

业绩符合预期，股权激励为高成长护航

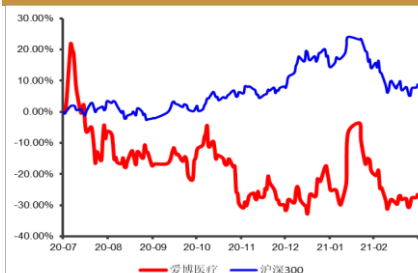
投资要点

- **事件:** 1) 公司发布 2020 年报, 全年实现收入 2.73 亿元 (+39.9%), 归母净利润 0.97 亿元 (+44.8%), 扣非归母净利润 0.9 亿元 (+41.2%), 业绩符合预期。2) 公司发布股票激励计划 (草案); 3) 公司拟使用自有资金 4,000 万元收购天眼医药股权并对其进行实缴出资, 布局彩片 (美瞳) 领域。
- **疫情后迅速恢复高增长。** 1) 分季度看, Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别为 0.26/0.77/0.78/0.92 亿元 (-39.2%/+49.9%/+72.3%/+65.6%), 单季度归母净利润分别 0.03/0.34/0.31/0.28 亿元 (-80.1%/+74.7%/+152%/+58.1%), Q1 受疫情和春节假期的负面影响大幅下滑, Q2、Q3、Q4 已完全消除负面影响并实现大幅增长。2) 盈利能力: 2020 年毛利率为 83.9% (-1.8pp), 下降主要是场地扩大、人工晶体阶段性控产和 OK 镜试戴片出货量较大等因素所致, 销售费用率为 21% (-4.9pp), 管理费用率 14.2% (-1.5pp), 预计主要因疫情影响人员扩张和费用投放。
- **核心产品放量可期。** 分业务来看, 1) 人工晶体全年收入 2.23 亿元 (+24.7%), 占总收入比重 81.9%, 其中 Q4 单季度 0.75 亿元 (+56.5%), 逐季改善非常明显, 毛利率 87.29% (-1.5pp), 主要受公司场地等固定成本增长及阶段性控制产量等因素影响, 全年人工晶体销量 50 万片, 单价提升 3%, 预计主要由于产品结构升级所致 (如预装式非球面人工晶体获批并逐步放量), 公司在安徽、江苏、京津冀 9 省联盟等省份试点人工晶体带量采购中中选, 预计不影响出厂价, 终端以价换量市占率有望加速提升; 2) 角膜塑形镜收入 0.41 亿元 (+479.6%), 占总收入比重 15.1%, 毛利率 75.7% (-1.9pp), 主要受公司场地等固定成本增长及产品上市初期试戴片出库量较大等因素影响, 凭借独特的产品设计、多样化的市场推广, 角膜塑形镜 (含试戴片) 销量快速增长, 全年突破 10 万片 (含试戴片), 预计未来有望贡献较大的业绩弹性。
- **股权激励为高成长护航。** 公司发布 2021 年股票激励计划 (草案), 拟向 82 名核心骨干员工授予 45 万股限制性股票, 占公司总股本的 0.43%, 授予价格为 42 元。激励的考核目标值为 2020 年至 2021、2022、2023、2024 年经调整净利润年复合增速分别为 45%、40%、35%、35%。2021~2025 年预计激励的摊销费用分别为 1544、1672、1158、514、257 万元, 对表观净利润影响较少。激励计划将吸引和留住优秀人才, 提高核心骨干的积极性, 同时激励的考核目标值较高, 我们预计该激励将提高公司的潜力, 为长期的高成长护航。
- **作为眼科器械平台型龙头, 在研管线丰富, 收购天眼医药布局彩片领域。** 公司在研管线丰富, 非球面衍射型多焦人工晶状体已通过创新器械特别审查程序; 多功能硬性接触镜护理液等护理产品已完成临床试验, 准备申报注册; 有晶体眼人工晶状体、眼用透明质酸钠凝胶正在稳步推进临床试验。2021 年 3 月 30 日, 公司公告拟以自有资金 4000 万元收购天眼医药股权并对其进行实缴出资, 获得标的公司 55% 股权, 布局彩色软性角膜接触镜 (也称 “美瞳” 或 “彩片”), 标的公司在研的 3 款彩片 (半年抛、月抛、日抛) 的材料配方、调色工艺及双面模压工艺技术将与公司技术形成互补, 助力公司向大眼科平台型创新器械龙头迈进。

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
 执业证号: S1250520030002
 电话: 021-68416017
 邮箱: duxy@swsc.com.cn
 联系人: 周章庆
 电话: 021-68416017
 邮箱: zzzq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.05
流通 A 股(亿股)	0.22
52 周内股价区间(元)	157~310
总市值(亿元)	186
总资产(亿元)	16.4
每股净资产(元)	14.4

相关研究

1. 爱博医疗 (688050): 高速成长的国内眼科器械创新型领军企业 (2020-11-08)

- **盈利预测与投资建议。**预计 2021~2023 年收入分别为 4.2、5.9、8.2 亿元，考虑激励摊销费用，对应归母净利润分别为 1.4、2、2.9 亿元，公司内生的业绩增长突出，在研管线逐渐进入收获期，以及眼科器械创新龙头的平台价值，维持“买入”评级。

- **风险提示：**带量采购降价幅度超出预期、研发不及预期、产品放量不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	273.05	419.66	585.96	817.85
增长率	39.88%	53.70%	39.63%	39.57%
归属母公司净利润（百万元）	96.56	143.24	204.89	293.41
增长率	44.80%	48.35%	43.03%	43.21%
每股收益 EPS（元）	0.92	1.36	1.95	2.79
净资产收益率 ROE	6.21%	5.59%	7.49%	9.82%
PE	193	130	91	63
PB	12.25	7.38	6.90	6.31

数据来源：Wind，西南证券



附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	273.05	419.66	585.96	817.85	净利润	96.12	142.59	203.95	292.07
营业成本	43.94	57.45	74.20	92.37	折旧与摊销	30.26	19.77	19.77	19.77
营业税金及附加	3.99	6.53	9.04	12.54	财务费用	-6.07	-3.68	-4.93	-4.67
销售费用	57.25	85.88	120.23	168.33	资产减值损失	-0.04	0.00	0.00	0.00
管理费用	38.78	66.29	86.17	112.03	经营营运资本变动	-436.42	-303.80	-325.79	-459.75
财务费用	-6.07	-3.68	-4.93	-4.67	其他	439.51	0.30	2.50	-0.69
资产减值损失	-0.04	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	123.35	-144.81	-104.49	-153.26
投资收益	4.83	0.00	0.00	0.00	资本支出	-157.58	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.28	-0.30	-0.50	-0.31	其他	-430.13	-0.30	-0.50	-0.31
其他经营损益	0.00	3.00	3.00	3.00	投资活动现金流净额	-587.71	-0.30	-0.50	-0.31
营业利润	111.26	164.90	236.25	338.72	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.22	0.90	0.90	0.90	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	111.04	165.80	237.15	339.62	股权融资	803.99	878.24	0.00	0.00
所得税	14.92	23.21	33.20	47.55	支付股利	0.00	-19.31	-28.65	-40.98
净利润	96.12	142.59	203.95	292.07	其他	0.74	3.68	4.93	4.67
少数股东损益	-0.44	-0.65	-0.93	-1.34	筹资活动现金流净额	804.73	862.61	-23.72	-36.31
归属母公司股东净利润	96.56	143.24	204.89	293.41	现金流量净额	340.51	717.49	-128.72	-189.88
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	536.84	1254.33	1125.61	935.74	成长能力				
应收和预付款项	83.42	137.33	185.72	257.25	销售收入增长率	39.88%	53.70%	39.63%	39.57%
存货	59.07	77.23	97.76	123.19	营业利润增长率	59.72%	48.22%	43.27%	43.37%
其他流动资产	466.84	717.36	1001.51	1397.74	净利润增长率	46.17%	48.35%	43.03%	43.21%
长期股权投资	0.37	0.37	0.37	0.37	EBITDA 增长率	52.48%	33.64%	38.73%	40.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	267.13	258.75	250.38	242.00	毛利率	83.91%	86.31%	87.34%	88.71%
无形资产和开发支出	112.89	104.25	95.61	86.97	三费率	32.95%	35.38%	34.39%	33.71%
其他非流动资产	111.97	109.21	106.44	103.68	净利率	35.20%	33.98%	34.81%	35.71%
资产总计	1638.53	2658.83	2863.41	3146.94	ROE	6.21%	5.59%	7.49%	9.82%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.87%	5.36%	7.12%	9.28%
应付和预收款项	24.59	31.68	42.23	54.37	ROIC	13.35%	12.56%	14.05%	15.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	49.60%	43.13%	42.85%	43.26%
其他负债	66.31	78.00	96.72	117.03	营运能力				
负债合计	90.89	109.68	138.95	171.40	总资产周转率	0.23	0.20	0.21	0.27
股本	105.14	131.43	131.43	131.43	固定资产周转率	1.49	2.31	3.38	4.95
资本公积	1305.23	2157.18	2157.18	2157.18	应收账款周转率	4.12	4.25	4.02	4.06
留存收益	107.74	231.67	407.91	660.34	存货周转率	0.73	0.84	0.84	0.82
归属母公司股东权益	1518.10	2520.27	2696.51	2948.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.76%	—	—	—
少数股东权益	29.53	28.88	27.94	26.60	资本结构				
股东权益合计	1547.63	2549.15	2724.45	2975.55	资产负债率	5.55%	4.13%	4.85%	5.45%
负债和股东权益合计	1638.53	2658.83	2863.41	3146.94	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	14.87	22.80	19.26	17.22
					速动比率	14.10	22.00	18.48	16.44
					股利支付率	0.00%	13.48%	13.98%	13.97%
					每股指标				
					每股收益	0.92	1.36	1.95	2.79
					每股净资产	14.44	23.97	25.65	28.05
					每股经营现金	1.17	-1.38	-0.99	-1.46
					每股股利	0.00	0.18	0.27	0.39
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	135.44	181.00	251.10	353.82					
PE	192.58	129.81	90.76	63.37					
PB	12.25	7.38	6.90	6.31					
PS	68.10	44.31	31.73	22.74					
EV/EBITDA	132.71	121.03	87.75	62.81					
股息率	0.00%	0.10%	0.15%	0.22%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn