



非手术视力矫正稀缺标的, 享受行业成长红利

投资要点

- **事件:** 公司发布业绩快报, 2016年实现营业收入2.4亿元(+33.4%)、归母净利润1.1亿元(+28.6%)。
- **为高景气度行业的稀缺标的, 业绩成长动力强。** 公司从事硬性角膜接触镜及护理产品的设计、研发、生产和销售, 是我国大陆地区唯一同时获得CFDA角膜塑形镜注册证及少数获得硬性角膜接触镜注册证的生产企业之一。产品涵盖角膜塑形镜、普通硬性角膜接触镜以及护理产品等多个系列, 已进入600多家医疗机构, 累计验配超过40万例。2011-2015年国内角膜塑形镜市场以年复合44%的速度快速增长。截至2015年全国共有64.3万人佩戴角膜塑形镜。公司作为寡头, 市场议价能力强, 截至2016年上半年, “梦戴维”单片出厂价目前为768.16元/片(+4.98%)。作为高景气度行业的稀缺标的, 公司业绩成长动力强。
- **角膜塑形镜可延缓近视发展速度。** 公司终端客户群体为屈光不正患者, 相对普通框架眼镜和软性隐形眼镜, 角膜塑形镜的功能可延缓近视发展速度, 可以通过不同曲率的镜片暂时改变角膜曲率, 并减缓眼轴生长速度。临床试验表明, 经过2年的佩戴, 角膜塑形镜能够延缓眼轴的增长, 从而起到延缓近视的作用。相对激光手术来说, 角膜塑形镜的适用人群广, 主要为6-15岁的青少年(激光手术适用人群为18岁以上、度数已经稳定的屈光不正患者)。
- **近视发病率高, 市场潜力巨大。** 中国近视发病率为53%。由于学业任务重、电子产品普及率提高等原因, 低龄人群的屈光不正发病率不断走高。教育部《全国学生体质健康检测报告》显示学生的近视发病率随着学龄增长迅速: 7-12岁小学生为32.5%, 13-15岁初中生为59.4%, 16-18岁高中生为77.3%, 19-22岁大学生为85%, 沿海城市高中毕业生视力低下率为85%。中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会数据显示: 截至2015年全国共有64.3万人佩戴角膜塑形镜, 公司的市场渗透率仍有巨大的提升空间。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2016-2018年EPS分别为1.67元、2.24元、2.97元, 未来三年归母净利润将保持30%以上的复合增长率, 我们认为公司为高景气度行业的稀缺标的, 产品具备竞争力, 将充分享受行业成长的红利, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新竞争对手进入风险, 渠道开拓不及预期风险。

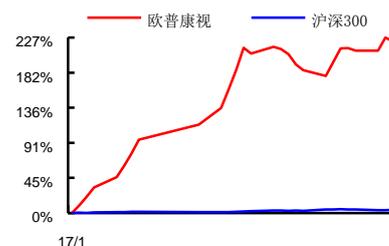
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	176.24	235.10	313.78	419.06
增长率	35.69%	33.40%	33.47%	33.55%
归属母公司净利润(百万元)	88.70	113.60	152.54	202.29
增长率	39.10%	28.06%	34.29%	32.61%
每股收益EPS(元)	1.30	1.67	2.24	2.97
净资产收益率ROE	34.85%	34.36%	18.13%	20.66%
PE	89	69	52	39
PB	31.03	23.89	9.39	8.07

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn
联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.68
流通A股(亿股)	0.17
52周内股价区间(元)	34.29-112.09
总市值(亿元)	75.11
总资产(亿元)	4.04
每股净资产(元)	5.58

相关研究

公司基本情况

公司自成立以来定位于非手术视力矫正领域，是一家专业从事硬性角膜接触镜及护理产品的设计、研发、生产和销售，并提供技术支持与培训服务的硬性角膜接触镜综合服务商。公司产品涵盖角膜塑形镜、普通硬性角膜接触镜以及护理产品等多个系列，同时，公司旗下共有“梦戴维”、“日戴维”、“华维”等商标品牌。目前，公司产品已进入 600 多家医疗机构，累计验配超过 40 万例。公司主要收入来自角膜接触镜，2015 年占公司收入 78%。

角膜塑形镜：是一种经特殊设计的硬性透气角膜接触镜，属于公司当前核心产品，产品包括“梦戴维”系列角膜塑形镜。

普通硬性角膜接触镜：具有“日戴维”、“华维”两个系列，由于其表面形状固定，成像效果更佳，尤其是矫正散光的效果比其他产品更好。

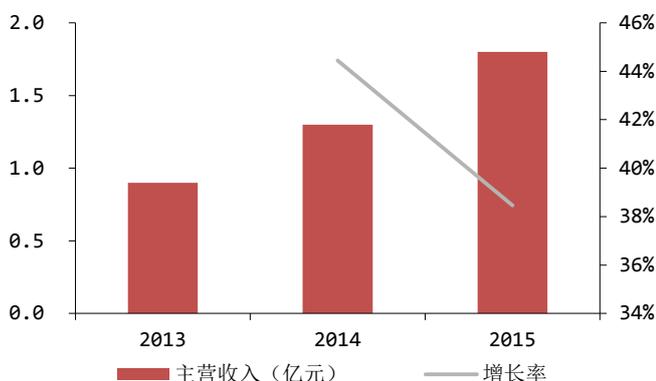
护理产品：主要包括舒润液、护理液等，其中，舒润液用于润滑和湿润硬性角膜接触镜，护理液主要用于清洁、消毒等作用。公司目前不生产护理产品，主要是直接外购出售。

图 1：公司主营业务



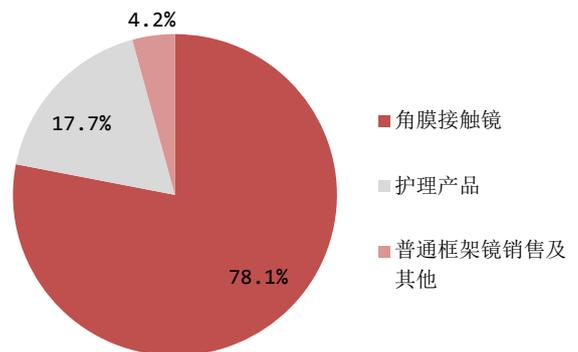
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 3：公司主营收入及增速概况



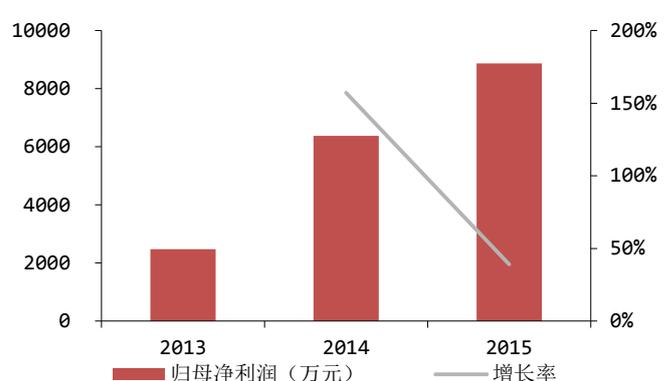
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 2：公司收入构成

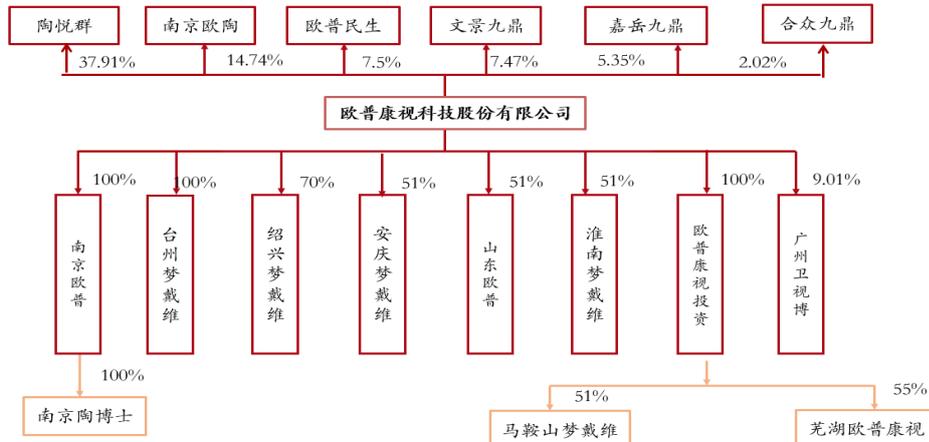


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 4：公司归母净利润及增速概况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 5: 公司股权结构


数据来源：招股说明书，西南证券整理

盈利预测关键假设

- 公司所在行业处于高景气度，行业增速维持 30% 以上，公司作为寡头，收入增速与行业同步；
- 公司作为寡头企业，议价能力强，随着产品单价的提升，毛利率逐步提升。

表 1: 分业务收入及毛利率

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	176.2	235.1	313.8	419.1
yoy	35.7%	33.4%	33.5%	33.6%
营业成本	40.6	53.3	69.9	91.7
毛利率	77.0%	77.3%	77.7%	78.1%
角膜接触镜				
收入	137.4	183.3	247.5	334.1
yoy	31.6%	33.4%	35.0%	35.0%
成本	18.33	24	33	44
毛利率	86.7%	86.7%	86.8%	86.9%
护理产品				
收入	31.2	41.6	54.1	70.3
yoy	32.57%	33.40%	30.00%	30.00%
成本	18.9	25.0	32.4	42.2
毛利率	39.4%	40.0%	40.0%	40.0%
其它				
收入	7.6	10.2	12.2	14.7
成本	3.4	4.0	4.8	5.8

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	176.24	235.10	313.78	419.06	净利润	88.35	113.14	151.94	201.49
营业成本	40.60	53.34	69.91	91.70	折旧与摊销	3.65	3.42	6.04	8.83
营业税金及附加	2.47	3.50	4.61	6.14	财务费用	0.15	-0.61	-1.47	-2.44
销售费用	23.09	31.74	43.30	58.67	资产减值损失	0.70	1.00	1.00	1.00
管理费用	14.89	19.23	25.10	33.53	经营营运资本变动	12.34	4.67	4.69	5.22
财务费用	0.15	-0.61	-1.47	-2.44	其他	-24.96	-8.72	-9.49	-10.34
资产减值损失	0.70	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	80.23	112.90	152.70	203.76
投资收益	7.02	7.72	8.49	9.34	资本支出	-3.94	-60.00	-60.00	-60.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-6.49	7.72	8.49	9.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10.43	-52.28	-51.51	-50.66
营业利润	101.36	134.62	179.82	239.81	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.85	3.05	3.28	3.30	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	105.21	137.68	183.10	243.11	股权融资	-0.03	0.00	404.77	0.00
所得税	16.86	24.53	31.16	41.62	支付股利	-26.90	-37.42	-47.92	-64.35
净利润	88.35	113.14	151.94	201.49	其他	18.82	0.61	1.47	2.44
少数股东损益	-0.35	-0.45	-0.61	-0.80	筹资活动现金流净额	-8.11	-36.81	358.33	-61.91
归属母公司股东净利润	88.70	113.60	152.54	202.29	现金流量净额	61.55	23.82	459.52	91.19
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	218.25	242.07	701.59	792.78	成长能力				
应收和预付款项	22.10	30.19	39.07	52.69	销售收入增长率	35.69%	33.40%	33.47%	33.55%
存货	11.09	14.57	19.10	25.05	营业利润增长率	39.51%	32.82%	33.57%	33.36%
其他流动资产	0.05	0.06	0.09	0.12	净利润增长率	40.38%	28.06%	34.29%	32.61%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	39.05%	30.69%	34.17%	33.52%
投资性房地产	2.00	2.00	2.00	2.00	获利能力				
固定资产和在建工程	34.15	90.92	145.07	196.44	毛利率	76.96%	77.31%	77.72%	78.12%
无形资产和开发支出	7.79	7.63	7.47	7.32	三费率	21.64%	21.42%	21.33%	21.42%
其他非流动资产	1.36	1.33	1.30	1.26	净利率	50.13%	48.13%	48.42%	48.08%
资产总计	296.80	388.78	915.69	1077.66	ROE	34.85%	34.36%	18.13%	20.66%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	29.77%	29.10%	16.59%	18.70%
应付和预收款项	21.72	31.24	40.60	53.90	ROIC	178.42%	139.79%	108.59%	101.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	59.67%	58.46%	58.76%	58.75%
其他负债	21.55	28.28	37.04	48.56	营运能力				
负债合计	43.27	59.52	77.64	102.46	总资产周转率	0.70	0.69	0.48	0.42
股本	51.00	51.00	68.00	68.00	固定资产周转率	5.77	4.16	2.93	2.64
资本公积	63.52	63.52	451.29	451.29	应收账款周转率	11.88	11.17	11.19	11.28
留存收益	137.90	214.08	318.71	456.66	存货周转率	5.10	4.16	4.15	4.15
归属母公司股东权益	252.43	328.61	838.01	975.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.50%	—	—	—
少数股东权益	1.11	0.65	0.05	-0.76	资本结构				
股东权益合计	253.53	329.26	838.05	975.19	资产负债率	14.58%	15.31%	8.48%	9.51%
负债和股东权益合计	296.80	388.78	915.69	1077.66	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.82	4.83	9.80	8.50
					速动比率	5.57	4.58	9.55	8.26
					股利支付率	30.33%	32.94%	31.41%	31.81%
					每股指标				
					每股收益	1.30	1.67	2.24	2.97
					每股净资产	3.73	4.84	12.32	14.34
					每股经营现金	1.18	0.00	0.00	0.00
					每股股利	0.40	0.55	0.70	0.95
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	105.16	137.43	184.39	246.20					
PE	88.68	69.25	51.57	38.89					
PB	31.03	23.89	9.39	8.07					
PS	44.63	33.46	25.07	18.77					
EV/EBITDA	53.96	41.12	38.82	28.70					
股息率	0.34%	0.48%	0.61%	0.82%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn