

角膜塑形“蓝海”下的掌舵者

——欧普康视（300595）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年04月13日

报告关键要素：

近年来，我国近视发生率呈上升趋势，已经成为影响我国国民尤其是青少年眼健康的重大公共卫生问题。目前促进近视发展的三大主要因素预计短期难以消除。角膜塑形镜作为具有全新使用体验的近视矫正方案，有望进一步扩大品类市场，由于其中国产品牌数量较少，预计竞争压力相对缓和。公司通过产品更新迭代和销售体系革新提升产品竞争力并加强市场覆盖，借助行业发展和国产龙头优势，未来有望进一步提升角膜塑形镜的市场渗透率。除此之外，公司丰富了角膜塑形相关产品线并通过智能框架镜覆盖更多人群，预计可与角膜塑形产品形成合力，进一步巩固自身市场地位并维持业绩的高增速。

投资要点：

● 近视矫正市场潜力巨大，近视成因难以消除

近年来，我国近视发生率呈上升趋势，由于近视不能根本性的逆转，只能通过各种方式进行矫正，因此随着人口更迭，总体来看未来整体人群的近视率将进一步提升。在预防方面，影响促进近视发展的三大主要因素预计短期难以消除。因此我们认为近视矫正市场潜力巨大，并且在未来相当长的一段时间内不会出现明显的市场规模下滑的风险。

● 领域竞争相对平缓，产品营销双升级加速渗透

近视的矫正选择相对有限，整体市场竞争将会是品类之间的竞争。角膜塑形镜作为具有全新使用体验的近视矫正方案，将进一步扩大品类市场，其中由于国产品牌数量较少，预计竞争压力相对缓和。公司通过产品更新迭代和销售体系变革加速市场渗透。有望继续维持高增长。

● 股权结构稳定，员工持股享受公司发展红利

公司目前的股权结构保持稳定，3年内通过2次激励使核心技术、业务人员实现了和公司的利益绑定，享受到了公司高速成长期的发展红利。

● **盈利预测与投资建议：**预计2020年、2021年和2022年实现EPS为1.04、1.49和2.13元，对应当前股价PE分别为57倍、40倍和28倍；首次覆盖推荐，给予“增持”评级。

● **风险因素：**市场竞争加剧的风险、后续产品推广缓慢的风险、不规范应用导致伤害事件的风险。

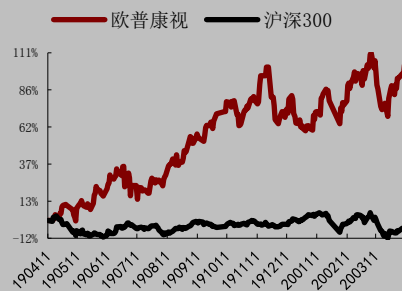
	2019年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	6.47	8.93	12.69	18.27
增长比率(%)	41.12	38.09	42.05	43.99
净利润(亿元)	3.07	4.22	6.04	8.63
增长比率(%)	41.92	37.44	43.25	42.78
每股收益(元)	0.76	1.04	1.49	2.13
市盈率(倍)	77.9	56.6	39.5	27.7

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	医药生物
公司网址	
大股东/持股	陶悦群/37.32%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	404.64
流通A股(百万股)	287.87
收盘价(元)	59.45
总市值(亿元)	240.56
流通A股市值(亿元)	171.14

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年04月10日

相关研究

分析师：姚文

执业证书编号：S0270518090002

电话：02160883489

邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

研究助理：王政眸

电话：15202993361

邮箱：wangzm@wlzq.com.cn

投资核心观点**● 公司整体判断**

作为近视矫正领域的国内龙头公司，欧普康视在该领域具有明显的先发优势，同时在国内近视矫正巨大的潜在市场规模的大背景下，公司业绩保持了持续的增长。公司一方面通过加快产品更新升级，同时围绕角膜塑形镜推出了多维度、多系列的辅助应用产品，进一步巩固用户粘性和市场地位。另一方面公司加快销售体系革新，提升直销占比并进一步扩展市场销售布局。我们预计公司将会继续保持角膜塑形镜领域的龙头地位，并借助行业发展和公司自身策略继续维持目前的高增长态势。

● 差异化观点

与市场重点关注近视矫正整体市场不同，我们通过对青少年市场和整体市场发展方向均予以了关注并结合政策和社会条件等多个因素推测了多个情景下的青少年近视检出趋势。我们认为目前近视矫正市场主要是品类之间的竞争，新加入者能够在整体上更好的做大近视矫正市场特别是角膜塑形镜领域的“蛋糕”，但是同样也对青少年增量市场带来了竞争压力。但是在整体市场呈现“蓝海”并亟待开拓的环境下，公司在销售端和产品端均持续发力，有望继续维持高增速。

● 估值和评级

预计 2020 年、2021 年和 2022 年公司分别实现归母净利润 4.22、6.04、8.63 亿元，分别实现 EPS 为 1.04、1.49 和 2.13 元，对应当前股价 PE 分别为 57 倍、40 倍和 28 倍；预计公司有望继续维持高增速，首次覆盖推荐，给予“增持”评级。

● 股价触发因素

整体市场对角膜塑形镜行业关注度和认可度提升速度加快、对公司中高端产品接受度持续提升、近视防控力度显著提升。

● 风险提示

市场竞争加剧的风险：随着获批角膜塑形镜品牌增多，特别是第二家国产品牌进入市场，可能对于新检出的近视青少年（增量市场）应用带来更多竞争压力。

后续产品推广缓慢的风险：一方面框架镜仍是角膜塑形镜的品类竞争者，另一方面，角膜塑形镜渗透率低，市场和临床认知仍有待继续提高。如后续产品推广接受度提升放缓，可能会影响公司业绩增长。

不规范应用的伤害事件导致的舆论风险：角膜塑形镜应用更为严格，对应用者的依从性等有较高的要求。如果出现因不规范佩戴导致的伤害事件，可能对角膜塑形镜行业带来负面的市场舆论影响。

目录

1、公司基本情况介绍	5
1.1 角膜塑形镜行业龙头，公司业绩快速成长	5
1.2 股权结构稳定，员工持股享受公司发展红利	5
2、近视评估分析：潜在市场规模大，近视成因难以消除	7
2.1 近视检出率居高不下，全年龄近视率预计逐渐上升	7
2.2 促进近视产生的三大主要因素将长期存在	8
2.3 政策推动有望降低近视发生率	10
2.4 青少年学生近视发生率的未来走向估算	11
3、产品及销售分析：领域竞争相对平缓，产品升级加速渗透	12
3.1 近视矫正选择是品类之争，角膜接触镜竞争平缓	12
3.2 角膜接触镜带来全新的使用体验，公司通过产品升级进一步渗透市场	13
3.3 多维度产品拓宽市场销售，与塑形镜形成协同效应	16
3.4 产品销售市场仍待深耕，短期市场天花板远未触及	18
4、盈利预测&风险提示	21
图表 1：公司发展历程	5
图表 2：营业收入变化情况（亿）	5
图表 3：归母净利润变化情况（亿）	5
图表 4：股东及持股情况	6
图表 5：各阶段学生近视检出率变化情况	7
图表 6：近视监测数据和原因概述	7
图表 7：全国中小学体育器材配备比例年度比较图（%）	8
图表 8：不同阶段学生睡眠时间对比	9
图表 9：初高中升学率变化情况	9
图表 10：北京二手房出售挂牌价指数变化情况	10
图表 11：影响睡眠因素（次/周）	10
图表 12：使用电子产品进一步挤压睡眠时间	10
图表 13：健康中国 2030 规划纲要（部分）	11
图表 14：近视检出率预测变化情况	11
图表 15：单纯性近视的矫正措施	12
图表 16：角膜塑形技术原理	12
图表 17：角膜塑形镜	12
图表 18：已批准的角膜塑形产品	13
图表 19：角膜塑形镜市场吸引力预测评估	14
图表 20：梦戴维 IV-DF 和 IV-AP	15
图表 21：DreamVision 系列产品	15
图表 22：DreamVision 角膜塑形镜技术特点	16
图表 23：多品种产品覆盖情况	16
图表 24：镜特舒系列护理产品	17
图表 25：“智能小梦”远程角膜监控系统	18
图表 26：智能框架镜特点	18
图表 27：智能框架镜带动三方加强用眼监管	18
图表 28：不同销售区域收入情况（亿）	19
图表 29：各业务线毛利率情况	19

图表 30: 角膜接触镜销售额 (亿) 和收入占比变化情况	20
图表 31: 直销和经销销售占比变化情况	20
图表 32: 直销和经销毛利变化情况	20
图表 33: 期间费用率情况	20
图表 34: 公司业务拆分 (百万元)	21

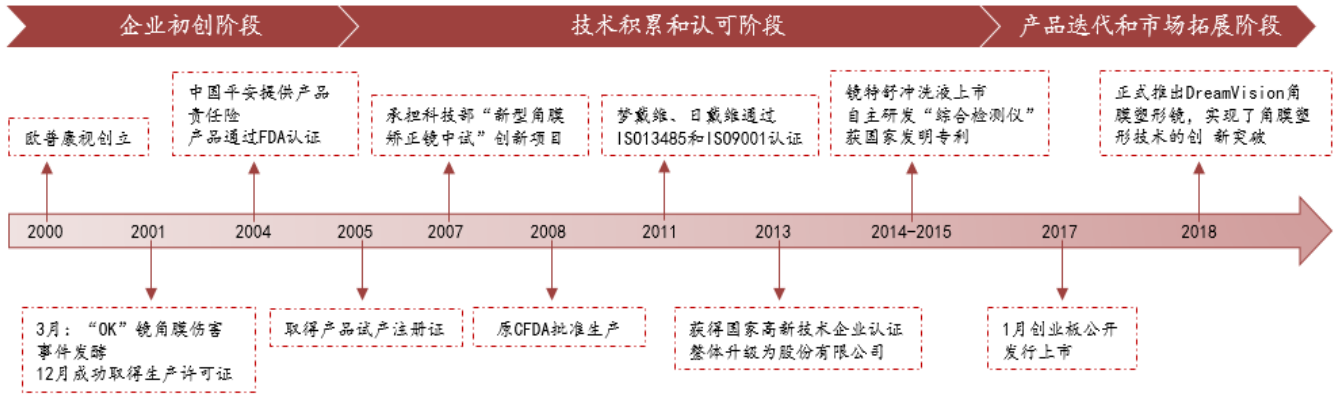
万联证券

1、公司基本情况介绍

1.1 角膜塑形镜行业龙头，公司业绩快速成长

欧普康视是一家眼视光科技企业，专注眼视光产品研发、生产、销售，以及眼视光服务，目前主要业务为非手术视力矫正，正在逐步向“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。

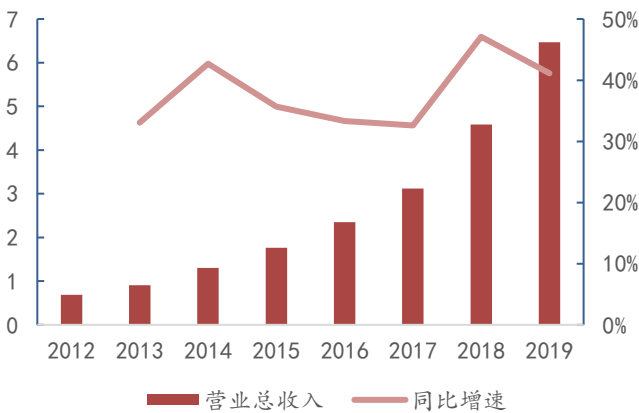
图表1：公司发展历程



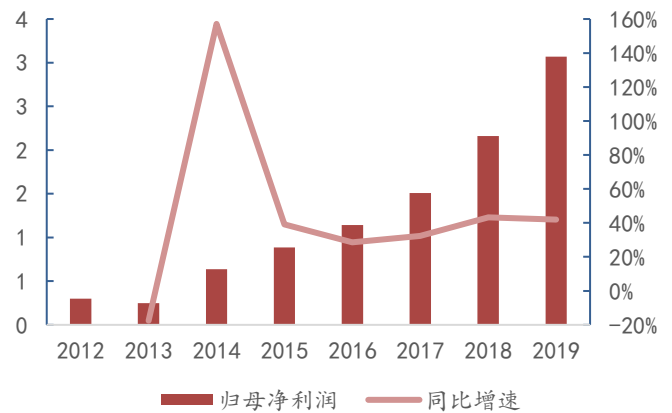
资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司上市后业绩继续保持了高增长。至2019，公司实现营业收入6.47亿元，同比增长41.1%；实现归母净利润3.07亿元，同比增38.6%。

图表2：营业收入变化情况（亿）



图表3：归母净利润变化情况（亿）



资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

公司目前主要产品为硬性角膜接触镜类镜片及镜片护理产品，角膜塑形镜为主营产品中的核心。“梦戴维”及“DreamVision”系列角膜塑形镜是一种用于矫正近视的特殊硬性角膜接触镜，根据用户的角膜几何形状和屈光度个性化设计制作，通过暂时性的改变角膜形态达到暂时性降低近视度数的效果，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。

1.2 股权结构稳定，员工持股享受公司发展红利

公司目前的股权结构保持稳定，公司实际控制人为陶悦群博士，根据2019年报数据，陶悦群博士目前持有公司37.15%的股权。陶悦群博士于1994年获得UCLA工程博士学位，作为公司创始人，具有极强的科研和临床研发能力，带领研发了梦戴维、DreamVision、华锥等产品，参与编撰《现代角膜塑形学》，推动了角膜塑形在国内的认知。

图表4：股东及持股情况

股东名称	股东性质	持股比例
陶悦群	境内自然人	37.15%
南京欧陶信息科技有限公司	境内非国有法人	14.45%
合肥欧普民生投资管理合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	6.35%
香港中央结算有限公司	境外法人	2.94%
全国社保基金四零六组合	其他	1.82%
其他	-	37.29%

资料来源：公司公告，万联证券研究所

在员工持股方面，公司于2017年对包括中层管理人员、核心业务（技术）人员共48人进行了股权激励，授予的限制性股票数量为181.392万股，占当时股本总额1.48%。使得公司的核心人员能够充分享受到公司高速发展的成长红利，增强了公司凝聚力和内驱力。

2019年，公司再次对推出股权激励计划，彰显了长期的发展信心，该计划授予的限制性股票数量956,500股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.2368%。其中首次授予765,200股，授予价格为23.90元/股，激励对象总人数为21人，包括公司公告本激励计划时在公司（含公司控股子公司）任职的管理人员、核心技术（业务）人员。参与本激励计划的激励对象不包括独立董事、监事及单独或合计持有公司5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女。该激励计划首次授予的限制性股票解除限售考核年度为2019-2021年三个会计年度，解禁条件为：以2018年扣非净利润为基数，2019-2021年扣非净利润增长率分别不低于25%、50%、80%。

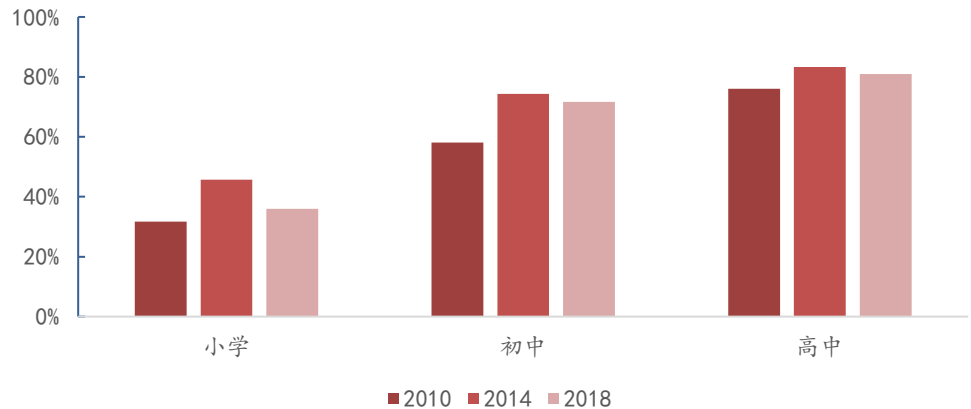
2、近视评估分析：潜在市场规模大，近视成因难以消除

2.1 近视检出率居高不下，全年龄近视率预计逐渐上升

近年来，我国近视发生率呈上升趋势，已经成为影响我国国民尤其是青少年眼健康的重大公共卫生问题。在过去多次的近视情况数据中，我国近视检出率居高不下，并且仍有继续上升的可能。

2018年全国儿童青少年近视调查结果显示，全国儿童青少年总体近视率为53.6%，超过了一半。

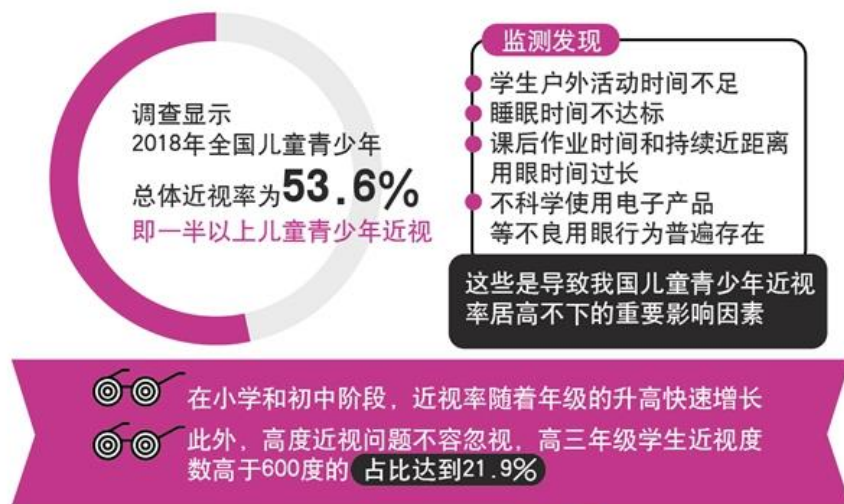
图表5：各阶段学生近视检出率变化情况



资料来源：卫健委，公开信息整理，万联证券研究所

导致近视的原因很多，但是有多个原因较为明显：户外运动时间不足、睡眠时间不达标、用眼时间过长（包括课后作业、电子产品使用等），由此表现在初高中近视率较小学阶段快速提升。除此之外，高度近视也逐渐成为不可忽视的重要问题。目前高三学生重度近视率已经达到21.9%。

图表6：近视监测数据和原因概述



资料来源：新华社，万联证券研究所

近视由于不能根本性的逆转，只能通过各种方式进行矫正，因此随着人口更迭，总体来看未来整体人群的近视率将进一步提升。目前，根据卫健委数据，国内近视人数超过了4.5亿，大学生近视发病率约为90%，近视控制形式不容乐观。我们将会从上述的三大重要原因解释未来国内近视情况的发展。

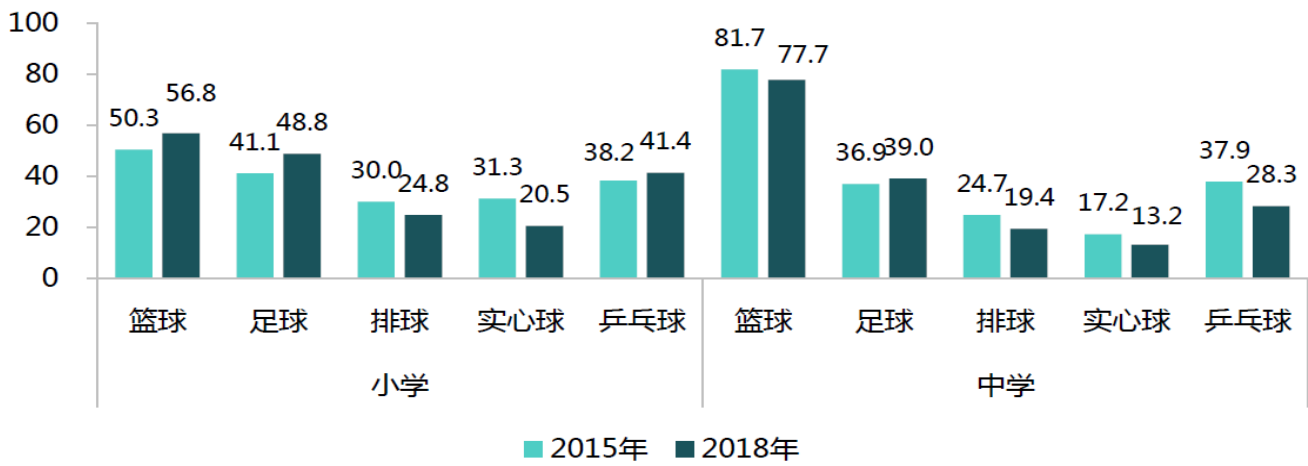
2.2促进近视产生的三大主要因素将长期存在

户外运动:

早在1990年3月,中华人民共和国国家教育委员会令第8号学校体育工作条例便已规定,普通中小学校、农业中学、职业中学每天应当安排课间操,每周安排三次以上课外体育活动,保证学生每天有一小时体育活动的时间(含体育课)。一方面受制于体育运动开展的场地条件不足、学生自身的懒惰心理以及升学为导向的教育模式,使得这项规定并没有得到全面的落实。

正因为如此,在近年来的义务教育监测结果也进一步验证了这一现状:全国仅有69.2%的学校四年级和51.9%的学校八年级体育课程开设情况能够达到教育部要求(每周三节)。并且在体育器械配置上仍有所欠缺。

图表7: 全国中小学体育器材配备比例年度比较图 (%)



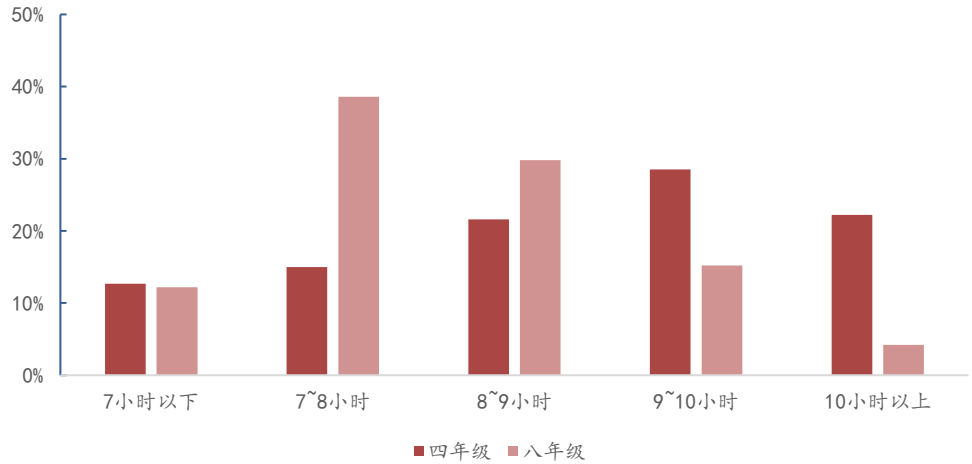
资料来源: 教育部, 万联证券研究所

目前,国家已经注意到学生体育运动量的不足,已经考虑进一步提高了课外体育锻炼的时间要求至每天2个小时。我们认为在目前1个小时上没有完全满足的情况下,实际能够完全提升至两个小时的可能性相对较小,但是预计仍有上升的空间,原因在于学生数量的下降和学校扩招的影响,未来的整体竞争将趋于缓和,这一部分将在下文进一步阐述。

睡眠时间:

同体育运动时间一样,常受到学习时间和电子产品使用时间的挤压,考虑到一般学生的时间安排,睡眠时间相比体育活动时间反而是最容易受到挤占的。这一点比较明显体现在不同学生时期的睡眠时间管理上。8年级学生相比于4年级学生,在7-8小时及以上各分段的睡眠时间上,均存在明显的差异。

图表8：不同阶段学生睡眠时间对比

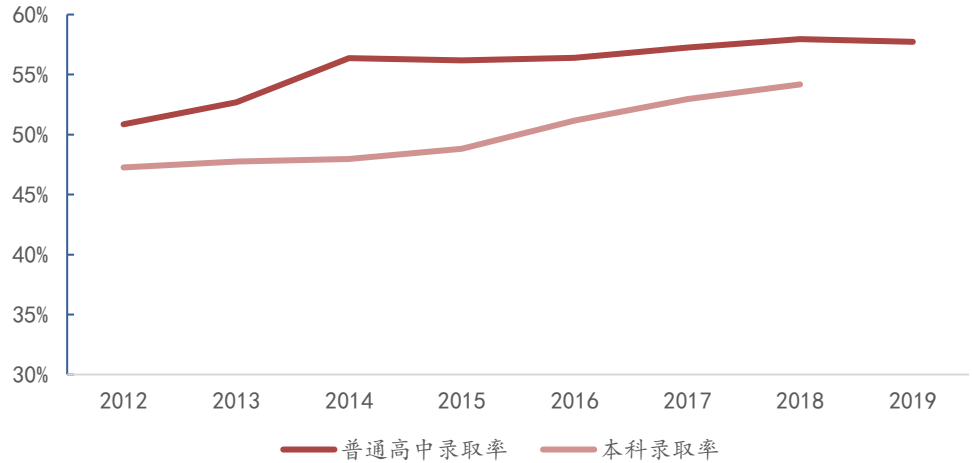


资料来源：教育部，万联证券研究所

学业压力：

从整体看，我们认为学生群体的整体学业压力有所减轻，但是在高水平层次则竞争更加激烈：从数据上看，初中、高中毕业生人数有所下滑；从整个升学环境看，过去扩招是一个比较明显的政策导向，通过毕业生人数和录取人数推算看，近年来的升学率和录取率有小幅提升。因此在学生群体的整体学业压力上看，我们预计较过去有所趋缓。

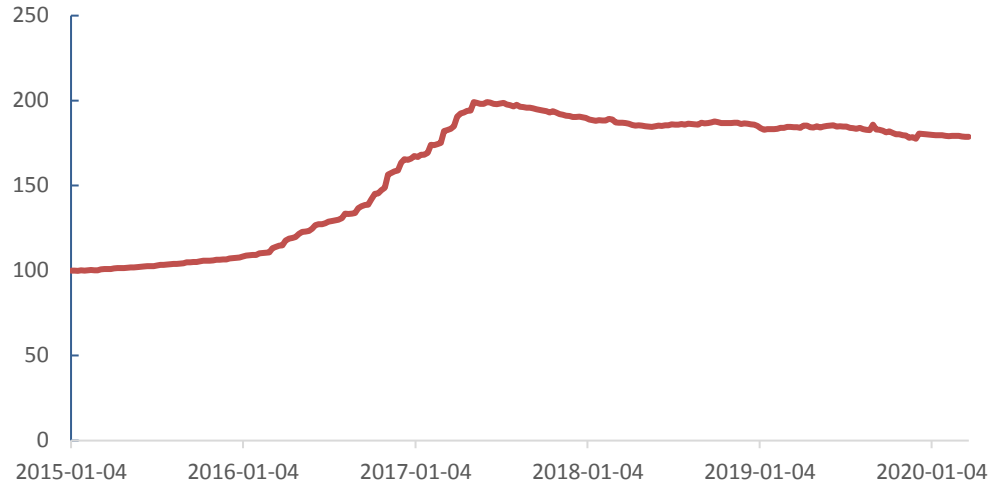
图表9：初高中升学率变化情况



资料来源：教育部，公开信息整理，万联证券研究所

但是值得注意的是，对于高水平学校的竞争压力则更为明显，学生的准入门槛水涨船高，比较明显的体现在学区房的价格水平（常与二手房价格挂钩）相比过去有比较明显的跳涨。

图表10：北京二手房出售挂牌价指数变化情况

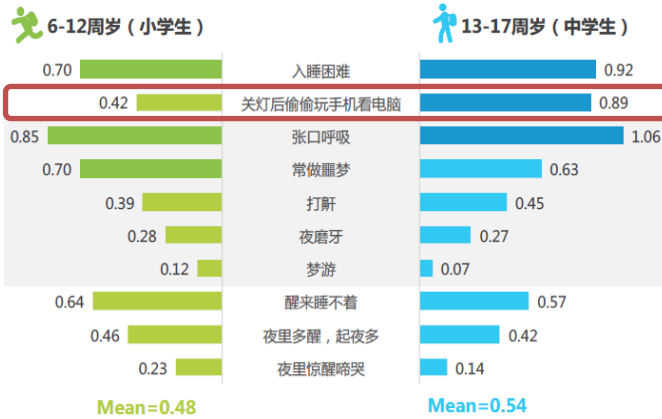


资料来源：Wind，万联证券研究所

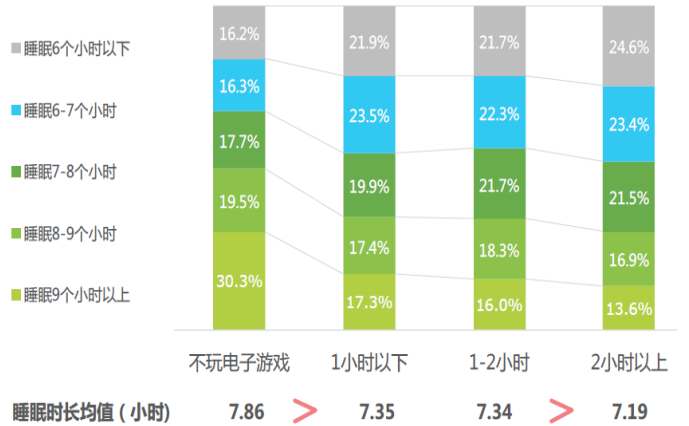
电子产品使用：

使用电子产品进一步影响了青少年学生的生活作息，而使用电子产品本身也对视力造成了较为严重的影响，特别是在学生时期，为了躲避批评在被窝里玩手机、电脑的情况也较为普遍。

图表11：影响睡眠因素（次/周）



图表12：使用电子产品进一步挤压睡眠时间



资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

除此之外，学生对电脑、手机游戏等抵抗力相对较弱，具有一定的依赖性和成瘾性。同时现在的通讯软件更加发达，对于使用电子产品进行聊天、社交等需求的依赖度更高。因此在电子产品的使用时间上，一方面需要家长、学生的互相配合，也需要一些规范制度的引导和建设。但是我们预计，在个人电子产品使用的时间上，短期很难有非常有效的应对措施。

综上所述，主要影响儿童及青少年眼视力的各项因素在短期内难以被消除，缓解的程度和可能性也相对较小。同时考虑到近视的不可逆性，基于上述的情况，我们有较为充足的理由推测，未来的近视人数将会进一步的增长。

2.3政策推动有望降低近视发生率

在上述一般层面的角度看，近视发生率被迅速遏制降低的可能性较低。但是，从整体上看，在课外运动、学业压力等仍有一定的缓解空间。同时国家层面也认识到了近视检出率居高不下的负面影响，也在大力推动降低近视率的系列政策。

由中共中央、国务院于2016年10月25日印发并实施的《“健康中国2030”规划纲要》

中明确提出，全国儿童青少年总体近视率每年降低0.5%以上，此指标为约束性指标，在执行效力上强于倡导性指标。同时纲要中进一步对体育健康课程开展、非学习目的使用电子产品时间、睡眠时间等进行了倡导性规划。

图表13：健康中国2030规划纲要（部分）

指标	2022年目标	2030年目标	指标性质
国家学生体质健康标准达标优良率（%）	≥50	≥60	预期性
中小学生每天在校外接触自然光时间1小时以上	-	-	倡导性
小学生、初中生、高中生每天睡眠时间分别不少于10、9、8个小时	-	-	倡导性
中小学生非学习目的使用电子屏幕产品单次不宜超过15分钟，每天累计不宜超过1小时	-	-	倡导性
学校鼓励引导学生达到《国家学生体质健康标准》良好及以上水平	-	-	倡导性
符合要求的中小学体育与健康课程开课率（%）	100		约束性
学校眼保健操普及率	100		约束性
全国儿童青少年总体近视率（%）	力争每年降低0.5个百分点以上	新发近视率明显下降	约束性

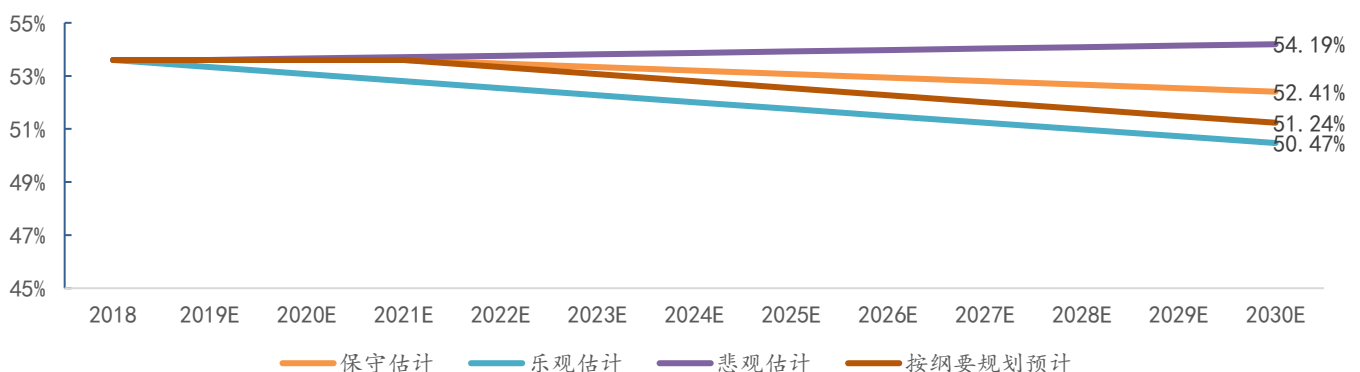
资料来源：《“健康中国2030”规划纲要》，万联证券研究所

除“健康中国2030”外，还出台了多项关于“减负”的政策措施，尽可能的达到减轻青少年用眼负担的目的。虽然我们难以判定未来近视发生率的走向，但是从目前来看，借鉴体质达标等多个指标仍处于上升和改善的趋势，考虑到近视检出率目前已经处于高位，进一步大幅上升的可能性也相对较低，但是从多个方面来看，下降的趋势因素也并未完全显现。但是作为中共中央牵头的重要健康政策规划，预计各级政府将会对近视控制做出更积极的应对，对于近视矫正行业公司来说，仍是一个非常明显的机会。

2.4 青少年学生近视发生率的未来走向估算

因此在这种情况下，我们分别对保守估计、乐观预计和悲观预计作出不同的预测，以整体市场的变化大小：保守的估计，现有近视检出率将会继续保持至2022年，在2022年后以每年0.25%的速度缓慢下降。在乐观的情况下，自2022年后以0.5%的速度下降；在悲观预计下，检出率将继续以0.1%继续上行。在不同预测方式下，青少年总体近视率变化幅度较小，总体市场稳定。

图表14：近视检出率预测变化情况



资料来源：万联证券研究所

3、产品及销售分析：领域竞争相对平缓，产品升级加速渗透

3.1 近视矫正选择是品类之争，角膜接触镜竞争平缓

在较高的近视检出率下，近视矫正市场规模估计非常庞大。但是近视的矫正选择相对有限，整体市场竞争将会是品类之间的竞争。目前，角膜接触镜正式进入了国家卫生健康委发布的《近视防治指南》，

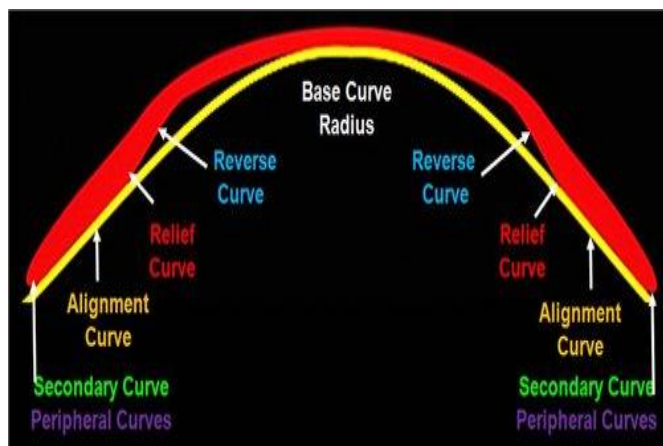
图表15：单纯性近视的矫正措施

方案和 产品	综合评价	优点	缺点
框架眼镜	- 最简单安全的矫正工具	可根据每次的检查结果进行调整	需要半年/一年复查；过度矫正会加重近视发展
角膜接触镜	硬性接触镜	适用于有需求而无禁忌的任何年龄佩戴者；	眼表活动性疾患、长期处于风沙、高污染环境 and 从事剧烈运动者慎用
	软性接触镜	可用于近视矫正	无自理能力儿童和老人需监护人配合使用；眼部炎症、神经质、卫生习惯不良、依从性差应慎用和禁用
	角膜塑形镜 (OK 镜)	可逆性非手术物理矫正方案	暂时性降低近视度数；长期佩戴可延缓青少年眼轴长度进展
手术矫正	激光角膜屈光手术	适用于 18 岁以上度数稳定近视患者	未成年儿童需要家长监护配合；高屈光度数需酌情考虑验配
	人工晶状体植入术	一般适用于近视度数较高、不愿意戴眼镜但又不适合激光角膜屈光手术者	需要严格按照各类手术禁忌症和适应症进行筛查和实施

资料来源：《近视防治指南》，万联证券研究所

其中重点要提及的是角膜塑形镜，其应用的核心在于角膜塑形技术，即通过配戴一系列特殊设计的几何形状与角膜前表面相逆的硬性透气性接触镜使角膜中央区弧度在一定范围内出现平坦和规则样改变，从而暂时性降低近视屈光度数，提高裸眼视力的可逆性非手术物理矫形治疗方法。

图表16：角膜塑形技术原理



资料来源：Pubmed，万联证券研究所

图表17：角膜塑形镜



资料来源：Pubmed，万联证券研究所

角膜塑形镜在过去的部分临床试验中展现出了一定的阻碍近视进展的潜力,也吸引了更多的市场关注和消费热情。作为国内最早进入角膜塑形镜领域的公司,欧普康视推出了系列产品并不断推陈出新,持续巩固自身行业领导者地位。

公司于2008年获批角膜塑形镜医疗器械产品注册证,是我国大陆地区最早进入该领域的公司,目前公司也是我国大陆地区少数获得硬性角膜塑形镜产品注册证的生产企业之一,与其他厂商的角膜塑形镜相比,公司产品具有以下明显特征:

1. 矫正度数范围较广,公司研制的泪液均衡型亲水性角膜塑形镜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. 个性化定制能力强,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. 材料的透气系数较高,处于同类产品较好水平。同时,产品设计和生产考虑了国内屈光不正人群的生理和使用特征,使得产品更适合国人使用;
4. 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。

图表18: 已批准的角膜塑形产品

制造商	获批时间	商品名称
欧普康视科技股份有限公司	2016-01-26	梦戴维
爱博诺德(北京)医疗科技有限公司	2019-03-25	普诺瞳
进口		
Lucid Korea Co.,Ltd	2016-01-26	露晰得
Euclid Systems Corporation	2016-01-26	欧几里德
(日本)株式会社アルファコーポレーション	2016-05-04	阿尔法
PARAGON VISION SCIENCES Inc.	2016-12-23	GRT 角膜塑形镜
中国台湾亨泰光学有限公司	2016-01-26	亨泰
Procornea Nederland B.V.	2017-08-02	DreamLite
Brighten Optix Corporation	2019-09-23	美梦
阿途发集团株式会社アルファコーポレーション	2019-10-18	a ortho-k
思怡硬镜专业有限公司 C&E GP Specialists	2020-01-10	菁视

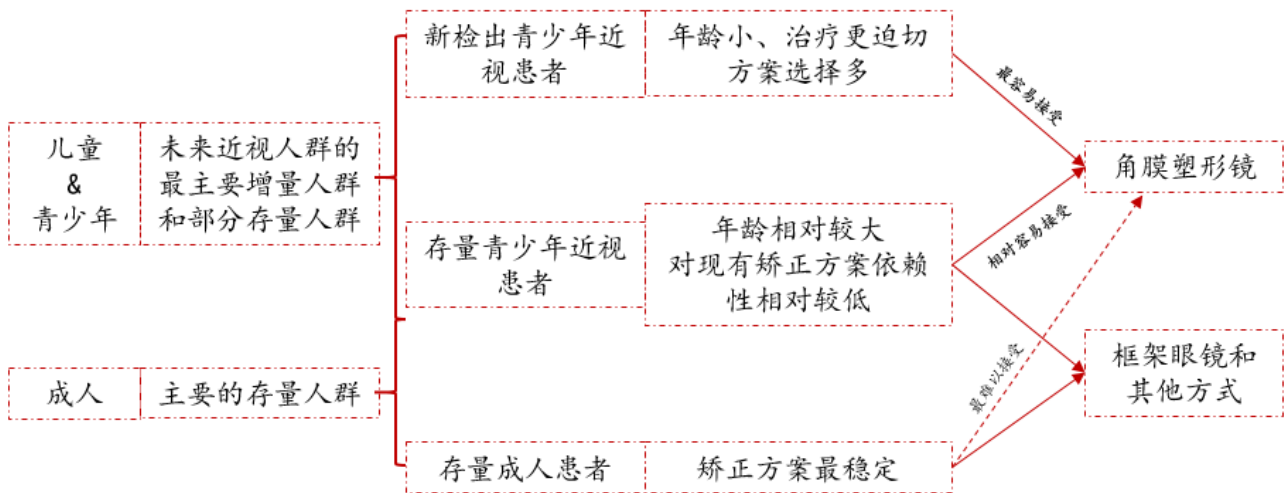
资料来源: NMPA, 万联证券研究所

但是值得注意的是,目前国内在售角膜塑形镜品牌相对充裕,但是面对整体庞大市场规模和极低的渗透率,各个厂商面临的竞争压力仍相对较小。

3.2 角膜接触镜带来全新的使用体验, 公司通过产品升级进一步渗透市场

作为具有特殊效果的近视矫正方案,即夜间使用产品白天可以正常裸眼,和框架眼镜相比具有截然不同的使用方式和效果,但是都达到了矫正近视的目的。这种具有明显差异的竞争点,预计将会吸引更多的低意愿或者无意愿使用框架眼镜的患者。这部分患者将来源于新检出患者和部分已有的存量患者。我们预计在持续的市场开发下,角膜接触镜将逐步提升市场渗透率。同时,考虑到角膜塑形镜能够带来一定的延缓近视的效果,对于青少年近视新检出者,我们预计有更强的吸引力。

图表19：角膜塑形镜市场吸引力预测评估



资料来源：万联证券研究所

我们认为目前市场开发的主要痛点在于：

- 1) 具有资深专业经验的角膜塑形镜验配医师数量较少；
- 2) 存量患者使用框架镜已经形成了“习惯”，换用角膜接触镜的转换成本较高；
- 3) 角膜塑形镜作为目前较为新颖的近视矫正技术，正处于用户培养的阶段，大众的认知度仍有待提升。

基于以上情况，公司创立了一套健全的技术培训体系，为经销商、医疗机构等相关从业人员提供持续、系统的培训，通过培训塑造出大量具有专业医学验配知识和丰富验配经验的从业人员队伍，为公司健全服务体系、提供个性化定制服务和形成良好市场口碑提供强大的基础支撑。公司专门成立医学部提供培训和技术支持，针对验配技术人员进行初级和中级培训，进行理论、仪器操作和验配评估等多项业务培训，健全的技术培训体系为公司打造本土化服务优势、丰富营销网络提供人力支持。仅2019年上半年，公司举办了4期角膜塑形镜初级技术培训班、3期中级技术培训班，累计已举办了89期初级培训、46期中级培训，参训人次已超过万人，落实了安全、规范、专业的经营理念，扩大了产品的专业推广队伍。

除扩大培训外，公司针对拳头产品不断进行产品升级：

- 1) 梦戴维IV-DF的设计是根据欧普康视订单系统中大样本量的应用数据反馈，结合中国人的眼部结构特点，在沿用泪液均衡的四区多弧设计基础上，采用与角膜形态特点一致的非球面设计，各项参数可根据配戴者角膜的差异达到完全的个性化定制。
- 2) 梦戴维IV-AP型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。

图表20：梦戴维IV-DF和IV-AP



资料来源：公司官网，万联证券研究所

除继续升级已有产品外,2018年公司正式推出定位更加高端的“DreamVision”系列,进一步满足了高层次人群的需求。

图表21：DreamVision系列产品



资料来源：公司官网，万联证券研究所

DreamVision系列产品具有非常明显的设计和技术特点：

- 1) DreamVision角膜塑形镜：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。镜片采用BOSTONXO材料，该材料的透气性、折射率、硬度等物理特性以及生理相容性等各项指标完全符合国家及行业的相关规定；能够智能化调整镜片参数；试戴简单，试戴、配镜时间缩短。定位区与角膜吻合，有助于提高泪液交换。
- 2) DreamVision All-in-one硬性角膜接触镜：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。

图表22: DreamVision角膜塑形镜技术特点



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

3.3 多维度产品拓宽市场销售，与塑形镜形成协同效应

在上文中我们已经针对角膜塑形镜的市场吸引力、应用场景等做出了一定的判断。除角膜塑形镜的应用外，公司还针对角膜塑形镜附加产品进行了开发，以更好的提升产品应用的广度，增强产品使用粘性。另外，针对没有使用角膜塑形镜的近视患儿，公司也推出了智能化的框架镜设备，更加契合家长对孩子用眼的参与和管理的需求，从另一个方面扩展了公司销售市场，尽可能的覆盖到各类需求的患儿。

图表23: 多品种产品覆盖情况

硬镜类	镜特舒家族	高端眼科产品	眼保健产品	框架镜
DreamVisionGP	镜特舒冲洗液	泪小管阻芯	梦视清热敷 蒸汽眼罩	BrightKids 智能框架镜
DreamVision 角膜塑形镜	深度洁净液	人工玻璃贴球囊	梦视清蓝莓 叶黄素咀嚼片	
梦戴维 IV-DF	多功能隐形眼镜护理液			
梦戴维 IV-AP	隐形眼镜润滑液			
日戴维 II-MZ	硬镜综合检测仪			
日戴维 II-AP	智能等离子处理器			
华锥 CK?	第四代简易抛光机			
	镜特舒超声波清洗仪			
	镜特舒硬镜高级吸棒			
	镜特舒隐形眼镜用双联盒			
	镜特舒隐形镜/RGP 戴镜托			
	智能小梦			

资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

其中重点需要提及的是公司的护理产品和智能框架眼镜, 前者和公司个层次角膜接触

镜形成了协同效应；后者拓展了角膜塑形外的近视矫正市场。

护理产品：

由于OK镜镜片是特殊镜片，比其他接触镜需要更多个性化的设计和适配，为避免并发症需要更严格的随访时间表来调整及监控。并且由于Ortho-K镜片需要通宵佩戴，要定期随访，小心护理。镜片的保养和清洁并不困难，但必须遵守规定的镜片护理程序，保持角膜透明并最大程度地减少并发症。

公司护理产品主要为镜特舒家族护理品，包括冲洗液、洁净液、护理液、润滑液等。各个不同种类的产品对应专业的护理功能：

镜特舒冲洗液：是超净生产的无菌冲洗液，能够杜绝镜片冲洗环节的二次污染。同时该冲洗液降低了护理液残留带来的双眼健康影响。由于该护理液同时模拟了泪液的PH值，避免和降低了眼部刺激，综合提高了配镜的安全性和舒适性。

镜特舒深度洁净液：其主要成分为次氯酸钠等，对常见致病菌金黄色葡萄球菌、大肠杆菌、绿脓杆菌杀灭率 $\geq 99.9\%$ ；对白色念珠菌、茄科镰刀霉菌杀灭率 $\geq 90.0\%$ 。除杀菌效果外，深度洁净液还能同时去除镜片上沉淀的蛋白和油脂，进一步提升镜片佩戴的舒适度和视野清晰度。

镜特舒多功能隐形眼镜护理液：通过特殊低泡设计，可以有效减少护理液残留，同时能够去除沉积物和常见感染菌。

镜特舒隐形眼镜润滑液：含有独特HPMC分子，能够保持镜片滋润，入眼更加舒适。同时具有温和缓冲设计，减少镜片对角膜的摩擦，摘、戴更加轻松方便。

图表24：镜特舒系列护理产品



资料来源：公司官网，万联证券研究所

目前，公司年产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，通过了第三方专业权威检测机构的检测与认证，将在2019年下半年正式投产。投产后，镜特舒冲洗液、深度洁净液，以及正在注册审评中的护理液将迁入新址生产，同时也给正在研发中的新品预留了生产空间。这些生产能力的扩充为公司今后的发展打下了坚实的基础。

同时，为了更好的提供专业化的护理信息服务，公司于2018年推出了“智能小梦”远程角膜监控系统，该监控系统由远程角膜监控仪可与小梦管家APP构成，远程角膜监控仪可利用智能手机的拍照功能，将照片传到小梦管家APP后，验配医师就可以在自己的后台进行查询用户的角膜情况。同时该系统还能实时推送专业资讯，实现医患远程实时互动。还配置有系统智能提醒，可帮助患者一键预约复查，大大增强了患者使用的便捷性和依从性。

图表25：“智能小梦”远程角膜监控系统



资料来源：公司官网，万联证券研究所

BrightKids智能框架镜：

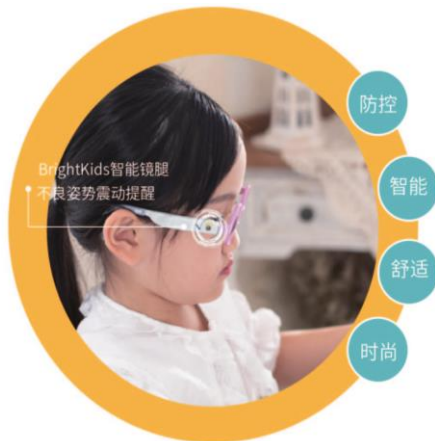
Brightkids是由减离焦镜片+智能镜架共同组成的一款具有辅助防控近视功能的眼镜类产品。通过减离焦镜片有效减少视网膜成像的远视离焦状态，通过智能框架收集用眼数据并监测用眼环节，借助BrightKids手机APP将帮助家长和验光医生了解佩戴者的用眼情况并给出科学的干预和防控建议。

智能镜腿+配套手机APP：收集用眼行为，并将近距离用眼情况、户外运动时间、用眼姿势、运动步数、光照摄入、视近负荷等多项数据反馈给视光医生。

用眼姿态错误提醒：当孩子读写出现错误姿势时，如低头和歪头过度，镜腿在10s内将震动和闪灯，只有在抬头眺望3-5s后方能解除，由此根本上降低因用眼姿态错误带来的近视风险。

户外时常过短提醒：眼镜腿内测特别设计了4个户外运动指示灯，督促孩子完成每日户外运动护眼任务，有助于降低近视风险。

图表26：智能框架镜特点



资料来源：公司官网，万联证券研究所

该智能眼镜将“近视的孩子-家长-视光医生”紧密联动，对孩子进行正确读写姿势提醒和户外活动时间考评等多方面的科学化用眼管理，从而为青少年近视防控提供新的方案和手段。

3.4产品销售市场仍待深耕，短期市场天花板远未触及

华东地区为公司开发最早也是目前最为重要的收入来源地区，从2012年至2018年，公

图表27：智能框架镜带动三方加强用眼监管

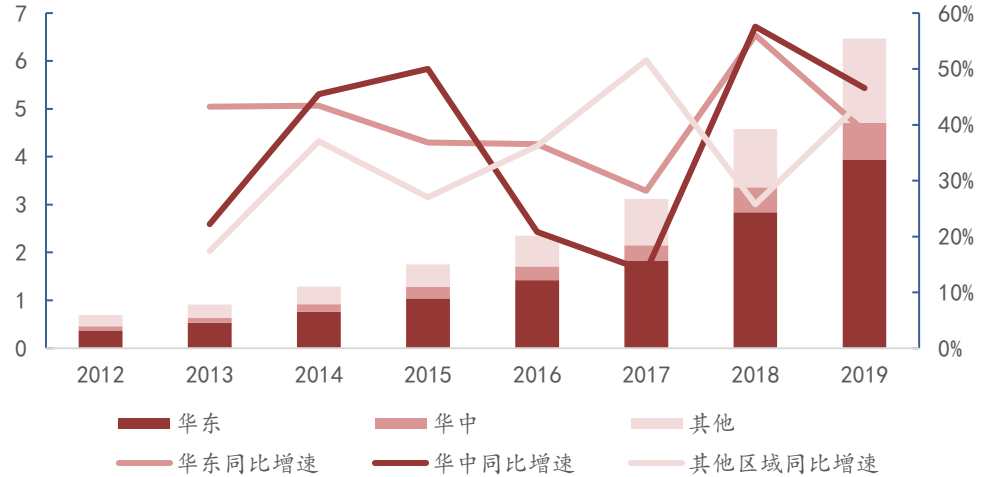


资料来源：公司官网，万联证券研究所

公司在华东地区的销售持续增长，复合增长率超过了40%，高于华中、华北、西南及其他地区。

目前公司主要的业务增长潜力尚未被完全开发，自身核心销售地区仍能快速增长，其他地区的销售覆盖和推广力度仍有比较明显的提升空间。

图表28：不同销售区域收入情况（亿）

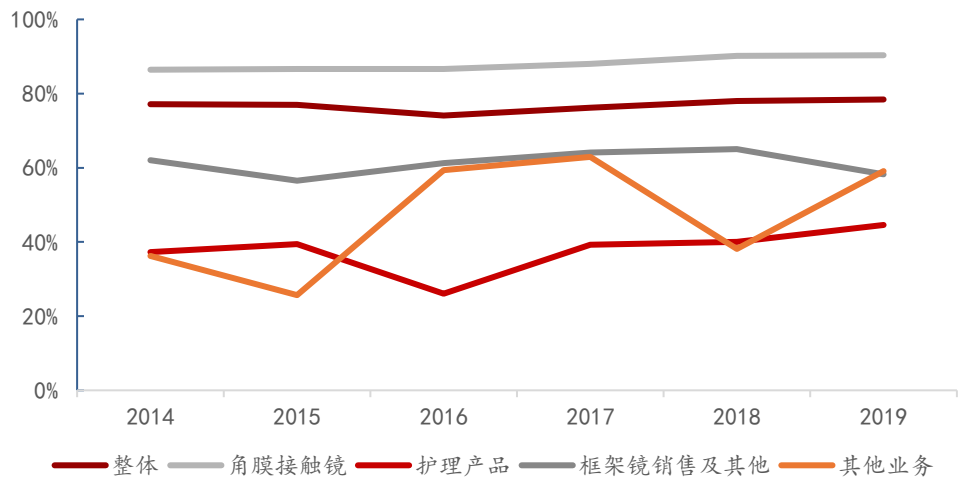


资料来源：公司官网，万联证券研究所

从毛利率角度看，公司目前仍在快速的公司发展上升期，主要产品角膜接触镜、护理产品、框架镜等毛利率仍在持续提升。

至2019年，公司整体毛利率进一步提升至78.41%，同比增加0.43%。角膜接触镜整体毛利率进一步提升至90.3%，我们认为这主要由公司中高端产品带动，预计未来将进一步提升。

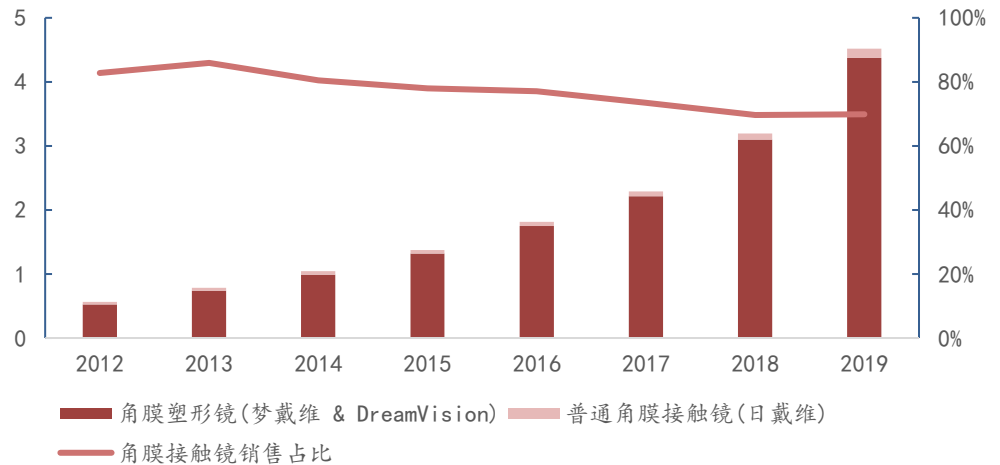
图表29：各业务线毛利率情况



资料来源：公司官网，万联证券研究所

目前，作为公司拳头产品的角膜接触镜，贡献了主要的营业收入，截至2019年，公司角膜接触镜实现销售收入4.52亿元，同比增39.3%，占公司收入比重同比小幅提升，至69.9%，收入占比下滑的主要原因为护理产品和框架镜的销售持续快速提升。我们认为，公司一方面继续深耕角膜塑形镜市场并维持龙头地位，另一方面通过多维度的产品线进一步拓展市场并强化协同效应，促进了公司细分领域的多元发展，有利于维持高增长的稳定性。

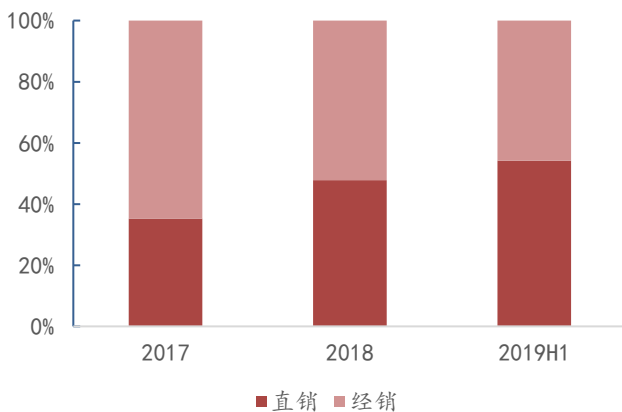
图表30：角膜接触镜销售额（亿）和收入占比变化情况



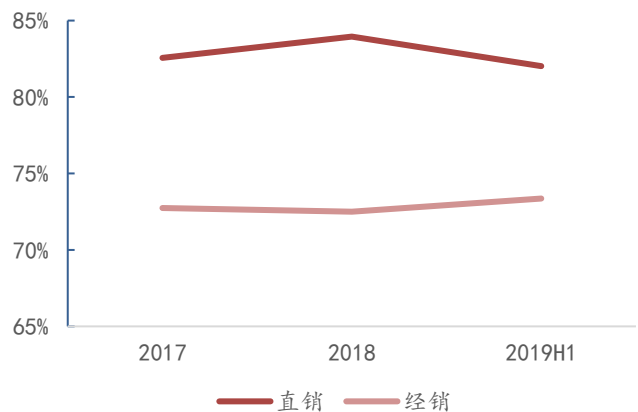
资料来源：Wind，万联证券研究所

从销售体系看，公司正在加速由经销为主的销售体系转换为直销为主的销售体系，至2019H1，公司直销收入占比超过了50%，通常直销的单价常高于经销的单价，也进一步提升了公司毛利水平。

图表31：直销和经销销售占比变化情况



图表32：直销和经销毛利变化情况

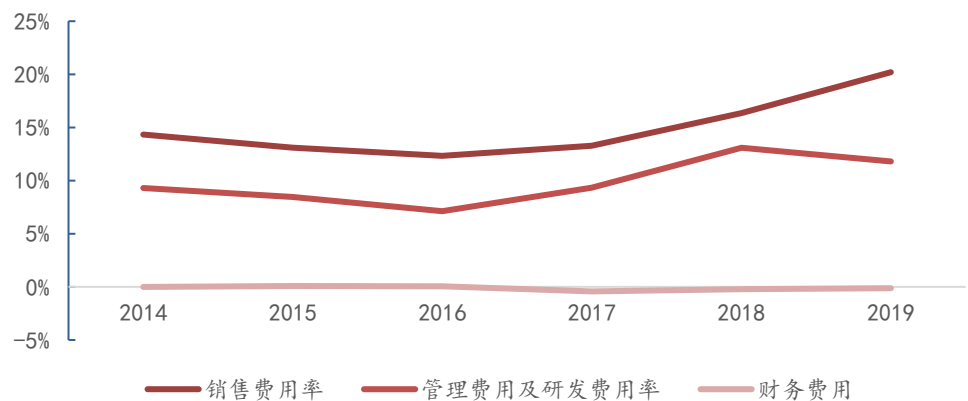


资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

但是在销售渠道体系变革的同时，受其影响，销售和管理费用在短期承压，但不改整体盈利能力提升的态势。

图表33：期间费用率情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

4、盈利预测&风险提示

关键假设：

角膜塑形镜：近视矫正市场的市场容量较大，因此我们预计随着推广覆盖和培训力度的提升，角膜塑形镜有望继续维持高增长，并有可能继续保持小幅的上升。2020年一季度受疫情影响，当年增速可能有所放缓。

普通角膜接触镜：由于产品迭代关系，我们预计公司的销售重点仍然是角膜塑形镜，普通角膜接触镜的增长可能更多的来自于自然增长，我们预计继续未来增长将会小幅减缓。

护理产品：随着公司拳头产品的市场接受度提升，有望拉动专业化的护理产品销售，同时我们认为疫情较少影响护理产品销售使用，因此预计将持续小幅增长的态势。

框架镜销售及其他：框架镜能够覆盖角膜塑形镜应用意愿较低的患者，由于该部分患者数量也较为庞大，随着认可度提升，销售增速也有望实现较高幅度的增长。

图表34：公司业务拆分（百万元）

业务	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
角膜塑形镜							
收入	174.7	221.2	310.0	437.4	603.6	857.1	1225.7
收入增速	32.25%	26.62%	40.14%	41.10%	38.00%	42.00%	43.00%
毛利率	87.08%	88.33%	90.46%	90.92%	91.50%	91.75%	92.00%
毛利	152.1	195.4	280.4	397.7	552.3	786.4	1127.6
普通角膜接触镜							
收入	6.5	7.8	9.2	14.5	20.3	29.4	42.7
收入增速	22.64%	20.00%	17.95%	56.99%	40.00%	45.00%	45.00%
毛利率	75.26%	78.56%	81.36%	72.72%	73.00%	73.00%	73.00%
毛利	4.9	6.1	7.5	10.5	14.8	21.5	31.2
护理产品							
收入	45.1	68.3	83.4	107.1	139.3	182.4	240.8
收入增速	44.55%	51.44%	22.11%	28.45%	30.00%	31.00%	32.00%
毛利率	26.05%	39.24%	40.06%	44.58%	42.00%	43.00%	43.00%
毛利	11.7	26.8	33.4	47.8	58.5	78.5	103.6
框架镜销售及其他							
收入	8.4	13.9	55.2	84.6	126.9	196.7	314.8
收入增速	12.00%	65.48%	296.91%	53.38%	50.00%	55.00%	60.00%
毛利率	61.26%	64.08%	65.03%	58.25%	60.00%	62.50%	65.00%
毛利	5.1	8.9	35.9	49.3	76.2	123.0	204.6
其他							
收入	0.3	0.3	0.6	3.2	3.2	3.2	3.2
收入增速	50.00%	0.00%	100.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	59.37%	62.93%	38.10%	59.08%	59.08%	59.08%	59.08%
毛利	0.2	0.2	0.2	1.9	1.9	1.9	1.9
整体业务							
收入	235.0	311.5	458.4	646.9	893.3	1269.0	1827.2
收入增速	33.30%	32.55%	47.15%	41.12%	38.10%	42.05%	43.99%
毛利率	74.08%	76.22%	77.98%	78.41%	78.77%	79.69%	80.39%
毛利	174.1	237.4	357.4	507.2	703.7	1011.2	1468.9

资料来源：Wind，万联证券研究所

预计2020年、2021年和2022年公司分别实现归母净利润4.22、6.04、8.63亿元，

分别实现 EPS 为 1.04、1.49 和 2.13 元，对应当前股价 PE 分别为 57 倍、40 倍和 28 倍；预计公司有望继续维持高增速，首次覆盖推荐，给予“增持”评级。

风险提示：

市场竞争加剧的风险：随着获批角膜塑形镜品牌增多，特别是第二家国产品牌进入市场，可能对于新检出的近视青少年（增量市场）应用带来更多竞争压力。

后续产品推广缓慢的风险：一方面框架镜仍是角膜塑形镜的品类竞争者，另一方面，角膜塑形镜渗透率低，市场和临床认知仍有待继续提高。如后续产品推广接受度提升放缓，可能会影响公司业绩增长。

不规范应用的伤害事件导致的舆论风险：角膜塑形镜应用更为严格，对应用者的依从性等有较高的要求。如果出现因不规范佩戴导致的伤害事件，可能对角膜塑形行业带来负面的市场舆论影响。

万联证券

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1233	1672	2303	3244	营业收入	647	893	1269	1827
货币资金	218	534	1026	1771	营业成本	140	190	258	358
应收票据及应收账款	101	142	200	289	营业税金及附加	8	12	17	24
其他应收款	10	16	22	32	销售费用	131	180	266	402
预付账款	19	30	39	54	管理费用	60	80	114	164
存货	54	79	105	147	研发费用	16	22	32	48
其他流动资产	831	871	911	951	财务费用	-1	0	0	0
非流动资产	373	418	450	469	资产减值损失	-3	0	0	0
长期股权投资	57	77	87	92	公允价值变动收益	5	0	0	0
固定资产	138	154	167	172	投资净收益	37	48	70	101
在建工程	7	9	12	14	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	8	8	8	8	营业利润	334	466	664	949
其他长期资产	164	171	177	183	营业外收入	2	0	0	0
资产总计	1606	2090	2753	3713	营业外支出	2	0	0	0
流动负债	158	235	317	446	利润总额	334	466	664	949
短期借款	0	0	0	0	所得税	39	59	82	118
应付票据及应付账款	25	36	48	67	净利润	295	407	582	831
预收账款	26	42	57	83	少数股东损益	-12	-15	-22	-32
其他流动负债	107	157	212	296	归属母公司净利润	307	422	604	863
非流动负债	10	10	10	10	EBITDA	310	431	607	859
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.76	1.04	1.49	2.13
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	10	10	10	10	主要财务比率				
负债合计	168	245	327	456	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	405	405	405	405	成长能力				
资本公积	232	232	232	232	营业收入	41.1%	38.1%	42.0%	44.0%
留存收益	735	1157	1761	2624	营业利润	36.0%	39.5%	42.5%	43.0%
归属母公司股东权益	1330	1752	2356	3219	归属于母公司净利润	41.9%	37.4%	43.2%	42.8%
少数股东权益	107	92	70	38	获利能力				
负债和股东权益	1606	2090	2753	3713	毛利率	78.4%	78.8%	79.7%	80.4%
					净利率	45.6%	45.5%	45.8%	45.5%
					ROE	23.1%	24.1%	25.6%	26.8%
					ROIC	17.9%	19.3%	21.0%	22.3%
					偿债能力				
					资产负债率	10.5%	11.7%	11.9%	12.3%
					净负债比率	11.7%	13.3%	13.5%	14.0%
					流动比率	7.81	7.11	7.27	7.27
					速动比率	7.35	6.65	6.82	6.82
					营运能力				
					总资产周转率	0.40	0.43	0.46	0.49
					应收账款周转率	6.55	6.37	6.43	6.41
					存货周转率	12.09	11.30	12.14	12.45
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.76	1.04	1.49	2.13
					每股经营现金流	0.68	0.83	1.19	1.71
					每股净资产	3.29	4.33	5.82	7.96
					估值比率				
					P/E	77.86	56.65	39.55	27.70
					P/B	17.96	13.64	10.14	7.42
					EV/EBITDA	61.12	54.21	37.69	25.75

现金流量表				
单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	275	335	480	691
净利润	295	407	582	831
折旧摊销	18	22	25	28
营运资金变动	0	-46	-57	-68
其它	-37	-48	-70	-101
投资活动现金流	-238	-19	12	54
资本支出	-56	-39	-39	-34
投资变动	-221	-20	-10	-5
其他	39	39	61	92
筹资活动现金流	2	0	0	0
银行借款	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	38	0	0	0
其他	-37	0	0	0
现金净增加额	40	316	492	745
期初现金余额	178	218	534	1026
期末现金余额	218	534	1026	1771

资料来源: Wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场