

爱博医疗 (688050.SH)

2023 年营收同比增速 64%，视力保健业务处于高速成长期

增持

核心观点

营业收入保持高速增长，净利润增速慢于营收增速。2023 年实现营收 9.51 亿 (+64.14%)，归母净利润 3.04 亿 (+30.63%)，扣非归母净利润 2.89 亿 (+38.96%)。其中四季度单季度实现营收 2.83 亿 (+104.86%)，归母净利润 0.52 亿 (+48.55%)。2024 年一季度实现营收 3.10 亿 (+63.55%)，归母净利润 1.03 亿 (+31.26%)，单季度营收首次突破 3 亿。公司以手术治疗和近视防控业务为基础，前瞻布局的视力保健业务正处于高速成长期，持续拉动收入增长，但视力保健业务中以隐形眼镜产品为主的业务毛利率低于手术治疗和近视防控业务，且该业务处于产能扩张前期，单位成本偏高，影响了公司整体净利润增速。

核心业务保持稳健增长，隐形眼镜高速放量。2023 年人工晶体收入 4.995 亿 (+41.67%)，其中境外人工晶体同比增长 127.90%；普诺瞳 OK 镜收入 2.19 亿 (+26.03%)，角膜塑形镜业务受消费降级、竞品增加等因素影响，市场增速有所放缓。公司“普诺瞳”“欣诺瞳”离焦镜作为角膜塑形镜的互补产品之一，处于加速推进阶段，其收入同比增长 247.32%，拉动其他近视防控产品收入增长 166.12%至 5,736 万。隐形眼镜收入 1.37 亿元，占营收比例为 14.36%，同比增长 1,505%。公司在隐形眼镜领域已布局多年，沉淀了丰富的产品和产线技术，通过并购天眼医药、福建优你康、美悦瞳快速提升产能、拓展隐形眼镜市场，目前彩片产线处于满产状态。

毛净利率因产品结构变化导致下降，在研管线丰富。2023 年毛利率为 76.01% (-8.75pp)，主要为隐形眼镜收入大幅提升后的产品结构变化导致毛利率下降。销售费用率 19.28% (+0.64pp)，管理费用率 12.09% (+0.27pp)，财务费用率 0.31% (+0.74pp)，净利率下降至 30.07% (-9.14pp)。2023 年公司研发投入 1.32 亿 (+61.23%)，占营收比例为 13.91% (-0.25pp)，有晶体眼人工晶体处于产品注册阶段，非球面三焦散光矫正人工晶体、非球面扩景深 (EDoF) 人工晶体处于临床试验阶段。

投资建议：公司是国内首家自主开发高端屈光性人工晶状体的厂家，且在中国境内第 2 家取得角膜塑形镜注册证，隐形眼镜进入快速放量阶段。公司拥有丰富在研管线，未来平台化和国际化发展潜力大。下调 2024-25 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计 2024-26 年归母净利润为 4.09/5.18/6.37 亿 (2024-25 年原为 4.40/5.77 亿)，同比增长 34.7%/26.6%/22.8%，当前股价对应 PE 34.6/27.3/22.3X，维持“增持”。

风险提示：集采降价风险、竞争加剧风险、产品研发风险、销售不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	579	951	1,367	1,781	2,178
(+/-%)	33.8%	64.1%	43.7%	30.3%	22.3%
净利润(百万元)	233	304	409	518	637
(+/-%)	35.8%	30.6%	34.7%	26.6%	22.8%
每股收益(元)	2.21	2.89	3.89	4.93	6.05
EBIT Margin	41.4%	33.2%	31.8%	31.4%	32.3%
净资产收益率 (ROE)	12.5%	14.3%	16.7%	18.1%	18.8%
市盈率 (PE)	60.8	46.6	34.6	27.3	22.3
EV/EBITDA	51.8	38.3	26.8	21.4	17.8
市净率 (PB)	7.61	6.65	5.77	4.94	4.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

医药生物 · 医疗器械

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

证券分析师：张佳博

021-60375487

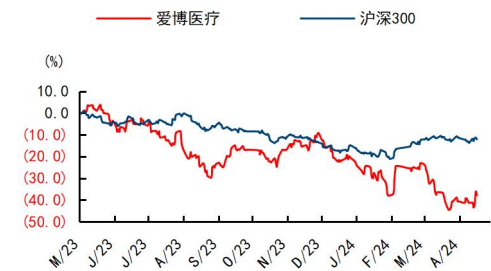
zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	134.60 元
总市值/流通市值	14167/14167 百万元
52 周最高价/最低价	228.88/119.65 元
近 3 个月日均成交额	168.41 百万元

市场走势



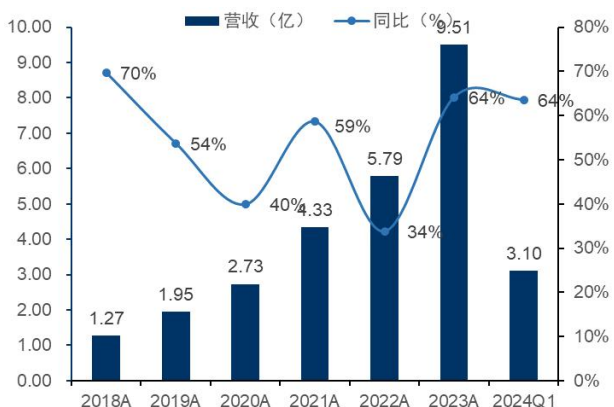
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《爱博医疗 (688050.SH) - 单三季度营收同比增长 55%，视力保健产品快速放量》——2023-10-27
- 《爱博医疗 (688050.SH) - 2023 年中报点评：单二季度营收增长 53%，加快平台化和国际化布局》——2023-08-23
- 《爱博医疗 (688050.SH) - 2022 年年报及 2023 年一季报点评：2023 年一季度业绩同比增长 44%，新视光产品加速放量》——2023-04-23
- 《爱博医疗 (688050.SH) - 2022 年三季报点评：单三季度营收同比增长 42%，人工晶体销量增速环比恢复》——2022-10-29
- 《爱博医疗 (688050.SH) - 人工晶体增长受疫情影响，角膜塑形镜维持高景气》——2022-08-21

营业收入保持高速增长，净利润增速慢于营收增速。2023 年实现营收 9.51 亿（+64.14%），归母净利润 3.04 亿（+30.63%），扣非归母净利润 2.89 亿（+38.96%）。其中四季度单季度实现营收 2.83 亿（+104.86%），归母净利润 0.52 亿（+48.55%）。2024 年一季度实现营收 3.10 亿（+63.55%），归母净利润 1.03 亿（+31.26%），业绩表现超预期。2024Q1 单季度营收首次突破 3 亿，公司以手术治疗和近视防控业务为基础，前瞻布局的视力保健业务正处于高速成长期，持续拉动收入增长。但视力保健业务中以隐形眼镜产品为主的业务毛利率低于手术治疗和近视防控业务，且该业务处于产能扩张前期，单位成本偏高，影响了公司整体净利润增速。另外，2023 年公司加大产品推广力度和品牌营销活动，蓬莱生产基地产能尚在逐步释放，导致营业成本及各项费用增长较快。

图1：爱博医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：爱博医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



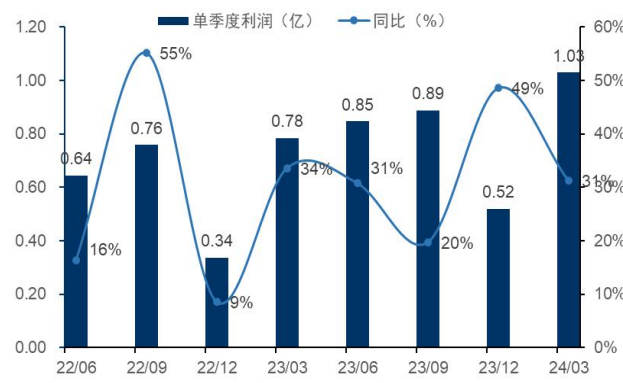
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：爱博医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：爱博医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

核心业务保持稳健增长，隐形眼镜高速放量。2023 年人工晶体收入 4.995 亿（+41.67%），其中境外人工晶体同比增长 127.90%；普诺瞳 OK 镜收入 2.19 亿（+26.03%），角膜塑形镜业务受消费降级、竞品增加等因素影响，市场增速有所放缓。公司“普诺瞳”“欣诺瞳”离焦镜作为角膜塑形镜的互补产品之一，处于加速推进阶段，其收入同比增长 247.32%，拉动其他近视防控产品收入增长 166.12%至 5,736 万。隐形眼镜收入 1.37 亿元，占营收比例为 14.36%，同比增长 1,505%。公司在隐形眼镜领域已布局多年，沉淀了丰富的产品和产线技术，

通过并购天眼医药、福建优你康、美悦瞳快速提升产能、拓展隐形眼镜市场，目前彩片产线处于满产状态。

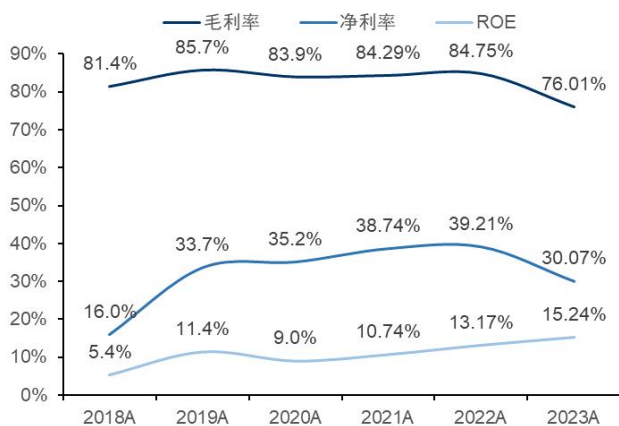
表1: 爱博医疗 2020-2023 年营收拆分 (万元)

	2020	2021	2022	2023
人工晶状体	22,331.28	30,453.28	35,256.92	49,950.22
yoy		36.37%	15.77%	41.67%
其他手术产品	725.83	1,384.12	1,547.74	2,112.42
yoy		90.69%	11.82%	36.48%
角膜塑形镜	4,126.04	10,708.74	17,357.67	21,880.09
yoy		159.54%	62.09%	26.03%
其他近视防控产品			2,155.25	5,735.66
yoy				166.12%
隐形眼镜			851.13	13,658.70
yoy				1,504.78%
其他视力保健产品			383.55	1,295.64
yoy				237.80%

资料来源: 公司年报、公司公告、国信证券经济研究所整理

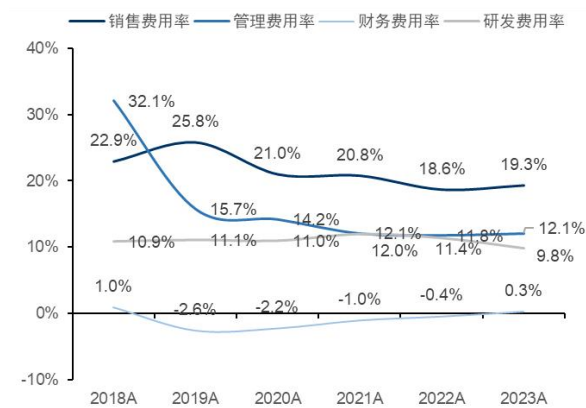
毛利率因产品结构变化导致下降，销售和管理费用率略有增长。2023 年毛利率为 76.01% (-8.75pp)，主要为隐形眼镜收入大幅提升后的产品结构变化导致毛利率下降。销售费用率 19.28% (+0.64pp)，主要由于销售人员职工薪酬、宣传推广费、运费等增加；管理费用率 12.09% (+0.27pp)，财务费用率 0.31% (+0.74pp)，研发费用率 9.85% (-1.54pp)，净利率下降至 30.07% (-9.14pp)。

图5: 爱博医疗毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

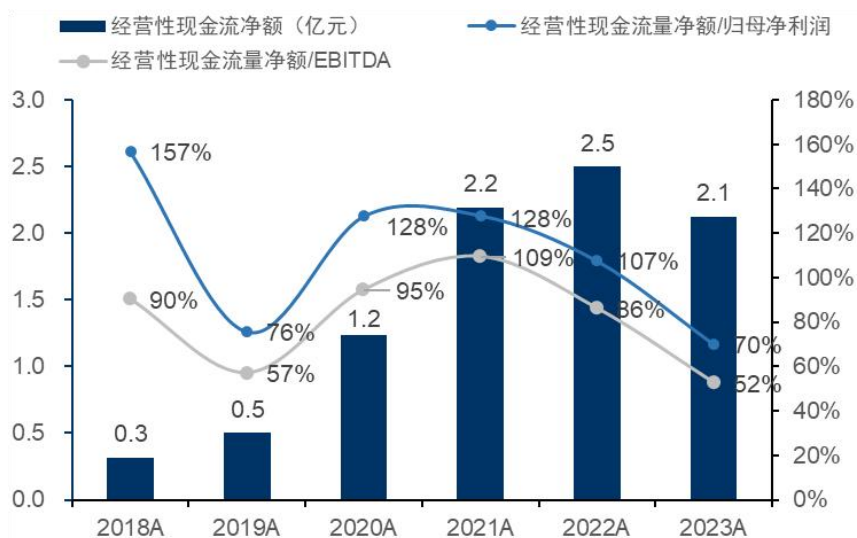
图6: 爱博医疗四项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流受多重因素影响同比下滑明显。2023 年经营性现金流净额为 2.13 亿 (-15.0%)，与归母净利润的比值下降至 70%。公司销售收到的货款同比增长 60.53%，与营收增长基本同步，客户回款处于正常水平。经营性资金流出增长较多主要因为公司为应对原有核心业务产能增长、烟台生产基地投产、隐形眼镜业务扩张等增加了原料储备，同时支付前期延缓税费、增加营销推广和研发投入等。

图7: 爱博医疗经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

在研管线丰富, 保持高强度研发投入。2023 年公司研发投入 1.32 亿 (+61.23%), 占营收比例为 13.91% (-0.25pp)。自研的多款软性亲水接触镜在 2023 年下半年获批三类医疗器械注册证。有晶体眼人工晶体处于产品注册阶段, 非球面三焦散光矫正人工晶体、非球面扩景深 (EDoF) 人工晶体处于临床试验阶段。公司利用研发优势提高隐形眼镜的产线效率, 满足客户需求, 且正在开发更高舒适性、更高安全性、更多功能性的高端隐形眼镜产品。公司在研项目丰富, 利用在生物材料上的技术优势开拓透明质酸、修复补片等新型领域, 为中长期增长打下基础。

表2: 爱博医疗在研管线 (截至 2023 年底)

序号	项目名称	预计总投资规模 (万)	本期投入金额 (万)	累计投入金额 (万)	进展或阶段性结果	技术水平	具体应用前景
1	有晶体眼人工晶状体	3,000	412	2,382	产品注册阶段	国际领先	一种矫正人眼屈光不正, 尤其是高度近视的人工晶状体
2	眼用透明质酸钠凝胶	1,200	265	1,455	产品注册阶段	与国际一线品牌水平一致	白内障手术辅助用器械
3	非球面三焦散光矫正人工晶状体	2,500	341	961	临床试验阶段	国际领先	一款兼具三焦点和散光纠正的非球面人工晶状体, 用于兼具治疗白内障、散光、近视和老花
4	非球面扩景深(EDoF)人工晶状体	3,000	499	2,197	临床试验阶段	国际领先	一款具有景深扩展功能的非球面人工晶状体, 用于兼具治疗白内障、近视和老花
5	角膜塑形用硬性透气接触镜 NOP	2,000	601	1,019	临床试验阶段	与国际一线品牌水平一致	采用塑形方法暂时改变角膜形态, 达到暂时性矫正屈光不正为预期目的的硬性透气接触镜
6	双氧护理液	300	159	231	产品注册阶段	与国际一线品牌水平一致	用于角膜接触镜的日常护理
7	软性角膜接触镜	6,000	1,867	5,441	临床试验阶段	与国际一线品牌水平一致	一种高透氧硅水凝胶材质的软性隐形眼镜
8	隐形眼镜护理液	800	248	624	临床试验阶段	与国际一线品牌水平一致	用于软性角膜接触镜的日常护理
9	注射用透明质酸钠凝胶 M1	1,500	134	134	临床试验阶段	与国际一线品牌水平一致	一种医用组织填充剂
10	注射用透明质酸钠凝胶 M2	2,000	503	1,617	临床试验阶段	与国际一线品牌水平一致	一种医用组织填充剂
11	含微粒化脱细胞基质的注射用交联透明质酸钠凝胶	2,000	538	1,015	临床试验阶段	与国际一线品牌水平一致	一种医用组织填充剂
12	宫腔修复补片	1,000	107	793	临床试验阶段	与国际一线品牌	应用于宫腔粘连剥离术后创面的隔

					水平一致	离与修复
13 消化道黏膜修复补片	1,000	208	645	临床试验阶段	与国际一线品牌水平一致	用于消化内镜手术后的创面修复
14 颅颌面内固定网板	2,000	363	1,090	临床试验阶段	与国际一线品牌水平一致	一种眼眶修复手术用耗材

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑产品结构和行业环境变化，下调 2024-25 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，维持“增持”评级。

公司是国内首家自主开发高端屈光性人工晶状体的厂家，且在中国境内第 2 家取得角膜塑形镜注册证，隐形眼镜进入快速放量阶段。公司当前拥有丰富的在研产品管线，平台化发展潜力大。下调 2024-25 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计 2024-26 年归母净利润为 4.09/5.18/6.37 亿（2024-25 年原为 4.40/5.77 亿），同比增长 34.7%/26.6%/22.8%，当前股价对应 PE 34.6/27.3/22.3X，维持“增持”评级。

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (240419)	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (扣除)		PEG
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)
300595	欧普康视	16.78	151	0.78	0.87	1.01	1.13	21.4	19.4	16.7	14.8	13%	1.3
6699.HK	时代天使	73.60	124	0.32	0.49	0.93	1.63	215.1	138.5	73.5	41.6	1%	1.9
688366	昊海生科	91.28	137	2.47	3.13	3.87	4.66	34.2	26.9	21.8	18.1	7%	1.1
688050	爱博医疗	134.60	142	1.63	3.89	4.93	6.05	82.6	34.6	27.3	22.3	14%	1.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 欧普康视、时代天使、昊海生科为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	355	537	500	760	1240	营业收入	579	951	1367	1781	2178
应收款项	107	219	300	366	418	营业成本	88	228	395	546	678
存货净额	79	181	297	424	532	营业税金及附加	9	15	22	28	35
其他流动资产	38	66	96	125	152	销售费用	108	183	238	303	355
流动资产合计	1061	1023	1207	1685	2350	管理费用	68	115	170	210	251
固定资产	662	1243	1460	1505	1488	研发费用	66	94	115	141	163
无形资产及其他	107	174	167	160	153	财务费用	(3)	3	4	5	7
投资性房地产	412	619	619	619	619	投资收益	17	14	22	20	18
长期股权投资	3	3	8	18	38	资产减值及公允价值变动	(2)	(6)	(10)	(10)	(10)
资产总计	2244	3062	3461	3987	4648	其他收入	2	7	7	7	7
短期借款及交易性金融负债	0	118	9	0	5	营业利润	259	327	443	564	705
应付款项	14	49	80	112	137	营业外净收支	5	0	0	0	0
其他流动负债	134	211	355	449	572	利润总额	264	328	443	564	705
流动负债合计	148	378	444	561	714	所得税费用	37	42	58	76	106
长期借款及应付债券	150	259	259	259	259	少数股东损益	(5)	(18)	(24)	(31)	(38)
其他长期负债	27	70	95	115	145	归属于母公司净利润	233	304	409	518	637
长期负债合计	177	328	353	373	403	现金流量表 (百万元)					
负债合计	324	706	797	934	1117	净利润	233	304	409	518	637
少数股东权益	60	226	207	183	153	资产减值准备	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
股东权益	1860	2130	2456	2870	3378	折旧摊销	40	72	130	152	164
负债和股东权益总计	2244	3062	3461	3987	4648	公允价值变动损失	(1)	3	10	10	10
						财务费用	(3)	3	4	5	7
关键财务与估值指标						营运资本变动	307	(295)	(27)	(76)	(10)
每股收益	2.21	2.89	3.89	4.93	6.05	其它	(4)	(13)	(19)	(24)	(30)
每股红利	0.42	0.58	0.79	0.99	1.22	经营活动现金流	574	70	503	580	771
每股净资产	17.69	20.23	23.34	27.27	32.10	资本开支	0	(637)	(350)	(200)	(150)
ROIC	13%	13%	13%	16%	20%	其它投资现金流	(481)	462	6	4	3
ROE	13%	14%	17%	18%	19%	投资活动现金流	(482)	(175)	(349)	(206)	(167)
毛利率	85%	76%	71%	69%	69%	权益性融资	(0)	13	0	0	0
EBIT Margin	41%	33%	32%	31%	32%	负债净变化	6	109	0	0	0
EBITDA Margin	48%	41%	41%	40%	40%	支付股利、利息	(44)	(61)	(83)	(105)	(129)
收入增长	34%	64%	44%	30%	22%	其它融资现金流	(133)	179	(108)	(9)	5
净利润增长率	36%	31%	35%	27%	23%	融资活动现金流	(209)	287	(191)	(114)	(124)
资产负债率	17%	30%	29%	28%	27%	现金净变动	(118)	182	(37)	260	480
息率	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	473	355	537	500	760
P/E	60.8	46.6	34.6	27.3	22.3	货币资金的期末余额	355	537	500	760	1240
P/B	7.6	6.7	5.8	4.9	4.2	企业自由现金流	554	(584)	132	360	602
EV/EBITDA	51.8	38.3	26.8	21.4	17.8	权益自由现金流	427	(296)	20	352	616

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032