

欧普康视 (300595) \ 医药生物

——龙潜于渊，或跃在天

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	56.28元
目标价格:	元

投资要点:

► 角膜塑形镜一片蓝海，潜力静待挖掘

我国近视人口数量庞大，青少年近视检出率高达60%，且有不断增长的趋势，而当前国内角膜塑形镜在近视患者中渗透率只有0.13%，参照日本等角膜塑形镜发展较为成熟的市场，国内市场有10倍潜在发展空间。随着角膜塑形镜材料、技术、工艺的进步带来的戴镜安全性、有效性及舒适度的提升，再加上学术推广提高消费者的认知度，预计行业将保持高速增长态势。

► 行业独角兽，明日之星冉冉升起

公司是我国大陆唯一获得角膜塑形镜产品注册证的生产企业，考虑到在市场准入、技术人才及渠道品牌方面有较高的壁垒，预计未来3-5年公司都将维持行业独角兽地位。相较于进口品牌，公司产品可矫正视力范围更广，在销售及售后服务上更加高效，同时终端价格要便宜1/3左右。公司18年初推出了定价更高的升级产品DreamVision，竞争力进一步提升。在渠道方面加强薄弱地区开发，预计未来三年角膜塑形镜业务保持30%以上增长。

► 产品线拓展，护理产品及人工玻璃体贡献业绩增量

公司此前主要通过代理博士伦的护理产品进行配套销售，募投项目达成后将拥有护理产品的生产能力，预计自主研发的多功能护理液及润舒液在1-2年内陆续上市，届时有望实现销量和毛利率双升。代理的参股公司卫视博的人工玻璃体球囊18年初推向市场，有望成为业绩新增长点。

► 盈利预测与评级

预计17-19年EPS分别为1.22、1.67、2.20元，对应3月23日收盘价56.28元，PE为46、34、26倍。考虑到角膜塑形镜行业的高壁垒、高成长性，公司作为行业独角兽未来业绩持续高增长可期。参照可比公司，结合公司发展状况，我们认为公司的合理估值为45倍左右，维持“推荐”评级。

► 风险提示

1、主营产品过于单一；2、突发性及政策性风险

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	124/71
流通A股市值 (百万元)	3,996
每股净资产 (元)	6.24
资产负债率 (%)	8.52
一年内最高/最低 (元)	125.84/42.28

一年内股价相对走势



汪太森 分析师

执业证书编号: S0590517110002

电话: 0510-85182970

邮箱: wangts@glsc.com.cn

相关报告

1、《欧普康视 (300595) \ 轻工制造行业》
《角膜塑形镜量价提升驱动业绩高速增长》

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	176.24	235.02	308.71	414.13	547.73
增长率 (%)	35.69%	33.35%	31.35%	34.15%	32.26%
EBITDA (百万元)	108.78	140.11	177.31	239.87	318.35
净利润 (百万元)	88.70	114.04	152.06	206.99	273.35
增长率 (%)	39.10%	28.56%	33.34%	36.13%	32.06%
EPS (元/股)	0.71	0.92	1.22	1.67	2.20
市盈率 (P/E)	78.87	61.35	46.01	33.80	25.60
市净率 (P/B)	27.72	22.46	8.93	7.47	6.15
EV/EBITDA	24.74	19.04	18.02	12.82	9.18

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

正文目录

1.	角膜塑形镜独角兽，业绩持续向好	4
1.1.	公司基本情况	4
1.2.	经营状况良好，业绩增长迅速	5
1.3.	定制化模式，资产状况健康	6
2.	角膜塑形镜明日之星冉冉升起	7
2.1.	角膜塑形镜的基本情况	7
2.2.	角膜塑形镜有效性、安全性经临床考验	10
2.3.	角膜塑形镜竞争格局优	13
2.4.	行业独角兽有望维持快速增长	17
3.	二线业务稳步提升	20
3.1.	普通角膜接触镜大有可为	20
3.2.	护理产品-从代理转向自产	21
3.3.	参股卫视博，产品线扩容贡献业绩增量	22
4.	外延积极布局，网点建设拓宽渠道	24
4.1.	立足华东，辐射全国	24
4.2.	设立并购基金，产业链有望拓宽	26
5.	盈利预测与评级	26
5.1.	基本假设	26
5.2.	预测和评级	27
6.	风险提示	28
6.1.	主营产品单一	28
6.2.	突发性及政策性风险	28

图表目录

图表 1:	公司简要发展历程	4
图表 2:	公司股权结构及主要控股子公司	5
图表 3:	2012-2017 公司营收及增长情况 (百万)	5
图表 4:	2012-2017 公司利润及增长情况 (百万)	5
图表 5:	公司近年来毛利率和净利率 (%)	6
图表 6:	2016 年公司各产品业务毛利率情况 (%)	6
图表 7:	公司硬性角膜接触镜的简要销售模式	6
图表 8:	公司资本结构及偿债能力	7
图表 9:	公司流动资产情况 (百万)	7
图表 10:	角膜塑形镜的优势	7
图表 11:	角膜塑形镜的发展历程	8
图表 12:	我国角膜塑形镜的发展现状	8
图表 13:	角膜塑形镜作用机制示意图	9
图表 14:	角膜塑形镜作用原理及效果	9
图表 15:	佩戴角膜塑形镜与戴普通框架眼镜的原理区别	9
图表 16:	近几年角膜塑形镜研究的近视控制率情况	10
图表 17:	部分文献研究中角膜塑形不良反应发生情况	11
图表 18:	欧普康视梦戴维角膜塑形镜产品的标准与行业指标对比情况	11
图表 19:	角膜塑形镜的验配及复查流程	12
图表 20:	小梦管家APP 有助于验配师管理用户	13
图表 21:	小梦管家APP 满足用户使用需求	13

图表 22: 公司安全保障类产品及其主要功能.....	13
图表 23: 我国三类医疗器械的注册流程.....	14
图表 24: 国内注册的角膜塑形镜产品数据对比.....	15
图表 25: 2010 及 2014 年我国中小学生近视率情况.....	16
图表 26: 我国各年龄段近视患者人数估算.....	16
图表 27: 我国角膜塑形镜进口量 (万副)	17
图表 28: 公司梦戴维出厂量 (万副)	17
图表 29: 公司梦戴维营收 (百万) 及增速.....	17
图表 30: 公司 2016-2017 年单季度营收情况 (百万)	17
图表 31: 近几年公司镜片原材料价格情况 (元/片)	18
图表 32: 镜片原材料价格波动对毛利率的影响.....	18
图表 35: 近年公司塑形镜平均出厂价格 (元/片)	19
图表 36: 公司塑形镜出厂价波动对毛利率的影响.....	19
图表 37: 公司角膜塑形镜的销售测算.....	19
图表 38: 日戴维透气性好.....	20
图表 39: 近年来普通角膜接触镜营收及增长.....	20
图表 40: 日戴维与普通软性隐形眼镜的对比.....	20
图表 41: 圆锥角膜及公司华维系列产品.....	21
图表 42: 公司梦戴维角膜塑形镜配套护理产品情况.....	21
图表 43: 近年来公司护理产品的营收 (百万)	22
图表 44: 近年来公司护理产品的毛利率 (%)	22
图表 45: 折叠式人工玻璃体球囊植入方法.....	23
图表 46: 折叠式人工玻璃体在国际杂志发表论文.....	23
图表 47: 折叠式人工玻璃体受眼科界广泛关注.....	23
图表 48: 三防滑装置泪小管阻芯俯视图.....	24
图表 49: 植入泪小管阻芯可升高泪河高度.....	24
图表 50: 公司各大区营收情况 (百万)	25
图表 51: 华东及华东以外地区营收和增速 (百万)	25
图表 52: 公司产品直销和经销收入占比 (%)	25
图表 53: 不同销售模式下产品销售价格情况 (元)	25
图表 54: 截止 2016 上半年, 公司各大区经销商数量.....	26
图表 55: 公司各业务板块的营业预测 (百万)	27
图表 54: 财务预测摘要.....	29

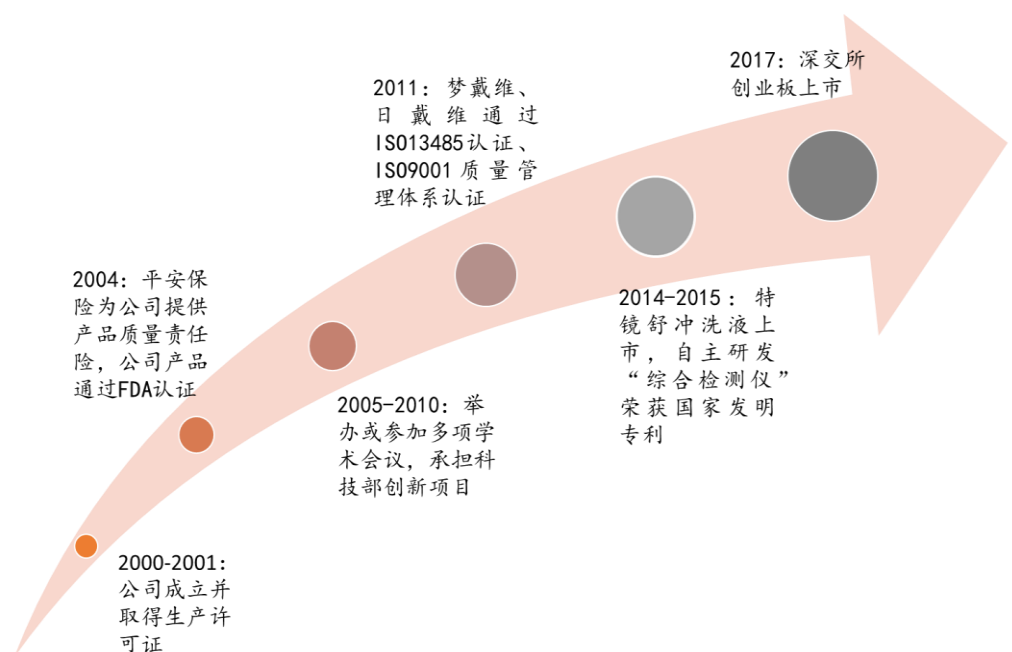
1. 角膜塑形镜独角兽，业绩持续向好

1.1. 公司基本情况

➤ 发展历程及股权结构

欧普康视成立于 2000 年 10 月，由留美博士陶悦群先生一手创办，公司于 2013 年整体升级为股份有限公司，2017 年 1 月在深交所创业板上市。公司是我国大陆唯一合法的角膜塑形镜研发生产企业，旗下主要有“梦戴维”、“日戴维”、“华维”、“镜特舒”等品牌，其中梦戴维是公司的主打品牌产品。

图表 1：公司简要发展历程



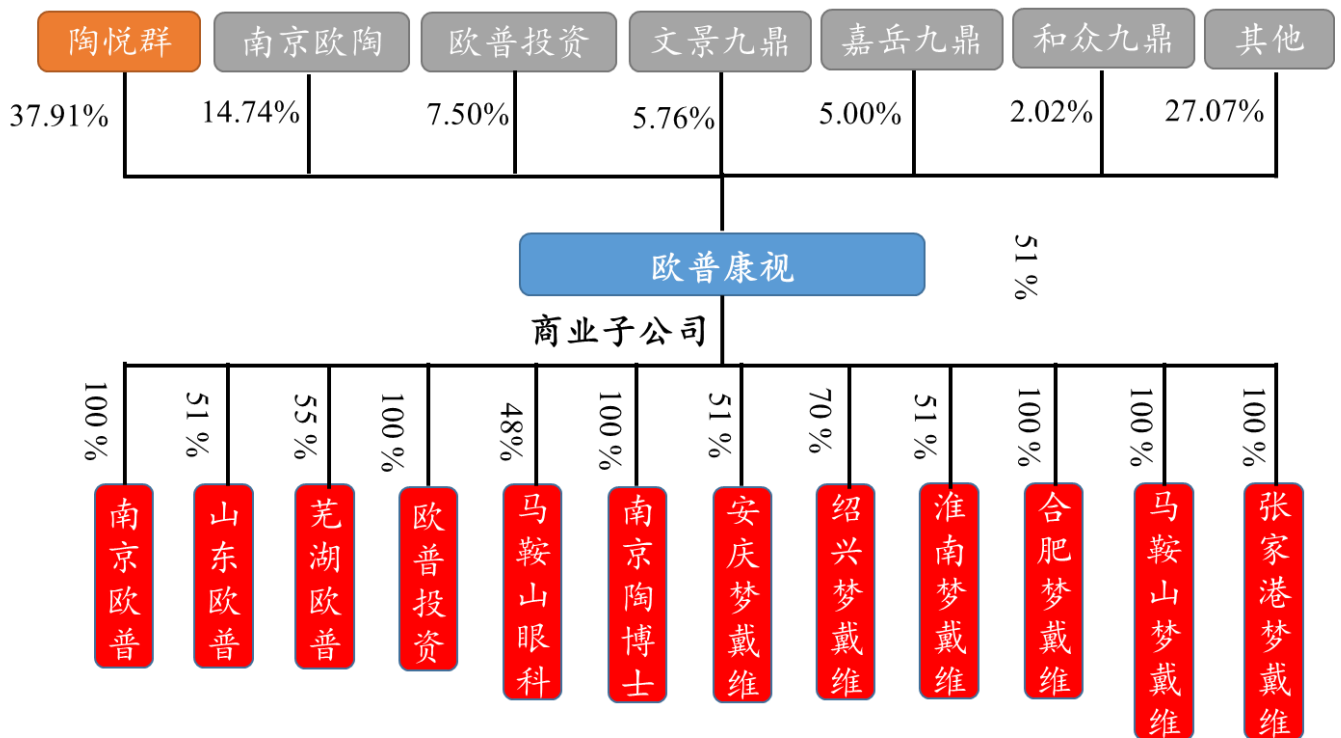
来源：公司网站、国联证券研究所

上市前公司创始人陶悦群拥有 50.54% 股权，具有绝对控股权，上市被摊薄后股权比例降至 37.91%，仍然处于相对控股位置，且创始人兼董事长和总经理职位，整体对公司具有较强的掌控力。

陶悦群是中国恢复高考后第一届大学生，中国科技大学近代物理学硕士、美国加州大学洛杉矶分校工程博士，是美国加州最早的一批注册网络工程师。陶博士曾于中科院等离子体所工作，后兼任 UCLA 商学院教授，然而他却放弃了安逸的生活，在 2001 年的时候以 41 岁的年纪出来创业，创办欧普康视，为国内带来了眼视光领域的世界领先技术——角膜塑形镜。

公司产品销售以经销为主，对于经营状况较好的经销商，公司选择投资控股，目前公司有 12 家控股子公司，主要分布在江苏、安徽、浙江和山东等地，负责公司产品在该区域的推广和销售。

图表 2：公司股权结构及主要控股子公司

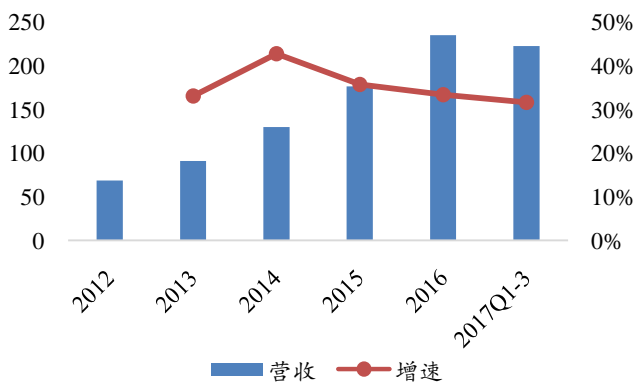


来源：公司公告、国联证券研究所

1.2. 经营状况良好，业绩增长迅速

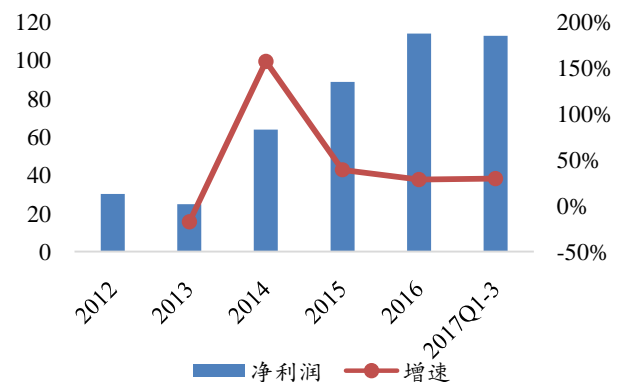
近年来，欧普康视保持高速增长态势，连续 5 年营收增速超过 30%，2012-2016 年营收复合增长率达到 36%，归母净利润复合增速达到 40%。2017 年前三季度公司实现营收 2.22 亿元，净利润 1.13 亿元，增速分别为 31.61%、29.56%。考虑到角膜塑形镜领域的巨大市场空间以及公司募投项目带来的产能和渠道方面的完善，公司未来 2-3 年有望维持 30% 以上业绩增长。

图表 3：2012-2017 公司营收及增长情况（百万）



来源：Wind、国联证券研究所

图表 4：2012-2017 公司利润及增长情况（百万）

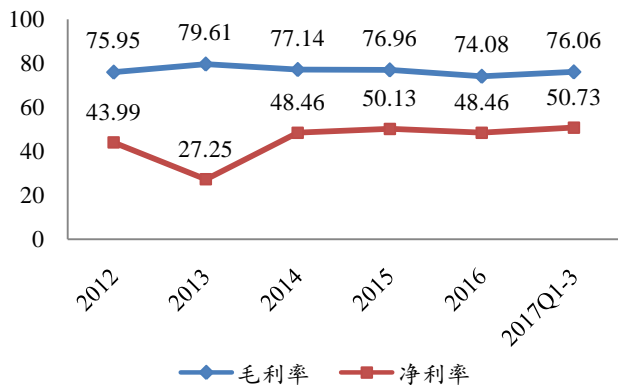


来源：Wind、国联证券研究所

公司主营产品角膜塑形镜属于技术密集型产品，产品具有较高的技术附加值，因此，公司近年来一直维持在较高水平的毛利率和净利率。2017 年前三季度公司毛利

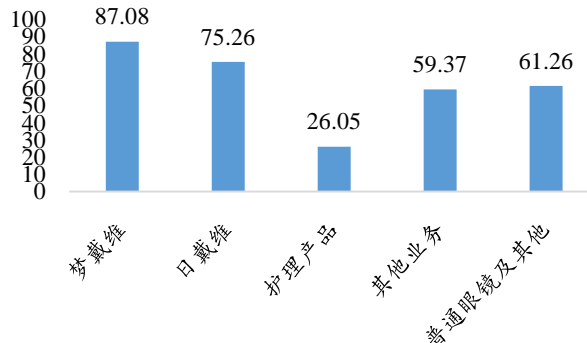
率达到 76%，净利率超过 50%。从各细分产品情况来看，公司主要产品梦戴维、日戴维具有较高毛利率，而护理类产品系代理博士伦公司产品，毛利率较低。

图表 5：公司近年来毛利率和净利率 (%)



来源：Wind、国联证券研究所

图表 6：2016 年公司各产品业务毛利率情况 (%)

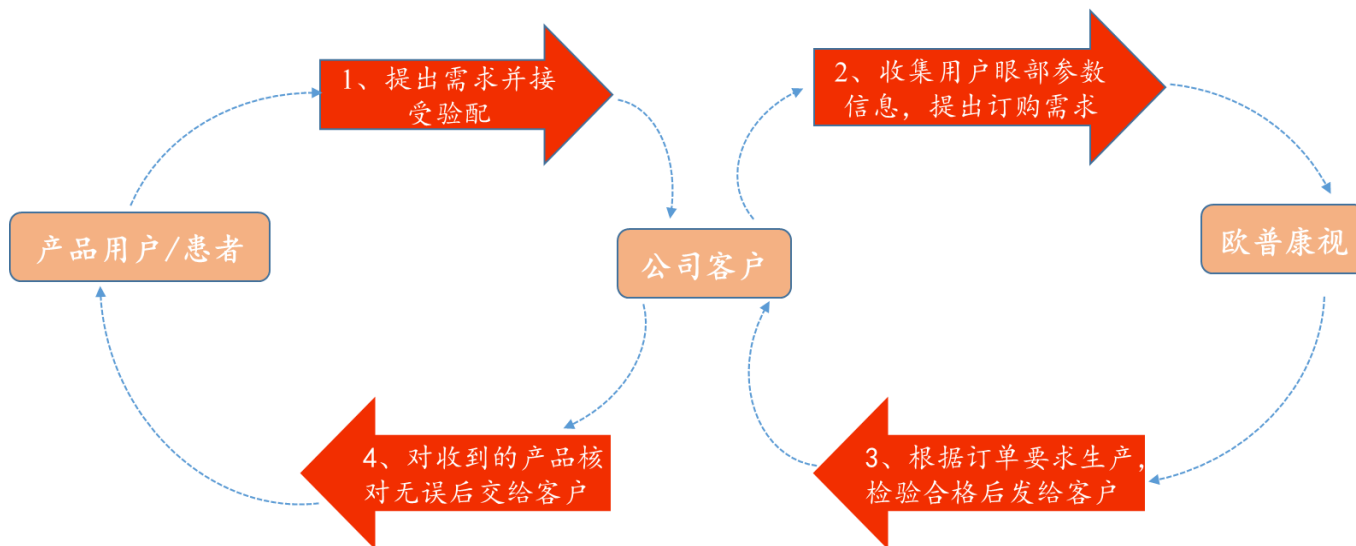


来源：Wind、国联证券研究所

1.3. 定制化模式，资产状况健康

公司硬性角膜接触镜采用的是订单制、以销定产的生产模式，公司生产部根据客户要求定制生产。由于公司硬性角膜接触镜产品为针对不同用户的定制化产品，用户在下单时已付清相应款项，因此资金周转情况较好。

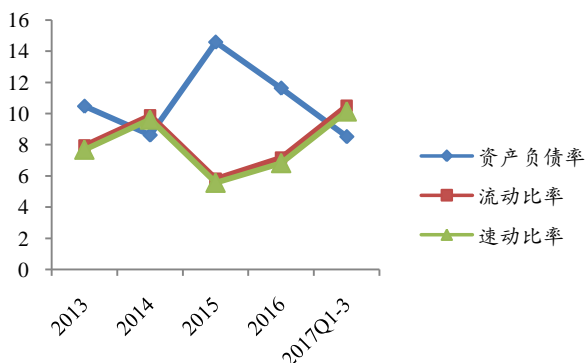
图表 7：公司硬性角膜接触镜的简要销售模式



来源：招股说明书、国联证券研究所

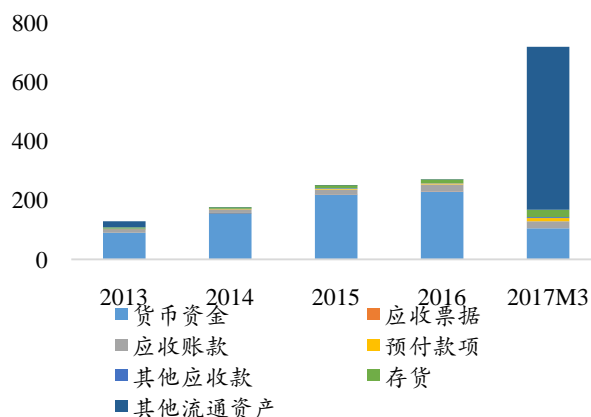
从公司近年的资本结构来看，资产负债率保持在 10% 左右的极低水平，且大多为经营性负债，有息负债基本为 0。从流动比率和速动比率来看，公司短期偿债能力及变现能力较强。欧普康视的产品都是按终端用户不同生理参数所设计，按需生产，因此存货主要是镜片原材料，占比较低。分析公司的流动资产情况可知，大部分为现金及类现金资产（80% 以上），应收账款等其他类型的资产较少。整体而言，公司的资产状况非常健康。

图表 8：公司资本结构及偿债能力



来源：Wind、国联证券研究所

图表 9：公司流动资产情况（百万）



来源：Wind、国联证券研究所

2. 角膜塑形镜明日之星冉冉升起

2.1. 角膜塑形镜的基本情况

角膜接触镜是一种戴在眼球角膜上，用于矫正视力或保护眼球的特殊镜片，包括硬镜和软镜两种。而角膜塑形镜是一种具有特殊塑形功能的硬性角膜接触镜，属于非手术性的物理方法矫正视力的医疗器械。因角膜塑形镜在使用效果、安全性及便携性等方面优势明显，经过多年的发展，已逐渐成为眼视光领域的研究和应用热点。

图表 10：角膜塑形镜的优势


减缓近视加深

研究表明，青少年近视后每年会以75-100度速度增加至成年，而佩戴角膜塑形镜可以有效减缓近视加深

安全有保障

有较高的准入门槛及验配资质要求，验配前精确分析角膜地形图，安全性高。镜片材料具有高透氧性、高透光性、高生理相容性，极大降低并发症的可能性。

角膜塑形镜优势



白天不用戴眼镜

青少年户外活动较多，戴镜框眼镜和隐形眼镜不方便，佩戴角膜塑形镜解决了这个问题，利于孩子的均衡发展。

佩戴方便快捷

镜片佩戴简单，适应后可在5分钟内佩戴完毕。使用寿命长，夜戴8小时，早上摘镜后可维持一天清晰视力。

视觉效果好

佩戴后综合视觉效果优于框架眼镜和传统软镜，视力恢复快，视野清晰。

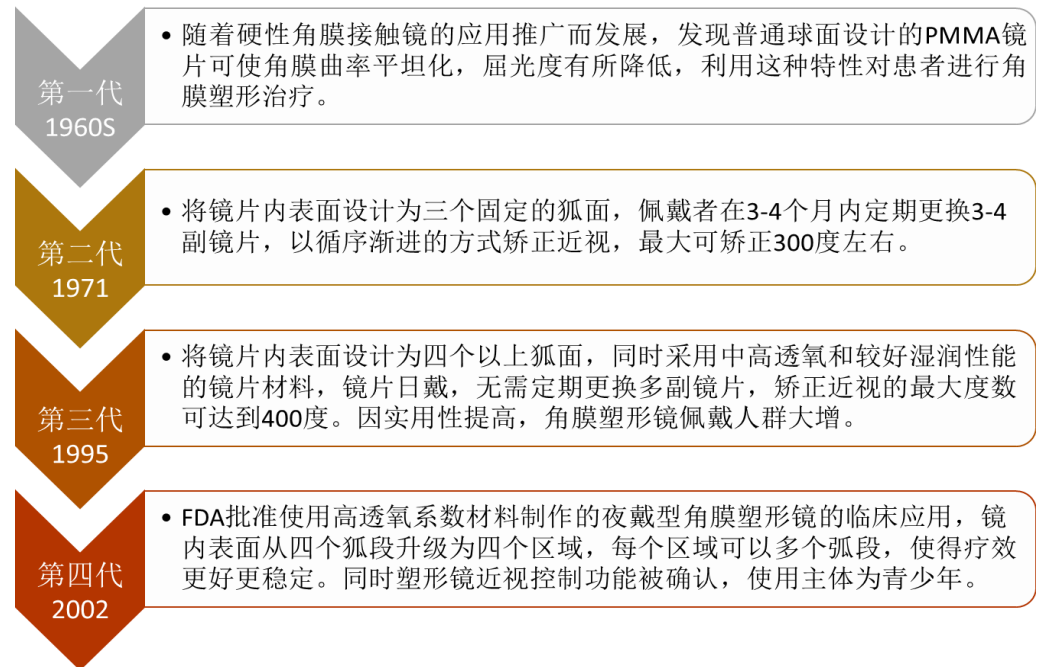
来源：国联证券研究所

➤ 角膜塑形镜发展历程

角膜塑形镜发展到现在一共经历了四代变革，早期以聚甲基丙烯酸甲酯(PMMA)为镜片材料，通过镜片机械压平角膜的方式达到矫正视力效果，但因不透气、效果慢

及安全性等问题未在临床上得到推广。中期塑形镜采用了反转几何分区设计，矫正效果提升，同时使用中透氧的酸脂丁酸纤维素（CAB）为镜片材料。

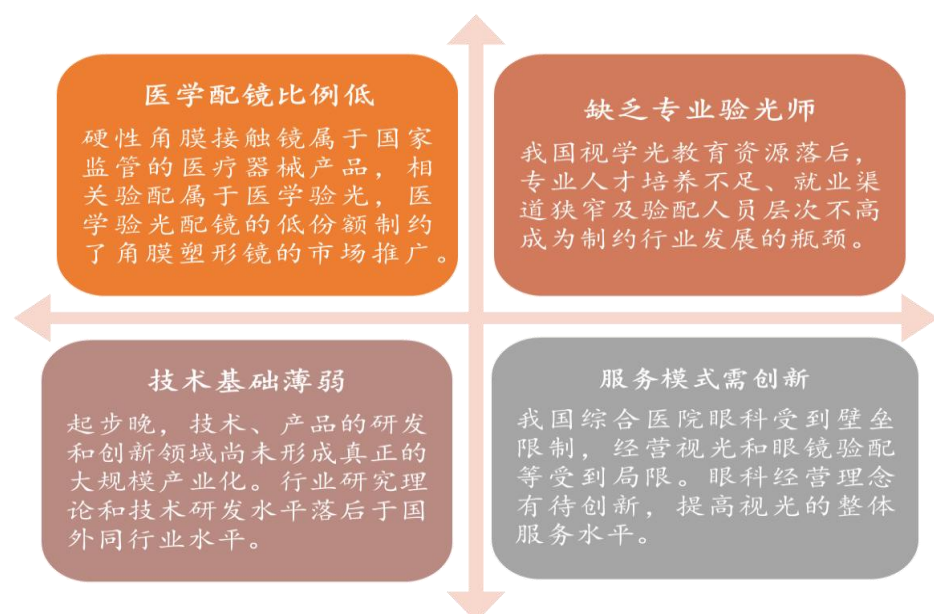
图表 11：角膜塑形镜的发展历程



来源：招股说明书、国联证券研究所

发展到二十一世纪，现代角膜塑形技术在镜片质量、验配质量方面都有了根本性的改善，短期内达到矫正视力的效果，产品更加个性化，安全性和舒适性更高。新一代的角膜塑形镜通过了美国FDA和中国SFDA认证，逐步在全球推广应用。

图表 12：我国角膜塑形镜的发展现状



来源：公开资料整理、国联证券研究所

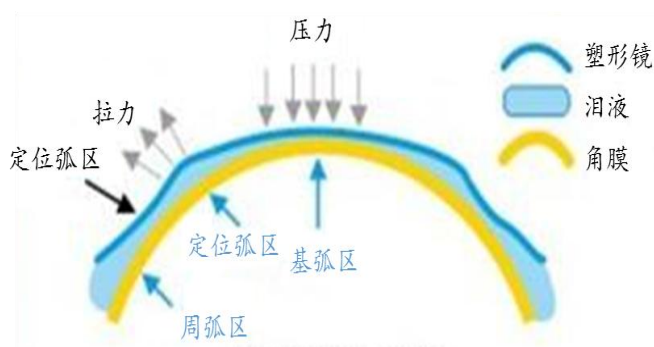
我国视光学起步较晚，角膜塑形镜更是于1997年才由美国引入并快速在全国掀

起热潮。然而由于缺乏专业验配人员导致的验配不规范以及假冒伪劣产品的盛行，造成了大规模角膜感染，直至 2001 年卫生部和药监局出台相关条例对行业进行规范，使得角膜塑形镜的应用回到正确轨道。

➤ 角膜塑形镜基本原理

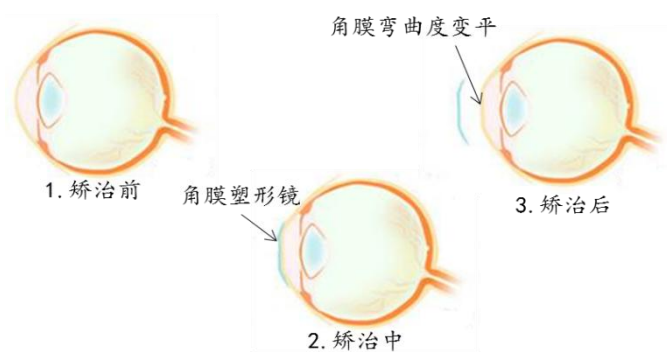
现代角膜塑形镜采用的是四区七弧的反转几何设计，四区分别为：基弧区；反转弧区；定位弧区和周边弧区。基弧区又称中央光学区或治疗区，该弧区与角膜中央的曲率差值为希望降低的度数与过矫度数之和。反转弧较基弧陡，又称泪液分布区，曲率与度数降幅及中央弧区和定位弧区的角膜曲率相关。定位弧区又称稳定弧区，设计原则是使镜片在该区域与角膜呈平行状态，采用多弧段以改善与角膜的吻合性。周边弧区在镜片外沿生成一边翘，有利于泪液交换。

图表 13：角膜塑形镜作用机制示意图



来源：得意生活、国联证券研究所

图表 14：角膜塑形镜作用原理及效果

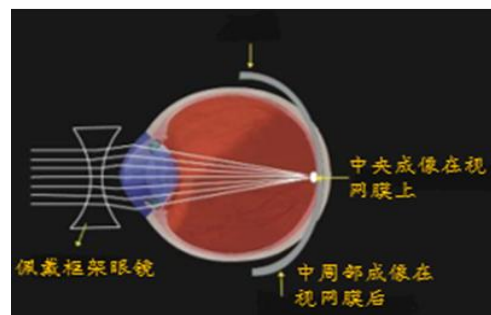


来源：招股说明书、国联证券研究所

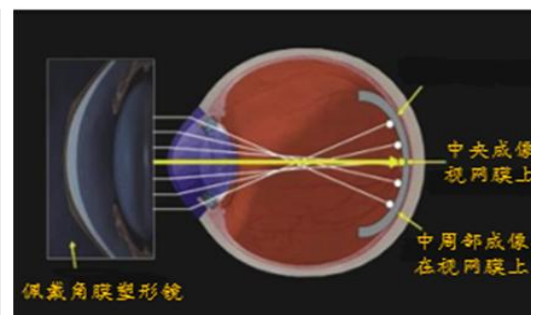
欧普康视角膜塑形镜工作原理是依据角膜与镜片之间泪液分布不均产生的流体力学效应，以及睡眠时眼睑向镜面施加的压力来改变角膜的几何状态，使眼球中央变平，眼轴缩短。而近视患者在取下镜片后，一段时间内角膜仍可维持其改变后的形状，从而达到暂时降低甚至消除近视度数的效果。

图表 15：佩戴角膜塑形镜与戴普通框架眼镜的原理区别

佩戴框架眼镜示意图



佩戴角膜塑形镜示意图



来源：招股说明书、国联证券研究所

与普通框架眼镜的区别：从镜片设计原理来看，普通框架眼镜的光学成像设计仍然是在平面上完成的，除镜片中央部分正好在视网膜上，其周边成像仍在视网膜之后，

长期下来会促使眼球向后方成像处生长，眼轴拉长从而导致近视加深。而角膜塑形镜技术通过重塑角膜表面形状，使中央角膜变扁平，中周部角膜变陡，使得周边屈光状态发生近视性漂移，即中央成像在视网膜上，中周边成像在视网膜之前，并且这种重塑效果不会因身体发育而改变。

与激光手术的区别：原理相似，都是通过改变角膜的曲率使得成像落在视网膜上；适用对象不同，激光手术只有成年以上的近视患者才能做，而角膜塑形镜则对矫正青少年近视效果明显。此外，激光手术对近视度数有较高要求，近视度数越高，切削的角膜组织越多，相应的风险也会增加，容易引起眼干涩、眼底出血、视网膜脱落等并发症。

2.2. 角膜塑形镜有效性、安全性经临床考验

➤ 戴镜后能延缓近视度数加深

角膜塑形镜与普通眼镜的近视控制率对比：近年来的临床研究显示，配戴角膜塑形镜的近视控制效果远远好于框架眼镜（根据北医的报告，青少年佩戴角膜塑形镜后年平均增长在 7、8 度左右，与同期戴框架眼镜的孩子每年增长 50~100 度相比，改善效果明显）。从近几年角膜塑形镜的临床研究可知，大部分患者近视加深明显减缓，近视控制率在 40%~60% 之间。

图表 16：近几年角膜塑形镜研究的近视控制率情况

研究者 (年)	随访时间 (年)	眼轴		眼轴变化		近视控制率 (%)
		OK	控制组	OK	控制组	
Cho et al.(2005)	0.5	24.50±0.71	24.64±0.58	0.03±0.13	0.24±0.13	88
	1			0.16±0.20	0.34±0.16	53
	1.5			0.19±0.22	0.47±0.19	60
	2			0.29±0.27	0.54±0.27	46
Cho et al.(2012)	0.5	24.40±0.81	24.22±0.91	0.09±0.10	0.20±0.11	55
	1			0.20±0.15	0.37±0.16	46
	1.5			0.30±0.20	0.50±0.21	41
	2			0.36±0.24	0.63±0.26	43
Zhu et al(2014)	1	24.91±0.83	24.85±1.08	0.16±0.17	0.39±0.21	59
	2			0.34±0.29	0.70±0.35	51

来源：NCBI、国联证券研究所

➤ 戴镜安全性有保障

我国正式引进角膜塑形镜至今才十几年的发展历程，早期由于验配不规范，镜片设计、原材料技术不成熟等一系列因素，使得劣质塑形镜快速在国内推广，导致戴镜者群体性角膜炎等并发症的产生。目前，仍有部分家长因对角膜塑形镜的安全性存在隐忧从而放弃为小孩选购。

但我们认为角膜塑形镜的安全性能得到有效保障，民众戴镜意愿增强，主要原因如下：1) 技术的进步，新一代的角膜塑形镜通过了美国 FDA 和中国 SFDA 认证。2) 行业标准保障镜片良好功能指标。3) 验配流程规范化，对佩戴者教育、监控化。

图表 17：部分文献研究中角膜塑形不良反应发生情况

研究者	发表时间	并发症情况
Cho et al.	2005	4 名患者并发症（2 人复发性角膜点状染色，2 人角膜炎症）
Waline et al.	2009	没有因并发症而退出的患者
Kakita et al.	2011	角膜塑形组有 2 人发生中度角膜浸润，一周后恢复并接着戴镜
Cho and Cheung	2012	角膜塑形组中 5 人退出，其中 3 人因轻度鼻炎导致角膜点状染色，1 人右眼睑板腺囊肿，1 人结膜出血，停戴后恢复且视力未受影响
Hiraoka et al.	2012	3 名患者出现轻度角膜点状染色，1 个轻度角膜浸润，停戴一周后恢复并可继续戴镜。无角膜溃疡等并发症出现
Santodomingo-Rubido et al.	2012	9 人出现了并发症，包括角膜点状染色、角膜浸润、结膜炎、接触镜致周边溃疡、角膜上皮隐窝、睑缘炎和睑腺炎。并发症都不严重，在视光诊所直接处理
Charm and Cho	2013	角膜塑形组和对照组都出现了角膜点状染色患者，但塑形组患者多，且都是不严重的 1~2 级点状染色。此外，无其他并发症出现
Chen et al.	2013	角膜塑形组相对更容易产生轻度的 1 级角膜点状染色（概率不到 10%），没有因眼健康问题退出研究的患者

来源：NCBI、国联证券研究所

戴镜可能会造成眼部不舒适、疼痛、眼红、看东西重影等现象，从近年来角膜塑形镜临床研究结果来看，虽然佩戴塑形镜的不良反应率大于对照组，但都是一些轻度并发症如轻度结膜充血等，短期停戴后就可快速恢复正常，并无严重不良反应发生。

图表 18：欧普康视梦戴维角膜塑形镜产品的标准与行业指标对比情况

类别	参数项目	推荐范围或要求		允差值	
		行业标准推荐值	公司标准	行业标准	企业标准
成品 镜片	总直径(mm)	9.6-11.6	10.0-11.5	±0.10	同行业 标准
	光学区直径(mm)	5.5-7.0	5.50-7.00	±0.20	
	反转弧宽度(mm)	0.40-1.00	0.40-1.00	±0.10	
	适配弧宽度(mm)	0.40-1.00	0.40-1.50	±0.10	
	基弧半径(mm)	7.50-9.93	7.50-9.53	±0.05	
	反转弧半径(mm)	比基弧弯	比基弧弯	±0.30	
	适配弧半径(mm)	小于基弧	大于反转弧	±0.20	
	后顶点光度(D)	0.00-5.00D	0.00-5.00D	±0.12D	
	可见光平均透过率	着色大于 70%	大于等于 88%		
	镜片颜色	左右为二种颜色			
边缘质量	光滑，无缺损、毛刺，各弧面交接处平滑规则，过渡均匀一致	同行业标准			
表面质量	光滑均匀，无斑点、明显划痕和凹坑				
镜片 材料	透氧系数	夜戴应大于 90×10 ⁻¹¹ (cm ² /s)[mLO ₂ /(mL.mmHg g)]@35℃	应大于 100×10 ⁻¹¹ (cm ² /s)[mLO ₂ /(mL.mmHg)]@35℃	-20%	同行业 标准
	总萃取率	低于 0.5%	同行业标准		

细胞毒性	小于等于 1 级		
兔眼内生物相容性试验	无阳性反应		
全身毒性试验	通过		
微生物	细菌限度低于 100cfu		
材质	无气泡、条纹、雾痕、残余颗粒、夹杂物		

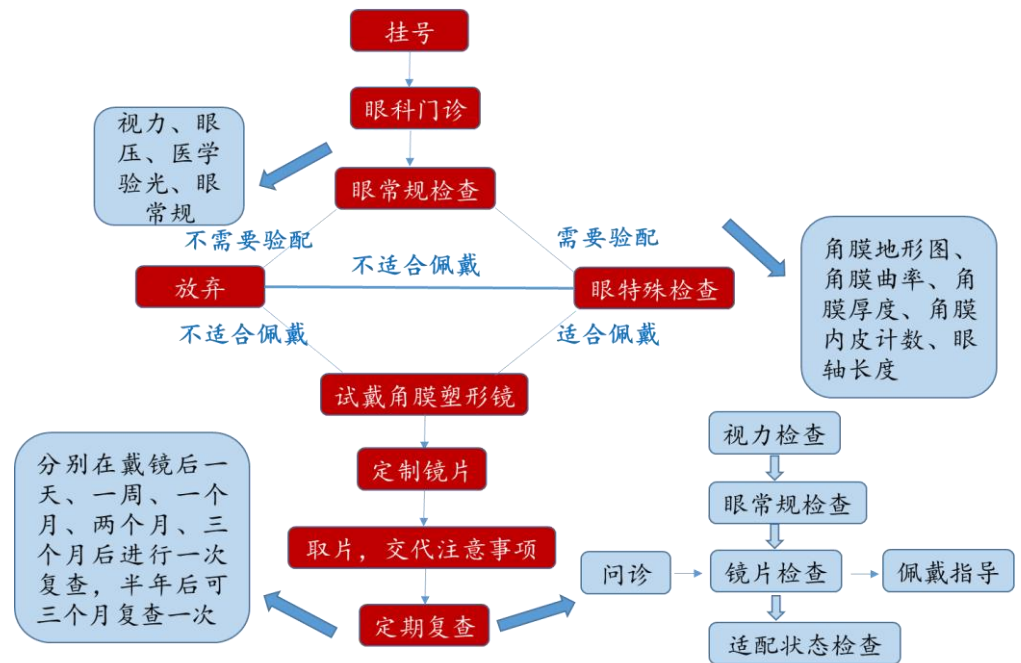
来源：招股说明书、国联证券研究所

中国角膜塑形镜的行业标准是《YY0477-2004》，对角膜塑形镜的镜片材料、加工精度和质量等方面制定了严格的要求。欧普康视角膜塑形镜符合行业标准推荐值，且在透氧系数、可见光透过率等部分参数上要优于行业标准值。

➤ 验配流程规范化、智能化

国家加强监管后，角膜塑形镜的验配愈加规范化。配镜前先进行眼常规检查，把不符合要求的剔除，之后进行角膜地形图、眼轴等特殊检查，检查通过后还得试戴标准镜片，试戴没问题后最终才定制镜片并进行佩戴指导。此外，戴镜后需定期复查，分别在一天、一周、一个月、两个月及三个月后复查一次，半年后可三个月复查一次。规范化的验配流程避免了少数个人生理原因引起的角膜塑形镜并发症，而定期的复查有助于验配师掌握患者戴镜情况，保障戴镜过程的安全。

图表 19：角膜塑形镜的验配及复查流程



来源：公开资料整理、国联证券研究所

与此同时，角膜塑形镜生产商推出了一系列安全保障类产品保证患者戴镜安全。如欧普康视的角膜远程监控系统：由远程角膜监控仪与小梦管家 APP 构成，真正实现了验配师与用户的“零”距离沟通。其次，公司还拥有硬镜综合检测仪、等离子处理器、抛光机、镜特舒等产品，辅助验配及镜片的护理过程。此外，公司对所有镜片实行激光打标，标识中含有用户特定信息，保证镜片的个性化和溯源。

图表 20：小梦管家APP 有助于验配师管理用户



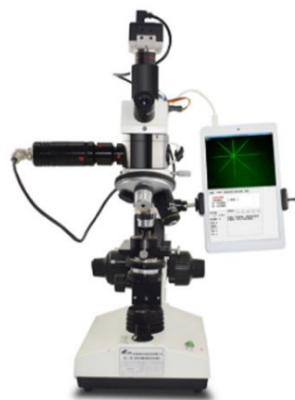
来源：公司官网、国联证券研究所

图表 21：小梦管家APP 满足用户使用需求



来源：公司官网、国联证券研究所

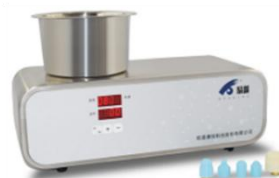
图表 22：公司安全保障类产品及其主要功能



硬镜综合检测仪：国家专利六项功能于一身



等离子处理器：镜片表面处理，解决效果、舒适度及持久性问题



抛光机：验配点必备五种专用形状打磨头



镜特舒：硬镜专用冲洗液镜片清洁护理全过程

来源：公司官网、国联证券研究所

多年来的临床研究中均未发现因配戴角膜塑形镜造成的严重并发症，这是角膜塑形材料、设计的进步和国家监管趋严及验配规范化的结果。因此，在行业监管及验配规范性要求愈加严格下，在对配戴者良好的教育、监控下，角膜塑形镜是安全有效的。

2.3. 角膜塑形镜竞争格局优

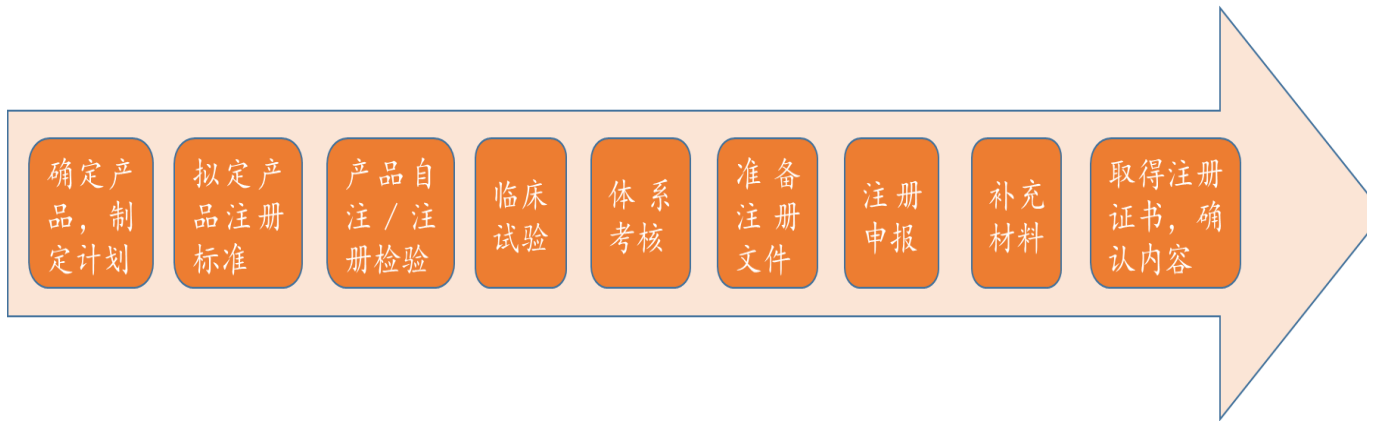
2.3.1. 行业壁垒高

➤ 市场准入壁垒

角膜塑形镜属于三类医疗器械，技术和安全要求较高，产品准入许可制度较为严格。根据国家《医疗器械监督管理条例》，企业需经国务院药品监督管理部门审查批

准,获得相关产品的注册证书后才能生产。三类医疗器械的注册流程复杂,工作量大,完成注册需要较长的时间周期,特别是注册检验和临床试验所费时间多。

图表 23: 我国三类医疗器械的注册流程



来源: 国联证券研究所

此外,企业需要经省、直辖市食药监局审查批准,获得生产许可和经营许可后方可设立和开展相关医疗器械经营。目前,欧普康视是我国大陆唯一获得国家食药监总局颁发的角膜塑形镜产品注册证的生产企业,后来者要通过产品注册时间较长,预计在未来 3-5 年,公司仍将维持行业“独角兽”的姿态。

➤ 技术和人才壁垒

角膜塑形镜属于定制化的非标类产品,对企业技术及生产方面的工艺有较高要求。企业需要经过持续的研究和产品临床应用开发来积累和丰富行业经验,并且对客户的需求及使用反馈做出迅速反应,才能研发设计和生产加工出性能优越、安全度高以及效果准确的视力矫正领域先进性产品。欧普康视在角膜塑形镜领域有十多年的行业经验积累,产品性能获得了良好的市场认可和行业口碑,具有明显的先发优势,能够对消费者形成客户黏性,迅速抢占市场。

我国眼视光领域教育资源与国外发达国家存在较大的差距,导致我国当前角膜接触镜领域专业人才培养不足,也因此构成了本行业较大的进入壁垒。

➤ 渠道及品牌壁垒

角膜塑形镜主要通过经销商、医疗机构来实现终端销售,其中医疗机构需二级及以上医院且具有较强眼科实力,零售网点则需要相关药监部门的经营资质许可,且需要提供二级以上医院医生的处方。由于角膜塑形镜对于验配和售后服务、技术培训等有着较高的要求,需持续对客户进行培训与沟通,给予其售后服务和技术培训等指导,从而与客户形成了较强的互动与黏性销售网络,并且具有较强的排他性。成熟、稳定、共赢的销售网络的构建和培养,需要较长的时间付出和人员维护,这对市场新入者形成了较高的市场营销网络壁垒。

消费者在选择角膜塑形镜时考虑较多的是其安全性、有效性及舒适性等指标,口碑好且品牌知名度高的产品将更具优势。欧普康视长时间的市场经营、众多的成功案例和持续的品牌推广带来的品牌知名度的快速提升和良好的消费者口碑,为行业后来

进入者带来了较高的品牌壁垒。

基于角膜塑形镜在市场准入、技术和人才、渠道与品牌方面有较高的壁垒，加上公司在行业经过十余年的发展，我们认为公司角膜塑形镜产品现阶段在技术、品牌、服务等方面竞争优势明显，在较长一段时间内不存在被替代的风险。

2.3.2.与进口品牌相比具有特色和优势

目前，国内获得角膜接触镜医疗器械产品注册证书的企业数量较少，而获得角膜塑形镜注册证书的只有欧普康视及中国台湾的亨泰光学，另外还有7家进口品牌，包括有日本的阿尔法及美国的欧几里德等。

图表 24：国内注册的角膜塑形镜产品数据对比

品名	材料	基弧曲率半径	总直径	中心厚度	润湿角	透氧系数	透射比	产品适用范围
欧几里德（美国）	Equalens II, 氟化硅氧烷聚合物	8.35~9.31 nm	10.6nm	0.22nm	36°	127	≥ 85%	近视-5D之内，散光 1.5D 以内
阿尔法（日本）	BOSTONEM	7.50~9.90 nm	10.0、10.6nm	0.22nm	35° ±15%	104	≥ 85%	近视度数在-1D~-4D之间，散光 1D 以内
露晰得（韩国）	Boston XO (hexafocona)	7.50~9.93 nm	9.6~11.5nm	0.1~0.25nm	49° ±15%	100	> 87%	近视-5D之内，散光 2D 以内
菁视（美国）	氟硅丙烯酸酯聚合物	7.50~9.93 nm	/	0.24nm	42°	75	> 77%	近视度数在-1D~-3D之间，散光 1.5D 以内
Dreamlite（荷兰）	Boston XO	7.50~9.93 nm	/	0.22nm	49°	100	> 76.9%	近视度数在-0.75D~-4.5D之间，散光 1.5D 以内
亨泰（台湾）	Oprifocon A (Boston EqualensII)	7.50~9.93 nm	9.6~11.6nm	0.22nm	30° ±15%	>90	> 77%	近视度数在-4D 以内，散光 1.5D 以内
梦戴维（欧普康视）	Boston XO (hexafocona)	7.50~9.93 nm	10.00~11.50nm	0.1~0.30nm	49° ±15%	100	≥ 88%	近视度数在-0.5D~-6D之间，散光 1.5D 以内

来源：药智网、国联证券研究所

与进口品牌相比，公司自主的梦戴维角膜塑形镜具有特色和优势：1) **透氧系数高**。夜戴型的角膜塑形镜因人眼是闭合的，角膜缘网成为供氧的主要来源，因此镜片的透氧性就至关重要，国家对晚上戴的眼镜有明确规定要求透氧性为 90 以上，欧普康视镜片的透氧系数达到 100，仅次于美国欧几里得和日本阿尔法。2) **适用范围广**。市场上几大塑形镜品牌矫正近视度数范围通常为 500 度以内，而梦戴维矫正近视有效范围最高可达 600 度，公司可独享 500-600 度近视范围的患者市场。3) **地域优势强**。公司总部在合肥，全国各地下单后可在一周内到货，而进口品牌因资质问题在国内没有工厂，患者一般在 1-1.5 个月内才能拿到货。此外，在解决产品售后等问题上，公司具有天然的地域优势，可方便快捷的处理各种可能出现的突发性事件。4) **可实现高程度个性化定制**。可进行镜片总直径、各区设计直径以及曲度、环曲面设计等的全部参数的个性化设计和调整。5) **价格优势**。梦戴维与进口品牌价差明显，以无锡地区为例，阿尔法的终端价格为 9000 元/副，欧普康视则据矫正度数的不同分三区定价，平均价格约为 5000 元/副。

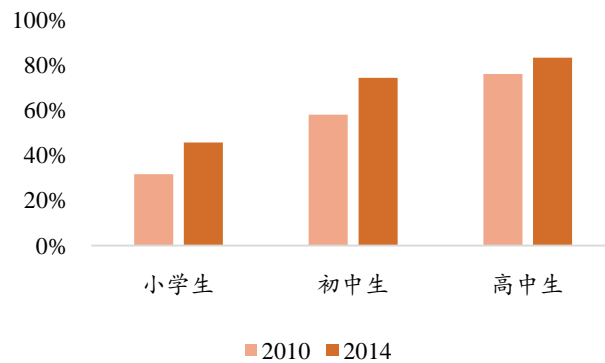
2.3.3.行业一片蓝海，潜力静待挖掘

➤ 青少年近视情况日趋严峻

当前，我国青少年眼部屈光不正问题日益突出，近视率居高不下。广州市教育部门调查显示，2016 学年，广州市中小学生重度近视率 49.8%，而根据上海市眼病中心执行主任许迅介绍，当前上海小学五年级学生近视率超过 50%。

全国的数据同样不容乐观，根据教育部 2014 年全国学生体质与健康调研结果显示，7~12 岁小学生视力不良检出率为 45.71%，13~15 岁初中生为 74.36%，16~18 岁高中生为 83.28%，而 2010 年国家体育总局的《国民体质监测公报》显示这三个年龄段的近视率分别只有 31.67%、58.07%和 76.02%，近视已经成为影响我国未来国民素质的严重问题。

图表 25：2010 及 2014 年我国中小学生近视率情况



来源：卫计委、教育部、国联证券研究所

依据我国各年龄段的人数及近视率可粗略计算出 8-18 岁青少年的近视患者约为 8100 万人，近视率为 62%。据《国民视觉健康》白皮书数据显示：目前我国近视人口约有 4.5 亿，患有高度近视的总人口高达 3000 万。到 2020 年，中国 5 岁以上人口的近视患病率将增长到 51%左右，预计近视人口将达 7 亿。

图表 26：我国各年龄段近视患者人数估算

组别	出生年份	活产人数	近视检出率	近视患者
小学生（8-12 岁）	2006-2010 年	65627687	45.71%	29998416
中学生（13-15 岁）	2003-2005 年	32496428	74.36%	24164344
高中生（16-18 岁）	2000-2002 年	32270270	83.28%	26874681
合计（8-18 岁）	2000-2011 年	130394385	62.15%	81037441
成年近视患者	2000 年前			约 4 亿

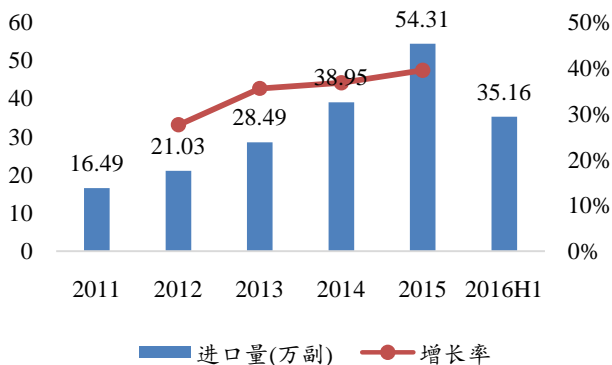
来源：卫计委、国联证券研究所

➤ 市场渗透率低，潜在挖掘空间大

我国角膜塑形镜处于发展初级阶段，受限于监管严格、经济发展水平、消费者认知度等，目前市场规模整体较小。据中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会的数据

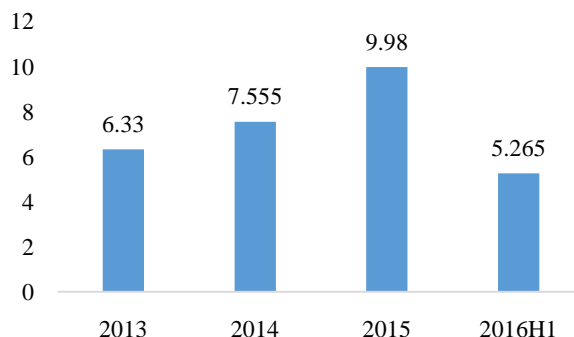
显示, 2015 年我国角膜塑形镜进口量为 54.31 万副, 加上欧普康视的出厂量, 可知市场规模为约为 64 万副, 在近视患者中的渗透率只有 0.13% 左右。

图表 27: 我国角膜塑形镜进口量 (万副)



来源: 中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会、国联证券研究所

图表 28: 公司梦戴维出厂量 (万副)



来源: 招股说明书、国联证券研究所

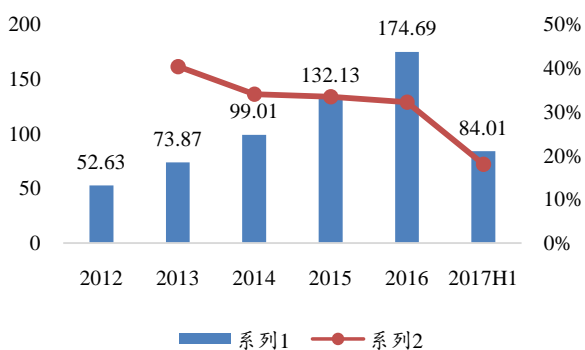
日本视光学界的地位处于世界领先地位, 据统计, 日本有约 10%(1100 万人)的人口配戴隐形眼镜, 其中约有 40% 佩戴角膜塑形镜, 在近视人群中的渗透率为 10%。我们保守估计国内角膜塑形镜市场成熟后 8-18 岁近视患者的渗透率为 10%; 假设成年近视患者佩戴角膜塑形镜的份额保持不变 (5%), 镜片平均使用寿命为 1.5 年, 可知我国角膜塑形镜的潜在需求为 570 万副/年, 以平均终端价格 8000 元/副计算, 市场空间 456 亿元, 相比当前市场仍有 10 倍以上空间。

2.4. 行业独角兽有望维持快速增长

➤ 公司角膜塑形镜保持快速增长

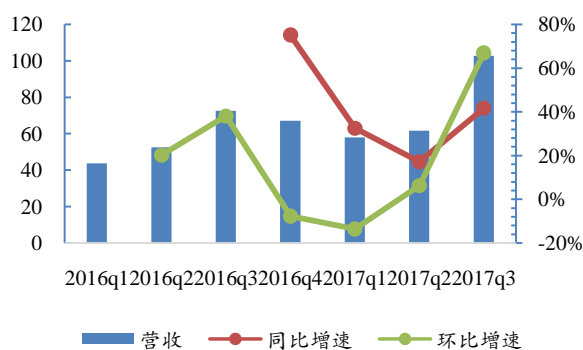
梦戴维系列角膜塑形镜是公司收入的最主要来源, 贡献了公司营收总额的 70% 以上, 2012-2016 年营收复合增速达到 35%。受“315 晚会”事件的影响, 2017 上半年公司业绩增速下滑明显, 但从单季度分析可知, 公司三季度业绩明显转好, 同比和环比增速皆大幅增加, 事件影响逐渐消除。

图表 29: 公司梦戴维营收 (百万) 及增速



来源: Wind、国联证券研究所

图表 30: 公司 2016-2017 年单季度营收情况 (百万)



来源: Wind、国联证券研究所

➤ 产品技术升级加产能扩充完成

公司三个募投项目中工程技术及培训中心项目和产能提高这两个项目已基本完成，新的研发、生产基地已建成，预计1季度可搬迁至新厂区。该募投项目的落成使得公司角膜塑形镜及配套系列产品的生产能力得到提升，达产后可实现年产角膜塑形镜40万片、镜片护理液80万套及冲洗液200万瓶的生产能力，可极大满足公司发展及市场增长的需求。

公司从日本引进了新的自动化生产线，该套设备是角膜塑形镜巨头日本“阿尔法”同款的升级版，相较于公司的老生产线，在自动化程度及产品加工精密度上有明显提升。另外，从生产效率上看，每条新生产线只需安排2个员工，其中一人负责质检，相较于6人/条的老生产线，大幅缩减了人工成本同时降低人为操作的失误。日本新生产线出来后每天按8-10小时生产计算，每天生产800片以上，一年20万片左右，老产线也有20万片的产能，考虑加班因素产量还可增加。此外，据我们实地调研得到的信息来看单条生产线所占据的空间在100平米左右，每天可生产200片以上，公司迁入新厂房后，产能增加没有瓶颈，只需增加设备，设备的定制安装周期一年左右。

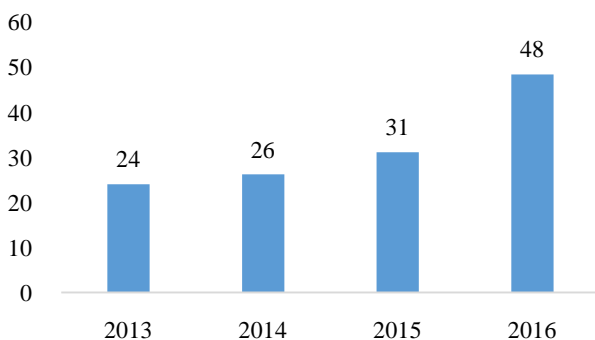
凭借最先进的自动化、智能化生产线，公司推出了DreamVision角膜塑形镜，该款产品采用全新工艺，属高端产品，定价上会比梦戴维高。从我们在无锡地区草根调研的结果来看，DreamVision的终端价格近7000元/副，平均比梦戴维高出2000元左右，但与进口品牌阿尔法等相比仍有2000元以上的差价。

➤ 原材料对公司产品影响小

市场上普遍担忧公司镜片原材料均从博士伦进口，存在供应商出现停产、交付能力下降、合作分歧、材料大幅提价等将会影响公司的正常经营和盈利的风险。我们认为上游原材料对公司的影响程度有限，主要原因有以下三点：

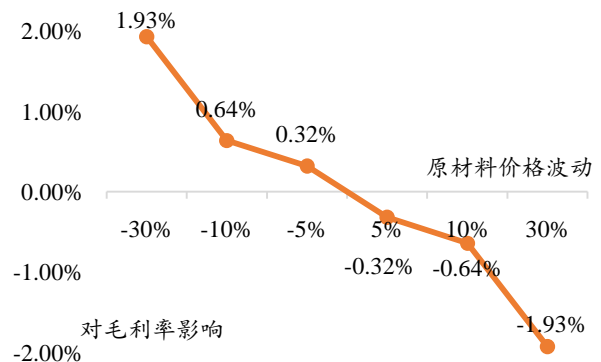
1) 公司角膜塑形镜毛利率高，镜片原材料成本只占产品出产价的5%，原材料价格波动相比塑形镜出产价对利润影响小，2016年博士伦原片大幅提价，而公司只将成品出厂价提升了10%，最终角膜塑形镜当年毛利率没有下滑。

图表31：近几年公司镜片原材料价格情况（元/片）



来源：招股说明书、公司公告、国联证券研究所

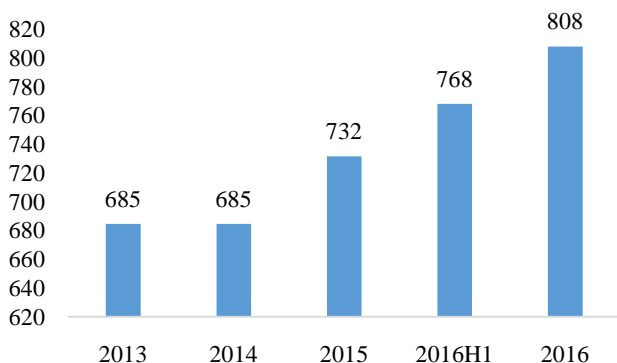
图表32：镜片原材料价格波动对毛利率的影响



来源：招股说明书、国联证券研究所

注：以2016上半年的销售成本数据为基础进行分析

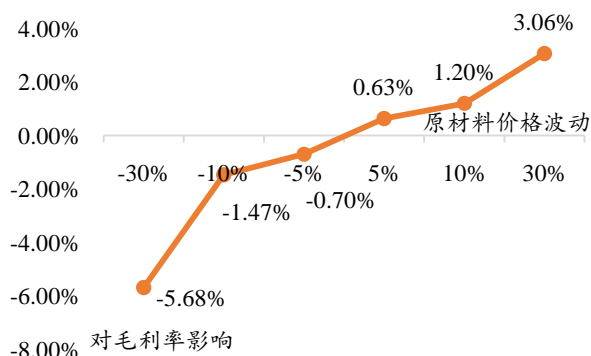
图表 33：近年公司塑形镜平均出厂价格（元/片）



来源：招股说明书、公司公告、国联证券研究所

注：2016 年为依据年报、公告数据推测值

图表 34：公司塑形镜出厂价波动对毛利率的影响



来源：招股说明书、国联证券研究所

注：以 2016 上半年的销售成本数据为基础进行分析

2) 公司与博士伦有长期合作基础，集中采购是为节约成本，另公司已对其它厂商的同种材料进行测试，将逐步纳入采购计划。

3) 公司具备原材料的生产技术储备，若采购价格高于自产成本，公司可通过自产原材料来控制成本。

➤ 公司角膜塑形镜市场规模测算

公司梦戴维系列角膜塑形镜市场推广较为成熟，特别是 2012 年以后，销量保持稳步增长，考虑到公司角膜塑形镜在近视人群中的渗透率尚处于低位（约为 0.1%），预计产品放量受体量扩大影响较小，塑形镜高销量增长态势有望维持。从出厂价格上看，梦戴维的价格基本维持稳定，受原材料价格及直销经销比例的变化产生小幅波动。

图表 35：公司角膜塑形镜的销售测算

角膜塑形镜		2015	2016	2017E	2018E	2019E
梦戴维	出厂价（元）	731.69	808.75	824.93	841.83	858.26
	销量（万片）	18.06	21.60	27.5	34.00	40.00
	销售收入（百万）	132.13	174.69	226.86	277.80	343.30
DreamVision	出厂价（元）	--	-	-	1122.44	1122.44
	销量（万片）	-	-	-	2.00	4.00
	销售收入（百万）	-	-	-	22.45	44.89
合计	收入（百万）	132.13	174.69	226.86	300.25	388.19

来源：公司公告、国联证券研究所

从我们调研了解到的信息来看，未来 1-2 年公司从博士伦进口的原片价格基本维持稳定，因此梦戴维的出厂价不会发生大变化，保持稳定或小幅提升的态势。DreamVision 的终端价格比梦戴维高 30% 左右，假设出厂价相应比例提升，公司角膜塑形镜业务将维持 30% 以上的速度增长。

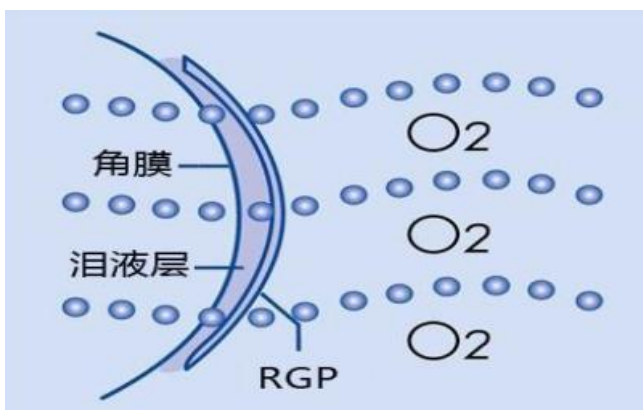
3. 二线业务稳步提升

3.1. 普通角膜接触镜大有可为

➢ 日戴维

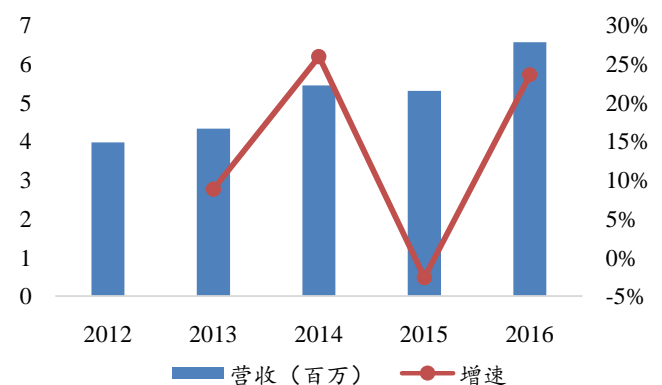
日戴维为普通的硬性角膜接触镜，所用镜片原料与梦戴维相同，具有透气性好、不影响泪液交换、使用寿命长等特点。“日戴维”，顾名思义是白天佩戴的隐形眼镜，主要面向 600 度以上高度近视患者、角膜散光超过 100 度、两眼度数差别超过 200 度的屈光参差者、近视持续加深及术后有残留度数的近视人群。

图表 36：日戴维透气性好



来源：招股说明书、国联证券研究所

图表 37：近年来普通角膜接触镜营收及增长



来源：Wind、国联证券研究所

目前公司硬性角膜接触镜营收占比较低，只有 3% 左右，年均配镜量不到 1 万副，相较于 3000 万的高度近视患者，市场渗透率只有 0.03%。由于消费者认知、屈光手术及软镜的竞争等因素的影响，日戴维的市场规模还比较小，但考虑到其相对于软镜优势明显，未来有较大的潜在市场。

图表 38：日戴维与普通软性隐形眼镜的对比

项目	日戴维	普通软性隐形眼镜
透氧性	高透氧材料，保护眼镜健康	大部分透氧性差
泪液交换	形状相对固定，在角膜上滑动，泪液可交换	镜片附在角膜上，阻碍泪液交换
舒适度	需要的适应期长些	适应期相对较短
视力	成像效果好	眨眼时镜片可能移位
耐用性	硬质材料，不易受损，表面划痕可抛光翻新	较易受损

来源：招股说明书、国联证券研究所

➢ 华锥-圆锥角膜/散光镜

华锥是日戴维系列角膜接触镜的下属子品牌，是一种针对特殊角膜形态设计的硬性角膜接触镜，为公司专利产品，主要适用于具有圆锥角膜病患者的配戴，具有遏制患者的圆锥角膜进一步发展的效果。我国平均每年新增 2 万圆锥角膜患者，整体来说华锥的适用范围较为小众，对公司业绩贡献较小，但有利于协同提升公司品牌地位。

图表 39：圆锥角膜及公司华锥系列产品



来源：招股说明书、国联证券研究所

3.2. 护理产品-从代理转向自产

角膜塑形镜配套产包括护理产品及配套的镜盒和吸棒。护理产品主要有护理液、舒润液等，护理液主要用于硬性角膜接触镜的清洁、除蛋白、冲洗、消毒和贮存等作用，而舒润液可直接滴入眼内或是镜片凹面，用于润滑和湿润硬性角膜接触镜。

从使用成本上看，一套护理产品的价格约为 250 元，按最节省的使用情况每套使用三个月来计算，每年需 1000 元左右的护理液费用。2015 年我国新增塑形镜配镜者 60 万，加上往年的存量市场，预计超过 80 万人，护理产品的市场规模约为 8 亿元。

图表 40：公司梦戴维角膜塑形镜配套护理产品情况

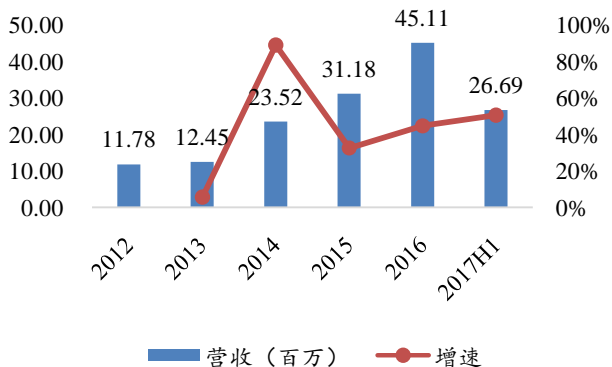
产品	规格	用途	使用方法	价格	使用时间	注意事项
	105ml	梦戴维、日戴维、华锥等硬质的角膜接触产品的清洁、消毒及冲洗	每天摘镜后用于清洁、浸泡镜片	102 元/瓶	视使用频率而定，每瓶可用 1~3 个月不等	储存于室温，避免瓶嘴受污染，开启后 3 个月过期
	10ml	增加镜片与角膜间的湿润性，滴于镜片凹面或眼内。润滑作用，可防止镜片表面干燥及沉淀形成	每天戴镜和摘镜前使用。	50 元/瓶	视戴镜频率而定，每瓶可用 1~3 个月不等	储存于室温，避免瓶嘴受污染，晨起摘镜必用；开启后 3 个月过期
	30ml	清洁、冲洗、消毒、调节、保存功能于一体，特别是能去蛋白	1-2 周/次，每次浸泡时间需 2-3 小时，需与博视顿新洁混合使用	55 元/瓶	3 个月	不可直接接触眼睛，开封后保质期为 3 个月。
	360ml	用于冲洗镜片上残留护理液的“无菌”冲洗液，具有清洁、舒适，能够延长镜片使用寿命	镜片在经过护理液处理后，使用约 10ML 的冲洗液冲洗两面	39/瓶	视戴镜频率而定，每瓶可用 1~3 个月不等	不可用于软性角膜接触镜，密封避光储存

	梦戴维角膜塑形镜双联盒	用于存放镜片的器皿，内部光滑，避免取镜时划伤镜片	镜盒中放入博视顿新洁液及先进清洁液并混匀，将镜片放入盒内浸泡	单买 10 元左右，一般买护理液有附送	3 个月换一次	禁止用热开水烫或浸泡，建议 3 个月更换
	包括吸棒及存放吸棒的管	辅助我们取下角膜塑形镜或硬性角膜接触镜 (RGP)	使用前可用护理液清洗，用后用凉开水冲洗，放入管内	单买 11 元左右，一般买护理液有附送	3 个月换一次	禁止用热开水烫或浸泡，存放在阴凉、干燥、通风处

来源：梦戴维官网、易视眼镜、国联证券研究所

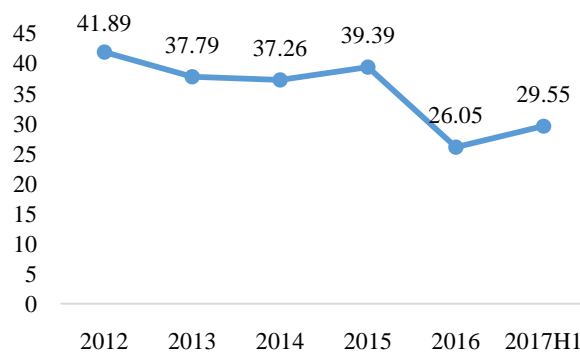
公司只生产“镜特舒”冲洗液，目前销售规模小；护理液则主要通过向博士伦采购并作为镜片的配套产品出售给客户，因此整体毛利率偏低。护理产品营收占公司总额的近 20%，为公司第二大业务，近 5 年来复合增速 40%，略高于角膜塑形镜增速。2012-2015 年间公司代理的护理产品整体毛利率保持稳定，2016 年毛利率大幅下滑是博士伦终端提价所致。

图表 41：近年来公司护理产品的营收（百万）



来源：Wind、国联证券研究所

图表 42：近年来公司护理产品的毛利率 (%)



来源：Wind、国联证券研究所

护理液虽贡献了公司近 20% 的营收，但由于上下游议价能力差，毛利率较低，整体对公司利润端的贡献较小。为此公司也自主研发护理产品，多功能护理液已处于临床试验阶段，润舒液正在检测中。预计公司的募投项目产能扩增产后，将拥有镜片护理液 80 万套及冲洗液 200 万瓶的生产能力，届时有望成为公司业绩的新增长点。

3.3. 参股卫视博，产品线扩容贡献业绩增量

为改变产品线过于单一的现状，公司与 2016 年 9 月参股广州卫视博生物科技有限公司，公司拥有 9.01% 的股权。广州卫视博生物科技有限公司成立于 2007 年，主要从事眼科产品的研发生产和销售，核心产品为折叠式人工玻璃体球囊及泪小管阻芯。

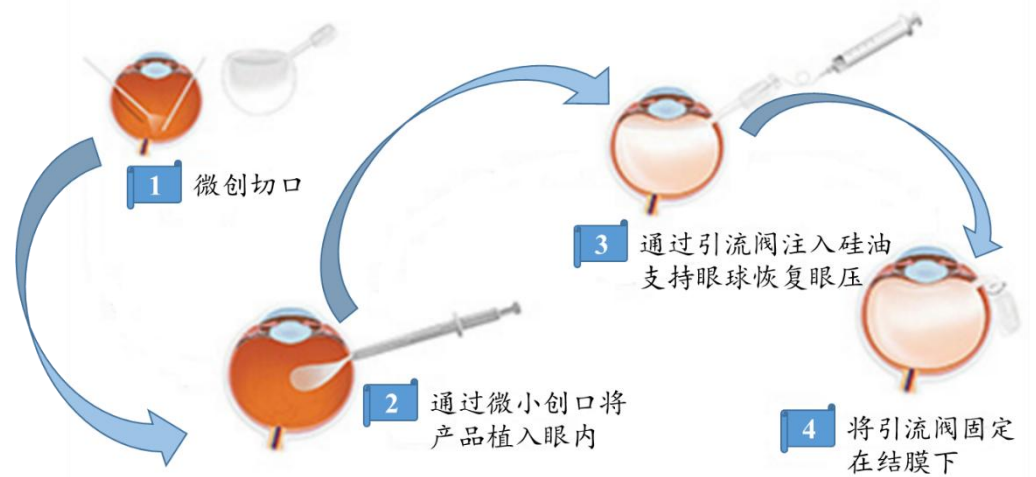
➤ 折叠式人工玻璃体球囊

设计和原理：由球囊、引流管和引流阀组成，由医用硅橡胶材料制成，通过将硅胶注入特制的模具中，经过高温高压处理，使球囊、引流管和引流阀一次成型。用于

严重视网膜脱离，不能用现有的玻璃体替代物进行治疗的患者。

人眼内的玻璃体是一种胶冻样组织，主要起维持眼内压及支撑视网膜的作用。人工玻璃体球囊则是通过模拟人自然玻璃体腔形状设计的一个类似于和眼球里面玻璃体形状非常吻合的“袋子”，先将它通过微创切口植入眼内，再通过引流阀将硅油注射到“袋子”里去，以实现顶压视网膜的长期稳定，恢复自然玻璃体对眼球形态的维持和支撑功能，同时避免了填充介质（硅油）与眼内组织结构的直接接触而带来不良反应，是我国独立研制的创新产品，国际首创。

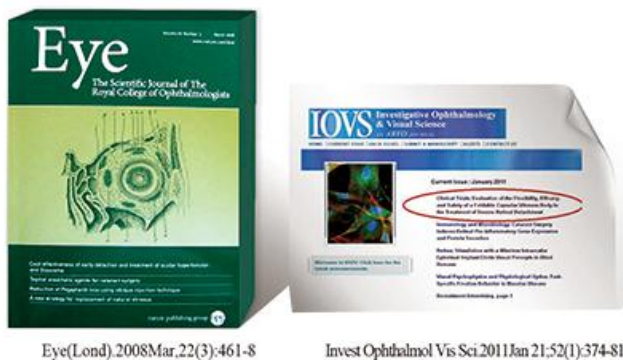
图表 43：折叠式人工玻璃体球囊植入方法



来源：公司网站、国联证券研究所

国内外专家认可：折叠式人工玻璃体在国际 SCI 杂志上发表了原创性、系统性论文 21 篇，部分临床试验结果在 IOVS 杂志封面发表，产品获得了国家 863 项目、十二五支撑计划、中小企业创新基金、广东省产学研和广州市科技计划等一系列政府基金资助，拥有中国、美国、俄罗斯、澳大利亚、日本等专利 17 项。折叠式人工玻璃体球囊被评为 2012 年世界视网膜脱离手术四大进展之一，中国 2013 年眼外伤十大进展之一，被中华医学会眼科分会评为“2015 年我国眼科十大成就”之一。

图表 44：折叠式人工玻璃体在国际杂志发表论文



来源：公司官网、国联证券研究所

图表 45：折叠式人工玻璃体受眼科界广泛关注



来源：公司官网、国联证券研究所

折叠式人工玻璃体球囊获得了欧盟 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。该产品在 2017 年 7 月 27 日获得食药监总局颁发的医疗器械注册证，在一些重点医院进行试用，目前已在上海、南京、长沙、甘肃多地都有患者成功植入，显示效果良好。

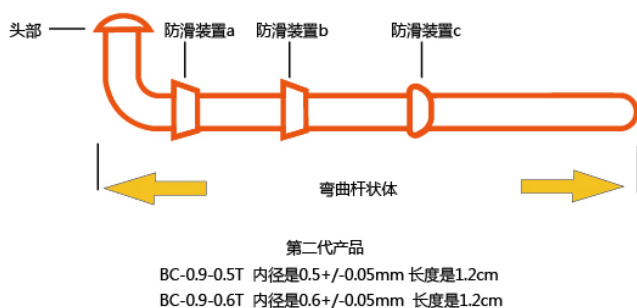
折叠式人工玻璃体植入手术主要适用于严重眼外伤和视网膜脱离手术失败者。通常眼球穿通伤或者贯通伤患者发生视网膜脱离，需要切除玻璃体，填充硅油，以促进视网膜复位，几个月后再取出硅油。但是有部分患者填充硅油后，视网膜复位不成功，而硅油不能长期填充，可以出现青光眼、白内障、角膜变性、硅油乳化等并发症，最后不得不摘除眼球，装上义眼。另外，眼球破裂伤患者，眼球内玻璃体和其他内容物大部分脱出，无法缝合，也要摘除眼球。人工玻璃体球囊内填充的硅油不会发生乳化，避免眼球被摘除，因此也被称为“义眼和硅油填充的中间产品”。

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，终端用户价格 2 万多元，而全国每年约有 20 多万人需进行玻切。我们假设该产品对传统硅油填充的替代比例为 30%，按 10% 的净利率计算，每年将为公司贡献 1.2 亿的利润，若渗透率达到 50%，则每年可贡献 2 亿利润，或将成为公司另一业绩主要增长点。

➤ 泪小管阻芯

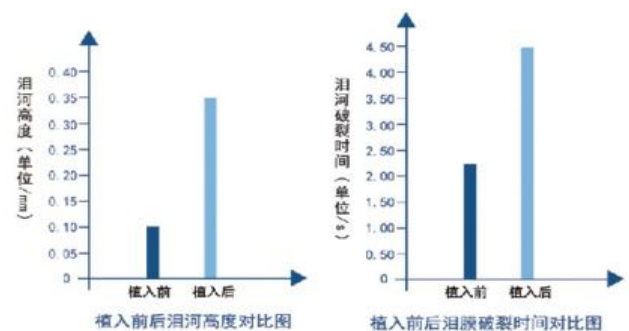
泪小管阻芯采用高分子材料硅胶，根据人眼泪小管弯曲的生理特点，应用仿生学设计，主要作用是阻塞泪小管，延缓泪液蒸发来缓解干眼症状，恢复眼部生态环境。从实际效果来看，该产品有三道防脱栓，可减少产品脱出风险，且临床应用证明植入后可显著提升泪河高度，有效缓解干眼症状。

图表 46：三防滑装置泪小管阻芯俯视图



来源：国联证券研究所

图表 47：植入泪小管阻芯可升高泪河高度



来源：国联证券研究所

泪小管阻芯适用于人工泪液难缓解症状或使用过频繁者、水液缺乏型干眼和黏蛋白缺乏型的干眼患者。该产品由卫视博研发生产，公司为该产品销售代理，有利于扩充眼科领域的产品线。

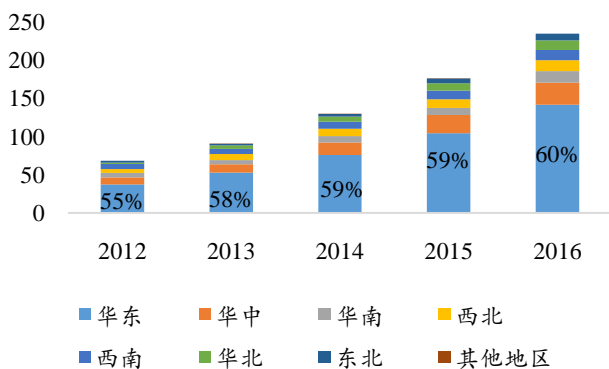
4. 外延积极布局，网点建设拓宽渠道

4.1. 立足华东，辐射全国

➤ 不同地区不同模式下公司产品销售情况

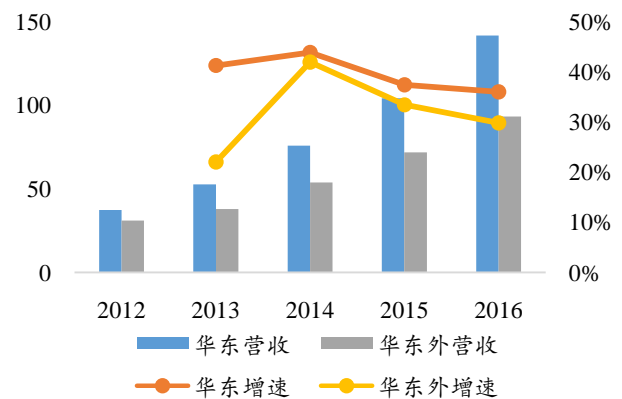
公司地处合肥高新技术产业开发区，属长三角发达经济圈。从各地区的营收情况来看，华东地区占据公司大部分营收份额，2016年华东地区实现营收1.42亿元，占公司营收总额的60%。近年来公司在华东地区的营收增速也要明显高于其他地区，我们认为出现这种情况的主要原因是：1) 角膜塑形镜价格整体偏高，而华东地区经济相对发达，民众对高价产品的消费能力强。2) 公司目前规模较小，前期受限于资金产能等因素，主要将资源集中在华东地区（经销商数量占比近50%），其他地区推广力度及验配点数量方面相对弱些。

图表 48：公司各大区营收情况（百万）



来源：Wind、国联证券研究所

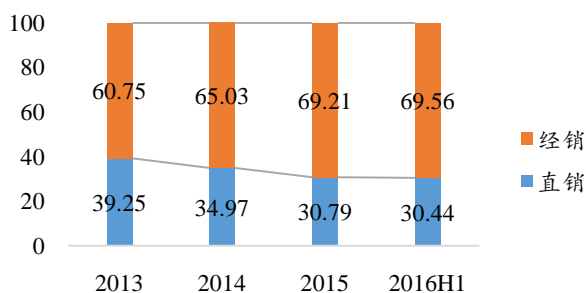
图表 49：华东及华东以外地区营收和增速（百万）



来源：Wind、国联证券研究所

公司产品的推广以经销为主，直销为辅的模式。一方面，公司选取具有相应资质的机构作为合格经销商，由该经销商负责所在区域眼科医疗的渠道开发和产品销售；另一方面，公司也在部分区域（主要是江苏和安徽）直接向具有验配资质的眼科医疗机构进行产品销售。

图表 50：公司产品直销和经销收入占比（%）



来源：招股说明书、国联证券研究所

图表 51：不同销售模式下产品销售价格情况（元）

产品	销售模式	2013	2014	2015	2016H1
梦戴维	直销	991.88	991.75	1010.46	1064.42
	经销	573.67	619.62	645.97	689.58
	差价	418.21	372.13	364.49	374.84
日戴维	直销	408.75	457.67	463.86	518.74
	经销	271.45	285.68	292.27	349.37
	差价	137.30	171.99	171.59	169.35

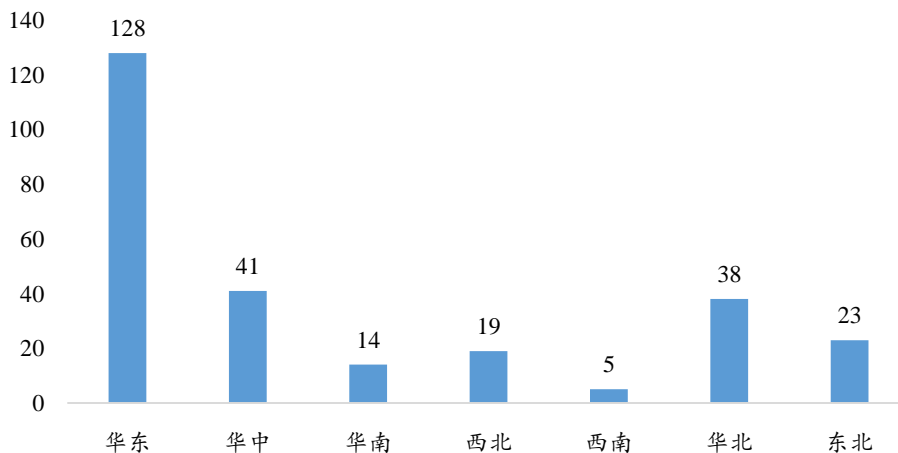
来源：招股说明书、国联证券研究所

公司目前经销的营收占比近70%，且随着各地经销商数量的拓展，经销的份额将逐步增加。从不同销售模式下产品销售价格来看，无论是梦戴维还是日戴维，直销模式下产品价格平均要比经销高出50%以上。总体来说，直销模式下公司可获得较高的毛利收益，而经销模式下则通过充分让利给分销商来扩大不同地区眼科医院的终端覆盖。

➤ 渠道拓展及渗透率提升贡献业绩增量

截止 2016 年上半年，公司共有经销商 268 家，有近半集中在华东地区，华南、西南等地相对薄弱。通过并购对部分优质门店进行控股或入股的方式，预计公司的角膜塑形镜已经覆盖 700 多家医院验配点，累计验配数量超过 60 万例。

图表 52：截止 2016 上半年，公司各大区经销商数量



来源：招股说明书、国联证券研究所

未来 2-3 年，公司一方面将重点加强覆盖薄弱区域的营销服务网络建设，以华东优势区域为基础，加强东三省、内蒙、华南、西南等地区的经销商拓展，加强高端产品在一线城市的推广力度，每年新增 100 多家验配点。另一方面，持续加强对医生和验配师的培训，通过他们去教育患者，同时通过直销网点在线下做一些科普活动、公益活动来推广宣传品牌形象，增强客户黏性，提升已有验配点的配镜数量。

4.2. 设立并购基金，产业链有望拓宽

公司出资 9999 万元参与投资设立规模为 3 亿元的并购基金，该基金资金将主要用于向与欧普康视的主营业务相关的、能形成规模效应或者产业协同效应、行业前景良好、受国家政策支持和鼓励的企业。

公司在手现金充裕，外延预期较强，将充分利用上市后的资本平台，通过投资、并购等方式进行产业资源整合(如 2016 年投资入股的广州卫视博)，提升综合竞争力。

5. 盈利预测与评级

5.1. 基本假设

假设：

- 1) 角膜塑形镜在产能扩大、验配网点增加及低渗透率的背景下，销量保持 25-30% 的速度增长；镜片原材料价格基本维持稳定；梦戴维出厂价稳中略有提升；DreamVision 出产价比梦戴维高 30% 左右，且渗透率逐步提升。

- 2) 护理产品在 17 年提价后毛利率有所回升，随着募投项目扩产完成，冲洗液销量有望大幅增加，护理液预计可在 19 年实现生产并销售。随着自主护理产品份额的提升，护理业务实现收入与毛利率齐升。
- 3) 普通角膜塑形镜及框架眼镜等业务占比较低，基本维持稳定增长。
- 4) 人工玻璃体球囊处于推广初期，销售存在不确定性，暂不考虑。

图表 53：公司各业务板块的营业预测（百万）

细分类	2015	2016	2017E	2018E	2019E
角膜塑形镜销售收入	132.13	174.69	226.86	300.25	388.19
YOY (%)		32.21	29.86	32.35	29.29
毛利率 (%)	87.22	87.08	87.88	88.00	88.00
普通角膜接触镜销售收入	5.3	6.55	8.06	10.07	12.59
YOY (%)		23.58	23.00	25.00	25.00
毛利率 (%)	72.75	75.26	76.00	76.00	76.00
护理产品销售收入	31.18	45.11	64.06	92.88	134.68
YOY (%)		44.68	42.00	45.00	45.00
毛利率 (%)	39.39	26.05	30.00	35.00	40.00
普通框架眼镜销售收入	7.46	8.37	9.37	10.50	11.76
YOY (%)		12.20	12.00	12.00	12.00
毛利率 (%)	56.52	61.26	62.00	62.00	62.00
其他业务收入	0.17	0.3	0.36	0.43	0.52
YOY (%)		76.47	20.00	20.00	20.00
毛利率 (%)	25.66	59.37	60.00	60.00	60.00
合计销售收入	176.24	235.02	308.71	414.13	547.73
YOY (%)		33.35	31.35	34.15	32.26
毛利率 (%)	76.96	74.08	74.74	75.13	75.34

来源：Wind、国联证券研究所

5.2. 预测和评级

我国近视人口数量庞大，随着渗透率的提升，角膜塑形镜有 10 倍以上的增长空间。我们认为公司角膜塑形镜相比进口有地域和价格优势，在产能扩大、产品技术和工艺提升、验配网点的不断增长的刺激下，业绩有望保持快速增长。预计 17-19 年 EPS 分别为 1.22、1.67、2.20 元，对应 3 月 23 日收盘价 56.28 元，PE 为 46、34、26 倍。

公司是大陆唯一或获批的角膜塑形镜生产商，且在未来 3-5 年都将处于行业独角兽的地位，业绩持续高增长可期。参照可比公司，结合公司发展状况，我们认为公司的合理估值为 45 倍左右，维持“推荐”评级。

图表 53：可比公司（2018 年 3 月 26 日）

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			
			TTM	17E	18E	19E
300298.SZ	三诺生物	106.99	41.10	42.03	30.64	24.91
300326.SZ	凯利泰	60.11	31.62	26.99	22.29	18.57
300246.SZ	宝莱特	28.49	49.52	33.35	24.92	18.33
300238.SZ	冠昊生物	50.17	87.82	75.70	67.98	62.37
603658.SH	安图生物	217.43	51.95	48.51	35.79	27.16
300396.SZ	迪瑞医疗	61.65	36.22	34.67	27.04	21.75
002223.SZ	鱼跃医疗	221.45	36.84	34.36	27.96	22.58
	均值	106.61	47.20	42.23	33.80	27.95
300595.SZ	欧普康视	69.96	46.98	47.25	34.71	26.29

来源：Wind、国联证券研究所

6. 风险提示

6.1. 主营产品单一

公司目前绝大部分收入来源于角膜塑形镜及其配套护理液，拓展的人工玻璃体球囊产品短期内业绩贡献较小，产品过于单一。

6.2. 突发性及政策性风险

角膜塑形镜为直接接触眼角膜的产品，若发生突发性佩戴重大安全事故，将对公司产品销售造成较大影响。角膜塑形镜为三级医疗器械，管控严格，受政策影响大。

图表 54：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	189.36	212.95	646.34	771.66	931.86	营业收入	176.24	235.02	308.71	414.13	547.73
应收账款+票据	20.26	25.23	35.96	48.32	65.17	营业成本	40.60	60.92	77.97	102.98	135.09
预付账款	1.84	2.92	3.17	4.87	5.68	营业税金及附加	2.47	3.54	4.65	6.24	8.26
存货	11.09	13.02	17.84	22.91	30.55	营业费用	23.09	28.97	37.04	48.45	62.99
其他	0.05	0.38	0.38	0.38	0.38	管理费用	14.89	16.74	20.37	27.13	35.60
流动资产合计	222.60	254.50	703.69	848.15	1,033.64	财务费用	0.15	0.11	-7.52	-12.47	-14.95
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.70	0.71	1.65	2.15	2.85
固定资产	31.73	31.86	62.02	78.66	97.59	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2.42	36.36	25.00	30.00	30.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	7.79	7.63	7.40	7.17	6.95	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2.34	8.98	12.25	14.28	15.52	营业利润	94.34	124.03	174.53	239.65	317.89
非流动资产合计	44.28	84.82	106.67	130.11	150.06	营业外净收益	10.87	11.96	4.57	4.57	4.57
资产总计	266.88	339.32	810.37	978.26	1,183.70	利润总额	105.21	136.00	179.10	244.22	322.47
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	16.86	22.11	26.87	36.63	48.37
应付账款+票据	1.44	12.76	5.42	18.59	12.90	净利润	88.35	113.89	152.24	207.59	274.10
其他	11.90	10.62	17.12	18.43	27.02	少数股东损益	-0.35	-0.15	0.18	0.60	0.75
流动负债合计	13.34	23.38	22.54	37.03	39.92	归属于母公司净利润	88.70	114.04	152.06	206.99	273.35
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	35.69%	33.35%	31.35%	34.15%	32.26%
负债合计	13.34	23.38	22.54	37.03	39.92	EBIT	39.52%	29.31%	26.06%	35.07%	32.69%
少数股东权益	1.11	4.45	4.63	5.23	5.98	EBITDA	38.85%	28.80%	26.55%	35.28%	32.72%
股本	51.00	51.00	68.00	68.00	68.00	归属于母公司净利润	157.14%	28.56%	33.34%	36.13%	32.06%
资本公积	63.52	63.52	405.98	405.98	405.98	获利能力					
留存收益	137.90	196.96	309.21	462.02	663.81	毛利率	76.96%	74.08%	74.74%	75.13%	75.34%
股东权益合计	253.53	315.94	787.83	941.23	1,143.77	净利率	50.13%	48.46%	49.31%	50.13%	50.04%
负债和股东权益总计	266.88	339.32	810.37	978.26	1,183.70	ROE	35.14%	36.61%	19.41%	22.11%	24.02%
现金流量表						ROIC	168.38%	150.67%	130.79%	128.07%	139.82%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	83.43	106.46	148.35	203.70	270.21	资产负债	5.00%	6.89%	2.78%	3.78%	3.37%
折旧摊销	3.65	4.17	5.94	8.41	11.21	流动比率	16.68	10.88	31.23	22.91	25.89
财务费用	0.14	0.12	-7.73	-12.76	-15.33	速动比率	15.85	10.31	30.42	22.28	25.12
存货减少	-6.25	-1.93	-4.82	-5.07	-7.63	营运能力					
营运资金变动	-0.96	-0.19	-11.83	0.43	-14.77	应收账款周转率	9.64	9.73	9.35	9.03	9.05
其它	0.47	0.34	1.65	2.15	2.85	存货周转率	3.66	4.68	4.37	4.49	4.42
经营活动现金流	80.46	108.97	131.55	196.86	246.54	总资产周转率	0.66	0.69	0.38	0.42	0.46
资本支出	15.47	28.60	25.00	30.00	30.00	每股指标(元)					
长期投资	1,324.74	1,627.44	4.44	4.00	4.00	每股收益	0.71	0.92	1.22	1.67	2.20
其他	1,329.79	1,628.94	3.89	3.89	3.89	每股经营现金流	0.65	0.88	1.06	1.58	1.98
投资活动现金流	-10.43	-27.10	-25.55	-30.11	-30.11	每股净资产	2.03	2.51	6.30	7.53	9.15
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	0.00	3.52	359.46	0.00	0.00	市盈率	78.87	61.35	46.01	33.80	25.60
其他	-8.11	-73.85	-32.07	-41.42	-56.23	市净率	27.72	22.46	8.93	7.47	6.15
筹资活动现金流	-8.11	-70.32	327.39	-41.42	-56.23	EV/EBITDA	24.74	19.04	18.02	12.82	9.18
现金净增加额	61.79	11.47	433.39	125.32	160.20	EV/EBIT	25.60	19.62	18.64	13.29	9.51

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064