布局中长期发展；另有眼保健产品、泪液分泌检测试纸等。

图 21、欧普康视产品一览（2020 年 4 月）

品类	产品名称	简介	备注
核心产品	DreamVision环曲设计角膜塑形镜	2019年下半年推出	高端角膜接触镜产品
	DreamVisionGP All-in-one硬性角膜接触镜	2019年上半年推出	
	DreamVision角膜塑形镜	2017年底推出	
	梦戴维IV-DF	角膜塑形镜，2016年推出了技术升级版梦戴维 IV-E	
	梦戴维IV-AP		
	日戴维II-MZ	普通硬性角膜接触镜	
	日戴维II-AP		
核心配套	日戴维—华锥CK	圆锥角膜/散光镜	
	镜特舒冲洗液	2015年推出	
	深度洁净液	2018年推出，自主研发	
	硬镜护理液	2018年新加坡厂商OEM；2019年获产品注册证并生产销售，自主研发	自主研发护理液，实现进口替代
	隐形眼镜润滑液	2018年新加坡厂商OEM	
	硬镜综合检测仪	2017年推广，验配点使用/自用，自主研发	
	智能等离子处理器	2017年推广，验配点使用/自用，自主研发	
	第四代简易抛光机	2018年推出，验配点必备，自主研发	
	镜特舒硬镜高级吸棒	-	
	镜特舒隐形眼镜用双联盒	2019年上半年成功研发并推出，缩短了新配戴者的适应周期，提升用户体验，利于角膜塑形镜的推广与应用	
视光其他产品	镜特舒隐形眼镜/RGP戴镜托		
	智能小梦	随时监控角膜状况；医患远程实时互动。2017年自主研发并推广，验配点必备	
	镜特舒超声波清洗仪	2019年推广上市	
	高端眼科产品	泪小管阻芯	卫视博研发生产，公司负责推广销售
	眼保健产品	梦视清蒸汽热敷眼罩	OEM
		梦视清蓝莓叶黄素咀嚼片	食品类
	框架镜	Brightkids智能框架镜	2019年推广
	检测类	泪液分泌检测试纸	2019年推出

资料来源：公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 3.2.1、高端 DV 产品完善硬镜覆盖面，单价提升毛利率更优

核心产品持续换代创新，DreamVision 高端系列全自动生产、智能化设计，开拓硬镜新领域。公司在对梦戴维、日戴维、华锥不断更新换代的同时，综合累计的镜片临床使用数据、软件开发能力、镜片设计 and 应用经验、自动化产线等优势，于 2017 年底推出了 DreamVision 高端角膜塑形镜品牌，2019 年上半年推出日戴角膜接触镜 DV GP，下半年推出 DV 环曲设计镜片，丰富产品线的同时，覆盖了对价格敏感度更低、有特殊需求的高端用户。

表 7、欧普康视硬性角膜接触镜产品介绍

产品	发展概况	技术特点	适用人群
DreamVision 环曲设计	2019 年下半年推出	暂未公布	暂未公布
	2019 年上半年推出	通过光学设计，个性化消除周边远视离焦，范围 0D~5.00D；大直径设计，中间区域不接触角膜，适合多种角膜形态；泪液形成负镜，有效减少镜片厚度，镜片厚度较常规设计薄 20%；增加角膜与角膜平行的非球定位区，提高泪液交换和配戴舒适性。	近视 0~20.00D
DreamVision GP All-in-one	2017 年底推出	镜片由日本进口全自动化高精度仪器加工，镜片质量精良、稳定。定位区与角膜吻合，有助于提高泪液交换。	年龄 8 岁以上，近视 600 度以内
			
DreamVision		泪液平衡四区多弧设计。	年龄 8 岁以上，近视 600 度以内
			
梦戴维 IV-DF	2016 年推出了技术升级版梦戴维 IV-E	采用与角膜形态特点一致的非球面设计，在镜片制作过程中集成了“圆弧一体化边缘加工”、“镜片表面处理”等多项生产技术，验配采用标准片试戴法并综合环曲面、小直径等特殊镜片设计技术。	年龄 8 岁以上，近视 600 度以内；
			
梦戴维 IV-AP			
			
日戴维 II-MZ	普通硬性角膜接触镜	1、全非球面设计，与角膜的前表面形态更加吻合。 2、泪液分布均匀、活动度流畅，残留散光小， 3、镜片前后表面消除了连接点，泪液交换顺畅， 4、更符合角膜生理特点，减少球面像差，	高度近视或远视；角膜散光 150 度以上，300 度以下；200 度以上的屈光参差；需要长时间使用隐形眼镜矫正视力；角膜屈光手术后残留度数或近视仍然加深；梦戴维角膜塑形镜不适用者
			
日戴维 II-AP			
			
圆锥角膜/散光镜		镜片不压迫锥顶；限制圆锥发展；泪液交换顺畅；四内弧设计	角膜散光超过 300 度；圆锥角膜或疑似圆锥角膜；角膜中央曲率（K 值）超过 46D
华维 CK			

资料来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

高端系列带动单价与毛利率显著提升。DV 系列推出以来，公司硬镜产品毛利率从 2017 年的 88.0% 提升至 2019 年的 90.3%。单位镜片来看，2017-2019 年硬镜平均单价从 819 元/片提升至 1105 元/片，提价速度显著加快，另一方面，平均单片成本仅从 98 元/片提升至 107 元/片，由此可见，毛利率的提升主要来自于价格的上涨。高端系列的推出在完善产品线的同时，优化了收入结构，提升了盈利效率。

表 8、硬镜价格与毛利率分析

项目	单位	2015	2016	2017	2018	2019
硬镜收入	万元	13743	18124	22906	31928	45193
硬镜成本	万元	1833	2420	2749	3129	4366
硬镜毛利	万元	11909	15705	20156	28799	40828
硬镜毛利率		86.7%	86.7%	88.0%	90.2%	90.3%
硬镜销售量	万片	19.68	23.42	27.96	33.48	40.88
硬镜单价	元/片	698	774	819	954	1105
单价涨幅			11%	6%	16%	16%
单位成本	元/片	93	103	98	93	107
单位成本涨幅			11%	-5%	-5%	14%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：上述数据分析包含所有硬镜产品。

➤ 3.2.2、硬镜配套产品深挖痛点，护理液获注册证实现进口替代

创新研发镜特舒系列配套产品，增强客户粘性。2017 年推出了硬镜综合检测仪、智能小梦和智能等离子处理器，2018 年推出了新一代诊所用硬镜抛光机，实时处理难以去除的蛋白沉积和表面划痕，实时优化适配性；2019 年推出超声波清洗仪，实现硬性角膜接触镜的日常全自动清洗……公司通过硬镜配套产品的研发创新，深度挖掘验配点在配镜过程中的不便与难题并加以解决，致力提升戴镜者的体验和戴镜便捷度，能够有效提升原有客户粘性，并吸引新客户。

图 22、镜特舒家族产品



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

成功研发硬性接触镜护理液，实现硬镜必备配套的国产替代。2019 年公司首次取得“硬性接触镜护理液”产品注册证，为国内首家，这是公司基于角膜塑形镜和 RGP 技术基础上研发的又一重要产品。预计将于 2020 年正式投产，产能可达 80 万瓶，通过护理液的自生产，预计未来可大幅提升护理产品的利润率。

表 9、硬性接触镜护理液

产品名称	适用范围	注册证编号	有效期	竞品
硬性接触镜护理液	适用于清洁、除蛋白、冲洗、消毒、贮存 氟化硅酮丙烯酸酯及硅酮丙烯酸酯硬性 透气角膜接触镜。	国械注准 20193160702	2019.9.23- 2024.9.23	进口护理液

资料来源：NMPA，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.3、研发智能框架镜，成立药品部，进一步拓展近视矫正产品线

普通框架镜销售收入爆发式增长，推出智能近视防控框架镜。2018、2019 年公司分别实现普通框架镜收入 5517、8462 万元，分别同比增长 269%、53%，由此可见公司具备框架镜的销售渠道和销售基础，且目前公司的框架镜销售处于向好阶段。

2019 年公司推出了近视防和控(减少远视离焦)集为一体的智能近视防控框架镜，通过智能框架搜集用眼数据和检测用眼环节，借助手机 App 帮助家长和视光医生了解配戴者用眼情况，给予科学干预和防控建议。这一高端框架镜的推出进一步扩展了产品的适用人群，完善了产品体系，预计在 2020 年会产生一定的销量。

图 23、普通框架镜收入及增速

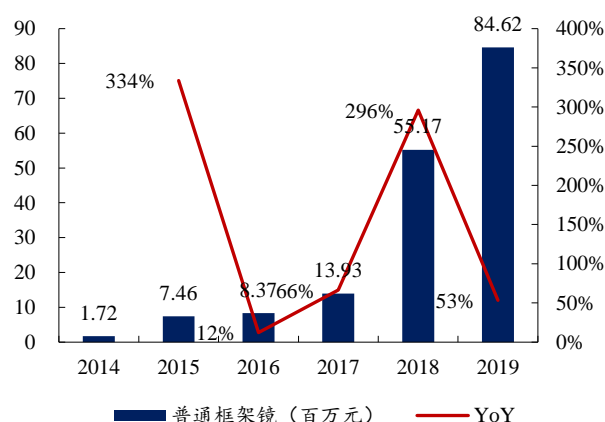


图 24、BrightKids 智能近视防控镜



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年公司成立药品部，围绕眼科药品制剂，特别是围绕治疗与预防青少年近视药品开展工作，目前已有产品立项并取得了进展。与药品研发同步，公司完成了眼科药品制剂滴眼剂、眼膏剂、眼用凝胶剂的生产车间的设计并开始施工，进展顺利。

根据中策大数据的工程项目信息，公司拟建年产 3 千万支硫酸阿托品滴眼液生产项目，包括 GMP 厂房建设、一条 BFS 单剂量滴眼液灌装生产线等，预计竣工时间为 2021 年。从智能框架镜的推出和药品部的及时成立，我们不难看出，欧普康视对于近视矫正的各种手段保持着密切的关注，并在生产、研发上随时跟进。

3.3、经销商与视光终端齐发展，把握渠道打造“欧普联盟”

3.3.1、坚持技术推广与产品营销，终端数量稳定增长

技术赋能，营销助力，公司通过技术推广与产品营销加强科普、提升客户验配技术、增加品牌影响力。技术推广方面，公司多次参加全国性学术会议，设置展台并举行技术讲座，参与各省、市、大区域的学术及技术应用讲座，提升区域影响力；2019年公司举办了8期初级培训会，累计举办93期，培训人数近万，3期中级技术培训会，累计举办46期，培训人数约5000人；产品营销方面，公司举办经销商年会和商学院，邀请经销商及一线技术人员共同研讨学习。

表 10、欧普康视主要营销措施

年份	营销手段	具体措施及效果
2017 年	技术推广	初级技术培训班 8 期 中级技术培训班 5 期 参训人数超 1000 人
	技术推广	初级技术培训班 8 期 中级技术培训班多期 参训人数超 1300 人
	产品营销	一次经销商年会和一次商学院，参会的经销商及一线技术人员分别超过 600 人和 300 人
2018 年	会议科普及推广	参加了 COOC2018、全国卫生产业协会视光分会年会、中国医师协会眼科分会年会、Vision China 2018、中华医学会眼科分会年会等全国性学术会议、几乎全国所有省级的眼科年会
	技术推广	8 期初级培训会（累计 93 期，培训人数近万） 3 期中级技术培训会（累计 46 期，培训人数约 5000 人）
2019 年	产品营销	一次经销商年会和二次商学院，参会的经销商及一线技术人员分别超过 1000 人和 400 人，
	会议科普及推广	参与协办首届安徽近视防控巢湖论坛，主办了角膜塑形高峰论坛，参加了 COOC2019、全国卫生产业协会视光分会年会、中国医师协会眼科分会年会、眼视光学 VisionChina2019、COS2019 等国家级学术会议，积极参与各省级的眼科和眼视光年会以及塑形镜等专项培训会，对产品区域技术开展和普及起到推动作用

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

完善的营销服务网络，带动合作医院及零售机构数量持续快速增长。公司销售网络健全，择优选取合作对象并提供系统的技术培训与支持，因此客户粘性较强；经过多年业务拓展，充分发挥本土优势，安排经验丰富技术人员赴现场进行技术指导并通过电话、网络、视频等各种渠道提供即时的技术咨询，售后服务体系完善。2019 年，公司产品已进入全国 30 个省市的 900 多家知名医疗机构，累计验配超过 90 万例。

表 11、欧普康视营销成果

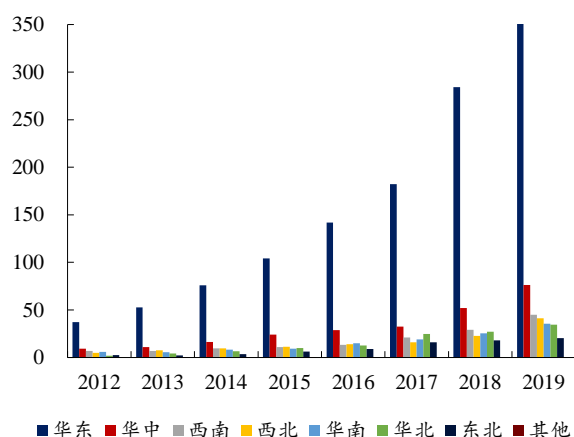
时间	验配点	累计验配
2016	600 多家	超过 50 万例
2017	700 多家	超过 60 万例
2018	约 800 家	超过 70 万例
2019	900 多家	超过 90 万例

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 3.3.2、华东主战场持续扩张，其他地区加大渗透

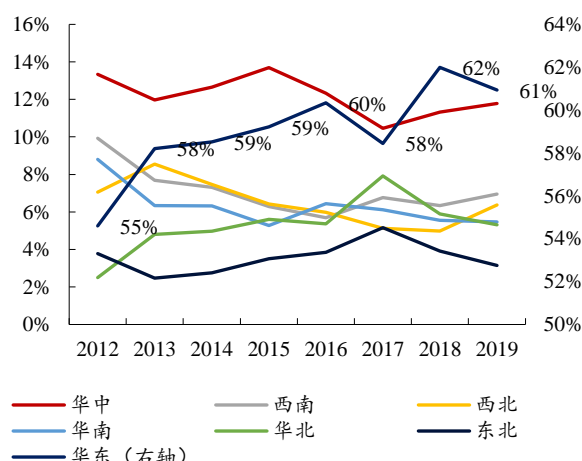
从各地区营业收入来看，子公司数量激增的华东地区营业收入也随之大幅增长，其他地区营收也随着营销渠道布局的完善而显著增长。2019 年华东地区营业收入达 3.94 亿元，三年 CAGR 达 41%，占全公司营收比达 61%；华中地区以湖北为主，2019 年营业收入 0.76 亿元，三年 CAGR 达 38%，占比达 12%。从各地区情况来看，公司通过控股经销商和视光服务机构快速扩大了市场规模。

图 25、各地区营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、各地区营收占比

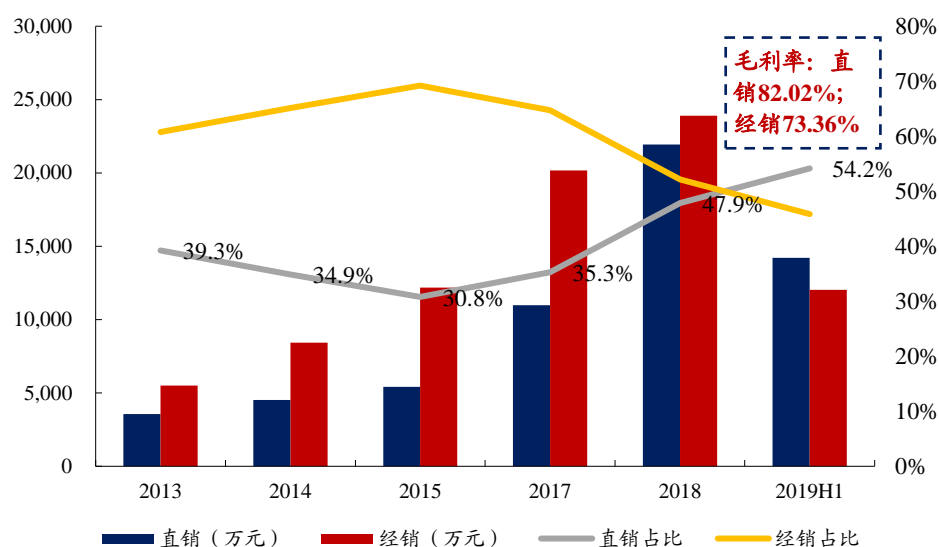


资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 3.3.3、直销已成为公司主要销售途径

直销占比显著提升，帮助提升利润率。通过增加对经销商和终端机构的控股，公司直销收入占比从 2017 年的 35.3% 快速提升至 2019 年上半年的 54.2%。直销占比的提升意味着更高的毛利率，以 2019 年 H1 为例，直销渠道毛利率高达 82.02%，而经销毛利率为 73.36%。整体来看，公司毛利率从 2016 年的 76% 提升至 2019 年的 78%。

图 27、直销、经销收入占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 3.3.4、并购投资优质经销商与视光服务终端，实现快速扩张

2017年初，公司制定了通过投资控股业绩较优的经销机构，扩大销售渠道，同时提高销售利润的视光服务终端发展计划。公司控股公司数量从2016年的8家增长至2019年年末的累计控股115家子公司，在安徽、江苏、湖北、陕西、福建、广东等地拥有眼科门诊部、诊所、视光中心、社区眼健康中心等约160家视光服务终端，已建成马鞍山、蚌埠、宣城、六安、广德、合肥等六家康视眼科医院或五官科医院，初步形成眼科医院连锁规模。

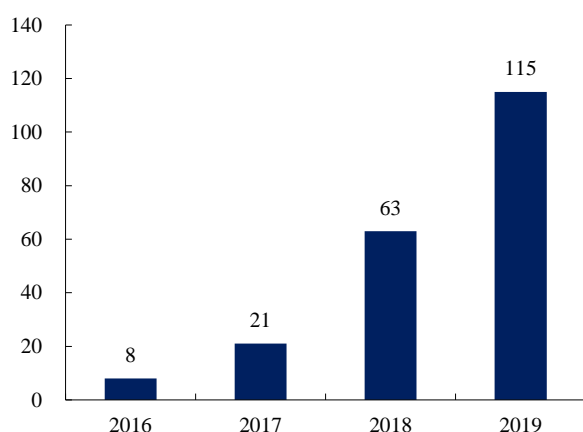
图 28、公司终端布局



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

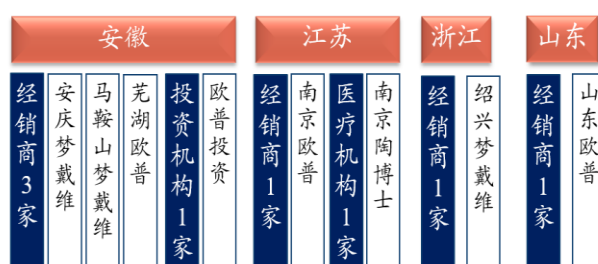
分地区和子公司业务类型看，公司在安徽和江苏布局最早也最广泛，控股经销机构和视光服务终端数量较多，其他省市在快速布局中。公司在安徽控股经销商 28 家，软件公司 1 家，研究所 1 家，医疗机构 12 家，投资机构 6 家；在江苏控股经销商 18 家，医疗机构 9 家；湖北经销商 2 家，医疗机构 4 家；陕西经销商 4 家，医疗机构 5 家；福建经销商 7 家；医疗机构 4 家；广东经销商 1 家，投资机构 1 家，医疗机构 4 家；山东经销商 4 家，投资机构 1 家；北京投资机构 1 家；天津经销商 1 家；浙江经销商 1 家。

图 29、控股公司数量激增（家）



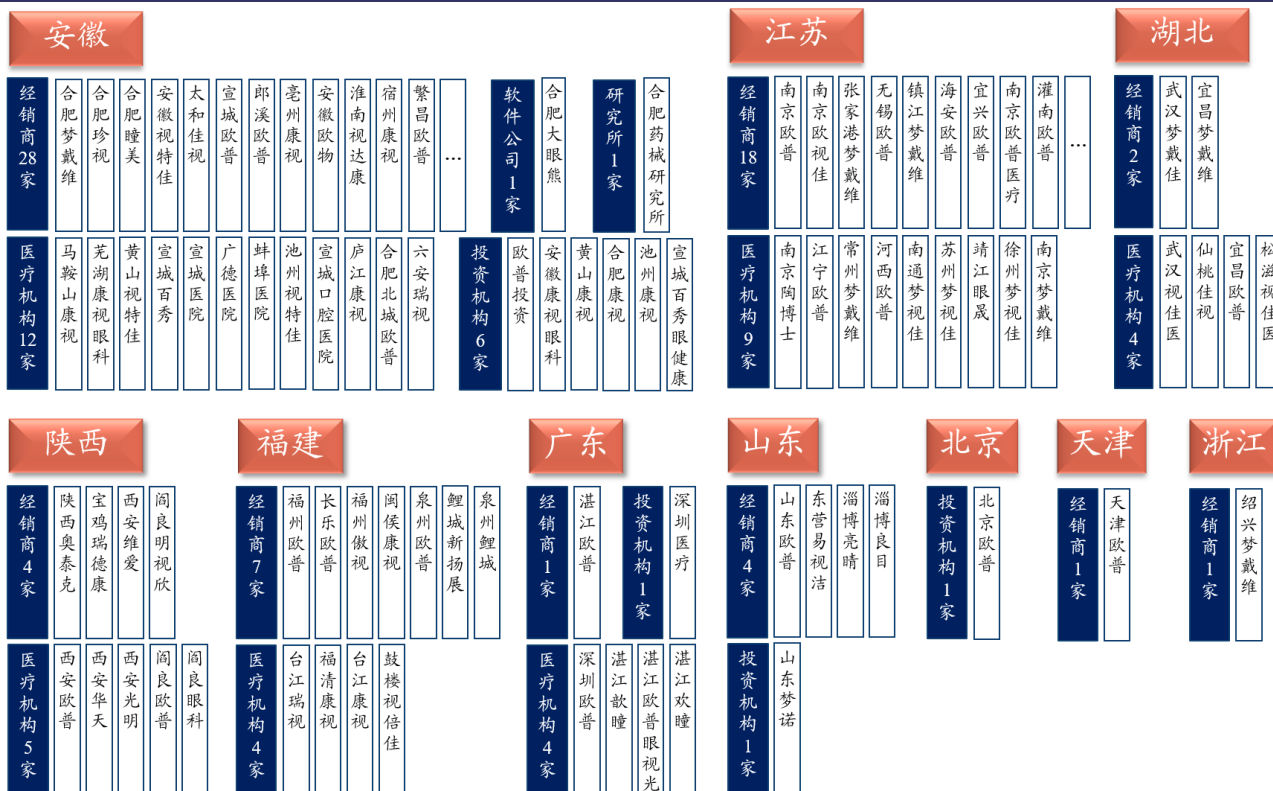
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、欧普康视子公司（截至 2016 年底）



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、欧普康视子公司（截至 2019 年底）



3.4、布局建设产业链，备战中长期增长

公司着手布局建设眼科产业链，向“全面的眼视光产品研发制造及专业的眼视光医疗服务企业”发展，探索中长期增长动力。1）在视力检测方面，公司投资了杭州目乐、广州爱唯视等公司，以投资的方式注入了视力筛查仪、视力检测系统软件等产品，增加公司产品的多样性；2）在视力训练方面，公司投资了科飞视觉、广州视明等公司，视知觉功能训练系统与公司核心产品具备协同效果；3）在高端眼科方面，公司投资了卫视博、安徽博奥等公司，取得折叠式人工玻璃体球囊销售权，成功自主研发泪液分泌检测试纸，实现了新领域的延伸探索。

目标客户与使用群体具备较高重合度，有望实现渠道与销售的协同共赢。从客户群体来看，大部分公司的目标客户是存在或者可能存在视力问题的人群，与公司的近视矫正产品使用者重合度较高。从销售渠道来看，高端眼科产品、视力筛查仪的主要销售渠道为医院，可与公司的销售团队和渠道形成互相补充，共同实现份额与销量的增长。

此外，公司开启布局“互联网+”，紧跟时代发展脚步。多家参控股公司具备眼科大数据、互联网信息服务、应用软件等研发团队和相关业务产品，有助于公司实现视光行业和互联网的融合，发展眼视光领域的新业态。

表 12、其他眼科投资情况

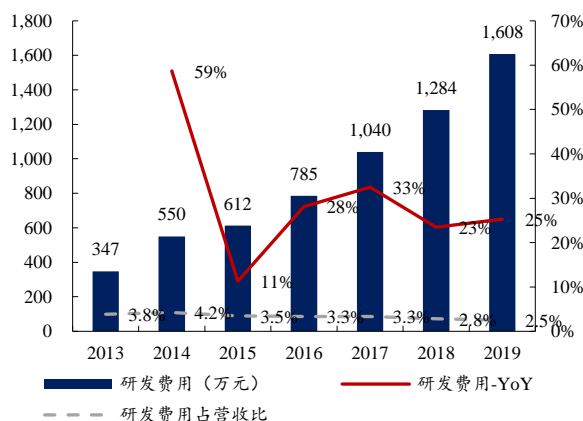
持股公司	持股比例	投资金额 (万元)	主要业务	布局目的	协同效应
深圳康康	12%	1200	儿童学习台灯研发、在线教育增值服务方案	视力保健领域的延伸发展探索；布局互联网+	目标客户为 3-14 岁儿童，具备一定市场份额，有望帮助公司产品渠道推广。
杭州目乐	20%	140	视力筛查仪	增加公司产品的多样性	与公司主营业务具有较强的关联性、协同性；销售团队和销售渠道可互为补充
广州爱唯视	20%	100	视力检测系统	增加公司产品的多样性	与公司主营业务具有较强的关联性、协同性
合肥大眼熊	80%	200	应用软件服务、互联网信息服务	布局互联网+	
科飞视觉		400	视知觉功能训练系统	视力保健、矫正的延伸发展探索；布局互联网+	目标客户重合度高
安徽博奥	19%	342	基因检测	探讨推出眼病和视力健康类基因检测产品；试点进入基因检测领域，争取成为安徽基因检测的领导者	医院渠道拓展团队
广州视明	-	-	视知觉功能训练系统	视力保健、矫正的延伸发展探索；布局互联网+	目标客户重合度高
卫视博	9.01%	-	折叠式人工玻璃体球囊	高端眼科产品的延伸探索	销售团队及销售渠道

资料来源：企查查，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.5、研发立本，产能扩大，全自动化产线赋能

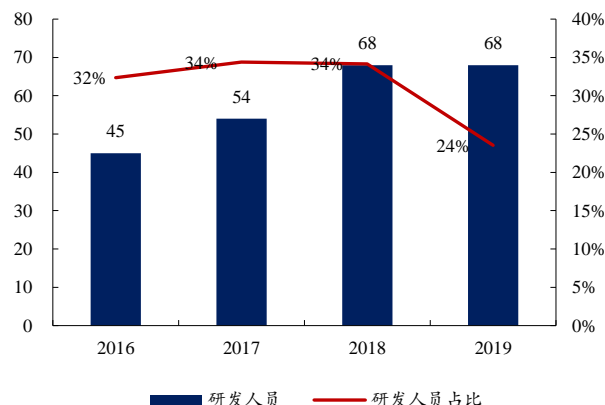
坚持研发投入、创新领航，为稳定长期发展提供动力。2019 年公司研发支出达 1608 万元，同比增长 25%，占营业收入的 2.5%，研发人员 68 名，占比 24%。预计 2020 年将进一步加大研发投入，增加研发人员和设备数量。逐年增加的研发投入是公司产品不断创新的基石。

图 32、研发费用



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、研发人员



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：研发人员占比为占母公司在职工人数的比例

多项重点研发同步进行，进一步提高竞争力。公司着手从新材料、新设计、新适应症等多方面开发新型硬性接触镜产品，在优势领域持续发力；核心配套的接触镜护理品类中，润滑液处于临床前阶段，新一代冲洗液和深度清洁液即将上市推广；用于延缓实力加深的滴眼液产品进入研发阶段；智能框架镜开发完成即将放量。此外，还有智能机电产品、软件开发产品、信息化管理平台等研发项目。

表 13、公司研发投入项目

项目名称	项目进展情况	拟达到的目标/项目内容	对公司未来的影响
接触镜产品类	注册检验阶段	新型硬性接触镜类产品，包括新材料、新设计、新适应症等。	丰富产品线，提升市场竞争力
接触镜护理品类	润滑液处于临床前阶段；新一代冲洗液和深度清洁液处于市场推广前阶段。	硬镜专用润滑液、新一代冲洗液、小包装深度清洁液等	丰富产品线，提升市场竞争力
滴眼液类	研发阶段	用于延缓近视加深的滴眼液产品	丰富产品线，提升市场竞争力
智能机电产品类	用于缓解干眼和视疲劳的冷、热雾化眼罩及专用雾化液，其中眼罩处于小试阶段；智能调节训练仪处于研发阶段。	随着视光保护意识升级，家用型视光类器械将促进企业较短时间开发出满足市场需求以及未来市场需求的智能眼视光类产品系列策略。	丰富产品线，提升市场竞争力
青少年视力健康管理类	Brightkids 智能框架 2019 年已完成其开发及应用推广。	建立物联网智能穿戴及监测设备+特殊设计儿童近视健康管理镜片+家庭用和大数据结合 APP，多维度精准监测近视危险因素与预防保护因素，是青少年近视健康管理新的解决方案。	丰富产品线，提升市场竞争力
软件开发类	企业自研各信息平台的升级，并打造企业教育和培训用的“微课堂”，促进企业体系管理的“e-QMS”平台已进	企业平台开发和不断优化升级，以保证各应用系统开发的高质量、高效率和高安全系数。	提升客户满意度，提升市场竞争力

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	入测试阶段，企业线上系统进入试用阶段。		
信息化生产、物流、质量管理体系平台	企业已自主研发建立高效的智能制造体系，真正实现了全流程信息化、全过程“人机料法环测”可追溯的生产管理系统。	依靠信息技术，用户订单到物流的全过程实现信息读写自动化和无纸化。保证了加工的精准性、缩短了生产周期，自动记录可提供追溯性以及跟踪分析，保障合规中促高效。	打造信息化智慧工厂，提升产品市场竞争力
其他类	企业自研的戴镜托、抗菌双联盒等产品以其独有的创新特点，2019 年均取得新的研发突破	戴镜托解决戴镜用户“戴镜难”的问题，已取得独有产品知识产权，抗菌双联盒进一步提升用户体验。	丰富产品线，提升市场竞争力

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：未加粗部分为 19 年报披露，加粗部分根据 19 年报和 20 一季报披露内容整理。

募投项目建造完毕，硬镜年产能达 47 万片，护理产品年产能 80 万瓶。公司利用募集资金新建总建筑面积 4.5 万平方米的研发生产基地于 2018 年投入运营，新安装全自动生产线，与原有产线分别管理、同步运行，大大提高了生产能力和稳定性。目前硬镜年产能可达 47 万片，可保质保量完成订单需求。年产 80 万瓶护理产品的无菌生产车间、三大检验室的装修与设备安装已完成，通过了检测机构的检测与认证，于 2019 年下半年正式投产。

目前公司拥有九条半自动化生产线，一条进口的硬镜全自动化生产线。取得发明专利 6 项，实用新型 21 项，软件著作权 13 个。先后承担 2 项“科技部技术创新基金”项目，是高新技术企业和科技小巨人培育企业。

表 14、公司募投项目进展（万元）

承诺投资项目	承诺投资总额	调整后总额	投资进度	项目可使用日期	19 年实现效益	累计实现效益 (截止 20Q1)
年产 40 万片角膜塑形镜及配套系列产品项目	14,750	8826.06	100.00%	2018/9/30	6,598.64	11625.31
工程技术及培训中心建设项目	5580	2035.08	100.00%	2018/9/30		
营销服务网络建设项目	15616	15,616	69.34%	2019/12/31/	-454.15	-1757.97

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、欧普康视公司总部



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、欧普康视生产研发基地

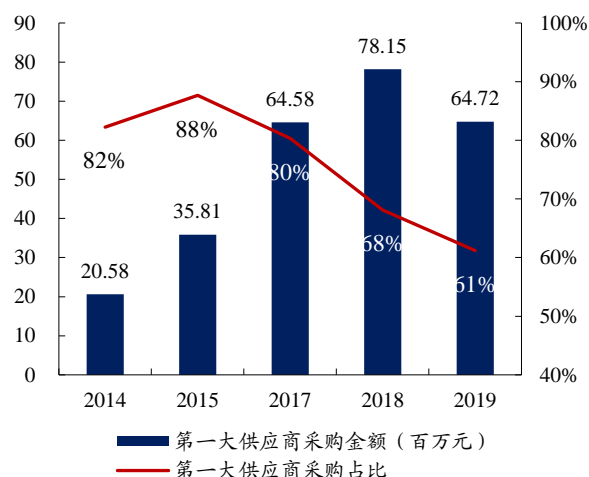


资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.6、原材料采购集中度下降，与备用供应商达成合作协议

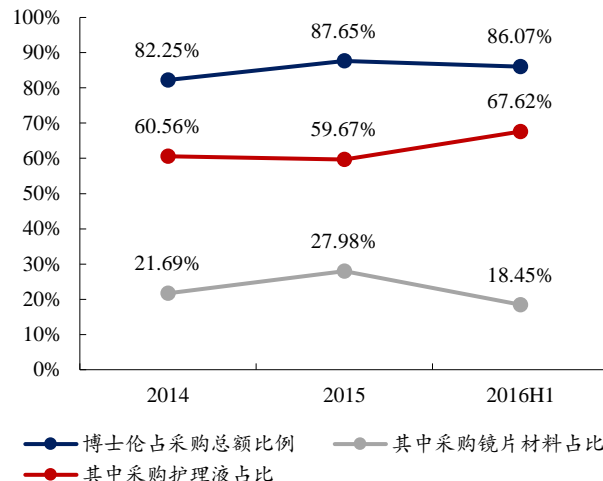
市场担心公司原材料采购过于集中，我们认为公司已经通过合理布局消除大部分风险：1) 2017 年上市之初，公司从博士伦处采购的原材料金额占总采购金额的 80%，2019 年已下降至 61%，原材料供应商过于单一的风险已一定程度上减弱。2) 公司主要采购的原材料为镜片材料和护理液，从招股说明书披露的数据来看，护理液采购占比达约 60%，而目前公司已具备硬镜护理液的自生产能力，护理液部分的采购集中风险大幅下降。3) 镜片材料方面，公司十几年来一直使用博士伦供应的原材料，双方合作关系良好，达到了共同发展的效果，有长期供货合同作为供货和稳定价格的保障。此外，公司已和生产同种原材料的另外两家厂商达成了合作协议，作为备用供货商。

图 36、供应商采购金额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、采购占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

四、深耕行业十余年，竞争优势显著

4.1、角膜塑形镜行业竞争格局：欧普康视优势明显

角膜塑形镜领域竞争格局清晰，有明确进入壁垒。目前有两家国内和七家进口品牌获得国家药监局批准的产品注册证。虽然陆续有新的市场竞争者加入，但该类医疗器械注册证获得困难，审查周期长达数年且临床应用审查标准要求十分严格，因此行业壁垒较高。对比其他厂家以及未来的潜在竞争对手，欧普康视具备以下竞争优势：

1、国内首家深耕取得角膜塑形镜产品注册证厂家，深耕行业十余年，营销网络显著优于新加入者。 医疗器械行业需要对客户进行仔细筛选，并需开展长期的培训沟通给与售后服务和技术指导等，因此会与客户形成较强的互动与黏性销售网络，具有较强的排他性。相较于行业新进入者，欧普康视具有成熟稳定的销售网络。

2、基于多年经营，公司积累大量产品临床使用经验和数据，技术研发和生产工艺具备优势。角膜接触镜类企业设计、研发、生产和销售的产品均为个性化定制产品，产品参数需要根据不同屈光不正患者的视力矫正需求，针对其眼部视光特点进行规范验配才能确认，对技术研发和生产工艺要求很高。企业必须经过大量的基础研究、产品临床应用开发和丰富的行业经验积累，才能生产加工出性能优越、安全度高、效果准确的产品。

3、作为国内首家角膜塑形镜上市公司，品牌认可度高。角膜接触镜的安全性、有效性、舒适性等关键指标直接决定视力矫正效果和消费者的接受程度。因此消费者在选择产品时，会注重良好的口碑和品牌知名度。作为上市公司，公司的品牌知名度和口碑相较于其他企业具备优势。

4、对比进口厂商，国内厂商出货速度更快，售后服务更及时。角膜塑形镜是一种非标品，需要根据使用者的情况进行定制，国内厂商出货速度具备明显优势。同样的，在对经销商和验配点的技术培训、验配支持、售后服务上，国内厂商由于地理优势，在速度和效率上有着天然优势。特别在疫情期间，这一优势将会更大程度地体现，公司有望借此机会获得更大市场份额。

5、对比进口厂商，公司的产品价格具备优势。进口产品的价格约为国产品的 1.5-2 倍，价格差异较大，对于价格敏感的消费者会倾向于选择优质的国产品牌。

表 15、国内角膜塑形镜行业参与者

公司	代理商	首次取得注册证时间	合作伙伴	原产地
欧普康视	-	2008 年 2 月 13 日	产品已进入全国 900 多家医疗机构	中国大陆
爱博诺德	-	2019 年 3 月 25 日	起步阶段	中国大陆
欧几里德	欧几里德贸易(上海)有限公司	2011 年 9 月 28 日	华西医院、西安交大一附院、中山眼科中心、天津医科大学眼科医院、温州医学院附属眼视光医院等	美国
亨泰光学	厦门南鹏亨泰科技开发有限公司	2011 年 12 月 9 日	上海五官科医院、中山医院眼科、厦门眼科中心、南京军区泉州 180 部队医院/福州总医院眼科中心等	中国台湾
ALPHA	北京远程视觉科技有限公司	2011 年 11 月 17 日	各大城市共 1146 家专业眼科机构可以验配。	日本
菁视	上海菁视投资管理有限公司	2011 年 4 月 12 日	北京海军总医院、厦门市中医院、上海五官科医院、厦门市儿童医院、首都儿科研究所等	美国
露晰得	上海有康医疗器械有限公司	2011 年 12 月 9 日	-	韩国
Procornea	北京海润创业科技有限责任公司	2013 年 12 月 17 日	-	荷兰
Paragon	依视路	2016 年 12 月 23 日	-	美国

资料来源：各公司官网，NMPA，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、不同厂商产品参数对比

产品各项参数对比来看：1）欧普康视旗下产品矫正度数范围较广，允许近视降幅最高为 600 度，较市场同类产品高（通常为 500 度及以下）；2）欧普康视镜片的各项允许参数区间较大，能够最大程度的实现参数设计的个性化；3）爱博诺德和欧几里得产品的透氧系数显著高于同类产品（透氧系数高可能是以更小硬度的代价，会增加镜片破碎的风险）。

此外，欧普康视 DreamVision 镜片拥有智能设计、验配简单、全自动生产等优势，大大缩短了验配人员的验配耗时，实现了角膜塑形镜行业的技术突破。

表 16、产品对比（基于注册证）

商品名	注册人	材质	透氧系数	折射率	湿润角	可见光平均透射比	中心厚度	适用范围	批准日期	有效期至
梦戴维	欧普康视	BostonXO	75	1.415 ± 0.002	49° ± 15%	≥ 88%	0.15-0.30mm	近视度数在 -0.50D~-6.00D 之内，散光度数在 1.50D 以内	2020/3/2	2025/3/1
普诺瞳	爱博诺德	氟硅丙烯酸酯聚合物	125	-	-	-	0.15mm	近视度数在 -1.00D~-4.00D 之内，顺规则散光度数不超过 1.75D，逆规则散光不超过 1.5D	2019/3/25	2024/3/24
阿途发	ALP HA	BOSTON EM	78	1.422	35°	≥ 85%	0.22mm	近视度数在 -1D~-4D 之内，散光度数在 1.0D 以内	2019/10/18	2024/10/17
DreamLite	Procornea	Boston XO	-	1.415	49°	> 76.9%	0.22mm	近视度数在 -0.75D~-4.50D 之内，散光度数在 1.50D 以内	2017/8/2	2022/8/1
菁视	菁视	Paragon Quadra RGTm 100	100	1.4412	42°	≥ 95%	-	近视度数在 -1.00D~-3.00D 之间，散光度数在 0~-1.50D 之间	2020/1/10	2025/1/9
露晰得	Lucid	BOSTON XO	100	1.415	49° ± 15%	> 87%	0.23mm	近视度数在 -5D 之内，散光度数在 2D 以内	2016/1/26	2021/1/25
欧几里得	Euclid	BOSTON EQUALEN S II	127	1.435	36°	≥ 85%	-	近视度数在 -5D 之内，散光度数在 1.5D 以内	2016/1/26	2021/1/25
亨泰	亨泰光学	Boston XO2	85	1.423	30° ± 15%	> 77%	0.22mm	近视度数在 -4.00D 之内，散光度数在 1.50D 以内	2019/9/23	2024/9/22
CRT@100	Paragon	Paragon CRTTM 100	75	1.442	42° ± 15%	-	0.16mm	近视度数在 -4.0D 之内、散光度在 1.5D 以内	2016.12.23	2021.12.22

资料来源：各公司官网，NMPA，兴业证券经济与金融研究院整理

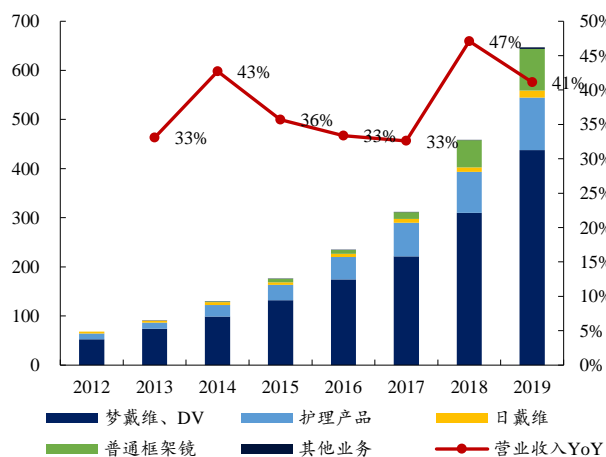
五、财务分析

5.1、经营状况分析

营业收入呈高速增长，角膜塑形镜为主要收入来源。2019 年公司实现营业收入 6.50 亿元，同比增长 41%，近三年 CAGR 达 40%。其中角膜塑形镜（梦戴维、DV）、普通角膜接触镜（日戴维）、护理产品、普通框架镜业务分别实现收入 4.37、0.15、1.07、0.85 亿元，分别占比 68%、2%、17%、13%。核心产品角膜塑形镜依旧是公

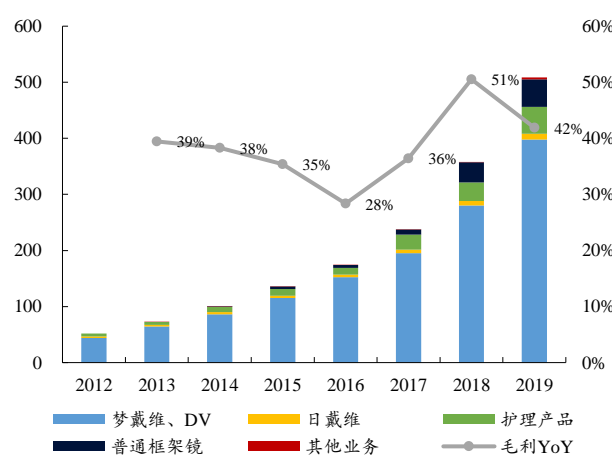
司主要的收入来源且快速增长, 护理产品作为角膜塑形镜的配套产品也增长稳定, 2018-2019 年框架镜收入呈现爆发式增长。

图 38、营业收入 (百万元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、毛利润 (百万元)

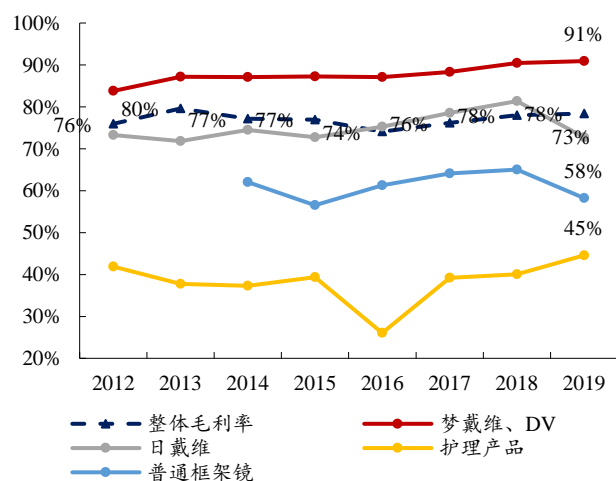


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年实现归母净利润 3.07 亿元, 三年复合增速达 39%。2019 年公司实现毛利润 5.07 亿元, 同比增长 42%, 近三年 CAGR 达 43%, 其中角膜塑形镜、日戴维、护理产品、框架镜分别占比 78%、2%、10%、10%; 实现归母净利润 3.07 亿元、扣非后归母净利润 2.67 亿元, 分别同比增长 42%、41%, 近三年 CAGR 分别达 39%、37%。

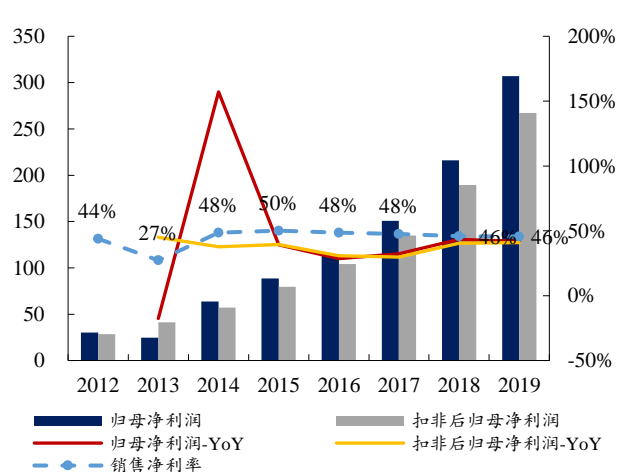
整体毛利率高达 78%, 净利率 46%, 盈利能力强。2019 年公司实现毛利率 78%, 三年提升 4pct; 实现净利率 46%, 呈小幅下降趋势, 主要受员工薪酬及新设子公司带来的销售费用大幅增加影响。分产品看, 角膜塑形镜毛利率高达 91%, 且呈小幅上升趋势; 护理产品毛利率为 45%, 近三年提升较快; 框架镜、日戴维毛利率分别为 73%、58%, 2019 年下降明显。

图 40、各业务毛利率



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、归母净利润 (百万元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

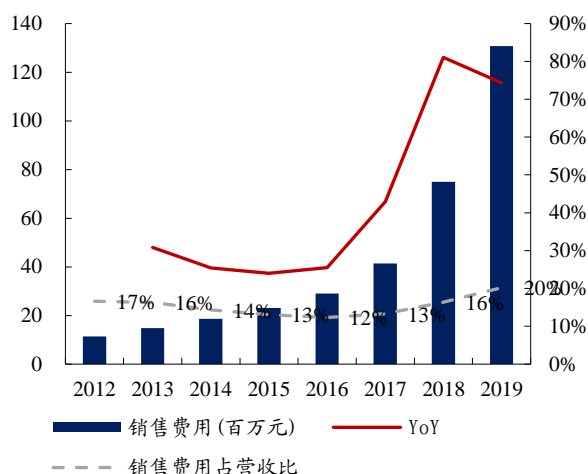
公司管理费用率较稳定，近三年保持在 9%-10%。近年销售费用涨幅较大，主要由于员工薪酬增加和新设公司导致租赁费、装修费增加所致。

图 42、管理费用



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、销售费用

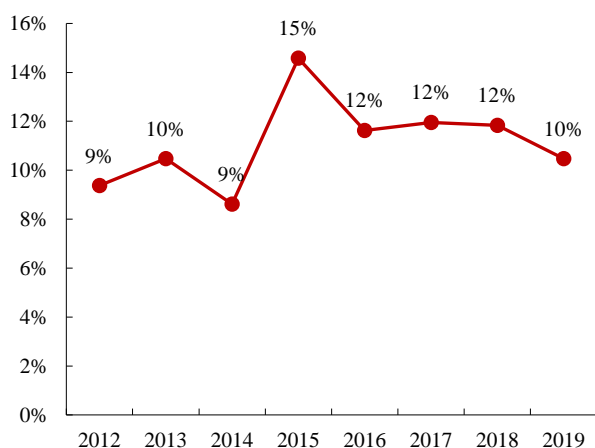


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5.2、资本结构与偿债能力

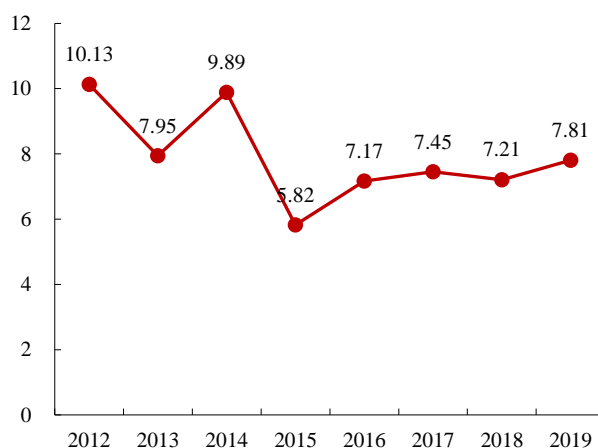
公司资产负债率仅 10%，速动比率达 7.81，长短期偿债能力无虞，资本结构稳定，风险较低。现金流量来看，公司经营性现金流量金额稳定增长，账面货币资金充裕，具备投资发展和抵御风险的能力。

图 44、资产负债率



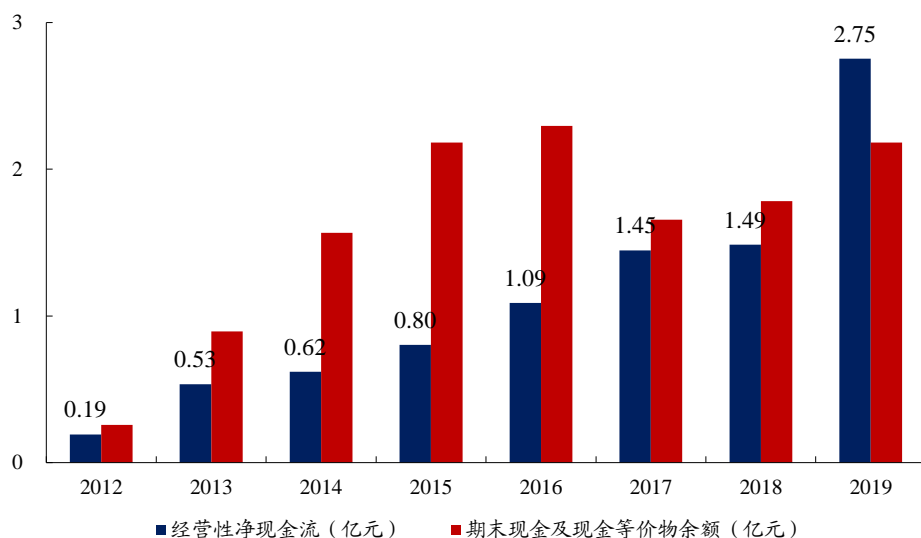
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、流动比率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、经营性净现金流及期末现金



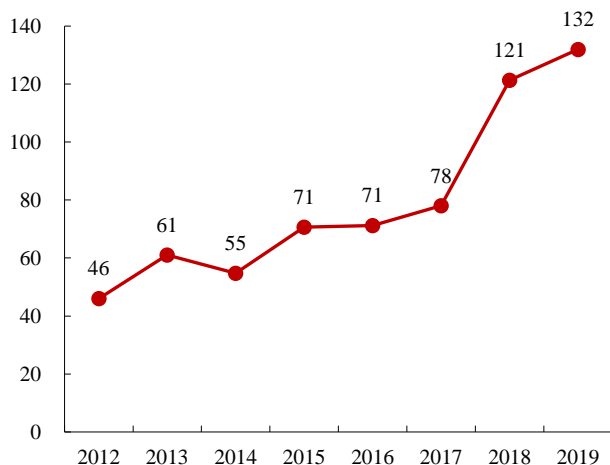
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2017 年货币资金减少主要是公司购买保本型理财产品

5.3、营运能力

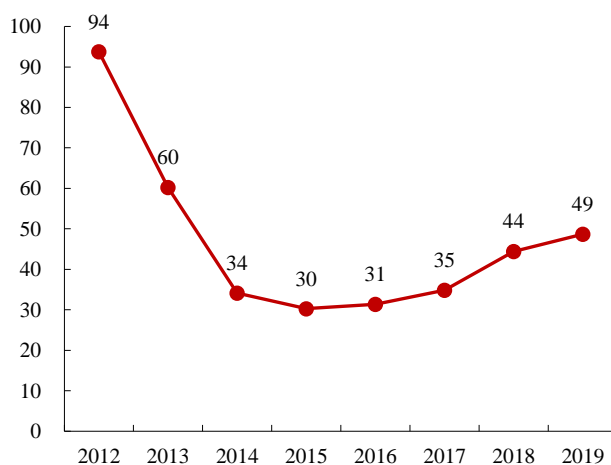
近年公司存货周转天数上升,主要是由于收购经销商和眼科终端的库存商品所致。公司应收账款周转天数为 49 天,维持较低水平,且公司的主要欠款对象为医院,违约概率较低。

图 47、存货周转天数 (天)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、应收账款周转天数 (天)



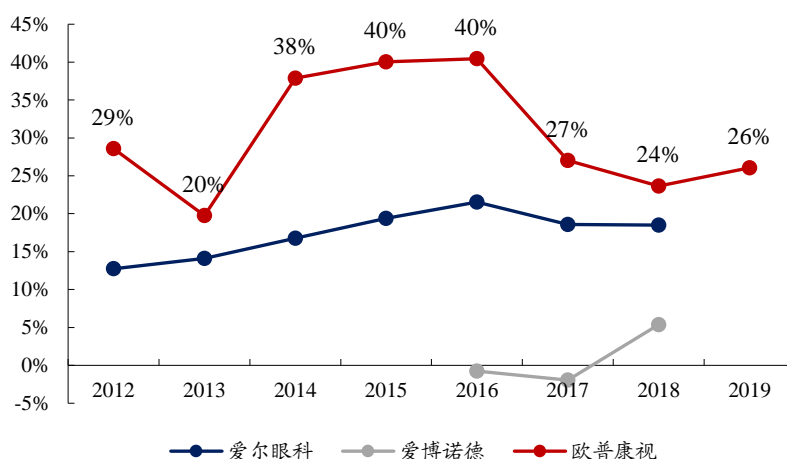
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5.4、杜邦分析法

作为股东最为关注的盈利指标,2019 年公司净资产收益率高达 26%。通过杜邦分析法和同业对比我们发现,虽然公司的财务杠杆较低,但毛利率显著高于同业,且财务费用和税负较低,是公司超高收益效率的主要原因。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 49、净资产收益率对比



资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2017 年公司上市

表 17、杜邦分析法

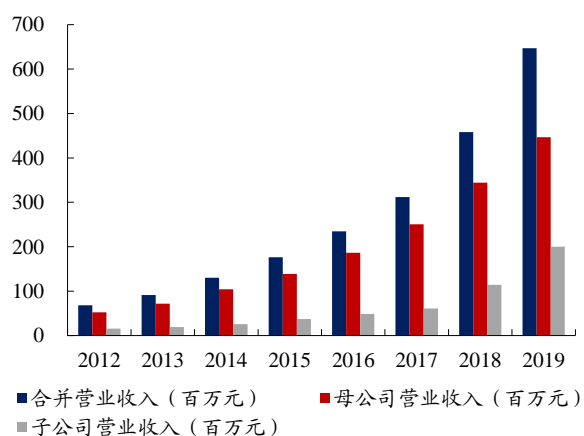
	净资产收益率	权益乘数	资产周转率	销售净利率	税负水平	利息负担	经营利润率
爱尔眼科	18%	1.7361	0.8457	13.3%	77%	97%	18%
欧普康视	24%	1.1757	0.4264	45.8%	85%	101%	53%
爱博诺德	5%	1.1511	0.2944	15.8%	76%	99%	21%

资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5.5、内生增长是公司业绩增长的主要原因

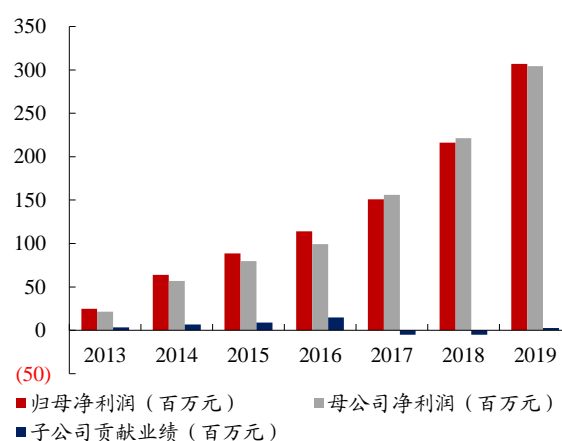
2016-2019 年，公司合并报表后的营业收入从 2.35 亿元提升至 6.47 亿元，母公司营业收入从 1.86 亿元提升至 4.47 亿元，子公司贡献营业收入从 0.49 亿元提升至 2 亿元；而公司归母净利润从 1.14 亿元提升至 3.07 亿元，母公司净利润从 0.99 亿元提升至 3.04 亿元，可见虽然近三年公司收购大量子公司，但更多的是提供营业收入的增长，实际业绩的主要增长来源还是公司本身的内生增长。

图 50、母公司、子公司营业收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 51、母公司、子公司业绩



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

收购时签订业绩补偿降低投资风险，八成投资单位完成业绩承诺。根据公司披露的投资合作协议，多数被投资单位的持股人会对未来三年的业绩做出承诺，若实际业绩低于承诺，以及在三年中任一年度出现负增长，公司有权要求其按照现金、股权补偿方式或股权回购方式对公司进行补偿或对股权进行回购，通过业绩补偿可以一定程度上降低在并购、投资中的风险。此外，据年报披露的业绩承诺完成情况，八成被投资单位超额完成业绩承诺。目前大多数被投资公司尚处于培育期，在公司的资金、技术等支持下，有望形成协同效应，进一步提高业绩。

表 18、业绩承诺完成情况

被投资单位	业绩承诺期间	业绩承诺金额(万元)	实际完成情况(万元)	是否完成	口径
蚌埠欧普	2018 年度	270	277	是	净利润
福州欧普	2018 年度	200	244	是	净利润
陕西奥泰克	2018 年度	130	216	是	净利润
宜昌梦戴维	2018 年度	50	54.84	是	净利润
福州欧普	2019 年度	2,072.78	2,198.49	是	收入
武汉视佳医	2019 年度	90	292.32	是	净利润
淄博亮睛	2019 年度	96	97.49	是	净利润
蚌埠欧普	2019 年度	277.8	354.79	是	净利润
深圳欧普	2019 年度	120	-80.31	否	净利润
池州康视	2019 年度	90	148.8	是	净利润
宣城口腔医院	2019 年度	190	191.05	是	净利润
宣城百秀	2018 年 4 月至 2019 年 3 月	330	257.02	否	净利润
六安康视	2019 年度	180	180.24	是	净利润
陕西奥泰克	2019 年度	319.92	368.99	是	净利润
靖江欧普	2019 年度	285	286.99	是	净利润
泉州欧普	2019 年度	245	252.78	是	净利润
宜昌梦戴维	2019 年度	54.85	56.2	是	净利润
安徽视特佳	2019 年度	113.12	57.6	否	净利润
淮南优视	2018 年 8 月至 2019 年 7 月	32	-13.25	否	净利润
仙桃佳视	2019 年度	168	221.22	是	净利润

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

六、投资建议与估值

公司所处细分行业赛道优质，在行业内具备竞争优势，且在核心主业高增长的同时扩容视光全产业链。我们看好公司的短中长期发展，预计 2020-2022 年净利润分别为 3.83、5.50、7.66 亿元，对应 EPS 为 0.95、1.36、1.89 元，当前股价对应 PE 为 71.2、49.5、35.5 倍。维持给予公司“审慎增持”评级。

表 19、主营业务拆分（百万元）

产品名称	项目	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
角膜塑形镜	营业收入	175	221	310	437	525	735	1029
	YoY	32%	27%	40%	41%	20%	40%	40%
	单价（元）	803	852	996	1156	1225	1323	1429
	YoY	10%	6%	17%	16%	6%	8%	8%
	销量（万片）	22	26	31	38	43	56	72
	YoY	20%	19%	20%	22%	13%	30%	30%
	营业成本	23	26	30	40	47	66	98
	YoY	34%	14%	15%	34%	19%	40%	48%
日戴维	毛利率	87%	88%	90%	91%	91%	91%	91%
	营业收入	7	8	9	15	17	24	32
	YoY	24%	20%	18%	57%	20%	40%	30%
	单价（元）	390	396	391	478	525	604	665
	YoY	19%	2%	-1%	22%	10%	15%	10%
	销量（万片）	2	2	2	3	3	4	5
	YoY	4%	18%	19%	28%	9%	22%	18%
	营业成本	2	2	2	4	4	5	6
护理产品	YoY	13%	4%	2%	130%	10%	23%	18%
	毛利率	75%	79%	81%	73%	75%	78%	80%
	营业收入	45	68	83	107	123	160	208
	YoY	45%	51%	22%	28%	15%	30%	30%
普通框架镜	营业成本	33	42	50	59	67	83	104
	YoY	76%	24%	20%	19%	10%	25%	25%
	毛利率	26%	39%	40%	45%	46%	48%	50%
	营业收入	8	14	55	85	106	153	215
其他业务	YoY	12%	66%	296%	53%	25%	45%	40%
	营业成本	3	5	19	35	40	58	84
	YoY	0%	54%	286%	83%	12%	47%	44%
	毛利率	61%	64%	65%	58%	62%	62%	61%
其他业务	营业收入	0	0	1	3	4	6	9
	营业成本	0	0	0	1	2	2	3
营业收入合计		235	312	458	647	775	1079	1492
营业成本合计		61	74	101	140	159	215	295

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 20、盈利预测结果

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	647	775	1079	1492
增长率	41.1%	19.8%	39.1%	38.3%
营业利润(百万元)	334	421	603	841
增长率	36.0%	26.0%	43.3%	39.4%
净利润(百万元)	307	383	550	766
增长率	41.9%	24.7%	43.8%	39.2%
最新摊薄每股收益(元)	0.76	0.95	1.36	1.89
每股净资产(元)	3.29	4.34	5.55	7.24
动态市盈率(倍)	88.8	71.2	49.5	35.5
市净率 (倍)	20.5	15.5	12.1	9.3

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 21、同业估值比较

股票代码	公司	主营业务	市值（百万元）	净利润（百万元）			P/E		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300595.SZ	欧普康视	角膜塑形镜	27,240	383	550	766	71.18	49.49	35.55
300015.SZ	爱尔眼科	眼科医院	144,296	1,734	2,356	-	83.23	61.24	-
300529.SZ	健帆生物	血液净化领域龙头	48,783	765	1,013	1,334	63.75	48.14	36.57
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械龙头	321,793	5,753	6,969	8,360	55.93	46.18	38.49

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：欧普康视采用兴业中小盘预测，其他三家公司采用万得一致预测。

七、风险提示

- （1）市场竞争加剧；
- （2）近视矫正竞品上市；
- （3）投资收益不及预期等。

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1233	1666	2157	2845
货币资金	218	638	1116	1747
交易性金融资产	243	193	143	93
应收账款	99	122	168	233
其他应收款	10	14	19	26
存货	54	66	87	121
非流动资产	373	358	361	361
可供出售金融资产	0	8	7	6
长期股权投资	57	59	62	65
投资性房地产	20	14	16	15
固定资产	138	129	119	108
在建工程	7	3	2	1
油气资产	0	0	0	0
无形资产	8	8	8	7
资产总计	1606	2023	2519	3206
流动负债	158	169	192	226
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	25	30	40	55
其他	133	139	152	171
非流动负债	10	8	8	9
长期借款	0	0	0	0
其他	10	8	8	9
负债合计	168	177	201	235
股本	405	405	405	405
资本公积	232	232	232	232
未分配利润	642	986	1424	2031
少数股东权益	107	92	71	40
股东权益合计	1438	1847	2318	2971
负债及权益合计	1606	2023	2519	3206

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	307	383	550	766
折旧和摊销	18	13	13	14
资产减值准备	7	2	3	5
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	-5	0	0	0
财务费用	-2	-18	-36	-59
投资损失	-37	-31	-34	-33
少数股东损益	-12	-15	-22	-30
营运资金的变动	-10	-60	-52	-86
经营活动产生现金流	275	287	420	575
投资活动产生现金流	-238	75	78	80
融资活动产生现金流	2	58	-21	-23
现金净变动	40	420	478	631
现金的期初余额	178	218	638	1116
现金的期末余额	218	638	1116	1747

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	647	775	1079	1492
营业成本	140	159	215	295
营业税金及附加	8	10	14	20
销售费用	131	149	202	272
管理费用	60	75	103	143
财务费用	-1	-18	-36	-59
资产减值损失	-3	-3	-3	-3
公允价值变动	5	0	0	0
投资收益	37	31	34	33
营业利润	334	421	603	841
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	2	1	2	2
利润总额	334	421	603	841
所得税	39	53	75	105
净利润	295	368	529	736
少数股东损益	-12	-15	-22	-30
归属母公司净利润	307	383	550	766
EPS(元)	0.76	0.95	1.36	1.89

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	41.1%	19.8%	39.1%	38.3%
营业利润增长率	36.0%	26.0%	43.3%	39.4%
净利润增长率	41.9%	24.7%	43.8%	39.2%
盈利能力(%)				
毛利率	78.4%	79.4%	80.0%	80.2%
净利率	47.4%	49.4%	51.0%	51.4%
ROE	23.1%	21.8%	24.5%	26.1%

偿债能力(%)				
资产负债率	10.5%	8.7%	8.0%	7.3%
流动比率	7.81	9.85	11.22	12.59
速动比率	7.47	9.45	10.77	12.06

营运能力(次)				
资产周转率	45.7%	42.7%	47.5%	52.1%
应收账款周转率	688.9%	653.8%	692.9%	692.7%

每股资料(元)				
每股收益	0.76	0.95	1.36	1.89
每股经营现金	0.68	0.71	1.04	1.42
每股净资产	3.29	4.34	5.55	7.24

估值比率(倍)				
PE	88.8	71.2	49.5	35.5
PB	20.5	15.5	12.1	9.3

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn