

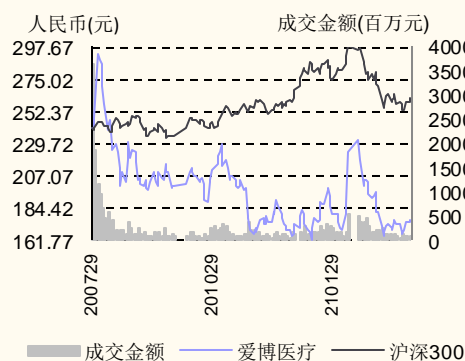
爱博医疗 (688050.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 176.86 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.05
已上市流通 A 股(亿股)	0.23
总市值(亿元)	185.95
年内股价最高最低(元)	293.18/161.77
沪深 300 指数	5095
上证指数	3457



人工晶状体先锋，角膜塑形镜处于快速放量期

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	195	273	397	558	810
营业收入增长率	53.73%	39.88%	45.28%	40.76%	45.14%
归母净利润(百万元)	67	97	136	193	284
归母净利润增长率	228.32%	44.80%	40.38%	42.38%	47.35%
摊薄每股收益(元)	0.846	0.918	1.289	1.836	2.705
每股经营性现金流净额	N/A	1.15	3.80	1.48	2.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.80%	6.36%	5.53%	7.33%	9.78%
P/E	0.00	188.35	137.19	96.35	65.39
P/B	#VALUE!	11.98	7.58	7.06	6.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 3月30日, 公司公布2020年年报, 全年实现营业收入2.73亿元, 同比增长40%, 实现归母净利润9656万元, 同比增长45%, 实现扣非净利润8968万元, 同比增长41%。
- 2020Q4实现营业收入9153万元, 同比增长66%; 实现归母净利润2790万元, 同比增长58%。

经营分析

- 人工晶状体是公司业绩增长的核心驱动力, 角膜塑形镜处于快速放量期:**
 - 人工晶状体实现营收2.23亿元(+25%), 占营收比例为82%, 全年销量50万片, 销售量同比增长20%;
 - 角膜塑形镜实现营收4126万元(+480%), 占营业收入比例为15%, 随公司加强市场推广, 角膜塑形镜(含试戴片)全年销量突破10万片, 销量同比增长340%, 产销率88%;
- 股权激励彰显公司未来发展信心。**公司拟向激励对象授予45万股(总股本10513.93万股)限制性股票, 未来5年摊销5146万元用以股权激励, 涉及的激励对象共计82人, 公司以2020年净利润值为基数, 2021-2024年2021-2024净利润年均复合增长率触发值为25%、20%、15%、15%, 目标值为45%、40%、35%、35%。
- 公司拟投资4000万元收购江苏天眼55%股权。**江苏天眼拥有3款(半年抛、月抛、日抛)彩色软性亲水接触镜的材料配方、调色工艺及双面模压工艺技术, 均已提交国家药监局申报注册。本次收购有望实现公司与标的公司技术互补, 同时加速公司在眼科消费性医疗业务方向的产品布局, 丰富公司产品结构, 增强公司整体品牌影响力和抗风险能力。

盈利调整与投资建议

- 考虑到股权激励费用的摊销对公司净利润的影响, 我们分别下调2021年、2022年净利润14%、17%, 预计2021-2023年归母净利润分别为1.36、1.93、2.84亿元, 分别同比增长40%、42%、47%。若剔除股权激励摊销费用影响, 预计2021-2023年公司分别实现净利润1.49、2.07、2.96亿元, 分别同比增长54%、40%、43%。

风险提示

- 人工晶状体带量采购风险; 市场推广不及预期; 产品研发获批不及预期。

相关报告

- 《人工晶状体增长有力, 角膜塑形镜高速增长-爱博医疗公司点评》, 2021.2.24
- 《人工晶状体先锋, 角膜塑形镜再蓄新动能-爱博医疗公司深度研究》, 2020.12.7

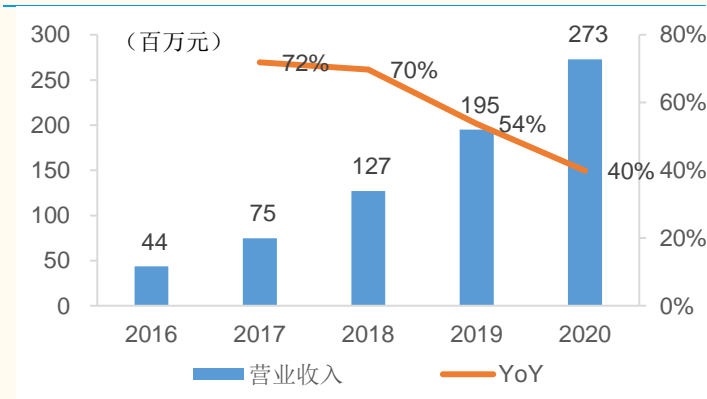
袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

公司业绩符合预期，角膜塑形镜处于快速放量期

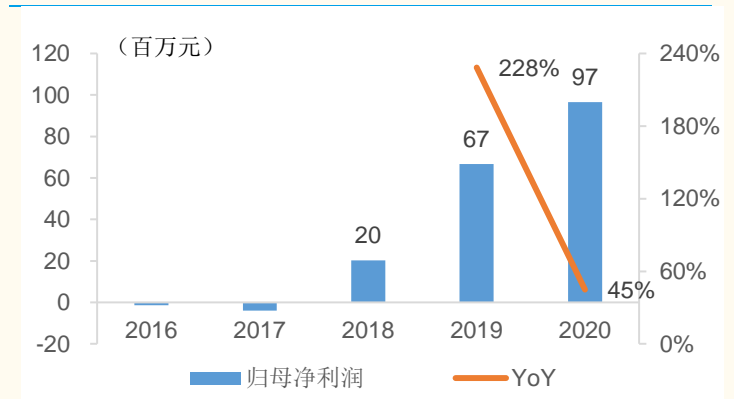
- 2021年3月30日，公司公布2020年年报，全年实现营业收入2.73亿元，同比增长39.88%，实现归母净利润9656万元，同比增长44.80%，实现扣非净利润8968万元，同比增长41.22%。
- 2020Q4实现营业收入9153万元，同比增长65.64%。实现归母净利润2790万元，同比增长58.13%。
- 人工晶状体是公司业绩增长的核心驱动力，角膜塑形镜快速放量贡献业绩增量。
 - “普诺明”等系列人工晶状体实现营收2.23亿元，同比增长24.70%，占主营业务收入比例为81.92%；
 - “普诺瞳”角膜塑形镜实现营收4126万元，同比增长479.59%，占主营业务收入比例为15.14%；
 - 手术及视光配套产品营收占比2.95%。

图表 1：2015-2020 年爱博医疗业绩增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

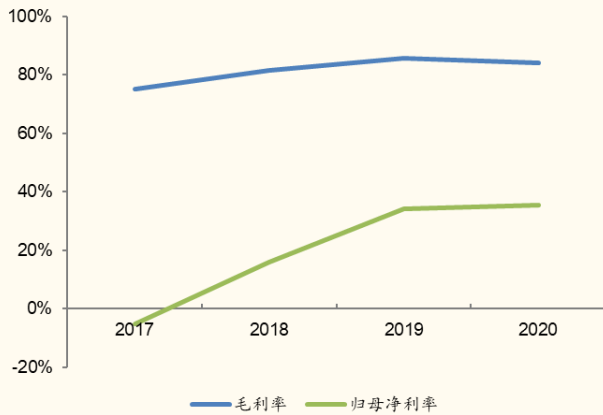
图表 2：2015-2020 年爱博医疗主营产品收入情况



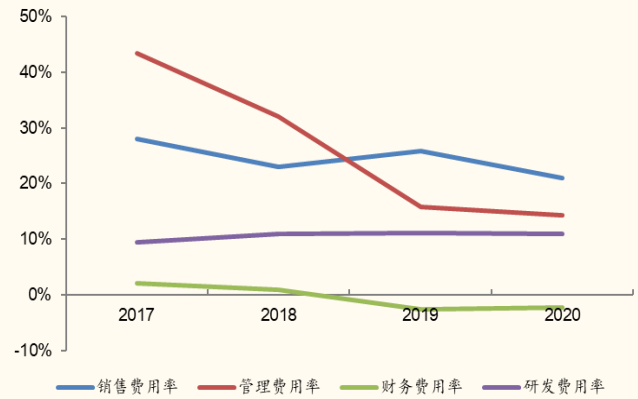
来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司毛利率、净利率基本稳定，研发投入持续加大。2020年，公司毛利率84.01% (-1.68pt)，净利率35.36% (+1.2pt)；期间费用率方面，公司销售费用率、管理费用率均进入下行通道，研发投入维持较高水平，2020年公司研发投入合计3992万元，同比增长39.3%，研发费用率10.98%。
- 3种预装式非球面人工晶状体于2020年5月获批医疗器械注册证，非球面衍射型多焦人工晶状体通过NMPA医疗器械技术审评中心创新医疗器械特别审查程序；ICL晶体、眼用透明质酸钠凝胶正稳步推进临床试验。

图表 3：2015-2020 年爱博医疗毛利率与净利率情况



图表 4：2015-2020 年爱博医疗四项费用率情况

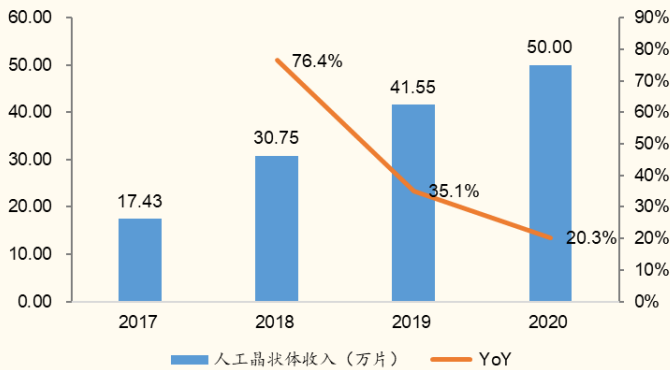


来源：公司公告，国金证券研究所

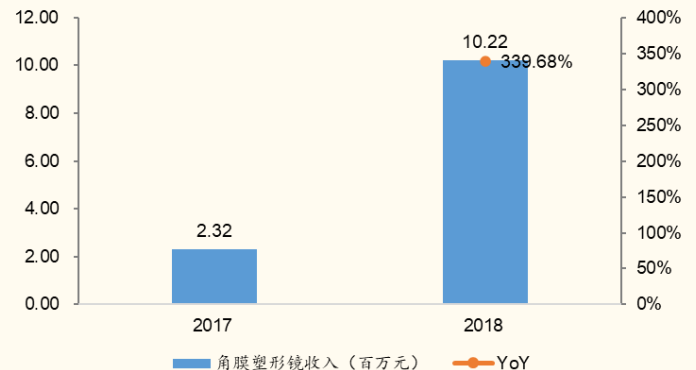
来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司人工晶状体全年销量 50 万片，销售量同比增长 20.33%；随公司加强市场推广，品牌影响逐步提升，销量快速增长，角膜塑形镜（含试戴片）全年销量突破 10 万片，销售量同比增长 339.68%，产销率 88.11%。

图表 5：2015-2020 年爱博医疗人工晶状体销量情况



图表 6：2019-2020 年爱博医疗角膜塑形镜销量情况



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

股权激励彰显公司未来发展信心

- 公司拟向激励对象授予 45 万股（总股本 10513.93 万股，占总股本的 0.43%）限制性股票，未来 5 年摊销 5146 万元用以股权激励，涉及的激励对象共计 82 人，占全部职工人数的 18.8%，公司以 2020 年净利润值为基数，2021-2024 年净利润年均复合增长率触发值为 25%、20%、15%、15%，目标值为 45%、40%、35%、35%。
- 此次限制性股票拟分两次授予，首次授予 40.2 万股（占比 89.33%），预留 4.8 万股（占比 10.67%）。首次授予的 40.2 万股限制性股票总摊销金额约 5145.6 万元。预计 2021-2025 年公司股权激励费用分别摊销 1543.68 万元、1672.32 万元、1157.76 万元、514.56 万元和 257.28 万元。

图表 7：本次激励计划限制性股票的业绩考核目标

归属期	对应考核年度	经调整后净利润	年均复合增长率 (A)	目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个归属期	2021	2021年较2020年的经调整后	净利润的增长率	45%	25%
第二个归属期	2022	2022年较2020年的经调整后	净利润的年均复合增长率	40%	20%
第三个归属期	2023	2023年较2020年的经调整后	净利润的年均复合增长率	35%	15%
第四个归属期	2024	2024年较2020年的经调整后	净利润的年均复合增长率	35%	15%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：首次授予 40.2 万股限制性股票在各期的摊销费用预估 (万元)

合计	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
5,145.60	1,543.68	1,672.32	1,157.76	514.56	257.28

来源：公司公告，国金证券研究所

拟收购天眼医药 55% 股权，拓展眼科消费业务布局

- 3月30日，爱博医疗发布公告：拟投资 4,000 万元收购江苏天眼医药科技股份有限公司股权并对其进行实缴出资。本次交易完成后，公司持有江苏天眼 55% 的股权。
- 江苏天眼拥有 3 款（半年抛、月抛、日抛）彩色软性亲水接触镜的材料配方、调色工艺及双面模压工艺技术，均已提交国家药监局申报注册。现有产能约 1,000 万片/年，公司计划在完成本次交易后增补部分设备可实现年产量 3,000 万片。
- 本次收购有望实现公司与标的公司的技术互补，同时加速公司在眼科消费性医疗业务方向的产品布局，丰富公司产品结构，增强公司整体品牌影响力和抗风险能力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	127	195	273	397	558	810	货币资金	68	196	537	1,768	1,898	2,119
增长率	69.7%	53.7%	39.9%	45.3%	40.8%	45.1%	应收账款	48	59	76	143	171	226
主营业务成本	-24	-28	-44	-50	-66	-87	存货	36	61	59	96	105	108
%销售收入	18.6%	14.3%	16.1%	12.7%	11.8%	10.8%	其他流动资产	210	18	474	30	31	36
毛利	103	167	229	346	492	723	流动资产	362	335	1,146	2,038	2,205	2,489
%销售收入	81.4%	85.7%	83.9%	87.3%	88.2%	89.2%	%总资产	61.6%	48.8%	70.0%	79.2%	79.7%	81.1%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-7	-9	-14	长期投资	15	16	41	49	54	60
%销售收入	1.6%	1.7%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	112	183	267	278	286	291
销售费用	-29	-50	-57	-72	-117	-170	%总资产	19.1%	26.7%	16.3%	10.8%	10.3%	9.5%
%销售收入	22.9%	25.8%	21.0%	18.1%	21.0%	21.0%	无形资产	60	108	140	156	166	173
管理费用	-41	-31	-39	-71	-95	-126	非流动资产	225	351	492	536	562	581
%销售收入	32.1%	15.7%	14.2%	18.0%	17.0%	15.6%	%总资产	38.4%	51.2%	30.0%	20.8%	20.3%	18.9%
研发费用	-14	-22	-30	-58	-78	-113	资产总计	586	686	1,639	2,574	2,767	3,070
%销售收入	10.9%	11.1%	11.0%	14.6%	14.0%	14.0%	短期借款	8	1	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	18	61	99	138	192	299	应付款项	5	6	51	25	29	41
%销售收入	13.8%	31.3%	36.3%	34.9%	34.5%	36.9%	其他流动负债	12	16	26	46	60	80
财务费用	-1	5	6	24	38	42	流动负债	24	23	77	71	90	121
%销售收入	1.0%	-2.6%	-2.2%	-6.0%	-6.8%	-5.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-2	0	2	0	0	0	其他长期负债	9	15	14	21	14	13
公允价值变动收益	3	-3	0	0	0	0	负债	33	38	91	92	103	134
投资收益	5	3	5	3	5	6	普通股股东权益	551	618	1,518	2,452	2,634	2,907
%税前利润	18.3%	4.3%	4.4%	1.8%	2.1%	1.7%	其中：股本	79	79	105	131	131	131
营业利润	27	70	111	165	235	347	未分配利润	-13	3	90	212	390	657
营业利润率	21.1%	35.7%	40.7%	41.7%	42.2%	42.8%	少数股东权益	3	30	30	30	30	30
营业外收支	0	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	586	686	1,639	2,574	2,767	3,070
税前利润	27	70	111	165	235	347	比率分析						
利润率	21.0%	35.7%	40.7%	41.7%	42.2%	42.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-6	-4	-15	-30	-42	-62	每股指标						
所得税率	24.0%	5.6%	13.4%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	N/A	N/A	0.918	1.289	1.836	2.705
净利润	20	66	96	136	193	284	每股净资产	N/A	N/A	14.439	23.322	25.055	27.645
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0	每股经营现金净流	N/A	N/A	1.153	3.802	1.475	2.150
归属于母公司的净利润	20	67	97	136	193	284	每股股利	N/A	N/A	0.000	0.100	0.120	0.130
净利率	16.0%	34.2%	35.4%	34.2%	34.6%	35.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	3.69%	10.80%	6.36%	5.53%	7.33%	9.78%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	3.46%	9.72%	5.89%	5.27%	6.97%	9.26%
净利润	20	66	96	136	193	284	投入资本收益率	2.38%	8.91%	5.54%	4.57%	5.92%	8.36%
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	16	24	30	27	32	36	主营业务收入增长率	69.72%	53.73%	39.88%	45.28%	40.76%	45.14%
非经营收益	-5	-14	-5	-3	-6	-7	EBIT增长率	N/A	248.28%	61.98%	39.70%	38.98%	55.52%
营运资金变动	0	-26	0	340	-25	-31	净利润增长率	-612.11%	228.32%	44.80%	40.38%	42.38%	47.35%
经营活动现金净流	32	50	121	499	194	282	总资产增长率	112.43%	16.94%	138.93%	57.08%	7.51%	10.97%
资本开支	-72	-142	-119	-62	-52	-49	资产管理能力						
投资	-205	200	-475	0	0	0	应收账款周转天数	114.4	96.2	88.6	130.0	110.0	100.0
其他	5	6	6	3	5	6	存货周转天数	407.8	633.7	497.8	700.0	580.0	450.0
投资活动现金净流	-272	64	-588	-60	-47	-43	应付账款周转天数	2.7	3.4	10.2	25.0	4.0	4.0
股权募资	319	28	823	804	0	0	固定资产周转天数	321.6	335.7	248.8	162.9	112.6	78.1
债权募资	-36	-8	0	1	-1	-1	偿债能力						
其他	-7	-5	-18	-13	-16	-17	净负债/股东权益	-11.34%	-30.18%	-34.71%	-71.26%	-71.25%	-72.17%
筹资活动现金净流	276	15	805	791	-17	-18	EBIT利息保障倍数	14.5	-12.2	-16.3	-5.8	-5.1	-7.2
现金净流量	36	129	338	1,231	130	221	资产负债率	5.56%	5.58%	5.55%	3.58%	3.73%	4.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	5	6	10
增持	0	0	6	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.55	1.54	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

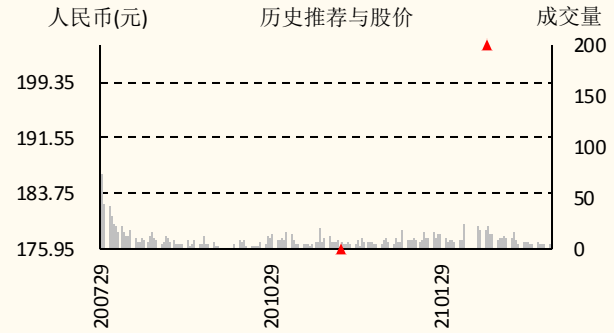
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-12-07	增持	175.95	187.07~187.07
2	2021-02-24	增持	204.59	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402