

# 欧普康视 (300595.SZ)

2017年7月10日

证券分析师 全铭  
 执业资格证书号码: S0600517010002  
[quanm@dwzq.com.cn](mailto:quanm@dwzq.com.cn)  
 010-66573567

证券分析师 焦德智  
 执业资格证书号码: S0600516120001  
[jiadzh@dwzq.com.cn](mailto:jiadzh@dwzq.com.cn)  
 021-60199780

## 角膜塑形镜渠道下沉带来发展机遇,“量价齐升”趋势有望延续 增持 (首次覆盖)

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	235	303	395	521
同比	33.4%	29.0%	30.3%	31.8%
净利润 (百万元)	114	147	190	247
同比	28.6%	29.3%	29.2%	29.8%
毛利率	74.1%	73.5%	73.1%	72.7%
ROE	36.6%	30.0%	30.1%	30.4%
每股收益 (元)	0.93	1.20	1.56	2.02
P/E	64.5	49.9	38.6	29.8
P/B	23.6	8.6	7.4	6.2

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 投资要点

■ 公司为国内非手术视力矫正领域优质、稀缺标的,核心产品——角膜塑形镜呈“量价齐升”发展势头。

公司主营硬角膜接触镜及相关产品的生产销售,核心产品为梦戴维角膜塑形镜,收入占比75%左右。作为角膜塑形镜大陆唯一获批生产企业,公司先发优势显著,且与同类进口产品相比允许矫正度数更高。近年公司持续加码研发升级与产品推广,角膜塑形镜呈现“量价齐升”发展势头:2013年-2016年梦戴维销量的复合增速超过23%,2016年的单年销量接近公司成立至2012年期间的累计销量;2013年-2016H公司角膜塑形镜单价实现12%以上的累积增长(测算详情见正文)。

■ 角膜塑形行业市场空间大、壁垒高,渠道下沉是产品渗透率提升的重要途径。

我国非手术视力矫正市场容量巨大,但因行业准入严、角膜塑形镜属高端定制化产品,目前市场渗透率极低。随着技术升级、渠道下沉、创新医疗器械政策鼓励,角膜塑形行业有望迎来上升发展期。若公司角膜塑形镜的渗透率由2016年的0.1%提高到2020年的0.5%,则梦戴维的销售收入有望突破10亿规模。

■ 2017年1月创业板成功上市,三大募投项目拟全面提升研产销能力,并为公司未来高速发展提供资本平台。

### 盈利预测与投资建议

我们预期2017年到2019年,公司营业收入分别为3.03亿元、3.95亿元和5.21亿元,归母净利润分别为1.47亿元、1.90亿元和2.47亿元,对应EPS分别为1.20元、1.56元和2.02元。我们认为随着渠道下沉、创新器械政策鼓励,角膜塑形行业有望迎来上升发展期。公司在国内拥有先发优势,IPO全面提升研产销能力,“量价齐升”发展趋势确定性强。因此我们首次覆盖,给予公司“增持”评级。

### 风险提示

产品质量风险;产品结构单一、同功能竞品推出的冲击风险;角膜塑形镜市场推广不达预期;募投项目推进进度不达预期,包括护理液产品注册进度低于预期、社区营销服务网点盈利低于预期;次新股回调风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	60.10
一年最低价/最高价(元)	15.82/70.86
市净率	10.87
流通A股市值(亿元)	18.39

### 基础数据

每股净资产(元)	5.53
资产负债率(%)	7.19%
总股本(亿股)	1.22
流通A股(亿股)	0.31

### 相关报告

\*特别感谢实习生张蔚洁对本报告做的贡献

## 目录

<b>1. 公司为国内非手术视力矫正领域优质、稀缺标的，核心产品——角膜塑形镜呈“量价齐升”发展势头</b> .....	<b>4</b>
1.1. 公司为国内非手术视力矫正领域稀缺标的.....	4
1.2. 公司整体业绩表现优秀，各项财务指标优良.....	4
1.3. 公司核心产品为角膜塑形镜，收入占比 74.3%，增速快、毛利率高 ...	6
1.4. 作为角膜塑形镜大陆唯一获批生产企业，公司产品性能优越，先发优势显著 .....	6
1.5. 持续加码研发升级与产品推广，公司角膜塑形镜呈现“量价齐升”发展势头 .....	8
<b>2. 角膜塑形行业市场空间大、壁垒高，渠道下沉是产品渗透率提升的重要途径</b> .....	<b>10</b>
2.1. 角膜塑形术为全球新兴技术，我国引入不到 20 年，行业仍处于初级发展阶段.....	10
2.2. 市场准入严、高端定制化产品属性筑起行业高壁垒，角膜塑形镜目前国内渗透率极低.....	11
2.3. 非手术视力矫正市场空间大，若渗透率做到 0.5%则 2020 年公司产品有望突破 10 亿规模.....	12
2.4. 基层医疗市场潜力巨大，渠道下沉是提升产品渗透率的有效途径....	14
2.5. 政策鼓励器械创新，为行业发展营造良好的外部环境.....	14
<b>3. IPO 募投全面提高研产销能力，成功上市为未来高速发展提供资本运作平台</b> .....	<b>15</b>
3.1. 年产 40 万片角膜塑形镜及配套件系列产品项目，充分扩充现有产品产能 .....	16
3.2. 工程技术及培训中心建设项目，为公司储备高技术产品和专业化销售渠道 .....	16
3.3. 营销服务网络建设项目，升级公司营销体系助力未来市场扩张.....	17
<b>4. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>17</b>
4.1. 盈利预测.....	17
4.2. 投资建议.....	18
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

图表 1: 公司股权结构 (截至 2016 年报)	4
图表 2: 2012 年-2017Q1 公司营收、扣非归母净利润增长情况 (百万元)	5
图表 3: 2012 年-2017Q1 公司毛利率、净利率变化情况	5
图表 4: 2012 年-2017Q1 公司销售费用、管理费用变化情况 (百万元)	5
图表 5: 2012 年-2017Q1 公司经营净现金流变化情况 (百万元)	5
图表 6: 2012 年-2017Q1 公司资产负债率	5
图表 7: 2012-2016 年公司存货、应收账款周转率	5
图表 8: 公司主营产品构成	6
图表 9: 2012 年-2016 年公司收入构成	6
图表 10: 2013 年-2016 年各产品收入增速	6
图表 11: 2012 年-2016 年各产品毛利率变化	6
图表 12: 公司产品——“梦戴维”角膜塑形镜	7
图表 13: 目前几种主要的视力矫正方法	7
图表 14: 角膜塑形镜获批国内注册上市企业对比	8
图表 15: 公司角膜塑形镜近年销量大幅提升 (万片)	9
图表 16: 2013 年-2016H 各地区经销商数量变化 (单位: 家)	9
图表 17: 2013 年-2016H 公司角膜接触镜产品直销比例缓慢下降	9
图表 18: 2013 年-2016H 梦戴维价格变化 (元)	10
图表 19: 2012-2016 年公司研发费用、研发费用率及增速 (百万元)	10
图表 20: 角膜塑形技术发展历史	11
图表 21: 角膜塑形镜验配管理有关规定	11
图表 22: 角膜塑形镜生产工艺流程图	12
图表 23: 高端定制化非标产品扩张壁垒模式图	12
图表 24: 全国近视人群规模快速扩大 (亿人)	13
图表 25: 各年龄青少年人群近视率 (%)	13
图表 26: 公司角膜塑形镜 (梦戴维) 市场规模测算过程	13
图表 27: 我国二级及以上专科医院数量及占比情况	14
图表 28: 我国基层医疗卫生机构数量及占比情况	14
图表 29: 2012 年-2016 年梦戴维价格与城镇居民人均可支配收入累计增长率的比较	14
图表 30: 创新医疗器械/角膜塑形镜产业相关政策	15
图表 31: IPO 募投项目概览	16
图表 32: 公司硬角膜接触镜历年产能情况	16
图表 33: 公司主要财务数据预测	17
图表 34: 上市至今公司估值变化	18
图表 35: 可比公司估值情况	18

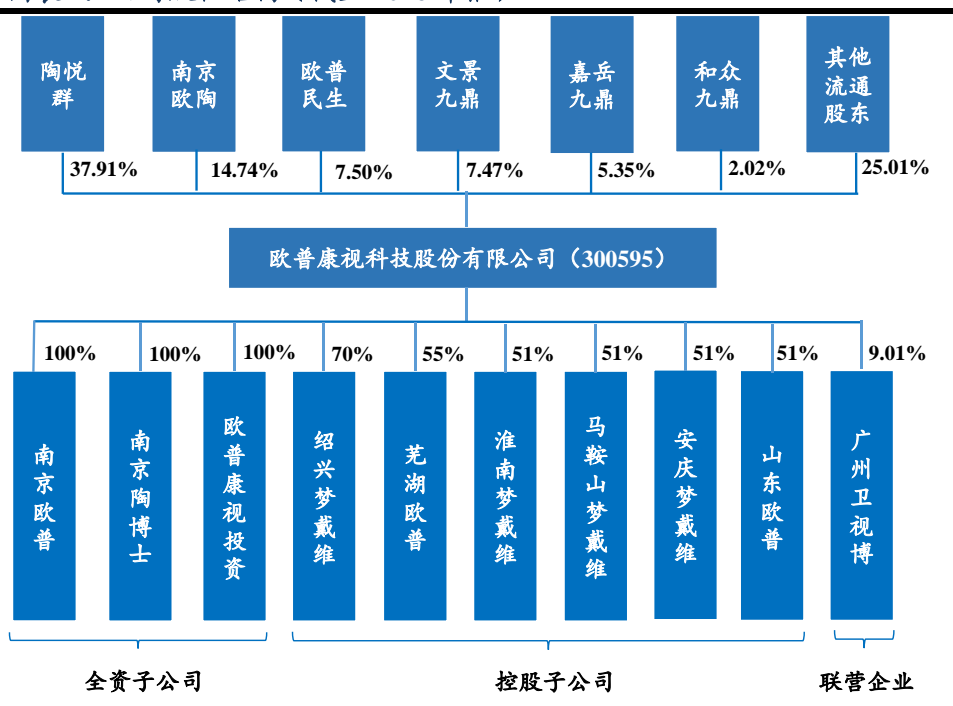
## 1. 公司为国内非手术视力矫正领域优质、稀缺标的，核心产品——角膜塑形镜呈“量价齐升”发展势头

### 1.1. 公司为国内非手术视力矫正领域稀缺标的

公司成立于 2000 年，自成立以来公司定位于非手术视力矫正领域，是专业从事硬性角膜接触镜及护理产品生产销售，并提供技术支持与培训服务的硬角膜接触镜综合服务提供商。截至目前，公司是我国大陆地区唯一获得角膜塑形镜注册证的生产企业，也是大陆地区少数获得普通硬角膜接触镜注册证的企业之一。经过多年技术发展与经验积累，公司成为国内硬角膜接触镜细分领域能与国外同行企业相竞争的少数企业之一。

2017 年 1 月公司于创业板上市，成为 A 股硬角膜接触镜行业的稀缺标的。首次公开发行前，公司总股本为 5100 万股，公司首次公开发行不超过 1700 万股，占发行后总股本的 25%。公司创始人及实际控制人为陶悦群先生，目前持有上市公司 37.91% 的股份，并担任公司董事长及总经理职务。陶悦群先生曾取得美国加州大学洛杉矶分校工程博士学位，拥有丰富的角膜接触镜行业研发与经营管理经验，在公司的发展壮大中起着重要的“领头羊”作用。

图表 1: 公司股权结构 (截至 2016 年报)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

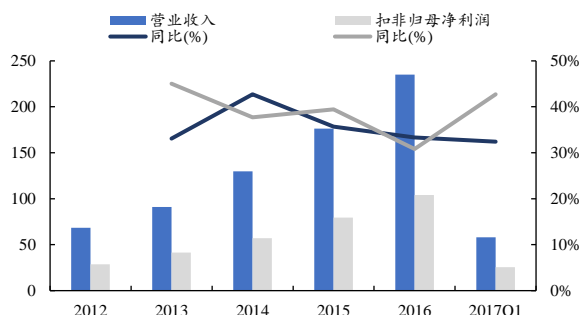
### 1.2. 公司整体业绩表现优秀，各项财务指标优良

2012 年-2016 年，公司收入实现 36.2% 的复合增长，扣非净利润的复合增速达到 38.2%。而在 2017Q1，公司单季度营收、扣非净利润实现同

比 32.4%、42.7% 的高速增长。

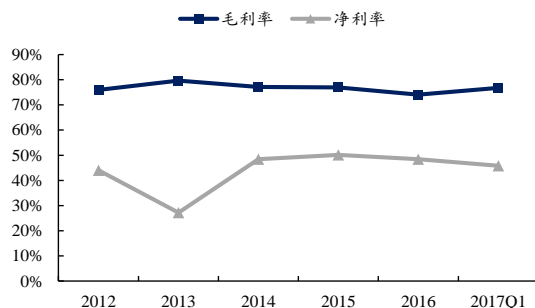
公司为高新技术企业，整体毛利率、净利率维持在 75%、45% 左右水平。

图表 2: 2012 年-2017Q1 公司营收、扣非归母净利润增长情况 (百万元)



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

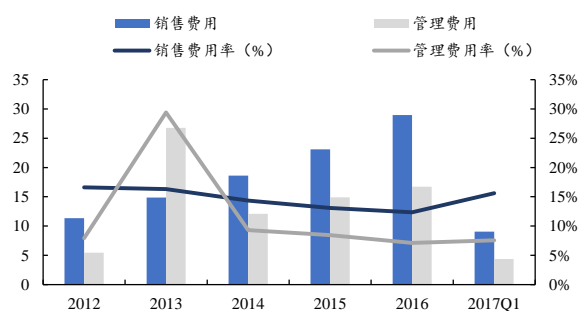
图表 3: 2012 年-2017Q1 公司毛利率、净利率变化情况



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

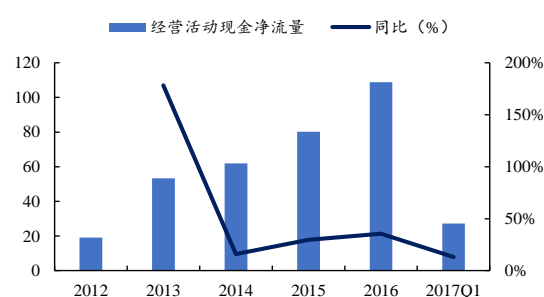
公司销售费用、管理费用随收入增加稳定增长，两项费用率分别在 15%、10% 以下水平，且逐年缓慢降低。其中 2013 年因确认股份支付发生的费用 1958 万元，导致当年管理费用显著增加。公司现金流充足，历年财务费用率处于较低水平。

图表 4: 2012 年-2017Q1 公司销售费用、管理费用变化情况 (百万元)



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

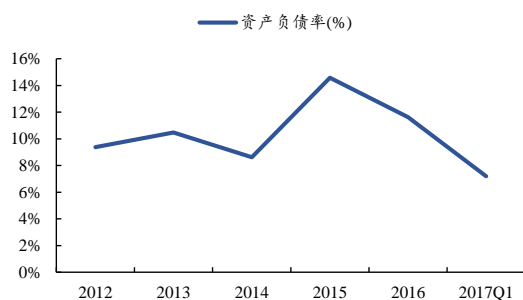
图表 5: 2012 年-2017Q1 公司经营净现金流变化情况 (百万元)



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

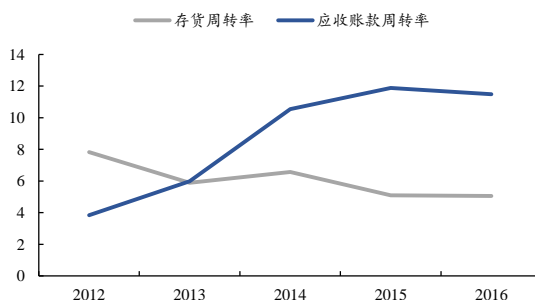
公司的资产负债率较低，保持在 15% 以下水平；存货周转率近年略有下降，而应收账款周转情况良好，周转率逐年提高。

图表 6: 2012 年-2017Q1 公司资产负债率



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 7: 2012-2016 年公司存货、应收账款周转率

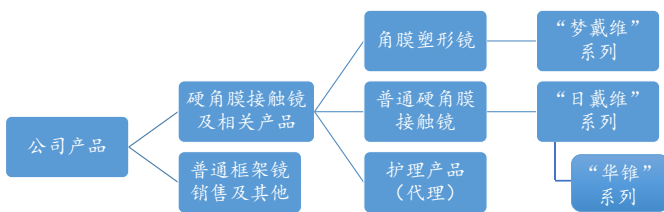


数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

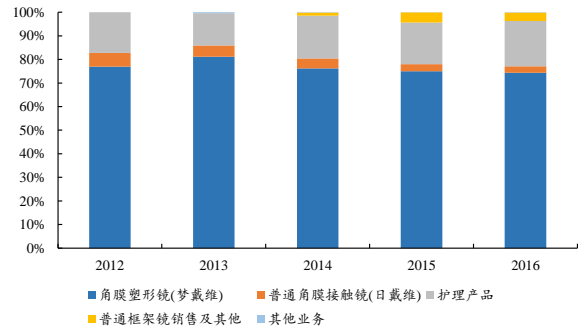
### 1.3. 公司核心产品为角膜塑形镜，收入占比 74.3%，增速快、毛利率高

公司主营硬性角膜接触镜及相关产品，核心产品为角膜塑形镜，其销售收入占 2016 年公司总收入的 74.3%。近年，公司逐步加码护理液产品代理、普通框架眼镜销售等业务，硬角膜接触镜业务的收入占比呈逐年缓慢递减趋势。

图表 8: 公司主营产品构成



图表 9: 2012 年-2016 年公司收入构成

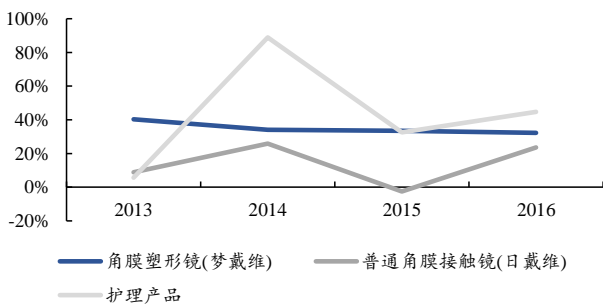


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

公司硬性角膜接触镜历年收入增速高，毛利率保持稳定。其中，角膜塑形镜 2013 年-2016 年复合增速达到 33.2%，毛利率稳定在 87% 左右水平；而占比 3% 左右的普通硬角膜接触镜，其销售收入呈波动增长，在 2015 收入取得 2.6% 的负增长后，2016 年重回 23.6% 的增长快车道，而其毛利率则保持在 70% 以上水平。

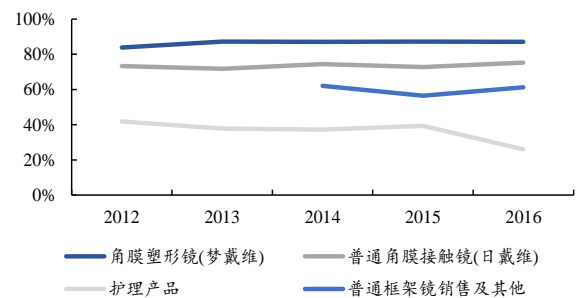
图表 10: 2013 年-2016 年各产品收入增速



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

注: 普通框架镜销售及其他业务板块 2015 年、2016 年收入增速分别为 333.7%、12.2%。

图表 11: 2012 年-2016 年各产品毛利率变化



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

### 1.4. 作为角膜塑形镜大陆唯一获批生产企业，公司产品性能优越，先发优势显著

公司的核心产品为角膜塑形镜（“梦戴维”系列），历年收入占比在 75% 左右。角膜塑形镜是一种经特殊设计的硬性透气角膜接触镜，属于三类医疗器械，具有矫正近视、控制近视度数加深的功能，主要使用者为 8-18 岁的青少年人群。

具体来说，公司的角膜塑形镜主要为“夜戴型”，即青少年近视患者通过在睡眠状态下佩戴“梦戴维”角膜塑形镜 8-10 小时后，可以在一定时间内降低甚至消除近视度数，使患者在白天不佩戴眼镜的情况下完成日常学习活动。长期佩戴可有效控制患者近视度数加深、延缓近视发展。

图表 12: 公司产品——“梦戴维”角膜塑形镜



数据来源：招股书，东吴证券研究所

角膜塑形术是一种可逆性、非手术物理矫正方法，相较于其他视力矫正方法，具有适合青少年矫治、安全性高、疗效优越的优点，并且角膜塑形镜在我国已有 10 余年的临床应用，根据第九届国际眼科学视光学学术会议，其近视控制作用已获得行业专家的广泛认可。

图表 13: 目前几种主要的视力矫正方法

项目	框架眼镜	近视矫正手术	角膜塑形镜	低浓度阿托品	软性多焦点接触镜
适用人群	不限	18 岁以上成人	8-18 岁青少年		
矫治原理	通过佩戴凹透镜片与人眼晶状体配合，改变视物在视网膜的成像结果	不可逆有创，通过切削部分角膜组织改变角膜形状，进而改变人眼屈光系统	采用高透氧材料、通过个性化设计产品促进角膜中央区扁平化，合理恢复角膜形态，降低屈光度	我国目前尚无产品获批上市，仅少数医院自制滴眼液供低龄患儿使用	目前我国未有供青少年使用的产品获批
控制近视加深功能	弱	永久性，前提防止复发	强		
安全性	较高	较高	高		
舒适度、美观性	较差	-	较好		
单价	800 元/副	7000 元/次	3000-5000 元/副		
使用寿命	青少年较成人更换频繁，假设平均使用寿命为 3 年	-	1.5-3 年		
年均费用	267 元	-	1000-3333 元		

数据来源：《眼视光学理论和方法》，产业专家调研，东吴证券研究所整理

截至目前，公司是我国大陆地区唯一获得角膜塑形镜产品注册证的

生产企业，另有 7 家国外企业（其中 1 家为台湾企业）的角膜塑形镜在国内获批销售。其中，欧普的角膜塑形产品适用矫正度数范围最广，公司产品允许近视程度最高达 600 度，而市场同类产品允许最高近视度数为 500 度。同时，公司产品的透氧性也在同类产品中处于较高水平。

图表 14: 角膜塑形镜获批国内注册上市企业对比

注册人	国家/地区	适用范围(近视、散光度数)	透氧性
欧普康视	中国大陆	近视度数在-0.50D~-6.00D 之内,散光度数在 1.50D 以内	透氧系数标称值: $100 \times 10^{-11}$ (cm <sup>2</sup> /s) [ mlO <sub>2</sub> /(ml×mmHg) ] (@35℃),
中国台湾亨泰光学有限公司	台湾	近视度数在-4.0D 之内, 散光度数在 1.50D 以内	透氧系数大于 $90 \times 10^{-11}$ (cm <sup>2</sup> /s)(mLO <sub>2</sub> /(mL×mmHg)), 透氧量: $45 \times 10^{-9}$ (cm/s)(mLO <sub>2</sub> /(mL×mmHg))
Procornea Nederland B.V.	荷兰	近视度数在-0.75D~-4.50D 之内,散光度数在 1.50D 以内	透氧系数: $100 \times 10^{-11}$ (cm <sup>3</sup> O <sub>2</sub> .cm)/cm <sup>2</sup> .sec.mmHg>@35℃ (ISO/Fatt 法)
C&E GP Specialists	美国	近视范围在-1.00D ~ -3.00D 之间, 散光范围在 0 ~ -1.50D 之间	透氧系数 $75 \times 10^{-11}$ (cm <sup>2</sup> /s) [mLO <sub>2</sub> /(mL×hPa)]
Lucid Korea Co.,Ltd	韩国	近视度数在-5D 之内, 散光度数在 2D 以内	透氧系数标称值 $100 \times 10^{-11}$ (cm <sup>2</sup> /s) [mLO <sub>2</sub> /(mL×mmHg)]
Euclid Systems Corporation (欧几里德)	美国	近视度数在-5D 之内, 散光度数在 1.5D 以内	透氧系数: $127 \times 10^{-11}$ (cm <sup>2</sup> /s) [mLO <sub>2</sub> /(mL×mmHg)]@35℃
株式会社アルファコ?ボレ?シヨン	日本	近视度数在-1D ~ -4D 之间, 散光度数在 1.0D 以内	透氧系数: $104 \times 10^{-11}$ (cm <sup>2</sup> /s) [mlO <sub>2</sub> /(ml×mmHg) ] @35℃
PARAGON VISION SCIENCE S Inc.	美国	近视度数在-4.0D 之内、散光度在 1.5D 以内	透氧系数: $75 \times 10^{-11}$ (cm <sup>2</sup> /s) (mLO <sub>2</sub> /(mL×hPa) )

数据来源: CFDA, 东吴证券研究所

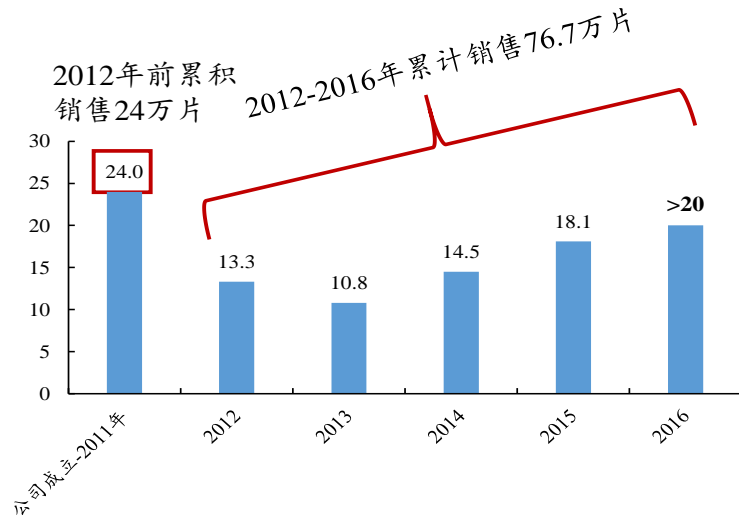
### 1.5. 持续加码研发升级与产品推广, 公司角膜塑形镜呈现“量价齐升”发展势头

公司自 2005 年 2 月取得角膜塑形镜的生产批件, 采取按单定制、以销定产的生产模式, 同时不断加强学术推广、拓展下游经销商和医疗验配机构, 近年公司角膜塑形镜产品销量快速增长。根据招股书数据, 截至 2015 年公司累积验配数量超过 40 万例 (每例使用 2 片角膜塑形镜), 而截至 2016 年报累积验配量已超过 50 万例, 保守估计 2016 年至少实现



20万片销量，单年销售量接近2005年-2011年的累计销量。由此可得，2013年-2016年角膜塑形镜销量的复合增速超过23%。

图表 15: 公司角膜塑形镜近年销量大幅提升 (万片)

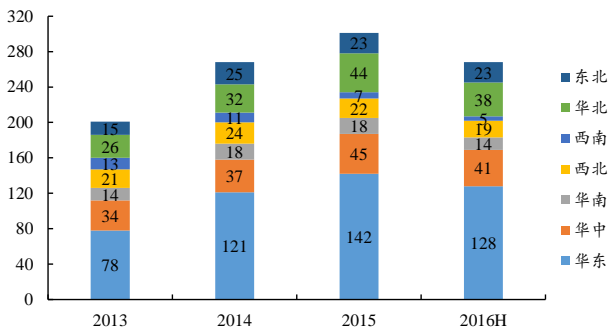


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 2012、2016年销量数据为根据公告数据估算

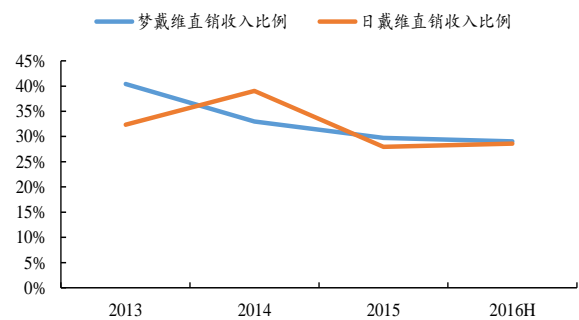
公司产品销售主要集中于华东、华中地区，角膜塑形镜直销和经销的收入比例约为3:7。随着公司不断拓展下游渠道商，近年经销商数量不断增加，产品直销比例逐年缓慢下降。在覆盖医院终端方面，目前公司产品已进入600多家医院验配点，其中2016年新增临床验配合作单位近百家。

图表 16: 2013年-2016H各地区经销商数量变化 (单位: 家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 17: 2013年-2016H公司角膜接触镜产品直销比例缓慢下降



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

角膜塑形镜产品价格稳步上涨，毛利率持续保持在87%以上水平。公司按照“生产一代、开发一代、预研一代、储备一代”的持续发展战略，不断加强核心产品的技术研发、提高产品的性能和质量，产品价格得以稳步提升。近年，公司推出技术升级版的新型角膜塑形镜——梦戴维IV-E，使镜片定位弧曲的曲率半径可以根据对应角膜形态连续改变，同步提高产品的安全性和舒适度。2015年，公司塑形镜的价格同比上涨6.87%，

由于原材料等成本的上升，角膜塑形镜毛利率水平保持不变，近 3 年均保持在 87% 以上水平。

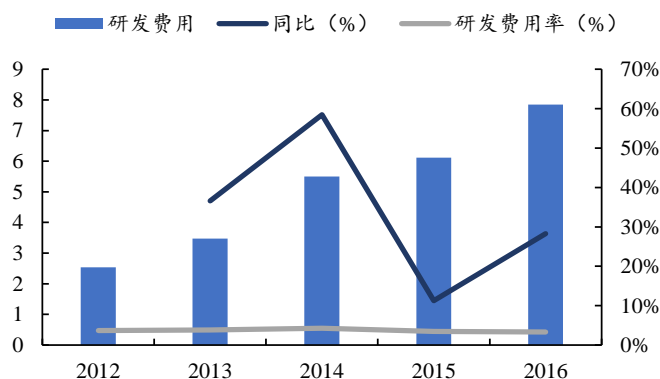
图表 18: 2013 年-2016H 梦戴维价格变化 (元)

项目	2013	2014	2015	2016H
经销单价	573.67	619.62	645.97	689.58
直销单价	991.88	991.75	1010.46	1064.42
单价差异	418.21	372.13	364.49	374.84
平均价格	684.55	684.64	731.69	768.16
同比/环比		0.01%	6.87%	4.98%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司不断加强自主研发的同时, 积极寻找高端眼视光技术与产品的横向合作。2012 年-2016 年, 公司研发费用率维持在 3.5% 左右水平, 2016 年研发费用同比增长 28%, 并再次被认定为高新技术企业。此外, 公司参股广州卫视博, 持有其 9.01% 股份, 其研发的用于治疗严重视网膜脱离的“折叠式人工玻璃体”为全球首创, 目前正在 CFDA 创新医疗器械特别审批程序中。公司入股后将负责人工玻璃体在中国的推广和销售。若产品取得注册上市, 将有效填补此领域市场空白、提升公司的品牌形象, 为公司中长期业绩增长提供动力。

图表 19: 2012-2016 年公司研发费用、研发费用率及增速 (百万元)



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

## 2. 角膜塑形行业市场空间大、壁垒高, 渠道下沉是产品渗透率提升的重要途径

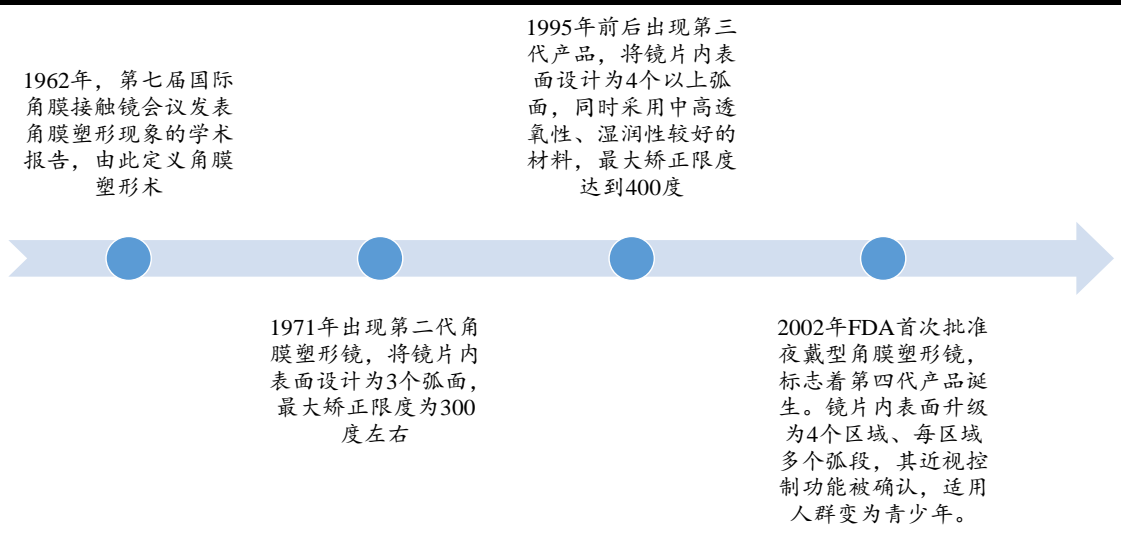
### 2.1. 角膜塑形术为全球新兴技术, 我国引入不到 20 年, 行业仍处于初级发展阶段

角膜塑形术为全球新兴技术, 我国引入不到 20 年。角膜塑形术起源于美国, 最早有关角膜塑形现象的学术报告见于 1962 年的国际角膜接触镜会议。1998 年, FDA 批准日戴型角膜塑形镜, 2002 年 FDA 才批准夜戴型角膜塑形镜的临床应用。我国角膜塑形术发展时间较短, 最早始于 1997 年, 由美国引进相关技术, 仍处于初级发展阶段。

我国在产品技术、专业人才、市场认可度方面仍与发达国家存在差

距。1) 国内主流验光配镜仍为商业配镜，医学验光配镜市场占比偏低，角膜塑形技术的市场认可度尚低；2) 专业眼视光医师人才匮乏，验配人员专业层次不齐；3) 角膜塑形镜验配服务的专业化、规范化与品牌化程度仍有待提高。

图表 20: 角膜塑形技术发展历史



数据来源：招股书，东吴证券研究所

## 2.2. 市场准入严、高端定制化产品属性筑起行业高壁垒，角膜塑形镜目前国内渗透率极低

角膜塑形镜行业准入严，进入壁垒高。角膜塑形镜属于国家规定的三类医疗器械，国家对其产品注册、生产、使用的监管政策极为严格。

- **产品注册方面**，三类医疗器械从申报到审批注册至少需要 3 年（申报-审评 1 年，临床试验 2 年），多则长达数十年。
- **产品生产、使用方面**，角膜塑形镜属于“植入体内或长期接触体内的眼科器具”，要求临床验配机构需为二级及以上医疗机构，验配医师需具备中级以上眼科医师职称，并需参加相关知识培训经考核合格者。

图表 21: 角膜塑形镜验配管理有关规定

<b>(一) 医疗机构</b>
1、具有《医疗机构执业许可证》；
2、二级（含二级）以上的医疗机构；
3、医疗机构执业登记的诊疗科目中有眼科；
4、有接待室、检查室、验光室和配戴室等，并有良好的卫生条件。
<b>(二) 人员</b>
1、医师
(1) 具有执业医师资格；
(2) 具有中级以上眼科医师职称；
(3) 参加省级卫生行政部门或省级卫生行政部门委托专业学术团体组织的相关知识培训并经考核合格者。
2、技师
(1) 具有中级以上技师职称；
(2) 参加省级卫生行政部门或省级卫生行政部门委托专业学术团体组织的相关知识培训并经

考核合格者。

符合验配基本条件技师必须在眼科医生的配合下完成验配 OK 镜的工作。

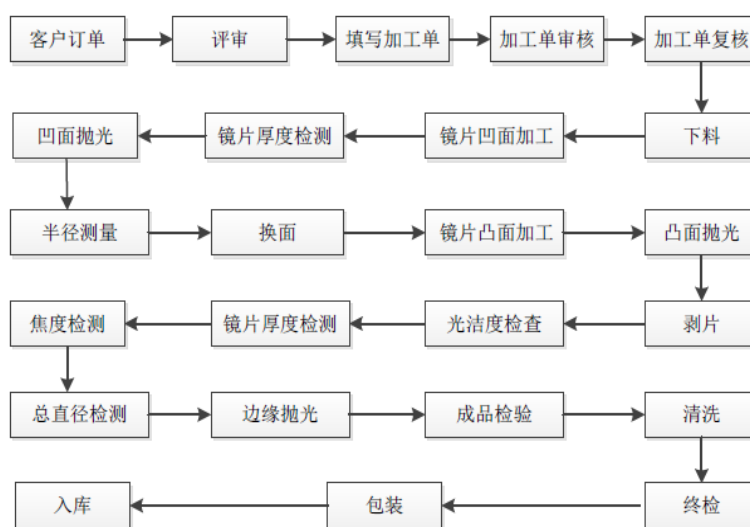
**(三) 设备**

具备角膜曲率计、角膜地形图仪（8mm 以上直径测量范围）、非接触眼压计、角膜厚度测定仪、电脑验光仪、综合验光仪、验光试片箱、裂隙灯显微镜、远/近视力表、检眼镜、眼底镜、荧光素钠试纸、焦度计、镜片投影仪（不低于 7.5 倍）、镜片弧度测定仪等。

数据来源：卫计委，东吴证券研究所

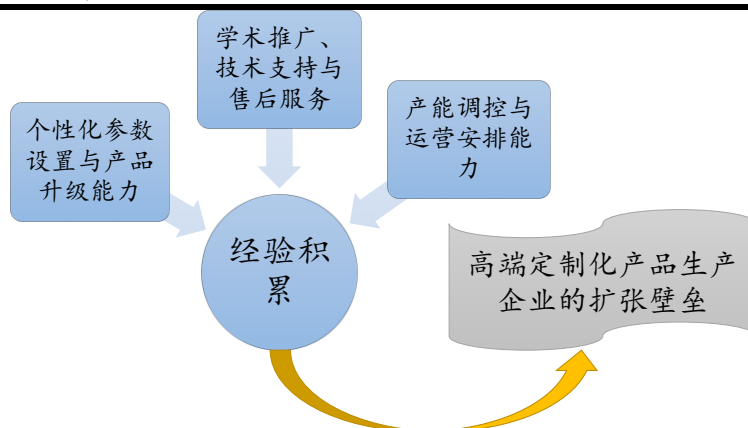
**角膜塑形镜为高端定制化非标产品，扩张壁垒高。**角膜塑形镜需根据用户的眼部特征和近视特点进行个性化定制，产品属高端定制、非标品，目前国内市场知晓度、认可度尚低。因此，只有在同时具备个性化参数设置与产品技术升级能力、学术推广与服务支持能力、产能调控与企业运营能力的基础上，企业累积拥有充足的行业经验，才能冲破扩张壁垒、有效实现市场扩张。

**图表 22: 角膜塑形镜生产工艺流程图**



数据来源：招股书，东吴证券研究所

**图表 23: 高端定制化非标产品扩张壁垒模式图**



数据来源：东吴证券研究所整理

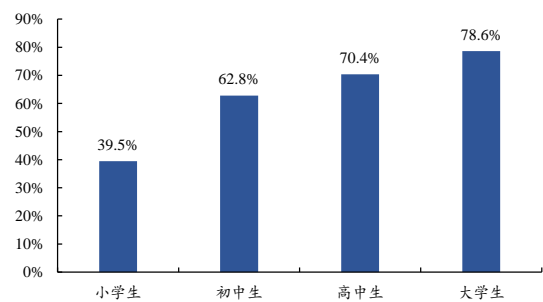
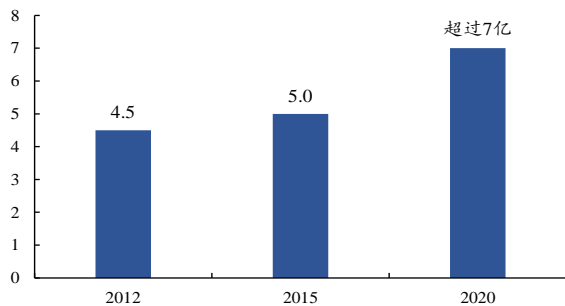
**2.3. 非手术视力矫正市场空间大，若渗透率做到 0.5% 则 2020 年公司产品有望突破 10 亿规模**

**非手术视力矫正市场空间巨大。**

- 非手术视力矫正主要针对未成年人。对成年人而言，一方面可通过手术方式来矫正近视、且目前的矫治手术技术已较为成熟，另一方面成年人近视度数相对固定、控制近视加深的需求相对较弱。
- 伴随时代发展，青少年快节奏、高强度的学习方式导致普遍的超负荷用眼，极易诱发视觉疲劳和近视。另一方面，随着电子信息化技术飞速发展，人们阅读和获取信息的方式逐渐依靠电子产品，成为诱发青少年近视的重要危险因素。
- 据《国民视觉健康报告》，2012 年我国拥有近视人群 4.5 亿，2015 年达到 5 亿，预计 2020 年将超过 7 亿，其中青少年人群成为罹患近视的重灾区。
- 近视年龄低龄化成为重要趋势。例如据重庆晚报，2014 年重庆小学生近视患病率接近 40%，高中和大学学生的近视率超出 7 成。

图表 24: 全国近视人群规模快速扩大 (亿人)

图表 25: 2014 年重庆各年龄段青少年近视率 (%)



数据来源:《国民视觉健康报告》, 东吴证券研究所

数据来源: 重庆晚报, 东吴证券研究所

目前,公司角膜塑形镜产品渗透率仅为 0.1%,对应 1.75 亿销售规模。若 2020 年公司产品市场渗透率做到 0.5%,则公司角膜塑形镜有望突破 10 亿元规模。

图表 26: 公司角膜塑形镜 (梦戴维) 市场规模测算过程

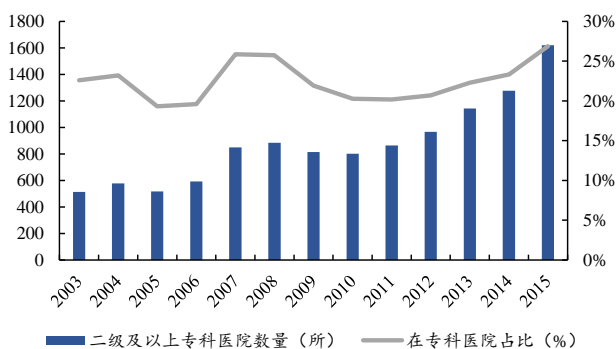
项目	2016 年	2020 年	参考/假设依据
全国人口数量(亿人)	13.8	14.2	按 2012 年-2016 年我国总人口的复合增长率 0.53% 计算 2020 年人口数量
其中, 8-18 岁人口数量(亿人)	1.79	1.85	假设两年份 8-18 岁人口比例均为 13%, 13% 为根据 2016 年统计年鉴中全国人口年龄结构数据估算
8-18 岁近视人口数量(亿人)(V)	1.08	1.11	假设 8-18 岁平均近视率为 60%, 2020 年此比率不变
公司角膜塑形镜的渗透率	0.1%	0.5%	2016 年渗透率=当年公司产品销量/V; 2020 年公司产品渗透率为假设数据, 考虑用户累积增加的情况
公司角膜塑形镜年销售量(万片)	22	111	-
公司角膜塑形镜平均单价(元)	795	948	按照公司公布的产品单价估算, 并假设 2016 年-2020 年平均单价复合增长率为 5%
公司角膜塑形镜国内市场规模(亿元)	1.75	10.5	-

数据来源: 国家统计局, 产业专家调研, 东吴证券研究所整理

## 2.4. 基层医疗市场潜力巨大，渠道下沉是提升产品渗透率的有效途径

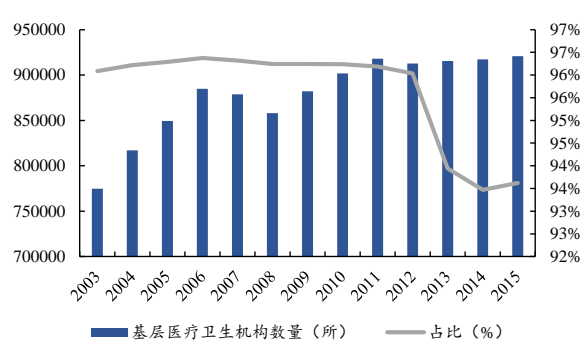
我国基层医疗市场潜力巨大，一方面近年城镇化加速、居民消费水平不断提高，基层有望接棒大城市成为未来增量市场的生力军；另一方面用户教育的不断强化将逐步填补这一市场的市场空白，有效提升公司产品的渗透率。

图表 27: 我国二级及以上专科医院数量及占比情况



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

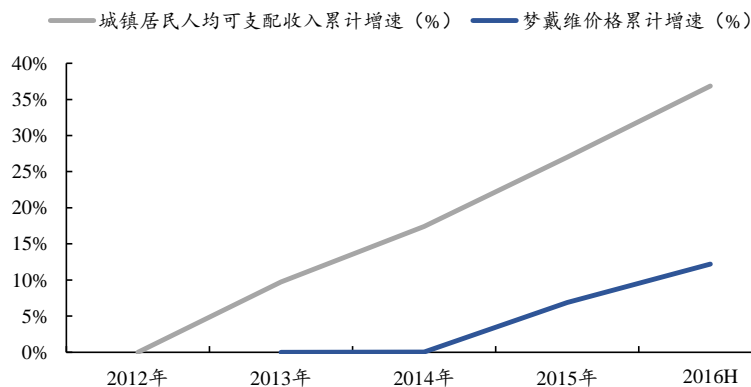
图表 28: 我国基层医疗卫生机构数量及占比情况



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

居民人均收入增多，为公司产品价格提供上涨空间。根据公司招股书数据，2013年至2016H梦戴维产品价格累积上涨12.2%，远低于我国城镇居民人均可支配收入36.8%的涨幅。

图表 29: 2012年-2016年梦戴维价格与城镇居民人均可支配收入累计增长率的比较



数据来源: wind 资讯, 招股书, 东吴证券研究所

## 2.5. 政策鼓励器械创新，为行业发展营造良好的外部环境

近年，创新医疗器械产业利好政策频出，国家不仅为创新医疗器械提供了优先审评审批的“绿色通道”，并且根据2016年底至今总局公布的审评审批结果，创新器械审批速度明显加快。因此，公司产品面临良好的政策环境。未来，在技术进步、渠道下沉和产业利好政策的不断驱动下，角膜塑形细分行业将步入快速发展的行业上升期。

图表 30: 创新医疗器械/角膜塑形镜产业相关政策

政策名称	时间	部门	主要内容
《卫生部关于加强医疗机构验配角膜塑形镜管理的通知》	2001/11/23	原卫生部	为保障医疗安全就医疗机构验配角膜塑形镜的执业管理提出一系列要求, 包括医疗机构(二级及以上)、人员、设备标准及操作规范。
《关于印发角膜塑形用硬性透气接触镜说明书编写指导原则的通知》	2011/4/11	CFDA	为进一步加强角膜塑形用硬性透气接触镜的管理发布的重要技术性文件, 规定了说明书的标准格式、包含的内容信息等。
《创新医疗器械特别审批程序(试行)》	2014/2/7	CFDA	首次提出对符合条件的创新医疗器械实施优先技术审评, 文件对创新器械特别审批申报、沟通交流、审查等环节进行了详细规定。
《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	2015/8/18	国务院	奠定药械审评审批改革基调: 鼓励医疗器械研发创新, 将拥有产品核心技术发明专利、具有重大临床价值的创新医疗器械注册申请, 列入特殊审评审批范围, 予以优先办理; 及时修订医疗器械标准, 提高医疗器械国际标准的采标率, 提升国产医疗器械产品质量。
《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	2016/4/26	国务院办公厅	重申药械审评审批改革: 加大科技创新力度, 实施促进我国医疗器械和医药产业发展的指导性政策; 深化药品医疗器械审评审批制度改革, 加快推进医疗器械国产化和品牌化发展。
《医疗器械优先审批程序》	2016/10/26	CFDA	2014 年特别审批程序(试行)的升级版, 进一步完善了器械优先审批工作程序, 成为器械优先审评审批方面的指导性文件。文件自 2017 年 1 月 1 日起施行。
《创新医疗器械特别审批申报资料编写指南》	2016/12/15	CFDA	对创新医疗器械申报资料编写和技术审查细节工作进行了详细规定, 对申报资料内容、格式提出了更加具体的要求。
《医疗器械审评沟通交流管理办法(试行)》	2017/2/7	CFDA	以会议为载体, 在申请人与器械审评人员之间建立沟通交流桥梁, 提升审评工作效率: 创新医疗器械在注册申请受理前和技术审评阶段、优先审批医疗器械在技术审评阶段, 申请人均可提出与器审中心就注册申请事项进行会议沟通交流。
医疗器械优先审批申请审核结果公示	2017/2/13	总局医疗器械技术审评中心	总局发布首个优先审批医疗器械(产品名称为血液透析/滤过装置), 标志着优先审批工作正式推行。

数据来源: 政府部门网站, 东吴证券研究所

### 3. IPO 募投全面提高研产销能力, 成功上市为未来高速发展提供资本运作平台

2017 年 1 月, 公司在创业板首发上市, 扣除发行费用后募集资金净

额 3.595 亿元，用于扩充角膜塑形镜及配套件系列产品产能、工程技术及培训中心建设、营销服务网络建设 3 大项目，拟全面提升公司的产、研、销能力。

图表 31: IPO 募投项目概览

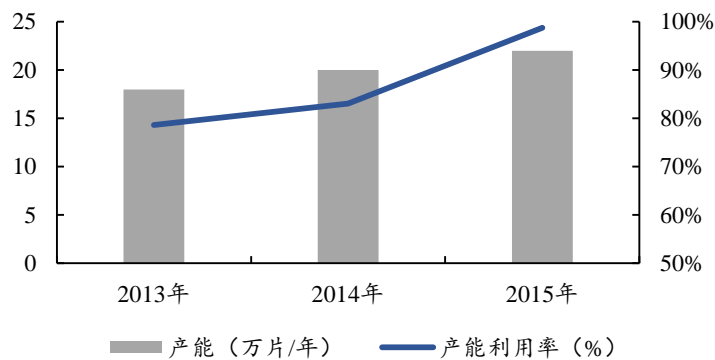
项目名称	投资总额(万元)	项目建设期(月)
年产 40 万片角膜塑形镜及配套件系列产品项目	14750	24
工程技术及培训中心建设项目	5580	24
营销服务网络建设项目	15620	36
合计	35950	-

数据来源：招股书，东吴证券研究所

### 3.1. 年产 40 万片角膜塑形镜及配套件系列产品项目，充分扩充现有产品产能

截至 2015 年，公司硬角膜塑形镜（梦戴维+日戴维）产能为年产 22 万片，当年度产能利用率已达到 98.76%。本次公司拟投入 1.475 亿元用于现有产品的产能扩充，项目达产后可实现年产 40 万片角膜塑形镜、80 万套镜片护理液（产品尚在注册审批中）及 200 万瓶冲洗液的生产能力。

图表 32: 公司硬角膜接触镜历年产能情况



数据来源：招股书，东吴证券研究所

根据 2016 年报披露，公司占地 30 亩、由 5 栋楼房构成的新研发生产基地 2016 年已基本完成土建部分，目前正在进行水电安装及装修设计，项目预计于 2017 年完成验收。

### 3.2. 工程技术及培训中心建设项目，为公司储备高技术产品和专业化销售渠道

公司拟投入 5580 万元用于提高技术研发能力和培训中心建设。工程技术中心的研发方向主要集中在“超高透氧角膜塑形镜”、“硬性角膜接触镜多功能护理液”、“硬性角膜接触镜等离子消毒器”等方面。而培训中心不仅为公司的销售人员、经销商提供系统的技术培训，也会针对医疗机构从业人员进行相关培训，有助于为公司今后的产品扩张打下良好的渠道基础。



### 3.3. 营销服务网络建设项目，升级公司营销体系助力未来市场扩张

公司拟投入 1.56 亿元进行营销服务网络建设，项目将重点发展华东地区，主要包括安徽、山东、福建、浙江、江苏 5 省份，共成立 10 个区域技术中心。同时，在 10 个区域中心辐射的人口密集社区各设立 7 家“梦戴维眼视光服务中心”，共计 70 家社区服务网点。社区服务网点将在不断完善软硬件设施建设、现代营销信息系统建设的基础上，承担公司的品牌形象与市场推广任务，助力公司升级现有营销体系、实现深度市场扩张。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

公司主营角膜塑形镜产品，主要针对青少年视力矫正和近视控制。青少年近视矫正市场容量巨大，未来随着近视人数的不断增长、渠道下沉、产品认可度的提高，行业有望迎来上升发展期。角膜塑形行业准入壁垒高，公司是目前唯一拥有角膜塑形镜产品批件的国内企业，拥有先发优势，且矫治参数在所有国内注册产品中为最高，性能优越。随着产能释放、研发升级及渠道推广的增强，公司角膜塑形镜有望延续“量价齐升”的发展势头。

#### 核心假设：

- 1) 公司角膜塑形镜的量、价增速保持 13 年-16 年的复合增长水平，其中销量保持 25% 的增长，单价维持 6% 的增长。
- 2) 角膜塑形镜在公司整体收入占比保持稳定。
- 3) 公司其他产品维持现有增长速度。

基于上述假设，我们预计 2017 年到 2019 年，公司营业收入分别为 3.03 亿元、3.95 亿元和 5.21 亿元，归母净利润分别为 1.47 亿元、1.90 亿元和 2.47 亿元，对应 EPS 分别为 1.20 元、1.56 元和 2.02 元。

图表 33: 公司主要财务数据预测

营收(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
公司整体	235.02	303.21	395.08	520.52
角膜塑形镜(梦戴维)	174.69	224.99	291.55	380.83
普通角膜接触镜(日戴维)	6.55	7.53	8.74	10.22
护理产品	45.11	60.90	84.04	117.66
普通框架镜	8.37	9.46	10.40	11.44
其他业务	0.30	0.33	0.35	0.36
毛利率	2016A	2017E	2018E	2019E
公司整体	74.1%	73.5%	73.1%	72.7%
角膜塑形镜(梦戴维)	87.1%	87%	87%	87%
普通角膜接触镜(日戴维)	75.3%	74%	74%	75%
护理产品	26.1%	26%	26%	27%
普通框架镜	61.3%	61%	61%	62%
其他业务	59.4%	40%	40%	40%

数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

## 4.2. 投资建议

由于角膜塑形镜为创新三类医疗器械、行业准入壁垒高，且公司为次新股，因此公司估值自上市以来处于较高水平。

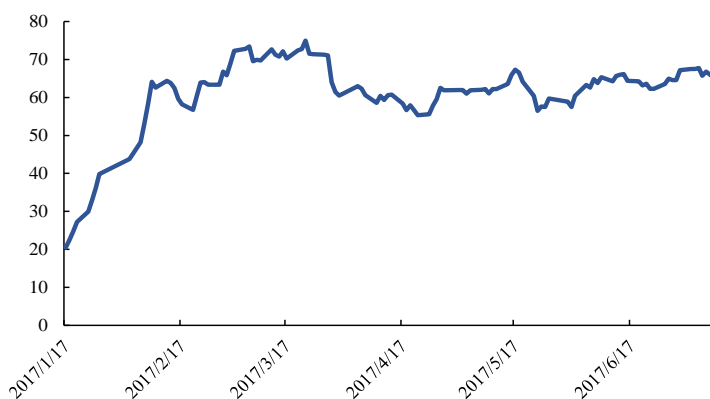
1) 根据我们预测的公司 2017 年-2019 年 EPS，当前股价对应三年 PE 分别为 49.9X、38.6X、29.8X。

2) 医疗器械行业特别是技术含量高的创新医疗器械长期保持 40X 以上的估值水平。

3) 参考同行业估值水平及公司产能释放、新建视光学服务网点加强终端推广的成长驱动因素，我们给予公司 2018 年 35X-45X 市盈率，对应合理价格区间 54.6 元/股-70.2 元/股。

4) 公司当前股价 60.1 元/股，公司为次新股短期内存在估值消化过程，但长期来看仍有上升空间。因此我们首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图表 34: 上市至今公司估值变化



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 35: 可比公司估值情况

医疗器械公司	2016 年净利润增速	2017 年预测净利润增速	当前市值 (亿元)	PE(LYR)	PE (2017E)	PE (2018E)
鱼跃医疗	37.30%	31.99%	226	45.2	34.2	27.6
乐普医疗	30.40%	34.04%	381	56.1	41.9	31.6
冠昊生物	3.16%	96.23%	65	99.5	51.0	34.4
欧普康视	<b>28.56%</b>	<b>29.28%</b>	<b>74</b>	<b>64.5</b>	<b>49.9</b>	38.7
平均值	<b>24.86%</b>	<b>47.89%</b>	<b>186</b>	<b>66.3</b>	<b>44.3</b>	33.1

医药次新股	2016 年净利润增速	2017 年预测净利润增速	当前市值 (亿元)	PE(LYR)	PE (2017E)	PE (2018E)
天圣制药	16.94%	16.45%	79	35.3	30.3	26.3
正海生物	7.01%	15.81%	28	62.5	53.7	45.2
透景生命	48.63%	29.99%	56	57.3	44.0	32.7
欧普康视	<b>28.56%</b>	<b>29.28%</b>	<b>74</b>	<b>64.5</b>	<b>49.9</b>	38.7
平均值	<b>25.29%</b>	<b>22.88%</b>	<b>59</b>	<b>54.9</b>	<b>44.5</b>	35.7

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所整理

## 5. 风险提示

### 1) 产品质量风险

### **2) 产品结构单一、同功能竞品推出的冲击风险**

公司目前销售收入主要依赖角膜塑形镜，塑形镜收入占比达到74.3%，且为取得此产品注册批件的唯一内地企业。若同产品竞争对手获批上市销售或同功能竞品出现有可能导致公司产品销售受到冲击，市场渗透速度/业绩增速不达预期。

### **3) 角膜塑形镜市场推广不达预期**

角膜塑形术在我国发展历史较短，医生及患者对其认可度尚待提升。同时由于塑形镜在终端验配条件方面的要求较高，而我国专业眼科医院、综合医院的眼视光中心中具备相应条件的验配机构占比低，也在一定程度上阻碍了公司产品的推广。

### **4) 募投项目推进进度不达预期，包括护理液产品注册进度低于预期、社区营销服务网点盈利低于预期**

公司募投项目中“年产40万片角膜塑形镜及配套件系列产品项目”含硬性角膜接触镜护理液等产品的生产，护理液产品公司目前为代理销售，尚未取得生产注册。若公司不能按期取得相关产品注册，可能会对募投项目的实施产生影响。同时，募投项目中的“建立70家眼视光社区服务网点”为相对重资产、长周期投入，存在经营水平及盈利进度不达预期的风险。

### **5) 次新股回调风险**

## 欧普康视 (300595) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	254	573	616	733	营业收入	235	303	395	521
现金	213	317	465	636	营业成本	61	80	106	142
应收账款	24	31	41	53	营业税金及附加	4	5	6	8
其它应收款	1	3	2	4	营业费用	29	33	44	60
预付账款	3	3	5	6	管理费用	17	21	27	36
存货	13	19	23	33	财务费用	0	-6	-9	-12
其他	0	200	80	0	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	85	305	424	502	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	7	0	0	0
固定资产	32	290	410	490	营业利润	131	169	219	286
无形资产	8	7	6	5	营业外损益	5	5	5	5
其他	45	8	8	7	利润总额	136	173	224	290
资产总计	339	878	1040	1235	所得税	22	26	34	44
流动负债	23	26	45	48	净利润	114	147	190	247
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	13	6	19	14	归属母公司净利润	114	147	190	247
其他	11	20	26	34	EBITDA	140	177	225	287
非流动负债	0	0	0	0	EPS (元)	0.93	1.20	1.56	2.02
长期借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
负债合计	23	26	45	48	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	4	4	4	4	营业收入	33.4%	29.0%	30.3%	31.8%
归属母公司股东权益	311	848	991	1183	营业利润	29.7%	28.3%	30.0%	30.4%
负债和股东权益	339	878	1040	1235	归属母公司净利润	28.6%	29.3%	29.2%	29.8%
					毛利率	74.1%	73.5%	73.1%	72.7%
					净利率	48.5%	48.6%	48.1%	47.4%
<b>现金流量表</b>					ROE	36.6%	30.0%	30.1%	30.4%
经营活动现金流	109	133	186	219	ROIC	166.8%	139.7%	101.9%	138.2%
净利润	114	147	190	247	资产负债率	6.9%	4.4%	5.4%	4.7%
折旧摊销	4	10	10	9	净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	0	-6	-9	-12	流动比率	10.9	16.4	14.8	18.2
投资损失	0	0	0	0	速动比率	10.3	15.6	14.2	17.4
营运资金变动	22	119	151	192	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
其它	-31	-137	-156	-217	应收账款周转率	9.7	9.9	9.7	9.8
投资活动现金流	-27	4	4	4	应付账款周转率	8.6	8.6	8.6	8.6
资本支出	0	0	0	0	每股收益	0.93	1.20	1.56	2.02
长期投资	0	0	0	0	每股经营现金	2.14	1.09	1.52	1.79
其他	-27	4	4	4	每股净资产	6.19	6.95	8.12	9.70
筹资活动现金流	-70	-33	-41	-52	P/E	64.5	49.9	38.6	29.8
短期借款	0	0	0	0	P/B	23.6	8.6	7.4	6.2
长期借款	0	-33	-41	-52	EV/EBITDA	20.4	39.7	30.6	23.3
其他	-70	0	0	0					
现金净增加额	12	104	149	171					

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>