

证券研究报告

公司研究

点评报告

爱博医疗(688050.SH)

投资评级 ——

上次评级 ——

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

涂佳妮 社服&零售分析师

执业编号: S1500522110004

联系电话: 15001800559

邮箱: tujiani@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

爱博医疗(688050.SH) 2023 半年报点评: 晶体&角塑&新产品全面放量, 手术+近视防控+隐形三大产品线初步确立

2023年8月19日

事件: 爱博医疗披露 2023 半年报: 23H1 公司实现营收 4.07 亿元/同比+49%, 实现归母 1.63 亿元/同比+32%; 23Q2 营收 2.17 亿元/同比+53%, 归母 0.85 亿元/同比+31%, 扣非 0.78 亿元/同比+30%; 23Q2 公司实现毛利率 83%/同比-2pct, 实现净利率 38%/同比-7pct。

手术类业务受益积压需求释放, 晶体出海成效初显: 1) 作为公司的基石业务, 23H1 手术类业务实现营业收入 2.54 亿元/同比+37%, 上半年白内障手术景气度较高, 其中人工晶状体实现营收 2.45 亿元/同比+38%, 基于多张境外注册证的成功申请和学术活动逐步恢复, 公司境外人工晶体收入同比+116%; 2) 高端在研产品有望实现进口替代, 晶体出海前景广阔: 公司“有晶体眼人工晶体”通过国家创新医疗器械特别审查, 获证速度有望加快, 我们认为, 若对标 STAAR 旗下 ICL, 产品有望贡献显著业绩增量; 非球面三焦散光矫正、非球面 EDOF 人工晶体临床试验中, 有望打破外资垄断, 进一步提升客单价及市占率; 基于国际领先研发水平, 公司晶体出海进展加快, 业绩确定性进一步提升。

角塑潜力继续释放, 行业竞争加剧、消费力中下行不改中长期成长性: 23H1 公司角膜塑形镜实现营收 1.06 亿元/同比+39%, 增速维持亮眼表现; 考虑到获证品牌逐步增多、竞品离焦镜推广、宏观经济因素影响, 在上半年积压需求释放后, 三季度在高基数影响下增速或阶段性放缓, 但角塑作为控制近视有效产品且渗透率仍处低位, 公司具备完善销售网络及独特产品设计等优势, 我们预计未来几年有望维持较快增长。

视力保健产品(离焦镜、隐形眼镜、护理产品等)开启放量, 成立爱博上海加大市场开拓: 实现营收 0.45 亿元/同比+403%, 对营收贡献超 11%。1) 伴随着公司角塑产品市占率提升、护理产品供给增加, 公司硬镜护理产品持续放量; 2) 隐形眼镜方面, 23H1 江苏天眼实现收入 1629 万元(vs 22 年全年 719 万元)、净利润 -584 万元(vs 22 全年 -643 万元), 将有望随着产能及良率爬坡改善; 同时, 公司拟收购福建优你康 51% 股权, 进一步提升产能和生产水平, 丰富产品矩阵, 且公司自研高透氧硅水凝胶产品正在研发, 后续有望显著提升竞争优势; 3) 公司离焦镜采用最新光学设计, 基于医疗渠道较高认可度、并逐步向零售渠道推广, 有望成为新一代出色近视治疗产品。

净利润增速不及营收增速, 预计主因低毛利产品占比提升+市场恢复后公司推广力度加大所致: 23Q2 隐形眼镜及护理液等低毛利占比有所提升, 对公司毛利率有所拖累, 实现销售毛利率 83.1%/同比-2.2pct; 23Q2 销售费率 21.8%/同比+7.6pct, 销售费用同比+70%, 主因市场逐步恢复后公司产品推广、品牌宣传及会议活动增多; 管理费 11.1%, 同比基本持平, 研发费率 9.8%/同比-0.2pct, 财务费率 -0.07%/同比+0.3pct; 23Q2 实现销售净利率 37.9%, 同比-7.0pct。

拟发行GDR募资不超14.09亿元，有望助力全球化商业拓展再提速：公司披露GDR发行预案，拟新增基础股份A股不超842万股（约总股本的8%）、募资不超14.09亿元，发行价按照GDR与基础股份转换率计算后金额原则上不低于定价基准日前20个交易日基础股票收盘价均价90%，其中①2.35亿拟用于并购福建优你康51%股权，其隐形眼镜年产能设计达2亿片；②2.68亿拟用于建设爱博烟台眼科产品生产二期，建设期3年，建成后有望释放年产能75万片多焦点离焦镜+300万瓶隐形眼镜护理液+300万瓶双氧护理液；③2.43亿拟用于针对多种眼科疾病开展功能性医疗器械研发、临床及注册；④2.71亿拟用于天眼医药隐形眼镜产线扩建，以支持产能提升、新注册产品投产及关键耗材公母模自产自用，建设期2.5年；⑤2.13亿拟用于德国年产100万片人工晶体产线及渠道建设，建设期1.5年；⑥补充流动资金1.80亿。我们认为，此次发行在巩固公司核心竞争力、推动公司可持续发展能力提升的同时，亦有望进一步扩大公司的海外知名度，助力公司出海进程加速。

投资建议：作为具备强研发能力的平台型公司，公司近年亦验证了其优秀的商业化能力。我们预计手术类高端产品迭代持续、市占率稳中有升，近视防控潜力将继续释放，彩瞳布局逐步完善。预计公司23-25年营收分别为8.6、12.0、16.7亿元；归母净利润分别为3.3、4.5、6.3亿元，对应2023年8月17日收盘价PE分别为55、40、29倍（暂不考虑GDR发行的情况下）。

风险因素：新产品放量不及预期，政策风险，市场竞争加剧等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	433	579	856	1,200	1,667
增长率 YoY %	58.6%	33.8%	47.7%	40.1%	39.0%
归属母公司净利润(百万元)	171	233	330	453	626
增长率 YoY%	77.5%	35.8%	41.8%	37.3%	38.0%
毛利率%	84.3%	84.8%	81.6%	80.7%	79.4%
净资产收益率ROE%	10.2%	12.5%	15.4%	17.5%	19.4%
EPS(摊薄)(元)	1.63	2.21	3.14	4.31	5.94
市盈率 P/E(倍)	131.97	97.18	55.26	40.23	29.15
市净率 P/B(倍)	13.51	12.16	8.52	7.03	5.67

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年8月17日收盘价

一、公司披露 2023 半年报

事件：爱博医疗于 8 月 17 日披露 2023 半年报：

1) 23H1 实现营收 4.07 亿元, 同比增长 49.04%, 实现归母净利润 1.63 亿元, 同比增长 32.12%, 归母净利率 40.11%, 同比下滑 0.05pct; 23H1 实现扣非后归母净利润 1.53 亿元, 同比增长 36.30%;

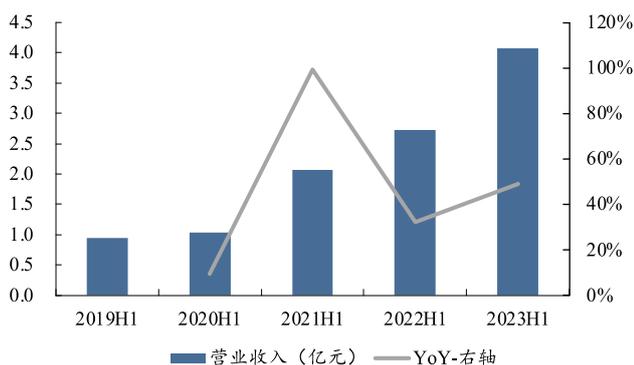
2) 23Q2 实现营收 2.17 亿元, 同比增长 53.20%, 实现归母净利润 0.85 亿元, 同比增长 30.83%, 归母净利率 39.06%, 同比下滑 6.44pct; 23Q2 实现扣非后归母净利润 0.78 亿元, 同比增长 30.48%;

3) 毛利端来看, 23H1 公司实现销售毛利率 83.15%, 同比下滑 2.08pct. 23Q2 销售毛利率 83.15%, 环比下滑 0.01pct;

4) 利润端来看, 23H1 公司实现销售净利率 38.99%, 同比下滑 5.19pct. 23Q2 销售净利率 37.87%, 环比下滑 2.40pct;

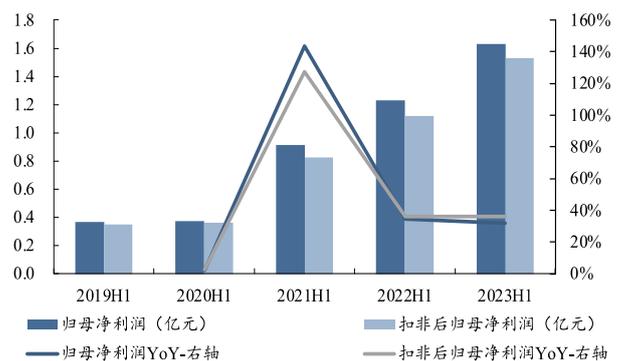
5) 费用端来看, 23H1 公司销售费用率 18.49%, 同比增长 4.56pct, 管理费用率 11.28%, 同比增长 0.62pct, 研发费用率 10.22%, 同比增长 0.38pct, 财务费用率 0.08%, 同比增长 0.66pct.

图1：公司 19H1-23H1 营业收入情况（亿元）



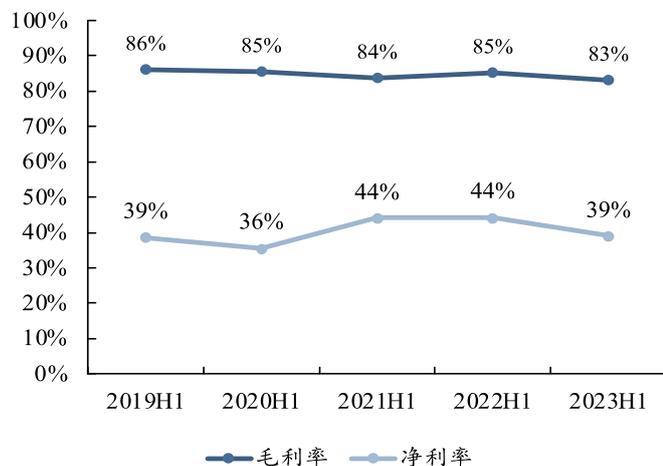
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图2：公司 19H1-23H1 归母净利润、扣非后归母净利润（亿元）及增速（%）



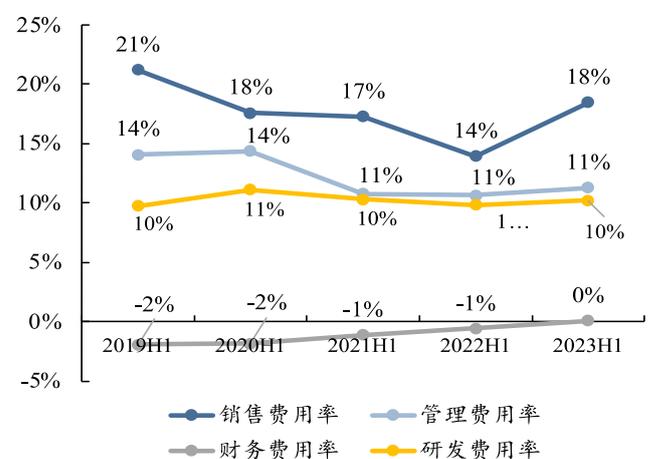
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图3：公司 17H1-23H1 毛利率、净利率情况（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图4：公司 17H1-23H1 各项期间费用率情况（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、数据拆分

2.1 分产品拆分

1) **手术类业务受益积压需求释放，晶体出海成效初显**：作为公司的基石业务，23H1 手术类业务实现营业收入 2.54 亿元/同比+37%，上半年白内障手术景气度较高，其中人工晶状体实现营收 2.45 亿元/同比+38%，基于多张境外注册证的成功申请和学术活动逐步恢复，公司境外人工晶体收入同比+116%；

2) **角塑潜力继续释放，行业竞争加剧、消费力中下行不改中长期成长性**：23H1 公司角膜塑形镜实现营收 1.06 亿元/同比+39%，增速维持亮眼表现；

3) **视力保健产品（离焦镜、隐形眼镜、护理产品等）开启放量，成立爱博上海加大市场开拓**：实现营收 0.45 亿元/同比+403%，对营收贡献超 11%。1) 伴随着公司角塑产品市占率提升、护理产品供给增加，公司硬镜护理产品持续放量；2) 隐形眼镜方面，23H1 江苏天眼实现收入 1629 万元（vs 22 年全年 719 万元）、净利润-584 万元（vs 22 全年-643 万元），将有望随着产能及良率爬坡改善；同时，公司拟收购福建优你康 51% 股权，进一步提升产能和生产水平，丰富产品矩阵，且公司自研高透氧硅水凝胶产品正在研发，后续有望显著提升竞争优势；3) 公司离焦镜采用最新光学设计，基于医疗渠道较高认可度、并逐步向零售渠道推广，有望成为新一款出色近视治疗产品。

表 1: 23H1 公司分产品业务收入情况（亿元）及增速（%）

项目	22H1		23H1		YoY	
	收入	占比 (%)	收入	占比 (%)		
手术产品	人工晶状体	1.78	65%	2.45	60%	37.9%
	其他手术产品	0.08	3%	0.09	2%	22.9%
视光产品	角膜塑形镜	0.76	28%	1.06	26%	39.0%
	其他视光产品	0.09	3%	0.45	11%	402.8%
其他收入	其他	0.03	1%	0.02	0%	-34.6%
总计	-	2.73	100%	4.07	100%	49.0%

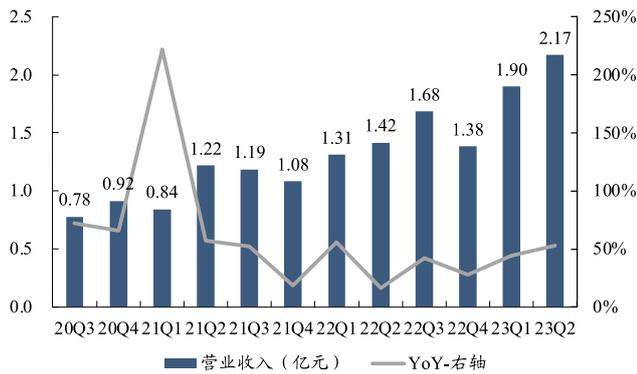
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2 分季度拆分

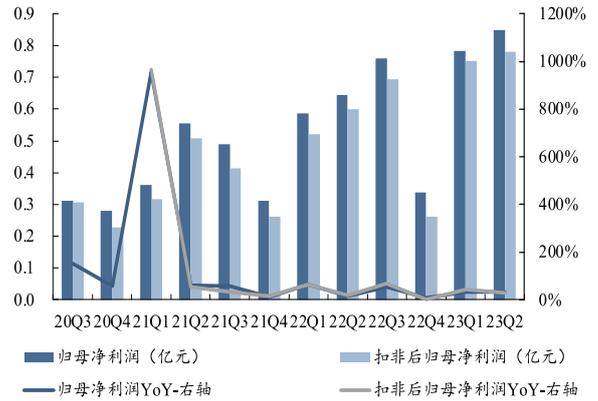
1) 23Q2 公司实现营收 2.17 亿元，同比+53.20%，环比+14.37pct；23Q2 归母净利润 0.85 亿元，同比+30.80%，环比+8.15pct；

2) 23Q2 实现销售毛利率 83.15%，环比-0.01pct，实现销售净利率 37.87%，环比-2.40pct；

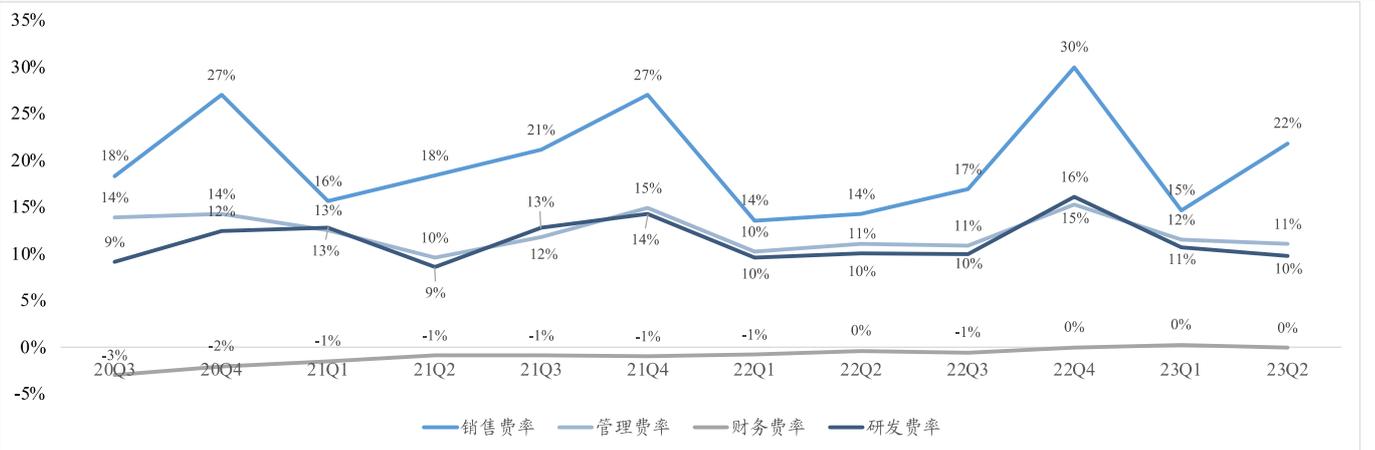
3) 销售费用同比+70%，主因市场逐步恢复后公司产品推广、品牌宣传及会议活动增多；管理费率 11.1%，同比基本持平，研发费率 9.8%/同比-0.2pct，财务费率-0.07%/同比+0.3pct；23Q2 实现销售净利率 37.9%，同比-7.0pct。

图5：公司分季度营业收入情况（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图6：公司分季度归母净利润、扣非后归母净利润（亿元）及增速（%）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图7：公司分季度费用率情况（%）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、经营动态

拟发行 GDR 募资不超 14.09 亿元,有望助力全球化商业拓展再提速:公司披露 GDR 发行预案,拟新增基础股份 A 股不超 842 万股(约总股本的 8%)、募资不超 14.09 亿元,发行价按照 GDR 与基础股份转换率计算后金额原则上不低于定价基准日前 20 个交易日基础股票收盘价均价 90%,其中:①2.35 亿拟用于并购福建优你康 51%股权,其隐形眼镜年产能设计达 2 亿片;②2.68 亿拟用于建设爱博烟台眼科产品生产二期,建设期 3 年,建成后有望释放年产能 75 万片多焦点离焦镜+300 万瓶隐形眼镜护理液+300 万瓶双氧护理液;③2.43 亿拟用于针对多种眼科疾病开展功能性医疗器械研发、临床及注册;④2.71 亿拟用于天眼医药隐形眼镜产线扩建,以支持产能提升、新注册产品投产及关键耗材公母模自产自用,建设期 2.5 年;⑤2.13 亿拟用于德国年产 100 万片人工晶体产线及渠道建设,建设期 1.5 年;⑥补充流动资金 1.80 亿。我们认为,此次发行在巩固公司核心竞争力、推动公司可持续发展能力提升的同时,亦有望进一步扩大公司的海外知名度,助力公司出海进程加速。

四、投资建议

作为具备强研发能力的平台型公司,公司近年亦验证了其优秀的商业化能力。我们预计手术类高端产品迭代持续、市占率稳中有升,近视防控潜力将继续释放,彩瞳布局逐步完善。预计公司 23-25 年营收分别为 8.6、12.0、16.7 亿元;归母净利润分别为 3.3、4.5、6.3 亿元,对应 2023 年 8 月 17 日收盘价 PE 分别为 55、40、29 倍(暂不考虑 GDR 发行的情况下)。

五、风险提示

- 1) **新产品放量不及预期:** 公司不断推出新产品, 丰富产品矩阵, 切入隐形眼镜赛道进行研发, 同时加强对现有产品的更新升级, 但新产品的落地与推广有一定的不确定性, 若放量不及预期, 或将影响公司业绩;
- 2) **政策风险:** 公司主要产品“人工晶状体”属于三类医疗器械, 受相关政策监管严格, 若未来相关医疗政策发生变化, 或将影响公司生产与经营;
- 3) **市场竞争加剧:** 经国家药监局批准注册的角膜塑形镜除公司产品外, 还有多个进口品牌和其它国产品牌, 护理产品则处于品牌增多和线上销售增加的双重竞争加剧态势, 品牌和销售渠道的竞争同步加剧, 或对公司经营表现产生影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,119	1,061	1,131	1,382	1,954
货币资金	473	355	275	410	721
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	68	104	111	143	181
预付账款	15	27	27	35	48
存货	56	79	170	192	348
其他	507	497	549	602	655
非流动资产	929	1,183	1,426	1,672	1,855
长期股权投资	2	3	4	5	6
固定资产(合计)	230	541	678	823	957
无形资产	91	107	115	125	135
其他	606	532	629	719	756
资产总计	2,048	2,244	2,557	3,054	3,809
流动负债	139	148	241	334	462
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	6	14	15	30	36
其他	134	134	225	304	426
非流动负债	168	177	127	77	72
长期借款	143	150	100	50	45
其他	25	27	27	27	27
负债合计	307	324	367	411	533
少数股东权益	66	60	50	50	57
归属母公司股东权益	1,674	1,860	2,140	2,593	3,219
负债和股东权益	2,048	2,244	2,557	3,054	3,809

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	433	579	856	1,200	1,667
同比(%)	58.6%	33.8%	47.7%	40.1%	39.0%
归属母公司净利润	171	233	330	453	626
同比(%)	77.5%	35.8%	41.8%	37.3%	38.0%
毛利率(%)	84.3%	84.8%	81.6%	80.7%	79.4%
ROE(%)	10.2%	12.5%	15.4%	17.5%	19.4%
EPS(摊薄)(元)	1.63	2.21	3.14	4.31	5.94
P/E	131.97	97.18	55.26	40.23	29.15
P/B	13.51	12.16	8.52	7.03	5.67
EV/EBITDA	108.75	82.84	40.75	29.23	21.26

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	433	579	856	1,200	1,667
营业成本	68	88	157	231	344
营业税金及附加	7	9	12	18	24
销售费用	90	108	150	204	275
管理费用	52	68	98	134	177
研发费用	52	66	94	130	177
财务费用	-4	-3	0	-1	-5
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	19	17	17	36	50
其他	-2	0	4	6	8
营业利润	185	259	366	526	734
营业外收支	3	5	2	1	1
利润总额	188	264	368	527	735
所得税	20	37	48	74	103
净利润	168	227	320	453	632
少数股东损益	-4	-5	-10	0	6
归属母公司净利润	171	233	330	453	626
EBITDA	200	291	444	612	827
EPS(当年) (元)	1.63	2.21	3.14	4.31	5.94

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	219	250	347	523	599
净利润	168	227	320	453	632
折旧摊销	39	52	95	123	148
财务费用	2	2	7	4	3
投资损失	-19	-19	-17	-17	-36
营运资金变动	33	-30	-56	-21	-134
其它	-3	15	-2	-1	-1
投资活动现金流	-420	-308	-319	-333	-279
资本支出	-311	-271	-327	-355	-316
长期投资	-121	-51	-12	-12	-11
其他	12	14	20	34	48
筹资活动现金流	138	-65	-107	-54	-8
吸收投资	25	7	3	0	0
借款	143	10	-50	-50	-5
支付利息或股息	-31	-44	-61	-4	-3
现金净增加额	-64	-123	-80	135	311

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。