

爱博医疗 (688050.SH) 国产人工晶体标杆企业，掘金隐形眼镜蓝海市场

2024年06月26日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

阮帅（分析师）

yuruyi@kysec.cn

ruanshuai@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790524040007

日期	2024/6/25
当前股价(元)	73.00
一年最高最低(元)	213.20/72.62
总市值(亿元)	138.22
流通市值(亿元)	138.22
总股本(亿股)	1.89
流通股本(亿股)	1.89
近3个月换手率(%)	38.36

● 国产人工晶体标杆企业，隐形眼镜业务有望成为新增长极

公司主营业务为眼科医疗器械的研发、生产及销售，覆盖白内障手术、近视防控和视光消费三大领域。白内障手术领域，公司首款非球面衍射型多焦人工晶状体于2022年获批，有晶体眼人工晶状体有望陆续获批。近视防控领域，普诺瞳®Pro系列OK镜等逐步获批放量。视光消费领域，天眼医药及优你康产能快速爬坡，公司自研的高透氧硅水凝胶隐形眼镜有望陆续获批。我们看好公司的长期发展，预计2024-2026年归母净利润分别为4.03/5.24/6.67亿元，对应PE为34.3/26.4/20.7倍，考虑公司业绩快速增长且确定性高，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 人工晶体及角塑业务快速增长，在研项目持续推进

公司旗下多个品牌人工晶状体产品涵盖多个种类和档次人工晶状体，拥有有晶体眼人工晶状体(PR晶体)、非球面三焦散光矫正人工晶状体、非球面扩景深(EDoF)人工晶状体等在研产品，达到国际领先水平。公司人工晶体营收高速增长，从2020年的2.23亿元增长到2023年的5亿元，复合增长率达30.88%。爱博医疗于2019年3月取得角膜塑形镜产品注册证，是中国境内第2家取得该产品注册证的生产企业。公司角膜塑形镜业务营收高速增长，角膜塑形镜板块收入从2020年的0.41亿元增长到2023年的2.19亿元，复合增长率达到74.80%。

● 隐形眼镜业务产能爬坡，业绩有望快速增长

公司通过收购天眼医药和福建优你康公司，进入隐形眼镜行业。截至2024年Q1，公司开发多款近视矫正产品及配套的日常护理产品，包括“澜柏”“奥克拉”“TOPPOP”等自主品牌的透明隐形眼镜（蓝片）、彩色隐形眼镜（彩片），并提供产品代工服务。随着天眼医药及优你康的产能爬坡和良率提升，隐形眼镜板块业务有望迎来快速增长。

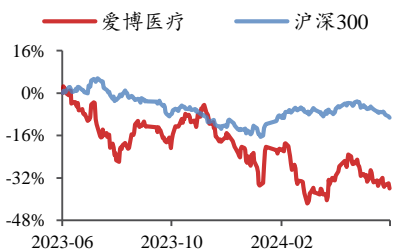
● **风险提示：**国内政策变动、角塑行业竞争格局恶化、隐形眼镜业务不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	579	951	1,249	1,692	2,214
YOY(%)	33.8	64.1	31.3	35.5	30.8
归母净利润(百万元)	233	304	403	524	667
YOY(%)	35.8	30.6	32.5	30.0	27.4
毛利率(%)	84.8	76.0	76.0	76.0	76.0
净利率(%)	40.2	32.0	32.3	30.9	30.1
ROE(%)	11.8	12.1	14.3	16.1	17.4
EPS(摊薄/元)	1.23	1.61	2.13	2.77	3.52
P/E(倍)	59.4	45.5	34.3	26.4	20.7
P/B(倍)	7.4	6.5	5.6	4.7	4.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 爱博医疗：国产眼科医疗器械领域的标杆企业.....	4
1.1、 全力打造眼科全科医疗器械制造体系，研发能力持续提升.....	4
1.2、 业绩快速增长，盈利能力持续提升.....	6
2、 白内障手术市场持续扩容，人工晶状体规模快速增长.....	7
2.1、 中国白内障患病人数庞大，人工晶状体市场快速增长.....	7
2.2、 公司人工晶体产品覆盖多个价位，集采放量带动销量快速增长.....	9
3、 角膜塑形镜增速稳定，市场渗透率仍有提升空间.....	11
3.1、 中国青少年近视率较高，角塑镜行业市场规模持续增长.....	12
3.2、 公司角塑镜产线继续扩大，有望维持较快增长.....	12
4、 发掘眼科医疗器械消费属性，隐形眼镜开辟业务新增长.....	13
5、 盈利预测与投资建议.....	16
5.1、 关键假设.....	16
5.2、 盈利预测与估值.....	17
6、 风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

图表目录

图 1： 创始人为公司实控人，股权结构稳定.....	5
图 2： 2019-2023 年公司营收高速增长.....	6
图 3： 2019-2023 年公司扣非归母净利润快速增长.....	6
图 4： 近些年公司毛利率呈提升趋势.....	7
图 5： 公司研发费用率高位稳定.....	7
图 6： 白内障手术需使用人工晶状体.....	7
图 7： 中国白内障患病人数逐年增加.....	8
图 8： 中国白内障手术市场规模持续扩容.....	8
图 9： 2018 年中国白内障手术 CSR 低于全球主要国家.....	8
图 10： 中国人口老龄化程度持续加深.....	9
图 11： 2018 年中国人工晶状体市场国产化程度较低.....	9
图 12： 公司人工晶状体产品涵盖多种功能型号.....	9
图 13： 公司人工晶体销量快速增长.....	10
图 14： 公司人工晶体盈利能力持续提升.....	10
图 15： 角膜塑形镜已经历四代发展.....	12
图 16： 中国角膜塑形镜市场规模持续扩大.....	12
图 17： 中国儿童青少年近视率继续上升.....	12
图 18： 公司角膜塑形镜产品涵盖多种功能型号.....	13
图 19： 公司角膜塑形镜产品营收持续增长.....	13
图 20： 2023 年公司隐形眼镜毛利率提升空间较大.....	15
表 1： 历经 14 年发展，爱博医疗产品涵盖眼健康全生命周期.....	4
表 2： 公司产品包括人工晶状体、角膜塑形镜和隐形眼镜三大类别.....	4
表 3： 公司高管均具有较强的专业能力.....	6
表 4： 爱博医疗人工晶状体入选全国主要省份医保带量采购.....	10

表 5: 公司人工晶体在研项目丰富	11
表 6: 隐形眼镜包括七大主要性能参数	13
表 7: 爱博医疗布局隐形眼镜历程	14
表 8: 公司隐形眼镜产品覆盖多种品类	15
表 9: 公司盈利拆分及预测	16
表 10: 与可比公司相比, 公司业绩增长快且确定性高.....	17

1、爱博医疗：国产眼科医疗器械领域的标杆企业

爱博医疗成立于2010年，是一家创新型眼科医疗器械制造商，产品涵盖眼科手术治疗、近视防控和视力保健三大领域，致力于为白内障手术、屈光不正矫正和视光消费提供一站式解决方案。

表1：历经14年发展，爱博医疗产品涵盖眼健康全生命周期

年份	业务发展
2010年	爱博医疗在北京成立
2012年	入选“2012中关村新锐企业十强”
2014年	公司首款自主研发的非球面人工晶状体 Proming 普诺明上市
2019年	iBright 普诺瞳角膜塑形镜上市
2020年	爱博医疗成功在科创板上市
2021年	收购天眼医药，布局彩瞳
2022年	普诺瞳微透镜渐变离焦镜片和天眼彩瞳发布 普诺瞳角膜塑形镜获批扩度数范围
2023年	收购福建优你康光学有限公司
2024年	普诺瞳 Pro 系列 OK 镜上市

资料来源：爱博医疗官网、爱博医疗公告、开源证券研究所

1.1、全力打造眼科全科医疗器械制造体系，研发能力持续提升

公司主营业务为眼科医疗器械研发、生产及销售，覆盖白内障手术、近视防控和视光消费三大领域，其中三大领域对应的核心产品分别为人工晶状体、角膜塑形镜和隐形眼镜，以及围绕该三类产品为核心开发的其它配套产品。公司的长远目标为开发眼健康全系列产品，覆盖白内障、屈光不正、眼底眼表病变等眼科常见疾病，成为眼科全生命周期产品制造商。

表2：公司产品包括人工晶状体、角膜塑形镜和隐形眼镜三大类别

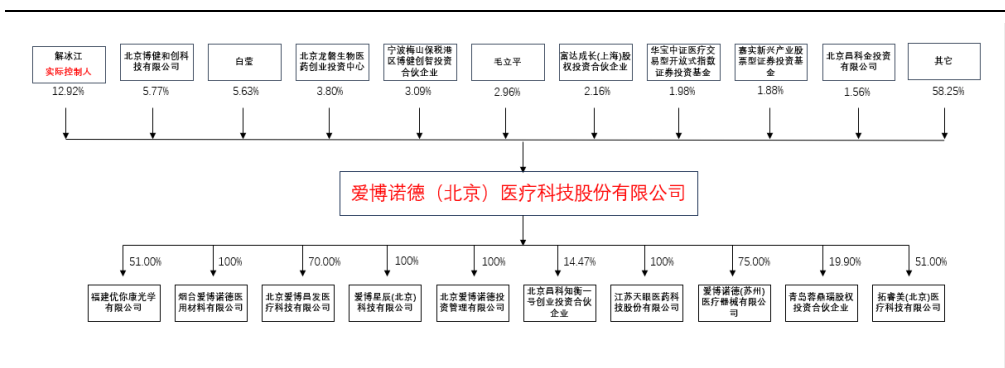
治疗类别	产品类别	产品名称	注册证编号	医疗器械分类	功能及用途
手术治疗类	人工晶状体	可折叠一件式人工晶状体	国械注准 20193161652	III类医疗器械	用于成年人白内障摘除手术后无晶状体眼的视力矫正
		人工晶状体	国械注准 20163221747	III类医疗器械	用于成年患者无晶体眼和原发性角膜散光摘除白内障后的视力矫正，旨在改善远视力，减少残余散光度并且减少对远视力眼镜的依赖
		人工晶状体(含预装式)	国械注准 20183220052	III类医疗器械	用于成年人白内障摘除手术后无晶状体眼的视力矫正

	人工晶状体(含预装式)	G10863590008 Rev. 00	欧盟认证 II b 类	用于成年人白内障摘除手术后无晶状体眼的视力矫正	
	动物用晶体	-	非医疗器械	用于动物白内障手术中被摘除的天然晶状体	
近视防控类	角膜塑形镜(夜戴型)	角膜塑形用硬性透气接触镜	国械注准 20193160198	III类医疗器械	夜戴, 用于近视度数在-1.00D~-4.00D之内, 顺规则散光度数不超过 1.75D, 逆规则散光度数不超过 1.5D的配戴者近视的暂时矫正
	角膜接触镜(日戴型)	硬性透气角膜接触镜	国械注准 20193160515	III类医疗器械	日戴, 用于矫正近视
视力保健类	角膜接触镜(日戴型)	软性亲水接触镜	国械注准 20233161320	III类医疗器械	该产品为日戴型镜片, 用于无禁忌症患者矫正近视。

资料来源: 爱博医疗招股书、国家药品监督管理局官网、开源证券研究所

创始人为公司实控人, 合计控制股份 22.38%。截至公司 2024 年 6 月 20 日公告, 公司创始人解冰江直接持有公司 12.92% 的股份, 并通过一致行动人合计控制公司 22.38% 的股份, 系公司的实际控制人。公司旗下共有 20 家子公司, 业务涵盖眼科医疗器械及配件的研发、生产和销售。

图1: 创始人为公司实控人, 股权结构稳定



资料来源: 爱博医疗公告、Wind、开源证券研究所

公司高管学历层次较高, 专业能力强。公司创始人、董事长、总经理、首席科学家解冰江为美国加州大学戴维斯分校农业与环境化学博士, 于 2010 年创立爱博医疗, 担任科技部国家重点研发计划及多项国家重大科研课题负责人。公司董事王翌为哈尔滨工业大学光学工程博士, 精通光学系统设计、光学检测和光学加工, 先后为公司设计开发了多款高性能眼科产品, 同时负责与医院合作开展多项国家自然科学基金项目。其余高管均技术背景雄厚。

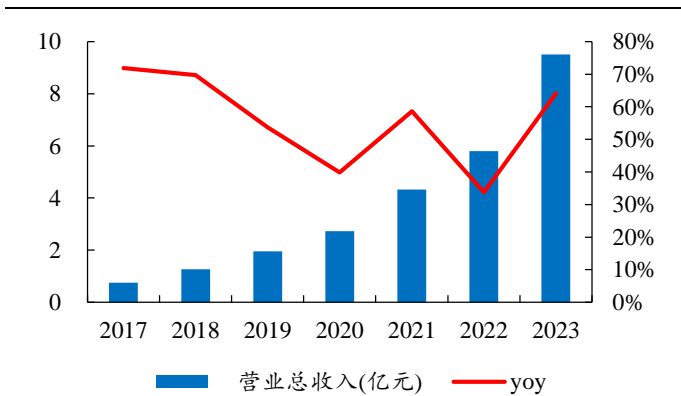
表3: 公司高管均具有较强的专业能力

姓名	职务	工作经历
解冰江	董事长、总经理、首席科学家	历任美国劳伦斯伯克利国家实验室博士后研究员，美国眼力健公司 Senior Scientist，美国雅培公司 Principal Scientist。2010年4月创立公司，现任公司董事长、总经理、首席科学家。
王韶华	董事、高级副总经理兼运营总监	历任铁道部北京木材防腐厂质量工程师，北京京精医疗设备有限公司质量管理工程师，北京国医械华光认证有限公司高级审核员。历任公司质量总监、副总经理，现任公司董事、高级副总经理兼运营总监。
王翌	董事、副总经理兼研发总监	历任公司高级研发工程师、研发经理、技术总监，现任公司董事、副总经理兼研发总监。
郭彦昌	公司副总经理、财务总监。	历任安阳四方会计师事务所项目助理，中喜会计师事务所副总经理，辽宁军王投资有限公司财务总监，曾担任公司第一届董事会董事。现任公司副总经理、财务总监。
贾宝山	副总经理兼全国市场销售总监	历任北京百优普泰医疗品有限公司销售代表，爱尔康(中国)眼科产品有限公司销售代表、培训经理、产品经理。现任公司副总经理兼全国市场销售总监。
周裕茜	公司董事会秘书、总经理助理	曾任职于中国广播电视网络集团有限公司，现任公司董事会秘书、总经理助理。
禹杰	高级研发工程师	北京科技大学材料科学与工程博士。2015年6月至2019年6月担任爱博有限高级研发工程师，2019年6月至今担任公司高级研发工程师。
郭淑艳	研发项目主管	中国科学院物理研究所光学博士。2013年7月至2019年6月担任爱博有限高级研发工程师，2019年6月至今担任公司研发项目主管。

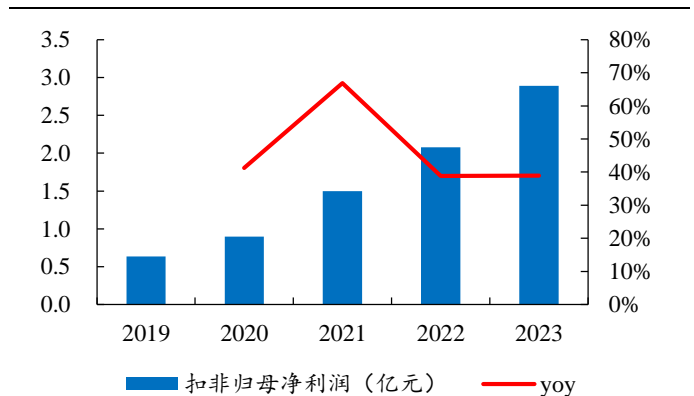
资料来源: Wind、开源证券研究所

1.2、业绩快速增长，盈利能力持续提升

随着公司的研发、销售能力不断提升，公司经营规模不断扩大，近年来业绩快速增长。2023年，公司营收达9.51亿元，同比增长64.14%，2019-2023年复合增速48.57%，2023年扣非归母净利润达2.89亿元，同比增长38.96%，2019-2023年复合增速323.70%。2024一季度公司营收达3.1亿元，同比增长63.55%，扣非归母净利润达0.99亿元，同比增长31.70%，业绩表现亮眼。

图2: 2019-2023年公司营收高速增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2019-2023年公司扣非归母净利润快速增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

销售与管理费用率呈下降趋势，毛利率及净利率呈提升趋势。随着公司业务规模持续扩大，公司毛利率从2017年的75.11%稳步提升至2022年的84.75%，2023

年因新投资隐形眼镜产线毛利率略有下降。公司销售与管理费用呈下降趋势，财务费用率整体保持稳定，研发费用率维持高位。公司净利率保持逐年稳健增长，从2018年的15.99%提升至2023年的30.07%，盈利能力逐渐增强。

图4：近些年公司毛利率呈提升趋势

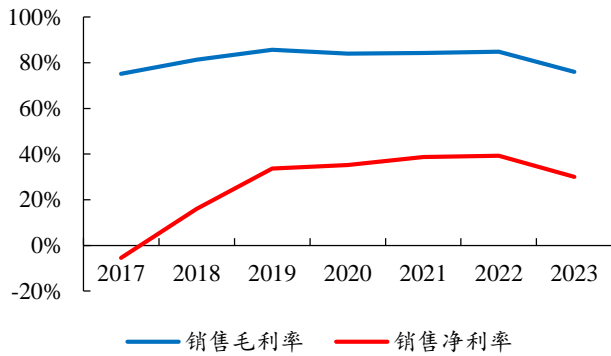
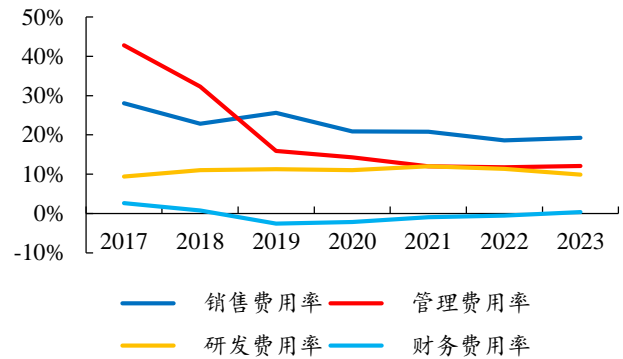


图5：公司研发费用率高位稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、白内障手术市场持续扩容，人工晶状体规模快速增长

白内障是眼科第一大类疾病，是由于老化、遗传、外伤或中毒等因素导致人眼中的天然晶状体发生变性和混浊，阻碍光线投射到视网膜上，从而使患者的视力模糊，甚至完全失明的眼部疾病。人工晶状体用于手术治疗白内障，是全球使用量最大的人工器官和植入式医疗设备。目前，通过手术移除混浊的天然晶状体并植入人工晶状体是治疗白内障的唯一有效方法。

图6：白内障手术需使用人工晶状体

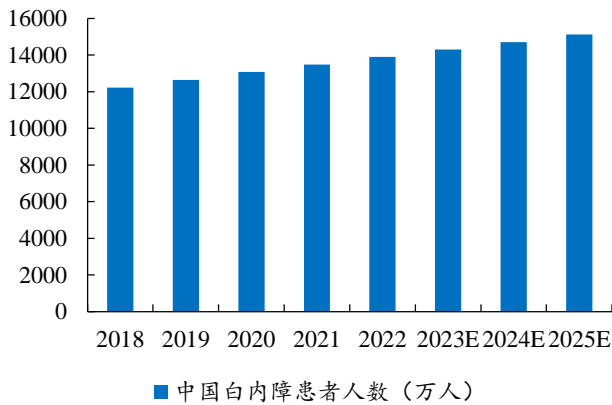


资料来源：爱博医疗招股书、开源证券研究所

2.1、中国白内障患病人数庞大，人工晶状体市场快速增长

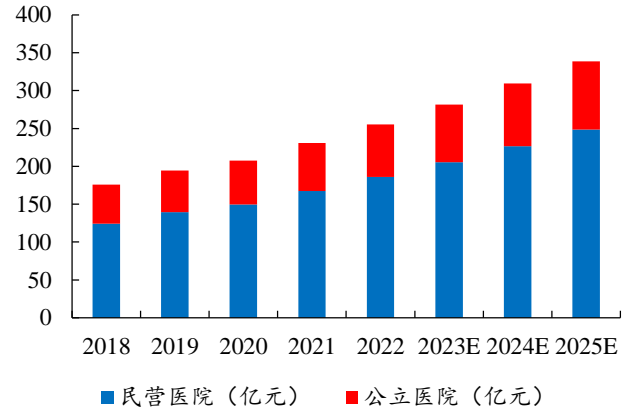
随着中国经济的快速发展，中国每百万人白内障手术例数（CSR）快速提升，但是相比发达国家，中国的CSR比例仍然处于低位。老龄化程度的加深使得更多的患者需要接受白内障手术以恢复视力，人民生活水平的提升也使得更多的患者有能力选择恢复效果更为优异的多焦点人工晶体，未来我国白内障手术市场规模和手术单价将稳步提升。

图7：中国白内障患病人数逐年增加



数据来源：华夏眼科招股书、开源证券研究所

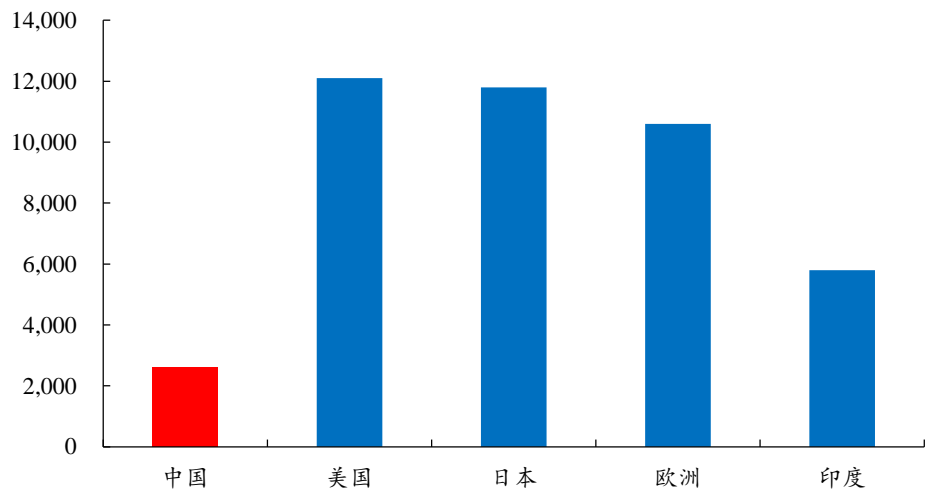
图8：中国白内障手术市场规模持续扩容



数据来源：华夏眼科招股书、开源证券研究所

2018年我国白内障手术CSR（每年每百万人白内障手术例数）为2600，与美国（CSR=12100）、日本（CSR=11800）等发达国家，以及部分发展中国家，例如印度（CSR=5800）相比仍有较大差距。

图9：2018年中国白内障手术CSR低于全球主要国家



数据来源：中国防盲治盲网、第三届中国眼健康大会、开源证券研究所

人口老龄化带动人工晶状体市场扩容，看好国产替代趋势。在老年群体中，白内障是常见病。2017年、2018年，中国人工晶状体市场规模约为305万片、370万片，其中中国品牌约占49-54万片、70-75万片，进口品牌约占251-256万片、295-300万片，进口品牌占据绝大多数市场份额，国产化率约为16%-18%、19%-20%，人工晶体行业目前还处于国产化率较低的发展阶段，看好未来国产品牌市场份额进一步提高。

图10: 中国人口老龄化程度持续加深

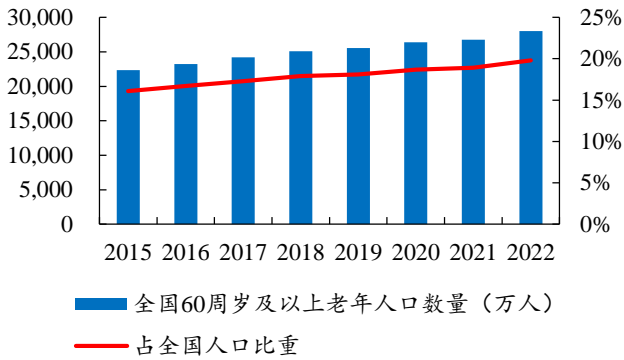
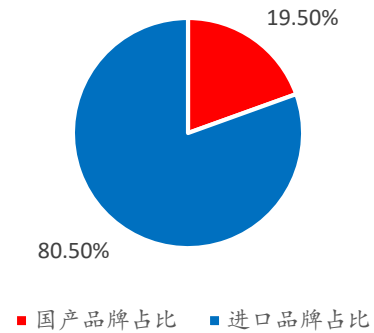


图11: 2018年中国人工晶状体市场国产化程度较低



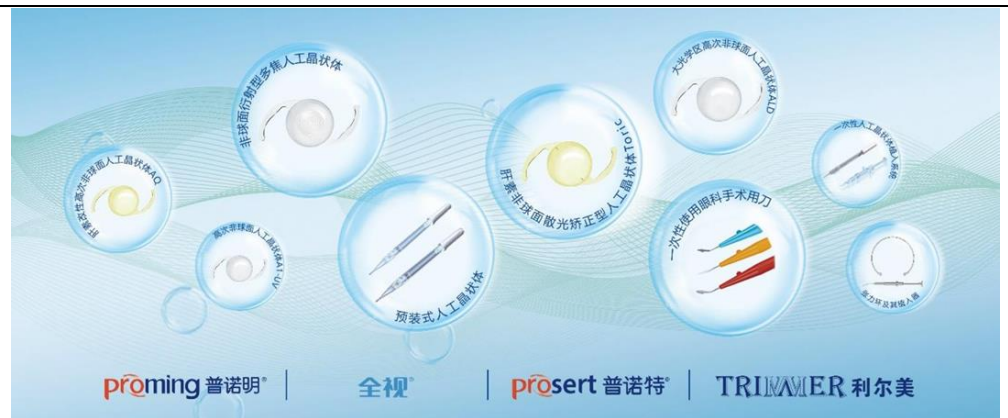
数据来源: 民政部《2022年度国家老龄事业发展公报》、开源证券研究所

数据来源: 爱博医疗招股书、开源证券研究所

2.2、公司人工晶体产品覆盖多个价位，集采放量带动销量快速增长

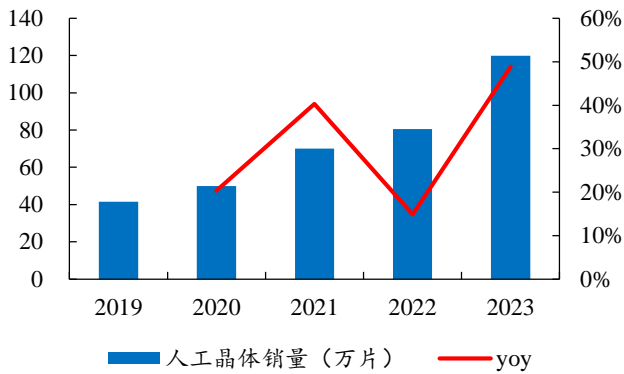
爱博医疗是国内首家高端屈光性人工晶状体制造商，提供多元化的人工晶状体产品系列，涵盖多个产品类别和价位。公司旗下多个品牌人工晶状体产品涵盖基础球面单焦点人工晶状体、非球面单焦点人工晶状体、功能性人工晶状体（包括多焦点人工晶状体）和预装式人工晶状体，拥有人工晶状体核心技术和完整自主知识产权，自主掌握包括材料制备、光学与结构设计、工艺制造在内的核心技术。

图12: 公司人工晶状体产品涵盖多种功能型号

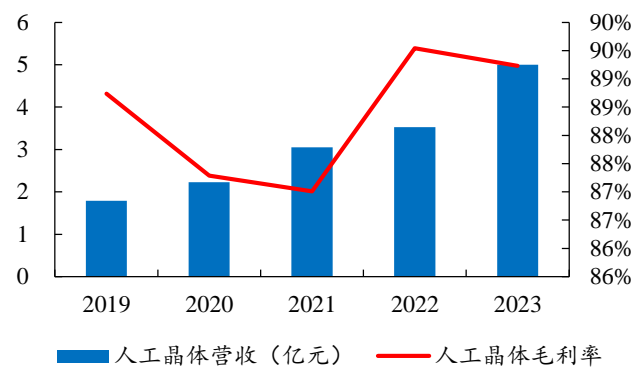


数据来源: 爱博医疗年报、开源证券研究所

公司人工晶状体销量快速增长，从2019年的41.55万片增长到2023年的119.95万片，复合增长率达30.35%；公司人工晶体营收高速增长，从2019年的1.79亿元到2023年的5亿元，复合增长率达29.28%，人工晶体毛利率提升约2个百分点，人工晶体产品综合盈利能力持续提升。

图13: 公司人工晶体销量快速增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 公司人工晶体盈利能力持续提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

集采放量驱动人工晶体销量快速增长。人工晶状体属于医用高值耗材，其采购和使用管理是国家医疗改革重点项目之一。2019年国务院出台了《治理高值医用耗材改革方案》，要求理顺高值耗材价格体系，净化高值医用耗材市场环境和医疗服务执业环境。截至2020年末，爱博医疗已在安徽省、京津冀及黑吉辽蒙晋鲁（3+N）两个地区中选带量采购政策，通过降价放量的方式提高公司盈利水平。

表4: 爱博医疗人工晶状体入选全国主要省份医保带量采购

中选地区	中选时间	中选产品	中选价格
安徽省	2019年8月	Proming 普诺明 可折叠一件式人工晶状体	-
京津冀+黑吉辽蒙晋鲁 (3+N)	2020年	A1-UV 人工晶状体	1948 元/片
		A2-UV 人工晶状体	1400 元/片
全国	2023年11月	1类人工晶体（含推注器） 非球面-单焦点-非散光（非预装）	797 元/片
		人工晶体（含推注器） 非球面-单焦点-散光（非预装）	1886 元/片
		人工晶体（含推注器） 双焦点-非散光（非预装，视力改善）	2880 元/片
陕西省联盟（陕西、宁夏、甘肃、青海、新疆、新疆生产建设兵团、湖南、广西、贵州、海南）	2020年8月	单焦非球面疏水一件非预装晶体 单焦非球面疏水一件预装晶体	N.A.

散光单焦晶体

广东省联盟（广东、江西、河南）	2021年3月	软性非球面一件单焦疏水(含预装和非预装)	1050元/片
		单焦散光(含预装和非预装)	3040元/片

资料来源：国家组织医用耗材联合采购平台官网、天津市医药采购中心、延安市人民政府官网、广东省药品交易中心、开源证券研究所

爱博医疗定位为研发平台型企业，致力于加速创新，并不断增加在眼科研发方面的投入。在人工晶状体方面，公司专注于具有高增长潜力、当前市场空白的领域，拥有PR人工晶体、扩景深人工晶体等一系列在研产品。

表5：公司人工晶体在研项目丰富

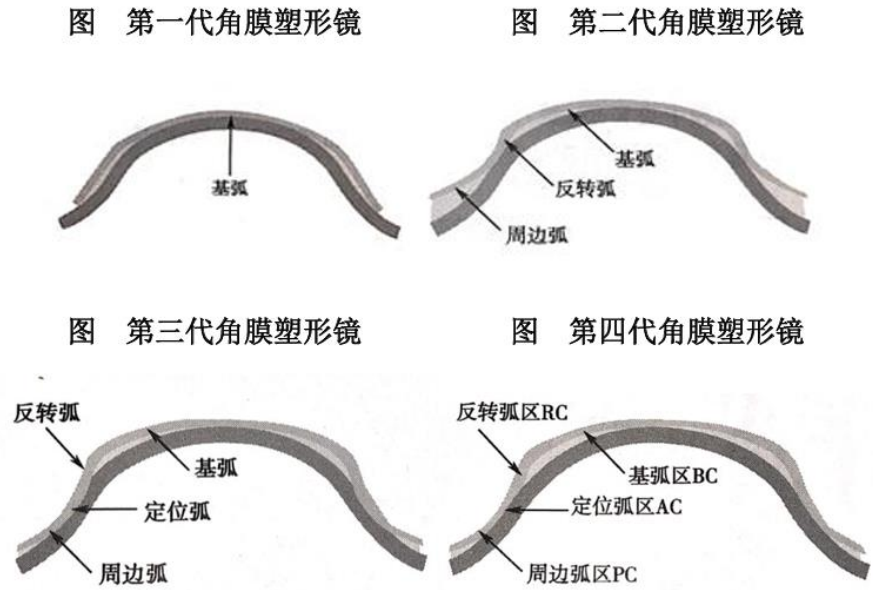
序号	名称	总投资额	进展或阶段性成果	技术水平	具体应用前景
1	有晶体眼人工晶状体（PR晶体）	3000万元	产品注册阶段	国际领先	一种矫正人眼屈光不正，尤其是高度近视的人工晶状体
2	非球面三焦散光矫正人工晶状体	2500万元	临床试验阶段	国际领先	一款兼具三焦点和散光纠正的非球面人工晶状体，用于兼具治疗白内障、散光、近视和老花
3	非球面扩景深（EDoF）人工晶状体	3000万元	临床试验阶段	国际领先	一款具有景深扩展功能的非球面人工晶状体，用于兼具治疗白内障、近视和老花

资料来源：爱博医疗年报、开源证券研究所

3、角膜塑形镜增速稳定，市场渗透率仍有提升空间

角膜塑形镜最初被用于近视矫正，在过去的使用中患者主要希望能够通过角膜塑形镜夜间的配戴，摆脱白天戴镜的困扰。未来角膜塑形镜将更加关注近视控制，拓展临床适用范围，关注如何更有效、更精准地实现近视防控功能。

图15：角膜塑形镜已经历四代发展

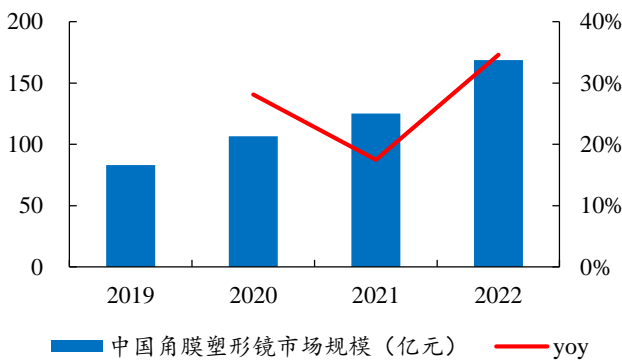


资料来源：爱博医疗招股书、开源证券研究所

3.1、中国青少年近视率较高，角塑镜行业市场规模持续增长

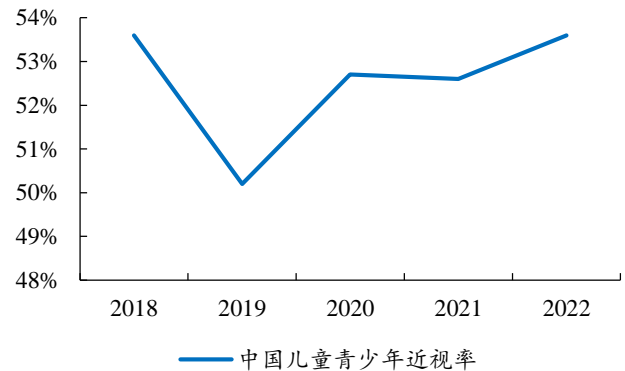
由于人口基数大、近视患病率高、屈光手术渗透率低等因素，我国儿童青少年群体眼镜市场需求巨大。儿童青少年是近视发生的关键时期，也是近视预防和干预的关键阶段。随着眼健康知识的普及，我国角膜塑形镜市场还将迎来进一步的发展。

图16：中国角膜塑形镜市场规模持续扩大



数据来源：智研咨询、华经情报网、开源证券研究所

图17：中国儿童青少年近视率继续上升



数据来源：中国政府网、开源证券研究所

3.2、公司角塑镜产线继续扩大，有望维持较快增长

爱博医疗于2019年3月取得角膜塑形镜产品注册证，是中国境内第2家取得该产品注册证的生产企业。公司旗下“普诺瞳”角膜塑形镜在角膜点染率、验配成功率、碎片率等方面表现出一定优势，促进了产品在上市后快速渗透市场，目前已覆盖全国超过3,200家医疗机构。同时，公司陆续推出了冲洗液、护理液、润眼液、酶清洁剂等硬镜配套护理产品。

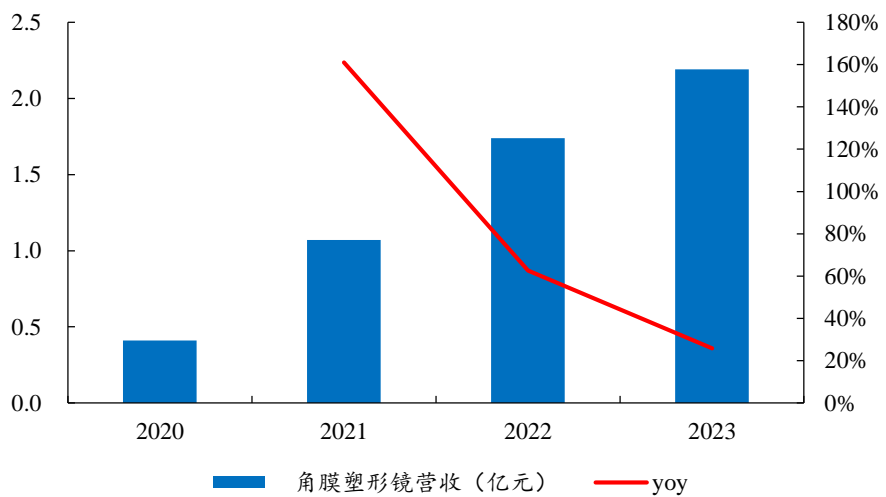
图18: 公司角膜塑形镜产品涵盖多种功能型号



数据来源: 爱博医疗年报、开源证券研究所

公司角膜塑形镜业务营收高速增长。公司角膜塑形镜板块收入从 2020 年的 0.41 亿元增长到 2023 年的 2.19 亿元, 复合增长率达到 74.80%。

图19: 公司角膜塑形镜产品营收持续增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、发掘眼科医疗器械消费属性, 隐形眼镜开辟业务新增长

中国隐形眼镜渗透率仍较低, 彩瞳兼具医疗和美妆属性, 消费场景更加多元, 在近视人群不断扩大及颜值经济的带动下, 彩瞳需求量有望持续增加, 市场规模保持快速增长。

表6: 隐形眼镜包括七大主要性能参数

编号	参数	解释
1	透氧系数	指的是材料容许氧气透过的性能, 某一材料透氧性是材料的弥散系数 D 和溶解系数 k 乘积, 氧通透性常以 Dk 表示
2	透氧量	氧气通过一定厚度镜片的实际速度, 通常用 DK/t 衡量。透氧量越高, 说明镜片越透氧

编号	参数	解释
3	折射率	折射率是指光通过真空中的传播速度与光通过该材料中的传播速度之比率，材料的折射率越高，使入射光发生折射的能力越强
4	湿润角	湿润角通过滴在待测材料表面的一滴水、生理盐水或泪液所形成的接触角来说明，湿润角是作为镜片湿润性高低的评估指标。湿润角越小，镜片亲水性越好，配戴舒适度越好
5	透明度	透明度指材料透光的程度。它是物质的化学、纯度、水合作用以及其他因素的综合体现，通常运用特定波长的光线通过某种物质样本的透过的百分比来表示该物质的透明度。透明度是配戴接触镜后能否获得清晰视力的前提
6	硬度	硬度反映了该材料是否易于加工成镜片，以及其耐用性
7	模量	不同材料有不同的特点：软镜的模量体现的是材料的拉伸性能，即镜片抵抗撕裂的能力。硬镜的模量体现的是材料承受眼睑压力的能力，即镜片维持光学性能的考量

资料来源：维视爱康特，开源证券研究所

在人工晶状体和角膜塑形镜业务的基础上，公司开辟了视力保健新领域。2021年以来，爱博医疗陆续收购了天眼医药和福建优你康公司，进入隐形眼镜设计生产制造行业。截至2024年Q1，公司已开发了多款近视矫正产品及配套的日常护理产品，包括“澜柏”“奥克拉”“TOPPOP”等品牌的透明隐形眼镜（蓝片）、彩色隐形眼镜（彩片）并提供产品代工服务。

表7：爱博医疗布局隐形眼镜历程

时间	里程碑	影响
2021年3月	收购天眼医药	天眼医药拥有多款软性亲水接触镜生产许可，爱博医疗开始布局彩瞳领域
2023年7月	收购福建优你康光学	福建优你康拥有7张水凝胶和硅水凝胶的隐形眼镜产品注册证，彩片覆盖日抛、月抛、半年抛多种抛期。爱博医疗进军彩片行业
	控股美悦瞳杭州	美悦瞳杭州为仓店类O2O企业，爱博医疗通过美悦瞳杭州进行隐形眼镜市场推广

资料来源：公司公告，开源证券研究所

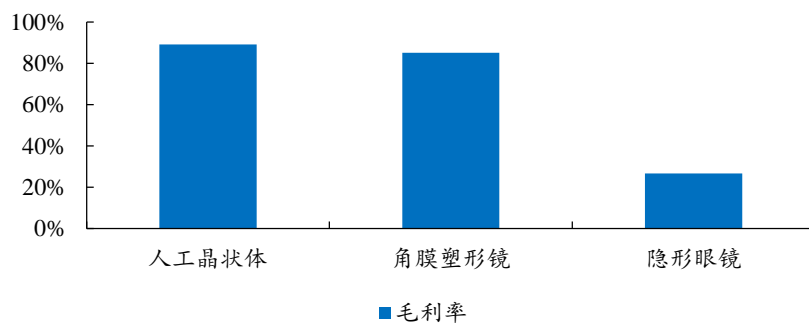
爱博医疗自主研发的软性角膜接触镜已处于临床试验阶段。天眼医药拥有多款彩色隐形眼镜注册证，福建优你康已获得包括硅水凝胶隐形眼镜在内的多款隐形眼镜注册证，均已上市在售。

表8：公司隐形眼镜产品覆盖多种品类

所处阶段	产品型号或名称	所属公司	注册证编号	
在研	软性角膜接触镜	爱博医疗	-	
	iBright 1-Day Blue		国械注准 20233161320	
	iBright 1-Day Moist		国械注准 20233161321	
	Focus		国械注准 20213160189	
	iBright 1-Day Focus	天眼医药	国械注准 20233161322	
	iBright 1-Day Super		国械注准 20233161183	
	Moist		国械注准 20213160200	
	Color Eye		国械注准 20213160236	
	已上市	38 彩日		国械注准 20223160646
		55 彩日		国械注准 20213160775
38 彩半年抛			国械注准 20213160776	
38 彩月		优你康光学	国械注准 20213160815	
EyeCare			国械注准 20213160815	
43 硅蓝日			国械注准 20213160847	
38 蓝日			国械注准 20213160778	

资料来源：国家药品监督管理局，开源证券研究所

2023 年，公司隐形眼镜产品营收 1.37 亿元，占比达 14.36%。相比其他产品，隐形眼镜产能仍处于爬坡期，前期投入尚未被摊薄，毛利率较低。随着产能达峰以及产品单位成本降低，预计未来隐形眼镜产品线将成为公司新的增长引擎，带动公司业绩高速增长。

图20：2023 年公司隐形眼镜毛利率提升空间较大


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

近年来爱博医疗不断加强公司产品自主研发能力及生产销售能力，持续丰富人工晶体产品线，拓展近视防控及视光消费领域，根据公司各产品线研发、产能爬坡进展，我们预计各板块业务增长如下：

(1) 人工晶状体目前是公司核心业务，随着公司待批晶体产品审批投产，叠加国家集采放量，业绩预计增长稳健，2024-2026 年人工晶状体的收入增速为 20.00%、25.00%、25.00%；毛利率稳定增长，2024-2026 年人工晶状体毛利率为 89.20%、89.15%、89.10%。

(2) 角膜塑形镜产品增速放缓，进入稳健成长期，2024-2026 年角膜塑形镜业务的收入增速为 20%、20%、20%；毛利率保持稳定，2024-2026 年角膜塑形镜业务毛利率为 85.00%、85.00%、85.00%。

(3) 随着隐形眼镜产品线成本摊薄，产品产能继续提升，隐形眼镜产品业务将快速成长，2024-2026 年隐形眼镜业务的收入增速为 100%、80%、50%；毛利率持续提高，2024-2026 年隐形眼镜业务毛利率为 30.00%、32.00%、35.00%。

表9：公司盈利拆分及预测

百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计						
收入	433.07	579.5	951.18	1248.65	1692.22	2213.87
yoy	58.61%	33.81%	64.14%	31.27%	35.52%	30.83%
成本	68.04	88.35	228.23	345.07	524.16	711.73
毛利率(%)	84.29%	84.75%	76.01%	72.36%	69.03%	67.85%
1、人工晶状体						
收入	304.53	352.57	499.5	599.40	749.25	936.56
yoy	36.37%	15.77%	41.67%	20.00%	25.00%	25.00%
成本	39.56	36.88	53.80	64.74	81.29	102.09
毛利率(%)	87.01%	89.54%	89.23%	89.20%	89.15%	89.10%
2、角膜塑形镜						
收入	107.09	173.58	218.8	262.56	315.07	378.09
yoy	159.54%	62.09%	26.05%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	17.19	23.88	32.54	39.38	47.26	56.71
毛利率(%)	83.95%	86.24%	85.13%	85.00%	85.00%	85.00%
3、隐形眼镜						
收入	-	-	136.59	273.18	491.72	737.59
yoy	-	-	-	100.00%	80.00%	50.00%
成本	-	-	100.22	191.23	334.37	479.43
毛利率(%)	-	-	26.63%	30.00%	32.00%	35.00%
4、其中：其他手术配套产品						
收入	13.84	15.48	21.12	28.51	37.92	49.68

yoy	-	11.85%	36.43%	35.00%	33.00%	31.00%
成本	7.79	8.90	12.56	17.68	24.27	31.79
毛利率(%)	43.72%	42.49%	40.52%	38.00%	36.00%	36.00%
5、其他收入						
收入	-	-	4.85	5	5.5	6.00
yoy	-	-	-	3.09%	10.00%	9.09%
成本			1.52	1.60	1.76	1.92
毛利率(%)	-	-	68.64%	68%	68%	0.68
6、其他视力保健						
收入	-	-	12.96	15	18	20.00
yoy	-	-	-	15.74%	20.00%	11.11%
成本			9.71	10.95	12.78	14.00
毛利率(%)	-	-	25.10%	27%	29%	0.30
7、其他近视防控						
收入	-	-	57.36	65.00	74.75	85.96
yoy	-	-	-	13.32%	15%	15.00%
成本			17.91	19.50	22.43	25.79
毛利率(%)	-	-	68.77%	70%	70%	0.70

5.2、盈利预测与估值

公司主营业务为眼科医疗器械的研发、生产及销售，覆盖白内障手术、近视防控和视光消费三大领域。白内障手术领域，公司首款非球面衍射型多焦人工晶状体于 2022 年获批，有晶体眼人工晶状体有望陆续获批。近视防控领域，普诺瞳®Pro 系列 OK 镜等逐步获批放量。视光消费领域，天眼医药及优你康产能快速爬坡，公司自研的高透氧硅水凝胶隐形眼镜有望陆续获批。我们看好公司的长期发展，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 4.03/5.24/6.67 亿元，对应 PE 为 34.3/26.4/20.7 倍。

我们选取与公司业务模式相近的欧普康视、昊海生科、兴齐眼药作比较。公司作为国产人工晶体标杆企业，2022 年双焦点晶体作为国产首家获批上市，高端屈光晶体 PR 有望获批，非球面三焦散光矫正人工晶状体及非球面扩景深(EDoF)人工晶状体等高端晶体进展顺利，此外，公司切入隐形眼镜蓝海市场，产品良率快速提升，有望成为公司新的增长极。考虑公司业绩有望维持较快增长，确定性较高，首次覆盖，给与一定估值溢价，给予“买入”评级。

表10：与可比公司相比，公司业绩增长快且确定性高

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300573.SZ	兴齐眼药	171.18	192.08	50.5	40.76	42.58	28.31	20.1
688366.SH	昊海生科	62.5	25.00	25.00	20.00	28.33	22.76	19.1
300595.SZ	欧普康视	16.34	15.00	15.00	14.00	19.08	16.66	14.59
可比公司平均			77.36	30.17	24.92	30.00	22.58	17.93
688050.SH	爱博医疗	74.4	32.53	29.98	27.36	34.3	26.4	20.7

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：兴齐眼药、昊海生科、欧普康视盈利预测来自 Wind 一致预测，爱博医疗盈利预测来自开源证券研究所，数据截止 2024 年 6 月 25 日收盘

6、风险提示

国内政策变动：公司人工晶体产品下游为公立和民营眼科医院，用于白内障手术。若国内与白内障手术相关的医疗安全和支付政策发生变动，可能对公司人工晶体产品营收造成不利影响。

人工晶体医保放量不及预期：人工晶体医保集采政策对公司产品有两方面影响，为单价降低和数量增加。若集采政策落地带来的销量增加不及单价降低的影响，可能对公司人工晶体产品营收造成不利冲击。

角膜塑形镜行业竞争格局恶化：角膜塑形镜是公司主要产品之一。当前国内角膜塑形镜行业竞争激烈，部分中小厂商采用价格战战略，行业内卷可能对公司角膜塑形镜产品造成影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1061	1023	1456	1857	2330
现金	355	537	735	975	1289
应收票据及应收账款	104	213	178	368	336
其他应收款	4	6	7	11	12
预付账款	27	29	52	53	88
存货	79	181	210	284	385
其他流动资产	493	57	275	166	220
非流动资产	1183	2039	2326	2909	3498
长期投资	3	3	4	4	5
固定资产	541	1089	1387	1839	2352
无形资产	140	254	316	384	444
其他非流动资产	499	693	619	681	697
资产总计	2244	3062	3782	4765	5828
流动负债	148	378	805	1368	1906
短期借款	0	26	429	937	1293
应付票据及应付账款	14	49	24	81	53
其他流动负债	134	303	351	351	560
非流动负债	177	328	289	306	292
长期借款	150	259	241	247	239
其他非流动负债	27	70	48	59	54
负债合计	324	706	1094	1675	2198
少数股东权益	60	226	207	180	147
股本	105	105	189	189	189
资本公积	1311	1325	1240	1240	1240
留存收益	444	700	1011	1416	1932
归属母公司股东权益	1860	2130	2481	2910	3484
负债和股东权益	2244	3062	3782	4765	5828

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	250	213	516	389	867
净利润	227	286	384	497	634
折旧摊销	49	82	91	119	144
财务费用	-3	3	2	23	41
投资损失	-17	-14	-15	-14	-14
营运资金变动	-47	-167	36	-254	38
其他经营现金流	41	22	18	18	26
投资活动现金流	-308	33	-603	-569	-779
资本支出	271	370	409	685	740
长期投资	-51	440	-1	-1	-1
其他投资现金流	14	-37	-194	117	-38
筹资活动现金流	-65	-64	-132	-80	-133
短期借款	0	26	404	507	356
长期借款	6	109	-17	6	-9
普通股增加	0	0	84	0	0
资本公积增加	-7	14	-84	0	0
其他筹资现金流	-64	-212	-518	-594	-481
现金净增加额	-123	182	-219	-260	-46

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	579	951	1249	1692	2214
营业成本	88	228	300	406	531
营业税金及附加	9	15	0	0	0
营业费用	108	183	238	324	423
管理费用	68	115	150	204	266
研发费用	66	94	129	172	227
财务费用	-3	3	2	23	41
资产减值损失	0	1	1	2	2
其他收益	7	10	9	10	10
公允价值变动收益	1	-2	-1	-1	-1
投资净收益	17	14	15	14	14
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	259	327	440	570	727
营业外收入	5	1	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	264	328	442	571	728
所得税	37	42	58	74	95
净利润	227	286	384	497	634
少数股东损益	-5	-18	-19	-27	-33
归属母公司净利润	233	304	403	524	667
EBITDA	312	412	536	714	914
EPS(元)	1.23	1.61	2.13	2.77	3.52

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	33.8	64.1	31.3	35.5	30.8
营业利润(%)	40.1	26.3	34.4	29.5	27.6
归属于母公司净利润(%)	35.8	30.6	32.5	30.0	27.4
获利能力					
毛利率(%)	84.8	76.0	76.0	76.0	76.0
净利率(%)	40.2	32.0	32.3	30.9	30.1
ROE(%)	11.8	12.1	14.3	16.1	17.4
ROIC(%)	11.2	11.3	11.9	12.3	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	14.4	23.1	28.9	35.1	37.7
净负债比率(%)	-10.2	-5.1	0.8	10.3	10.0
流动比率	7.2	2.7	1.8	1.4	1.2
速动比率	6.4	2.1	1.5	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	6.8	6.0	6.4	6.2	6.3
应付账款周转率	9.1	7.3	8.2	7.7	7.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.61	2.13	2.77	3.52
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	1.12	2.73	2.05	4.58
每股净资产(最新摊薄)	9.82	11.25	13.10	15.37	18.40
估值比率					
P/E	59.4	45.5	34.3	26.4	20.7
P/B	7.4	6.5	5.6	4.7	4.0
EV/EBITDA	42.3	33.8	25.8	19.9	15.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn