欧普康视(300595)/医疗器械

角膜塑形镜进入快速发展期，技术+渠道优势巩固公司龙头地位

评级：买入(首次)

市场价格：34.30

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

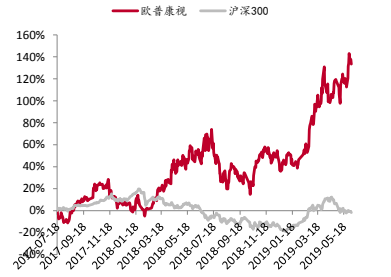
电话：021-20315895

Email：xiemq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	403.87
流通股本(百万股)	248.09
市价(元)	34.30
市值(百万元)	13,852.86
流通市值(百万元)	8,509.53

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	311.63	458.42	622.67	840.28	1124.28
增长率 yoy%	32.60%	47.10%	35.83%	34.95%	33.80%
净利润	150.86	216.24	287.71	383.44	513.09
增长率 yoy%	32.29%	43.34%	33.05%	33.27%	33.81%
每股收益（元）	0.37	0.54	0.71	0.95	1.27
每股现金流量	0.36	0.37	0.55	0.75	0.99
净资产收益率	18.74%	21.12%	21.78%	23.12%	24.31%
P/E	91.83	64.06	48.15	36.13	27.00
PEG	2.84	1.48	1.46	1.09	0.80
P/B	17.21	13.53	10.48	8.35	6.56
备注：					

投资要点

- **我们的核心观点：角膜塑形镜是目前青少年儿童近视防控的少有安全有效手段，国内渗透率仅约 1%，未来五年终端潜在市场空间超过 200 亿，公司产品具备技术、渠道、服务等多方面优势，有望率先受益于行业的快速发展，我们预计公司未来三年有望保持每年 30%以上的业绩快速增长。**
- **眼视光行业景气度高，角膜塑形镜国内渗透率仅 1%，未来五年终端市场规模有望超过 200 亿元。**近年来我国青少年儿童近视率持续上升，2018 年达到近 54%，近视防控任务严峻，考虑到青少年不适合手术治疗，以及舒适性和安全有效性问题，角膜塑形镜是目前青少年儿童近视防控少有安全有效方式，已被学术和临床应用所验证。目前行业渗透率仅约 1%，在经历过“由乱到正”的行业发展过程后，随着角膜塑形镜产业链逐步趋于规范完善，市场认可度日益提高，未来五年终端市场规模有望超过 200 亿元。
- **公司角膜塑形镜产品优势明显，未来在新产品带动+营销渠道扩张下，公司有望持续保持 30%以上业绩增长。**目前国内市场共 9 家企业角膜塑形镜产品获批上市，进口 7 家，中国大陆 2 家，公司产品在综合性能上行业领先，且是唯一可以适用于 500-600 度近视患者的产品；考虑到角膜塑形镜具备较强的个体化差异，在定制化生产模式下，国产品牌具备较好的生产和售后服务及时性，公司优势明显。目前公司已完成产能扩产，新产品 DreamVision（DV）及 DreamVisionGP All-in-one 分别于 2018 年初和 2019 年初推出，同时公司加速营销团队扩建，通过投资入股和自建的方式布局终端医疗服务领域，我们预计在新品和营销加速驱动下，公司有望保持 30%以上业绩持续增长。
- **多领域布局眼视光领域产品，并逐步向医疗器械大行业延伸。**公司通过自研+投资形式，布局包括护理液、检测设备等眼视光相关产业链产品，同时进一步进入眼科、体外诊断等延伸领域，不断提高公司长期竞争力。
- **盈利预测与估值：**我们预计 2019-21 年公司收入 6.23、8.40、11.24 亿元，同比增长 35.83%、34.95%、33.80%，归母净利润 2.88、3.83、5.13 亿元，同比增长 33.05%、33.27%、33.81%，对应 EPS 为 0.71、0.95、1.27。目前公司股价对应 2020 年 36 倍 PE，**考虑到公司所处行业景气度高，公司产品在国内渗透率低，竞争格局良好，未来有望在高盈利能力下持续保持快速增长，我们认为公司的合理估值区间为 2020 年 40-45 倍 PE，公司合理价格区间为 38-43 元，首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险提示：**市场竞争加剧风险，原材料供应商相对集中风险，产品市场推广不达预期风险。

内容目录

国内角膜塑形镜龙头进入快速发展阶段 ..... - 4 -
定位于眼视光领域的角膜塑形镜龙头企业 ..... - 4 -
产品推陈出新+营销推广加速，公司进入快速发展阶段 ..... - 5 -
眼视光行业景气度高，角膜塑形镜渗透率持续上升 ..... - 8 -
国内儿童青少年近视率超过 50%，眼视光行业景气度高 ..... - 8 -
角膜塑形镜是青少年儿童近视防控少有安全有效方法 ..... - 9 -
行业逐步规范化，未来五年角膜塑形镜终端市场规模有望超过 200 亿 ..... - 10 -
角膜塑形镜技术领先，眼视光行业多细分布局 ..... - 12 -
公司角膜塑形镜具备技术领先优势，产能扩大+产品迭代保持强增长动力 - 12 -
多细分布局眼视光领域，并逐步向医疗器械横向延伸 ..... - 13 -
盈利预测与估值 ..... - 14 -
盈利预测 ..... - 14 -
投资建议 ..... - 16 -
风险提示 ..... - 16 -

图表目录

图表 1：欧普康视股权结构示意图 ..... - 4 -
图表 2：欧普康视发展历程 ..... - 4 -
图表 3：欧普康视产品系列 ..... - 5 -
图表 4：欧普康视营收变化 ..... - 6 -
图表 5：欧普康视归母净利润变化 ..... - 6 -
图表 6：欧普康视历年研发投入情况 ..... - 6 -
图表 7：欧普康视新产品推出时间线 ..... - 6 -
图表 8：欧普康视主要产品毛利率逐年提升 ..... - 7 -
图表 9：欧普康视国内不通区域销售占比情况 ..... - 7 -
图表 10：2018 年公司新增子公司情况 ..... - 8 -
图表 11：东亚人群近视发病率全球领先 ..... - 8 -
图表 12：眼科医院数量快速增长 ..... - 9 -
图表 13：眼科医院收入快速增长 ..... - 9 -
图表 14：不同近视防治手段对比 ..... - 9 -
图表 15：角膜塑形镜与近视手术对比 ..... - 9 -
图表 16：角膜塑形镜作用原理 ..... - 10 -
图表 17：角膜塑形镜（OK 镜）被引量 Top5 论文情况 ..... - 10 -
图表 18：角膜塑形镜国内发展经历“由乱到正”的过程 ..... - 11 -

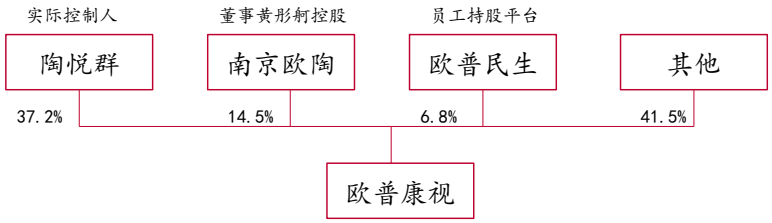
图表 19：角膜塑形镜市场规模测算 ..... - 12 -
图表 20：欧普康视角膜塑形镜和竞品参数对比 ..... - 12 -
图表 21：欧普康视角膜塑形镜定制生产流程 ..... - 13 -
图表 22：欧普康视在研产品管线 ..... - 14 -
图表 23：欧普康视硬性接触镜以外产品投资布局情况 ..... - 14 -
图表 24：欧普康视产品分拆预测（单位：百万元） ..... - 15 -
图表 25：欧普康视期间费用率和所得税率假设（百万元） ..... - 16 -
图表 26：可比公司估值 ..... - 16 -
图表 27：欧普康视财务报表预测 ..... - 17 -

国内角膜塑形镜龙头进入快速发展阶段

定位于眼视光领域的角膜塑形镜龙头企业

- **公司股权集中，实控人技术背景雄厚。**欧普康视是定位于眼视光领域的行业领先企业，目前主要从事角膜塑形镜研发、生产，同时开发全系列眼视光产品。陶悦群为公司创始人及实际控制人，持股 37.2%，技术背景深厚，是美国加州大学洛杉矶分校（UCLA）工程博士，曾任美国加州大学研发顾问和加州州立大学授课教授，参与编写《现代角膜塑形学》专著，是海归技术创业的代表；南京欧陶为公司董事黄彤舸控股公司，欧普民生是员工持股平台，分别持有上市公司 14.5%和 6.8%的股权，公司股权相对较集中。

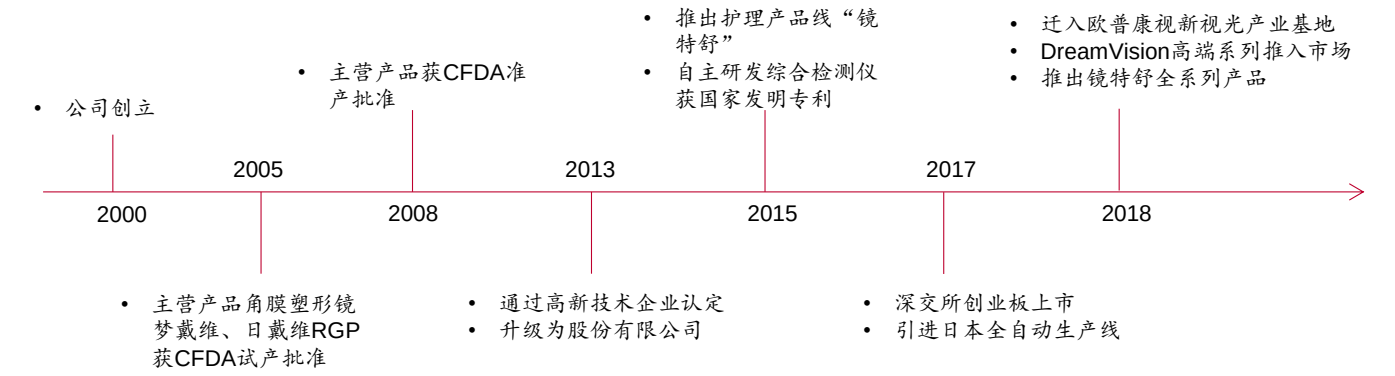
图表 1：欧普康视股权结构示意图



来源：公司公告（截止至 2019Q1），中泰证券研究所

- **公司专注于眼视光领域，是大陆首个获得 CFDA 批准的角膜塑形镜研发生产企业。**欧普康视 2000 年 10 月于合肥成立，2017 年 1 月上市。一直以来，公司专注角膜塑形镜研发、生产，致力于研发、生产、销售全系列眼视光产品，是大陆首个获得 CFDA 批准的角膜塑形镜研发生产企业，至今共取得发明专利 6 项，实用新型 21 项，软件著作权 13 个，旗下拥有 Dream Vision、梦戴维、日戴维、华锥、镜特舒、Open Vision、梦视清等商标，产品已进入全国 800 多家医疗机构，累计使用人数超过 70 万。

图表 2：欧普康视发展历程



来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

图表 3：欧普康视产品系列

1. 硬镜类

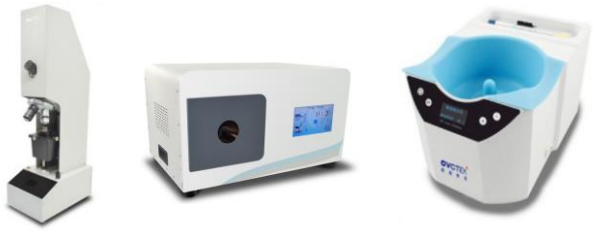
角膜塑形镜
梦戴维系列

硬性角膜接触镜
日戴维系列

高端角膜塑性镜
DreamVision系列

特殊硬性角膜接触镜
华锥系列

2. 护理类：镜特舒家族



镜片检测、护理、维修、保养全覆盖

3. 高端眼科产品（参股、经销）

折叠式人工玻璃体球囊

泪小管阻芯

4. 安全保障类产品

智能小梦角膜监控仪

5. 其他产品

Brightkids智能框架镜、梦视清叶黄素酯咀嚼片、梦视清蒸汽热敷眼罩等

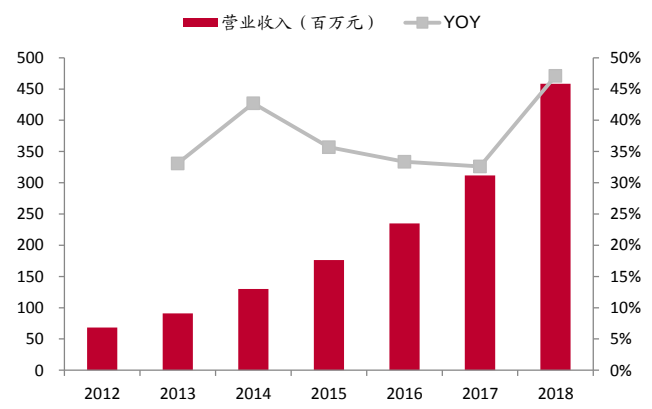
2

来源：公司官网，中泰证券研究所

产品推陈出新+营销推广加速，公司进入快速发展阶段

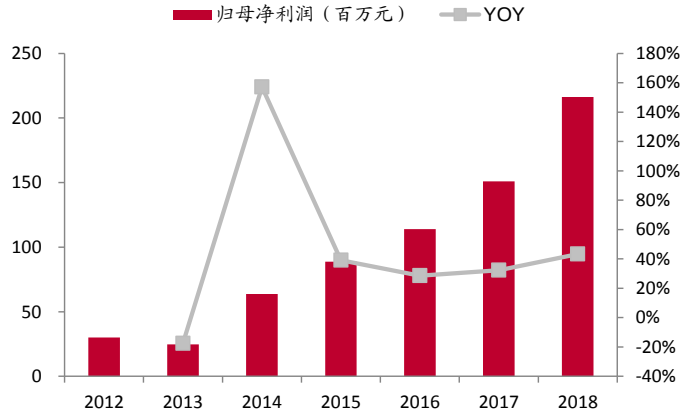
- **高端新产品上市+营销渠道扩张，公司进入快速发展阶段。**2017 年公司上市前收入和归母净利润基本保持 30%以上增长，2018 年公司在高端新产品 Dream Vision 上市带动和渠道快速扩张的催化下，实现营业收入 4.58 亿元，同比增长 47.10%（剔除渠道并表增速约 41%），归母净利润 2.10 亿元，同比增长 43.34%的快速增长，公司进入到一个加速向上的发展阶段。

图表 4：欧普康视营收变化



来源：wind，中泰证券研究所

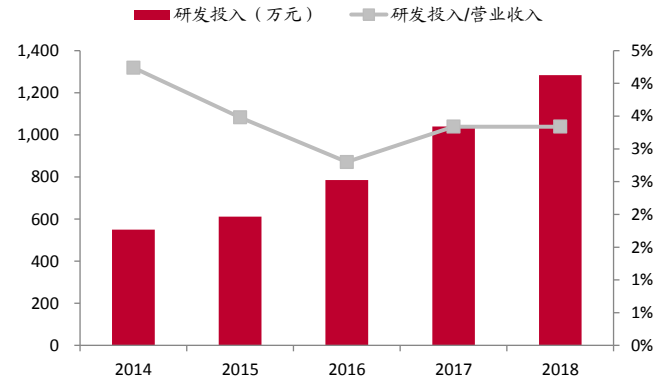
图表 5：欧普康视归母净利润变化



来源：wind，中泰证券研究所

➢ **研发驱动下，公司围绕视光领域不断推出新产品，盈利能力持续提高。**作为技术密集型企业，公司重视研发升级，研发投入稳步增长，近年有多款新产品推出，产品逐渐走向高端，产品布局也更为全面。2018 年公司上市的新一代塑形镜 Dream Vision 定位高端，价格略高于同参数普通梦戴维，与进口品牌价格相近，可实现大数据下的智能设计+创新调节因子+全自动无人生产+智慧验配，由日本进口的全自动生产线生产，镜片质量精良、稳定，能够代表角膜塑形镜工艺的水平，持续推出新产品有望带来公司毛利率的持续上升。

图表 6：欧普康视历年研发投入情况

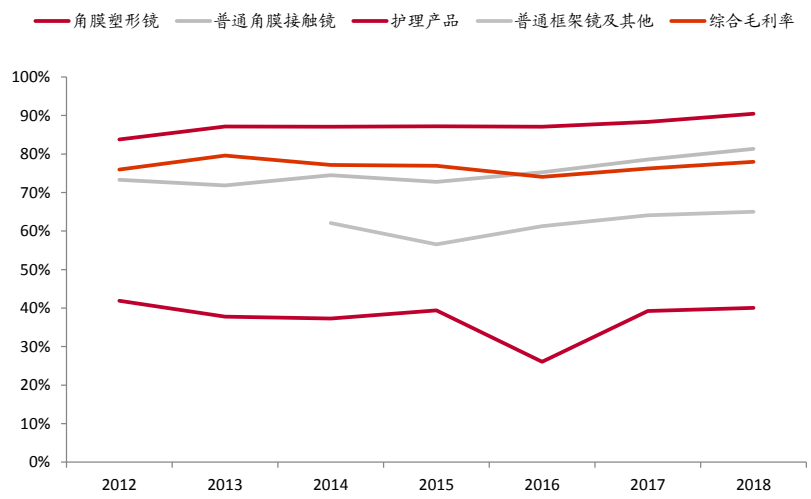


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：欧普康视新产品推出时间线

来源：公司公告，中泰证券研究所

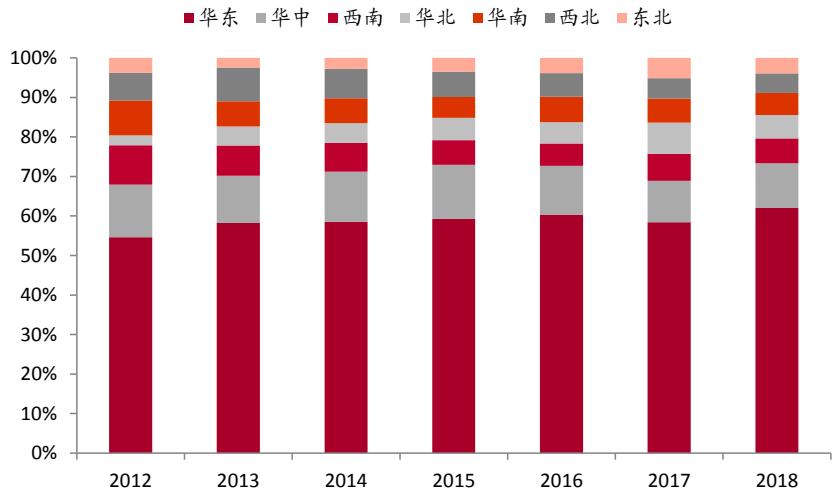
图表 8：欧普康视主要产品毛利率逐年提升



来源：wind，中泰证券研究所

- **立足华东，加速全国范围扩张。**公司经过多年的开拓，已在全国建立较为完善的销售网络，其中华东区域是公司收入的主要来源，占销售收入的 60%以上，国内大部分地区公司以经销为主，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则以直销为主，自 2017 年公司上市以来，公司加速布局全国销售网络，一方面在优势地区通过控股经销商布局视光中心、诊所等终端服务机构，仅 2018 年就完成了约 40 家新机构的投资或设立，另一方面加速在非优势地区设立销售网点。

图表 9：欧普康视国内不通区域销售占比情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10：2018 年公司新增子公司情况

序号	被参控公司	序号	被参控公司	序号	被参控公司	序号	被参控公司
1	宣城康视五官科医院有限公司	12	西安欧普眼科诊所有限公司	23	宜昌梦戴维视光科技有限责任公司	34	马鞍山梦戴维医疗科技有限公司
2	广德康视眼科医院有限公司	13	郎溪欧普康视百秀医疗器械有限公司	24	宜昌欧普康视门诊有限公司	35	马鞍山康视眼科医院有限公司
3	常州梦戴维眼科诊所有限公司	14	宝鸡光明瑞德康工贸有限公司	25	深圳欧普视光眼科门诊部	36	仙桃市佳视眼科门诊有限公司
4	南京欧普康视医疗科技有限公司	15	西安欧普光明诊所有限公司	26	安徽星瞳医疗科技发展有限公司	37	福州欧普康视医疗器械有限公司
5	灌南欧普康视医疗器械销售有限公司	16	西安维爱光学科技有限公司	27	西安欧普华天综合门诊有限公司	38	福州台江瑞视眼科诊所有限公司
6	南京河西欧普康视眼科诊所有限公司	17	亳州康视视光科技服务有限公司	28	合肥欧普康视药械研究所有限公司	39	福州市长乐区欧普康视医疗器械有限公司
7	蚌埠欧普康视光学设备科技有限公司	18	安徽欧物科技有限公司	29	宣城市百秀眼科门诊有限公司	40	福州台江傲视医疗器械有限公司
8	蚌埠康视眼科医院有限公司	19	淮南优视眼镜销售有限公司	30	合肥康视眼健康管理有限公司	41	黄山康视眼健康管理有限公司
9	山东梦诺医疗科技有限公司	20	漯阳市中眼视光科技技术有限公司	31	淮南梦戴维医疗器械销售有限公司	42	黄山视特佳眼科门诊有限公司
10	湛江市欧普康视科技有限公司	21	南通梦视佳眼科有限公司	32	宣城市欧普康视百秀医疗器械有限公司	43	太和县佳视眼健康管理有限公司
11	陕西奥泰克医疗科技有限公司	22	苏州梦视佳眼科有限公司	33	南京欧视佳眼镜销售有限公司	44	宣城欧普康视眼健康管理有限公司

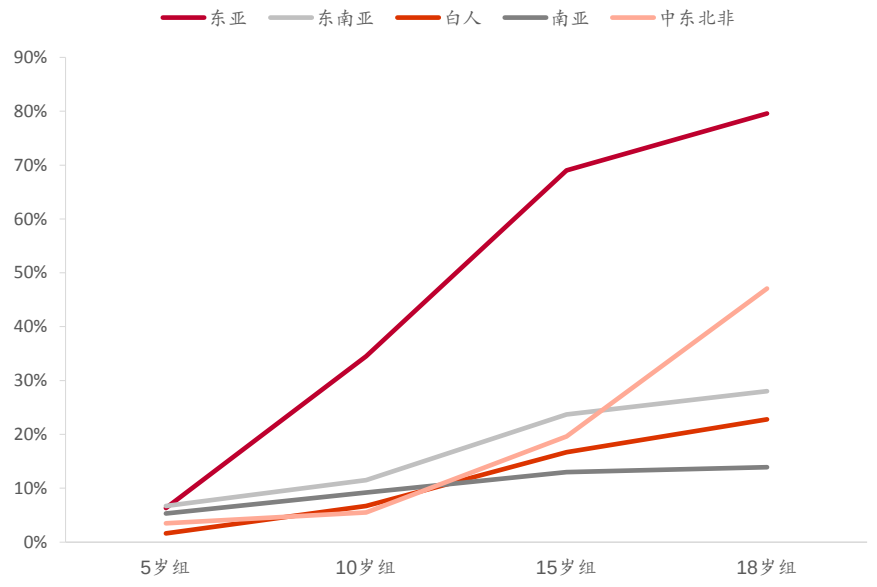
来源：公司公告，中泰证券研究所

眼视光行业景气度高，角膜塑形镜渗透率持续上升

国内儿童青少年近视率超过 50%，眼视光行业景气度高

- **东亚种族青少年近视发病率高达 70%以上，中国近视率持续居高不下，近视防控需求高。**根据文献显示，不同种族近视易感程度不同，青少年近视发病率有显著差异，其中东亚种族的青少年近视发病率最高，约在70%以上，随着电子产品的普及、课业负担的加重以及户外活动的减少，近视率仍在持续上升。与此同时，近年来我国近视率同样居高不下。根据国家卫健委 2018 年的青少年视力调查，2018 年我国儿童青少年总体近视率为 53.6%。其中，6 岁儿童为 14.5%，小学生为 36.0%，初中生为 71.6%，高中生为 81.0%，近视率随着年级的升高快速增长，高三年级学生近视度数高于 600 度的占比达到 21.9%，近视防控任务严峻，给眼视光行业带来较大的发展空间。

图表 11：东亚人群近视发病率全球领先

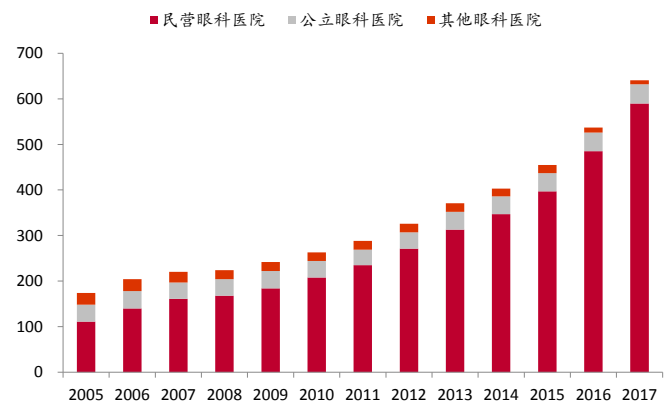


来源：British Journal of Ophthalmology，中泰证券研究所

- **眼部健康重视度持续提高，眼科医疗服务蓬勃发展。**近年来，我国居民眼健康知识的逐步普及，人们的眼保健观念将不断增强，对眼科医疗服务的需求持续增加，眼部专科医院数量快速提高，其中约 90%为民营机构，而眼科医院收入则连续 5 年保持 20%以上增长，主要来源于眼病领

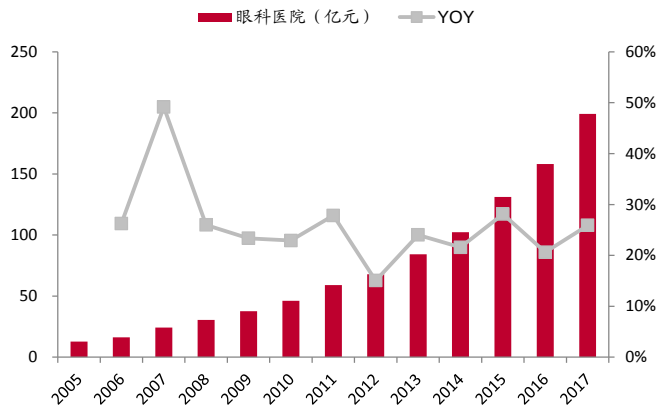
域，眼视光在国内仍处于发展早期阶段。

图表 12：眼科医院数量快速增长



来源：wind，中泰证券研究所

图表 13：眼科医院收入快速增长



来源：wind，中泰证券研究所

角膜塑形镜是青少年儿童近视防控少有安全有效方法

- **角膜塑形镜在近视防治上优于其他方法。**2018 年 6 月国家卫健委发布了 2018 版《近视防治指南》，其中列举了单纯性近视的矫正手段，包括：框架眼镜，含多焦点和渐进镜；角膜接触镜，含软镜、日戴硬镜和角膜塑形镜；以及手术矫正，包括激光角膜屈光手术和人工晶体植入术，其中对于青少年儿童，仅多焦点框架镜、角膜塑形镜和低浓度阿托品可以延缓近视加深，而低浓度阿托品目前暂无获批适应症的产品上市，存在使用风险，而多焦点框架镜对使用人群的佩戴条件、依从性均要求较高，因此角膜塑形镜是当前青少年儿童延缓近视加深的最优选择。

图表 14：不同近视防治手段对比

类型	功效	适用人群	大致价格
普通框架镜	矫正	不限	500-1000元/副
隐形眼镜（分为日抛、月抛、年抛）	矫正	一般成年人	100-500元/年
多焦点框架镜	矫正+控制	内隐斜青少年	1000-2000元/副
角膜塑形镜	矫正+控制	8岁以上，近视600度以内	0.7-1万元/副
低浓度阿托品（无获批适应症产品）	控制近视	主要5-15岁青少年	200元/月
矫正手术（激光/机械）	治疗	成年人，近视度数稳定	1-2万元/次
人工晶体植入	治疗	高度近视，一般800度以上	3-4万元/次

来源：公司官网，网络公开资料，中泰证券研究所

图表 15：角膜塑形镜与近视手术对比

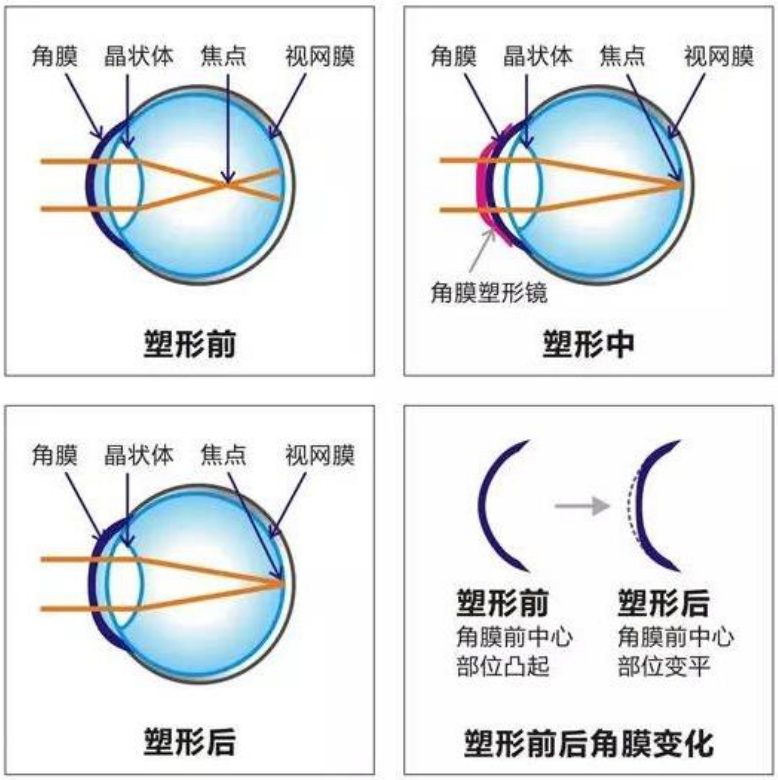
	手术	角膜塑形镜
年龄	>18岁，度数稳定1-2年	8-40岁，特别适用于青少年
矫治方式	创伤	无创伤
治疗原理	通过切削部分角膜组织，改变角膜的形状	促进角膜中央区扁平化、合理改变角膜的形状、降低角膜屈光度
近视控制	无	有效遏制近视度数加深
特点	不可逆	停戴后，角膜可恢复原状，为科技进步带来的其他近视矫正方法留有余地

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- **角膜塑形镜应用于延缓近视加深临床数据效果显著。**角膜塑形镜的工作原理在于镜片与角膜之间泪液层分布不均，由此产生的流体力学效应以

及眼睑对镜片中央的压力改变角膜几何状态，使眼球中央变平，眼轴缩短，从而使近视患者在取下镜片后的一段时间内，角膜仍维持改变后的形状，暂时降低甚至消除近视的度数。我们选取角膜塑形镜相关学术论文中被引量前五名的临床试验文献，结果显示角膜塑形镜和普通近视镜、隐形眼镜等对比来看，眼轴长度的增加量有明显降低，也就是说近视延缓作用上有明显优势。

图表 16：角膜塑形镜作用原理



来源：网络公开资料，中泰证券研究所

图表 17：角膜塑形镜（OK 镜）被引量 Top5 论文情况

文献名称	试验过程	试验结果
The Longitudinal Orthokeratology Research in Children (LORIC) in Hong Kong: A Pilot Study on Refractive Changes and Myopic Control (2005)	ok镜组和对照组（普通眼镜）各选35名7-12岁被试，测两年后的轴长（AL）和玻璃体腔长度（VCD）变化	对于ok镜和对照组，AL增加量分别为0.29 和0.54mm，差异显著（ p = 0.012）；VCD增加量分别为0.23 和0.48mm，差异显著（p = 0.005）
Corneal reshaping and myopia progression (2009)	ok镜组和对照组（软性隐形眼镜）各选40名8-11岁被试，测两年后的轴长（AL）和玻璃体腔长度（VCD）变化	ok镜组的AL和VCD变化明显小于对照组（AL年平均差异= 0.16 mm，p = 0.0004；VCD年平均差异= 0.10mm，p = 0.006）
Influence of Overnight Orthokeratology on Axial Elongation in Childhood Myopia (2011)	ok镜组40名被试，对照组（普通眼镜）65名被试，年龄8-16岁，测两年后的轴长（AL）变化	对于ok镜和对照组，AL的增加量分别为0.39和0.61mm，差异显着（P <0.0001）
Retardation of Myopia in Orthokeratology (ROMIO) Study: A 2-Year Randomized Clinical Trial (2012)	ok镜组和对照组（普通眼镜）各选51名6-10岁被试，测两年后的轴长（AL）变化	ok镜组和对照组的AL增加量分别为0.36和0.63 mm（p<0.01），ok镜组的近视延缓率为43%。
Long-Term Effect of Overnight Orthokeratology on Axial Length Elongation in Childhood Myopia: A 5-Year Follow-Up Study (2012)	ok镜组29名被试，对照组（普通眼镜）30名被试，年龄8-12岁，测五年后的轴长（AL）变化	对于OK组和对照组，AL增加量分别为0.99和1.41mm，差异显著（P = 0.0236）

来源：Web of science，中泰证券研究所

行业逐步规范化，未来五年角膜塑形镜终端市场规模有望超过 200 亿

- **角膜塑形镜行业经历“由乱到正”的阶段，行业逐步规范化后得到临床**

认可。我国角膜塑形镜最早在 1997 年从美国引入，不到三年时间全国配出 22-30 万人次，但是同时也涌现出不少假冒伪劣产品，许多验配单位没有规范流程和专业验配人员，且无法提供及时的复查等售后服务，造成了群发性角膜感染，2001 年 315 晚会首次曝光行业乱象，随后对角膜塑形镜的验配业务进行规范管理，2011 年再次对角膜塑形镜进行了技术上的规范化；由于角膜塑形镜消费属性强，2017 年 315 晚会再次曝光“欧几里得”经销商经销行为不规范事件，提到虚假宣传、违规操作等，随后 CFDA 再次明确生产经营相关要求，行业逐步进入到规范化发展的阶段。2018 年 6 月，角膜塑形镜被写入近视防治指南，得到临床认可。

图表 18：角膜塑形镜国内发展经历“由乱到正”的过程

来源：CFDA，卫生部，中泰证券研究所

- **角膜塑形镜行业竞争格局清晰，国内外产品差异不大。**角膜塑形镜作为三类医疗器械，准入门槛相对较高，目前国内市场上主要有 7 个进口品牌和 2 个大陆品牌，其中大陆厂家为欧普康视和爱博诺德，欧普康视产品于 2005 年获批，是国内首家获得注册证的企业，多年的验配案例实践指导经验对于验配技术稳定和售后工作有较高的价值，而爱博诺德产品则是在 2019 年获批上市。
- **角膜塑形镜行业渗透率仅约 1%，随着市场认可度日益提高，未来有望超过 200 亿市场规模。**根据中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会数据显示 2015 年中国进口角膜塑形镜 54.31 万副，而欧普康视作为当时唯一国产厂家，角膜塑形镜销量为 10 万副，合计市场使用量为 64 万副（即公司市占率超过 15%），在青少年儿童近视人群比例不到 0.8%，参考美国和日本等发达国家渗透率，其中日本渗透率在 8-10%，美国为 5%，国内仍有较大的发展空间。根据教育部等八部门联合出台的《综合防控儿童青少年近视实施方案》，提出到 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 个百分点以上；近视高发省份每年降低 1 个百分点以上，我们测算了未来 5 年角膜塑形镜市场空间，由于除少数高度近视患者或角膜、眼底检查不过关者无法佩戴角膜塑形镜外，大多数青少年均符合佩戴条件，我们假设适配率为 85%，渗透率在 2015 年 0.8%的基础上每年增加，2023 年假设达到 3%，价格按照 8000 元/副计算，则到 2023 年角膜塑形镜市场空间有望达到 210 亿元。

图表 19：角膜塑形镜市场规模测算

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
6-18岁人口/亿	2.12	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10
青少年近视率	53.6%	52.8%	52.0%	51.2%	50.4%	49.6%
青少年近视人口/亿	1.14	1.11	1.09	1.08	1.06	1.04
适配率	85%	85%	85%	85%	85%	85%
适配人口	0.97	0.94	0.93	0.91	0.90	0.89
渗透率	1.1%	1.4%	1.7%	2.1%	2.5%	3.0%
单价/元	8000	8000	8000	8000	8000	8000
市场规模/亿	85.00	105.56	126.24	153.54	179.93	212.49

来源：教育局，卫健委，中泰证券研究所

角膜塑形镜技术领先，眼视光行业多细分布局

公司角膜塑形镜具备技术领先优势，产能扩大+产品迭代保持强增长动力

- **公司角膜塑形镜具备技术领先优势。**目前国内市场共 9 个品牌角膜塑形镜产品获批上市，进口 7 家，大陆 2 家，我们对比了这 9 家企业角膜塑形镜产品的技术参数和适用范围，可以看到公司产品综合指标相对领先，也是唯一可以适用于 500-600 度近视患者的产品。

图表 20：欧普康视角膜塑形镜和竞品参数对比

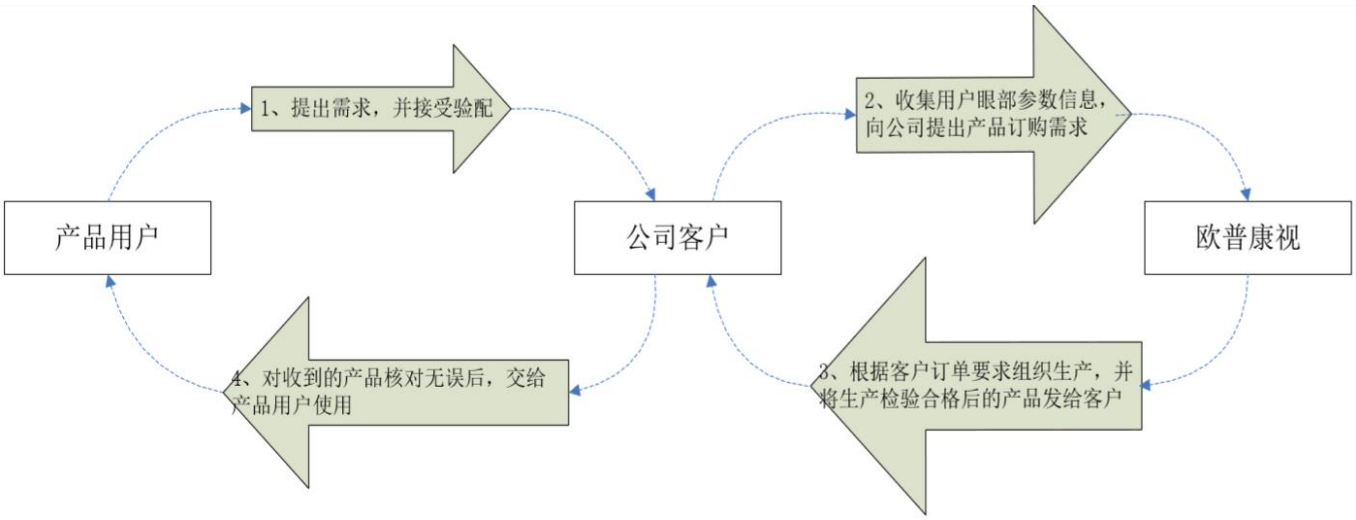
厂商	产品名	镜片材料	透氧系数	折射率	湿润角	适用范围
欧普康视	梦戴维	BostonXO（hexafocon a）	100	1.415	49° ±15%	近视度数在-0.50D~-6.00D之内，散光度数在 1.50D 以内
台湾亨泰光学	亨泰	Oprifocon A（Boston Equalens II）	>90	1.423	30° ±15%	近视度数在-4.0D之内，散光度数在 1.50D 以内
爱博诺德	普诺瞳	/	/	/	/	近视度数在-1.00D~-4.00D之内，顺规则散光度数不超过1.75D，逆规则散光不超过 1.5D
Euclid Systems	欧几里得	Boston Equalens II （oprifocon a）	127	1.435	36°	近视度数在-5D之内，散光度数在 1.5D 以内
Lucid Korea	露晰得	BostonXO（hexafocon a）	100	1.415	49° ±15%	近视度数在-5D之内，散光度数在 2D 以内
Procornea Nederland	Dreamlite	BostonXO	100	1.415	49°	近视度数在-0.75D~-4.50D之内，散光度数在1.50D 以内
（日本）株式会社	阿尔法	Boston EM	104	1.422	35°	近视度数在-1D~-4D 之间，散光度数在1.0D 以内
C&E GP Specialists	菁视	氟硅丙烯酸酯聚合物	75	1.442	42°	近视范围在-1.00D~-3.00D之间，散光范围在0~1.50D之间，年龄大于18岁
Paragon Vision Sciences	CRT	PaflufoconD	75	1.442	42° ±15%	近视度数在-4.0D之内，散光度数在 1.5D 以内

来源：CFDA，各公司官网，中泰证券研究所

- **定制化生产模式下，国产品牌具备较好的生产和售后服务及时性。**角膜塑形镜不同于其他标准化生产医疗器械，需要根据不同患者的验配数据进行定制化生产，从而可以更好的吻合角膜。公司产品生产周期通常在 4-7 个工作日左右（分淡季和旺季，淡季 4 天，旺季 7 天左右），而进口品牌受生产线影响，在个性化和生产周期上存在劣势；与此同时，使用

角膜塑形镜后需要定期复查，若验配参数变化公司可以及时调整重新定制。

图表 21：欧普康视角膜塑形镜定制生产流程



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- **持续迭代+产能扩大，持续保持强增长动力。**公司在原有技术基础上，通过生产工艺优化、生产线进一步自动化等方式，持续推出舒适性更强、验配难度更低的新产品，如 2018 年初推出的 DreamVision、2019 年初推出的 DreamVisionGP All-in-one 等；同时考虑到随着推广力度加强，公司规模持续扩大，公司 4.5 万平方米的新研发生产基地在 2018 年 3 月正式投入运营，镜片生产线于 2018 年 5 月全部迁入新的基地，新安装的全自动生产线和原有的生产线分别管理、同步运行，大大提高了生产能力和产品的稳定性，可以满足未来几年的订单需求。新生产基地规划中年产 80 万瓶护理产品的无菌生产车间的装修与设备安装已基本完成，其中深度洁净液已于 2019 年顺利投产，冲洗液（新厂区）预计有望于 2019 年下半年正式投产，此外公司也给研发中的新品预留了生产空间。
- **借助经销商团队和渠道，涉足终端医疗服务领域。**公司自 2017 年上市以来，通过投资入股和自建的方式，利用自有资金和募投项目资金推动营销服务网络的建设，目前公司自有渠道主要在安徽、山东、福州、陕西、湖北等地区（总部+控股子公司），借助投资的经销商渠道，公司已布局医疗机构 70+家，除视光中心外，医院、门诊、诊所等。需要明确的是，公司对经销商多以财务管理辅以技术支持为主，医疗服务机构的运营和管理由经销商负责。

多细分布局眼视光领域，并逐步向医疗器械横向延伸

- **以角膜塑形镜为中心，逐步推出护理、检验等配套产品。**公司除现有角膜塑形镜、框架眼镜等以外，目前已推出了自主研发、集去油脂和去蛋白为一身的镜特舒深度洁净液以及新加坡厂商 OEM 的镜特舒系列产品；此外，自主研发生产的护理液已在评审之中，自主研发生产的泪液试纸的注册申请已被受理，另有一项在研新产品处于临床试验后期，公司已

形成较好的产品研发梯度管线，带来中长期的持续成长性。

图表 22：欧普康视在研产品管线

类别	项目名称	进展	拟达到的目标
硬镜类	All-in--one RGP 设计	研发阶段	全新一代日戴硬性角膜接触镜，消除旁中心远视离焦，轻松验配中央区不规则角膜，镜片厚度较常规RGP薄20%，可调定位弧与角膜平行确保泪也畅通，全自动制作品质卓越佩戴舒适。
护理类	超声波角膜接触镜清洗仪	研发阶段	对硬性角膜接触镜的日常清洗。
护理类	硬性接触镜护理液	注册阶段	对镜片清洁、消毒、除蛋白、湿润、冲洗，对镜片进行常规全面护理。
护理类	深度洁净液	中试、推广阶段	快速达到深度洁净镜片，去除镜片上的油脂和蛋白沉淀，并能杀菌除毒，提升戴镜安全。
护理类	新一代（IV）抛光机	小试、中试、推广阶段	验配点必备，实时处理难以去除的蛋白沉积和表面划痕，使用特制磨头有针对性调整某个弧段，实时优化配适性。
护理类	润滑液	注册检验阶段	润滑和保湿镜片，改善戴镜舒适性。
检验类	荧光素纳眼科试纸	临床试验阶段	临床上用于对角膜损伤的诊断。
检验类	泪液市值	注册阶段	临床上对泪液分泌障碍的检查。
检验类	自动硬性接触镜综合检测仪	小试阶段	在现有非接触式精准一机检测的基础上，进一步拓展检测功能，并实现自动化，自动分析检测，减少人为检测误差，单个参数一键智能检测，更加方便可靠。
安全保障类	小梦管家APP	应用阶段	终端用户与验配师可对角膜健康实时互动交流。手机APP自带客户管理和资料管理功能，实现预约复查、提醒等人性化精细化的管理。

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **通过增资入股等早期投资形式，进一步布局眼视光行业前沿技术产品，并逐步向医疗器械大行业延伸。**继 2016 年公司参股广州卫视博 9%股权，布局人工玻璃体后，在硬性接触镜以外的新产品和新业务的投资方面，公司于 2018 年继续投资了 4 家合资公司，分别涉及基因检测、新生儿眼疾筛查、近视防控筛查及管理系统、白癜风皮肤病激光治疗仪等，涉及领域除了眼视光外，还进入眼外伤、视力保健乃至医疗器械另一细分体外诊断中，公司业务面进一步打开。

图表 23：欧普康视硬性接触镜以外产品投资布局情况

公告日期	投资对象	投资金额	产品类型	相关应用领域
2016/9/1	广州卫视博生物科技有限公司的9.01%股权	53.23万	折叠式人工玻璃体	严重眼外伤
2018/5/21	美光眼镜厂的15%股权	不超过3000万	设计、生产各类眼镜架及对外出口贸易	眼视光
2018/7/20	深圳市康康网络技术有限公司的12%股权	1200万	面向3-14岁儿童的高品质照明产品和家庭场景下的在线教育服务	视力保健
2019/1/15	合肥阳光医疗科技股份有限公司的15.9892%股权	1598.53万	通过综合服务体向各类医学实验室提供体外诊断产品、专业技术支持及相关综合型服务	体外诊断（含眼科基因检测）
2019/5/14	杭州目乐医疗科技股份有限公司10%股权	1400万	眼科医疗软件和器械等眼科数字化产品，包括综合验光仪、裂隙灯、便携式眼底相机、便携式视力筛查仪等	眼视光及配套服务

说来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计 2019-21 年公司收入 6.23、8.40、11.24 亿元，同比增长 35.83%、34.95%、33.80%，归母净利润 2.88、3.83、5.13 亿元，同比增长 33.05%、33.27%、33.81%，对应 EPS 为 0.71、0.95、1.27。
- 假设一：公司营业税金及附加占营业收入百分比不变；
- 假设二：公司产品消费属性强，且目前行业渗透率较低，随着公司营销渠道日益完善，医生和患者对角膜塑形镜认可度逐步提高，公司产品收

入有望保持持续快速增长；

- 假设三：公司角膜接触镜产品属于医疗器械领域，存在单品种价格逐年自然下降的特征，在不考虑未来 3 年有更高端新品上市的情况下，角膜接触镜毛利率逐年微幅下降；护理液业务随着公司自产占比逐渐提高，毛利率有望缓慢上升；其他业务毛利率基本稳定。
- 对期间费用和所得税的假设：
  - 销售费用方面，公司未来在渠道建设上可能会继续扩大销售团队，同时在经销区域市场相对成熟后公司有望继续通过参/控股经销商形式改为直销模式，因此未来销售费用率可能持续上升。
  - 管理费用方面，随着公司业务规模逐步扩大，研发费用、员工薪酬等管理费用可能随之上升。
  - 财务费用：公司于 2017 年上市，募集收到的现金增多，银行存款利息收入有望增加，带来财务费用的明显下降。
  - 所得税：我们认为未来三年将保持在 14.69%。

图表 24：欧普康视产品分拆预测（单位：百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
角膜接触镜										
收入	56.60	78.19	104.44	137.43	181.24	229.06	319.28	429.46	577.91	777.93
YOY		38.14%	33.57%	31.59%	31.88%	26.38%	39.39%	34.51%	34.57%	34.61%
%总收入	82.77%	85.91%	80.42%	77.98%	77.12%	73.51%	69.65%	68.97%	68.78%	69.19%
毛利	47.01	67.48	90.28	119.10	157.05	201.57	287.98	386.48	519.03	697.25
%总毛利	90.49%	93.14%	90.12%	87.81%	90.20%	84.87%	80.56%	79.47%	78.76%	78.75%
毛利率(%)	83.05%	86.30%	86.44%	86.66%	86.65%	88.00%	90.20%	89.99%	89.81%	89.63%
角膜塑形镜(梦戴维)										
收入	52.63	73.87	99.01	132.13	174.69	221.21	310.04	418.55	565.05	762.81
YOY		40.36%	34.03%	33.45%	32.21%	26.63%	40.16%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利	44.10	64.38	86.24	115.24	152.12	195.40	280.46	377.54	508.54	685.01
毛利率(%)	83.78%	87.15%	87.10%	87.22%	87.08%	88.33%	90.46%	90.20%	90.00%	89.80%
普通角膜接触镜(日戴维)										
收入	3.97	4.32	5.44	5.30	6.55	7.85	9.24	10.90	12.87	15.12
YOY		8.82%	25.93%	-2.57%	23.58%	19.85%	17.71%	18.00%	18.00%	17.50%
毛利	2.91	3.10	4.05	3.85	4.93	6.16	7.52	8.94	10.49	12.25
毛利率(%)	73.31%	71.82%	74.48%	72.75%	75.26%	78.47%	81.36%	82.00%	81.50%	81.00%
护理产品										
收入	11.78	12.45	23.52	31.18	45.11	68.30	83.39	104.24	129.25	160.28
YOY		5.69%	88.92%	32.57%	44.68%	51.41%	22.09%	25.00%	24.00%	24.00%
%总收入	17.23%	13.68%	18.11%	17.69%	19.19%	21.92%	18.19%	16.74%	15.38%	14.26%
毛利	4.94	4.70	8.76	12.28	11.75	26.80	33.41	42.22	52.99	66.51
%总毛利	9.51%	6.49%	8.74%	9.05%	6.75%	11.28%	9.34%	8.68%	8.04%	7.51%
毛利率(%)	41.89%	37.79%	37.26%	39.39%	26.05%	39.24%	40.06%	40.50%	41.00%	41.50%
普通框架镜销售及其他										
收入			1.72	7.46	8.37	13.93	55.17	88.27	132.41	185.37
YOY				333.72%	12.20%	66.43%	296.05%	60.00%	50.00%	40.00%
%总收入			1.32%	4.23%	3.56%	4.47%	12.03%	14.18%	15.76%	16.49%
毛利			1.07	4.22	5.13	8.93	35.88	57.38	86.73	121.42
%总毛利			1.07%	3.11%	2.95%	3.76%	10.04%	11.80%	13.16%	13.71%
毛利率(%)			62.05%	56.52%	61.26%	64.11%	65.03%	65.00%	65.50%	65.50%
其他业务										
收入		0.37	0.19	0.17	0.3	0.33	0.59	0.7	0.7	0.7
YOY			-48.65%	-10.53%	76.47%	10.00%				
毛利		0.27	0.07	0.04	0.18	0.21	0.22479	0.266	0.266	0.266
毛利率(%)		72.97%	36.84%	23.53%	60.00%	63.64%	38.10%	38.00%	38.00%	38.00%
总计										
收入	68.38	91.01	129.87	176.24	235.02	311.62	458.43	622.67	840.28	1,124.28
YOY		33.09%	42.70%	35.70%	33.35%	32.59%	47.11%	35.83%	34.95%	33.80%
毛利	51.95	72.45	100.18	135.64	174.11	237.51	357.49	486.34	659.02	885.45
毛利率(%)	75.97%	79.61%	77.14%	76.96%	74.08%	76.22%	77.98%	78.11%	78.43%	78.76%

来源：中泰证券研究所

图表 25：欧普康视期间费用率和所得税率假设（百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用	28.97	41.40	74.96	103.36	144.53	196.75
销售费用率%	12.33%	13.29%	16.35%	16.60%	17.20%	17.50%
管理费用	16.74	18.72	47.15	64.13	84.03	106.81
管理费用率%	7.12%	6.01%	10.29%	10.30%	10.00%	9.50%
财务费用	0.11	-1.33	-1.05	-4.62	-8.75	-13.76
财务费用率%	0.04%	-0.43%	-0.23%	-0.74%	-1.04%	-1.22%
所得税	22.11	30.32	36.13	48.08	64.07	85.74
所得税率%	9.41%	9.73%	7.88%	7.72%	7.63%	7.63%

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资建议

- 我们选取 A 股医疗器械行业的上市公司作为可比公司，平均估值在 40X2019PE，31X2020PE，目前公司股价对应 2020 年 36 倍 PE，考虑到公司所处行业景气度高，公司产品在国内渗透率低，竞争格局良好，未来有望在高盈利能力下持续保持快速增长，我们认为公司的合理估值区间为 2020 年 40-45 倍 PE，公司合理价格区间为 38-43 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 26：可比公司估值

股票代码	公司名称	营收（2018）	近3年营收CAGR(%)	净利润（2018）	近3年净利润CAGR(%)	净利率	PE(2019)	PE(2020)	PE(2021)	总市值
300529	健帆生物	1,016.51	25.94	400.95	26.11	39.4%	43.6	33.1	25.5	237.2
300633	开立医疗	1,226.85	21.39	252.62	33.63	20.6%	32.9	25.3	19.9	109.4
300653	正海生物	215.54	18.93	85.82	26.40	39.8%	42.4	33.4	27.0	46.0
300760	迈瑞医疗	13,753.36	19.73	3,725.74	59.89	27.1%	39.2	32.1	26.4	1,793.1
平均值							39.5	31.0	24.7	
300595	欧普康视	458.42	37.53	209.77	34.59	45.8%	48.1	36.1	27.0	138.5

来源：wind（截止至 2019 年 6 月 4 日，营收利润单位为百万元，市值单位为亿元，可比公司估值取 wind 一致预期），中泰证券研究所

风险提示

- **市场竞争加剧风险。**公司产品属于眼视光领域的朝阳产业，高毛利率和市场成长空间会吸引更多企业进入，未来市场竞争可能会进一步加剧，产品价格可能出现持续下降的风险。
- **原材料供应商相对集中风险。**考虑到角膜塑形镜行业属于医疗器械，对原材料性能和稳定性要求较高，公司镜片材料供应商集中在全球领先企业，以保证公司产品质量稳定，若供应商因意外事件出现停产、无法按期交付等情况，可能会直接影响公司正常运营。
- **产品市场推广不达预期风险。**公司产品所处领域在历史上出现过 2 次质量管理问题，全国范围内的医生和患者端仍需要厂家持续推广和普及，若市场推广进度不达预期，可能会直接影响公司业绩增长。

图表 27：欧普康视财务报表预测

资产负债表				单位：百万元
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	997	1310	1674	2147
现金	178	438	729	1105
应收账款	76	106	148	204
其他应收款	10	13	18	24
预付账款	20	27	36	47
存货	49	61	80	103
其他流动资产	664	664	664	664
非流动资产	230	221	211	201
长期投资	1	1	1	1
固定资产	132	124	115	106
无形资产	8	8	8	8
其他非流动资产	89	87	86	85
资产总计	1228	1531	1885	2347
流动负债	138	155	182	208
短期借款	0	0	0	0
应付账款	21	27	36	49
其他流动负债	117	127	146	159
非流动负债	7	5	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	7	5	6	6
负债合计	145	160	188	214
少数股东权益	58	50	38	23
股本	224	404	404	404
资本公积	381	201	201	201
留存收益	460	716	1053	1505
归属母公司股东权益	1024	1321	1659	2110
负债和股东权益	1228	1531	1885	2347

现金流量表				单位：百万元
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	149	221	303	399
净利润	210	279	372	498
折旧摊销	10	10	10	10
财务费用	-1	-5	-9	-14
投资损失	-25	-25	-25	-25
营运资金变动	-55	-41	-49	-75
其他经营现金流	10	2	4	5
投资活动现金流	-140	25	25	25
资本支出	35	0	0	0
长期投资	135	0	-0	-0
其他投资现金流	30	25	25	25
筹资活动现金流	4	14	-37	-48
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	100	179	0	0
资本公积增加	-73	-179	0	0
其他筹资现金流	-23	14	-37	-48
现金净增加额	13	260	291	377

利润表				单位：百万元
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	458	623	840	1124
营业成本	101	136	181	239
营业税金及附加	6	9	12	16
营业费用	75	103	145	197
管理费用	47	64	84	107
财务费用	-1	-5	-9	-14
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	25	25	25	25
营业利润	245	327	435	583
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	246	327	436	583
所得税	36	48	64	86
净利润	210	279	372	498
少数股东损益	-6	-9	-11	-15
归属母公司净利润	216	288	383	513
EBITDA	254	332	437	579
EPS（元）	0.96	0.71	0.95	1.27

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	47.1%	35.8%	34.9%	33.8%
营业利润	37.0%	33.1%	33.3%	33.9%
归属于母公司净利润	43.3%	33.1%	33.3%	33.8%
获利能力				
毛利率(%)	78.0%	78.1%	78.4%	78.8%
净利率(%)	47.2%	46.2%	45.6%	45.6%
ROE(%)	21.1%	21.8%	23.1%	24.3%
ROIC(%)	23.3%	29.8%	38.0%	47.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	11.8%	10.4%	10.0%	9.1%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	7.21	8.47	9.19	10.32
速动比率	6.86	8.08	8.75	9.83
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.45	0.49	0.53
应收账款周转率	8	6	6	6
应付账款周转率	5.78	5.58	5.71	5.64
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.71	0.95	1.27
每股经营现金流(最新摊	0.37	0.55	0.75	0.99
每股净资产(最新摊薄)	2.54	3.27	4.11	5.23
估值比率				
P/E	64.06	48.15	36.13	27.00
P/B	13.53	10.48	8.35	6.56
EV/EBITDA	54	41	31	24

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。