

欧普康视

300595

审慎增持 (维持)

角膜塑形镜百亿空间待释放, 抢先布局终端扩大优势

2020年07月09日

市场数据

市场数据日期	2020/07/09
收盘价(元)	64.52
总股本(百万股)	606.96
流通股本(百万股)	431.80
总市值(百万元)	39161.06
流通市值(百万元)	27859.74
净资产(百万元)	1493.65
总资产(百万元)	1606.02
每股净资产	3.41

相关报告

《产品升级, 渠道为王, 视光细分赛道先行者》2020-05-08
《国内角膜塑形镜领域寡头, 产能释放或助业绩再腾飞》2017-06-25

分析师:

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

研究助理:

团队成员:

投资要点

国内首家眼视光科技上市企业, 业绩高速增长。2019年公司实现营业收入6.5亿元(+41%), 三年CAGR达40%, 实现归母净利润3.07亿元(+42%), 三年CAGR39%, 公司毛利率高达78%, 净利率达46%。分产品来看, 核心产品角膜塑形镜依旧是公司主要的收入和利润来源。角膜塑形镜、日戴维、护理产品、普通框架镜分别实现收入4.37、0.15、1.07、0.85亿元, 分别占比68%、2%、17%、13%, 毛利率分别达91%、73%、45%、58%。

角膜塑形镜赛道优质, 出厂规模或超百亿。1) 角膜塑形镜具有高价、高频次、客户粘性强等特点, 属性优质。2) 成长可期, 多因素推动渗透率提升: ①民营终端崛起, 营利性机构推广意识更强; ②教育部大力推动视光师等人才培养, 弥补空缺; ③消费升级, 用户购买能力和意愿增强; ④国家重视近视控制, 利好视光行业。3) 对标港台, 角膜塑形镜出厂规模或可超百亿。

快速扩充产品线, 形成了核心产品、核心配套、视光其他产品三大品类。1) **角膜接触镜:** 梦戴维稳定更新, 推出DV系列高端镜片, 更广泛的客户覆盖。2) **硬镜配套产品:** 自主研发取得硬镜护理液注册证, 实现进口替代; 逐步推出综合检测仪、抛光机、智能小梦等配套产品, 提升客户体验。3) **视光其他产品:** ①近视矫正, 高端框架镜即将放量, 滴眼液进入研发; ②收购卫视康拓展高端眼科; ③泪液分泌检测试纸等多方面拓展。

投资收购优质经销商与视光终端, 把握渠道打造“欧普联盟”。公司目前已有115家子公司, 新设6家医院, 自有视光服务终端160多家, 产品成功进入900多家视光服务终端。直销成为主要销售途径, 19H1收入占比达54%, 毛利率高达82%。

行业壁垒明确竞争有序, 公司优势显著市占率企稳。1) 三类器械审批严格, 市场参与者有限。2) 竞争优势: ①对比新加入者, 渠道覆盖广, 对比老牌厂商, 自有终端将成未来持续开拓市场的关键, 公司展现强执行力快速布局; ②作为国内品牌, 发货速度快售后服务及时, 疫情期间更为凸显; ③深耕行业十余年, 品牌知名度打响, 产品安全性值得信赖, 培养大量技术人才; ④产品覆盖面广, 配套完善; 3) 公司市占率已企稳, 将随行业共同成长。

盈利预测与估值: 公司所处行业赛道优质成长空间大, 在行业内具备竞争优势, 核心主业高增长的同时扩容视光全产业链。采用DCF估值模型发现公司每股内在价值为99.83元, 相对7月9日收盘价64.52元仍有55%的提升空间。我们看好公司的短中长期发展, 预计20-22年净利润分别为3.81/5.46/7.30亿元, 对应EPS为0.63/0.9/1.25元, 当前股价对应PE为102.8、71.7、51.5倍。维持给予公司“审慎增持”评级。

风险提示: 市场竞争加剧, 近视矫正竞品上市, 投资收益不及预期等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

一、欧普康视：首家眼视光科技上市企业	- 5 -
二、民营终端崛起渗透率提升，行业空间或超百亿	- 6 -
2.1、角膜塑形镜：近视矫正效果最佳，青少年首选	- 6 -
2.2、角膜塑形镜行业优质，高频高价高粘性大群体	- 8 -
2.3、民营终端崛起，多因素赋能渗透率有望持续增长	- 11 -
2.4、对标港台，角膜塑形镜出厂规模或超百亿	- 16 -
三、渠道扩张+产品拓展，快速成长的眼科商业帝国	- 18 -
3.1、商业模式：定制化+订单式的生产模式，直销与经销并行	- 18 -
3.2、产品：立足硬镜多维创新近视矫正，布局产业链备战中长期	- 19 -
3.3、渠道：经销商与视光终端齐发展，打造“欧普联盟”	- 24 -
3.4、内生增长是业绩增长的主要原因，投资子公司风险可控	- 27 -
四、深耕行业十余年优势显著，将与行业共同成长	- 28 -
4.1、竞争格局：三类器械审批严格壁垒明确，参与者有限	- 28 -
4.2、欧普康视竞争优势分析	- 31 -
4.2.1、地理位置：发货速度快，售后服务及时，疫情期间更加凸显	- 31 -
4.2.2、先发优势：产品安全性高，培养大量技术人员	- 31 -
4.2.3、产品优势：覆盖面广，配套产品完整	- 32 -
4.2.4、渠道优势：自有终端助力长期拓展，欧普展现强执行力	- 33 -
4.3、欧普康视市占率企稳，将与行业共同获益增长	- 35 -
五、财务分析：各项指标优秀，高成长高回报企业	- 36 -
5.1、经营状况简析：业绩高速增长，净利率达 46%	- 36 -
5.2、低费率快周转偿债无虞，具备长期投资发展能力	- 37 -
5.3、杜邦分析法：优质医疗器械公司特质——ROE 高达 26%	- 39 -
六、投资建议与估值	- 40 -
6.1、盈利预测与 DCF 估值预测	- 40 -
6.2、可比估值分析	- 42 -
七、风险提示	- 42 -
图 1、公司发展历史	- 5 -
图 2、公司核心产品：梦戴维、DV	- 5 -
图 3、公司股权结构（截至 2020 年 Q1）	- 6 -
图 3、角膜塑形镜是特殊的硬性角膜接触镜	- 6 -
图 4、角膜塑形镜使用	- 7 -
图 5、角膜塑形镜市场规模公式	- 8 -
图 6、中国近视患者人数	- 9 -
图 7、儿童青少年近视率居高不下	- 9 -
图 8、不同近视矫正手段单价对比（万元/副（双））	- 9 -
图 9、角膜塑形镜配套产品使用步骤及单价	- 10 -
图 10、角膜塑形镜不同使用情况展示	- 10 -
图 11、角膜塑形镜续戴率高	- 11 -
图 12、角膜塑形镜渗透率驱动因素分析	- 12 -
图 13、视光服务终端分类	- 13 -
图 14、民营眼科医院数量快速提升	- 13 -
图 15、民营眼科医院诊疗人次（百万人次）	- 13 -
图 16、优质专业眼科门诊部快速崛起	- 13 -
图 17、视光师在角膜塑形镜行业举足轻重	- 14 -
图 18、全国开设眼视光相关专业高校数量	- 14 -
图 19、各省教育部鼓励支持设立、发展眼视光专业	- 14 -

图 20、全国城镇居民人均消费支出稳定增长.....	- 15 -
图 21、中国眼科高值医用耗材市场规模提升.....	- 15 -
图 22、角膜塑形镜用户人数.....	- 17 -
图 23、04-17 角膜塑形镜占角膜接触镜用户比例.....	- 17 -
图 24、角膜接触镜占近视人口比例.....	- 17 -
图 25、行业空间测算（年度）.....	- 18 -
图 26、公司主要商业模式（截至 2019 年末）.....	- 19 -
图 27、欧普康视产品一览（2020 年 4 月）.....	- 20 -
图 28、镜特舒家族产品.....	- 22 -
图 29、普通框架镜收入及增速.....	- 23 -
图 30、BrightKids 智能近视防控镜.....	- 23 -
图 31、控股公司数量激增（家）.....	- 25 -
图 32、公司终端布局.....	- 25 -
图 33、欧普康视子公司（截至 2019 年底）.....	- 26 -
图 34、角膜塑形镜各阶段利润分配.....	- 26 -
图 35、直销占比逐年提升.....	- 27 -
图 36、母公司、子公司营业收入.....	- 27 -
图 37、子公司业绩贡献较少.....	- 27 -
图 38、三类器械产品注册审批时间长.....	- 29 -
图 39、欧普康视是国内首家取得角膜塑形镜注册证的企业.....	- 29 -
图 40、药监局角膜塑形镜历年不予（退审）注册批件梳理.....	- 29 -
图 41、2018 年各公司角膜塑形镜销量占比.....	- 30 -
图 42、欧普康视先发优势显著.....	- 32 -
图 43、发展自有终端是必然趋势.....	- 34 -
图 44、角膜塑形镜厂商直销优势.....	- 34 -
图 45、各厂商/代理商布局终端情况：欧普具备显著优势.....	- 35 -
图 46、角膜塑形镜销量及欧普康视市占率.....	- 36 -
图 47、营业收入（百万元）.....	- 36 -
图 48、毛利润（百万元）.....	- 36 -
图 49、各业务毛利率.....	- 37 -
图 50、归母净利润（百万元）.....	- 37 -
图 51、管理费用率.....	- 38 -
图 52、销售费用率.....	- 38 -
图 53、存货周转天数（天）.....	- 38 -
图 54、应收账款周转天数（天）.....	- 38 -
图 55、资产负债率.....	- 39 -
图 56、速动比率.....	- 39 -
图 57、经营性净现金流及期末现金.....	- 39 -
图 58、净资产收益率对比.....	- 40 -
表 1、近视矫正方式对比：角膜塑形镜适合青少年近视矫正.....	- 7 -
表 2、角膜塑形镜和低浓度阿托品矫正效果明显.....	- 8 -
表 3、角膜塑形镜配套产品年度支出可超 2000 元.....	- 11 -
表 4、国家对青少年近视问题十分重视.....	- 15 -
表 5、地方政府近视防控政策措施.....	- 16 -
表 6、欧普康视硬性角膜接触镜产品介绍.....	- 20 -
表 7、硬镜价格与毛利率分析.....	- 21 -
表 8、硬性接触镜护理液.....	- 22 -
表 9、其他眼科投资情况.....	- 24 -

表 10、欧普康视主要营销措施	- 24 -
表 11、欧普康视营销成果	- 25 -
表 12、业绩承诺完成情况：八成达标	- 28 -
表 13、我国角膜塑形镜行业参与者	- 30 -
表 14、预计行业新加入者	- 30 -
表 15、各品牌发货时效对比	- 31 -
表 16、产品对比（基于注册证）	- 32 -
表 17、各公司角膜塑形镜配套产品	- 33 -
表 18、杜邦分析法	- 40 -
表 19、主营业务拆分（百万元）	- 41 -
表 20、公司自由现金流预测	- 41 -
表 21、公司每股内在价值敏感性分析（元/股）	- 41 -
表 22、同业估值比较	- 42 -
附表	- 43 -

报告正文

一、欧普康视：首家眼视光科技上市企业

欧普康视是一家专业于眼健康和近视防控技术与服务的高新技术企业，专注眼视光产品及相关配套产品的研发、生产、销售，以及眼视光服务。业务包括眼科及视光医疗器械与医疗服务二大板块，目前主要业务为非手术视力矫正，逐步向“全面的眼视光产品研发制造及专业的眼视光医疗服务企业”发展。

2001年欧普康视科技(合肥)有限公司成立，同年12月取得生产许可证。2004年产品通过FDA认证，2005年获得产品试产注册证，2008年获得产品准产注册证，2013年整体升级为欧普康视股份有限公司，2017年于深交所创业板上市，成为国内首家上市的眼视光科技企业。

深耕行业十余年，角膜塑形镜知名品牌。角膜塑形镜是公司的核心产品，梦戴维和DreamVision系列产品已经成为知名品牌，技术领先，已进入全国除西藏以外30个省市中的900多家知名医疗机构，累计用户超过90万例。

图 1、公司发展历史



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司核心产品：梦戴维、DV

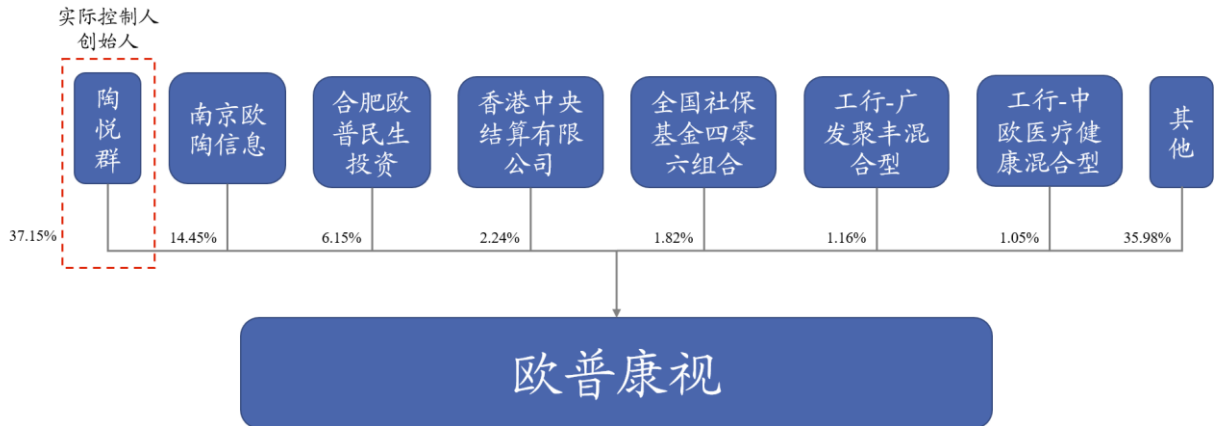


资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司实控人技术出身，研究背景深厚。截至2019年年报，公司前三大股东分别为
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

陶悦群、南京欧陶信息，合肥欧普民生持股比例分别为 37.15%、14.45%、6.15%。其中陶悦群博士为公司的创办人、董事长、总经理，曾在国内外学术杂志上发表多篇科技论文，多次参加全球角膜塑形镜大会，参与编写《现代角膜塑形学》专著。整体来看，公司股权结构清晰，各大股东之间无其他关联关系。

图 3、公司股权结构（截至 2020 年 Q1）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

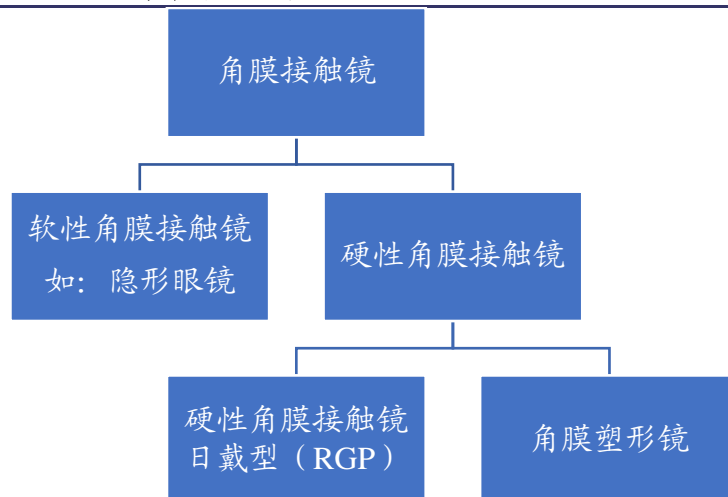
二、民营终端崛起渗透率提升，行业空间或超百亿

2.1、角膜塑形镜：近视矫正效果最佳，青少年首选

● 角膜塑形镜——特殊的硬性角膜接触镜

角膜接触镜是一种戴在眼球角膜上，用于矫正视力或保护眼球的特殊镜片。目前，角膜接触镜主要有两类，一类是软性角膜接触镜，一类是透气性的硬性角膜接触镜。“隐形眼镜”主要为软性角膜接触镜，硬性角膜接触镜的一种特殊设计类型便是角膜塑形镜。硬性角膜接触镜相比较软镜而言具备高透氧性、高耐用性、视觉效果更好以及可矫正散光等优势。

图 3、角膜塑形镜是特殊的硬性角膜接触镜



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

角膜塑形镜是根据用户角膜几何形状和屈光度个性设计制作，通过暂时性的改变角膜形态达到暂时性的降低近视度数的效果。用户通常睡觉的时候佩戴，起床后摘下，可以拥有一个完整的白天的清晰裸眼视力，最终达到延缓近视加重的效果。角膜塑形镜在国内外经过了大量的临床认证，在我国也有 20 多年的发展历史。

图 4、角膜塑形镜使用



资料来源：普瑞眼科，兴业证券经济与金融研究院整理

● **安全可逆效果佳，适合青少年近视矫正**

从矫正效果来看，角膜塑形镜和低浓度阿托品滴眼液是目前全球眼科学界公认的近视矫正效果最佳的手段。我国药监局还没有批准生产用于儿童近视控制的低浓度阿托品滴眼液。因此，角膜塑形镜对于近视问题正处于发展期、希望用有效手段加以控制的青少年是最为合适的近视矫正方式。

表 1、近视矫正方式对比：角膜塑形镜适合青少年近视矫正

类型	矫正方式	适合人群	价格	安全性	矫正效果	美观度	认可度	便捷度
框架眼镜	一般框架眼镜	近视度数高于 100 度或裸眼视力低于 0.6 以下，所有年龄段	300-1000 元为主	最安全	较弱	一般	☆☆☆	佩戴方便，验配方便
	渐进多焦点镜片	老花或有视疲劳的人群	略高于一般框架眼镜	正确验配情况下安全	暂无权威数据表明对延缓度数加深的效果	一般	☆	佩戴方便，验配方便
角膜接触镜	角膜塑形镜	8 岁以上，青少年为主	进口 1-1.3 万/副；国产 7000-12000 元/副为主；一般一年一配	正确验配、听从医嘱，安全	可延缓青少年眼轴长度进展，减缓近视度数增长	美观	☆☆☆	须专业验配，定期复检
	硬性接触镜(RGP)	青少年及成年人	2000-4000 元，使用寿命 2-3 年	正确验配、听从医嘱，安全	具有一定矫正效果	美观	☆☆☆	须专业验配，定期复检
	软性隐形眼镜	成年人	年抛价格在 100 元上下	佩戴或护理不当常引起结膜炎等并发症	较弱	美观	☆☆☆	佩戴较方便，验配方便
手术矫正	角膜屈光手术	18 岁以上度数稳定的近视患者，近视发展稳定在 2 年以上	12000-18000 元/双眼	术后可能发生光学、医学方面的不良反应和并发症	强	美观	☆☆☆	手术成功后十分便捷

人工晶状体植入术	上, 每年近视屈光度增长不超过 50 度	5000-30000 元	术后可能发生光学、医学方面的不良反应和并发症; 可逆性强, 可随时取出	强	美观	☆☆	手术成功后十分便捷	
药品	低浓度阿托品滴眼液	6-22 岁	大约 2000-4000 元/年	副作用尚待临床检验	研究表明配合角膜塑形镜对近视控制效果最佳; 但仍需等待临床验证安全性	一般	☆ (国内未上市)	使用、购买便捷

资料来源: 陶博士, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、角膜塑形镜和低浓度阿托品矫正效果明显

组别	眼数	屈光度 (D)			眼轴长度 (mm)		
		治疗前	治疗 18mo	差值	治疗前	治疗 18mo	差值
角膜塑形镜组	80	23.93±1.07	24.07±1.24	0.14±1.66	-2.73±0.52	-2.87±0.62	-0.14±0.84
低浓度阿托品组	80	23.90±1.30	24.06±1.20	0.16±1.22	-2.85±0.54	-3.04±0.51	-0.18±0.63
框架眼镜组	80	23.97±1.22	24.85±1.28	0.88±1.55	-2.98±0.86	-4.26±0.85	-1.28±0.99

资料来源: 《角膜塑形镜、低浓度阿托品与框架眼镜控制青少年近视的疗效比较》, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、角膜塑形镜行业优质, 高频高价高粘性大群体

角膜塑形镜市场规模主要受近视人口、角膜塑形镜渗透率、复购频率、客单价等因素影响, 其中渗透率是影响未来市场规模的最主要因素。

图 5、角膜塑形镜市场规模公式

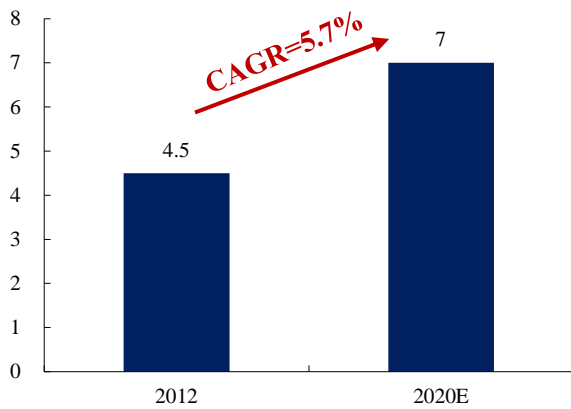


资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

● 青少年近视率高企, 潜在客户群体庞大

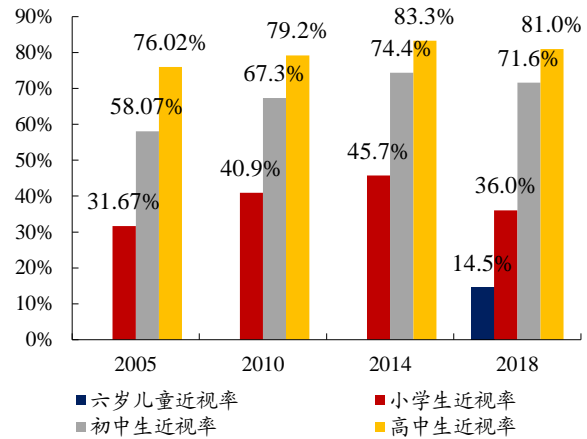
我国近视人口已非常庞大, 儿童青少年近视问题严峻, 低龄化趋势明显。随着科技水平的发展及电子产品的普及, 屈光不正人群中, 尤其是青少年中的发病率逐渐升高。2012 年我国 5 岁以上近视人口已达 4.5 亿人, 预计 2020 年将达 7 亿, 占总人口的一半, 居世界首位。2018 年, 全国青少年儿童总体近视率为 53.6%, 其中六岁儿童为 14.5%, 小学生为 36%, 初中生为 71.6% 高中生为 81%, 近视防控任务非常艰巨。

图 6、中国近视患者人数



资料来源:《国民视觉健康报告》, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、儿童青少年近视率居高不下

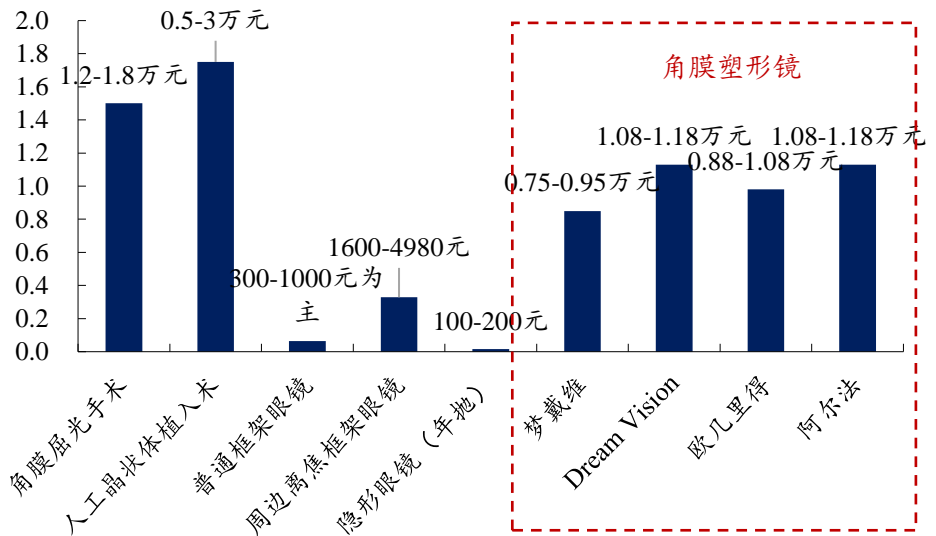


资料来源: 教育部, 卫计委, 兴业证券经济与金融研究院整理

● **高价单品叠加必备配件, 奠定优良赛道基础**

无论是国产还是进口, 角膜塑形镜单价均达 1 万元左右, 显著高于近视矫正常用的框架镜、软性隐形眼镜等产品。除了镜片本身, 在日常使用过程中还需要护理液、冲洗液、润滑液、深度清洁液、吸棒、双联盒等必备护理产品, 售价不菲。

图 8、不同近视矫正手段单价对比 (万元/副 (双))



资料来源: 上海志汇眼科, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、角膜塑形镜配套产品使用步骤及单价

	润滑液	吸棒	冲洗液/清洁液	护理液及双联盒	深度清洁液
产品					
使用步骤	戴镜前，在镜片凹面处滴润滑液 	摘镜时，使用吸棒吸住镜片边缘 用吸棒吸住镜片的侧边缘 	摘镜后，使用清洗液/冲洗液去除表面沉积物 	护理液可初步清洗镜片。清洗完毕，放入镜盒并加护理液浸泡。 	定期用深度清洁液去除蛋白油脂等。 
单价	58元/10ml	20-30元/个	67元/20ml; 42元/360ml	98元/120ml	108元/30ml

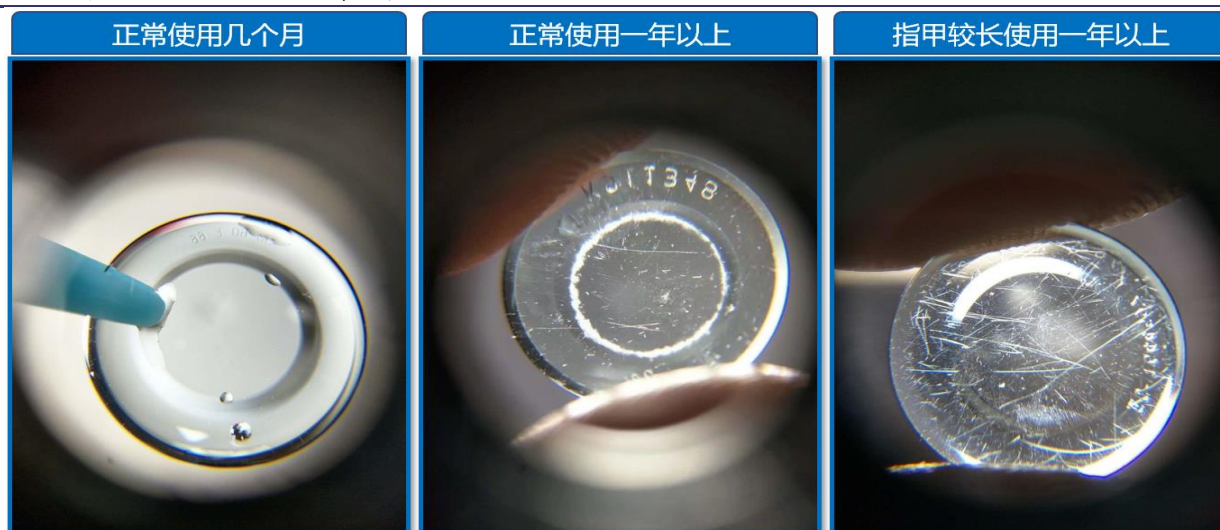
资料来源：欧几里得官网，梦戴维官网，欧普康视官网，镜特舒京东自营店，兴业证券经济与金融研究院整理

● **产品消费频次稳定，需定期更换**

角膜塑形镜平均使用 1-2 年即需更换。角膜塑形镜采用高透氧硬性接触镜材料，使用一年以后会出现镜片变形、表面划痕较多、过量沉淀物等问题，因此需要定期更换。美国角膜塑形及近视控制学会(AAOMC)和欧洲角膜塑形学会(EUROK)建议根据患者复查的情况，考虑每年更换;国内一般 1.52 年左右在专业眼科医师指导下更换角膜塑形镜。

此外，必备护理液产品开瓶后保质期较短，使用频率很高，单个用户年度开支或超 2000 元

图 10、角膜塑形镜不同使用情况展示



资料来源：蔡司近视矫正专栏，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、角膜塑形镜配套产品年度支出可超 2000 元

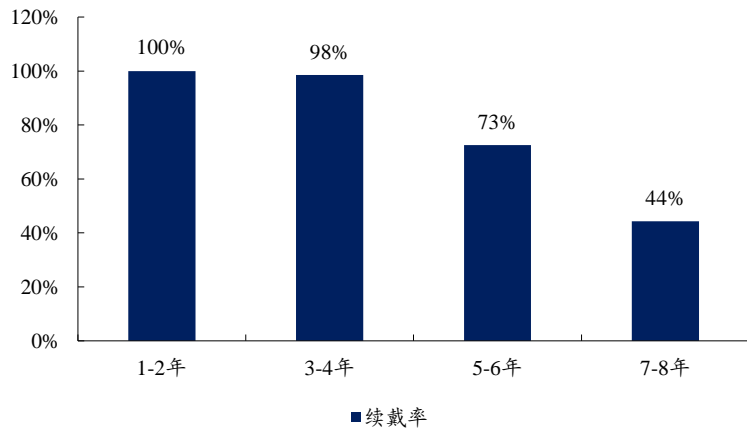
护理产品	冲洗液	护理液	润滑液	深度清洁液	吸棒	双联盒
使用周期/保质期	15 天	60 天	60 天	60 天	3 个月	3 个月
单价(元)	42	98	58	108	20	20
年度支出(元)	1008	588	348	648	80	80

资料来源：镜特舒京东自营店，兴业证券经济与金融研究院整理

● 续戴率高，用户粘性强

角膜塑形镜用户续戴率高，且不随意更换品牌。以相关调查研究为例，角膜塑形镜调研用户中，3-4 年、5-6 年、7-8 年续戴率分别达 98%、73%、44%。由于各个产品的参数、验配方式等细节差异较大，用户和验配师不会随意更改用户的塑形镜品牌，因此用户粘性很强。

图 11、角膜塑形镜续戴率高

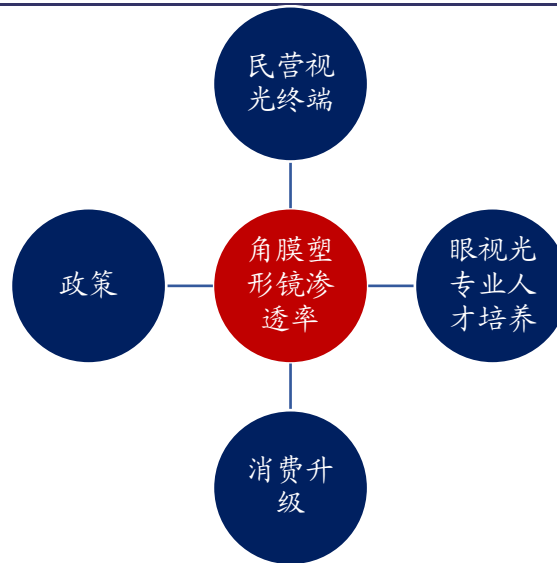


资料来源：《Effect of Orthokeratology on myopia progression》，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、民营终端崛起，多因素赋能渗透率有望持续增长

四大因素将推动角膜塑形镜渗透率持续高增长：1) 民营眼科医院和中小型视光终端迅速崛起，渠道门槛降低数量增加的同时推广与服务意识更强，有望拓展用户对角膜塑形镜的认可度提升配镜意愿；2) 教育部着力设立、发展眼视光相关专业，缓解行业人次供不应求现状；3) 具备消费能力和消费意愿的潜在用户比例增加；4) 政策明确降低近视率，政府和学校重视近视防控。

图 12、角膜塑形镜渗透率驱动因素分析



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

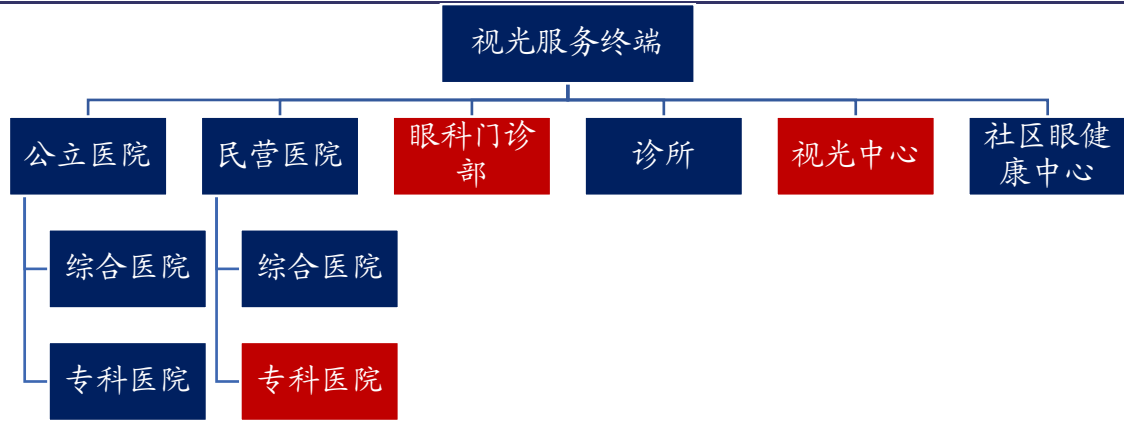
● 民营眼科迅速崛起，推广与服务意识更强促进渗透率提升

视光服务终端主要有公立医院、民营医院、眼科门诊部、诊所、视光中心、社区眼健康中心等，其中大型公立医院是角膜塑形镜的传统验配点。

民营眼科迅速崛起，渠道数量显著提升：1) 民营眼科医院数量与品牌口碑齐发展。我国眼科专科医院数量从2013年的371家增长到2018年的761家，其中民营眼科医院达709家，公立眼科医院受各地规划限制几乎没有变化。此外，爱尔眼科、新视界等民营连锁品牌逐渐崛起，知名度与认可度提升。**2) 中小型民营医疗机构成为角膜塑形镜新晋验配点，渠道增加的门槛更低。**我国分级诊疗制度快速成长，角膜塑形镜渠道的扩展门槛降低，视光中心、眼科门诊部等成本较低的渠道明显增多。规模缩小的同时诊疗过程保证专业化，服务内容从传统眼镜店的以框架配镜为主拓展到包括视功能服务、光学技术服务、眼健康管理等在内的各项视光服务内容。

民营终端推广角膜塑形镜的意识更强，终端密度提升、流程简化降低用户验配和复查的时间成本，将极大程度帮助渗透率的提升。与公立医疗机构不同，民营终端是盈利性机构，有专业的销售人员和更强的服务意识和产品推广意识，有助于增强用户对角膜塑形镜的认可度和购买意愿。同时，相比大型公立医院，民营终端的诊疗流程更简化，分布密度更高，可减少用户验配和复查的时间成本。

图 13、视光服务终端分类



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、民营眼科医院数量快速提升

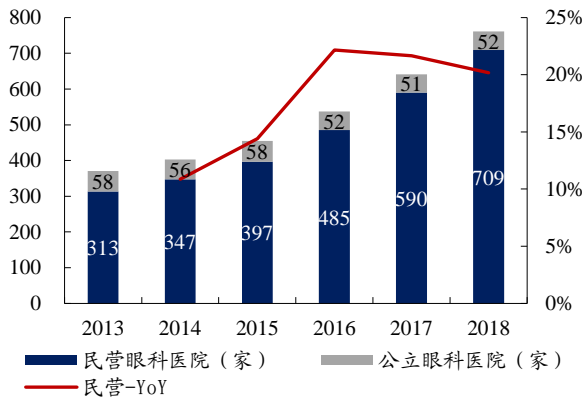
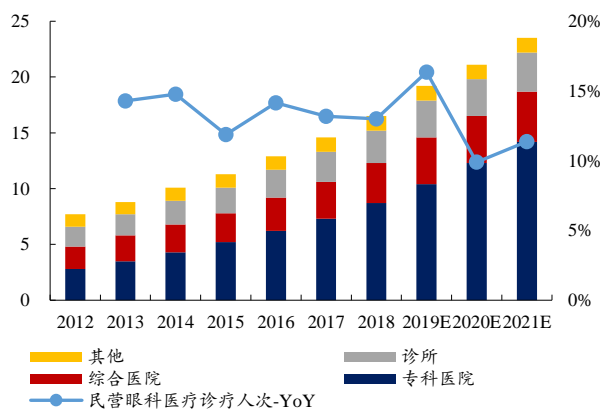


图 15、民营眼科医院诊疗人次 (百万人次)



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、优质专业眼科门诊部快速崛起



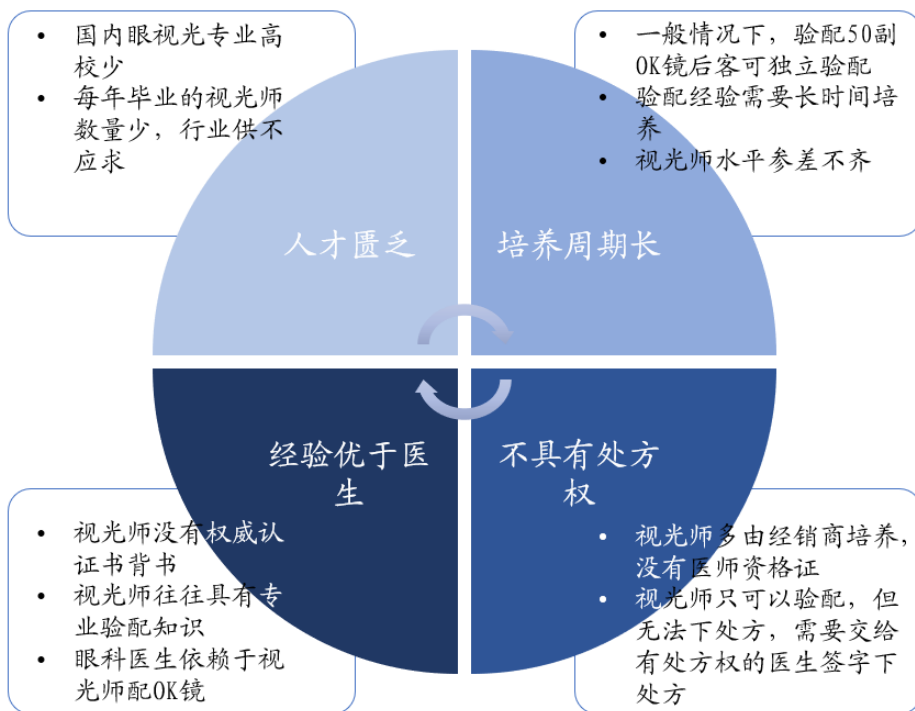
资料来源：大众点评网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 着力增设高校眼视光专业，补充稀缺眼视光专业人才

我国眼科医师、视光师存在较大需求缺口。2017 年我国眼科专科医院中，执业（助理）医师仅 1.19 万人，视光师没有相关资格认证，且每年从眼视光专业毕业的视光师数量较少，行业供不应求。

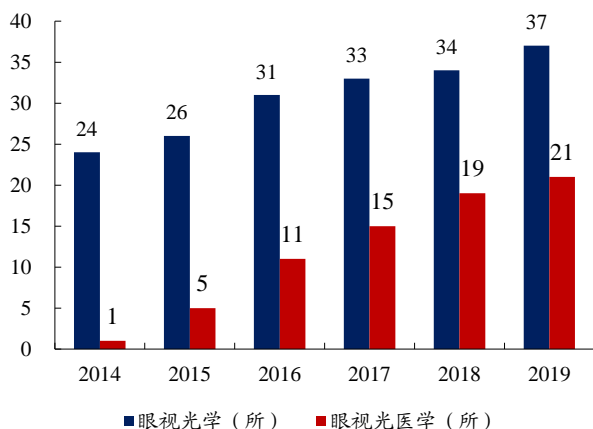
近年来教育部大力增设高校眼视光相关专业。眼视光学专业学制四年，授予理学学士学位，以培养眼视光技师为目标；眼视光医学专业属于临床医学类专业，学制五年，授予医学学士学位，以培养眼视光医师为培养目标。2014年，全国设置眼视光学专业的高校仅24所，招生919人；设置眼视光医学专业的高校仅1所，招生217人。2020年，全国设置眼视光专业的高校达37所，眼视光医学专业的高校达21所。

图 17、视光师在角膜塑形镜行业举足轻重



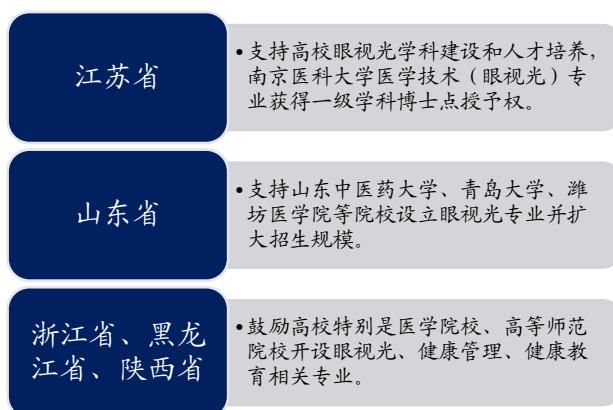
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、全国开设眼视光相关专业高校数量



资料来源：教育部，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、各省教育部鼓励支持设立、发展眼视光专



资料来源：教育部，兴业证券经济与金融研究院整理

● **消费升级，高值眼科耗材规模快速增长**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

我国正处于消费升级阶段，高值眼科耗材规模快速增长，更多人将具备角膜塑形镜购买能力及购买意愿。2013-2017年我国城镇居民人均消费支出从1.85万元提升至2.81万元，CAGR达7.2%，其中医疗保健占比从6.1%提升至8.1%。2018年我国眼科高值医用耗材市场规模约76亿元，同比增长16.92%。眼科高值医用耗材主要包括人工晶状体、人工视网膜、硬性角膜接触镜等。

图 20、全国城镇居民人均消费支出稳定增长

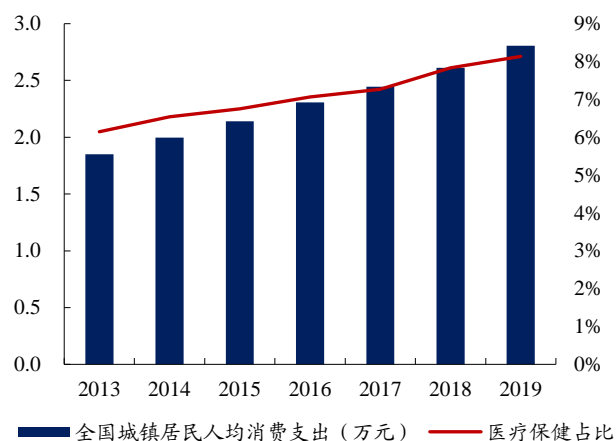
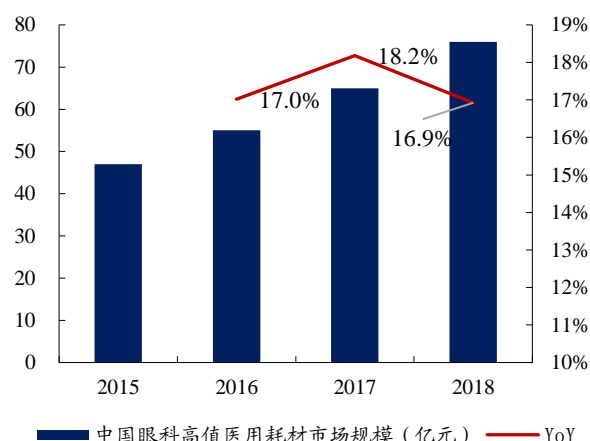


图 21、中国眼科高值医用耗材市场规模提升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：医械研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

● **政策明确利好视光行业，角膜塑形镜写进《指南》**

政府明确重视青少年近视问题，多地将近视防控纳入政府、学校政绩考核。随着《近视防治指南》的公布，多项政策文件明确强调降低近视率、规范近视矫正工作将成为未来多部门的工作重点之一。其中，角膜接触镜是《指南》中近视矫正措施之一，预计在官方科普活动的带动下认可度将进一步提升。此外，30个省份出台了省级近视防控方案，其中上海、湖北、甘肃已将近视防控、总体近视率等指标纳入各级政府政绩考核及学校的考核标准。

表 4、国家对青少年近视问题十分重视

颁布时间	政策/文件	目标	相关内容
2018年6月	《近视防治指南》	-	介绍了单纯性近视的矫正措施：1、框架眼镜；2、 角膜接触镜 （软性接触镜、硬性接触镜、角膜塑形镜）3、手术矫正
2018年8月	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	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%+，近视高发省份每年降低1%+	严格监管验光配镜行业，不断加强眼视光产品监管和计量监管，整顿配镜行业秩序，加大对眼镜和眼镜片的生产、流通和销售等执法检查力度，规范眼镜片市场，杜绝不合格眼镜片流入市场
2019年3月	《关于进一步规范儿童青少年近视矫正工作切实加强监管的通知》	规范儿童青少年近视矫正工作，加强市场监管，维护儿童青少年健康权益	落实主体责任，切实规范近视矫正工作；切实加强监管，严肃查处违法行为； 加强科普宣传，科学认知儿童近视矫正行为
2019年7月	《健康中国行动（2019—2030年）》	2022/2030年全国儿童青少年总体近视率力争每年降低0.5%以上、新发近视率明显下降；小学生近视率下降到38%以下	明确全国儿童青少年总体近视率为 约束性指标

资料来源：卫健委，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、地方政府近视防控政策措施

措施	省市/地区/学校	政策内容列举
落实主体责任，凝聚防控合力。	福建、宁夏、江西、山西、浙江、云南	成立儿童青少年近视综合防控工作领导小组或联席会议机制，分管副省长任组长或召集人
成立专门机构，健全防控机制。	北京、浙江、湖北、山东、甘肃嘉峪关、河北石家庄、吉林长春、四川成都	建立近视防控专门机构
推进教医融合，发挥专家作用。	江西、广东、天津、内蒙古、陕西、上海、湖北、重庆	成立近视防控专家组，组织编写课件、教案、须知等
加强普查监测，推进建档工作。	浙江省温州市、江苏、湖北、辽宁、河北	推进视力普查，建立中小学生健康档案
减轻学业负担，贯通体育锻炼。	新疆、四川、安徽、西藏、上海、山西长治	控制家庭作业，增加体育课和课外锻炼，增加中考体育分值
加强设施配备，落实卫生监督。	江苏、安徽、海南、河北、云南、芜湖十二中	升级改造教室相关设施，改善学习环境和用眼条件
推动家长参与，构建联动机制。	重庆、河北、新疆	督促学校向家长宣讲近视防控措施和预防知识，促进家长参与近视防控工作
加强市场监管，规范行业行为。	江苏、江西、贵州、黑龙江	加强眼视光产品市场和验光配镜行业监管整顿，加大眼视光产品生产、流通和销售领域执法检查力度，规范行业秩序
开展专项培训，支持专业建设。	湖北、河南、内蒙古、江西、新疆、山东、江苏	举办近视防控工作培训班和研讨会，院校设立视光专业并扩大招生规模
加大财政投入，保障经费落实。	吉林、甘肃、内蒙古、湖北、湖南	投入专项经费用于近视防控改革等工作
深化宣传教育，突出育人功能。	江西、山东、上海、山西太原、四川、重庆、广东、广西、福建、新疆、内蒙古	组织医疗机构开展眼病义诊、科普宣传、防空大讲堂、主题宣传等，拍摄公益广告、动漫等
纳入政绩考核，依法依规问责。	上海、湖北、甘肃	将近视防控、总体近视率等纳入政府绩效考核，对儿童青少年健康水平连续三年下降的地方政府和学校依法依规予以问责

资料来源：教育部，兴业证券经济与金融研究院整理

注：政策内容仅为部分地区措施列举，每个省市/地区/学校政策各不相同。

2.4、对标港台，角膜塑形镜出厂规模或超百亿

我们选择港台作为中国大陆角膜塑形镜市场空间的主要参考对象。相比欧美国家，东亚地区教育模式相仿，青少年近视率高企；日韩软性隐形眼镜风靡已久，角膜塑形镜培育期较短。2004-2017年，中国香港和中国台湾角膜塑形镜占角膜接触镜用户比例分别为 5.91%、3.57%，而中国大陆仅 1.1%，由于角膜塑形镜渗透率整体处于上升趋势，故而累计数据略有低估。角膜接触镜渗透率来看，东亚地区渗透率高达 25%-35%，目前中国大陆仅 8% 的近视人口佩戴角膜接触镜。

图 22、角膜塑形镜用户人数



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、04-17 角膜塑形镜占角膜接触镜用户比例

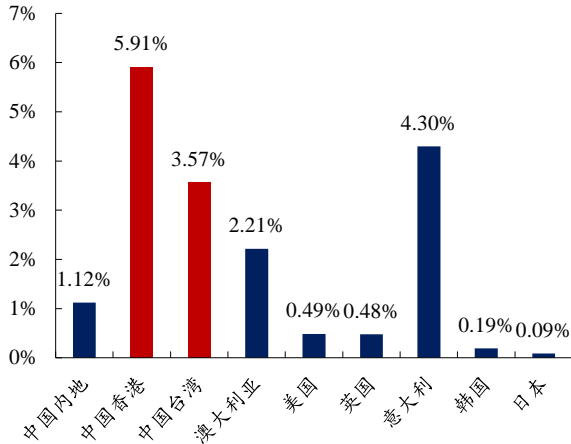
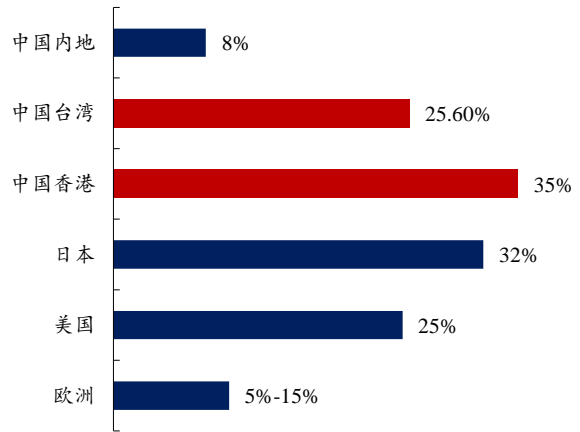


图 24、角膜接触镜占近视人口比例



资料来源：Contact Lens & Anterior Eye，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：强生视力健，人民网，美国 CDC，兴业证券经济与金融研究院整理

对标中国台湾，我国角膜塑形镜每年出厂规模有望达到百亿元，而目前市场规模仅 20-30 亿元，考虑到配套产品的情况下出厂规模有望达 132 亿元，零售规模有望达到 617 亿元。由于香港人均收入更高，可作为长期市场空间的参考。

核心假设：①每幅角膜塑形镜平均使用 1.52 年。②角膜塑形镜出厂均价为 2400 元/副；零售均价为 1.2 万元/副；③配套产品出厂附加值 800 元；零售附加值 3000 元（对应 1.52 年）。④仅考虑静态渗透率，不考虑更换、续戴等因素。

图 25、行业空间测算（年度）

		角膜塑形镜出厂规模敏感性分析（亿元）					
		1.10%	2.2%	3.0%	3.6%	5.0%	5.9%
台湾 →	角膜塑形镜渗透率						
	角膜接触镜佩戴率						
	8%	10	19	27	32	44	52
	15%	18	36	50	59	83	98
	20%	24	49	66	79	111	130
	25%	30	61	83	99	138	163
	30%	36	73	99	118	166	196
香港 →	35%	43	85	116	138	193	228
		角膜塑形镜及配套产品出厂规模敏感性分析（亿元）					
		1.10%	2.20%	3.00%	3.57%	5.00%	5.90%
台湾 →	角膜塑形镜渗透率						
	角膜接触镜佩戴率						
	8%	13	26	35	42	59	70
	15%	24	49	66	79	111	130
	20%	32	65	88	105	147	174
	25%	41	81	111	132	184	217
	30%	49	97	133	158	221	261
香港 →	35%	57	113	155	184	258	304
		角膜塑形镜及配套产品零售规模敏感性分析（亿元）					
		1.10%	2.20%	3.00%	3.57%	5.00%	5.90%
台湾 →	角膜塑形镜渗透率						
	角膜接触镜佩戴率						
	8%	61	122	166	197	276	326
	15%	114	228	311	370	518	611
	20%	152	304	414	493	691	815
	25%	190	380	518	617	863	1019
	30%	228	456	622	740	1036	1223
香港 →	35%	266	532	725	863	1209	1426

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

备注 1：角膜接触镜佩戴率=角膜接触镜用户人数/近视人口；角膜塑形镜渗透率=角膜塑形镜用户人数/角膜接触镜用户人数；

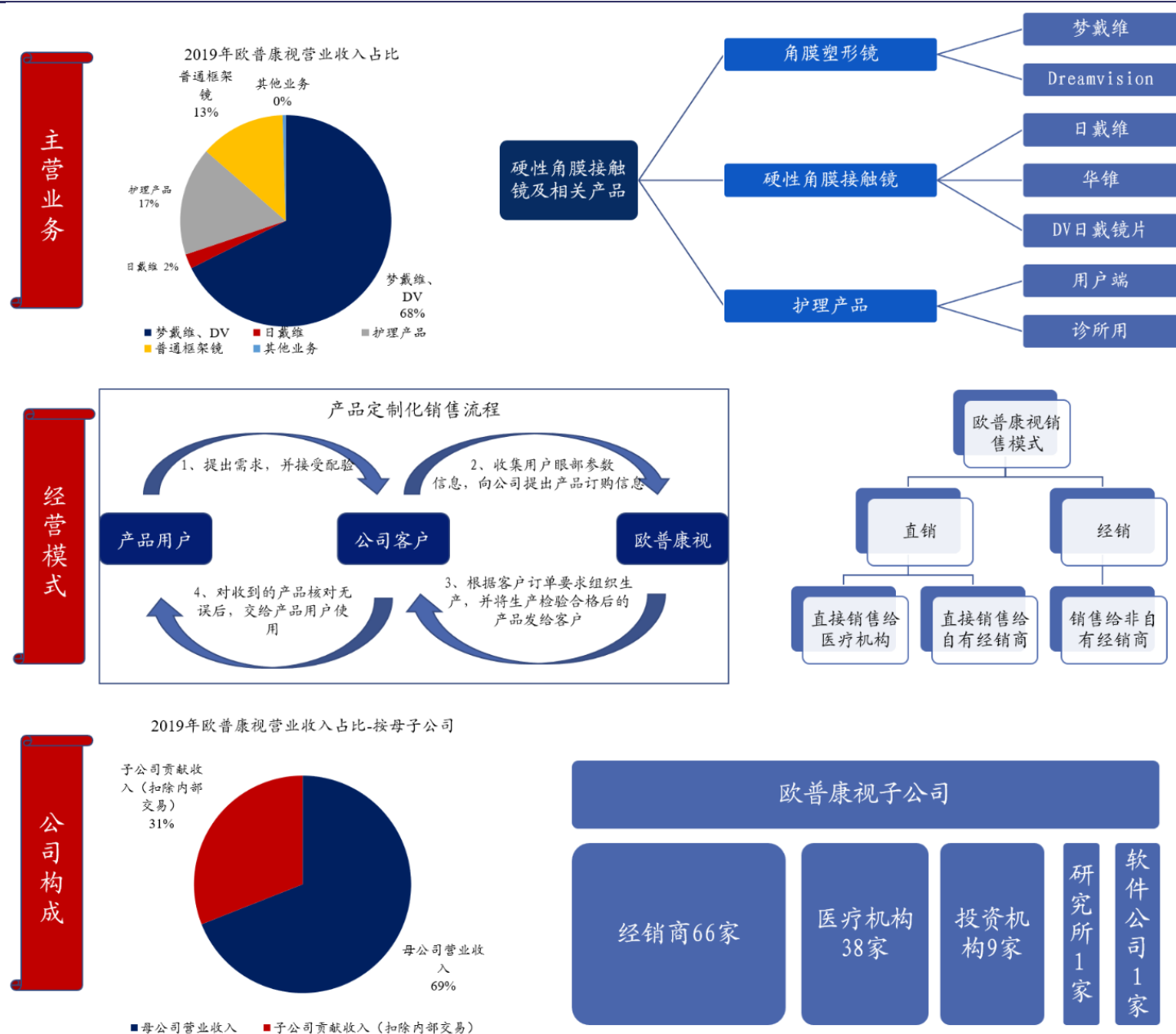
备注 2：假设我国近视人口为 7 亿。

三、渠道扩张+产品拓展，快速成长的眼科商业帝国

3.1、商业模式：定制化+订单式的生产模式，直销与经销并行

公司的主要盈利模式是向客户销售自主研发、生产的个性化定制硬性角膜接触镜产品，在销售产品的同时向客户和最终用户提供业务咨询、技术支持和培训等综合性服务。1) **产品来看**，2019 年公司实现营业收入 6.5 亿元，主要收入来源是角膜塑形镜、护理产品、普通框架镜和日戴维，占营收比分别为 68%、17%、13%、2%；2) **销售模式来看**，公司以销定产，将产品直接销售给医疗机构或自有经销售（直销）或通过非自有经销商销售给终端（经销）；3) **公司构成来看**，旗下拥有 115 家子公司，主要为经销商和医疗机构。

图 26、公司主要商业模式（截至 2019 年末）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、产品：立足硬镜多维创新近视矫正，布局产业链备战中长期

上市以来，公司依托研发快速扩充产品线，形成了核心产品、核心配套产品、视光其他产品三大品类。1) **角膜接触镜**：作为核心产品，在梦戴维稳定更新换代的同时，公司推出了 DreamVision 系列高端镜片，实现更广泛的客户覆盖。2) **硬镜配套产品**：2019 年公司自主研发并取得了“硬性接触镜护理液”产品注册证，实现了进口替代；深挖戴镜者及验配师在使用和验配过程中的痛点，逐步推出了综合检测仪、抛光机等、智能小梦等配套产品，提升客户体验，增强客户粘性。3) **其他视光产品**：2019 年公司推出高端框架镜，收入规模可观；收购卫视康拓展高端眼科产品，布局中长期发展；另有眼保健产品、泪液分泌检测试纸等。

图 27、欧普康视产品一览（2020 年 4 月）


品类	产品名称	简介	备注
核心产品	DreamVision环曲设计角膜塑形镜	2019年下半年推出	高端角膜接触镜产品
	DreamVisionGP All-in-one硬性角膜接触镜	2019年上半年推出	
	DreamVision角膜塑形镜	2017年底推出	
	梦戴维IV-DF	角膜塑形镜，2016年推出了技术升级版梦戴维 IV-E	
	梦戴维IV-AP		
	日戴维II-MZ	普通硬性角膜接触镜	
	日戴维II-AP		
日戴维—华锥CK	圆锥角膜/散光镜		
核心配套	镜特舒冲洗液	2015年推出	
	深度洁净液	2018年推出，自主研发	
	硬镜护理液	2018年新加坡厂商OEM；2019年获产品注册证并生产销售，自主研发	自主研发护理液，实现进口替代
	隐形眼镜润滑液	2018年新加坡厂商OEM	
	硬镜综合检测仪	2017年推广，验配点使用/自用，自主研发	
	智能等离子处理器	2017年推广，验配点使用/自用，自主研发	
	第四代简易抛光机	2018年推出，验配点必备，自主研发	
	镜特舒硬镜高级吸棒	-	
	镜特舒隐形眼镜用双联盒	2019年上半年成功研发并推出，缩短了新配戴者的适应周期，提升用户体验，利于角膜塑形镜的推广与应用	
	镜特舒隐形眼镜/RGP戴镜托		
高端眼科产品	智能小梦	随时监控角膜状况；医患远程实时互动。2017年自主研发并推广，验配点必备	
	镜特舒超声波清洗仪	2019年推广上市	
	泪小管阻芯	卫视博研发生产，公司负责推广销售	高端视光产品的外延拓展
眼保健产品	梦视清蒸汽热敷眼罩	OEM	
	梦视清蓝莓叶黄素咀嚼片	食品类	
框架镜	Brightkids智能框架镜	2019年推广	近视矫正产品的外延拓展
检测类	泪液分泌检测试纸	2019年推出	

资料来源：公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● **高端 DV 系列完善硬镜覆盖面，单价提升毛利率更优**

核心产品持续换代创新，DreamVision 高端系列全自动生产、智能化设计，开拓硬镜新领域。公司在对梦戴维、日戴维、华锥不断更新换代的同时，综合累计的镜片临床使用数据、软件开发能力、镜片设计 and 应用经验、自动化产线等优势，于 2017 年底推出了 DreamVision 高端角膜塑形镜品牌，2019 年上半年推出日戴角膜接触镜 DV GP，下半年推出 DV 环曲设计镜片，丰富产品线的同时，覆盖了对价格敏感度更低、有特殊需求的高端用户。

表 6、欧普康视硬性角膜接触镜产品介绍

产品	发展概况	技术特点	适用人群
DreamVision 环曲设计	2019 年下半年推出	暂未公布	暂未公布
 DreamVisionGP All-in-one	2019 年上半年推出	通过光学设计，个性化消除周边远视离焦，范围 0D~5.00D；大直径设计，中间区域不接触角膜，适合多种角膜形态；泪液形成负镜，有效减少镜片厚度，镜片厚度较常规设计薄 20%；增加角膜与角膜平行的非球定位区，提高泪液交换和配戴舒适性。	近视 0~20.00D

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	2017 年底推出	镜片由日本进口全自动化高精度仪器加工，镜片质量精良、稳定。定位区与角膜吻合，有助于提高泪液交换	年龄 8 岁以上，近视 600 度以内
DreamVision			
	2016 年推出了技术升级版梦戴维 IV-E	采用与角膜形态特点一致的非球面设计，在镜片制作过程中集成了“圆弧一体化边缘加工”、“镜片表面处理”等多项生产技术，验配采用标准片试戴法并综合环曲面、小直径等特殊镜片设计技术	泪液平衡四区多弧设计 年龄 8 岁以上，近视 600 度以内
梦戴维 IV-DF			
梦戴维 IV-AP			
	普通硬性角膜接触镜	1、全非球面设计，与角膜的前表面形态更加吻合； 2、泪液分布均匀、活动度流畅，残留散光小； 3、镜片前后表面消除了连接点，泪液交换顺畅； 4、更符合角膜生理特点，减少球面像差；	非球面设计，有利于镜下泪液交换 高度近视或远视；角膜散光 150 度以上，300 度以下；200 度以上的屈光参差；需要长时间使用隐形眼镜矫正视力；角膜屈光手术后残留度数或近视仍然加深；梦戴维角膜塑形镜不适用者
日戴维 II-MZ			
日戴维 II-AP			
	圆锥角膜/散光镜	镜片不压迫锥顶；限制圆锥发展；泪液交换顺畅；四内弧设计	角膜散光超过 300 度；圆锥角膜或疑似圆锥角膜；角膜中央曲率（K 值）超过 46D
华锥 CK			

资料来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

高端系列带动单价与毛利率显著提升。DV 系列推出以来，公司硬镜产品毛利率从 2017 年的 88.0% 提升至 2019 年的 90.3%。单位镜片来看，2017-2019 年硬镜平均单价从 819 元/片提升至 1105 元/片，提价速度显著加快，另一方面，平均单片成本仅从 98 元/片提升至 107 元/片，由此可见，毛利率的提升主要来自于价格的上涨。高端系列的推出在完善产品线的同时，优化了收入结构，提升了盈利效率。

表 7、硬镜价格与毛利率分析

项目	单位	2015	2016	2017	2018	2019
硬镜收入	万元	13743	18124	22906	31928	45193
硬镜成本	万元	1833	2420	2749	3129	4366
硬镜毛利	万元	11909	15705	20156	28799	40828
硬镜毛利率		86.7%	86.7%	88.0%	90.2%	90.3%
硬镜销售量	万片	19.68	23.42	27.96	33.48	40.88
硬镜单价	元/片	698	774	819	954	1105
单价涨幅			11%	6%	16%	16%
单位成本	元/片	93	103	98	93	107
单位成本涨幅			11%	-5%	-5%	14%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：上述数据分析包含所有硬镜产品。

● **硬镜配套产品深挖痛点，护理液获注册证实现进口替代**

创新研发镜特舒系列配套产品，增强客户粘性。公司通过硬镜配套产品的研发创新，深度挖掘验配点在配镜过程中的不便与难题并加以解决，致力提升戴镜者的体验和戴镜便捷度，能够有效提升原有客户粘性，并吸引新客户。

图 28、镜特舒家族产品



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

成功研发硬性接触镜护理液，实现硬镜必备配套的国产替代。2019 年公司首次取得“硬性接触镜护理液”产品注册证，为国内首家，这是公司基于角膜塑形镜和 RGP 技术基础上研发的又一重要产品。预计将于 2020 年正式投产，产能可达 80 万瓶，通过护理液的自生产，预计未来可大幅提升护理产品的利润率。

表 8、硬性接触镜护理液

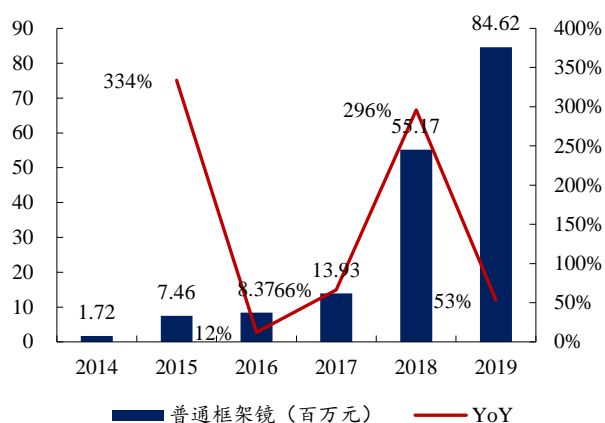
产品名称	适用范围	注册证编号	有效期	竞品
硬性接触镜护理液	适用于清洁、除蛋白、冲洗、消毒、贮存氟化硅酮丙烯酸酯及硅酮丙烯酸酯硬性透气角膜接触镜。	国械注准 20193160702	2019.9.23-2024.9.23	进口护理液

资料来源：NMPA，兴业证券经济与金融研究院整理

● **研发智能框架镜，成立药品部，进一步拓展近视矫正产品线**

普通框架镜销售收入爆发式增长，推出智能近视防控框架镜。公司普通框架镜收入呈爆发式增长，具备框架镜的销售基础。2019 年公司推出了近视防和控（减少远视离焦）集为一体的智能近视防控框架镜，通过智能框架搜集用眼数据和检测用眼环节，借助手机 App 帮助家长和视光医生了解配戴者用眼情况，给予科学干预和防控建议。这一高端框架镜的推出进一步扩展了产品的适用人群，完善了产品体系，预计在 2020 年会产生一定的销量。

图 29、普通框架镜收入及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、BrightKids 智能近视防控镜



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年公司成立药品部，围绕眼科药品制剂，特别是围绕治疗与预防青少年近视药品开展工作，目前已有产品立项并取得了进展。与药品研发同步，公司完成了眼科药品制剂滴眼剂、眼膏剂、眼用凝胶剂的生产车间的设计并开始施工，进展顺利。

根据中策大数据的工程项目信息，公司拟建年产 3 千万支硫酸阿托品滴眼液生产项目，包括 GMP 厂房建设、一条 BFS 单剂量滴眼液灌装生产线等，预计竣工时间为 2021 年。从智能框架镜的推出和药品部的及时成立，我们不难看出，欧普康视对于近视矫正的各种手段保持着密切的关注，并在生产、研发上随时跟进。

● 布局建设产业链，备战中长期增长

公司着手布局建设眼科产业链，向“全面的眼视光产品研发制造及专业的眼视光医疗服务企业”发展，探索中长期增长动力。1) 在视力检测方面，公司投资了杭州目乐、广州爱唯视等公司，以投资的方式注入了视力筛查仪、视力检测系统软件等产品，增加公司产品的多样性；2) 在视力训练方面，公司投资了科飞视觉、广州视明等公司，视知觉功能训练系统与公司产品具备协同效果；3) 在高端眼科方面，公司投资了卫视博、安徽博奥等公司，取得折叠式人工玻璃体球囊销售权，成功自主研发泪液分泌检测试纸，实现了新领域的延伸探索。

目标客户与使用群体具备较高重合度，有望实现渠道与销售的协同共赢。从客户群体来看，大部分公司的目标客户是存在或者可能存在视力问题的人群，与公司的近视矫正产品使用者重合度较高。从销售渠道来看，高端眼科产品、视力筛查仪的主要销售渠道为医院，可与公司的销售团队和渠道形成互相补充，共同实现份额与销量的增长。

此外，公司开启布局“互联网+”，紧跟时代发展脚步。多家参控股公司具备眼科大数据、互联网信息服务、应用软件等研发团队和相关业务产品，有助于公司实现视光行业和互联网的融合，发展眼视光领域的新业态。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 9、其他眼科投资情况

持股公司	持股比例	投资金额 (万元)	主要业务	布局目的	协同效应
深圳康康	12%	1200	儿童学习台灯研发、在线教育增值服务方案	视力保健领域的延伸发展探索；布局互联网+	目标客户为 3-14 岁儿童，具备一定市场份额，有望帮助公司产品渠道推广。
杭州目乐	20%	140	视力筛查仪	增加公司产品的多样性	与公司主营业务具有较强的关联性、协同性；销售团队和销售渠道可互为补充
广州爱唯视	20%	100	视力检测系统	增加公司产品的多样性	与公司主营业务具有较强的关联性、协同性
合肥大眼熊	80%	200	应用软件开发、互联网信息服务	布局互联网+	
科飞视觉		400	视知觉功能训练系统	视力保健、矫正的延伸发展探索；布局互联网+	目标客户重合度高
安徽博奥	19%	342	基因检测	探讨推出眼病和视力健康类基因检测产品；试点进入基因检测领域，争取成为安徽基因检测的领导者	医院渠道拓展团队
广州视明	-	-	视知觉功能训练系统	视力保健、矫正的延伸发展探索；布局互联网+	目标客户重合度高
卫视博	9.01%	-	折叠式人工玻璃体球囊	高端眼科产品的延伸探索	销售团队及销售渠道

资料来源：企查查，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、渠道：经销商与视光终端齐发展，打造“欧普联盟”

● 坚持技术推广与产品营销，终端数量稳定增长

技术赋能，营销助力，公司通过技术推广与产品营销加强科普、提升客户验配技术、增加品牌影响力。技术推广方面，公司多次参加全国性学术会议，设置展台并举行技术讲座，参与各省、市、大区域的学术及技术应用讲座，提升区域影响力；2019 年公司举办了 8 期初级培训会，累计举办 93 期，培训人数近万，3 期中级技术培训会，累计举办 46 期，培训人数约 5000 人；产品营销方面，公司举办经销商年会和商学院，邀请经销商及一线技术人员共同研讨学习。

表 10、欧普康视主要营销措施

年份	营销手段	具体措施及效果
2017 年	技术推广	初级技术培训班 8 期 中级技术培训班 5 期 参训人数超 1000 人
	技术推广	初级技术培训班 8 期 中级技术培训班多期 参训人数超 1300 人
2018 年	产品营销	一次经销商年会和一次商学院，参会的经销商及一线技术人员分别超过 600 人和 300 人
	会议科普及推广	参加了 COOC2018、全国卫生产业协会视光分会年会、中国医师协会眼科分会年会、Vision China 2018、中华医学会眼科分会年会等全国性学术会议、几乎全国所有省级的眼科年会
2019 年	技术推广	8 期初级培训会（累计 93 期，培训人数近万） 3 期中级技术培训会（累计 46 期，培训人数约 5000 人）

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

产品营销	一次经销商年会和二次商学院，参会的经销商及一线技术人员分别超过 1000 人和 400 人，
会议科普及推广	参与协办首届安徽近视防控巢湖论坛，主办了角膜塑形高峰论坛，参加了 COOC2019、全国卫生产业协会视光分会年会、中国医师协会眼科分会年会、眼视光学 VisionChina2019、COS2019 等国家级学术会议，积极参与各省级的眼科和眼视光年会以及塑形镜等专项培训会，对产品区域技术开展和普及起到推动作用

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

完善的营销服务网络，带动合作医院及零售机构数量持续快速增长。公司销售网络健全，择优选取合作对象并提供系统的技术培训与支持，因此客户粘性较强；经过多年业务拓展，充分发挥本土优势，安排经验丰富技术人员赴现场进行技术指导并通过电话、网络、视频等各种渠道提供即时的技术咨询，售后服务体系完善。2019 年，公司产品已进入全国 30 个省市的 900 多家知名医疗机构，累计验配超过 90 万例。

表 11、欧普康视营销成果

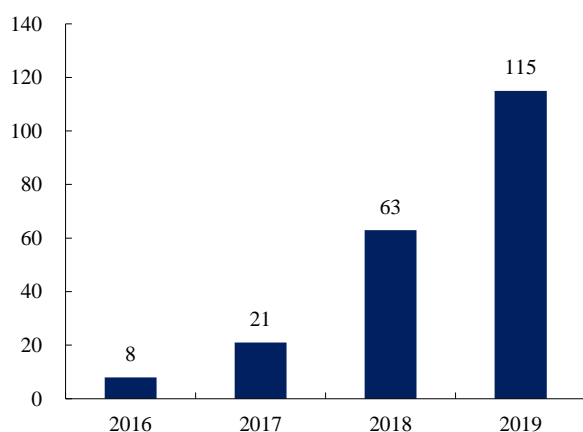
时间	验配点	累计验配
2016	600 多家	超过 50 万例
2017	700 多家	超过 60 万例
2018	约 800 家	超过 70 万例
2019	900 多家	超过 90 万例

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● **并购投资优质经销商与视光服务终端，快速扩张提升利润**

公司控股公司数量从 2016 年的 8 家增长至 2019 年年末的累计控股 115 家子公司，在安徽、江苏、湖北、陕西、福建、广东等地拥有眼科门诊部、诊所、视光中心、社区眼健康中心等约 160 家视光服务终端，已建成马鞍山、蚌埠、宣城、六安、广德、合肥等六家康视眼科医院或五官科医院，初步形成眼科医院连锁规模。

图 31、控股公司数量激增（家）



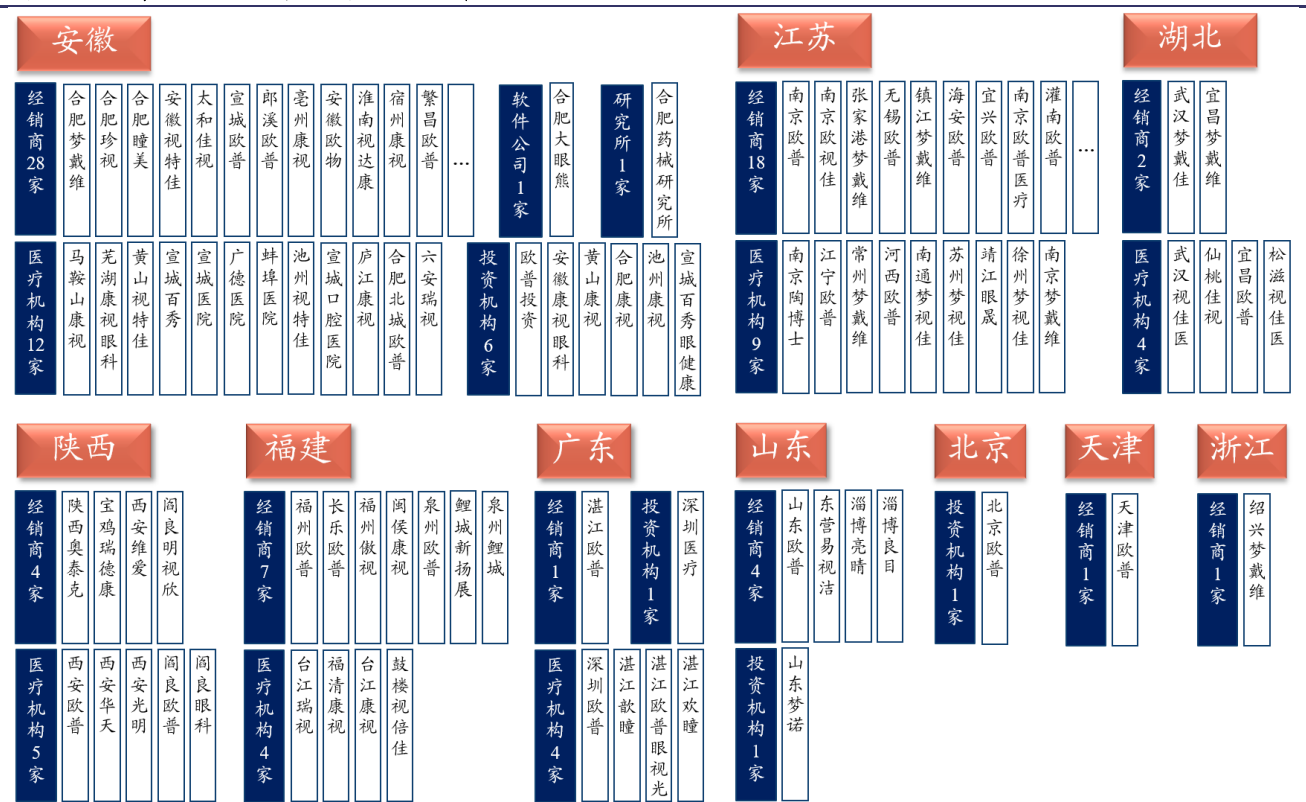
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、公司终端布局



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

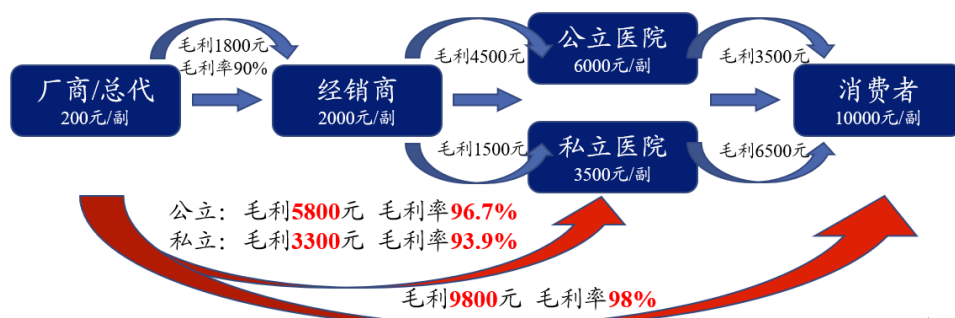
图 33、欧普康视子公司（截至 2019 年底）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：根据各子公司的经营范围统计，可能有些许误差。

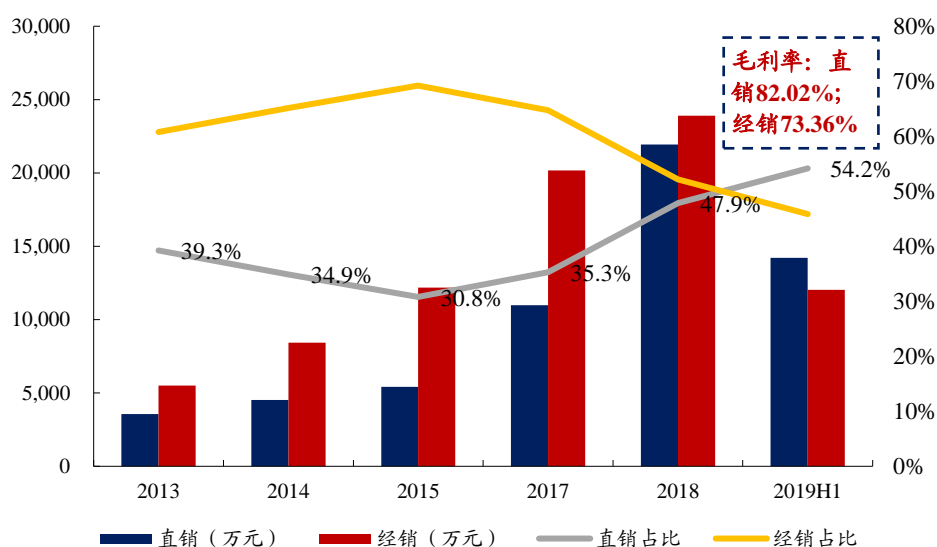
直销占比显著提升，帮助提升利润率。通过增加对经销商和终端机构的控股，公司直销收入占比从 2017 年的 35.3% 快速提升至 2019 年上半年的 54.2%。直销占比的提升意味着更高的毛利率，以 2019 年 H1 为例，直销渠道毛利率高达 82.02%，而经销毛利率为 73.36%。

图 34、角膜塑形镜各阶段利润分配



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、直销占比逐年提升

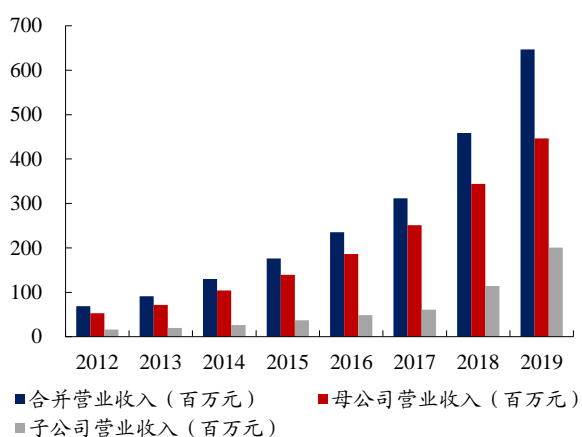


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、内生增长是业绩增长的主要原因，投资子公司风险可控

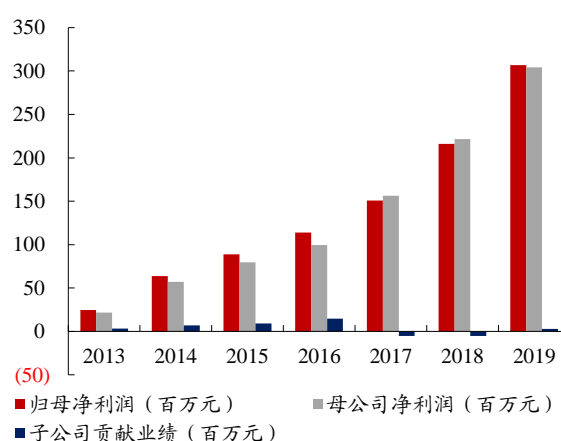
2016-2019年，公司合并报表后的营业收入从2.35亿元提升至6.47亿元，母公司营业收入从1.86亿元提升至4.47亿元，子公司贡献营业收入从0.49亿元提升至2亿元；而公司归母净利润从1.14亿元提升至3.07亿元，母公司净利润从0.99亿元提升至3.04亿元，可见虽然近三年公司收购大量子公司，但更多的是提供营业收入的增长，实际业绩的主要增长来源还是公司本身的内生增长。

图 36、母公司、子公司营业收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、子公司业绩贡献较少



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

收购时签订业绩补偿降低投资风险，八成投资单位完成业绩承诺。根据公司披露的投资合作协议，多数被投资单位的持股人会对未来三年的业绩做出承诺，若实际业绩低于承诺，以及在三年中任一年度出现负增长，公司有权要求其按照现金、股权补偿方式或股权回购方式对公司进行补偿或对股权进行回购，通过业绩补偿可以一定程度上降低在并购、投资中的风险。此外，据年报披露的业绩承诺完成

情况，八成被投资单位超额完成业绩承诺。目前大多数被投资公司尚处于培育期，在公司的资金、技术等支持下，有望形成协同效应，进一步提高业绩。

表 12、业绩承诺完成情况：八成达标

被投资单位	业绩承诺期间	业绩承诺金额(万元)	实际完成情况(万元)	是否完成	口径
蚌埠欧普	2018 年度	270	277	是	净利润
福州欧普	2018 年度	200	244	是	净利润
陕西奥泰克	2018 年度	130	216	是	净利润
宜昌梦戴维	2018 年度	50	54.84	是	净利润
福州欧普	2019 年度	2,072.78	2,198.49	是	收入
武汉视佳医	2019 年度	90	292.32	是	净利润
淄博亮睛	2019 年度	96	97.49	是	净利润
蚌埠欧普	2019 年度	277.8	354.79	是	净利润
深圳欧普	2019 年度	120	-80.31	否	净利润
池州康视	2019 年度	90	148.8	是	净利润
宣城口腔医院	2019 年度	190	191.05	是	净利润
宣城百秀	2018 年 4 月至 2019 年 3 月	330	257.02	否	净利润
六安康视	2019 年度	180	180.24	是	净利润
陕西奥泰克	2019 年度	319.92	368.99	是	净利润
靖江欧普	2019 年度	285	286.99	是	净利润
泉州欧普	2019 年度	245	252.78	是	净利润
宜昌梦戴维	2019 年度	54.85	56.2	是	净利润
安徽视特佳	2019 年度	113.12	57.6	否	净利润
淮南优视	2018 年 8 月至 2019 年 7 月	32	-13.25	否	净利润
仙桃佳视	2019 年度	168	221.22	是	净利润

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

四、深耕行业十余年优势显著，将与行业共同成长

4.1、竞争格局：三类器械审批严格壁垒明确，参与者有限

根据国家医疗器械分类目录的分类标准，公司所处细分行业的产品类型均为国家三类医疗器械，需由国务院药品监督管理部门审查批准，且该类医疗器械的临床使用或临床验证应通过国务院药品监督管理部门审查通过，并获得该部门颁发的《产品注册证》方能进行生产和销售，完成一个三类医疗器械产品注册通常需要较长的时间周期。

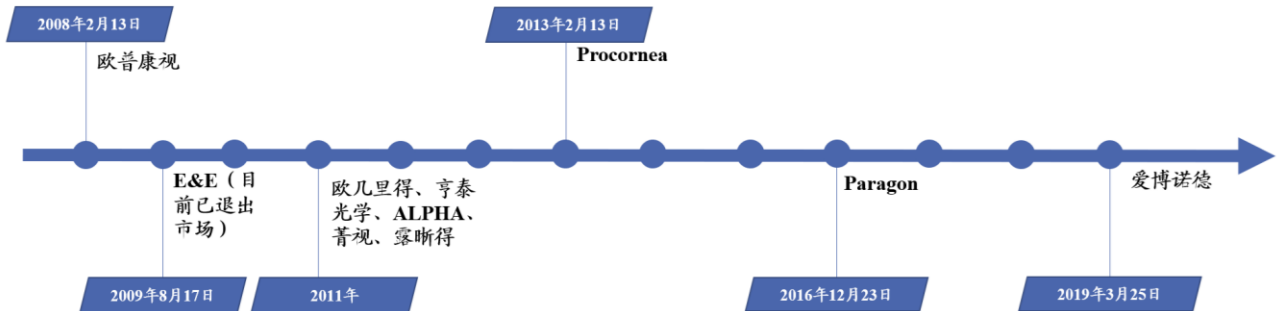
角膜塑形镜历史审批严格，新进入者寥寥无几，不予通过屡见不鲜。欧普康视是我国第一家取得角膜塑形镜注册证的企业，此后除了在 2011 年密集通过了五家进口企业的产品注册证之外，平均每三年才有一家企业获得该产品的注册证，行业壁垒较高。以爱博诺德为例，公司 2012 年起开始研发角膜塑形镜，2019 年方获产品注册证。此外，历年多家国内外厂家一次或多次申请后未予通过。

图 38、三类器械产品注册审批时间长



资料来源：欧普康视招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、欧普康视是国内首家取得角膜塑形镜注册证的企业



资料来源：NMPA，兴业证券经济与金融研究院整理

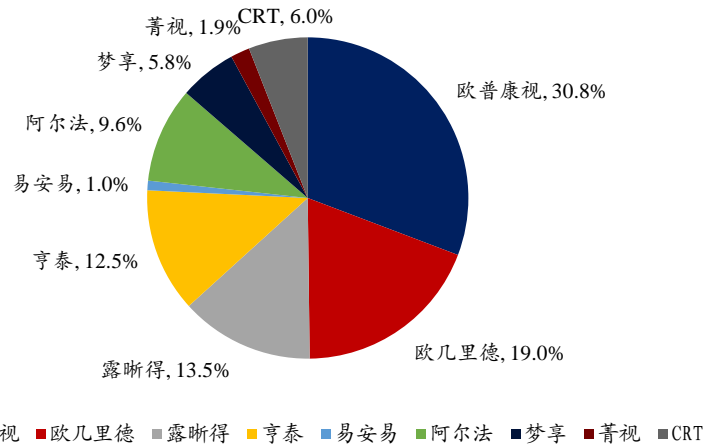
图 40、药监局角膜塑形镜历年不予（退审）注册批件梳理



资料来源：NMPA，兴业证券经济与金融研究院整理

目前有两家中国大陆和七家进口品牌获得国家药监局批准的产品注册证。市场格局来看，较早进入市场的欧普康视、欧几里得、露晰德、亨泰、ALPHA 等品牌市场占有率较高，分别占比 31%、19%、13.5%、12.5%、9.6%。预期未来几年内仅有个别企业可能通过审批进入市场，且至少还需 2-3 年。

图 41、2018 年各公司角膜塑形镜销量占比



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表 13、我国角膜塑形镜行业参与者

公司	代理商	首次取得注册证时间	合作伙伴	原产地
欧普康视	-	2008 年 2 月 13 日	产品已进入全国 900 多家医疗机构	中国大陆
爱博诺德	-	2019 年 3 月 25 日	起步阶段	中国大陆
欧几里德	欧几里德贸易(上海)有限公司	2011 年 9 月 28 日	华西医院、西安交大一附院、中山眼科中心、天津医科大学眼科医院、温州医学院附属眼视光医院等	美国
亨泰光学	厦门南鹏亨泰科技开发有限公司	2011 年 12 月 9 日	上海五官科医院、中山医院眼科、厦门眼科中心、南京军区泉州 180 部队医院/福州总医院眼科中心等	中国台湾
ALPHA	北京远程视觉科技有限公司	2011 年 11 月 17 日	各大城市共 1146 家专业眼科机构可以验配。	日本
菁视	上海菁视投资管理有限公司	2011 年 4 月 12 日	北京海军总医院、厦门市中医院、上海五官科医院、厦门市儿童医院、首都儿科研究所等	美国
露晰得	上海有康医疗器械有限公司	2011 年 12 月 9 日	进入 724 家验配点。	韩国
Procornea	北京海润创业科技有限责任公司	2013 年 12 月 17 日	-	荷兰
Paragon	依视路	2016 年 12 月 23 日	-	美国

资料来源：各公司官网，NMPA，兴业证券经济与金融研究院整理

表 14、预计行业新加入者

公司	原产地	预计通过审批时间	备注
1 Menicon	日本	2021	2020.6 旗下子公司审批未通过
2 视达佳	中国	2023	台港澳与境内合资企业，临床阶段
3 艾格	中国	2024	昊海生科子公司 (A+H)，主营人工晶状体，19 年底正式进入临床阶段
4 复罗	中国	2026	临床阶段
5 天瞳	中国	2026	临床阶段

资料来源：各公司官网，昊海生科，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、欧普康视竞争优势分析

➤ 4.2.1、地理位置：发货速度快，售后服务及时，疫情期间更加凸显

对比进口厂商，国内厂商出货速度更快，售后服务更及时。角膜塑形镜是一种非标品，需要根据使用者的情况进行定制，国内厂商出货速度具备明显优势。同样的，在对经销商和验配点的技术培训、验配支持、售后服务上，国内厂商由于地理优势，在速度和效率上有着天然优势。特别在疫情期间，这一优势将会更大程度地体现，公司有望借此机会获得更大市场份额。

表 15、各品牌发货时效对比

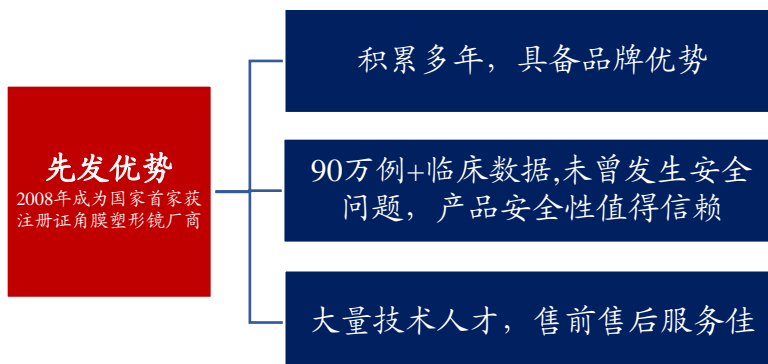
品牌	正常	疫情期间
CRT	现片 10 个工作日 订做片 20 个工作日	2-4 个月
阿尔法	3-4 周	2-4 个月
露晰得	3-4 周	2-4 个月
欧几里德	3-4 周	2-4 个月
亨泰	3-4 周	2-4 个月
欧普康视 (DreamVision、梦戴维)	10 个工作日 加急：3 个工作日	10 个工作日 加急：3 个工作日

资料来源：普瑞眼科，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 4.2.2、先发优势：产品安全性高，培养大量技术人员

基于多年经营，公司品牌知名度建立，积累大量产品临床使用经验和数据，产品安全性有保障，同时培养大量包含视光师在内的技术人员。角膜接触镜产品均为个性化定制产品，产品参数需要根据不同屈光不正患者的视力矫正需求，针对其眼部视光特点进行规范验配才能确认，对技术研发和生产工艺要求很高。公司十多年来积累大量经验，产品未曾发生安全问题，安全性值得信赖。公司拥有 997 名技术人员，其中包括辅助视光终端验配镜片的视光师，售前售后服务优于同业。

图 42、欧普康视先发优势显著



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

4.2.3、产品优势：覆盖面广，配套产品完整

产品各项参数对比来看，欧普康视产品覆盖面更广：1) 矫正度数范围较广，允许近视降幅最高为 600 度，市场同类通常为 500 度及以下，对于 500-600 度的角膜塑形镜用户是唯一选择；2) 欧普康视镜片的各项允许参数区间较大，能够最大程度的实现参数设计的个性化。

表 16、产品对比（基于注册证）





















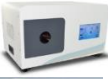

商品名	注册人	材质	透氧系数	折射率 (25℃)	湿润角	可见光平均透射比	中心厚度	适用范围	批准日期	有效期至
梦戴维	欧普康视	BostonXO	75	1.415 ± 0.002	49° ± 15%	≥ 88%	0.15-0.30mm	近视度数在-0.50D~-6.00D之内,散光度数在 1.50D 以内	2020/3/2	2025/3/1
普诺瞳	爱博诺德	氟硅丙烯酸酯聚合物	125	-	-	-	0.15-0.30mm	近视度数在-1.00D~-4.00D之内, 顺规则散光度数不超过 1.75D, 逆规则散光不超过 1.5D	2019/3/25	2024/3/24
阿途发	ALP HA	BOSTON EM	78	1.422	35°	≥ 85%	0.22mm	近视度数在-1D~-4D之内, 散光度数在 1.0D 以内	2019/10/18	2024/10/17
DreamLite	Procorme	Boston XO	-	1.415	49°	> 76.9%	0.22mm	近视度数在-0.75D~-4.50D之内, 散光度数在 1.50D 以内	2017/8/2	2022/8/1
菁视	菁视	Paragon Quadra RGTM 100	100	1.4412	42°	≥ 95%	-	近视度数在-1.00D~-3.00D之间, 散光度数在 0~-1.50D 之间	2020/1/10	2025/1/9
露晰得	Lucid	BOSTON XO	100	1.415	49° ± 15%	> 87%	0.23mm	近视度数在-5D 之内, 散光度数在 2D 以内	2016/1/26	2021/1/25
欧几里得	Euclid	BOSTON EQUALEN S II	127	1.435	36°	≥ 85%	-	近视度数在-5D 之内, 散光度数在 1.5D 以内	2016/1/26	2021/1/25
亨泰	亨泰光学	Boston XO2	85	1.423	30° ± 15%	> 77%	0.22mm	近视度数在-4.00D之内, 散光度数在 1.50D 以内	2019/9/23	2024/9/22
CRT@100	Paragon	Paragon CRTTM 100	75	1.442	42° ± 15%	-	0.16mm	近视度数在-4.0D之内,散光度数在 1.5D 以内	2016.12.23	2021.12.22

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资料来源：各公司官网，NMPA，兴业证券经济与金融研究院整理

欧普康视覆盖多种用户端和诊所用角膜塑形镜配套产品，多为自主研发、自有品牌，方便用户和验配点的同时增强客户粘性和核心产品购买意愿。

表 17、各公司角膜塑形镜配套产品

分类	产品	欧普康视	欧几里德	亨泰	阿尔法	菁视	Paragon (依视路)	Procornea a	露晰得	爱博诺德
硬镜监控仪										
电动清洗器										
用户端	双联盒									
	吸棒									
护理液										
清洗类										
检测仪										
诊所用	抛光机									
	等离子处理器									
	镜舒特消毒盒									

资料来源：各公司官网，微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ **4.2.4、渠道优势：自有终端助力长期拓展，欧普展现强执行力**

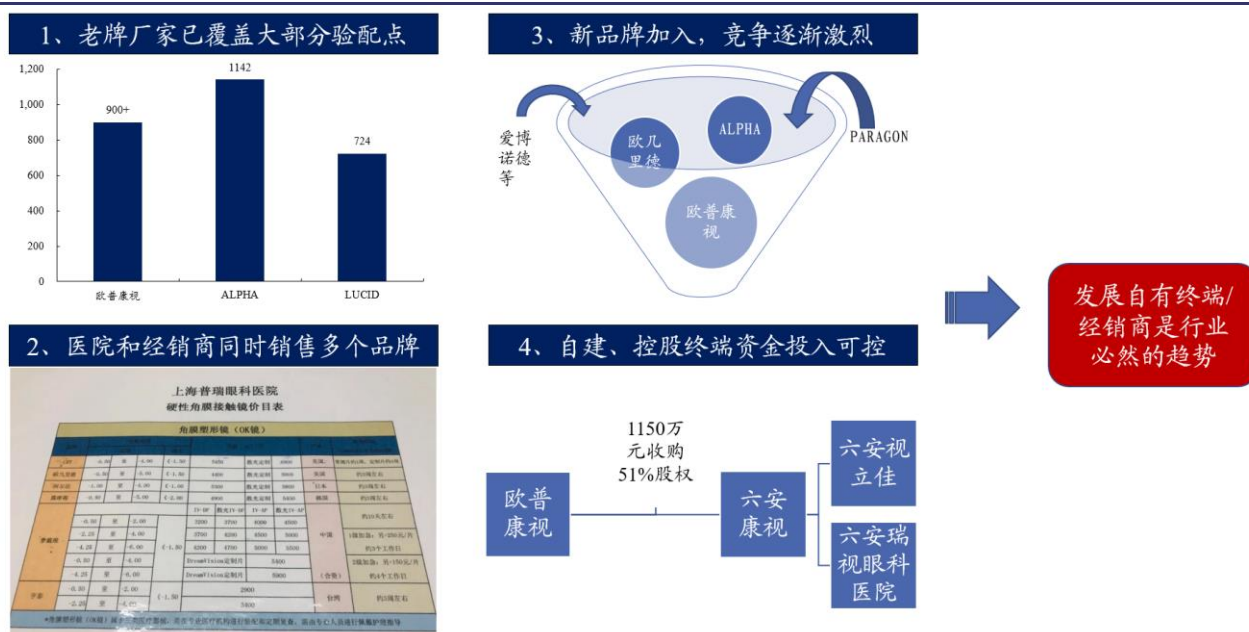
● **对比新进入者，进入终端数量多**

国内首家深耕取得角膜塑形镜产品注册证厂家，深耕行业十余年，营销网络显著优于新加入者。医疗器械行业需要对客户进行仔细筛选，并需开展长期的培训沟通给与售后服务和技术指导等，因此会与客户形成较强的互动与黏性销售网络，具有较强的排他性。相较于行业新进入者，欧普康视具有成熟稳定的销售网络。

● 自有终端是老牌厂商继续拓展渠道的最优解

无论是欧普康视，还是欧几里德等早期进入市场的进口品牌，均已覆盖大量终端验配点，而现有验配点大多覆盖多个品牌，鲜有独家销售。品牌在传统的渠道拓展方式上遭遇瓶颈，且随着新品牌的加入，行业竞争势必更加激烈，新的渠道拓展方式——发展自有渠道是行业逐渐发展成熟的必然趋势。

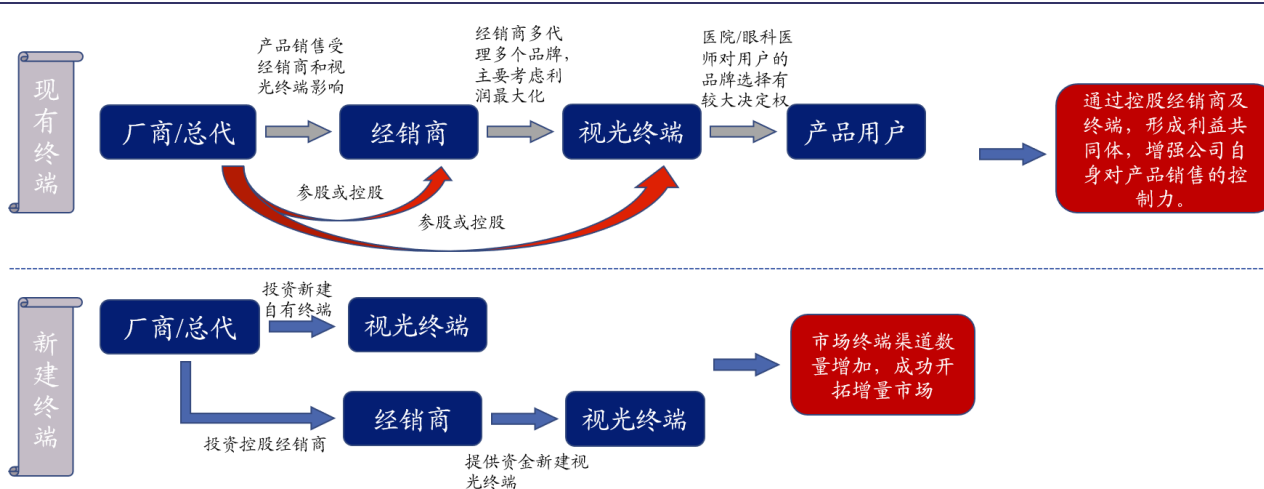
图 43、发展自有终端是必然趋势



资料来源：普瑞眼科，各公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

角膜塑形镜的验配模式决定了：在消费者就诊过程，眼科医师对是否使用角膜塑形镜和角膜塑形镜品牌的选择具有很大的决定权。对于现有终端，参控股经销商和终端可以增强公司对自身产品销售的掌控力。对于新建自有终端，可以在市场需求充足的情况下，扩大市场供给，探索更多的增量市场空间。

图 44、角膜塑形镜厂商直销优势



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

● **多品牌试水终端，欧普先发优势显著**

以欧几里德、上海有康为代表的多家厂商或代理商近年开启布局视光终端，欧普康视执行力强优势显著。2017年初公司制定视光服务终端发展计划以来，控股公司数量从2016年的8家增长至2019年年末的累计控股115家子公司，拥有眼科门诊部、诊所、视光中心、社区眼健康中心等约160家视光服务终端，已建成六家康视眼科医院或五官科医院，初步形成眼科医院连锁规模。

图 45、各厂商/代理商布局终端情况：欧普具备显著优势

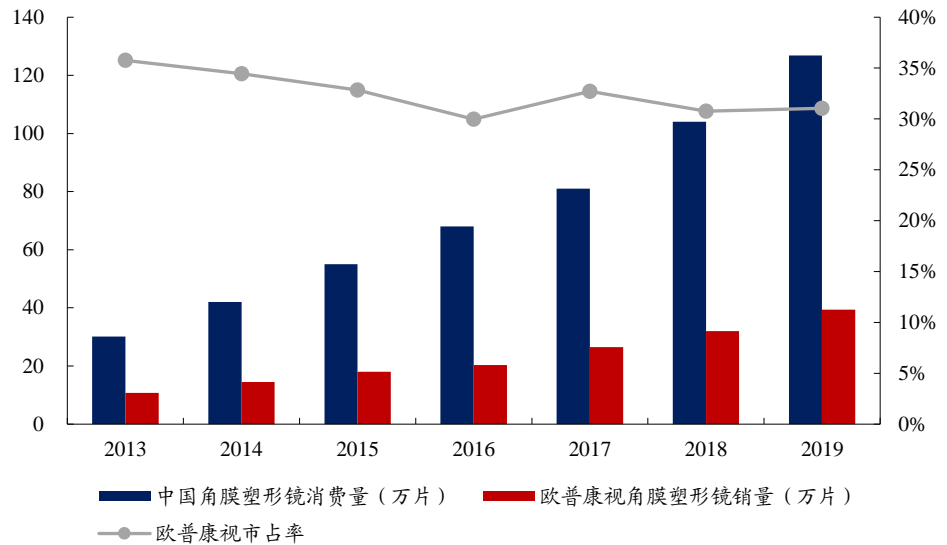
品牌	总代理 (自有或非自有)	合作商/自有终端
欧普康视	无总代理， 直销 为主	160+家视光终端，6家眼科医院
爱博诺德	无总代理， 经销 为主	爱博诺德 — 正蕾诊所 (2019.06)
露晰得	上海有康	上海有康股东 — 上海有康 — 德目眼科3家 (2019) — 志汇眼科 (2017)
Paragon/库博	依视路 (中国)	依视路 (中国) 主营框架镜，无自有终端
菁视	上海菁视投资管理	温州菁视 — 上海菁视投资管理 — 菁视 (杭州) 眼科诊所 (2020.02)
Alpha	北京远程视觉	未发现自有终端
欧几里德	欧几里德贸易 (上海)	欧几里德各地经销商 — 成都欧几里德-美视康3家 (2017、2019、2020) — 苏州欧几里德-常熟威沃 (2019)、苏州威沃 (2020.03)
Procornea	北京海润创业科技	未发现自有终端
亨泰	厦门南鹏亨泰	厦门南鹏亨泰股东 — 晋江俊能视门诊部

资料来源：百度企业信用，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、欧普康视市占率企稳，将与行业共同获益增长

欧普康视作为角膜塑形镜行业龙头，2013年以来销量市占率呈现小幅下滑的趋势，近两年市占率稳定于30%。通过行业成长性、行业空间测算和欧普康视竞争优势分析，我们认为欧普康视具备在竞争中稳定发展的能力，将在行业快速增长中获益，与行业共同成长。

图 46、角膜塑形镜销量及欧普康视市占率



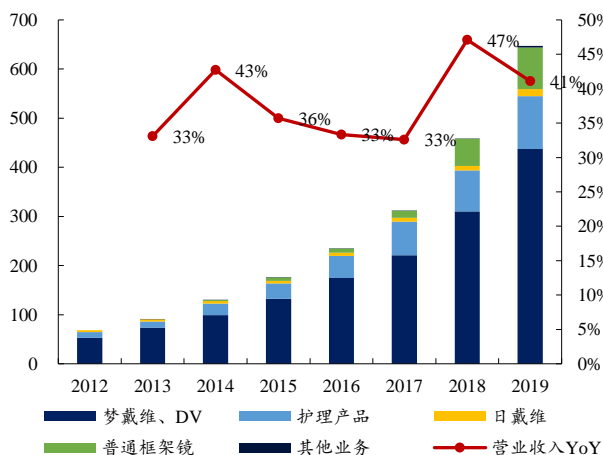
资料来源：爱博诺德招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

五、财务分析：各项指标优秀，高成长高回报企业

5.1、经营状况简析：业绩高速增长，净利率达 46%

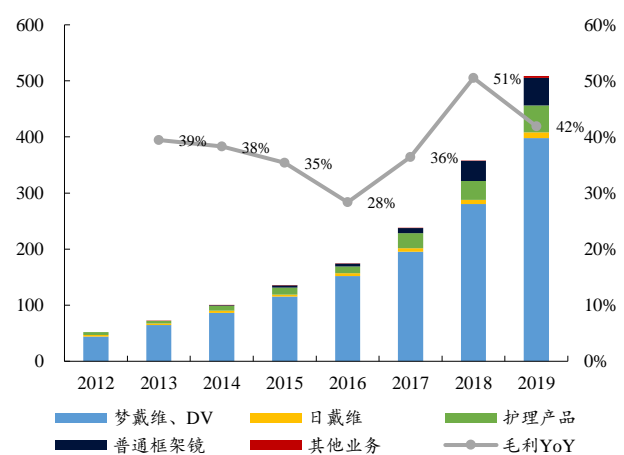
营业收入呈高速增长，角膜塑形镜为主要收入来源。2019 年公司实现营业收入 6.50 亿元，同比增长 41%，近三年 CAGR 达 40%。其中角膜塑形镜（梦戴维、DV）、普通角膜接触镜（日戴维）、护理产品、普通框架镜业务分别实现收入 4.37、0.15、1.07、0.85 亿元，分别占比 68%、2%、17%、13%。核心产品角膜塑形镜依旧是公司主要的收入来源且快速增长，护理产品作为角膜塑形镜的配套产品也增长稳定，2018-2019 年框架镜收入呈现爆发式增长。

图 47、营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、毛利润（百万元）



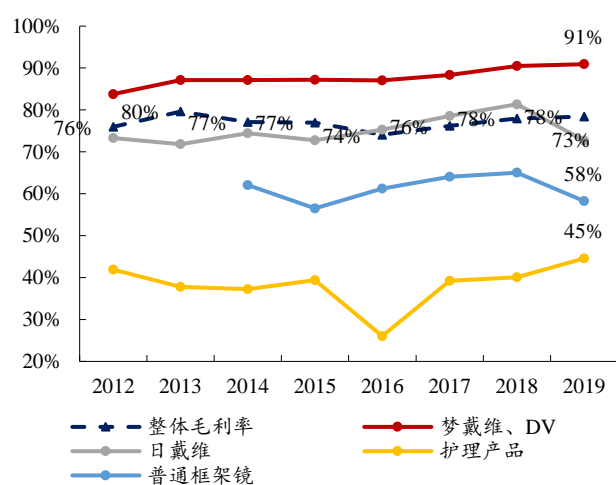
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年实现归母净利润 3.07 亿元，三年复合增速达 39%。2019 年公司实现毛利

润 5.07 亿元，同比增长 42%，近三年 CAGR 达 43%，其中角膜塑形镜、日戴维、护理产品、框架镜分别占比 78%、2%、10%、10%；实现归母净利润 3.07 亿元、扣非后归母净利润 2.67 亿元，分别同比增长 42%、41%，近三年 CAGR 分别达 39%、37%。

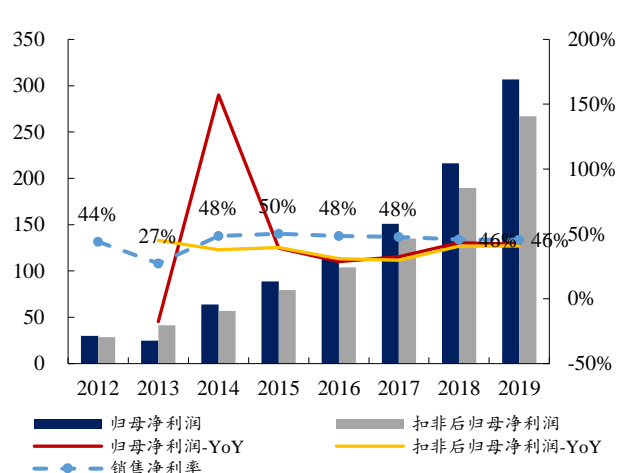
整体毛利率高达 78%，净利率 46%，盈利能力强。2019 年公司实现毛利率 78%，三年提升 4pct；实现净利率 46%，呈小幅下降趋势，主要受员工薪酬及新设子公司带来的销售费用大幅增加影响。**分产品看**，角膜塑形镜毛利率高达 91%，且呈小幅上升趋势；护理产品毛利率为 45%，近三年提升较快；框架镜、日戴维毛利率分别为 73%、58%，2019 年下降明显。

图 49、各业务毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、归母净利润（百万元）

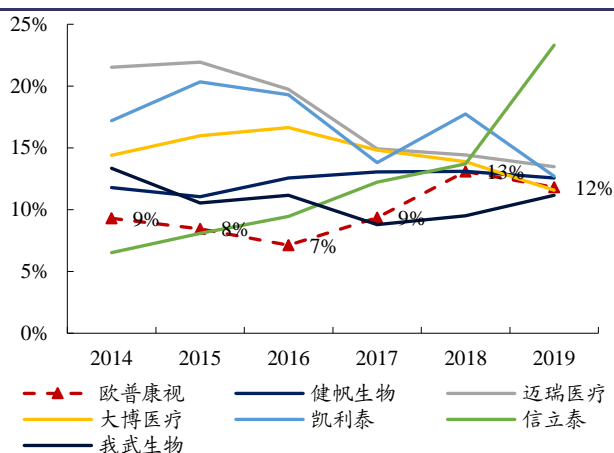


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5.2、低费率快周转偿债无虞，具备长期投资发展能力

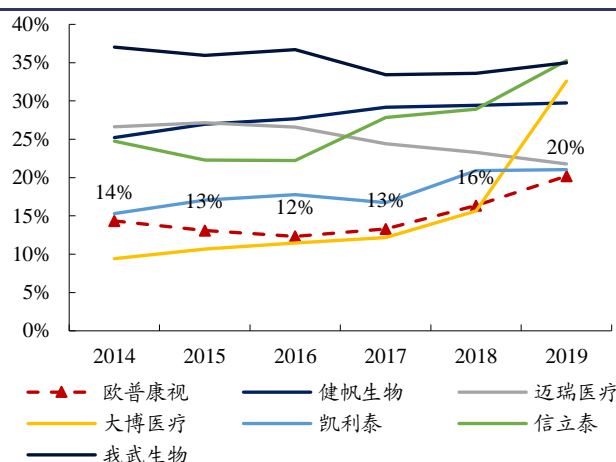
由于近年收购、新设大量子公司，其中经销商的销售费率相对母公司更高，因此公司的管理费率和销售费率呈现小幅上扬趋势。对比其他优质医疗器械上市公司，虽主营业务各不相同，但欧普康视的费率整体位于较低水平，经营效率较强。

图 51、管理费用率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

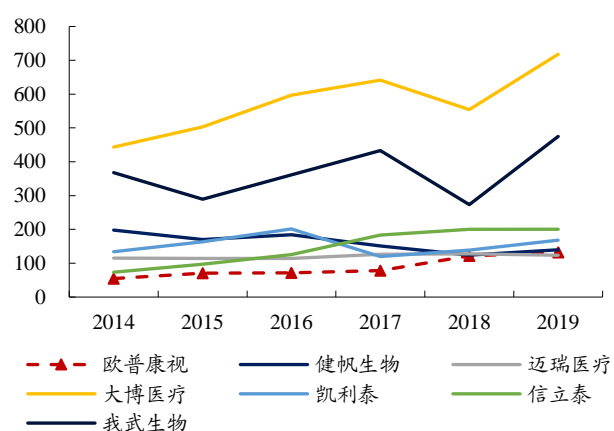
图 52、销售费用率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

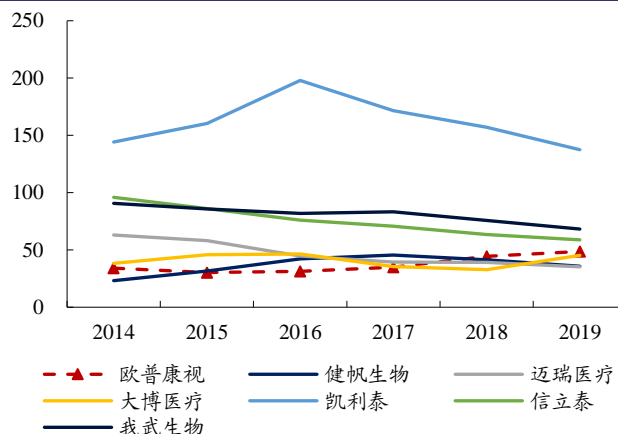
近年公司存货周转天数上升，主要是由于收购经销商和眼科终端的库存商品所致。公司应收账款周转天数为 49 天，维持较低水平，且公司的主要欠款对象为医院，违约概率较低。对比同业，公司的存货周转天数和应收账款周转天数均处较低水平，营运能力较强

图 53、存货周转天数 (天)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

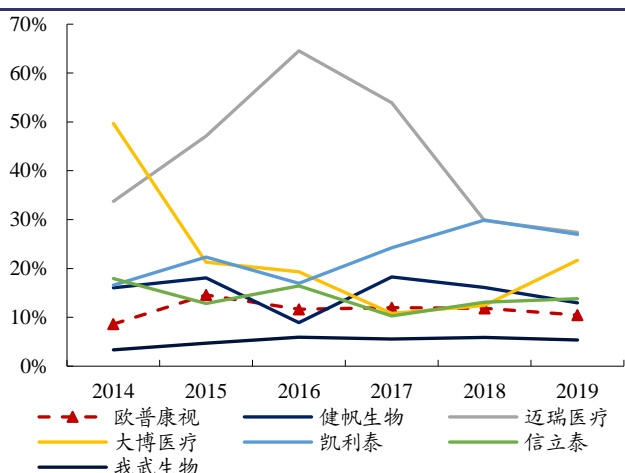
图 54、应收账款周转天数 (天)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

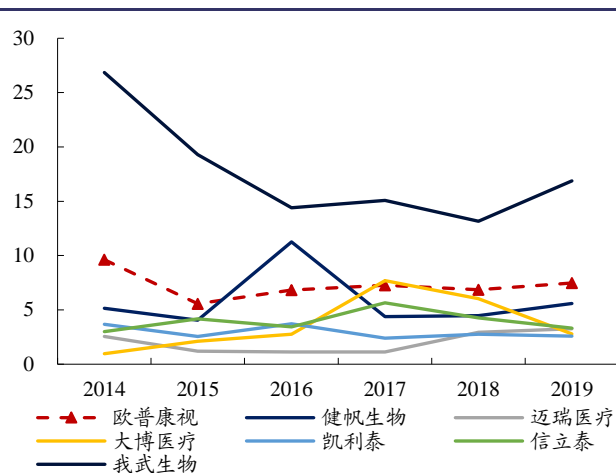
公司资产负债率仅 10%，速动比率达 7.47，长短期偿债能力无虞，资本结构稳定，风险较低。现金流量来看，公司经营性现金流量金额稳定增长，账面货币资金充裕，具备投资发展和抵御风险的能力。

图 55、资产负债率



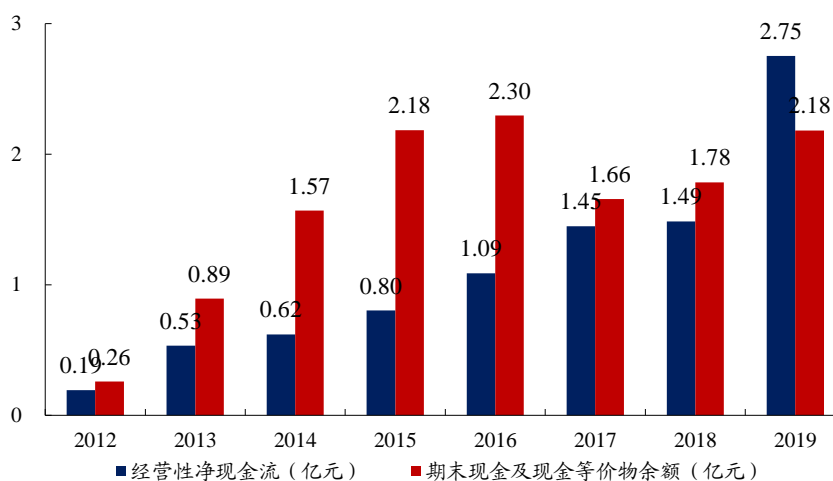
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 56、速动比率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 57、经营性净现金流及期末现金

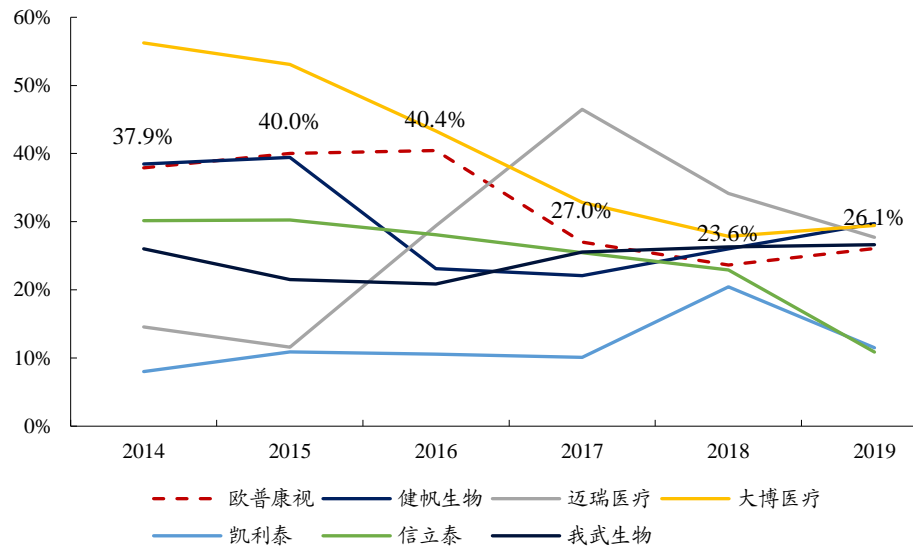


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2017 年货币资金减少主要是公司购买保本型理财产品

5.3、杜邦分析法：优质医疗器械公司特质——ROE 高达 26%

作为股东最为关注的盈利指标，2019 年公司净资产收益率高达 26%。通过杜邦分析法和同业对比我们发现，公司 ROE 与其他优质医疗器械上市公司接近且呈现上升趋势，但总资产周转率略低于同业。

图 58、净资产收益率对比



资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
 注：2017 年公司上市

表 18、杜邦分析法

公司简称	ROE	Financial leverage	Asset Turnover	Profit Margin	NI/EBT	EBT/EBIT	EBIT Margin
欧普康视	26%	1.20	0.46	45.58%	88.31%	100.48%	51.37%
健帆生物	30%	1.18	0.63	39.72%	84.72%	101.45%	46.21%
迈瑞医疗	28%	1.40	0.70	28.30%	87.27%	106.58%	30.42%
大博医疗	30%	1.23	0.64	38.07%	84.13%	104.90%	43.14%
凯利泰	11%	1.40	0.33	24.80%	84.50%	97.78%	30.01%
信立泰	11%	1.19	0.57	15.25%	80.09%	100.00%	19.04%
我武生物	26%	1.11	0.51	45.77%	84.64%	107.51%	50.30%

资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

六、投资建议与估值

我们选择相对估值法和绝对估值法两种方法对公司进行价值评估。相对估值法采用可比公司 PE 估值方法，绝对估值法采用 DCF 估值模型。

公司所处细分行业赛道优质成长空间大，在行业内具备竞争优势，且在核心主业高增长的同时扩容视光全产业链。我们看好公司的短中长期发展，预计 2020-2022 年净利润分别为 3.81、5.46、7.60 亿元，对应 EPS 为 0.63、0.9、1.25 元，当前股价对应 PE 为 102.8、71.7、51.5 倍。维持给予公司“审慎增持”评级。

6.1、盈利预测与 DCF 估值预测

通过 DCF 估值模型我们发现，假设公司维持 10 年的高速增长（增速递减），永续增长率 5%，WACC 为 8.82% 的情况下，每股内在价值约为 99.83 元，相对 7 月 9

日收盘价 64.52 元仍有 55% 的提升空间。

表 19、主营业务拆分（百万元）

产品名称	项目	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
角膜塑形镜	营业收入	175	221	310	437	525	735	1029
	YoY	32%	27%	40%	41%	20%	40%	40%
	单价（元）	803	852	996	1156	1225	1323	1429
	YoY	10%	6%	17%	16%	6%	8%	8%
	销量（万片）	22	26	31	38	43	56	72
	YoY	20%	19%	20%	22%	13%	30%	30%
	营业成本	23	26	30	40	47	66	98
	YoY	34%	14%	15%	34%	19%	40%	48%
毛利率	87%	88%	90%	91%	91%	91%	91%	
日戴维	营业收入	7	8	9	15	17	24	32
	YoY	24%	20%	18%	57%	20%	40%	30%
	单价（元）	390	396	391	478	525	604	665
	YoY	19%	2%	-1%	22%	10%	15%	10%
	销量（万片）	2	2	2	3	3	4	5
	YoY	4%	18%	19%	28%	9%	22%	18%
	营业成本	2	2	2	4	4	5	6
	YoY	13%	4%	2%	130%	10%	23%	18%
毛利率	75%	79%	81%	73%	75%	78%	80%	
护理产品	营业收入	45	68	83	107	123	160	208
	YoY	45%	51%	22%	28%	15%	30%	30%
	营业成本	33	42	50	59	67	83	104
	YoY	76%	24%	20%	19%	10%	25%	25%
毛利率	26%	39%	40%	45%	46%	48%	50%	
普通框架镜	营业收入	8	14	55	85	106	153	215
	YoY	12%	66%	296%	53%	25%	45%	40%
	营业成本	3	5	19	35	40	58	84
	YoY	0%	54%	286%	83%	12%	47%	44%
毛利率	61%	64%	65%	58%	62%	62%	61%	
其他业务	营业收入	0	0	1	3	4	6	9
	营业成本	0	0	0	1	2	2	3
营业收入合计		235	312	458	647	775	1079	1492
营业成本合计		61	74	101	140	159	215	295

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 20、公司自由现金流预测

百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	333	403	567	781	1,057	1,426	1,901	2,509	3,277	4,233	5,406
息前税后利润	294	352	497	684	925	1,248	1,665	2,197	2,870	3,706	4,734
加：折旧与摊销	18	16	20	24	28	32	35	39	43	47	50
减：追加营运资本	-54	60	52	86	96	143	183	232	290	359	439
经营现金净流量	366	307	465	622	857	1,137	1,517	2,005	2,622	3,394	4,345
减：资本支出	24	60	40	47	44	45	45	45	45	45	45
加：资产减值准备	1	2	3	5	7	9	11	15	18	23	28
FCFF	343	249	428	580	820	1,100	1,484	1,974	2,596	3,372	4,328

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 21、公司每股内在价值敏感性分析（元/股）

WACC/永续增长率	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%
6.82%	158.97	184.31	220.56	276.68	375.21	593.37	1485.93

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

7.32%	128.61	145.71	168.86	201.98	253.26	343.28	542.61
7.82%	106.03	118.05	133.69	154.86	185.14	232.03	314.35
8.32%	88.75	97.46	108.46	122.77	142.15	169.87	212.79
8.82%	75.20	81.69	89.68	99.75	112.86	130.61	156.00
9.32%	64.40	69.33	75.27	82.59	91.83	103.85	120.12
9.82%	55.65	59.45	63.97	69.43	76.15	84.62	95.65
10.32%	48.46	51.44	54.94	59.09	64.10	70.27	78.05
10.82%	42.50	44.87	47.61	50.82	54.63	59.24	64.91
11.32%	37.51	39.41	41.58	44.10	47.06	50.56	54.80

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

6.2、可比估值分析

通过与眼科行业、高端医疗行业公司对比我们发现，眼科行业发展较快，公司估值普遍较高，欧普康视估值略低于眼科行业平均水平而高于高端医疗行业。

表 22、同业估值比较

股票代码	公司简称	主营业务	市值 (百万元)	净利润(百万元)			P/E		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300595.SZ	欧普康视	角膜塑形镜龙头	39,161	383	550	766	102.33	71.15	51.10
眼科行业									
300015.SZ	爱尔眼科	眼科医院	191,041	1,700	2,321	3,019	112.36	82.31	63.28
1846.HK	德视佳	视力矫正	1,989	4.9	5.5	6.0	405.83	361.56	331.43
300573.SZ	兴齐眼药	眼科药物	12,355	63	147	199	197.68	83.99	62.01
行业平均(剔除德视佳)							155.02	83.15	62.65
高值医用耗材/高端医疗									
300529.SZ	健帆生物	血液净化领域龙头	57,563	766	1,014	1,335	75.18	56.77	43.13
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械龙头	388,973	5,754	6,966	8,355	67.60	55.84	46.55
002901.SZ	大博医疗	骨科植入物	43,828	583	741	934	75.21	59.15	46.95
300326.SZ	凯利泰	椎体成形微创介入手术系统	20,243	389	499	632	52.07	40.60	32.05
002294.SZ	信立泰	心脑血管领域为龙头	37,019	633	820	1,070	58.50	45.12	34.59
300357.SZ	我武生物	过敏性疾病诊断及治疗产品	33,352	361	483	630	92.40	69.12	52.92
行业平均							70.16	54.43	42.70

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：欧普康视采用兴业中小盘预测，其他公司采用万得一致预测。

七、风险提示

- (1) 市场竞争加剧；
- (2) 近视矫正竞品上市；
- (3) 投资收益不及预期等。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1233	1566	2020	2667	营业收入	647	775	1079	1492
货币资金	218	539	979	1569	营业成本	140	159	215	295
交易性金融资产	243	193	143	93	营业税金及附加	8	10	14	20
应收账款	99	122	168	233	销售费用	131	149	202	272
其他应收款	10	14	19	26	管理费用	60	75	103	143
存货	54	66	87	121	财务费用	-1	-16	-31	-53
非流动资产	373	415	452	488	资产减值损失	-3	-3	-3	-3
可供出售金融资产	0	8	7	6	公允价值变动	5	0	0	0
长期股权投资	57	59	62	65	投资收益	37	31	34	33
投资性房地产	20	14	16	15	营业利润	334	419	598	834
固定资产	138	187	210	235	营业外收入	2	2	2	2
在建工程	7	3	2	1	营业外支出	2	1	2	2
油气资产	0	0	0	0	利润总额	334	419	598	834
无形资产	8	8	8	7	所得税	39	53	74	104
资产总计	1606	1981	2472	3155	净利润	295	366	524	730
流动负债	158	169	192	226	少数股东损益	-12	-15	-22	-30
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	307	381	546	760
应付票据	0	0	0	0	EPS(元)	0.51	0.63	0.90	1.25
应付账款	25	30	40	55					
其他	133	139	152	171	主要财务比率				
非流动负债	10	8	8	9	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长性(%)				
其他	10	8	8	9	营业收入增长率	41.1%	19.8%	39.1%	38.3%
负债合计	168	177	201	235	营业利润增长率	36.0%	25.4%	42.9%	39.5%
股本	405	607	607	607	净利润增长率	41.9%	24.1%	43.3%	39.3%
资本公积	232	30	30	30	盈利能力(%)				
未分配利润	642	944	1378	1981	毛利率	78.4%	79.4%	80.0%	80.2%
少数股东权益	107	92	71	41	净利率	47.4%	49.1%	50.6%	51.0%
股东权益合计	1438	1804	2272	2920	ROE	23.1%	22.2%	24.8%	26.4%
负债及权益合计	1606	1981	2472	3155					
					偿债能力(%)				
现金流量表					资产负债率	10.5%	8.9%	8.1%	7.4%
单位:百万元					流动比率	7.81	9.26	10.51	11.80
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	速动比率	7.47	8.86	10.05	11.27
净利润	307	381	546	760	营运能力(次)				
折旧和摊销	18	16	20	24	资产周转率	45.7%	43.2%	48.4%	53.0%
资产减值准备	7	2	3	5	应收帐款周转率	688.9%	653.8%	692.9%	692.7%
无形资产摊销	2	2	2	2	每股资料(元)				
公允价值变动损失	-5	0	0	0	每股收益	0.51	0.63	0.90	1.25
财务费用	-2	-16	-31	-53	每股经营现金	0.45	0.48	0.70	0.97
投资损失	-37	-31	-34	-33	每股净资产	2.19	2.82	3.63	4.74
少数股东损益	-12	-15	-22	-30	估值比率(倍)				
营运资金的变动	-10	-60	-52	-86	PE	127.6	102.8	71.7	51.5
经营活动产生现金流	275	290	428	586	PB	29.4	22.9	17.8	13.6
投资活动产生现金流	-238	15	38	33					
融资活动产生现金流	2	15	-25	-29					
现金净变动	40	321	440	590					
现金的期初余额	178	218	539	979					
现金的期末余额	218	539	979	1569					

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn