

2020 年 8 月 17 日

欧普康视 (300595): 角膜塑形镜领导者, 市场前景广阔

推荐 (维持)

医药生物

股价: 58.92 元

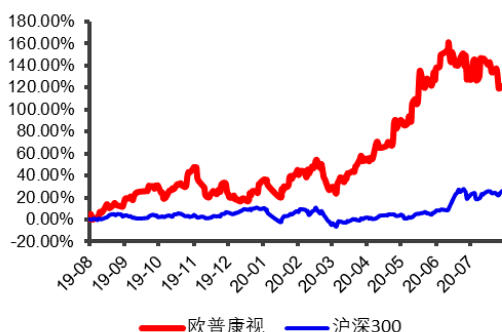
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	647	766	974	1,227
(+/-)	41.1%	18.4%	27.2%	25.9%
营业利润	334	417	517	636
(+/-)	36.0%	24.9%	24.1%	22.9%
归属母公	307	368	454	556
司净利润				
(+/-)	41.9%	19.8%	23.6%	22.5%
EPS (元)	0.76	0.91	1.12	1.38
市盈率	85.1	71.0	57.5	46.9

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	60696 / 43180
流通市值 (亿元)	254.4
每股净资产 (元)	2.20
资产负债率 (%)	10.3

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

分析师: 陈成

执业证书编号: S1050520080001

电话: 021-54967650

邮箱: chencheng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

投资要点:

● **国产角膜塑形镜领导者。**欧普康视成立于 2000 年, 2017 年在创业板上市。公司主营产品为硬性角膜接触镜, 核心产品为角膜塑形镜。目前公司处于快速成长阶段, 2015-2019 年间营业收入和归母净利润的复合增长率分别达到 38.47% 和 36.28%, 2019 年营业收入和归母净利润为 6.45 亿元和 3.07 亿元, 2020Q1 受疫情影响, 营业和利润增速有所下降。公司产品毛利率较高, 盈利能力较强, 2019 年销售毛利率、销售净利率和 ROE 水平分别达到 78.41%、45.58% 和 23.07%。

● **角膜塑形镜市场前景广阔。**我国近视人群已经超过 6 亿, 总体呈现近视人数增长快、低龄化和重度化的特点。我国近视防控形势严峻, 角膜塑形镜对于近视度数增长较快的儿童青少年来说是一种良好的非手术防控方法。近年来, 角膜塑形镜行业规范发展, 产品质量和安全性都得到了良好保障。2018 年国内角膜塑形镜终端销售规模在 51 亿元左右, 渗透率仅为 0.57%。随着渗透率的逐步提高, 行业整体有望保持较高增速。

● **梦戴维竞争格局良好, 高端系列陆续上市。**公司从事硬性角膜接触镜行业, 具有角膜塑形镜、普通硬性角膜接触镜、护理产品等多种产品。梦戴维为夜戴型角膜接触镜, 其通过物理方式改变角膜形态, 能够有效控制眼轴增长、控制近视发展。目前国内共有 9 家厂商的角膜塑形镜获批上市, 公司产品梦戴维进入市场较早, 凭借较广的矫正度数、优良的性价比和优质的服务, 市占率位于国内第一, 竞争格局良好。2018 年开始, 公司 DreamVision 高端系列产品陆续上市, 配镜过程实现智能设计和全自动生产, 镜片参数和质量都更为优良, 实现了技术上的创新突破。高端系列的推广有望助力公司产品实现量价齐

升，为公司贡献更大利润。

● **营销网络不断扩大，积极布局新型业态。**近年来，公司通过投资入股和自建的方式积极建设营销网络，扩大直销渠道和视光终端覆盖率，已建成 6 家康视眼科医院或五官科医院，具有 160 多家视光服务终端。公司产品已进入全国 30 个省市的 900 多家医疗机构，累计用户超过 90 万例。另外，公司还在积极扩大公司产品与技术范围，积极建设除硬性接触镜之外的眼视光产品、医疗器械和医疗技术服务项目等新型业态，将公司发展成为专注于眼科领域的器械、药品和服务一体化企业。

● **盈利预测：**我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 3.68 亿元、4.54 亿元、5.56 亿元，对应 EPS 分别为 0.91 元、1.12 元、1.38 元，当前股价对应 PE 分别为 71.0/57.5/46.9 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**主营产品较为单一风险；行业竞争风险；产品安全性风险。

目录

一、国内角膜塑形镜领导者	5
1.1 公司概况	5
1.2.公司主营构成、经营态势和盈利能力	5
二、近视人群快速增长，角膜塑形镜市场空间大	8
2.1 我国青少年近视形势严峻	8
2.2 角膜塑形镜行业逐步规范发展	9
2.3 角膜塑形镜渗透率低，市场空间巨大	10
三、梦戴维竞争格局良好，终端网络不断扩张	11
3.1 深耕硬性角膜接触镜行业，产品种类齐全	11
3.2 角膜塑形镜优势突出，竞争格局良好	13
3.3 高端品牌推出，产能建设良好	16
3.4 销售网络加速扩张，积极发展新型业态	17
四、盈利预测与投资评级	18
五、风险提示	18

图表目录

图表 1：公司股权结构.....	5
图表 2：近五年公司营业收入构成情况.....	6
图表 3：近五年公司毛利构成情况.....	6
图表 4：近五年公司营业收入和归母净利润增长情况.....	6
图表 5：近五年公司盈利能力分析.....	7
图表 6：近五年公司负债情况.....	7
图表 7：我国近视人口数量.....	8
图表 8：我国儿童及青少年近视率统计.....	8
图表 9：近视控制方法.....	9
图表 10：角膜塑形镜相关政策规定.....	10
图表 11：我国儿童及青少年近视人口统计估算.....	11
图表 12：角膜塑形镜及梦戴维市场空间及营业收入估算.....	11
图表 13：公司主营产品所属细分行业.....	12
图表 14：公司主营产品.....	13
图表 15：公司护理系列产品.....	13
图表 16：角膜塑形镜佩戴效果图.....	14
图表 17：角膜塑形镜国内上市产品.....	14
图表 17：角膜塑形镜国内上市产品.....	15
图表 18：中国 2018 年角膜塑形镜市场格局.....	15
图表 19：DreamVision 高端系列.....	16
图表 20：公司硬性角膜接触镜价格和销量走势.....	16

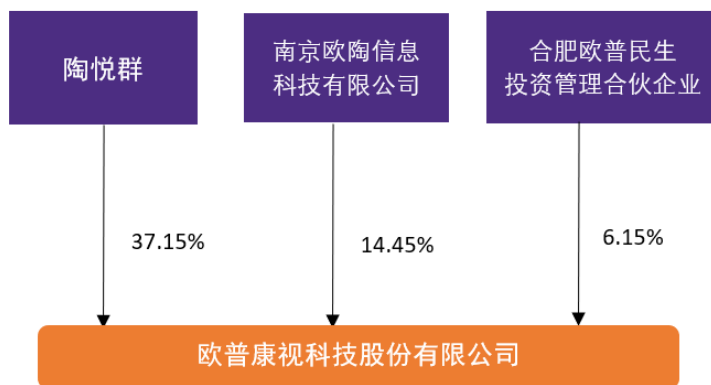
一、国内角膜塑形镜领导者

1.1 公司概况

欧普康视（300595.SZ）成立于 2000 年，2017 年在深交所创业板上市，是一家专注于眼健康和近视防控技术与服务的高新技术企业，公司核心产品为角膜塑形镜，拥有“梦戴维”、“DreamVision”、“日戴维”、“华锥”等多个品牌。

公司是一家民营企业，控股股东及实际控制人为陶悦群，陶悦群持有公司 37.15% 股份，担任公司董事长、总经理。南京欧陶和欧普民生为公司的高管员工持股平台。截至 2019 年年底，公司共有 115 家参控股子公司，经营区域由安徽、山东、浙江、江苏、福建五个省份逐步扩展至全国。

图表 1：公司股权结构



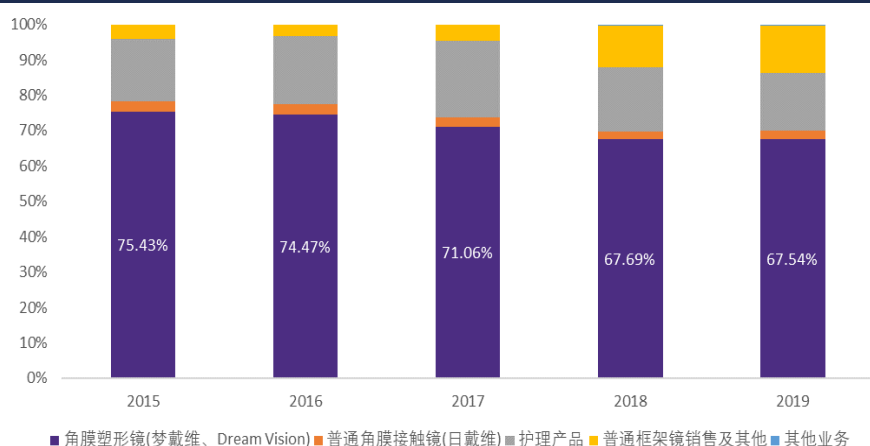
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1.2.公司主营构成、经营态势和盈利能力

公司最重要的利润来源为角膜塑形镜（梦戴维、Dream Vision），营收和毛利占比分别达到 67.54% 和 78.35%，是公司最具核心竞争力的产品。另外，公司还销售普通角膜接触镜（日戴维）、护理产品和普通框架镜等产品。

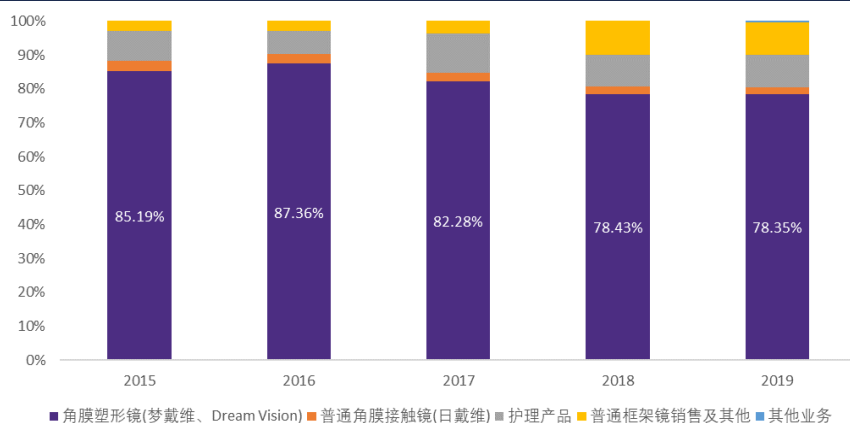
过去五年，公司处于快速成长阶段，2015-2019 年营业收入和归母净利润的复合增长率分别达到 38.47% 和 36.28%，2019 年公司营业收入和归母净利润分别为 6.45 亿元（+41.12%）和 3.07 亿元（+41.92%）。2020 年一季度，由于新冠疫情的影响，配镜终端短期停业，营收和利润分别同比下降 14.11% 和 24.81%。随着配镜业务的逐步恢复，公司经营状况也将逐渐恢复增长态势。

图表 2：近五年公司营业收入构成情况



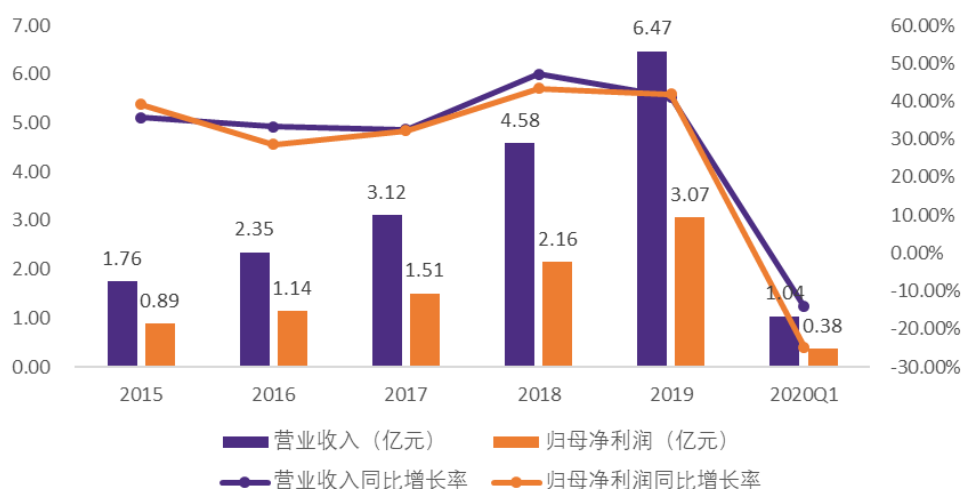
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 3：近五年公司毛利构成情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 4：近五年公司营业收入和归母净利润增长情况

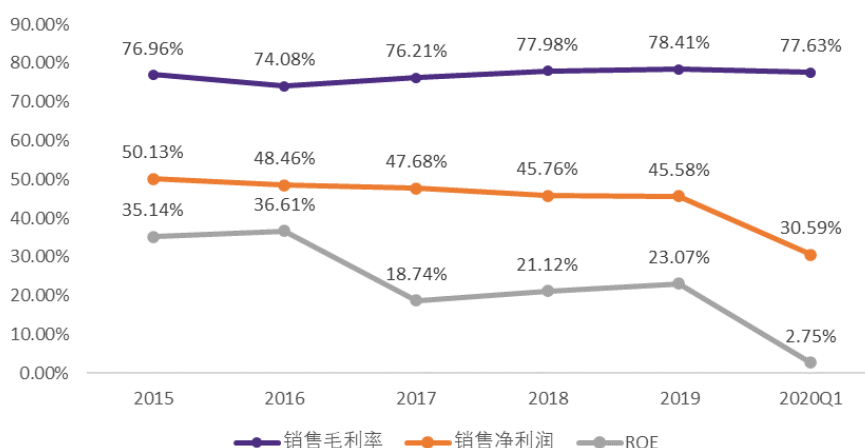


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

公司产品的销售毛利率较为稳定，近三年保持在 78% 左右。销售净利率呈现小幅下降趋势，主要是由于规模扩大导致的销售费用率和管理费用率上升，2019 年销售净利率为 45.58%。2020Q1 由于净利润同比下降，销售净利率也有所下降。2017 年公司上市使得股东权益大幅增长，ROE 水平也由 2016 年的 36.61% 降至 18.74%，近三年 ROE 呈现稳步上升趋势，2019 年公司 ROE 达到 23.07%。总体来看，公司盈利能力较强。

公司 2017 年上市后总资产和股东权益得到较大程度提高，2020Q1 公司总资产达到 16.65 亿元，股东权益达到 13.79 亿元。公司负债情况良好，近几年都维持在 12% 以下，2020Q1 公司资产负债率为 10.30%。

图表 5：近五年公司盈利能力分析



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6：近五年公司负债情况



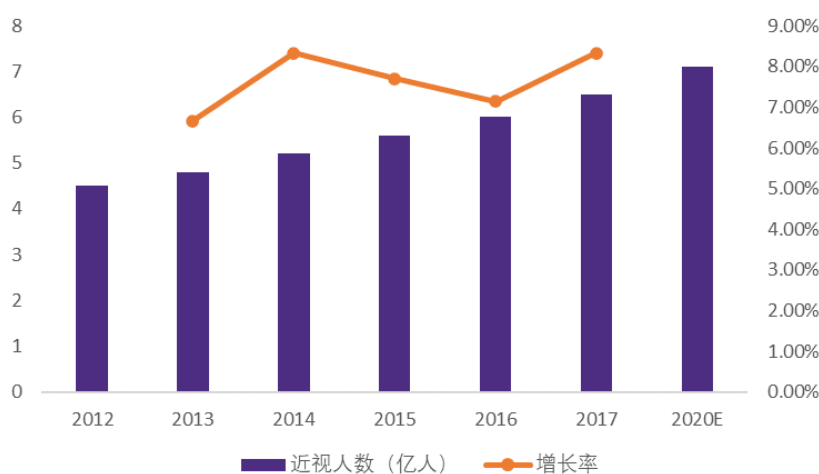
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

二、角膜塑形镜市场前景广阔

2.1 我国青少年近视形势严峻

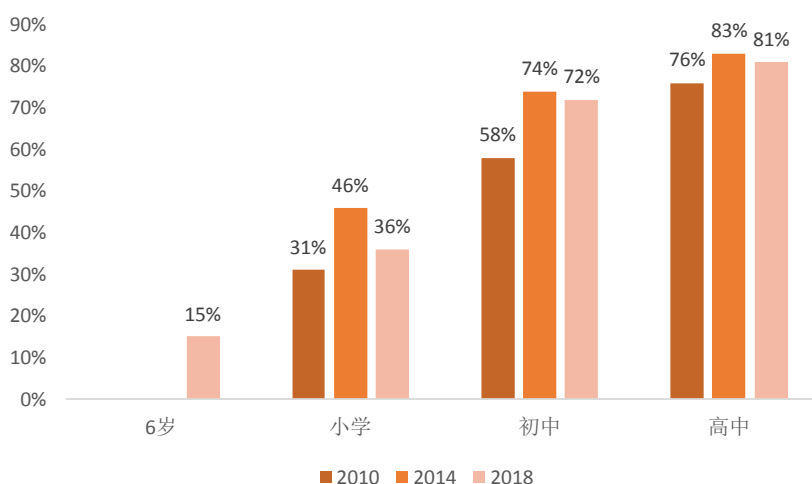
目前，我国近视患者人数已超 6 亿，并且呈现逐年增长趋势，近视人数约占人口的一半，预计到 2020 年底近视人口将超过 7 亿。同时，我国青少年近视率高居世界第一，从统计数据上看，2018 年我国小学生近视率接近 40%，初中生和高中生的近视率更是高达 70%和 80%，甚至 6 岁儿童也有 15%的近视率。

图表 7：我国近视人口数量



资料来源：中国产业信息网，华鑫证券研发部

图表 8：我国儿童及青少年近视率统计



资料来源：中国产业信息网，华鑫证券研发部

近视人群规模的快速增加、低龄化和重度化已经成为我国当前近视人群的重要特征和发展趋势。一方面，较为繁重的学业压力让学生花费大量时间在阅读和学习上，

造成超负荷用眼，进而诱发眼疲劳和近视。另一方面，随着电子化网络产品的普及，越来越多的科技产品进入生活，长期注视电子视频设备给眼睛带来了严重的伤害，造成视力减退。

近视不仅影响日常的工作学习，给生活带来了诸多不便，而且当近视度数加深后，眼睛的正常生理结构会变化，患有其他眼部疾病的概率也会因此加大。因此，在可防控阶段及时正确地矫正视力十分必要。面对国内青少年近视这一严峻问题，2018年8月，教育部、卫健委等八部门联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》，近视防控成为我国公共卫生中的重大课题。方案中指出，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；到2030年，实现儿童青少年新发近视率明显下降、视力健康整体水平显著提升，6岁儿童近视率控制在3%左右，小学生近视率下降到38%以下，初中生近视率下降到60%以下，高中阶段学生近视率下降到70%以下。在2018年国家卫健委发布的《近视防治指南》中，框架眼镜、角膜接触镜和手术被列为近视防控的有效方法。

图表 9：近视控制方法

		适用年龄	优缺点
框架眼镜		任何年龄	简单安全；但是矫治不当容易加重近视
角膜接触镜	软性接触镜	建议18岁以上	使用方便；但对卫生要求高，使用不当容易产生眼部疾病
	硬性接触镜	任何年龄	对散光和圆锥角膜等具有矫正作用；长期处于多风沙、高污染环境者禁用，剧烈运动者禁用
	角膜塑形镜	8岁以上	可有效延缓眼轴增长以及近视度数加深；部分眼部疾病、角膜外伤患者慎用
手术	激光角膜屈光手术	18岁以上	一次性解决近视问题；但对眼部有创伤且不可逆
	人工晶体植入术	18岁以上	保留自然晶状体，适用于不能进行角膜屈光手术者

资料来源：近视防治指南，华鑫证券研发部

2.2 角膜塑形镜行业规范发展

4至14岁为眼球发育的敏感期，15至18岁为眼球发育的稳定期。视力形成的敏感期和稳定期是近视防控的重要时间段。对于处于近视度数增长较快的儿童及青少年来说，硬性角膜接触镜，尤其是角膜塑形镜是防控近视发展的较好方式。

角膜塑形镜是随着20世纪50年代硬性角膜接触镜的应用与推广而发展起来的，

早期使用的硬性角膜接触镜是由不透气的聚甲基丙烯酸甲酯 (PMMA) 材料制成。1995 年前后出现了第三代产品，采用了中高透氧和湿润性能较好的镜片材料，矫正近视的最大限度达到 400 度。该产品的出现大大提高了角膜塑形镜的实用价值，配戴人群也日益增加。2002 年 FDA 首次批准使用高透氧系数材料制作的夜戴型角膜塑形镜的临床应用，第四代角膜塑形镜开始使用，镜片内表面也从四个弧段升级为多个区域、每个区域可以有多个弧段，疗效也更为快速和稳定。角膜塑形镜的近视防控功能逐步得到认可和肯定，青少年成为主力适用人群。

我国角膜塑形镜进入时间较短，发展过程也较为曲折。最早出现的角膜塑形镜于 1997 年由美国引入，短时间内引发配镜热潮，但假冒伪劣、虚假宣传和售后服务缺失等问题的出现对行业发展造成了较大的负面影响。2001 年，原卫生部出台《角膜塑形镜经营验配监督管理规定》严厉规范角膜塑管理，之后也相继出台相关文件来规范行业发展。

图表 10：角膜塑形镜相关政策规定

时间	颁布机构	文件名称
2001	原国家卫生部	《卫生部关于加强医疗机构验配角膜塑形镜管理的通知》
2001	原国家食品药品监督管理局	《角膜塑形镜经营验配监督管理规定》
2011	原国家食品药品监督管理局	《角膜塑形用硬性透气接触镜说明书编写指导原则》
2014	原国家食品药品监督管理局	《角膜塑形用硬性透气接触镜上市前临床试验指导原则（征求意见稿）》
2018	国家药监局	《角膜塑形用硬性透气接触镜临床试验指导原则》

资料来源：中国报告网，华鑫证券研发部

目前，角膜塑形镜已经发展到第四代产品，在安全性、材料透氧氯乃至矫正效果方面都有了质的提升，但如果不严格遵循生产制造规范、佩戴及复查流程等，仍有可能出现眼部疾病。因此，国家将其纳入 III 类医疗器械，对产品的安全性、有效性都具有较高要求，并且相关验配属于医学验光行为，需要严格的验配流程。

2.3 角膜塑形镜渗透率低，市场空间巨大

在经过初期的行业混乱阶段之后，随着国家行业监管体制和法规不断健全，我国角膜接触镜行业逐步朝着专业化、规范化和市场化的方向发展。根据 2018 年人口统计数据，我国 5-9 岁、10-14 岁和 15-19 岁人口数量分别为 7716、7591 和 7102 万人，这

三个年龄段大致对应我国小学、初中和高中这三类人群。根据三类人群的近视率测算，我国 5-9 岁、10-14 岁和 15-19 岁近视人数约为 2778、5465 和 5753 万人。由于梦戴维佩戴人群的年龄须在 8 岁以上，因此我们将 10-14 岁和 15-19 岁近视人群共计 11218 万人作为角膜塑形镜佩的适龄佩戴人群进行估算，若角膜塑形镜在适用人群中渗透率分别达到 1%、3%、5%和 8%，按照终端平均售价 8000 元进行估算，角膜塑形镜的终端市场分别能够达到 90、269、449、718 亿元。

2018 年，我国角膜塑形镜市场的终端销售规模约为 51 亿元，按照 11218 万近视人口和 8000 元的终端价格计算，角膜塑形镜的渗透率仅为 0.57%，处于较低水平，未来具有很大的提升空间。我国青少年近视率高，角膜塑形镜的潜在用户众多，行业整体有望维持较高增速。

图表 11：我国儿童及青少年近视人口统计估算

	5-9岁	10-14岁	15-19岁
人口数量（万人）	7,716	7,591	7,102
近视率	36%	72%	81%
近视人数（万人）	2,778	5,465	5,753

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 12：角膜塑形镜及梦戴维市场空间及营业收入估算

适龄近视人数（万人）	11,218	11,218	11,218	11,218
角膜塑形镜佩戴率	1%	3%	5%	8%
角膜塑形镜佩戴人数（万人）	112	337	561	897
角膜塑形镜均价（元）	8,000	8,000	8,000	8,000
角膜塑形镜终端市场规模（亿元）	90	269	449	718

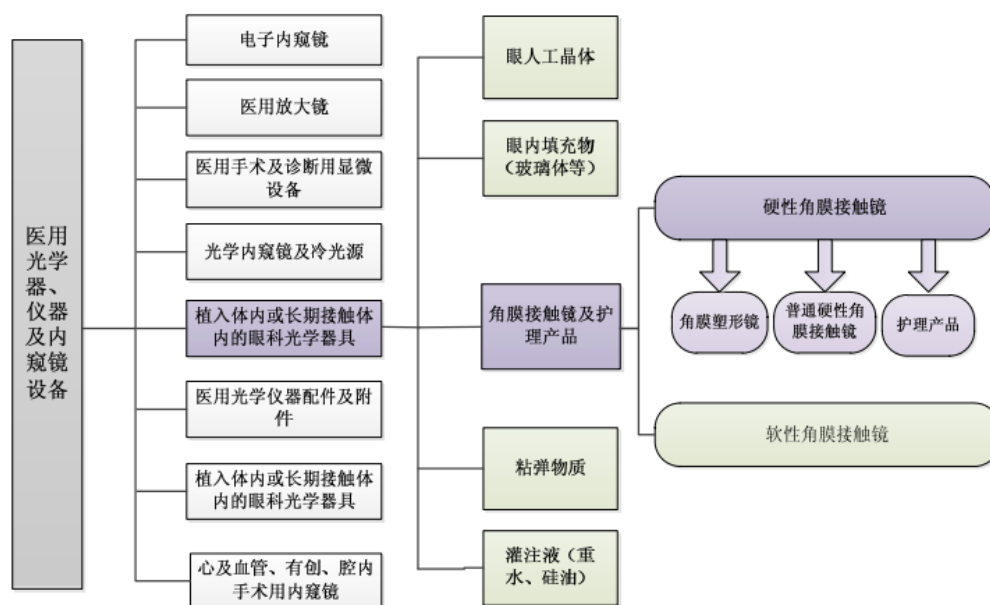
资料来源：华鑫证券研发部

三、梦戴维竞争格局良好，终端网络不断扩张

3.1 深耕硬性角膜接触镜行业，产品种类齐全

公司自成立以来定位于非手术视力矫正领域，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的综合服务。公司产品属于“医用光学器具、仪器及内窥镜设备”中的“植入体内或长期接触体内的眼科光学器具”行业。

图表 13：公司主营产品所属细分行业



资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

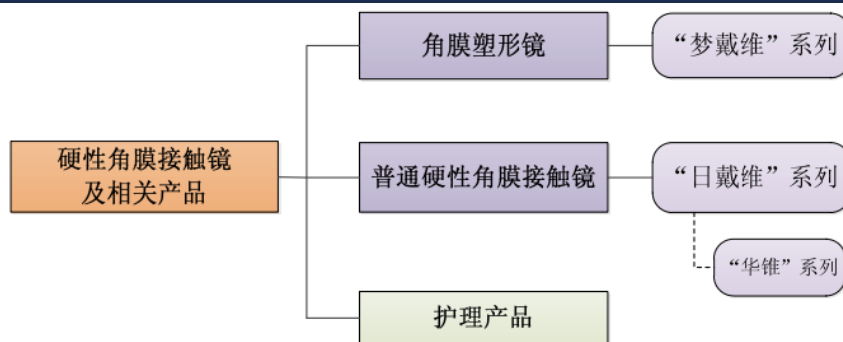
角膜接触镜根据其软硬程度可分为硬性角膜接触镜和软性角膜接触镜。其中硬性透气角膜接触镜(RGP, Rigid Gas Permeable Contact Lens)由于具有较高的透氧性及优良的光学性能，是硬性角膜接触镜中最为普及的一种，主要用于青少年近视矫正和圆锥角膜的控制。硬性透气角膜接触镜起源于美国，在九十年代末进入中国市场，在我国应用历史较短，普及率较低。RGP 依靠眼球表面的泪膜层贴附于角膜上，不直接摩擦角膜，且具有较高透氧性。相比于软性角膜接触镜，能够避免由缺氧引起的角膜水肿等问题，不易引起眼部炎症，更适合长时间配戴。在护理方面，RGP 具有更好的抗沉淀性，更易于清理和护理。

公司深耕硬性角膜接触性行业，拥有“梦戴维”角膜塑形镜、“日戴维”普通 RGP 和护理产品三类产品。角膜塑形镜属于夜戴型角膜接触镜，适用于 8 岁以上、600 度以下近视和 175 度以下散光的人群；普通 RGP 为日戴型角膜接触镜，适用人群较广，包括 600 度以上高度近视、角膜散光超过 100 度、两眼度数差别超过 200 度的屈光参差者、近视持续加深者以及角膜屈光手术后有残留度数的近视人群。

除了硬性接触镜，公司还生产销售护理产品。镜特舒是配套的护理系列产品，主要包含冲洗液、护理液、润滑液、深度洁净液。其中护理液和润滑液是由全球三大隐形眼镜护理产品生产厂商之一新加坡欧芳有限公司(OPTO-PHARM PTE LTD)生产、由公司经销；冲洗液和深度洁净液由公司自主生产。公司正加大对于护理品的开发，陆续推出自有研发新产品，打造自创硬镜护理品牌。其中，自主研发生产的硬性接触镜护

理液于 2019 年成功上市，实现了硬镜护理液的国产替代。

图表 14：公司主营产品



资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

图表 15：公司护理系列产品



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

3.2 角膜塑形镜优势突出，竞争格局良好

角膜塑形镜是一种用于矫正视力和控制近视加深的特殊硬性接触镜，采用特殊逆几何形态的硬性高透氧性角膜塑形镜片，利用镜片与角膜之间泪液层的分布不均匀产生的流体力学效应以及眼睑对镜片中央的压力来改变角膜的几何状态，使眼球中央变平，眼轴缩短，从而使得近视患者在取下镜片后的一段时间内角膜仍可以维持其改变后的形状，从而暂时降低甚至消除近视的度数。用户睡觉时配戴，起床后摘下，可以拥有一个完整白天的清晰裸眼视力。

相较于框架眼镜，角膜塑形镜不但能够矫正中央视网膜的屈光状态，同时还可以矫正周边视网膜的远视性离焦，从而有效地控制儿童及青少年眼轴的过快增长，显著减缓近视度数的加深。佩戴角膜塑形镜不仅能够让近视患者在配戴镜片一定时间后暂

时性降低甚至消除近视度数，而且能够有效遏制近视的加深，控制近视的发展。同时，夜晚佩戴白天摘下的使用方式对日常生活不造成任何影响。

图表 16：角膜塑形镜佩戴效果图



资料来源：公开资料整理，华鑫证券研发部

截至目前，国内获批上市的角膜塑形镜厂家共有 9 家，其中进口产品包括日本阿迩发、荷兰 Dreamlite、中国台湾亨泰、韩国 Lucid、美国欧几里得、菁视和 CRT 七家，国产产品有欧普康视的梦戴维和爱博诺德的普诺瞳，其中爱博诺德的普诺瞳于 2019 年 3 月获批上市，进入时间较短。由此可见，国内角膜塑形镜市场进入者不多，并且大部分由外企占据，国内厂家只有两家。

图表 17：角膜塑形镜国内上市产品

产品	公司	镜片材料	适用条件
阿迩发	阿迩发集团株式会社（日本）	BO STON EM	近视度数在-1D~-4D 之内，散光度数1.0以内
Dream Lite	Procornea（荷兰）	BostonX0	近视度数在-0.75D~-4.50D 之内，散光度数在1.50D 以内
亨泰	亨泰光学（台湾）	BO STON EQ UALENS II	近视度数在-4.0D 之内，散光度数在1.50D 以内
Lucid	Lucid（韩国）	BO STON X0	近视度数在-5D 之内，散光度数在2D 以内
欧几里德	Euclid（美国）	BO STON EQ UALENS II	近视度数在-5D 之内，散光度数在1.5D 以内
菁视	C&E（美国）	Paragon Q uadra RG TM 100	近视度数在-1.00D~-3.00D 之间，散光范围在0~-1.50D 之间
CRT	PARAGON VSDN（美国）	PafluficonD	近视度数在-4.0D 之内，散光度在1.5D 以内
梦戴维	欧普康视	BostonX0	近视度数在-0.50D~-6.00D 之内，散光度数在1.50D
Bright 普诺瞳	爱博诺德	氟硅丙烯酸酯聚合物	近视度数在-1.00D~-4.00D 之内，顺规则散光度数不超过1.75D

资料来源：药监局，华鑫证券研发部

因为硬性角膜接触镜属于三级医疗器械，对安全性的要求较高。并且镜片均为个性化订制产品，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相关特殊检查，进行规范的验配流程后才能制作，属于非标准化产品。因为所处行业的专业性较强，对于验配、售后以及技术培训具有较高的要求，所以在产品导入时与客户形成了较强的互动和较高的黏性，因此该市场的其他进入者在进入市场时候会有一定难度和壁垒。

梦戴维采用高透氧系数（DK=100）材料制成，原材料镜片来自于博士伦 X0，能够满足夜间配戴时角膜所需要的供氧，长时间配戴也能保证良好的安全性。客户通过公司自主开发的订单信息管理系统下达订单，该系统包含了产品的设计、生产、质检、物流，实现全追溯管理。相比于其他竞品，梦戴维允许近视降幅最高为 600 度，较市场同类产品相比适用人群更广。相比于进口产品，梦戴维价格相对较低，具有跟高的性价比。

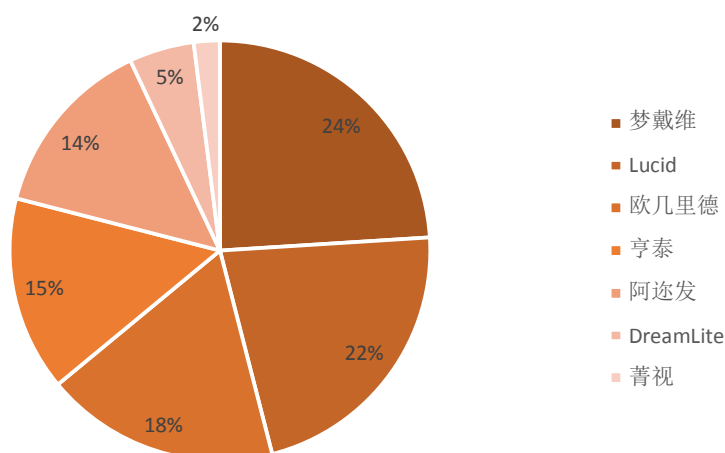
图表 18：角膜塑形镜国内上市产品

产品	公司	镜片材料	适用条件
阿迩发	阿迩发集团株式会社（日本）	BO STON EM	近视度数在-1D~-4D 之内，散光度数1.0以内
Dream Lite	Procomea（荷兰）	BostonX0	近视度数在-0.75D~-4.50D 之内，散光度数在1.50D 以内
亨泰	亨泰光学（台湾）	BO STON EQ UALENS II	近视度数在-4.0D 之内，散光度数在1.50D 以内
Lucid	Lucid（韩国）	BO STON X0	近视度数在-5D 之内，散光度数在2D 以内
欧几里德	Euclid（美国）	BO STON EQ UALENS II	近视度数在-5D 之内，散光度数在1.5D 以内
菁视	C&E（美国）	Paragon Q uadra RG TM 100	近视度数在-1.00D~-3.00D 之间，散光范围在0~-1.50D 之间
CRT	PARAGON VSDN（美国）	PafufoconD	近视度数在-4.0D 之内，散光度在1.5D 以内
梦戴维	欧普康视	BostonX0	近视度数在-0.50D~-6.00D 之内，散光度数在1.50D
Bright 普诺瞳	爱博诺德	氟硅丙烯酸酯聚合物	近视度数在-1.00D~-4.00D 之内，顺规则散光度数不超过1.75D

资料来源：药监局，华鑫证券研发部

从 2018 年配镜数量上看，得益于较广的矫正度数、优良的性价比、优质的服务以及早期的市场导入，公司产品梦戴维在国内角膜塑形镜市场上具有良好的竞争格局，市占率达到 24%，居于第一。公司产品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。

图表 19：中国 2018 年角膜塑形镜市场格局



资料来源：中国产业信息网，华鑫证券研发部

3.3 高端品牌推出，产能建设良好

公司于 2018 年正式推出 DreamVision 角膜塑形镜，于 2019 年上半年推出 DreamVisionGP。DreamVision 为公司硬性角膜接触镜的高端品牌，采用进口生产线和领先的镜片制作系统。配镜过程实现全自动生产和智能化设计，镜片质量更为精良稳定，镜片参数更为精准科学，佩戴上更加安全舒适，同时还能够大大缩短了验配人员的验配耗时，实现了技术上的创新突破。

图表 20：DreamVision 高端系列



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

从近五年公司硬性角膜接触镜价格和销量走势上看，公司镜片销量保持 20%左右的增速，2019 年销量同比增长 22.1%，达到 40.88 万片。镜片单价也逐年提高，2018、2019 年单价同比增长 16.4%和 15.9%，这与 DreamVision 高端系列的推出有一定关系。高端系列的逐步推广有望助力公司产品实现量价齐升，为公司贡献更大利润。

图表 21：公司硬性角膜接触镜价格和销量走势

	2015	2016	2017	2018	2019
销量（万片）	19.7	23.4	28.0	33.5	40.9
销量同比增长率		19.1%	19.4%	19.7%	22.1%
单价（元）	698	774	819	954	1105
单价同比增长率		10.8%	5.9%	16.4%	15.9%

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

在产能方面，公司新建的 4.5 万平方米研发生产基地于 2018 年 3 月正式投产，镜片生产线于同年 5 月全部迁入。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，镜片产能得到大幅提高。同时，公司年产 80 万瓶护理产品的无菌生产车间于 2019 年下半年正式投产。投产后镜特舒冲洗液、深度洁净液和自主研发的硬性接触镜护理液迁入新址生产。产能的扩充为公司今后的发展奠定了良好基础，同时也给正在研发中的新品预留了生产空间。

3.4 销售网络加速扩张，积极发展新型业态

公司采取直销和经销相结合的模式进行销售，目前以经销渠道为主。公司拥有一批具有医疗器械经营许可证的经销商，通过授权经销商向某个特定区域或某些眼视光服务机构来销售公司产品；而对于一些医院机构，公司则直接将产品销往医院。公司为客户（经销商和医院）提供技术培训、规范经营培训、验配技术支持、规范性督查、产品售后服务、安全风险防范协助等专业化服务。经过多年的发展，公司已经培育出大量具有专业理论基础和丰富验配经验的从业人员。

近年来，公司通过投资入股和自建的方式推动营销服务网络的建设，扩大直销渠道和视光终端覆盖率，加大对验配和零售机构的投资设立。目前公司已建成马鞍山、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。医院的投资成本较高，并且在前几年的运营阶段会出现亏损，从而在短期内对公司业绩造成一些负面影响。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 160 多家视光服务终端。随着终端销售网络的逐步扩大，公司产品的直销份额将不断扩大，盈利能力也将逐步提高。

除此之外，公司还通过自主研发、委托开发、合作开发、投资并购等多种方式扩大公司产品与技术范围，积极建设除硬性接触镜之外的眼视光产品、医疗器械和医疗技术服务项目等新型业态。公司泪液分泌检测滤纸已于 2019 年成功上市，另有一项在研新产品已完成临床试验。视光产业链不断扩大，涉及视力保健学习灯、视光检查设备、视觉训练软件、互联网+等新多个领域。另外，公司也在为开辟药品业务板块做准备，2019 年下半年公司成立了药品部，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、眼用凝胶剂生产车间的设计并开始施工。未来公司有望发展成为专注于眼科领域的器械、药品和服务一体化企业。

四、盈利预测与投资评级

我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 3.68 亿元、4.54 亿元、5.56 亿元，对应 EPS 分别为 0.91 元、1.12 元、1.38 元，当前股价对应 PE 分别为 71.0/57.5/46.9 倍，维持“推荐”评级。

五、风险提示

- 1) 核心产品营收占比过大，主营收入较为单一风险；
- 2) 行业竞争逐步加大造成销售不达预期、市占率下降风险；
- 3) 公司产品为长期接触体内的眼科光学器具，具有一定安全性风险。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
流动资产：					营业收入	647	766	974	1,227
货币资金	218	347	512	738	营业成本	140	158	195	240
应收款	111	138	173	215	营业税金及附加	8	8	8	8
存货	54	44	54	67	销售费用	131	130	171	221
其他流动资产	850	935	1,029	1,131	管理费用	60	92	122	159
流动资产合计	1,233	1,465	1,768	2,151	财务费用	-1	-5	-8	-11
非流动资产：					费用合计	190	217	285	369
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	-7	-7	-7	-8
固定资产+在建工程	144	179	209	237	公允价值变动	5	5	5	6
无形资产+商誉	93	97	102	107	投资收益	37	39	41	43
其他非流动资产	117	128	141	155	营业利润	334	417	517	636
非流动资产合计	373	404	452	499	加：营业外收入	2	3	3	3
资产总计	1,606	1,869	2,220	2,650	减：营业外支出	2	2	3	3
流动负债：					利润总额	334	417	517	636
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	39	63	78	95
应付账款、票据	25	31	37	45	净利润	295	354	440	540
其他流动负债	133	146	161	177	少数股东损益	-12	-13	-15	-16
流动负债合计	158	177	198	222	归母净利润	307	368	454	556
非流动负债：									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	10	11	12	14					
非流动负债合计	10	11	12	14					
负债合计	168	188	211	236					
所有者权益									
股本	405	405	405	405					
资本公积金	232	232	232	232					
未分配利润	642	868	1,154	1,504					
少数股东权益	107	107	107	107					
所有者权益合计	1,438	1,700	2,030	2,434					
负债和所有者权益	1,606	1,888	2,240	2,670					
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2021E
净利润	295	354	440	540	成长性				
折旧与摊销	18	16	19	23	营业收入增长率	41.1%	18.4%	27.2%	25.9%
财务费用	-2	-5	-8	-11	营业利润增长率	36.0%	24.9%	24.1%	22.9%
存货的减少	1	10	-10	-12	归母净利润增长率	41.9%	19.8%	23.6%	22.5%
营运资本变化	-11	-21	-28	-34	总资产增长率	30.8%	16.3%	18.8%	19.3%
其他非现金部分	-26	-87	-95	-105	盈利能力				
经营活动现金净流量	275	266	317	401	毛利率	78.4%	79.4%	80.0%	80.4%
投资活动现金净流量	-238	-50	-50	-50	营业利润率	51.6%	54.4%	53.1%	51.8%
筹资活动现金净流量	2	-87	-103	-125	三项费用/营收	29.4%	28.3%	29.2%	30.1%
现金流量净额	40	129	165	226	EBIT/销售收入	46.0%	54.4%	53.1%	51.8%
					净利率	45.6%	46.3%	45.1%	44.1%
					ROE	20.5%	20.8%	21.7%	22.2%
					营运能力				
					总资产周转率	40.3%	41.0%	43.9%	46.3%
					资产结构				
					资产负债率	10.5%	10.1%	9.5%	8.9%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	0.93	0.75	0.72	0.74
					每股数据（元/股）				
					每股收益	0.76	0.91	1.12	1.38
					每股净资产	3.55	4.20	5.02	6.01

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，2017 年 6 月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

陈成：华鑫证券分析师，2018 年 7 月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>