

欧普康视(300595)

会当凌绝顶，一览众山小

—欧普康视深度报告

✍️ : 曹梦悦 执业证书编号: S1230517070002  
☎️ : 021-80106814  
✉️ : caomengyue@stocke.com.cn

报告导读

具备高增长、高壁垒、稀缺性的，估值合理的好公司。

投资要点

□ 行业壁垒高，竞争格局好

行业尚处于市场准入竞争的初级阶段，公司是大陆地区大陆唯一拥有角膜塑形镜产品注册证的生产企业，市占率估算约为 15%，且 3-5 年内难有国产品牌形成有效竞争，良好的竞争格局转化为强大的市场定价能力，2013-2016 年的销售毛利率均值为 76.75%，销售净利率均值为 43.66%，且产品涨价不影响销量。

□ 先发优势逐步累积差异化竞争优势

作为率先也是唯一在 A 股上市的眼视光领域公司，先发优势明显，定制化生产的商业模式在技术研发上的积累拓宽了护城河，渠道覆盖和存量客户的增长，在上市契机下有望塑造品牌差异化竞争优势；较低的财务杠杆和经营杠杆也成为公司放大收益的增长潜力。

□ 估值处于合理区间，高成长消化估值能力强

从市值在 50-100 亿元之间的可比公司估值看，欧普康视 46.94X 的 PE (TTM) 低于 64.09X (TTM) 的可比公司估值均值。而根据盈利预测，2017-2019 年的公司归母净利润复合增速预计为 34.20%，对应于 2017 年 41.02X 的 PE，考虑一定的稀缺性的估值溢价，估值仍处于合理区间。

□ 盈利预测及估值

预计 2017-2019 年公司净利润为 1.48 亿元、2.04 亿元、2.68 亿元，同比增长 29.99%、37.56%、31.42%，对应 EPS 为 1.21、1.67、2.19 元/股

财务摘要

(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	235.02	304.38	406.62	543.11
(+/-)	33.35%	29.51%	33.59%	33.57%
净利润	114.04	148.24	203.92	267.99
(+/-)	28.56%	29.99%	37.56%	31.42%
每股收益(元)	2.24	1.21	1.67	2.19
P/E	/	41.02	29.82	22.69

评级

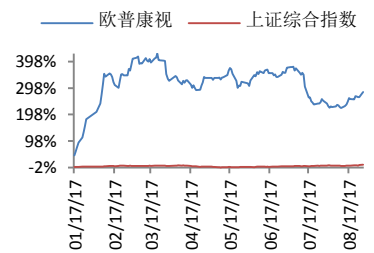
增持

上次评级	首次评级
当前价格	¥ 49.68

单季度业绩

元/股

2Q/2017	0.26
1Q/2017	0.39
4Q/2016	0.55
3Q/2016	0.77



公司简介

公司是一家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综合服务商。

相关报告

报告撰写人：曹梦悦

## 投资要件

### 关键假设

1. 角膜塑形镜是公司的主营业务，目前 22 万片/年的产能已经满产，预计新增募投项目的 40 万/年产能将在 2017 年下半年开始的几年内逐步达产，由于产能是主要限制因素，所以以产能为销量锚定的基础，假设 2017-2019 年的销量为 28 万片、35 万片、46 万片，因为公司尚处在渠道扩张的阶段，商业模式上需要与渠道商捆绑利益，所以假设出厂价基本保持稳定或小幅微涨；预计原材料价格、人力成本变动等因素 2017-2019 年略有上涨。此外，公司是大陆唯一拥有角膜塑形镜产品注册证的生产企业，根据当下可获得同类产品信息来看，预计未来的 3-5 年内市场上难有国产品牌参与竞争，市场准入壁垒带来的高毛利仍将保持稳定，所以假设 2017-2019 年角膜塑形镜的毛利率为 87%、87%和 86%；
2. 护理产品的商业模式是以代销博士伦的产品为主，其中包括往年已购买角膜塑形镜产品客户的存量市场和每年新增客户的增量市场，销量增长应高于角膜塑形镜的增长，所以假设 2017-2019 年护理产品的销售收入增速为 40%、45%、45%，而随着募投项目中镜片护理液、冲洗液等产品线的投产，自产产品销量将在护理产品销量中提升占比，导致毛利率逐步上升，所以假设护理产品 2017-2019 年的毛利率为 26%、28%、30%；
3. 公司尚处在市场开拓和渠道扩张的阶段，预计销售费用的收入占比相对稳定，而随着上市以后，品牌溢价对于终端和渠道的支持，预计将提升销售费用的效率，所以假设 2017-2019 年的销售费用收入占比为 13%、11%、10%；
4. 管理费用上，公司研发战略主要还是集中在现有产品线上，预计投入比较稳定，假设 2017-2019 年的管理费用收入占比为 6.5%、6.3%、6.1%，财务费用上，公司上市后在手现金充沛，定制化的生产模式，存货和运营对资金占用很少，资产负债率只有 7%，财务负担小，短期对于利润是正贡献。

### 核心观点

秉承价值投资的理念，我们对于公司当下的观点是一家“估值合理的好公司”。

“好公司”是指公司基本面质地优秀。首先，公司所处的行业竞争格局好，公司是大陆地区唯一获得角膜塑形镜产品注册证的生产企业，其他 7 家皆为进口品牌，据估算，公司的市占率约为 15%，行业集中度高；其次，良好的行业竞争格局和行业集中度，表现为较强的上下游议价能力，并形成有效的市场定价权，使得公司的销售毛利率和销售净利率分别长期维持在 76%和 43%左右；再次，定制化的商业模式使得公司存货压力极低，对下游有定金形成的预收款项和占比不到收入 10%的应收账款，现金流和资本结构健康；最后，公司的差异化的竞争优势明显，比竞争对手更广泛的产品适应性可以覆盖更多的目标客户，在服务网络的覆盖范围和售后服务的支持力度上更是远胜进口品牌，形成较强的客户粘性，据公司几年前的调查，产品的重复购买率约为 70%。

估值的合理性主要来自相对估值的比较。截止到 2017 年 8 月 29 日收盘，欧普康视的股价是 49.68 元/股，对应 PE (TTM) 为 46.94X，远低于 SW 医疗器械板块 79.14X 的平均 PE (TTM)，相对于板块的估值折价率为 40.68%；由于公司在 A 股市场上属于稀缺性的细分子行业龙头，没有接近的同行业可比公司作为估值的对标公司，所以在可比公司估值上选择了医疗器械子板块中，市值在 50-100 亿元之间，且主营业务相对比较集中的标的作为对标的可比公司。从可比公司的估值情况看，欧普康视 46.94X 的 PE (TTM) 同样低于 64.09X (TTM) 的可比公司均值，估值折价率为 26.76%。所以公司的相对估值比较合理。从 PEG 的角度看，根据盈利预测，在不考虑外延并购的情况下，2017-2019 年的公司归母净利润复合增速预计为 34.20%，对应于 2017 年 41.02X 的 PE，PEG=1.19，估值也在合理区间，而且作为高成长的稀缺标的，理应享受一定的估值溢价。

## 投资评级及估值

公司是眼视光领域大行业中，角膜接触镜细分子行业的龙头公司，具备高增长、稀缺性和高壁垒的特点，经营性现金流稳定，毛利率和净利率分别高达 76%和 43%左右，表现出强大的盈利能力，同时，资产负债率极低，资本结构良好，ROE 约为 30%，投资回报率高，理应享受估值溢价，并且在基本面维持向好的前提下，也不支持明显的估值中枢下移。

我们中长期看好公司基本面，以及稀缺性带来的估值壁垒和高增长快速消化估值的能力，预计 2017-2019 年公司净利润为 1.48 亿元、2.04 亿元、2.68 亿元，同比增长 29.99%、37.56%、31.42%，对应 EPS 为 1.21、1.67、2.19 元/股，首次覆盖给予增持评级。

## 投资风险

1. 产品安全风险，如果角膜塑形镜行业出现产品安全性问题，可能导致市场信任度滑坡；
2. 产品集中风险，角膜塑形镜在公司业务收入占比中达到 75%，如果该产品增长失速，可能对于公司整体业绩影响较大；
3. 如果渠道扩张低于预期，可能导致业绩增长不及预期。

## 正文目录

<b>1. 公司简介</b>	<b>6</b>
1.1. 实际控制人及股权结构	6
1.2. 控股及参股子公司	6
1.3. 各业务板块概况	7
<b>2. 在好的赛道上飞奔：行业优势赢在起点</b>	<b>10</b>
2.1. 角膜塑形镜行业简介	10
2.2. 角膜塑形镜的市场空间有多大？	11
2.3. 行业竞争格局良好	12
2.3.1. 上下游议价能力	12
2.3.2. 良好的竞争格局铸就定价权	13
2.4. 行业驱动因素	14
<b>3. 差异化的竞争优势</b>	<b>15</b>
3.1. 现有业务竞争优势明显	15
3.1.1. 硬镜领域产品线齐全	15
3.1.1.1. 角膜塑形镜——梦戴维	15
3.1.1.2. 硬性角膜接触镜——日戴维与华锥	16
3.1.1.3. 护理产品	16
3.1.2. 商业模式	17
3.1.2.1. 盈利模式：存量与增量相长	17
3.1.2.2. 市场准入壁垒高	18
3.1.2.3. 先发优势进一步提升竞争壁垒	18
3.2. 增量业务助力整体业绩增速	19
3.2.1. 存量市场扩容加速整体需求增长	19
3.2.2. 产品线扩容	20
3.2.3. 杠杆效应放大收益	21
<b>4. 盈利预测与假设条件</b>	<b>22</b>
4.1. 估值	22
4.2. 假设条件	22
4.3. 盈利预测与投资评级	23
4.4. 风险提示	24

## 图表目录

图 1: 欧普康视股权结构图 .....	6
图 2: 欧普康视子公司一览 .....	7
图 3: 2012-2016 年营业总收入及同比增速 .....	7
图 4: 2012-2016 年归母净利润及同比增速 .....	7
图 5: 2012-2016 年销售毛利率和销售净利率 .....	8
图 6: 2012-2016 年 ROE 和 ROA 情况 .....	8
图 7: 2012-2016 年各业务板块销售占比 .....	8
图 8: 2012-2016 年各业务板块毛利率水平 .....	8
图 9: 2012-2016 年资产负债率水平 .....	9
图 10: 2012-2016 年销售商品和劳务收到现金/营业收入(%) .....	9
图 11: 欧普康视主营业务行业所属 .....	10
图 12: 角膜塑形镜工作原理 .....	11
图 13: 2013-2016 (E) 年出厂价与销量 .....	14
图 14: 角膜塑形镜工作原理 .....	15
图 15: 欧普康视销售模式示意图 .....	17
图 16: 2013-2016 (1-6 月) 直销和经销收入占比 .....	18
图 17: 2013-2016 (1-6 月) 各销售区域收入占比 .....	18
图 18: 获取医疗器械产品注册证流程示意图 .....	18
图 19: 角膜塑形镜和护理产品收入增长率 .....	20
图 20: 折叠式人工玻璃体 .....	20
图 21: 折叠式人工玻璃体置入手术示意图 .....	20
表 1: 2017 年 8-18 岁检出近视患者人数估算 .....	11
表 2: 公司 2013-2016 年角膜塑形镜出厂价均值估算 .....	12
表 3: 公司 2013-2016 年角膜塑形镜出厂价均值估算 .....	12
表 4: 2013-2016 年博士伦采购金额占比 .....	13
表 5: 角膜塑形镜主要竞争品牌 .....	13
表 6: 梦戴维角膜塑形镜适用人群 .....	15
表 7: 梦戴维和手术治疗的对比 .....	16
表 8: 日戴维和软性角膜接触镜的对比 .....	16
表 9: 财务报表杜邦分析 .....	21
表 10: 可比公司估值一览 .....	22
表 11: 欧普康视收入预测表 .....	23
表附录: 三大报表预测值 .....	25

## 1. 公司简介

欧普康视是一家聚焦于眼视光领域的医疗器械公司，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。主要产品包括角膜塑形镜、普通硬性角膜接触镜及护理产品，属于III类医疗器械。

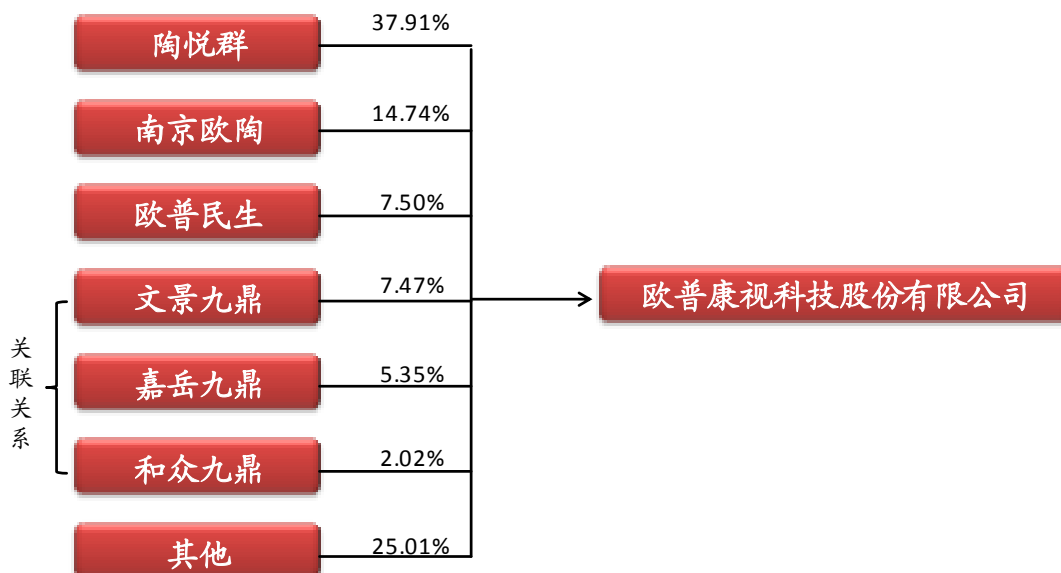
### 1.1. 实际控制人及股权结构

公司的控股股东为陶悦群先生，持有公司股权占比为 37.91%，也是公司的实际控制人和公司的创始人。

陶悦群先生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师，在国内外学术杂志上发表过多篇科技论文，并参与编写《现代角膜塑形学》专著，是公司所属行业和技术方面的专家，对于国内外眼视光领域都有着深刻的认识。

公司于 2013 年成立股份公司，控股股东及实际控制人陶悦群先生的股权占比为 50.54%，2017 年上市之后则稀释到 37.91%。在其他重要股东中，欧普民生为员工持股公司，文景九鼎、嘉岳九鼎与和众九鼎为关联关系但不是一致行动人的财务投资者，合计股权占比为 14.84%。

图 1：欧普康视股权结构图



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

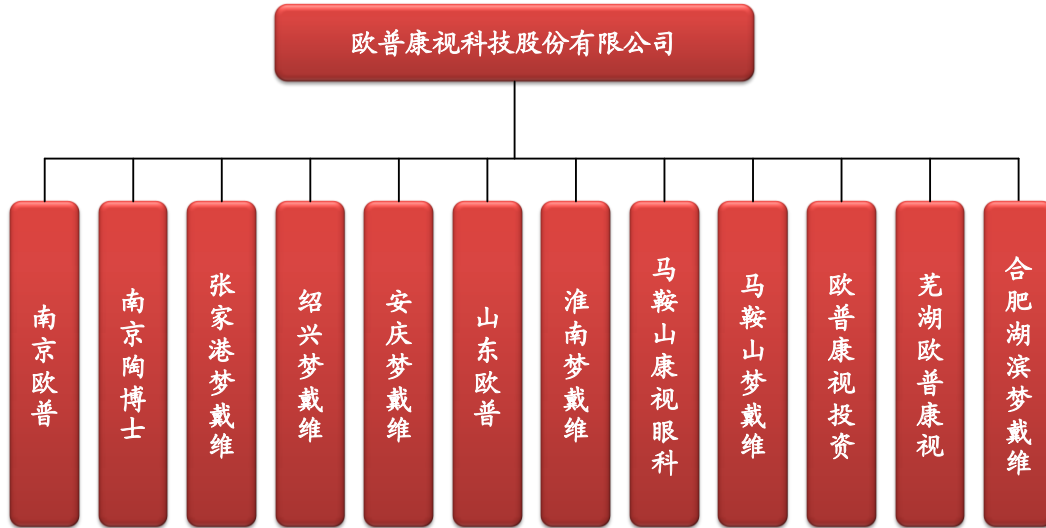
2017 年 5 月 23 日公司实施每 10 股送 8 红股，派 3.5 元的分红方案，总股本由 0.68 亿股变动为 1.22 亿股，完成了上市之后的第一次分红与股本扩张。

### 1.2. 控股及参股子公司

截至到 2017 年中报，公司共有 12 家子公司纳入合并报表。此外，上市之后公司还通过现金收购的方式，以 832.65 万元的交易对价增资武汉视佳医，交易完成后，公司将成为持有该公司 51% 股权的控股股东，目前尚未并表。

在参股公司中，广州卫视博是公司 2016 年 9 月投资参股的公司，股权占比为 9.01%。该公司在 2017 年 8 月取得了“折叠式人工玻璃体球囊”准产批件，可以进入临床使用，而欧普康视未来将负责该产品在国内的推广和销售，属于公司的增量业务。

图 2：欧普康视合并报表子公司一览

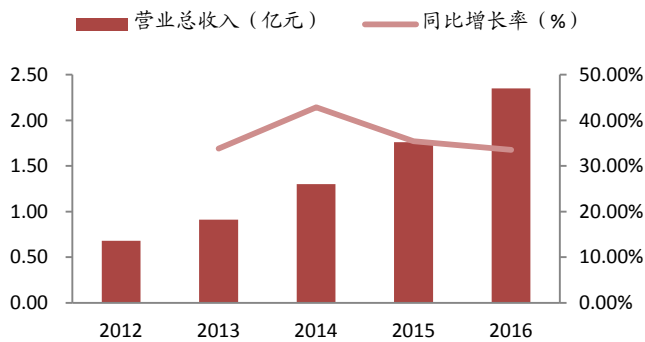


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

### 1.3. 各业务板块概况

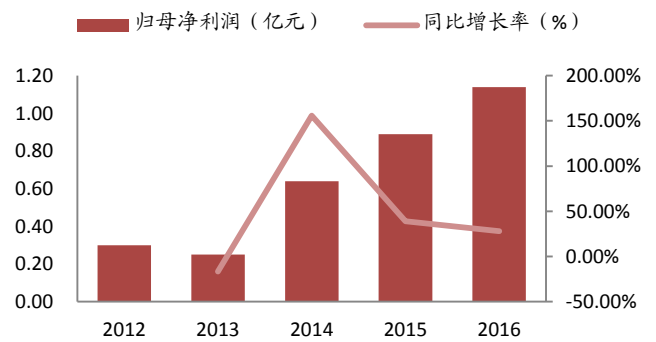
公司 2016 年实现营业总收入 2.35 亿元，归母净利润 1.14 亿元，ROE 达到 38.56%。从收入端看，公司 2012-2016 年的营业总收入 5 年复合增速为 36.35%，年增长率在 33%-43%之间波动，增长处于比较稳定且快速的状态；从利润端看，公司 2012-2016 年的归母净利润 5 年复合增速为 39.62%，年增长率从较大的波动逐步收窄，表明公司的商业模式日趋成熟，主营业务增长趋于稳定，管理效率边际改善。

图 3：2012-2016 年营业总收入及同比增速



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 4：2012-2016 年归母净利润及同比增速



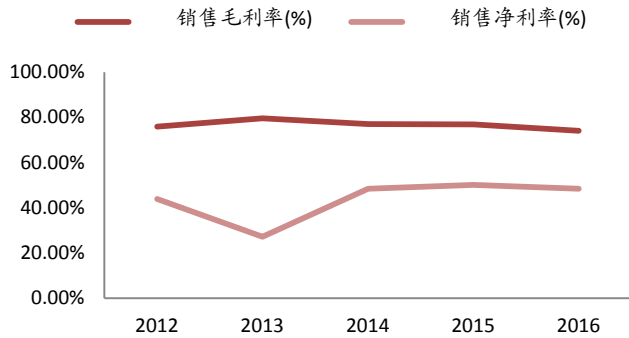
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

从盈利能力上来看，公司的毛利率和净利率在较长时间内都为维持在较高的水平，2012-2016 年的销售毛利率均值为 76.75%，销售净利率均值为 43.66%，远高于毛利率约 40%、净利率约 10%的医疗器械行业平均水平，体现出公司

业务所处的细分市场格局良好，市场定价能力强。其中 2013 年销售净利率有较大的波动并非业务层面的影响，而是因股份支付产生的约 1,900 万元的非经常性损益导致，如果剔除该项对当期管理费用的影响，销售净利率水平仍处于正常水平。

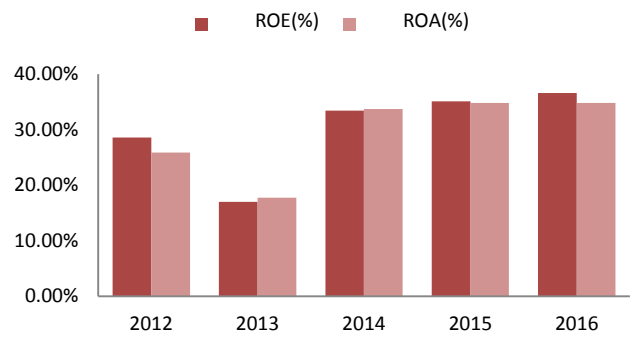
从投资回报率的角度来看，公司由于较低的杠杆率，使得 ROE 和 ROA 比较接近，2012-2016 年的 ROE 均值和 ROA 均值分别为 30.16% 和 29.42%，处于较高的投资回报水平。其中 2013 年产生波动的主要原因是由于当年公司增资 5,100 万元，导致当期净资产大增，回报率被摊薄。而 2014 年之后 ROE 和 ROA 再次恢复高增长，表现出公司可持续的强大盈利能力。

图 5：2012-2016 年销售毛利率和销售净利率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

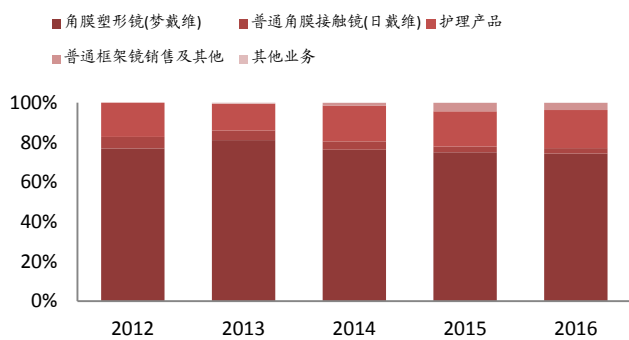
图 6：2012-2016 年 ROE 和 ROA 情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

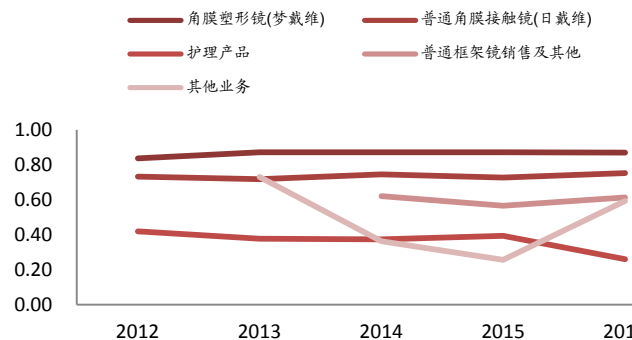
从业务板块的角度看，角膜塑形镜（梦戴维）在公司业务中占主导地位，业务占比约为 80%，也是对公司业绩影响最大的产品，目前公司在该细分领域处于龙头地位。主要业务板块的毛利率比较稳定，其中护理产品的毛利率在 2016 年出现下滑，主要原因是护理产品的商业模式是外购代销，上游供应商提价导致毛利率有所下降，随着未来募投项目中护理产品产能达产，有望使得该业务板块的毛利率得到回升。

图 7：2012-2016 年各业务板块销售占比



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 8：2012-2016 年各业务板块毛利率水平

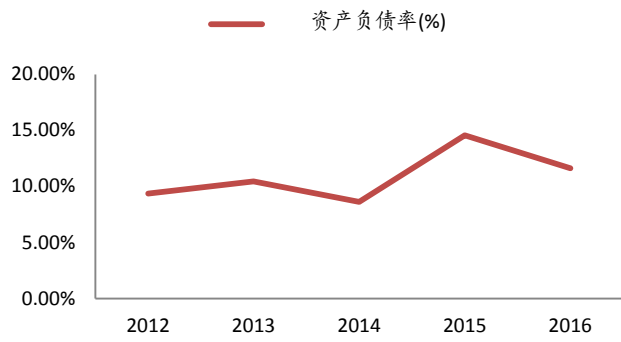


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

此外，公司的资产负债率一直较低，长期保持在 10%-15%，财务负担极小。而经营活动产生的现金流非常健康，2012-2016 年销售商品和劳务收到现金占营业收入的比重一直维持 100% 以上。

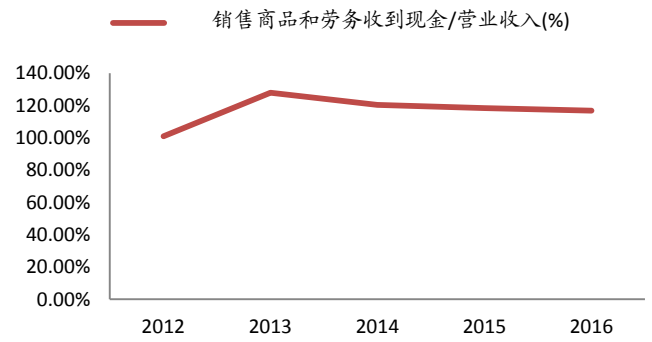


图 9：2012-2016 年资产负债率水平



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 10：2012-2016 年销售商品和劳务收到现金/营业收入(%)

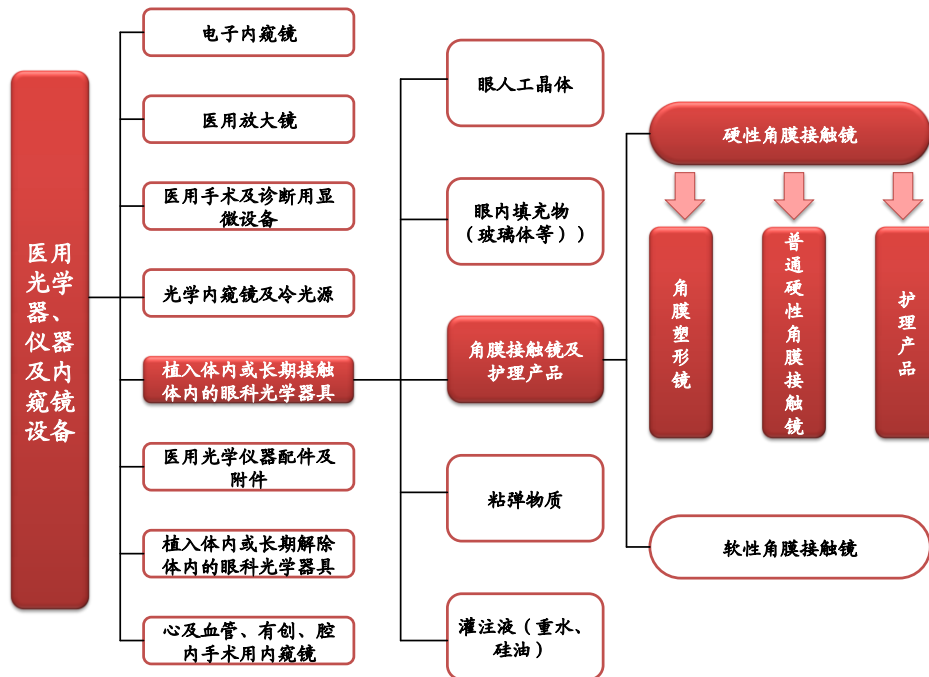


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## 2. 在好的赛道上飞奔：行业优势赢在起点

欧普康视是 2017 年 A 股新上市的医疗器械公司，主营业务为角膜接触镜及相关的护理产品。其中角膜塑形镜是一种具有特殊塑形功能的硬性角膜接触镜，主要的临床应用是采用非手术方法对角膜进行矫形治疗，实施可调控的、可逆的程序化塑形，降低角膜屈光度，提高裸眼视力，控制近视发展。

图 11：欧普康视主营业务行业所属



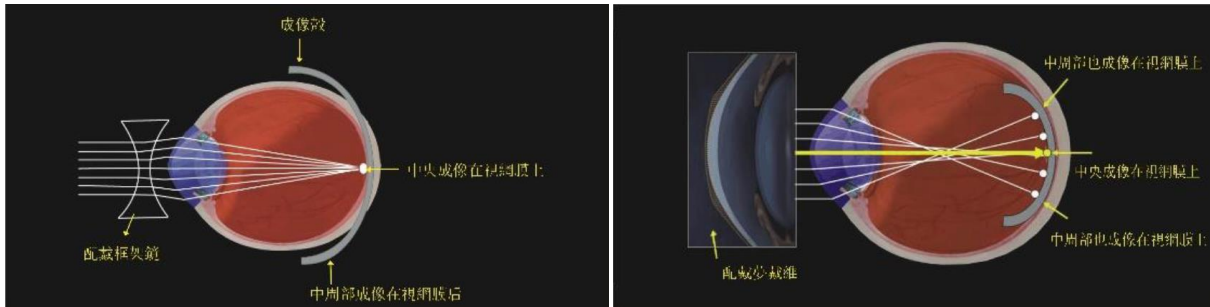
资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

### 2.1. 角膜塑形镜行业简介

角膜塑形镜又称“OK 镜”，美国 FDA 在 2002 年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，也就是通常所说的第四代角膜塑形镜，开始进入临床应用。而国内硬性角膜接触镜行业的发展时间较短，尤其是具有特殊塑形功能的角膜塑形镜，市场认知程度相比欧美国家要低很多，所以行业发展仍处于初级阶段，行业监管、产业链配套仍不成熟完备，市场成长还有较大空间。

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，眼轴缩短从而实现取下镜片后的一段时间内，角膜仍可以维持改变后的形状，从而暂时降低甚至消除近视的度数。

图 12：角膜塑形镜工作原理



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

角膜塑形镜是一种会对角膜产生一定压力的硬性接触镜，而不是软性接触镜那种凹透镜，所以佩戴时视力并不会特别清楚，所以一般都是在晚上睡眠时使用，而且硬性接触镜与角膜并非紧密接触，有足够的眼泪冲洗，安全性较高。

## 2.2. 角膜塑形镜的市场空间有多大？

角膜塑形镜的适用人群为 8-18 岁的青少年，根据国家统计局每年新出生人口数据，以 2017 年为 18 岁人口的基准年向前倒退计算，目前 8-18 岁人口为 2000-2010 年出生人口的总和，约为 17,526 万人。根据教育部 2014 年全国学生体质与健康调研结果，小学生视力不良检出率为 45.71%，初中生为 74.36%，高中生为 83.28%。因此，把 2000-2010 年出生的人口分为 2000-2004 年出生的小学生组，2005-2007 年出生的初中生组以及 2008-2010 年出生的高中生组，分别按视力不良检出率估算，得到三组人群检出有近视的人数分别约为小学生 3,620 万人、初中生 3,566 万人和高中生 4,007 万人，合计 11,193 万人。根据中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会的数据，2015 年角膜塑形镜的进口量约为 54 万副，同期国内品牌欧普康视的销量约为 10 万副，合计 64 万副。因此，从存量市场估算，渗透率约为 0.57%，潜在市场空间巨大。

表 1：2017 年 8-18 岁检出近视患者人数估算

出生年份	出生人数	组别	近视检出率	检出近视患者
2000 年	1379 万人			
2001 年	1702 万人			
2002 年	1647 万人	小学生	45.71%	3,620 万人
2003 年	1599 万人			
2004 年	1593 万人			
2005 年	1617 万人			
2006 年	1584 万人	初中生	74.36%	3,566 万人
2007 年	1594 万人			
2008 年	1608 万人			
2009 年	1615 万人	高中生	83.28%	4,007 万人
2010 年	1588 万人			
<b>合计：</b>	<b>17,526 万人</b>			<b>11,193 万人</b>

资料来源：国家统计局、教育部、浙商证券研究所

从出厂价口径看，公司 2013-2016 年的直销价格和经销商供货价大概存在 30%左右的价差。根据 2013-2016 年直销和经销的销售收入占比对出厂价计算加权平均值，分别为 737.82 元/片、749.75 元/片、758.20 元/片、803.68 元/片，

再计算四年数据的算数平均值, 则粗略估算出厂价的均值为 762.36 元/片, 假设渗透率为 100% 的极限情况 (并非是会达到的渗透率假设, 而是用于估算潜在市场规模), 每个患者需要一副两片镜片, 则潜在市场规模约为 1706.53 亿元。

**表 2: 公司 2013-2016 年角膜塑形镜出厂价均值估算**

年份	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年	
	价格 (元/片)	销售权重	价格 (元/片)	销售权重	价格 (元/片)	销售权重	价格 (元/片)	销售权重
经销价格	573.67	60.75%	619.62	65.03%	645.97	69.21%	689.58	69.56%
直销价格	991.88	39.25%	991.75	34.97%	1010.46	30.79%	1064.42	30.44%
加权平均价格 (元/片)	737.82		749.75		758.20		803.68	
算数平均价格 (元/片)	<b>762.36</b>							

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

考虑到角膜塑形镜的使用年限一般为 1.5-3 年, 所以取平均使用年限为 2.25 年, 则渗透率 100% 的极限假设下, 每年新增的更换需求约为 4,974 万副, 短期来看, 每年新增人口数量的波动较小, 所以假设每年新增人口数量为恒定值, 那么刚到 8 岁的新增需求和 18 岁以后退出的需求正好抵消, 所以存量市场的更换需求即为每年增量市场的需求规模。根据角膜塑形镜进口量和国内销量的数据估算, 2013-2016 年的渗透率复合增速为 33.10%, 考虑渗透率仍然极低, 增长不受存量规模影响, 则根据历史增长数据, 假定未来 5 年 2017-2021 年的渗透率复合增速不变且出厂均价复合增速为 2.89%, 则预计到 2021 年, 渗透率可达到 3.04%, 年新增需求约 151 万副, 出厂价口径的市场规模约为 28.03 亿元。

**表 3: 公司 2013-2016 年角膜塑形镜出厂价均值估算**

	2017 年 (E)	2018 年 (E)	2019 年 (E)	2020 年 (E)	2021 年 (E)
出厂价 (元/片)	826.92	850.83	875.42	900.74	926.78
CAGR=2.89%					
渗透率	0.97%	1.29%	1.71%	2.28%	3.04%
CAGR=33.10%					
年新增需求 (万副)	48	64	85	113	151
增量市场规模 (亿元)	7.98	10.92	14.89	20.43	28.03

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

## 2.3. 行业竞争格局良好

### 2.3.1. 上下游议价能力

欧普康视的主要供应商为博士伦, 采购的商品主要为角膜塑形镜的镜片材料和护理液, 2013-2016 年的采购金额占整体采购金额的占比均值为 87.77%。由于博士伦是镜片原材料全球最主要的供应商, 所以公司对于上游供应商的议价能力比较弱, 尤其是毛利率相对较低的护理产品, 上游涨价以后直接导致公司 2016 年该业务的毛利率下降了约 10%。但是从公司的业务结构占比来看, 护理产品只占营业收入的 18% 左右, 且毛利率较低, 实际对净利润贡献的影响较小, 未来镜片护理液 80 万套及冲洗液 200 万瓶产能达产后, 将降低对于护理产品的外购依赖, 削弱供应商的议价能力。而镜片原材料虽然供应商单一, 但是由于产品毛利率极高且镜片原材料采购金额占总体成本的比例也较低, 约为 20-27%, 所以镜片原材料在售价中的占比只有约为 2-3%, 对于净利润的影响同样非常小, 同时, 公司已具备镜片原材料的生产技术储备, 一旦价格上涨到高于自产成本, 公司仍可通过自产原材料来控制生产成本。

**表 4：2013-2016 年博士伦采购金额占比**

	2013	2014	2015	2016
博士伦占总采购金额的比例	92.82%	82.25%	87.66%	88.34%
XO 镜片采购金额占总采购金额的比例	22.25%	21.69%	27.98%	18.45% (E)

资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

所以整体而言上游供应商有较强的议价能力，但对公司净利润的实际经营影响较小。

此外，博士伦从上游进入下游参与竞争的可能性也较低，因为博士伦在角膜接触镜领域主要生产软镜，而软镜是大规模生产的标准化产品，依靠规模效应降低成本提高收益，且销售渠道不需要通过医疗机构，这和主要通过医疗机构销售、定制化非标产品的硬镜在技术路线上是完全不同的，而且目前博士伦在国内市场也没有硬镜的批件。所以对于博士伦而言，进入该领域的生产成本、时间成本和营销成本都需要重新投入，且现阶段的市场规模也不够大。

下游的直接客户主要是经销商和终端医疗机构，由于行业集中度较高，而下游客户数量众多且比较分散，议价能力较弱。

### 2.3.2. 良好的竞争格局铸就定价权

目前，国内市场的角膜塑形镜品牌共有 8 个，其中 1 个是欧普康视，其他 7 个为进口品牌，包括 1 个是台湾品牌，1 个韩国品牌，3 个美国品牌，1 个荷兰品牌和 1 个日本品牌。欧普康视和台湾品牌的终端售价比较接近，价格区间约为 4,000-8,000 元，进口品牌的终端售价则约为 10,000-14,000 元。根据中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会的数据，2015 年角膜塑形镜的进口量约为 64 万副，国产品牌欧普康视的销量约为 10 万副，因此推算公司市占率约为 15.63%，属于行业龙头，竞争格局良好。

**表 5：角膜塑形镜主要竞争品牌**

类别	公司	品牌来源
国产	欧普康视	大陆
	台湾亨泰	台湾
进口	C&E GP Specialists	美国
	Lucid Korea Co., Ltd	韩国
	Procornea Nederland B.V.	荷兰
	株式会社アルファコーポレーション	日本
	Euclid Systems Corporation	美国
	PARAGON VISION SCIENCES Inc.	美国

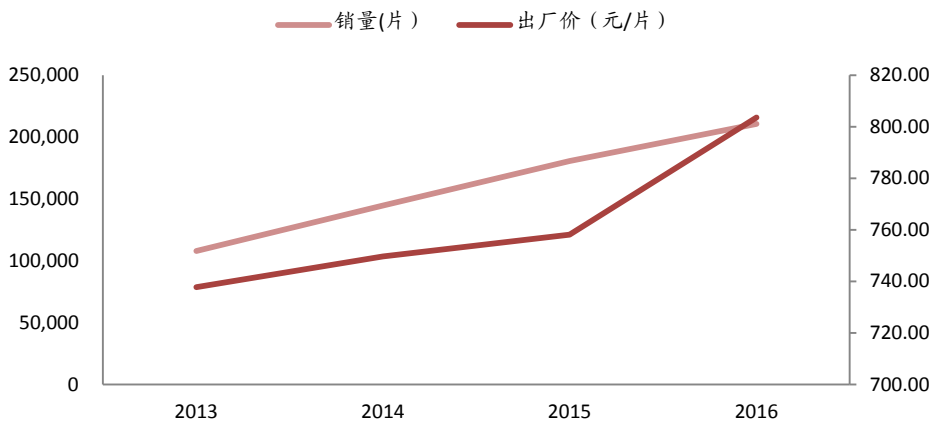
资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

此外，相对于所有竞争对手，公司产品在适用范围上也具有明显优势，根据 CFDA 的产品注册信息，目前只有梦戴维产品能实现最高降 600 度的效果，在高度近视患者的竞争中，同样存在技术上壁垒。

我们认为，良好的行业竞争格局最后体现在定价权上。而定价权则具体表现在高的毛利率和净利率、良好的现金流和回款以及需求对于提价的刚性表现。

公司 76.75% 的平均销售毛利率和 43.66% 的平均销售净利率，长期 100% 以上的销售商品和劳务收到现金占营业收入占比，收入占比 10% 左右的应收账款和应收票据都表现出公司对于下游极强的定价权。而 2013-2016 年的小幅提价对于销量增长的影响几乎可以忽略。

图 13: 2013-2016 (E) 年出厂价与销量



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

## 2.4. 行业驱动因素

从短期来看, 由于市场准入的壁垒较高, 导致业内竞争者寥寥无几, 面对庞大的潜在需求, 市场渗透率仍然较低, 所以对于现阶段的行业竞争而言, 得注册证者得天下, 竞争态势更多呈现各家厂商跑马圈地共同做大市场蛋糕的阶段。

从长期来看, 医疗器械行业市场终端市场过于分散, 等到行业参与者足够多的时候, 参照其他医疗器械子行业的发展演进路线来看, 竞争态势将会从注册证这种的市场准入竞争转变为渠道为王, 但是从目前市场准入情况看, 市场参与者短期内无法大规模进入, 所以公司的竞争壁垒将继续保持至少 3-5 年。

### 3. 差异化的竞争优势

#### 3.1. 现有业务竞争优势明显

除了处在良好的赛道上之外，公司本身在同业竞争中也具备明显的差异化竞争优势，进而强化公司的市场定价权和竞争壁垒。

##### 3.1.1. 硬镜领域产品线齐全

公司现有的产品包括角膜塑形镜“梦戴维”、普通硬性角膜接触镜“日戴维”、圆锥角膜/散光镜“华锥”以及护理产品，其中“梦戴维”是公司目前的核心产品。

##### 3.1.1.1. 角膜塑形镜——梦戴维

“梦戴维”主要针对 8-18 岁的青少年近视患者，患者通过在睡眠状态下佩戴“梦戴维”8-10 个小时后，可以在日间减低甚至消除近视的度数，使其裸眼视力恢复至正常水平，可以在不佩戴眼镜的情况下进行日常生活。患者只需在医院或者专业的视光中心进行验配光，医生或视光师会将获取的患者验配光参数提供给公司，而公司则采用高透氧性原材料进行完全个性化定制的设计制造。

图 14：角膜塑形镜工作原理



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

除了暂时性降低甚至消除近视度数之外，“梦戴维”还能够有效遏制近视的加深，对青少年患者保护视力有重要帮助。因为佩戴“梦戴维”之后，眼角膜中央区域几何形状变平且球面化，入射光在角膜中央区及中周部均重新聚焦或接近聚焦在视网膜上，遏制了眼轴进一步加长，是当前非手术近视矫正与控制的有效方法。而且相比于屈光手术，“梦戴维”能够适用于更广泛的年龄区间，尤其是 8-18 岁的青少年近视患者。

表 6：梦戴维角膜塑形镜适用人群

适用人群	要求
年龄	8 岁以上
眼科疾病	无眼病、无干眼、无免疫功能问题
近视度数	600 度以下
角膜散光	175 度以下
角膜平坦 K 值	大于 39D，小于 46D
眼压	大于 12，小于 21
瞳孔	大小正常

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

此外，角膜塑形镜在患者每天使用 8 小时的情况下，使用寿命一般为 1.5-3 年，使用习惯、保养成都、视力变化等因素会影响角膜塑形镜的使用寿命长度，每片总的使用时长约为 4,380-8,760 小时。

**表 7：梦戴维和手术治疗的对比**

项目	手术	梦戴维
年龄	18 岁以上，度数稳定 1-2 年	8 岁以上，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，改变角膜的促进角膜中央区扁平化、合理恢复角膜的形状	形状、降低角膜屈光度
近视控制	无	有效遏制近视度数的加深
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

资料来源：公司招股说明书、浙商证券研究所

“梦戴维”的销售收入占比在 2016 年达到了 74.33%，毛利率高达 87.08%，对现阶段公司的业绩产生决定性的影响。截至到 2016 年，公司角膜接触镜的产能为 22 万片，基本满产，其中梦戴维约占产能的 90%。而产能也是目前该产品最大的瓶颈，预计 2017 年公司将有部分新产能投产，缓解一定的产能压力，而募投项目年产 40 万片角膜塑形镜产能达产以后，将大幅提升“梦戴维”的销量提升空间。

### 3.1.1.2. 硬性角膜接触镜——日戴维与华锥

“日戴维”属于普通的硬性角膜接触镜产品，主要适用于 600 度以上高度近视、角膜散光超过 100 度、两眼读书差别超过 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，能够帮助患者在佩戴时矫正视力回复至正常水平。

相对于应用较为广泛的软性角膜接触镜而言，硬镜镜片形状相对固定，泪液交换顺畅，安全性较高，且透氧性和成像效果也较好。

**表 8：日戴维和软性角膜接触镜的对比**

项目	日戴维	软性角膜接触镜
泪液交换	镜片形状相对固定，在角膜上滑动，泪液可以交换	镜片附着在角膜上，阻碍泪液交换
透氧性	具有透氧性	大部分透氧性较差
视力	成像效果好	眨眼睛时软镜可能会移位
佩戴舒适度	需要一定的适应期	适应期较短
耐用性	由硬质材料制成，不易受损，表面有划痕可再次抛光翻新	较容易受损

资料来源：公司招股说明书、浙商证券研究所

“华锥”则是特殊角膜接触镜镜片，是“日戴维”下属于品牌，采用行业先进的多段内弧设计，主要适用于具有圆锥角膜患者的佩戴，公司该产品拥有专利。

硬性角膜接触镜产品目前占销售收入的比重非常低，约 3% 左右，毛利率也比较高，约为 75%，但其相对软镜的优势以及软镜的巨大市场而言，该产品的潜在市场同样巨大。

### 3.1.1.3. 护理产品

此外，公司以直接外购的模式，经营护理产品，作为镜片的配套产品进行销售，该产品的销售收入占比在 2016 年达到了 19.19%。其中主要包括舒润液、护理液等。由于公司并不直接生产护理产品，毛利率相比与角膜接触镜产品



而言要低很多，而且没有壁垒，对于终端市场的议价能力较弱，成本传导能力较差，采购成本上升对于毛利率下降的影响明显。护理产品 2016 年的毛利率大幅下降超过 10 个点主要就是采购成本上升导致的。

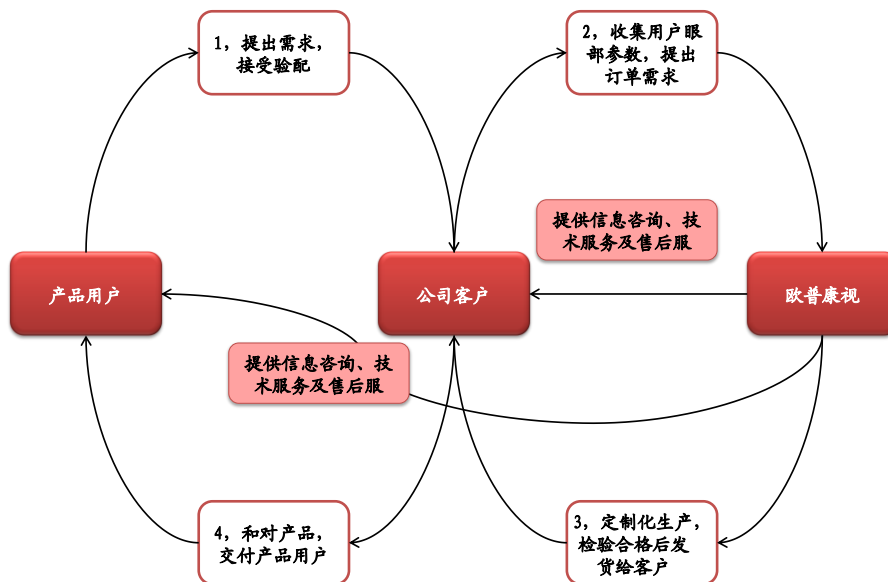
从销售规模上看，该产品是公司销售体量第二大的产品，未来随着角膜接触镜产品市场规模的扩大，护理产品的需求量也会大量增加，预计公司募投项目新增产能达产后，将拥有镜片护理液 80 万套及冲洗液 200 万瓶的生产能力，或将成为公司新的业绩增量。

### 3.1.2. 商业模式

#### 3.1.2.1. 盈利模式：存量与增量相长

公司的商业模式主要是通过自建团队和经销商团队开发搭建以医院、眼视光中心为销售终端的营销网络，患者需求的引导和销售达成主要由专业的眼科医生完成，随后患者在眼视光中心进行验配光，公司根据所得的参数，为患者个性化定制角膜塑形镜，生产的周期一般为 5-7 天，最后患者在医院拿到镜片，完成一次完整的销售，同时再根据患者需求配售一些护理产品提高客单价。

图 15：欧普康视销售模式示意图



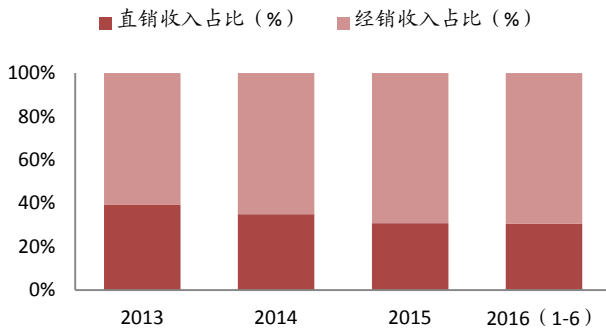
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

在这个商业模式中，主要的赢利点在于高毛利的角膜塑形镜低频消费和低毛利的护理产品高频消费，两个产品线在功能上协同性极强，销售发生的场景一致，关联程度高。

虽然公司的直接客户都是医院和经销商，属于 B2B 的模式，但在实际运营中，公司同样需要高度关注 C 端患者的患者教育和服务。因为，角膜塑形镜更换的周期约 1.5-3 年，定期复查的周期为 1-3 月，两大产品线在客户的使用生命周期里都存在重复购买的需求，需要通过专业的售后服务和稳定的产品品质提高客户黏性。

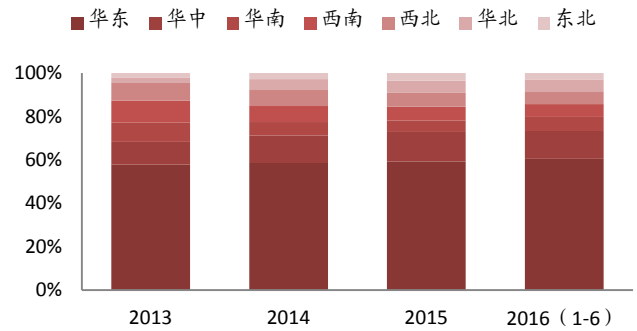
营销上采用直销和经销并行的模式，其中直销的比例约为 30%，经销的比例约为 70%，面对巨大的国内市场和较大的地区差异，经销和直销兼顾的方式对于快速拓展市场是高效的选择，随着上市之后，资金实力的增强，预计跨区域扩张会进一步加速，经销收入占比可能会进一步扩大。从销售区域上看，华东区是公司的核心销售区域，销售收入占比约为 60%，由于华东区的消费能力较强，公司资源在该区域又相对集中，预计未来该区域的营销模式更偏重提升终端的覆盖率与渗透率。目前，公司设计和生产的硬性角膜接触镜已经进入 600 多家医院验配点，累计验配超过 50 万例。

图 16：2013-2016（1-6 月）直销和经销收入占比



资料来源：公司招股说明书、浙商证券研究所

图 17：2013-2016（1-6 月）各销售区域收入占比

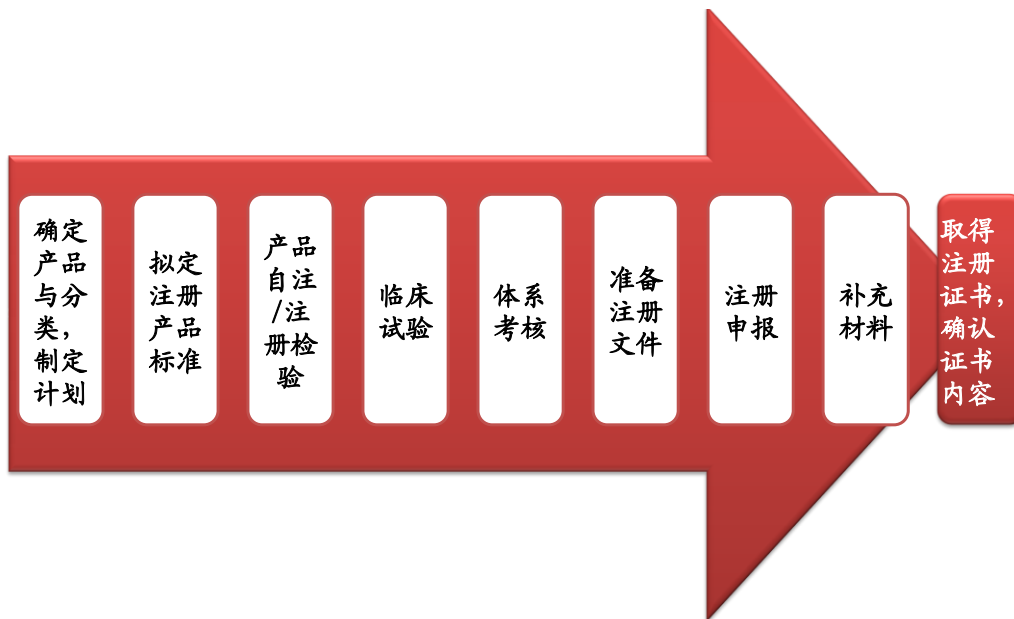


资料来源：公司招股说明书、浙商证券研究所

### 3.1.2.2. 市场准入壁垒高

角膜塑形镜属于第三类医疗器械，申报《产品注册证》需要申请准备、产品试制、注册监测、标准建立、注册检验、临床试验、注册申报、材料审批等一系列步骤，预计一般需要耗费 3 年以上的时间。而生产工艺提升、患者数据累积、渠道构建等事宜还需至少花费 2 年以上的时间，而自公司 Pre-IPO 至今 3 年仍未在 CFDA 数据库上查询到大陆地区有新的竞争者出现，所以预计在未来的 3-5 年国内难以产生与欧普康视匹敌的新竞争对手。

图 18：获取医疗器械产品注册证流程示意图



资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

公司是中国大陆地区唯一同时取得角膜塑形镜和硬性角膜接触镜产品注册证的机构，并拥有一系列与硬性角膜接触镜设计和生产相关的完全自主知识产权。

### 3.1.2.3. 先发优势进一步提升竞争壁垒

作为大陆地区唯一的角膜塑形镜生产厂商，同时也是该领域率先上市也是唯一上市的公司，先发优势明显，并逐渐形成市场准入壁垒之外新的竞争壁垒。

首先是产业累积上的先发优势，定制化非标产品的商业模式决定了，生产技术和工艺的提升很大程度上依赖于在满足不同患者个性化需求时，累积和沉淀下来的大量临床使用经验和数据，而公司至今已累计验配超过 50 万例。这个数据库的累积不是新的市场进入者可以简单模仿和获取的，这些宝贵的数据资源为公司不断进行技术研发、产品创新和工艺提升打下坚实基础，并逐步转化为研发和技术壁垒。公司 2016 年新取得发明专利 2 项，实用新型专利 3 项，软件著作权 2 项，推出了技术升级版的新型镜片：梦戴维 IV-E，使得角膜塑形镜定位弧区的曲率半径可以根据对应部位的角膜形态连续改变，成品镜片与用户的角膜在定位弧区更加吻合，更加适合每一个配戴者，泪液交换更加流畅，使用安全性和舒适度同步提高。而 2017 年上半年则取得 1 项专利授权，并建立了业内领先的镜片实验室。

其次是渠道拓展上的先发优势，对于角膜塑形镜定制化生产的商业模式来说，公司在终端销售网络的模式不是招商和渠道压货，而是要积极调动经销商和专业眼科医学机构的积极性，实现真正的动销而不是压库存，事实上，定制化的产品也无法压库存；同时，对于终端的技术支持、培训和服务也要比一般的医疗器械更为频繁。因此，约 75% 以上的毛利空间和频繁的互动，不断强化终端渠道的粘性。而医疗器械行业极为分散的终端客户以及医疗机构对最终购买者强势的影响力，决定了渠道的规模和粘性将是一条长期而高企的竞争壁垒。截至到 2016 年，公司的经销商数量约为 300 家，产品已进入 600 多家医院的验配点，并计划每年增加 100 个以上的验配点。

再其次是品牌塑造上的先发优势，角膜塑形镜的使用者有长达数年的使用时间，而且是高频的使用方式，终端售价又比较高昂，所以患者对于产品的安全性、用户体验、售后服务有多层次的需求，患者在对专业信息缺乏自主判断能力的时候，医疗机构的专业意见和品牌美誉度都会对患者构成有效的影响力。同时，在使用过程中，产品的体验反馈非常直观，患者的口碑又能反过来影响品牌的美誉度。对于上市的前发优势而言，上市公司的属性给欧普康视品牌注入了极大的知名度和公信力，是公司树立品牌的绝好契机，再借助不断壮大的服务网络和技术支持，和依靠进口的其他品牌在服务能力上拉开差距，提升品牌价值，形成口碑效应。品牌无论对于目前的进口竞争者，还是未来可能进入行业的国产竞争者，都是一条难以跨越的护城河。从公司近年的客户调研数据看，重复购买率约为 70%。

最后是投融资上的先发优势，相对于未上市公司而言，上市公司无论是在股权融资还是债权融资上，能力都远胜非上市公司，相对低的资金成本和灵活的兼并收购方式，都使得公司在做大规模、产品扩容、产能投放等事宜上，比非上市的竞争对手具备明显的先发优势。目前公司在 2017 年初刚刚上市融资，在手现金充沛，而总股本只有 1.22 亿，资产负债率不到 8%，资金筹措的空间游刃有余。

## 3.2. 增量业务助力整体业绩增速

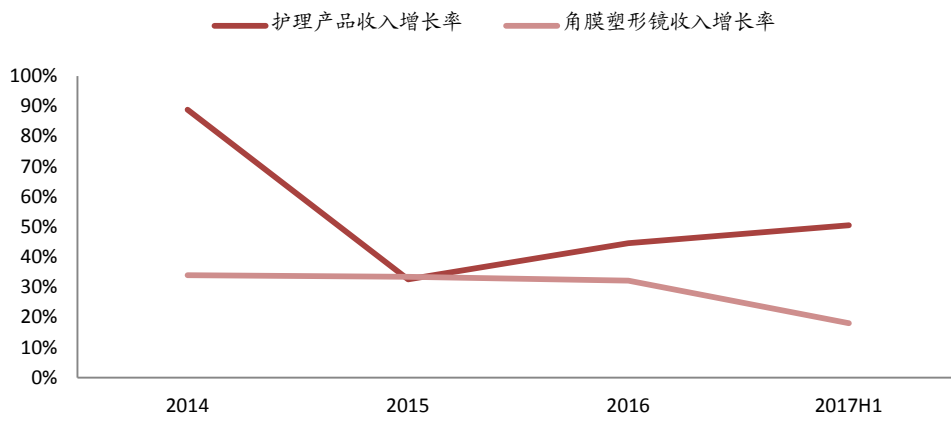
公司未来的增量业务主要来源于三个方面：第一，产品更替需求和长期使用的护理产品需求随存量市场扩容而加速增长；第二，产品线扩容；第三，杠杠效应放大收益。

### 3.2.1. 存量市场扩容加速整体需求增长

从前文产品的使用特性和商业模式分析可以发现，市场需求的增长除了每年新增目标患者和渗透率提升外，还存在于已使用产品的存量客户每 1.5-3 年的角膜塑形镜更换需求和长期的耗材使用需求，而这两项需求对于角膜塑形镜的使用患者而言是刚性的。由于目标患者是 8-18 岁的青少年，即使在产品的使用过程中，保养做的非常细致，但仍会因为生长发育的原因，产生替换需求。而且随着渗透率提升，存量客户绝对数量的增长，产品更替的需求会呈加速上涨的状态。

同时，随着存量客户数量的增长，护理产品的销量增速明显高于角膜塑形镜，而且会在未来表现的更加明显。

图 19：角膜塑形镜和护理产品收入增长率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

### 3.2.2. 产品线扩容

从产品线扩容的角度看，确定性较大的是 2016 年参股的广州卫视博，公司股权占比为 9.01%。这是公司上市之前就参与的股权投资。

广州卫视博生物科技有限公司成立于 2007 年，拥有万级洁净车间，研发的核心产品为折叠式人工玻璃体，属于 III 类医疗器械，是世界上第一个玻璃体的人工器官，可以精细模拟患者眼球玻璃体的结构，很好维持眼压，阻止眼球萎缩，被评为 2015 年眼科十大成就之一。发表国际论文 21 篇，拥有中国、美国、俄罗斯、日本和欧盟等专利 22 项。获得了欧盟 CE 证书和 ISO13485 证书，产品已在英国、比利时、希腊、土耳其 4 国完成 9 位患者的植入手术，临床随访结果显示，产品效果良好。该产品由广州卫视博生物科技有限公司和中山大学中山眼科中心联合研发和攻关，耗时十多年，临床试验在国内著名的 9 家三甲医院进行，共有 137 位患者参与了临床试验，临床观察时间 5-8 年。

图 20：折叠式人工玻璃体



资料来源：卫视博官网、浙商证券研究所

图 21：折叠式人工玻璃体置入手术示意图



资料来源：卫视博官网、浙商证券研究所

折叠式人工玻璃体主要由球囊、引流管和引流阀组成。球囊折叠植入到玻璃体腔后，通过引流阀向球囊内注入硅油，恢复眼压，支撑视网膜。球囊是通过计算机精细模拟人眼玻璃体制作而成，确保产品的球囊和玻璃体腔相吻合，并且通过引流管与引流阀相连接。产品是定位于硅油与义眼之间的中间产品，用于严重视网膜脱离患者的眼内填充，不能用现有的人工玻璃体进行治疗；严重的单眼孔性损伤，严重的视网膜或脉络膜的分离，视网膜破裂或视网膜脉络膜的出血等症状，患者使用后外观与正常眼比较几乎无差异。

2017年8月1日,广州卫视博生物科技有限公司发布公告,其生产的“折叠式人工玻璃体球囊”获得国家食药监总局准产注册批件,可以进入临床使用。欧普康视将负责折叠式人工玻璃体产品在中国的推广和销售,未来或将成为公司新的高壁垒增量业务。

### 3.2.3. 杠杆效应放大收益

通过简单的杜邦分析,我们可以发现,公司多年来的高增长主要是由高毛利驱动的,而非高杠杆,这是一种非常健康的增长模式。实际上,公司无论是财务杠杆和经营杠杆都是极低的,从公告的2013-2016年的财报数据看,公司既没有短债,也没有长债,完全靠内生的造血功能和回款良好的现金流实现增长与发展,财务状况和资本结构安全性高。

**表 9: 财务报表杜邦分析**

	2013	2014	2015	2016
资产总计(万元)	16,291.51	21,019.10	29,680.40	35,750.15
负债合计(万元)	1,705.66	1,810.87	4,326.97	4,156.04
股东权益(万元)	14,585.84	19,208.24	25,353.43	31,594.11
净利润(万元)	2,480.00	6,293.61	8,835.19	11,389.14
ROE (%)	17.00%	32.77%	34.85%	36.05%
ROA (%)	15.22%	29.94%	29.77%	31.86%
资产负债率(%)	10.47%	8.62%	14.58%	11.63%
权益乘数	1.12	1.09	1.17	1.13
销售净利率(%)	27.25%	48.46%	50.13%	48.46%
资产周转率(倍)		0.70	0.70	0.72

资料来源: 公司招股说明书、浙商证券研究所

从财务杠杆的角度看,公司的权益乘数均值约为1.1,杠杆率极低,导致ROA和ROE比较接近。考虑到公司定价能力强,竞争壁垒高,所以假定销售净利率保持稳定,同时,因为公司商业模式也比较确定,所以假定总资产周转率也比较稳定,那么未来公司完全可以通过放大权益乘数,提高财务杠杆来扩大收益。

## 4. 盈利预测与假设条件

### 4.1. 估值

截止到 2017 年 8 月 29 日收盘，欧普康视的股价是 49.68 元/股，对应 PE (TTM) 为 46.94X，远低于 SW 医疗器械板块 79.14X 的平均 PE (TTM)，相对于板块的估值折价率为 40.68%；由于公司在 A 股市场上属于稀缺性的细分子行业龙头，没有完全同行业的可比公司作为估值的对标公司，所以在可比公司估值上选择了医疗器械子板块中，市值在 50-100 亿元之间，且主营业务相对比较集中的标的作为对标的可比公司。

**表 10：可比公司估值一览**

代码	简称	最新价	总市值 (亿)	P/E			
				TTM	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31
	均值		<b>68.12</b>	<b>64.09</b>	<b>48.88</b>	<b>33.44</b>	<b>25.24</b>
300206	理邦仪器	8.80	51.48	97.84	69.05	43.47	28.83
300238	冠昊生物	25.37	67.27	88.95	58.99	30.99	24.15
300439	美康生物	20.66	71.90	38.54	32.49	24.50	19.35
300326	凯利泰	9.04	64.63	34.44	28.10	22.95	19.13
300206	理邦仪器	8.80	51.48	97.84	69.05	43.47	28.83
<b>300595</b>	<b>欧普康视</b>	<b>49.68</b>	<b>60.81</b>	<b>46.94</b>	<b>40.88</b>	<b>30.97</b>	<b>23.88</b>
300633	开立医疗	24.39	97.56	57.16	56.26	44.43	36.04
300298	三诺生物	19.60	79.83	51.04	36.24	26.78	21.73

资料来源：wind（截止 2017 年 8 月 29 日）、浙商证券研究所

从可比公司的估值情况看，欧普康视 46.94X 的 PE (TTM) 同样低于 64.09X (TTM) 的可比公司均值，估值折价率为 26.76%。所以公司的相对估值比较合理。

从 PEG 的角度看，根据盈利预测，在不考虑外延并购的情况下，2017-2019 年的公司归母净利润复合增速预计为 34.20%，对应于 2017 年 41.02X 的 PE，PEG=1.19，估值也在合理区间，而且作为高成长的稀缺标的，理应享受一定的估值溢价。

综上所述，我们认为欧普康视的估值属于合理区间。

### 4.2. 假设条件

1. 角膜塑形镜是公司的主营业务，目前 22 万片/年的产能已经满产，预计新增募投项目的 40 万/年产能将在 2017 年下半年开始的几年内逐步达产，由于产能是主要限制因素，所以以产能为销量锚定的基础，假设 2017-2019 年的销量为 28 万片、35 万片、46 万片，因为公司尚处在渠道扩张的阶段，商业模式上需要与渠道商捆绑利益，所以假设出厂价基本保持稳定或小幅微涨；预计原材料价格、人力成本变动等因素 2017-2019 年略有上涨。此外，公司是大陆唯一拥有角膜塑形镜产品注册证的生产企业，根据当下可获得同类产品注册信息来看，预计未来的 3-5 年内市场上难有国产品牌参与竞争，市场准入壁垒带来的高毛利仍将保持稳定，所以假设 2017-2019 年角膜塑形镜的毛利率为 87%、87%和 86%；
2. 护理产品的商业模式是以代销博士伦的产品为主，其中包括往年已购买角膜塑形镜产品客户的存量市场和每年新增客户的增量市场，销量增长应高于角膜塑形镜的增长，所以假设 2017-2019 年护理产品的销售收入增速为 40%、45%、45%，而随着募投项目中镜片护理液、冲洗液等产品线的投产，自产产品销量将在护理产品销量中提升占比，导致毛利率逐步上升，所以假设护理产品 2017-2019 年的毛利率为 26%、28%、30%；

3. 公司尚处在市场开拓和渠道扩张的阶段, 预计销售费用的收入占比相对稳定, 而随着上市以后, 品牌溢价对于终端和渠道的支持, 预计将提升销售费用的效率, 所以假设 2017-2019 年的销售费用收入占比为 13%、11%、10%;
4. 管理费用上, 公司研发战略主要还是集中在现有产品线上, 预计投入比较稳定, 假设 2017-2019 年的管理费用收入占比为 6.5%、6.3%、6.1%;
5. 财务费用上, 公司上市后在手现金充沛, 定制化的生产模式, 存货和运营对资金占用很少, 资产负债率只有 7%, 财务负担小, 短期对于利润是正贡献。
6. 考虑到公司主营业务的研发壁垒和持续的研发投入, 假设 2017-2019 年的税率仍享受高新技术企业的税收优惠政策;
7. 暂不考虑外延并购。

### 4.3. 盈利预测与投资评级

我们中长期看好公司基本面, 以及稀缺性带来的估值壁垒和高增长快速消化估值的能力, 预计 2017-2019 年公司净利润为 1.48 亿元、2.04 亿元、2.68 亿元, 同比增长 29.99%、37.56%、31.42%, 对应 EPS 为 1.21、1.67、2.19 元/股, 首次覆盖给予增持评级。

**表 11: 欧普康视收入预测表**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>角膜塑形镜</b>								
出厂价 (元)		684.55	684.55	731.69	801.34	<b>801.34</b>	<b>841.41</b>	<b>841.41</b>
销量 (万片)		10.79	14.46	18.06	21.80	<b>28.00</b>	<b>35.00</b>	<b>46.00</b>
销售收入 (百万元)	52.63	73.87	98.99	132.13	174.69	<b>224.38</b>	<b>294.49</b>	<b>387.05</b>
同比增长率		40.37%	34.00%	33.47%	32.21%	<b>28.44%</b>	<b>31.25%</b>	<b>31.43%</b>
毛利率	83.78%	87.15%	87.10%	87.22%	87.08%	<b>87.00%</b>	<b>87.00%</b>	<b>86.00%</b>
<b>普通角膜接触镜</b>								
出厂价 (元)		326.39	396.99	327.53	385.39	<b>325.00</b>	<b>390.00</b>	<b>325.00</b>
销量 (万片)		1.32	1.37	1.62	1.70	<b>2.21</b>	<b>2.43</b>	<b>3.16</b>
销售收入 (百万元)	3.97	4.32	5.44	5.30	6.55	<b>7.18</b>	<b>9.48</b>	<b>10.27</b>
同比增长率		8.81%	25.84%	-2.53%	23.61%	<b>9.63%</b>	<b>32.00%</b>	<b>8.33%</b>
毛利率	73.31%	71.82%	74.48%	72.75%	75.26%	<b>73.00%</b>	<b>73.00%</b>	<b>73.00%</b>
<b>护理产品</b>								
销售收入 (百万元)	11.78	12.45	23.52	31.18	45.11	<b>63.15</b>	<b>91.57</b>	<b>132.78</b>
同比增长率		5.69%	88.92%	32.57%	44.68%	<b>40.00%</b>	<b>45.00%</b>	<b>45.00%</b>
毛利率	41.89%	37.79%	37.26%	39.39%	26.05%	<b>26.00%</b>	<b>28.00%</b>	<b>30.00%</b>
<b>普通框架镜销售及其他</b>								
销售收入 (百万元)			1.72	7.46	8.37	<b>9.37</b>	<b>10.78</b>	<b>12.72</b>
同比增长率				333.72%	12.20%	<b>12.00%</b>	<b>15.00%</b>	<b>18.00%</b>
毛利率			62.05%	56.52%	61.26%	<b>60.00%</b>	<b>60.00%</b>	<b>60.00%</b>
<b>其他业务</b>								
销售收入 (百万元)		0.37	0.19	0.17	0.30	<b>0.30</b>	<b>0.30</b>	<b>0.30</b>
同比增长率			-48.65%	-10.53%	76.47%	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>

毛利率	73.13%	36.27%	25.66%	59.37%	<b>50.00%</b>	<b>50.00%</b>	<b>50.00%</b>	
<b>合计</b>								
营业收入(百万元)	68.38	91.01	129.86	176.24	235.02	<b>304.38</b>	<b>406.62</b>	<b>543.11</b>
同比增长率	33.10%	42.68%	35.71%	33.36%	<b>29.51%</b>	<b>33.59%</b>	<b>33.57%</b>	
综合毛利率	75.95%	79.61%	77.14%	76.96%	74.08%	<b>73.15%</b>	<b>72.64%</b>	<b>71.43%</b>

资料来源: wind、浙商证券研究所

#### 4.4. 风险提示

1. 产品安全风险, 如果角膜塑形镜行业出现产品安全性问题, 可能导致市场信任度滑坡;
2. 产品集中风险, 角膜塑形镜在公司业务收入占比中达到 75%, 如果该产品增长失速, 可能对于公司整体业绩影响较大;
3. 如果渠道拓展低于预期, 可能导致业绩增长不及预期。



**表附录：三大报表预测值**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E	单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	271.11	890.34	1098.11	1375.40	<b>营业收入</b>	235.02	304.38	406.62	543.11
现金	229.56	836.42	1023.87	1278.09	营业成本	60.92	81.74	111.24	155.14
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	3.54	4.53	5.96	8.07
应收账款	24.15	29.80	39.54	51.67	营业费用	28.97	39.57	44.73	54.31
其它应收款	1.08	2.13	3.10	3.48	管理费用	16.74	19.78	25.62	33.13
预付账款	2.92	4.06	5.30	7.51	财务费用	0.11	-7.72	-13.56	-16.80
存货	13.02	17.70	26.08	34.38	资产减值损失	0.71	0.77	1.29	1.58
其他	0.38	0.22	0.22	0.27	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	86.39	95.12	111.01	119.30	投资净收益	7.42	6.56	7.00	6.99
金额资产类	6.34	2.11	2.82	3.76	<b>营业利润</b>	131.45	172.27	238.35	314.67
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	4.58	3.90	4.16	4.21
固定资产	31.86	54.64	71.43	81.82	营业外支出	0.04	0.16	0.11	0.10
无形资产	7.63	10.07	13.32	15.11	<b>利润总额</b>	136.00	176.01	242.39	318.78
在建工程	36.36	24.68	19.84	14.92	所得税	22.11	28.68	39.25	51.79
其他	4.21	3.62	3.59	3.69	<b>净利润</b>	113.89	147.33	203.15	266.99
<b>资产总计</b>	357.50	985.46	1209.12	1494.70	少数股东损益	-0.15	-0.91	-0.78	-1.00
<b>流动负债</b>	37.80	61.65	81.79	99.83	<b>归属母公司净利润</b>	114.04	148.24	203.92	267.99
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	136.72	171.37	233.19	307.30
应付款项	12.76	25.00	35.00	48.00	EPS (最新摊薄)	0.93	1.21	1.67	2.19
预收账款	8.19	13.24	17.72	22.08					
其他	16.84	23.40	29.07	29.76	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	3.76	1.37	1.74	2.29		2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>				
其他	3.76	1.37	1.74	2.29	营业收入增长率	33.35%	29.51%	33.59%	33.57%
<b>负债合计</b>	41.56	63.02	83.53	102.13	营业利润增长率	29.69%	31.05%	38.36%	32.02%
少数股东权益	4.45	3.54	2.76	1.76	归属于母公司净利润	28.56%	29.99%	37.56%	31.42%
归属母公司股东权益	311.49	918.90	1122.82	1390.81	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	357.50	985.46	1209.12	1494.70	毛利率	74.08%	73.15%	72.64%	71.43%
					净利率	48.46%	48.40%	49.96%	49.16%
					ROE	40.05%	23.94%	19.91%	21.28%
					ROIC	35.64%	15.31%	17.05%	18.16%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	11.63%	6.40%	6.91%	6.83%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.17	14.44	13.43	13.78
					速动比率	6.83	14.16	13.11	13.43
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.72	0.45	0.37	0.40
					应收账款周转率	11.48	11.51	11.65	11.60
					应付账款周转率	8.58	4.33	3.71	3.74
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.93	1.21	1.67	2.19
					每股经营现金流(最	0.89	1.14	1.51	2.03
					每股净资产(最新摊	6.11	7.51	9.17	11.36
					<b>估值比率</b>				
					P/E	/	41.02	29.82	22.69
					P/B	/	6.62	5.42	4.37
					EV/EBITDA	/	30.62	21.70	15.63

资料来源: wind、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

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，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>