



深度布局角塑镜行业的专业化龙头

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 消费升级、青少年近视患病率提高等推动我国近视防控市场扩容, 角膜塑形镜近视防控有效性高, 且目前渗透率仅为 1.8%, 预计 2025 年可提升至 3.7%, 渗透率提升带动角膜塑形镜放量; 2) 公司为国产角膜塑形镜龙头企业, 深耕行业多年具备渠道优势, 截至 2022 上半年公司合作终端数已增长至 1500 多家, 成熟的营销服务网络助力公司享受行业红利; 3) 涉足视光业务完善产业链, 布局视光中心一方面提高角膜塑形镜直销比例, 减少经销成本, 另一方面加速产品放量, 目前公司积极推进视光服务终端建设, 预计将建设 336 个县区级和 1012 个社区级眼视光服务终端。
- **近视防控需求增长, 角塑镜渗透率仍有提升空间。** 根据卫健委数据, 儿童青少年总体近视率为 52.7%, 消费升级、近视患病率提高等促进青少年近视防控需求增长, 经测算目前角膜塑形镜渗透率仅为 1.8%, 与美国 (3.5%)、台湾 (5.4%) 以及香港 (9.7%) 相比仍存在提升空间, 预计 2025 年中国大陆角膜塑形镜市场渗透率将提升至 3.73%, 渗透率提升带动角膜塑形镜放量。
- **产品优质兼具性价比, 渠道优势铸就国产龙头。** 目前国内市场仍以进口品牌为主, 材料、设计以及透气性为衡量产品质量的三个主要维度, 欧普康视产品不输进口品牌性价比高; 公司深耕角塑镜市场多年, 截至 2022 上半年公司合作终端数已增长至 1500 多家, 成熟的营销服务网络助力公司享受行业红利。
- **涉足视光服务领域一箭三雕, 潜在政策利好助力业务发展。** 公司涉足视光领域完善角塑镜产业链下游, 一方面提高角塑镜直销比例减少经销成本, 一方面可加速角塑镜产品放量, 此外, 2021 年公司视光服务毛利率达 72.7%, 为公司业务中毛利率最高项目, 视光服务发展将为公司利润端带来增量; 6 月卫健委向业内关于放宽角膜塑形镜验配医疗机构级别限制征求意见, 潜在政策有望拓宽民营机构开展角塑镜验配通道。利好公司视光业务发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.7 元、0.95 元、1.22 元, 未来三年归母净利润复合增速 25.4%。根据平均估值, 给予 2023 年 46 倍 PE, 对应市值 391 亿元, 对应目标价 43.7 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情风险, 政策风险, 经营不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1295.05	1569.64	2123.60	2810.83
增长率	48.74%	21.20%	35.29%	32.36%
归属母公司净利润 (百万元)	554.74	625.44	852.11	1093.91
增长率	28.02%	12.75%	36.24%	28.38%
每股收益 EPS (元)	0.62	0.70	0.95	1.22
净资产收益率 ROE	23.33%	23.62%	25.32%	25.55%
PE	53	47	34	27
PB	13.15	12.64	9.61	7.37

数据来源: Wind, 西南证券

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.95
流通 A 股(亿股)	6.67
52 周内股价区间(元)	29.72-62.8
总市值(亿元)	291.45
总资产(亿元)	29.72
每股净资产(元)	2.61

相关研究

目 录

1 欧普康视：角膜塑形镜制造领域领跑者	1
2 角塑镜放量前景广阔，欧普康视为国产龙头	5
2.1 近视防控需求增长，角膜塑形镜有望持续放量	5
2.2 国内市场仍以进口品牌为主，欧普康视为国产龙头	6
2.3 政策利好近视防控领域，视光市场发展将带动角塑镜放量	10
2.4 角塑镜生产商具备视光师培养优势，可协同发展视光业务	11
3 渠道优势构筑公司护城河，布局视光业务助力长期发展	14
3.1 公司产品质量不输进口品牌，价格错位竞争提升性价比	14
3.2 渠道优势铸就护城河，提高直销占比提升渠道掌控力	16
3.3 布局视光服务项目，完善产业链助力长期发展	17
4 盈利预测与估值	17
5 风险提示	19

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 欧普康视股权结构.....	2
图 3: 公司 2021 年主营业务收入结构情况.....	2
图 4: 公司历年主营业务收入结构情况.....	2
图 5: 2022H1 各项业务收入占比.....	3
图 6: 公司营业收入及增速.....	4
图 7: 公司归母净利润及增速.....	4
图 8: 公司历年硬性角膜接触镜销量及增速.....	4
图 9: 公司各业务收入 (百万元) 及增速 (%).....	4
图 10: 公司四费率变化.....	5
图 11: 公司毛利率和净利率变化.....	5
图 12: 角膜塑形镜矫正近视发展原理示意图.....	5
图 13: 角膜塑形镜延缓近视发展原理示意图.....	5
图 14: 欧普康视经销和直销收入占比.....	9
图 15: 爱博医疗经销和直销收入占比.....	9
图 16: 美国视光师培养路径.....	11
图 17: 我国视光师人数.....	12
图 18: 欧普康视与爱博医疗角膜塑形镜销售收入.....	16
图 19: 公司合作终端数.....	16

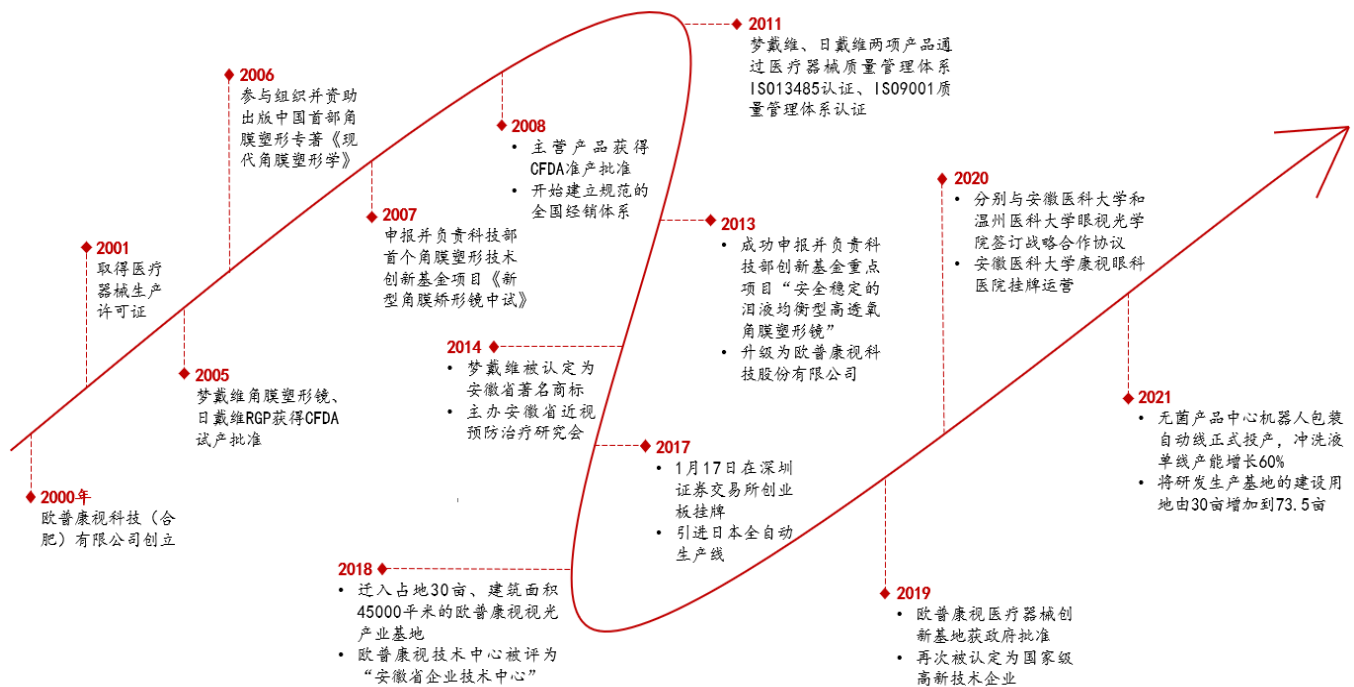
表 目 录

表 1: 公司主要产品.....	3
表 2: 角膜塑形镜市场渗透率测算.....	6
表 3: 未来角膜塑形镜渗透率及市场规模预测.....	6
表 4: 各品牌角膜塑形镜信息.....	7
表 5: 各厂商销售模式.....	9
表 6: 近年来我国近视防控相关政策.....	10
表 7: 我国视光相关专业.....	12
表 8: 视光师服务的四个方面和十项技能.....	12
表 9: 民营眼科公司视光服务布局.....	13
表 10: 民营医疗机构开展视光服务的优势.....	14
表 11: 公司核心产品及行业标准与企业标准对比.....	15
表 12: 公司历年培训服务.....	16
表 13: 分业务收入及毛利率.....	18
表 14: 可比公司估值情况.....	19
附表: 财务预测与估值.....	20

1 欧普康视：角膜塑形镜制造领域领跑者

欧普康视成立于 2000 年，始终聚焦于以角膜塑形镜为核心产品的硬性角膜接触镜的研发、生产、销售，是国内首家上市的眼视光高科技企业，在国内及全球角膜塑形镜生产企业中处于领先地位。近几年公司开始涉足眼视光等眼科服务领域，目前已构建了康视眼科连锁机构，在全国范围布局了 11 家医院、多家门诊部以两百多家眼视光中心，此外公司正不断拓宽产品线努力向全视光产品布局，希望实现“全面眼视光产品+专业眼视光服务”的发展蓝图。

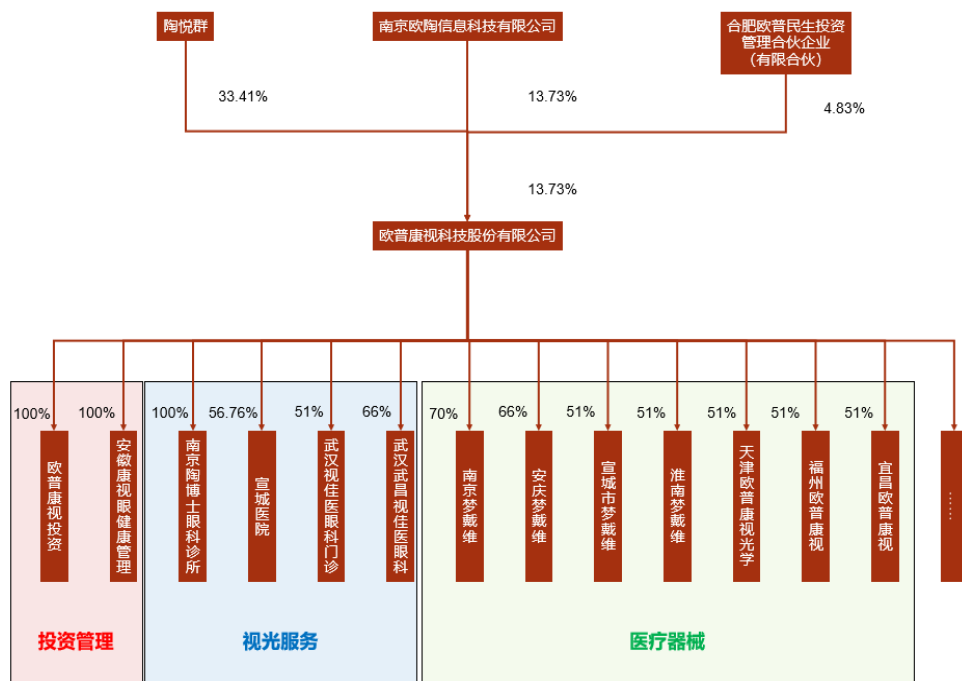
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

陶悦群为公司实际控制人，直接持有公司 33.4% 的股份。截至 2022 年 9 月 30 日，陶悦群为公司控股股东和实际控制人，直接持有公司 33.4% 的股份。陶悦群现担任公司董事长、总经理，为美国加州大学洛杉矶分校（UCLA）工程博士，曾参与编写《现代角膜塑形学》专著，具有丰富的角膜接触镜行业经验。

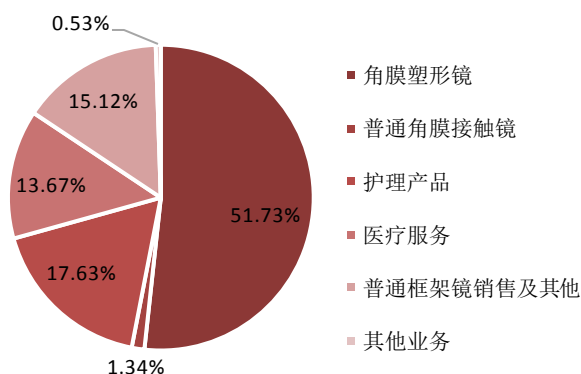
图 2：欧普康视股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

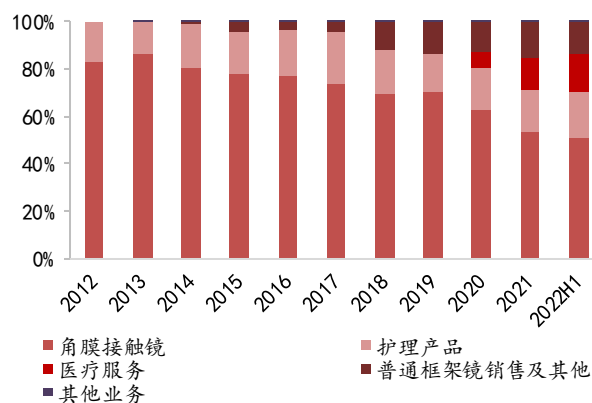
视光服务收入占比提升，角膜塑形镜销售仍为核心业务。随着公司近年来视光服务业务不断开拓，视光服务收入占比成上升态势，而公司硬性角膜接触镜收入占比相应有所下降，已从 2013 年的 85.9% 下降至 2021 年的 53.1%，但是由于公司始终将保持在硬性角膜接触镜行业领导地位作为首要战略目标，收入占比下降并不影响硬性角膜接触镜仍作为公司的核心业务。硬性角膜接触镜分为角膜塑形镜和普通硬性角膜接触镜两类，公司硬性角膜接触镜类产品收入绝大部分来自角膜塑形镜，其为公司的核心产品，2021 年占硬性角膜接触镜类产品收入 97.5%，占公司总收入 51.7%，公司目前共有“梦戴维”系列以及“DreamVision”系列下共三款角膜塑形镜产品。2022H1，公司角膜接触镜收入占比为 51.5%，护理产品收入占比为 19.4%，医疗服务收入占比为 16.1%，普通框架镜销售及其他业务收入占比为 13.6%，其他业务收入占比为 0.4%，业务结构保持稳定。

图 3：公司 2021 年主营业务收入结构情况



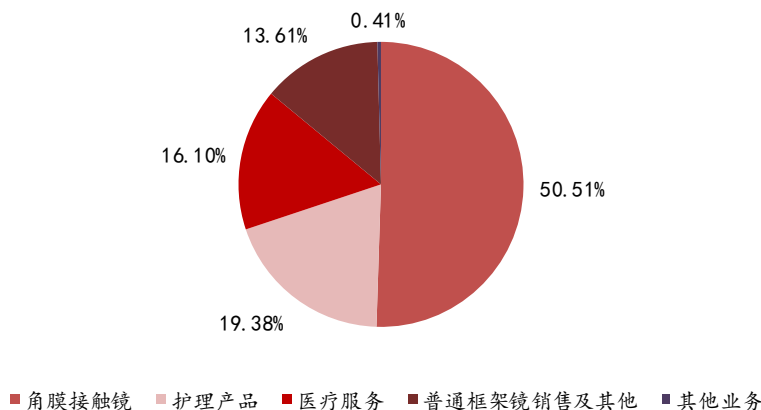
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司历年主营业务收入结构情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 5：2022H1 各项业务收入占比



数据来源: wind, 西南证券整理

表 1：公司主要产品

角膜接触镜产品	其它产品			
角膜塑形镜	诊所用仪器	镜片护理品	镜片防护品	眼保健产品
DreamVision角膜塑形镜	智能小梦角膜监控仪	镜特舒冲洗液	第 2 代镜特舒超声波清洗仪	梦视清智能温控舒眼仪
梦戴维 IV-AP	镜特舒硬性角膜	镜特舒隐形眼镜润滑液	镜特舒隐形眼镜用双联盒	梦视清蒸汽热敷眼罩
梦戴维 IV-DF	接触镜消毒盒	镜特舒多功能隐形眼镜护理液	镜特舒第一代抗菌接触镜双联盒	梦视清蓝莓叶黄素咀嚼片
RGP	智能等离子处理器			
DreamVisionGP	硬性接触镜综合检测仪	镜特舒深度洁净液	镜特舒硬镜高级吸棒	
日戴维 II-AP	第四代抛光机	顺滑型镜特舒硬性角膜接触镜	塑形镜/RGP 戴镜托	
日戴维 II-MZ		专用冲洗液		
华维 CK				

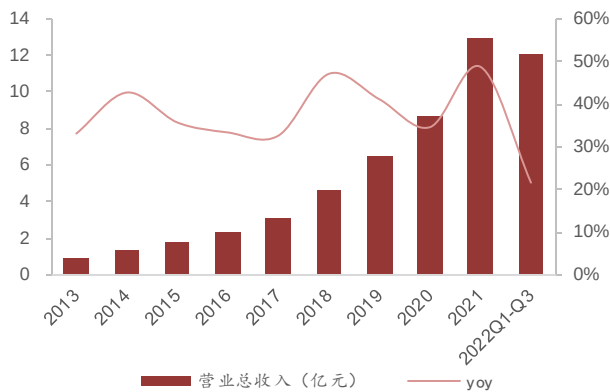
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司业绩维持高速增长。2013-2021 年营业收入复合增长率达 39.4%，2021 年实现营业收入 12.95 亿元（+48.7%），截至 2022Q3 共实现营业收入 12.1 亿元（+21.6%）。收入高速增长主要有两方面原因：1）国内近视患者对角膜塑形镜的需求持续放量，可充分享受赛道红利，产品在合作终端的销量持续提升；2）公司不断拓展新的合作终端来进一步增加产品销量，仅 2022 年上半年公司新增的合作终端达 150 多家。受疫情影响公司 2022 前三季度收入同比增速相对放缓。利润端方面，公司 2021 年实现归母净利润 5.55 亿元（+28%），截至 2022Q3 共实现归母净利润 5.1 亿元（+14.1%），增速放缓。除了收入因疫情影响增速下降导致利润端相应增长放缓外，其主要原因为非业务性方面的影响：公司 2021H1 转让子公司股权确认一次性的投资收益约 2000 万元导致计算 2022H1 归母净利润同比增速时基数较大，此外公司于今年上半年提高了收益率较低的保本理财产品额度的比重，由于这些非业务影响具有不可持续性，预计此后公司归母净利润有望回归到保持和收入同步增长的正常状态。

公司硬性角膜接触镜类产品收入在销量快速放量下持续增长，2017-2021 四年间销量实现翻倍，2021 年销量为 634518 片（+35.5%），硬性角膜接触镜类产品收入为 6.87 亿元（+26.9%），其中核心产品角膜塑形镜收入为 6.7 亿元（+28.5%）。公司其余各业务也同样

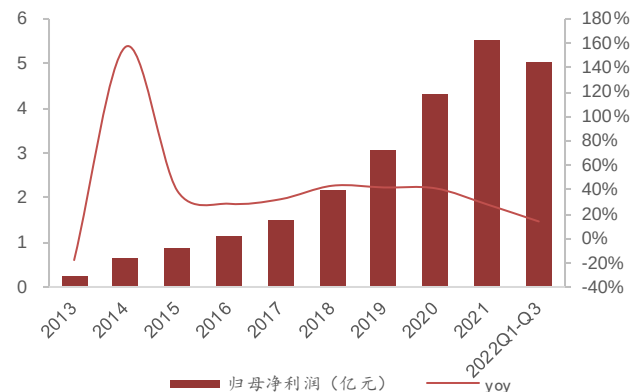
高速增长, 2021 年实现医疗服务业务收入 1.77 亿元 (+180.8%) / 硬性角膜接触镜配套护理产品 2.28 亿元 (+47.5%) / 普通框架镜销售业务 1.96 亿元 (+84.4%), 公司多业务发展势头良好。2022H1, 公司角膜接触镜收入 3.45 亿元(+3.9%), 护理产品收入 1.32 亿元(+45.1%), 医疗服务收入 1.1 亿元 (+71.9%), 普通框架镜销售及其他收入 0.93 亿元 (+17.7%), 其他业务收入 0.03 亿元 (+9.4%), 受疫情影响角膜接触镜收入增速放缓。

图 6: 公司营业收入及增速



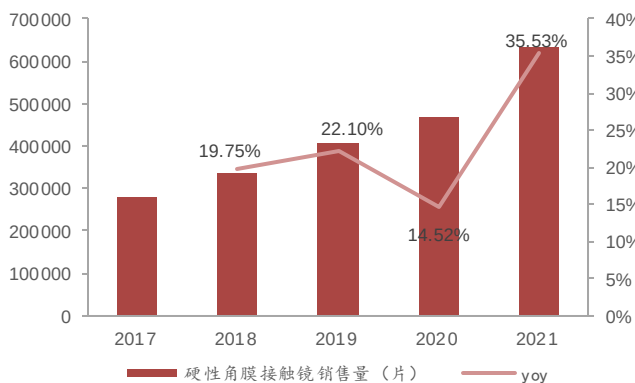
数据来源: wind, 西南证券整理

图 7: 公司归母净利润及增速



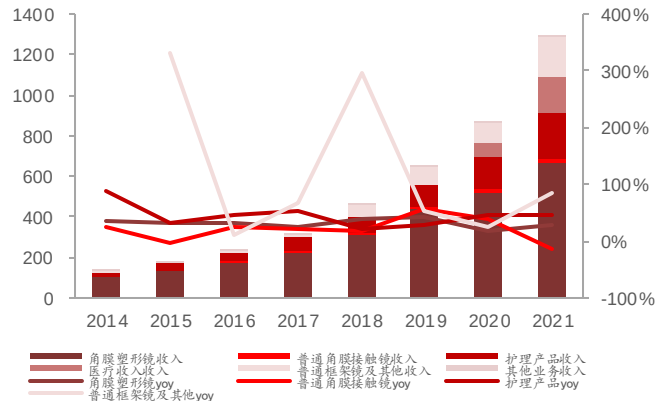
数据来源: wind, 西南证券整理

图 8: 公司历年硬性角膜接触镜销量及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

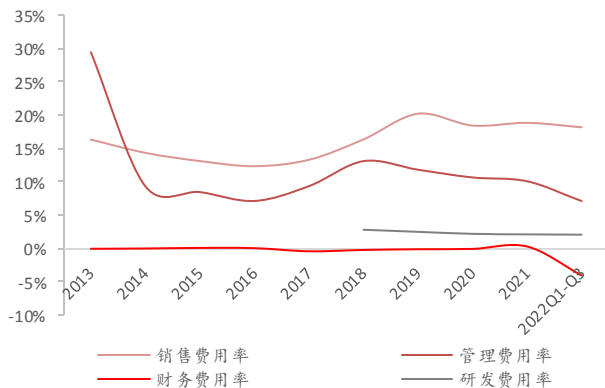
图 9: 公司各业务收入（百万元）及增速 (%)



数据来源: wind, 西南证券整理

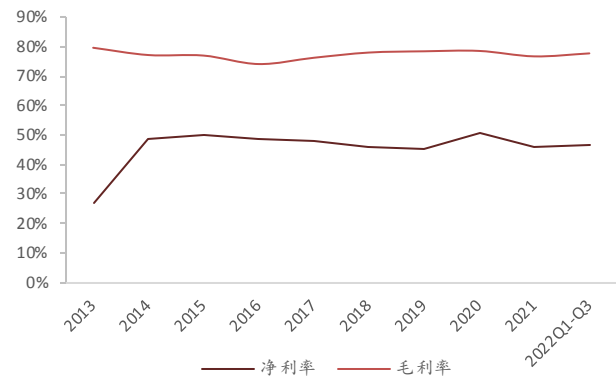
公司盈利能力优越且稳定。公司拥有稳定且高的毛利率和净利率, 毛利率基本维持在 75% 以上, 净利率从 2014 年以来始终在 40% 以上, 公司 2022Q3 毛利率为 77.7%, 净利率为 46.8%。公司的期间费用率结构自 2019 年以来基本保持不变, 由于公司职工薪酬增加以及租赁费等其他费用的增加导致销售费用率于 2021 年略有增加。整体来看公司在过往的经营中表现出持续优越的盈利能力。

图 10：公司四费率变化



数据来源：wind，西南证券整理

图 11：公司毛利率和净利率变化



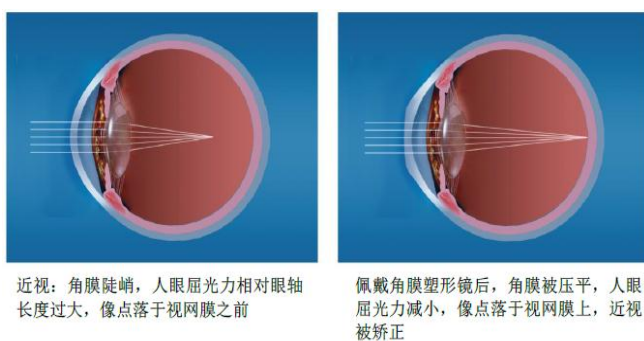
数据来源：wind，西南证券整理

2 角膜塑形镜放量前景广阔，欧普康视为国产龙头

2.1 近视防控需求增长，角膜塑形镜有望持续放量

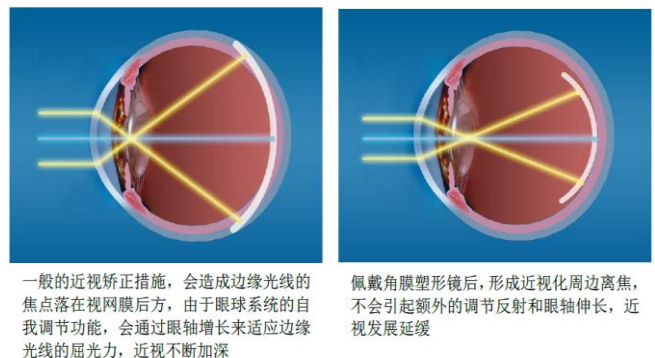
角膜塑形镜可有效矫正和延缓近视发展。角膜塑形镜，俗称 OK 镜。它采用一种与角膜表面几何形态相逆反的特殊设计，通过戴镜产生的机械力学及流体力学作用，对角膜实施合理的、可调控的、可逆的程序化塑形，改变角膜的屈光力，从而达到矫正近视的作用。除了矫正近视，大量国内外的学术和临床应用数据均显示角膜塑形镜可以有效延缓近视的发展。配戴角膜塑形镜后，通过改变角膜的屈光力，在视网膜上形成近视化周边离焦，使得中心像点落在视网膜上，边缘像点也落在视网膜上或视网膜前，消了远视性周边离焦，不会引起额外的调节反射和眼轴伸长，从而达到控制近视发展的效果。

图 12：角膜塑形镜矫正近视发展原理示意图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 13：角膜塑形镜延缓近视发展原理示意图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

角膜塑形镜潜在适用人群广泛，但目前市场渗透率仅为 1.8%。角膜塑形镜能够起到延缓近视程度加深的作用，主要面向的人群是 8~18 岁儿童青少年。根据国家卫健委的数据，我国儿童青少年总体近视率为 52.7%，其中小学生（6~12 岁）为 35.6%，初中生（13~15 岁）为 71.1%，高中生（16~18 岁）为 80.5%。依据最近一次人口普查得到的详细人口结构，8~18 岁年龄范围中 8~12 岁、13~15 岁、16~18 岁分别占总人口的 6.4%、3.4%、3.1%，

以此推算出各年三个年龄段的人口数，通过对应的近视率计算出各自的近视人口数再加总后得到每年 8~18 岁总近视人口数。考虑到角膜塑形镜一般不适合近视度数超过 600 度的高度近视患者以及其他无法佩戴角膜塑形镜的情况，根据以上情况在适应人口中占比数据，假设角膜塑形镜作为近视防控手段的适合选用率在 60% 左右，2021 年我国潜在角膜塑形镜消费人口高达 6058 万人。通过计算得到的潜在角膜塑形镜消费人口与实际的角膜塑形镜消费量测算出每年的渗透率，2021 年的渗透率为 1.8%，考虑到角膜塑形镜被认为是目前减缓近视发展最有效的手段之一，现今角膜塑形镜市场渗透率显然处于极低的水平。

表 2：角膜塑形镜市场渗透率测算

角膜塑形镜市场渗透率测算											
8-12 岁人口占比	6.35%	13-15 岁人口占比	3.42%	16-18 岁人口占比	3.05%	角膜塑形镜选用率		60%			
8-12 岁人口近视率	35.60%	13-15 岁人口近视率	71.10%	16-18 岁人口近视率	80.50%						
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
全国人口（百万人）	1349	1359	1367	1376	1383	1392	1400	1405	1410	1412	1413
8-12 岁人口（百万人）	85.67	86.31	86.82	87.41	87.84	88.41	88.91	89.24	89.54	89.67	89.70
8-12 岁近视人口（百万人）	30.50	30.73	30.91	31.12	31.27	31.47	31.65	31.77	31.88	31.92	31.93
3-15 岁人口（百万人）	46.14	46.49	46.76	47.07	47.31	47.62	47.88	48.07	48.22	48.29	48.31
13-15 岁近视人口（百万人）	32.81	33.05	33.25	33.47	33.64	33.86	34.05	34.17	34.29	34.34	34.35
16-18 岁人口（百万人）	41.15	41.46	41.70	41.98	42.19	42.47	42.70	42.87	43.01	43.07	43.08
16-18 岁近视人口（百万人）	33.13	33.37	33.57	33.80	33.96	34.18	34.38	34.51	34.62	34.67	34.68
8-18 岁近视人口合计（百万人）	96.43	97.15	97.72	98.38	98.87	99.52	100.07	100.45	100.79	100.93	100.97
潜在角膜塑形消费人口（百万人）	57.86	58.29	58.63	59.03	59.32	59.71	60.04	60.27	60.47	60.56	60.58
角膜塑形镜消费量（万副）	15	21	30	44	64	70	76	83	90	100	109
渗透率	0.26%	0.36%	0.51%	0.75%	1.08%	1.17%	1.27%	1.38%	1.49%	1.65%	1.80%

数据来源：爱博医疗招股书，卫健委，中国人口普查年鉴，西南证券整理

我国角膜塑形镜市场渗透率上升空间巨大，预计 2025 年可提升至 3.7%。跟其它地区对标可见中国大陆角膜塑形镜市场渗透率有巨大上升空间，按测算出的 2021 年 1.8% 的渗透来看，距离美国角膜塑形镜市场渗透率 3.5% 还有 1 倍的提升空间，距中国台湾市场渗透率 5.4% 还有 2 倍提升空间，距中国香港市场渗透率 9.7% 还有 4 倍提升空间。以过去 10 年间角膜塑形镜渗透率的复合增长率约 20% 为依据，预计 2025 年中国大陆角膜塑形镜市场渗透率将提升至 3.7%。根据过去 10 年间潜在角膜塑形镜消费人口的复合增长率对未来进行预测，2025 年潜在角膜塑形镜消费人口预计为 6180 万，根据预测的渗透率，2025 年角膜塑形镜市场规模（消费量）预计可达 231 万副。

表 3：未来角膜塑形镜渗透率及市场规模预测

	2021	过去 10 年 CAGR		2022E	2023E	2024E	2025E
潜在角膜塑形镜消费人口（百万人）	60.58	0.50%		60.88	61.19	61.49	61.80
渗透率	1.80%	20%		2.16%	2.59%	3.11%	3.73%
角膜塑形镜消费量（万副）	109			131	159	191	231

数据来源：西南证券整理

2.2 国内市场仍以进口品牌为主，欧普康视为国产龙头

我国角膜塑形镜市场规模持续增长。以角膜塑形镜消费量衡量的市场规模在 2011-2021 年复合增长率为 21.9%，未来随着角膜塑形镜安全性和防控效果不断提升以及近视防控宣传和普及下，预计角膜塑形镜市场将会继续保持增长。

中国角膜塑形镜市场目前共有 11 家厂商参与竞争。目前有 3 家国产厂商，除了欧普康视外还有爱博医疗和天津视达佳，另外还有 8 家进口厂商，分别为 PARAGON (Paragon CRT 100)、C&E (菁视)、欧几里德 (Euclid)、亨泰 (Hiline)、露晰得 (Lucid)、普罗克尼 (DreamLite)、鹰视、阿迩发 (Alpha)。欧普康视角膜塑形镜在 2005 年注册上市，是最早进入市场的厂商，随后各大进口厂商于 2010 年之后陆续登录中国市场，另两家国产厂商起步相对较晚，爱博医疗角膜塑形镜产品于 2019 年在国内注册上市，而视达佳则是在 2021 年注册上市。由于欧普康视是第一个在国内开展角膜塑形镜业务的厂商，经过长时间的经营建立了扎实的市场根基，2018 年其角膜塑形镜产品占全国总验配量的 24%。验配量占比排在第二的是亨泰，紧接着 3 家进口厂商的占比较为接近，分别为欧几里德 (Euclid) 18%，露晰得 (Lucid) 15%，阿迩发 (Alpha) 14%，而 C&E (菁视) 占比很小，仅为 2%。

镜片材料 and 设计方式是角膜塑形镜产品构成的两个重要方面。1) 材料方面：绝大部分的厂商使用的是 BOSTON 系列材料，其中欧普康视、露晰得、普罗克尼的角膜塑形镜使用 BOSTON XO，欧几里德、亨泰、鹰视使用 BOSTON EQUALENS II，阿迩发使用 BOSTON EM。PARAGON 和 C&E 的角膜塑形镜使用 PARAGON 公司与美国国家航空航天局 (NASA) 共同研发而成的新型高氧传导率材料 HDS100，具有材料比重更小、可以使镜片更轻的特点。2) 设计方面：除了 PARAGON CRT 100 使用的是 CRT 设计，其余厂商的角膜塑形镜产品均使用 VST 设计。VST 为 4-5 弧段设计，而 CRT 则是由 PARAGON 公司研发出的独特的 3 区设计，具有验配速度较快且更加精准的特点，由 CRT 设计为特征的 PARAGON 公司角膜塑形镜产品 Paragon CRT 在美国的市场份额超过 70%，但目前国内市场还是基本以 VST 设计的角膜塑形镜为主。

透氧能力是角膜塑形镜较为受到关注的一个性能维度，传统的 PMMA 材料正是因为其透氧性能差的显著弱点而逐渐被淘汰。镜片材料单位厚度下允许氧气通过的能力称为透氧系数，是衡量镜片材料透氧能力的指标，透氧性越高对眼睛的保护性就越好，佩戴安全性也就越高。在国内市场中大部分厂商的角膜塑形镜产品的透氧性能相近，亨泰处于相对劣势，而欧几里德和阿迩发在该方面表现出一定的优越性。透氧能力对于衡量角膜塑形镜好坏来说固然重要，但这也仅仅是其中的一个方面，并且角膜塑形镜产品往往难以做到同时兼顾多个方面。除了透氧能力外，湿润角大小也是一个重要衡量因素，湿润角越低往往会使角膜塑形镜具有更高的佩戴舒适度，在该方面亨泰和阿迩发相比其它厂商具有优势。

表 4：各品牌角膜塑形镜信息

	生产厂商	品牌	注册证编号	材质	设计	透氧系数	湿润角	适用范围	价格 (元/片)
国产厂商	爱博医疗	普诺瞳	国械注准 20193160198	Roflutocon E 成分为 氟硅丙烯酸酯聚合物	VST	-	-	近视度数在 -1.00D~ -4.00D 之内，顺规则散光 度数不超过 1.75D，逆规 则散光不超过 1.5D	2900~ 6400
	视达佳	-	国械注准 20213160638	-	VST	-	-	近视度数在 -1.00D~ -4.00 D 之内，散光度数在 1.50D 之内	-

	生产厂商	品牌	注册证编号	材质	设计	透氧系数	湿润角	适用范围	价格 (元/片)
	欧普康视	梦戴维 /DreamVision	国械注准 20163160131	BOSTON XO (hexafocon a), 成分 为氟硅丙烯酸酯 聚合物	VST	75x10-11 (cm ² /s) [mLO ₂ / (ml× hPa)]	49±15%	近视度数在 -0.50D~-6.00D 之内,散光 度数在 1.50D 以内	2400~ 6400
进口 厂商	PARAGON VISION SCIENCES	Paragon CRT 100	国械注进 20163163260	Paragon HDS100 (Pafifocon D), 成分 为氟硅丙烯酸酯 聚合物	CRT	75x10-11 (cm ² /s) [mLO ₂ / (ml× hPa)]	42°	近视度数在-4.0D之内,散 光度在 1.50D 以内	5400~ 7500
	C&E GP Specialists	菁视	国械注进 20163160202	Paragon HDS100, 成分为氟硅丙烯酸酯 聚合物	VST	75x10-11 (cm ² /s) [mLO ₂ / (ml× hPa)]	42°	近视度数在-1.00D~ -3.00D 之间, 散光范围在 0~-1.50D 之间	3900~ 6400
	欧几里德	Euclid	国械注进 20163160204	BOSTON EQUALENS II (oprifocon a), 成分 为氟化硅氧烷聚合物	VST	95×10-11 (cm ² /s) [mLO ₂ / (ml· hPa)]	36°	近视度数在-5D 之内, 散 光度数在 1.5D 以内	4400~ 6400
	亨泰光学	Hiline	国械注许 20163160006	BOSTON EQUALENS II (Oprifocon a), 成分 为氟化硅氧烷聚合物	VST	67.5x 10-11(cm ² /s) [mLO ₂ /(ml· hpa)]	30°±15%	近视度数在-4.00D之内, 散光度数在 1.50D 以内	3400~ 5400
	露晰得	Lucid	国械注进 20163160203	BOSTON XO (hexafocon a), 成分 为氟硅丙烯酸酯聚合物	VST	75×10-11 (cm ² /s) [mLO ₂ / (ml· hPa)]	49°±20%	近视度数在-5D 之内, 散 光度数在 2D 以内	4400~ 5400
	普罗克尼	Dream Lite	国械注进 20173166392	BOSTON XO (hexafocon a), 成分 为氟硅丙烯酸酯 聚合物	VST	75x10-11 (cm ² /s) [mLO ₂ / (ml× hPa)]	49°	近视度数在 -0.75D~-4.50D 之内, 散 光度数在 1.50D 以内	4400~ 6400
	鹰视	-	国械注许 20213160016	BOSTON EQUALENS II (oprifocon a), 成分 为氟化硅氧烷聚合物	VST	-	-	近视度数在-1.00D~ -4.00D 之内, 散光度数在 1.50D 以内	-
	阿迹发	Alpha	国械注进 20163161583	BOSTON EM, 成分 为氟化硅氧烷聚合物	VST	78x10-11(cm ² /s) [mLO ₂ /(ml×hPa)]	35°	近视度数在-1D~-4D 之 内, 散光度数在 1.0D 以内	4900~ 6400

数据来源: 国家药品监督管理局, 公司官网, 角膜镜验配机构价目表, 硬镜汇, 西南证券整理

欧普康视作为最早开拓国内角膜塑形镜市场的厂商,其角膜塑形镜产品相比于其他品牌具有以下优势: 1) 可矫正度数范围更大。欧普康视的角膜塑形镜可以适用于近视度数在500~600 之间的近视患者,其余厂商的角膜塑形镜只能适用于 500 度以下的近视患者,欧普康视在可矫正度数范围上占据独有优势。2) 实现全自动化生产。欧普康视的 DreamVision 系列角膜塑形镜通过日本进口全自动化高精度仪器加工而成,确保镜片的高精度和高质量稳定性。3) 多年数据经验积累。角膜塑形镜是依据不同患者角膜形态的定制化产品,在公司

持续多年的经营中，订单系统大样本量的应用数据不断积累，使公司相比其它后进入的厂商能够跟精准地结合中国人的眼部结构特点来定制镜片。4) 价格段上具有优势。随着 DreamVision 系列的推出，公司拥有了价格较高的高端产品，但是公司传统产品能够覆盖到较低的价格段范围，相比于进口品牌具有价格优势。

采用经销与直销相结合模式，目前已转变为以直销为主。欧普康视、爱博医疗、C&E 和阿迩发均采用区域经销/代理与直销相结合的销售模式。欧普康视一方面通过有医疗器械经营许可证资质的经销商来负责某个区域的眼科医疗渠道的开发和产品的销售，另一方面在部分区域直接向具有角膜塑形镜验配资质的医疗机构进行产品销售。

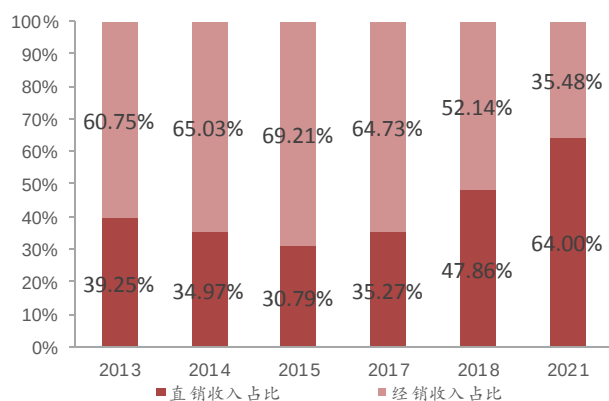
表 5：各厂商销售模式

生产厂商	销售模式
欧普康视	区域经销 + 直销
爱博医疗	区域经销 + 直销
C&E	区域代理 + 直销 (上海菁视投资管理有限公司为中国总代理)
阿迩发	区域代理 + 直销 (北京远程视觉科技有限公司为中国总代理)

数据来源：招股书，公司官网，西南证券整理

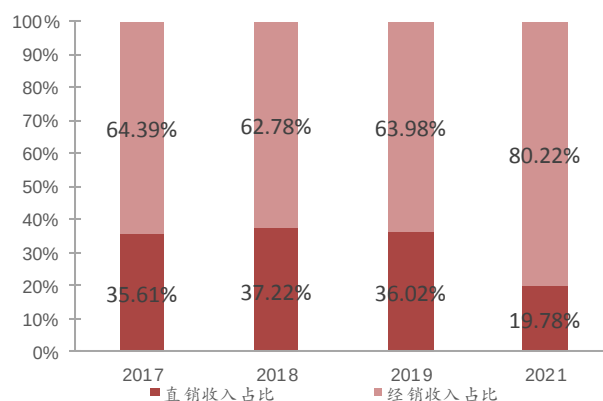
虽然欧普康视保持着经销与直销相结合的方式，但两种销售渠道的占比发生了显著变化，2013 年直销收入占比为 39.3%，到 2018 年直销收入占比为 47.9%，基本和经销收入各占一半，而到了 2021 年直销收入占比已超过经销收入，达 64%，因此欧普康视已经从经销为主的模式转变为了以直销为主的销售模式。另一家国产角膜塑形镜生产厂商爱博医疗则是保持着以经销为主的销售模式，并且经销收入占比还在提升中，经销收入占比从 2017 年的 64.4% 上升至了 2021 年的 80.2%。爱博医疗于 2019 年进入中国角膜塑形镜市场，在以经销为主的模式下可以通过广泛借助经销商的力量实现快速将产品推向市场从而能够尽快在市场中占据一席之地。对于已经立足中国角膜塑形镜市场将近 20 年的欧普康视来说，通过以直销为主的模式可以与直销客户即医疗机构形成深入且稳固的合作关系，也更能巩固和进一步推广其品牌，此外也更容易形成欧普康视所追求的完善的服务体系，因此综合来看以直销为主的模式将在多个方面有利于欧普康视的未来长远发展。

图 14：欧普康视经销和直销收入占比



数据来源：招股说明书，公司年报，西南证券整理

图 15：爱博医疗经销和直销收入占比



数据来源：招股说明书，公司年报，西南证券整理

2.3 政策利好近视防控领域，视光市场发展将带动角膜塑形镜放量

近视防控政策相继出台，中国视光市场前景广阔。我国是世界第一近视人口大国，儿童青少年的近视率常年居高不下，一直以来我国的近视防控工作持续受到国家高层及社会各界广泛关注，一系列的近视防控政策相应出台以确保全国近视防控步伐持续迈进。2018 年 8 月教育部、国家卫健委等八部门联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》，设定了到 2030 年，6 岁儿童近视率控制在 3% 左右，小学生近视率下降到 38% 以下，初中生近视率下降到 60% 以下，高中阶段学生近视率下降到 70% 以下的明确目标。2022 年 1 月国家卫健委发布的《“十四五”全国眼健康规划（2021-2025 年）》中重点强调了儿童青少年眼健康整体水平不断提升的目标。预计各类在近视防控中起到重要作用的视光服务机构将从中受益，角膜塑形镜等近视防控产品的市场认知也将会提升，中国视光市场发展前景广阔，将带动角膜塑形镜放量。

表 6：近年来我国近视防控相关政策

时间	文件名	发布单位	相关内容
2016 年 1 月	《“十三五”全国眼健康规划（2016-2020 年）》	卫计委	设立到 2020 年：1) 构建上下联动、紧密衔接的眼病防治工作网络，不断提升眼病防治服务能力。建立完善部门协作机制，充分动员社会力量，积极推动、参与眼病防治相关工作。2) 县级综合医院普遍开展眼科医疗服务，90% 以上的县有医疗机构能够独立开展白内障复明手术等目标。
2017 年 8 月	《关于深化“放管服”改革激发医疗领域投资活力的通知》	卫计委	鼓励新业态发展，增加制定独立设置的中小型眼科医院等五类机构的基本标准及管理规范。
2018 年 8 月	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	教育部、卫健委等八部门	目标：1) 到 2023 年力争实现全国儿童青少年总体近视率在 2018 年的基础上每年降低 0.5 个百分点以上，近视高发省份每年降低 1 个百分点以上。2) 到 2030 年 6 岁儿童近视率控制在 3% 左右，小学生近视率下降到 38% 以下，初中生近视率下降到 60% 以下，高中阶段学生近视率下降到 70% 以下，国家学生体质健康标准达标优秀率达 25% 以上。
2019 年 2 月	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量，促进形成强大国内市场的行动方案》	发改委、卫健委、人社部等十八部门	支持社会力量深入专科医疗包括眼科在内的服务领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。
2019 年 10 月	《儿童青少年近视防控适宜技术指南》	卫健委	在近视防控适宜技术上给出指导，涉及 7 个方面：1) 筛查视力不良与近视。2) 建立视力健康档案。3) 培养健康用眼行为。4) 建设视觉友好环境。5) 增加日间户外活动。6) 规范视力健康监测与评估。7) 科学诊疗与矫治。
2021 年 10 月	《儿童青少年近视防控适宜技术指南（更新版）》	卫健委	对 2019 版进行了保留和完善，主要更新内容为：1) 完善了近视防控基本知识内容，如增加了“正视化过程、远视储备量、屈光不正、屈光度、等效球镜”等名词的规范解释。2) 完善了近视防控适宜技术要求，如完善了中小学生视力定期筛查制度、完善儿童青少年近视监测流程图、明确提出“天天户外 120，校内校外各 60”的要求等。
2022 年 1 月	《“十四五”全国眼健康规划（2021-2025 年）》	卫健委	持续推进“十四五”期间我国眼健康事业高质量发展，进一步提高人民群众眼健康水平。到 2025 年目标：1) 0-6 岁儿童每年眼保健和视力检查覆盖率达到 90% 以上，儿童青少年眼健康整体水平不断提升。2) 有效屈光不正矫正覆盖率达到 90% 以上，高度近视导致的视觉损伤人数逐步减少。3) 全国 CSR 达到 3500 以上，有效白内障手术覆盖率不断提高。

数据来源：西南证券整理

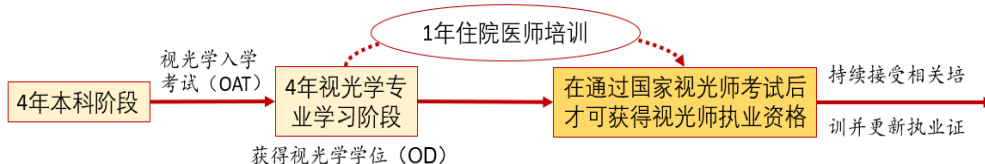
2.4 角塑镜生产商具备视光师培养优势，可协同发展视光业务

2.4.1 视光师质量至关重要，美国视光师培养体系完善

视光师是美国视光服务体系中的重要角色。美国医疗系统中的视光服务只要由视光师（OD）来完成，根据美国劳工统计局的数据显示有 49% 的视光师在视光诊所、视光中心或与视光相关的医疗机构工作。视光师可以全方位地开展各类视光相关服务，从基本的视光检查、视光相关疾病诊断与治疗一直到屈光手术的术后检查与护理，视光师都扮演着重要角色，此外视光师承载着提供初级眼科诊疗的职责，在患者需要更加专业化的诊疗时会将其转诊至相应的眼科医师（MD）。一般来说视光师为患者提供全面的视光服务，但是部分视光师在医疗机构中与其它类医师或其他视光师进行合作分工，专门提供某个视光细分领域的服务，如聚焦于提供弱视的诊疗服务或仅针对婴儿和儿童开展视光服务等。

美国拥有完善且严格的视光师培训体系。在美国成为一位视光师需要经过 8 年的专业学习，在 4 年本科阶段后需要通过视光学入学考试（OAT）才可以开始 4 年的视光专业学习。学生在视光专业学习阶段涉及解剖学、生理学、生物化学、光学等多个学科并需要掌握视觉系统不良症状和疾病的诊断与治疗方法，顺利完成 4 年视光专业学习后便可以拿到视光学学位（OD），在此之后部分学生还会选择在视光学内某个领域进行为期 1 年的住院医师培训以获得更深入的相关临床训练。学生拿到视光学学位（OD）后必须通过国家视光师考试才最终取得视光执业资格成为一名视光师，在此基础上某些州还有需要通过额外的临床考试以及视光方面法律知识考试的额外要求。此外值得注意的是美国视光师在整个执业生涯中还需要持续接受执业教育培训并不断更新执业证。

图 16：美国视光师培养路径



数据来源：美国劳工统计局，西南证券整理

2.4.2 我国视光师供给存在缺口，角塑镜生产厂商可发挥优势培养视光师

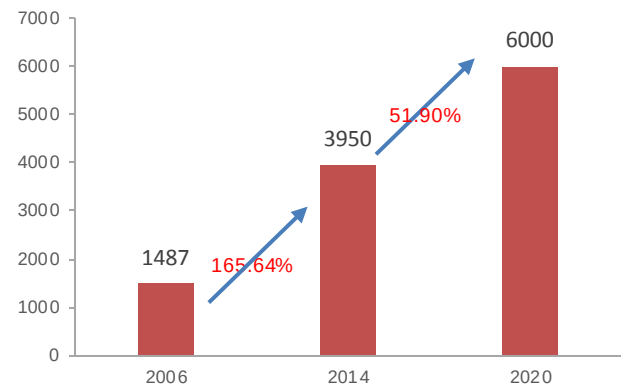
我国视光师培养体系尚待完善，合格视光师存在巨大需求缺口。相比于发达国家已经相对成熟的视光师培养体系，我国还有很长的路要走，视光人才供给存在巨大缺口。我国视光相关专业的建设起步较晚，其中开设视光相关专业本科的院校很少，目前仅有以温州医科大学为代表的部分院校开设了相关专业。我国与视光相关的专业共有三种，分别是三年制的眼视光技术专业、四年制的眼视光学专业和五年制的眼视光医学专业。其中由于三、四年制并不授予医学学位，该类专业学生无法考取执业医师资格，在我国的规定下无法获得处方权来给出散瞳药等视光类药物的处方，也无法独立开展属于三类医疗器械的角膜塑形镜验配工作，在可提供的视光相关医疗服务上受到一定限制，毕业之后主要是作为医技人员参与视光服务，无法真正从事与海外发达国家的视光师完全对标的岗位。五年制眼视光医学专业与国外的视

光医学培养模式更为接近，其毕业生能够全面开展各类视光医疗服务，是真正能够对标国外视光师概念的人群，是未来我国高精尖视光师的重要来源。2006 年我国视光师有 1487 人，根据政协委员、全国防盲技术指导组组长王宁利教授的数据，2020 年我国视光师约为 6000 多人，相比于 2006 年增长了 3 倍多，但实际上这样的视光师规模相比于我国现有的视光服务需求量来说还有巨大的缺口，北京大学医学部眼视光学院院长赵明威教授认为我国合格视光师的估算缺口达 30 万人。

表 7：我国视光相关专业

专业类别	专业名称	学制
临床医学类	眼视光医学专业 (医学学位)	五年制
医学技术类	眼视光专业 (理学学位)	四年制
医学技术类	眼视光技术专业	三年制

数据来源：眼视光观察，西南证券整理

图 17：我国视光师人数


数据来源：卫生健康委医院管理研究所，西南证券整理

发挥角膜塑形镜生产优势助力视光师验配能力的培养。欧普康视是角膜塑形镜生产企业，其下设的视光服务机构的视光师在角膜接触镜的验配上可以得到更加集中和专业的训练，验配技能能够更快提升。此外，角膜塑形镜是高度定制化的视光产品，在验配流程中镜片参数的确定十分关键，视光师需要根据佩戴者的角膜弧度、角膜离散系数、角膜直径和瞳孔直径等在整个验配过程中对镜片参数进行多次调整，欧普康视在多年的生产经营中，其订单系统收集到了大量的应用数据反馈，这些数据可以给视光师提供参考。

表 8：视光师服务的四个方面和十项技能

视光服务的四个方面	视光师应具备十项专业技能
● 光学技术服务	1) 眼镜的应用与矫正
	2) 儿童视力保健
	3) 角膜接触镜的验配
● 视机能服务	4) 双眼视觉的诊断与视觉训练
● 眼健康诊断服务	5) 老年视力矫正
	6) 低视力康复
	7) 与职业有关的视力问题处理
● 部分眼科治疗服务	8) 运动性视力的评估
	9) 眼科手术后的视力矫正与康复
	10) 眼表疾病的处理

数据来源：世界视光学会 (WCO)，西南证券整理

2.4.3 民营医疗机构视光项目更具优势，新政助力欧普康视发展视光业务

目前主要民营医疗机构及众多公立医疗机构均开展了视光服务。1) 民营医疗机构：国内主要的上市民营眼科连锁机构通过旗下眼科医院、眼科门诊部/诊所、视光门诊/诊所或视光中心等多层次地开展视光服务。以角膜塑形镜生产为主营业务的欧普康视近几年也开始进军视光服务市场，目前除了眼科医院和眼科门诊部/诊所外，还在我国西南、华东和华南地区布局了专业的视光门诊部/诊所，并且未来还将大力推进视光服务终端的快速布局，更加深入地参与到视光服务市场中。

表 9：民营眼科公司视光服务布局

	视光服务布局	未来发展规划
爱尔眼科	• 眼科医院（视光学专科/医学验光配镜专科/视光中心） • 眼科门诊部/诊所 • 视光门诊部/诊所	开始落地新十年的战略规划，将继续通过收购或新设方式加快视光门诊部或诊所的网络布局。
华厦眼科	• 眼科医院（验光配镜专科/视光中心） • 眼科门诊部/诊所 • 视光中心 • （目前视光中心主要集中在厦门市内）	拟在全国范围（重点集中在华东、华南、西南等地区）建设 200 家直营视光门店（将视具体经营情况决定是否开展角膜塑形镜验配业务）。
何氏眼科	• 眼科医院（医学验光专科） • 眼科门诊部/诊所 • 眼视光验配店	拟在全国 20 个城市新建 67 家视光中心门店（辽宁省新建 30 家视光中心门店，辽宁省外北京市、上海市、深圳市等 6 座城市新建 37 家视光中心门店）。
普瑞眼科	• 眼科医院（视光专科/医学配镜中心） • 眼科门诊部/诊所	/
欧普康视	• 眼科医院（视光专科/医学配镜中心） • 眼科门诊部/诊所 • 视光门诊部/诊所	拟在全国范围共布局眼视光服务终端 1348 个（县区级眼视光终端 336 个，社区级眼视光服务终端 1012 个）

数据来源：公司招股书，公司年报，欧普康视增发公告，西南证券整理；

2) 公立医疗机构：随着国内视光服务需求不断上升，许多公立医院开始专门设立眼视光专科或视光中心，目前眼科实力位居前列的公立医院大多都配有眼视光相应的科室，如首都医科大学附属北京同仁医院设有医学视光中心，复旦大学附属眼耳鼻喉科医院设有视光学专科，山东第一医科大学附属青岛眼科医院设有眼视光学和角膜接触镜科，而相比之下温州医科大学附属眼视光医院对视光相关科室的建设更为齐全和细致，院内可以提供视光类服务的有视光学专科、斜弱视专科、角膜接触镜专科，同时还配有视光方面的名医专家团队，比如功能性眼病团队、儿童眼视光团队、角膜接触镜团队等。

民营机构开展视光服务相比公立机构存在更多优势。在我国国情下民众对于公立医疗机构天然具有更高信任度，公立医疗机构也更容易吸纳优秀医师人才。但是民营医疗机构开展视光服务存在更多且无法替代的优势，主要表现为四个方面：1) 数量众多且覆盖范围广，2) 可以深入社区等公立医疗机构无法触及的地方，3) 服务时间更为灵活，能够满足不同患者的就诊时间，4) 对视光服务重视程度更高，愿意将更多资源比重配置于视光服务，因此预计未来民营医疗机构在提供视光服务上将承担主导角色。

表 10：民营医疗机构开展视光服务的优势

优势方面	民营医疗机构开展视光服务的具体优势
覆盖范围	相比于相对稀少的公立医疗机构，只有数量众多的民营医疗机构才能够承载视光服务庞大的需求量，此外公立医疗机构往往更集中于我国的大城市，在区域分布上严重不均，而民营医疗机构可以根据自己的战略安排弥补公立医疗机构服务范围的空缺，实现更广泛地覆盖。
渗透深度	视光服务需求有大部分来自基层社区，民营机构可以深入这类公立医疗机构一般触及不到的地方，从而使社区民众可以就近就诊，不用驱车很远来到公立医疗机构接受视光服务。此外视光服务相比于一般的眼科诊疗服务需求频率更高，民营医疗机构的服务质量一旦受到认可，考虑到就近就诊的便捷性，自然能够实现很高的患者客户粘性。
服务时间	民营医疗机构的服务时间相比于公立医疗机构更为灵活，几乎可以在任何时间为患者提供视光服务。公立医疗机构的普通眼科一般难以保证双休天开放，一些公立医疗机构设置的视光专科或视光中心考虑到患者的需求实现了全周开放但往往采取分时段就诊的措施而仍然无法做到真正灵活的时间安排。
重视程度	民营医疗机构对视光服务有更高的重视程度，愿意将更多的资源比重配置在视光服务上。虽然各大公立医院在普通眼科的基础上逐渐开设了视光专科或视光中心，但实际上仍然是将负责各类眼科疾病诊疗的普通眼科作为建设重心，对于视光专科的重视程度还有待提高。相反对于民营医疗机构而言其下设的数量众多的视光服务门店具有重大意义，以欧普康视为例，不断拓展的视光服务终端既是其服务中心也是销售与宣传中心，能够根据客户的需求给出更多的定制化服务。

数据来源：西南证券整理

潜在新政拓宽民营机构角膜塑形镜业务，欧普康视可实现售后服务与视光服务有效整合。

6 月国家卫健委医政医管局起草完毕了《国家卫生健康委医政医管局关于征求角膜塑形镜技术临床应用管理规范和操作规范意见的函》，并已向业内征求意见。相比于从 2001 年沿用至今的政策，潜在新政主要有两个变化：1) 放宽医疗机构级别限制，对验配机构不再设有二级（含二级）以上的医疗机构限制条件；2) 提升验配医师要求，提出了验配人员须具有 2 年以上眼科临床工作经验、主治医师及以上专业技术职务任职资格的新要求。

潜在新政利好民营眼科医疗机构。 1) 验配机构不再受等级的限制，拓宽了民营机构开展角膜塑形镜验配的通道，在配备符合要求的验配技术人员的前提下，民营眼科中的诊所、门诊也可以合法合规地为客户提供角膜塑形镜验配服务。2) 对验配技术人员的要求，又限制了眼镜店等参与角膜塑形镜验配，提高了行业壁垒。欧普康视或可从该项新政中受益，公司各级视光服务终端有升级为眼科诊所/门诊的能力，并通过其各级视光服务终端验配并销售角膜塑形镜，而患者在佩戴角膜塑形镜过程中的定期检查、护理等既是视光服务终端的服务内容，也是公司角膜塑形镜完善售后服务的依托。欧普康视可将售后服务和视光服务有效整合，实现围绕角膜塑形镜业务的独特视光服务优势。

3 渠道优势构筑公司护城河，布局视光业务助力长期发展

3.1 公司产品质量不输进口品牌，价格错位竞争提升性价比

公司产品可与进口品牌同台竞技。 公司的核心产品为角膜塑形镜，目前有梦戴维系列下的梦戴维 IV-AP/IV-DF 以及 DreamVision 系列角膜塑形镜共三款，其中梦戴维系下的两款为平价基本款，而 DreamVision 适合购买能力和消费意愿更强的高端消费者，从而实现产品目标客群的差异化。公司在多年生产经营产品标准始终与行业标准保持一致，持续产出质量稳定且在国内市场广泛具有良好口碑的角膜塑形镜产品。降低近视度数的速度以及维持清晰视力的时间等角膜塑形镜功能性指标主要依赖于镜片材料、镜片设计、加工工艺等方面。镜片

材料方面公司的角膜塑形镜产品使用博士伦公司 BOSTON XO 材料，与进口品牌露晰得和 Dreamlite 使用材料相同，此外其余进口品牌也绝大部分采用 BOSTON 系列的材料，因此公司角膜塑形镜产品在材料性能上与进口品牌不存在明显差异。**镜片设计方面**公司角膜塑形镜与绝大部分进口品牌均采用多弧反几何 VST 设计原理，在具体的各弧段参数设置上不同品牌差异较小并且需要根据患者具体情况而定，因此无法给出统一定论，但作为国产厂商公司自然具有能够更好结合国人眼部结构特点进行参数设置的本土优势。**加工工艺方面**公司具有先进的数控加工技术和设备，并不断升级和优化产品加工工艺流程，向国际水平看齐，此外公司 DreamVision 角膜塑形镜产品通过全自动化高精度仪器实现了智能无人化生产，加工精度和质量稳定性优越。综合来看公司角膜塑形镜产品在相关市场中具备充分的能力与条件与各大进口品牌同台竞技。

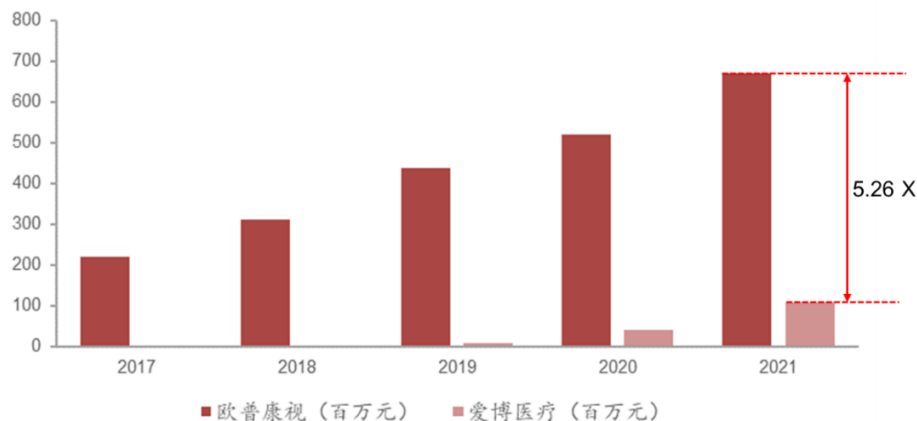
表 11：公司核心产品及行业标准与企业标准对比

核心产品	参数项目	推荐范围或要求	
		行业标准推荐值	企业标准
 梦戴维 AP	总直径	9.6-11.6 (mm)	10.0-11.5 (mm)
	光学区直径	5.5-7.0 (mm)	5.50-7.00 (mm)
	反转弧宽度	0.40-1.00 (mm)	0.40-1.00 (mm)
	配适弧宽度	0.40-1.00 (mm)	0.40-1.50 (mm)
	基弧半径	7.50-9.93 (mm)	7.50-9.93 (mm)
 梦戴维 DF	反转弧半径	比基弧弯	比基弧弯
	配适弧半径	小于基弧，大于反转弧	小于基弧，大于反转弧
	后顶点焦度	0.00D-5.00D	0.00D-5.00D
	可见光谱平均透过率	着色大于70%	大于等于88%
	镜片颜色	左右为两种颜色	同行业标准
 DreamVision 角膜塑形镜	边缘质量	光滑，无缺损、毛刺，各弧面的交接处平滑规则，过渡均匀一致	
	表面质量	光滑均匀，无斑点、明显划痕和凹坑	

数据来源：公司官网，招股书，西南证券整理

深厚积淀确保国产品牌龙头地位，高性价比实现与进口品牌错位竞争。**1) 国产品牌：**随着近年爱博医疗和德视佳的加入，公司不再是唯一的国产角膜塑形镜生产厂商，但是由于公司具有领先约 15 年的经验优势，对于角膜塑形镜产品长期聚焦形成的深厚积淀使其国产品牌龙头地位难以被撼动。爱博医疗 2019 年开始生产并销售角膜塑形镜，在 2021 年产品销售收入增长至 1.07 亿，但就其目前收入规模而言与欧普康视不在一个量级，并且考虑到欧普康视角膜塑形镜产品销售收入处于高位的情况下仍旧具备持续多年的增长动力，从长期来看欧普康视将坐稳国产品牌第一的宝座。**2) 进口品牌：**角膜塑形镜具有较高的消费属性，一般建议的更换频率为一年一换，因此价格是患者在选购角膜塑形镜时的重要考量因素。美国 Paragon CRT 100 角膜塑形镜具有独特 CRT 设计以及超薄镜片等优势，但是定价较高的劣势致使其往往不是患者的首选，而是患者在佩戴其它品牌角膜塑形镜矫正效果不佳或出现不良症状时的备选，因此其在国内的市场份额很小。公司在产品质量和性能不输进口品牌的前提下，相比各大进口品牌具备更低的价格段位，性价比优势突显，可以实现与进口品牌的错位竞争。

图 18：欧普康视与爱博医疗角膜塑形镜销售收入

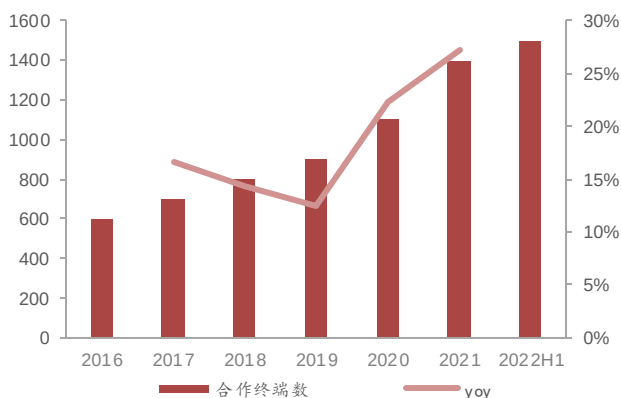


数据来源: wind, 西南证券整理

3.2 渠道优势铸就护城河，提高直销占比提升渠道掌控力

渠道优势铸就护城河。经过长期经营，公司已经在全国范围内构建了完整的综合营销服务网络，合作终端数量每年保持稳定增长，2016 年共有合作终端 600 多家，而截至 2022 上半年公司合作终端数已增长至 1500 多家，公司营销服务网络规模得到显著提升。角膜塑形镜属于受到高监管的三类医疗器械，因此虽然其具备较强的消费属性，但是在构建相应产品营销网络的难度上远高于一般的消费品。1) 在新增营销机构的开拓上需要严格选取具有医疗器械经营许可证的机构进行合作，对营销机构的资质及相关业务人员能力严格要求，不能为了快速攻占市场而一味地追求营销机构数量增速；2) 在已有营销机构的维系上需要持续性地为营销机构提供相关支持性服务以巩固营销服务网络。公司在维护其营销服务网络上投入大量心血，除了向合作的经销商和医疗机构提供技术支持和售后服务外，还定期组织相关人员进行技术培训、规范经营培训和安全风险防范等全方位的专业化服务，在维系合作粘性的同时也实现长久共赢。对于角膜塑形镜这类高监管、高专业化的产品，只有在开拓新增营销机构和维系已有营销机构上同时把控才能构建牢靠且可持续的营销服务网络。公司经过长久地经营已经形成了相对成熟的营销服务网络，具备一定程度的渠道壁垒。

图 19：公司合作终端数



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

表 12：公司历年培训服务

年份	内容
2018	公司举办8期角膜塑形初级技术培训班和多期中级技术培训班（参训人次1300+） 公司举办年会和商学院（参会经销商600+、一线技术人员300+）
2019	公司举办8期初级培训会、3期中级技术培训会 公司举办1次经销商年会、2次商学院（参会经销商1000+、一线技术人员400+）
2020	公司技术支持组走访500多个视光终端进行技术帮扶和技术培训 公司几十位资深技术人员走访14个省近70家终端开展现场技术培训和推广
2021	公司资深技术人员对全国393个合作终端开展技术巡访 公司对各类合作终端的技术人员进行技术支持和专项培训（线下现场培训684场、线上118场）

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

自建+收购终端转型以直销为核心，提升渠道掌控力。公司采用经销与直销相结合的销售模式，直销收入占比从 2013 年的 39.25% 提升至 2021 年的 64%，公司由原本经销为主的模式转变为以直销为主的模式。造成直销占比提升的核心原因为公司持续通过自建和收购两种方式增加公司控股的营销服务终端数并提升其占比。一方面通过自建终端挖掘营销服务终端新增量，拓宽营销渠道增长边界，另一方面公司在其控股的营销服务终端中能够保证公司角膜塑形镜产品始终为主推产品，降低高度依赖外部合作终端的渠道不确定性风险，确保角膜塑形镜产品销售收入实现稳定增长。公司通过提高控股营销服务终端在营销网络中的占比，抬升公司角膜塑形镜产品营销渠道掌控力，为公司长远发展保驾护航。

3.3 布局视光服务项目，完善产业链助力长期发展

入局视光服务，打造与角膜塑形镜业务协同发展格局。围绕角膜塑形镜展开的包括验配在内的一系列服务是视光服务的重要组成部分，随着公司不断深入视光服务布局，依托角膜塑形镜产品上的深厚功底建立相关视光服务独特优势，同时优质视光服务也将为公司角膜塑形镜产品吸引新客群，最终实现角膜塑形镜业务与视光服务业协力发展，推动公司向“全面眼视光产品+专业眼视光服务”发展蓝图迈出突破性的一步。角膜塑形镜是高度定制化的产品，如果不能和患者的角膜形态以及眼部视光特点相匹配，即使是最优越的角膜塑形镜产品也难以发挥应有效果，因此提供验配服务的眼视光技术人员的水平至关重要，而其它各类视光服务质量也与眼视光技术人员水平直接相关，所以把控视光服务质量的关键在于汇聚一批专业眼视光服务人才，为此公司全资设立了“欧普康视眼视光技术培训学校”，开展公司产品方面的培训以及系统化的眼视光职业培训。

定增计划助力视光终端建设。视光服务终端布局方面，截至 2020 年底公司已在安徽、江苏、湖北等地配置了眼科门诊部、诊所、视光中心、社区眼健康中心等约 230 家各类视光服务终端。目前公司正利用定向增发所募资金积极推进社区化眼视光服务终端建设项目，预计建设 336 个县区级和 1012 个社区级眼视光服务终端。2022 年 8 月公司对该项目的实施做出两方面修改，将原来仅通过公司及子公司新建的方式变更为公司及子公司独资新建、合资新建、投资并购方式相结合，并将项目实施范围由原本的 8 个省份扩展至全国，此次修改使公司视光服务布局进一步提速扩面，同时彰显布局视光领域的决心。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：在政策利好、近视防控需求增长，公司视光中心扩张共同推动下，角膜接触镜持续放量，2022-2024 销量增速 16%、30%、25%，价格保持不变；

假设 2：护理产品持续放量，销量增速 30%、45%、45%，价格保持不变；

假设 3：离焦镜等高单价产品的兴起以及公司视光中心的扩张，预计 2022-2024 年公司框架镜单价增速为 5%、5%、5%，销量增速为 28%、42%、37%；

假设 4：公司视光中心持续扩张，医疗服务收入逐渐提升，预计 2022-2024 年公司医疗服务业务客流量增速为 20%、30%、30%，客单价维持不变。

表 13：分业务收入及毛利率

年份	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	1295.05	1569.64	2123.61	2810.84
yoy	48.74%	21.20%	35.29%	32.36%
营业成本	301.93	472.24	647.00	870.38
毛利	993.11	1097.41	1476.61	1940.46
毛利率	76.69%	69.91%	69.53%	69.03%
角膜接触镜	687.21	797.16	1036.31	1295.39
yoy	26.87%	16.00%	30.00%	25.00%
成本	73.61	191.32	248.72	310.89
毛利	993.11	605.84	787.60	984.50
毛利率	76.69%	76.00%	76.00%	76.00%
护理产品	228.27	296.75	430.29	623.92
yoy	47.50%	30.00%	45.00%	45.00%
成本	103.1	133.53	193.63	280.76
毛利	125.16	163.22	236.66	343.16
毛利率	54.83%	55.00%	55.00%	55.00%
医疗服务	177	212.40	276.12	358.96
yoy	180.77%	20.00%	30.00%	30.00%
成本	49.03	58.84	76.49	99.43
毛利	127.97	153.56	199.63	259.52
毛利率	72.30%	72.30%	72.30%	72.30%
框架镜及其他	195.76	254.49	369.01	516.61
yoy	84.44%	30.00%	45.00%	40.00%
成本	74.59	86.51	125.44	175.62
毛利	121.17	167.97	243.56	340.99
毛利率	61.90%	66.00%	66.00%	66.00%
其他业务	6.8	8.84	11.88	15.97
yoy	34.39%	30%	34%	34.39%
成本	1.59	2.03	2.73	3.67
毛利	5.21	6.81	9.15	12.29
毛利率	76.62%	77.00%	77.00%	77.00%

数据来源：Wind，西南证券

预测与估值

基于以上假设，我们预计 2022-2024 年收入分别为 15.7、21.2、28.1 亿元，同比分别增长 21.2%、35.3%、32.4%，归母净利润分别为 6.3、8.5、10.9 亿元，EPS 分别为 0.7、0.95、1.22 元。

表 14：可比公司估值情况

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688050.SH	爱博医疗	228	2.45	3.45	4.74	93	66	48
688366.SH	昊海生科	127	3.05	4.36	5.72	42	29	22
300015.SZ	爱尔眼科	2124	28.84	37.86	48.87	74	56	43
301103.SZ	何氏眼科	47	1.08	1.49	1.94	43	32	24
平均值						63	46	34

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价对应 2022 年 12 月 22 日

爱博医疗、昊海生科（部分业务条线）均为眼科医疗器械生产公司，与欧普康视产品条线有重合，可选做可比公司；爱尔眼科、何氏眼科均为眼科医疗服务公司，视光业务收入占比高，对应公司持续增长的医疗服务业务，可选做可比公司。根据行业平均估值，给予公司 2023 年 46 倍 PE，对应市值为 391 亿元，对应目标价为 43.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

- 市场竞争加剧
- 产品放量不及预期
- 疫情风险
- 政策风险

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1295.05	1569.64	2123.60	2810.83	净利润	591.60	618.44	845.11	1086.91
营业成本	301.93	473.51	648.76	873.68	折旧与摊销	39.34	22.22	25.84	28.72
营业税金及附加	11.74	14.28	19.32	25.58	财务费用	3.79	0.00	0.00	0.00
销售费用	243.87	282.53	382.25	505.95	资产减值损失	0.00	0.00	1.00	1.00
管理费用	103.02	109.17	137.08	167.39	经营营运资本变动	-160.14	-125.39	-139.03	-180.16
财务费用	3.79	0.00	0.00	0.00	其他	155.51	-65.68	-70.81	-70.04
资产减值损失	0.00	0.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	630.09	449.59	662.10	866.43
投资收益	71.07	57.52	64.04	60.95	资本支出	-146.51	-60.00	-60.00	-60.00
公允价值变动损益	9.95	8.74	9.35	9.04	其他	45.11	66.25	73.39	69.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-101.39	6.25	13.39	9.99
营业利润	684.57	686.40	930.58	1219.22	短期借款	-1.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.74	-1.55	-1.55	-1.55	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	683.83	684.85	929.03	1217.68	股权融资	229.27	0.00	0.00	0.00
所得税	92.23	66.41	83.93	130.77	支付股利	-124.53	-536.26	-125.09	-170.42
净利润	591.60	618.44	845.11	1086.91	其他	-303.46	-48.51	0.00	0.00
少数股东损益	36.86	-7.00	-7.00	-7.00	筹资活动现金流净额	-199.72	-584.77	-125.09	-170.42
归属母公司股东净利润	554.74	625.44	852.11	1093.91	现金流量净额	328.98	-128.93	550.40	706.00
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	655.69	526.76	1077.16	1783.16	成长能力				
应收和预付款项	215.36	315.75	417.25	551.49	销售收入增长率	48.74%	21.20%	35.29%	32.36%
存货	105.96	166.17	225.68	305.61	营业利润增长率	44.44%	0.27%	35.57%	31.02%
其他流动资产	926.12	974.31	1071.53	1192.14	净利润增长率	33.25%	4.54%	36.65%	28.61%
长期股权投资	265.67	265.67	265.67	265.67	EBITDA 增长率	42.90%	-2.62%	34.97%	30.48%
投资性房地产	7.93	7.93	7.93	7.93	获利能力				
固定资产和在建工程	240.52	285.90	327.66	366.54	毛利率	76.69%	69.83%	69.45%	68.92%
无形资产和开发支出	277.92	275.39	272.87	270.34	三费率	27.08%	24.95%	24.45%	23.95%
其他非流动资产	277.26	272.19	267.12	262.05	净利率	45.68%	39.40%	39.80%	38.67%
资产总计	2972.43	3090.08	3932.86	5004.91	ROE	23.33%	23.62%	25.32%	25.55%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.90%	20.01%	21.49%	21.72%
应付和预收款项	124.72	188.73	255.97	340.28	ROIC	80.58%	64.77%	72.38%	76.28%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	56.19%	45.15%	45.04%	44.40%
其他负债	311.63	283.09	338.62	409.88	营运能力				
负债合计	436.35	471.82	594.59	750.16	总资产周转率	0.50	0.52	0.60	0.63
股本	850.51	894.83	894.83	894.83	固定资产周转率	7.39	7.05	7.41	8.49
资本公积	48.88	4.56	4.56	4.56	应收账款周转率	8.67	8.35	8.29	8.35
留存收益	1345.63	1434.81	2161.83	3085.31	存货周转率	3.39	3.48	3.29	3.27
归属母公司股东权益	2215.83	2305.01	3032.03	3955.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.32%	—	—	—
少数股东权益	320.24	313.24	306.24	299.24	资本结构				
股东权益合计	2536.08	2618.25	3338.27	4254.76	资产负债率	14.68%	15.27%	15.12%	14.99%
负债和股东权益合计	2972.43	3090.08	3932.86	5004.91	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.28	5.85	6.05	6.21
					速动比率	5.93	5.36	5.56	5.72
					股利支付率	22.45%	85.74%	14.68%	15.58%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	727.69	708.61	956.42	1247.95	每股收益	0.62	0.70	0.95	1.22
PE	52.54	46.60	34.20	26.64	每股净资产	2.48	2.58	3.39	4.42
PB	13.15	12.64	9.61	7.37	每股经营现金	0.70	0.50	0.74	0.97
PS	22.50	18.57	13.72	10.37	每股股利	0.14	0.60	0.14	0.19
EV/EBITDA	35.93	39.05	28.35	21.16					
股息率	0.43%	1.84%	0.43%	0.58%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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知情范围内，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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn