

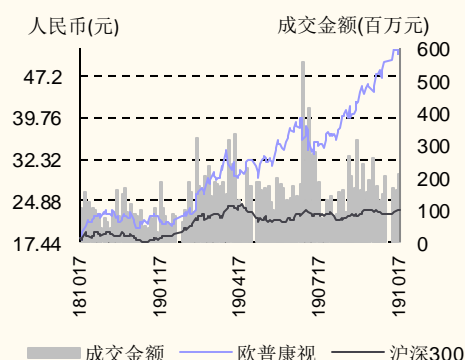
欧普康视 (300595.SZ) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 51.99 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.04
已上市流通 A 股(亿股)	2.48
总市值(亿元)	210.34
年内股价最高最低(元)	52.08/44.40
沪深 300 指数	3925



视觉健康赛道扩容下的国产角膜塑形镜领航者

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.214	0.964	0.735	0.998	1.332
每股净资产(元)	6.48	4.56	3.37	4.23	5.38
每股经营性现金流(元)	1.16	0.66	0.51	0.69	0.88
市盈率(倍)	41.74	40.20	70.76	52.11	39.02
净利润增长率(%)	32.29%	43.34%	37.23%	35.79%	33.54%
净资产收益率(%)	18.74%	21.12%	19.28%	20.89%	21.94%
总股本(百万股)	124.31	224.37	403.87	403.87	403.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **视光赛道扩容, 角膜塑形镜市场空间可期:** 当前视光赛道扩容, 受益社会办眼科医疗服务与视光医学的快速发展, 科学验配与临床学术引导角膜塑形镜应用进入良性发展。2018 年行业拐点明确, 角膜塑形镜纳入国家《近视防治指南》形成了在需求端与供给端使用渗透率提升的前提条件。根据我们测算, 我国角膜塑形镜市场规模具有成长空间大, 弹性强的特点, 且 2020-2025 年处于快速发展阶段。
- **稀缺资质奠定先发优势, 服务属性巩固龙头地位:** 作为国产角膜塑形镜的领航者, 公司是我国大陆地区最早获得角膜塑形镜产品注册证的生产企业。资质的稀缺性很大程度为公司在品牌、产品优化研发、品类多样化、渠道模式建设以及学术推动等方面提供了先发优势, 成为巩固资质壁垒的重要支撑。竞争格局虽然加剧, 由于“产品定制化设计+订单式生产”是行业特有的经营模式, 经过多年积淀, 完善的售后服务与稳定技术支持有望使公司的品牌市场地位快速提高。
- **创新与渠道形成合力, 盈利质量稳步提升:** 公司于 2017 年制定了以扩大直销为目的的渠道转型计划, 协同经营模式所形成的服务属性优势, 有望持续提高客户粘性与品牌力。同时随着视光医疗终端的加速覆盖, 与直销扩面联动下, 公司逐步向眼综合服务商迈进。在直销渠道的扩面与产品升级迭代的共同作用下, 自 2018 年起, 量价齐升趋势显现, 公司整体角膜接触镜销量与平均出厂价进入提升阶段, 盈利质量稳步提升。

投资建议与盈利预测:

- 我们持续看好视觉健康赛道扩容下对近视防控的需求的空间。考虑公司所处行业景气度高, 核心产品角膜塑形镜消费属性强, 细分领域竞争格局较好, 协同公司在渠道与终端的布局, 我们看好其成长趋势。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.74/1.00/1.33 元, 对应当前股价分别为 71/52/39 倍。给与公司 2019 年 PE 为 77.8 倍, 对应目标股价 57.2 元, 首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示:

- 角膜塑形镜行业的整体监管风险; 直销与市场推广导致费用增加引起业绩不及预期的风险; 限售股解禁的流动性风险; 商誉减值风险; 产品结构相对单一的风险; 上游供应商集中的风险; 其他市场进入者风险。

曾秋林 分析师 SAC 执业编号: S1130519100001
(8621)60230221
zengqiulin@gjzq.com.cn

内容目录

欧普康视：受益视觉健康赛道扩容的国产角膜塑形镜领航者	5
视光赛道扩容，角膜塑形镜市场空间可期	5
我国儿童青少年总体近视发病形势严峻，近视防控任务势在必行	5
政策与产学研共同推动，奠定渗透率提高基础	6
渗透率弹性测算，角膜塑形镜市场成长空间广阔	8
稀缺资质奠定先发优势，持续升级加强准入壁垒	10
公司是国产角膜塑形镜的领航者	10
资质稀缺，行业进入壁垒突出	11
迭代升级驱动，巩固资质壁垒	14
深化眼视光终端建设，铸就长期竞争优势	22
竞争加剧，服务属性优势巩固龙头地位	22
战略布局终端建设，向眼综合服务商迈进	23
股权激励扩大至子公司，彰显长期发展信心	25
创新与渠道形成合力，盈利质量稳步提升	26
投资建议与盈利预测	30
风险提示	30

图表目录

图表 1：历年我国青少年及儿童近视患病率调查	5
图表 2：2011-2018 年我国青少年及儿童近视人数测算（万人）	5
图表 3：角膜塑形镜在我国的发展阶段	6
图表 4：国家卫生健康委发布《近视防治指南》——单纯性近视矫正措施	7
图表 5：我国角膜塑形镜使用渗透率的测算值	8
图表 6：角膜塑形镜使用渗透率驱动因素	8
图表 7：角膜塑形镜渗透率与市场规模测算（情景假设）	9
图表 8：欧普康视历史沿革	10
图表 9：欧普康视股权结构（截止 2019 年半年报披露）	11
图表 10：欧普康视当前生产和销售的主要产品类别及对应的商标品牌	11
图表 11：2018 年营收结构—角膜塑形镜是公司核心产品	12
图表 12：欧普康视主要产品相关术语与释义说明	12
图表 13：欧普康视主营业务在医用光学器具行业产品分类中的位置	13
图表 14：医疗器械技术审评流程	14
图表 15：欧普康视的产品升级优化路径	14
图表 16：“梦戴维”系列角膜塑形镜适用人群	15
图表 17：梦戴维 IV-DF 型图示	16
图表 18：梦戴维 IV-AP 型图示	16
图表 19：日戴维 II-MZ 型图示	16

图表 20: 日戴维 II-AP	16
图表 21: 硬性&软性角膜接触镜对比	17
图表 22: 日戴维—华锥镜片图例	18
图表 23: 大直径新华锥示意图	18
图表 24: DreamVision 角膜塑形镜图示	18
图表 25: DreamVision All-in-one GP 图示	18
图表 26: 2013-2018 年角膜塑形镜营业收入 (万元)	19
图表 27: 2016H-2019H 角膜塑形镜营业收入 (万元)	19
图表 28: 镜特舒系列	20
图表 29: 2014-2018 年护理产品营收情况 (万元)	20
图表 30: 2016H-2019H 护理产品营收情况 (万元)	20
图表 31: 智能小梦角膜监控仪: 随时监控角膜状况, 医患远程实时互动	21
图表 32: 截止 2019 年 6 月国家药品监督管理局颁发的角膜塑形镜产品注册证及进口许可证的国内外产品一览	22
图表 33: 历年投资与控股渠道商数量 (地理区位)	23
图表 34: 2019H1 投资与控股渠道商分布 (地理区位)	23
图表 35: 历年投资与控股渠道商数量 (城市等级)	24
图表 36: 2019H1 投资与控股渠道商分布 (城市等级)	24
图表 37: 历年投资与控股服务终端数量 (医疗类型)	24
图表 38: 2019H1 投资与控股医疗服务终端结构	24
图表 39: 历年投资与控股服务终端数量 (城市等级)	25
图表 40: 2019H1 投资与控股终端分布 (城市等级)	25
图表 41: 历年投资与控股服务终端数量 (地理区位)	25
图表 42: 2019H1 投资与控股终端分布 (地理区位)	25
图表 43: 2014 年-2018 年营业收入情况 (万元)	26
图表 44: 2014 年-2018 年归母净利润情况 (万元)	26
图表 45: 2016H-2019H 半年度营业收入情况 (万元)	26
图表 46: 2016H-2019H 半年度归母净利润情况 (万元)	26
图表 47: 2015-2018 年分产品毛利率情况	27
图表 48: 2016H-2019H 半年度分产品毛利率情况	27
图表 49: 2013-2019H 主营业务收入直销&经销占比	27
图表 50: 2017H-2019H 直销&经销毛利率情况	27
图表 51: 2014-2018 年角膜接触镜销量情况 (片)	28
图表 52: 2014-2018 年角膜接触镜平均出厂价 (元/片)	28
图表 53: 2014-2018 年期间费用情况	28
图表 54: 2016H-2019H 期间费用情况	28
图表 55: 2014-2018 年利润率情况	29
图表 56: 2016H-2019H 利润率情况	29
图表 57: 2014-2018 年经营活动现金流量净额/净利润	29

图表 58: 2016H-2019H 经营活动现金流量净额/净利润.....	29
图表 59: 主营业务收入拆分及预测.....	30

欧普康视：受益视觉健康赛道扩容的国产角膜塑形镜领航者

视光赛道扩容，角膜塑形镜市场空间可期

我国儿童青少年总体近视发病形势严峻，近视防控任务势在必行

- 根据 2018 年国家卫生健康委同教育部、财政部组织开展的全国儿童青少年近视调查工作显示：
 - 1) 2018 年全国儿童青少年总体近视率为 53.6%。其中，6 岁儿童为 14.5%，小学生为 36.0%，初中生为 71.6%，高中生为 81.0%。
 - 2) 在小学和初中阶段，近视率随着年级的升高快速增长，小学阶段从一年级的 15.7% 增长到六年级的 59.0%，初中阶段从初一年级的 64.9% 增长到初三年级的 77.0%，
 - 3) 高三年级学生高度近视，也就是近视度数高于 600 度，在近视总数中占比达到 21.9%。

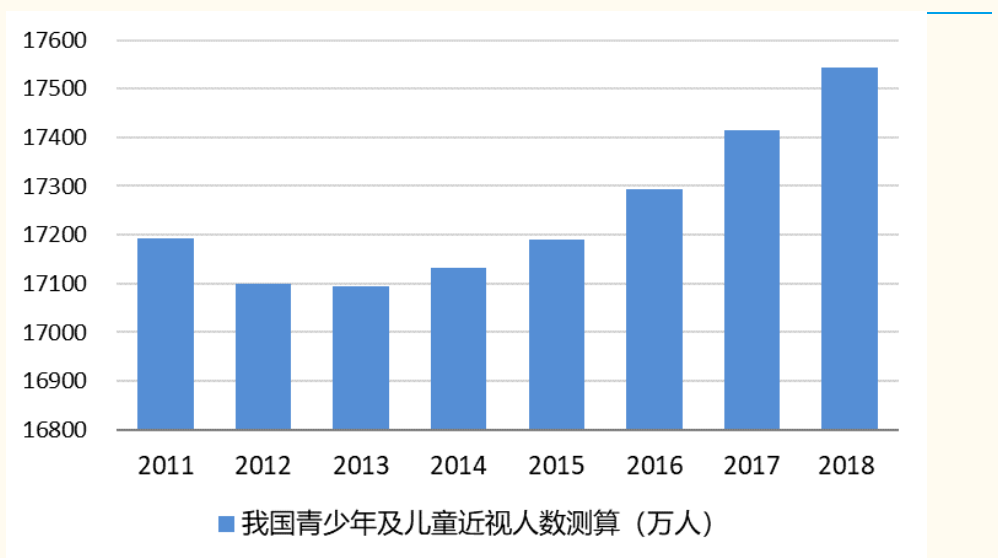
图表 1：历年我国青少年及儿童近视患病率调查

调查时间	2010年	2014年	2018年
发布主体	国家体育总局	国家教育部	国家卫健委、教育部、财政部
近视患病率调查	《国民体质监测公报》	《全国学生体质与健康调研》	《全国儿童青少年近视调查工作》
小学	31.67%	45.71%	36%
初中	58.07%	74.36%	72%
高中	76.02%	83.28%	81%
青少年儿童总体近视率	50.86%~51.36%		53.6%

来源：各政府网站，国金证券研究所

结合世界银行的人口数据库与我国当前各年龄段近视患病率情况，我们预计，2018 年-2019 年期间我国儿童青少年近视人数约有 1.7~1.8 亿人。

图表 2：2011-2018 年我国青少年及儿童近视人数测算（万人）



来源：世界银行、卫健委、国金医药测算、国金证券研究所

- 近年来近视发病率不断上升且呈现低龄化趋势，小学和初中阶段已成为我国近视防控的重点年龄阶段。高度近视问题突出，且会引起玻璃体及眼底的退行性病变，高度近视相关并发症是导致视力损伤和致盲的重要因素，因此控制近视的发病以及减缓近视的进展是极为重要。

政策与产学研共同推动，奠定渗透率提高基础

- 角膜塑形技术为青少年近视防控提供了一个非手术的物理矫治方法，使用逆几何设计的硬性高透氧性的角膜接触镜，通过平坦基弧对角膜的机械压力、眼睑运动和泪液负压等作用，快速改变角膜中央区形态而降低近视度数，具有可逆性、使用方便、第二天无需佩戴眼镜即可恢复裸眼视力等优点。
- 经临床研究表明，角膜塑形镜具有减缓青少年近视进展的作用，因而受到眼科学者以及患者的广泛关注。
- 我国从 1998 年引进了角膜塑形技术至今共经历了四个阶段。引进初期，由于缺乏科学的市场指导、医疗管理和规范性操作，验配经验和技術有限，消费者依从性差、操作不当等原因，使得最初几年内角膜塑形技术在中国配戴者中出现了一些严重并发症。

图表 3：角膜塑形镜在我国的发展阶段



来源：国金医药整理绘制，国金证券研究所

- 针对角膜塑形镜市场良莠不齐，2001 年原卫生部发布《关于加强医疗机构验配角膜塑形镜管理的通知》，规定验配角膜塑形镜的验配需由具有《医疗机构执业许可证》的二级（含二级）以上的医疗机构提供，此外对于操作

人员资质也有严格的要求。至此，角膜塑形镜行业进入了十余年的整合、严监管以及规范度提高的阶段。

- 虽然国家 CFDA 对角膜塑形镜这样一个单一的医疗器械类产品进行严格的规定实属罕见，但这并不说明国家对这门技术不认可。国家是希望通过提高技术门槛，让更多热心于此而有受过严格训练的眼科医师和视光医师去科学和规范的掌握它。
- 2011 年起，政策逐步完善，国家药监局新法规《角膜塑形用硬性透气接触镜说明书编写指导原则》颁布，促使行业规范度与监管力度大幅提升。同时，受益社会办眼科医疗服务的快速发展，叠加眼科与视光医学的专业推动下，科学验配与临床研究引导角膜塑形镜进入良性健康发展。
- 2018 年 6 月 1 日，国家卫生健康委发布《近视防治指南》，文件首次将角膜塑形镜纳入单纯性近视矫正措施，认定角膜塑形镜在近视防控的有效性，权威性学术与临床应用卡位突破。规范性定调下，行业迎来新一轮发展机遇，成为角膜塑形镜渗透率提高的前提条件。

图表 4：国家卫生健康委发布《近视防治指南》——单纯性近视矫正措施

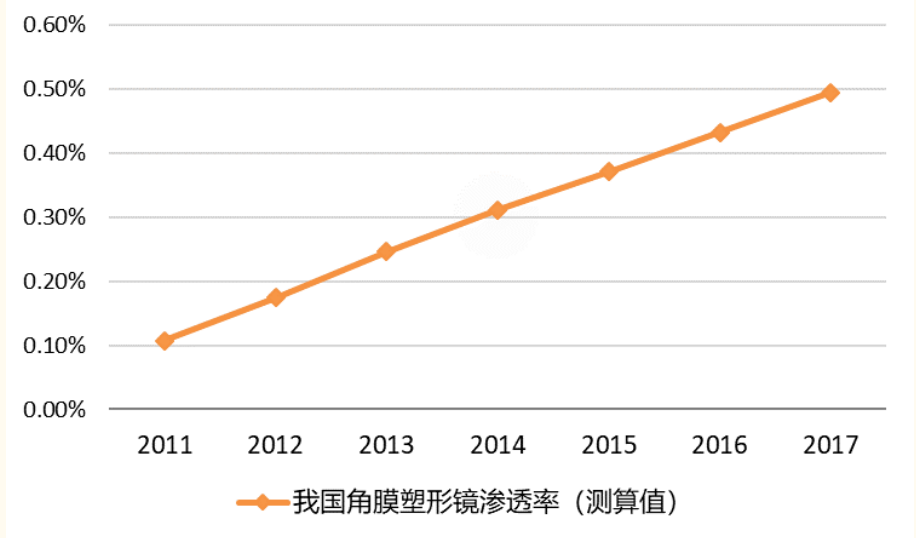
单纯性近视矫正措施	适用人群	矫正原理	可逆性	优点	缺点
框架眼镜	全年齡	通过光学透镜改变光线聚焦点，使成像落在视网膜上	可逆	最简单安全的矫正器具，应做到每年至少一次复查，及时调整眼镜度数。	青少年使用中每年度数加深严重的可能，应至少每半年进行一次复查。眼镜佩戴不适合剧烈活动
角膜接触镜					
软性接触镜	可用于近视的矫正，部分儿童可用于恢复双眼视和促进视觉发育	通过光学原理，改变光线折射角度，区别于框架眼镜，直接接触角膜	可逆	使用便利，佩戴美观，视野宽阔	长时间佩戴会引起眼部不适，易引发感染等问题，透氧性差不舒适
硬性接触镜	适用于有需求而又无禁忌证的任何年龄配戴者。近视、远视、散光、屈光参差，尤其是圆锥角膜及角膜瘢痕等所致的不规则散光可优先考虑选择	通过光学原理，改变光线折射角度，区别于框架眼镜，直接接触角膜	可逆	具有透气性好、不影响泪液交换、使用寿命长等特点	由硬质材料制成，需要一定的适应期
角膜塑形镜	在一般接触镜适应症与非适应症的基础上，重点强调未成年儿童需要有家长监护配合治疗	促进角膜中央区扁平化、合理恢复角膜的形状、降低角膜屈光度	可逆	矫正效果好，能有效控制青少年每年近视发展，使用方便，第二天无需佩戴眼镜即可恢复裸眼视力	维护要求较高，价格昂贵，需要连续每晚佩戴
手术矫正					
激光角膜屈光手术	对于年龄在 18 岁以上，屈光力稳定在 2 年以上，但在手术前需进行相关的术前检查，符合相应规定的角膜厚度、屈光度数及预设切削深度等条件方可进行手术，不同术式的术前条件要求不同	准分子激光切削角膜，改变角膜厚度	不可逆	手术一次即可恢复视力，不需后期维护，方便美观	创伤性治疗，手术效果不可逆，可能导致干眼症等问题的发生
有晶体眼人工晶体植入术	一般适用于近视度数较高、不愿意戴眼镜但又不适合激光角膜屈光手术者	向眼球内植入人工晶体，无需磨损角膜	可逆	矫正视力范围较大，手术可逆	可能导致角膜内皮细胞减少，眼压升高、晶体状体混浊等眼内并发症

来源：卫健委《近视防控指南》，国金证券研究所

渗透率弹性测算，角膜塑形镜市场成长空间广阔

- 结合世界银行人口数据库、历年我国儿童青少年近视患病率调查、中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会角膜塑形进口数量以及欧普康视角膜塑形镜出厂量，经测算，我们认为，至 2017 年我国角膜塑形镜的使用渗透率具有基数低、提升加速的特征。
- 根据测算，2011 至 2017 年，角膜塑形镜在我国的使用渗透率开始加速提升，我们估计 2017 年角膜塑形镜的使用渗透率约在 0.49% 左右。

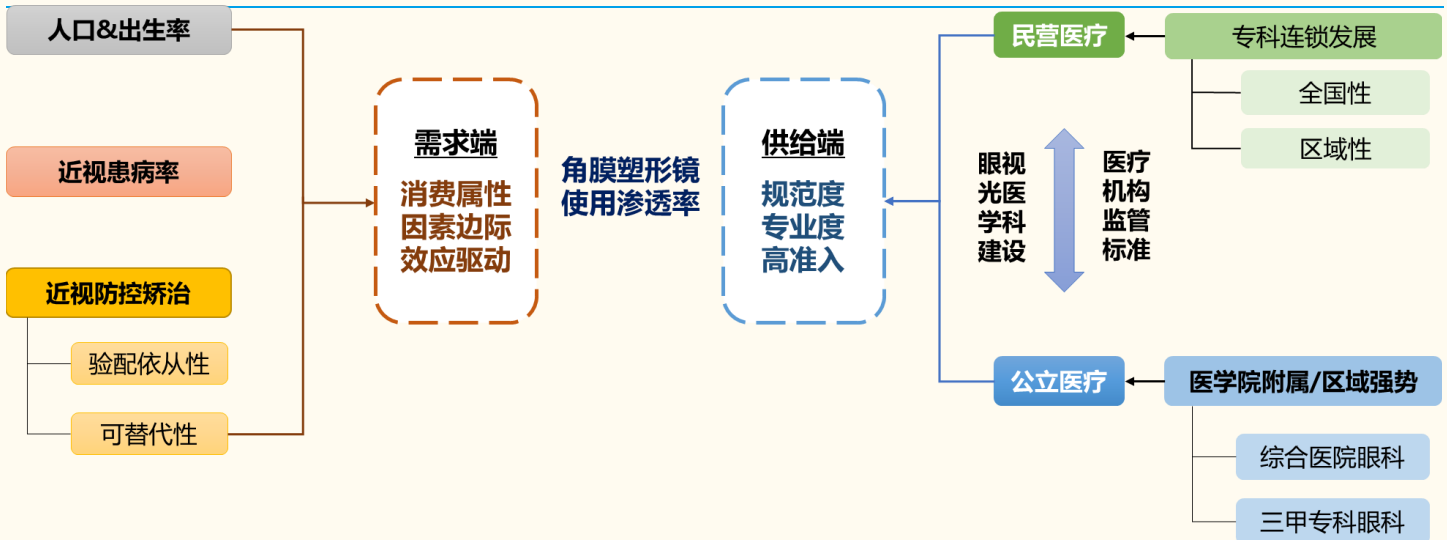
图表 5：我国角膜塑形镜使用渗透率的测算值



来源：国金医药测算，国金证券研究所

- 结合角膜塑形术在我国的发展历程，在政策与产学研的共同作用下，需求端与供给端分别形成了角膜塑形镜使用渗透率提升的前提条件。
- 人口结构、近视患病率以及近视防治等消费属性因素的边际效应成为驱动角膜塑形镜需求端使用渗透提升的主要原因。而供给维度则受益于行业规范度、专业度、以及准入壁垒提高。

图表 6：角膜塑形镜使用渗透率驱动因素



来源：国金医药绘制，国金证券研究所

- 假设我国儿童青少年总体近视率以 2018 年的 53.6% 维持不变，以 2017 年角膜塑形镜使用渗透率 (0.49%) 为测算起点，同时结合当前我国角膜塑形镜的使用渗透率具有基数低、提升加速的特征，通过对渗透率提升幅度、平均客单价提价幅度不同情景假设下的量化测算，我们认为，我国角膜塑形镜市场规模具有成长空间大，弹性强的特点，且 2020-2025 年处于快速发展阶段。

图表 7：角膜塑形镜渗透率与市场规模测算（情景假设）

	角膜塑形镜渗透率		客单价假设	市场规模测算（亿元）		行业复合增速（CAGR）		
	提升幅度	2035E渗透率	平均提价幅度	2019年	2035年	2020E-2025E	2025E-2030E	2030E-2035E
情景假设1	0.003%/年	2.15%	1.5%/年	79.8	302.1	10.8%	8.1%	6.3%
情景假设2	0.003%/年	2.15%	3.0%/年	82.2	393.4	12.4%	9.7%	7.9%
情景假设3	0.003%/年	2.15%	5.0%/年	85.4	556.1	14.6%	11.8%	10.0%
情景假设4	0.02%/年	5.06%	1.5%/年	86.2	710.6	17.7%	13.4%	10.1%
情景假设5	0.02%/年	5.06%	3.0%/年	88.8	925.4	19.5%	15.1%	11.8%
情景假设6	0.02%/年	5.06%	5.0%/年	92.3	1308.1	21.8%	17.3%	13.9%
情景假设7	0.05%/年	10.19%	1.5%/年	97.6	1431.6	24.7%	16.6%	11.8%
情景假设8	0.05%/年	10.19%	3.0%/年	100.5	1864.2	26.5%	18.3%	13.4%
情景假设9	0.05%/年	10.19%	5.0%/年	104.5	2635.3	29.0%	20.6%	15.6%

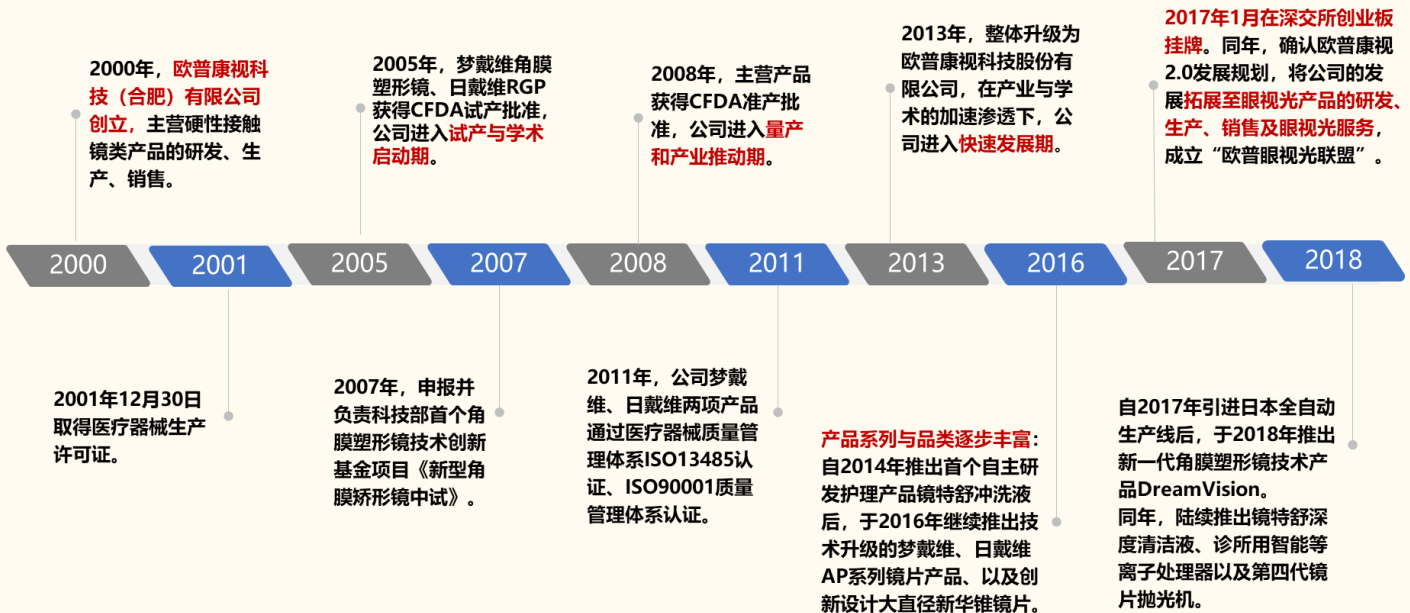
来源：国金医药测算，国金证券研究所

稀缺资质奠定先发优势，持续升级加强准入壁垒

公司是国产角膜塑形镜的领航者

- 2000年9月27日，美国奥泰克公司（AUTEK, INC.）（注册于美国加州的公司，设立外商独资性质的欧普有限。2013年欧普有限整体变更为欧普康视科技股份有限公司。
- 公司自成立以来一直专注非手术视力矫正领域，业务聚焦眼视光产品的研发、生产、销售以及眼视光服务。
- 公司是我国大陆地区最早获得国家食药监总局颁发的角膜塑形镜产品注册证的生产企业，也是我国大陆地区少数获得硬性角膜接触镜产品注册证的生产企业之一。
- 经过多年技术研发和经验积累，公司能够为屈光不正患者提供符合中国人眼部特征的个性化定制硬性角膜接触镜产品，是国内硬性角膜接触镜细分领域中能够与国外同行业企业形成有力竞争的少数企业之一。

图表 8：欧普康视历史沿革



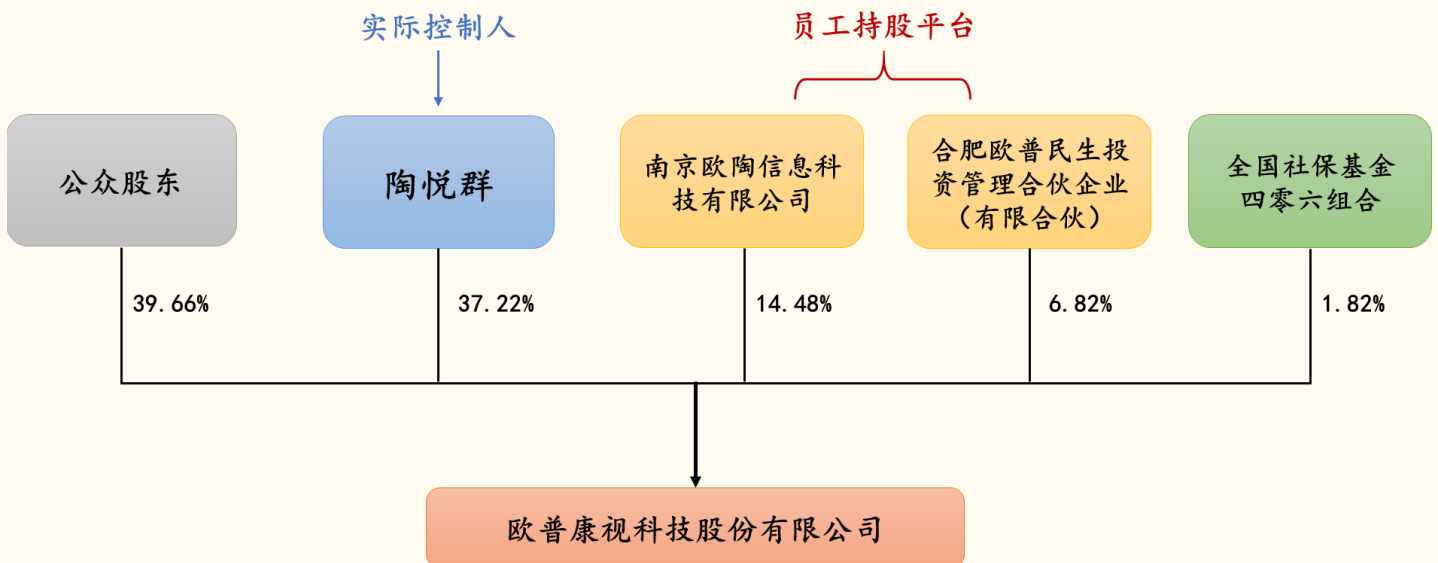
来源：公司资料，国金证券研究所

公司股权结构稳定，员工持股平台凝聚公司中长期发展基础。

公司实际控制人为陶悦群博士，目前持有上市公司 37.22%股权。作为公司创始人，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、全球特殊接触镜大会等角膜塑形技术行业的国际会议，参与编写《现代角膜塑形学》专著，一定程度推动了我国角膜塑形学与视光医学的发展。

公司股权中，南京欧陶与欧普民生是上市公司的员工持股平台，分别持有上市公司 14.48%和 7.24%股权，绑定了公司的核心高管与技术人员，为公司的长期发展奠定了凝聚力。

图表 9：欧普康视股权结构（截止 2019 年半年报披露）



来源：公司公告，国金证券研究所

资质稀缺，行业进入壁垒突出

欧普康视自成立至今，一直专注于角膜塑形镜为核心产品的硬性角膜接触镜及护理产品的设计、研发、生产和销售，产品涵盖角膜塑形镜、普通硬性角膜接触镜以及护理产品等多个系列，围绕硬性角膜接触镜领域形成了较为完善的产品品类布局。

目前，公司旗下共拥有 DreamVision、梦戴维、日戴维、华锥、镜特舒、openvision、梦视清等商标。截止 2018 年底，公司产品已进入全国 800 多家医疗机构，累计使用人数超过 70 万。

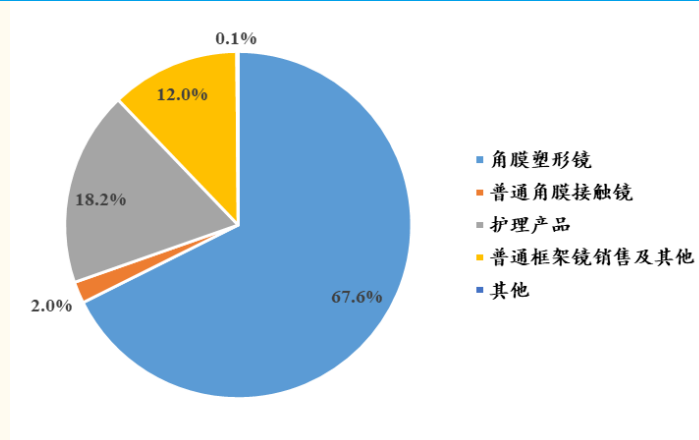
图表 10：欧普康视当前生产和销售的主要产品类别及对应的商标品牌

硬镜类	护理产品镜特舒家族	高端眼科产品	安全保障类产品
➢ DreamVisionGP	➢ 镜特舒冲洗液	➢ 泪小管阻芯	➢ 智能小梦
➢ DreamVision角膜塑形镜	➢ 深度洁净液		
➢ 梦戴维IV-DF	➢ 多功能隐形眼镜护理液		
➢ 梦戴维IV-AP	➢ 隐形眼镜润滑液		
➢ 日戴维II-MZ	➢ 硬镜综合检测仪		
➢ 日戴维II-AP	➢ 智能等离子处理器		
➢ 华锥CK	➢ 第四代简易抛光机		
	➢ 镜特舒超声波清洗仪		

来源：公司官网，国金证券研究所

公司目前销售的主要产品涵盖角膜塑形镜（DreamVision 品牌、梦戴维品牌）、普通硬性角膜接触镜（DreamVision 品牌、日戴维品牌、华锥品牌）护理产品（镜特舒品牌）以及普通框架。

图表 11：2018 年营收结构—角膜塑形镜是公司核心产品



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：欧普康视主要产品相关术语与释义说明

术语名称	释义
角膜接触镜	是一种戴在眼球角膜上，用于矫正视力、保护眼睛等用途的镜片。根据 材料的软硬 通常分为 硬性角膜接触镜 和 软性角膜接触镜 等。
硬性角膜接触镜	角膜接触镜中的类型之一， 其最终形态在正常条件下不需要支撑即可保持形状的角膜接触镜，简称硬镜 。具有矫正屈光不正、角膜散光等用途。具备优良的光学性能，不影响泪液交换，并对不规则角膜（如圆锥角膜）的屈光矫正有良好的效果。
角膜塑形镜	一种 特殊的硬性角膜接触镜 ，用于改变角膜的几何形态，暂时性地改变角膜屈光度。用于提高裸眼视力，具有可逆性、非手术物理矫正近视功能，可以控制或减缓近视发展。
软性角膜接触镜	角膜接触镜中的类型之一， 是需要支撑以保持形状的角膜接触镜，简称软镜 。具有矫正屈光不正等用途。具备良好初戴舒适性。

来源：招股说明书，国金证券研究所

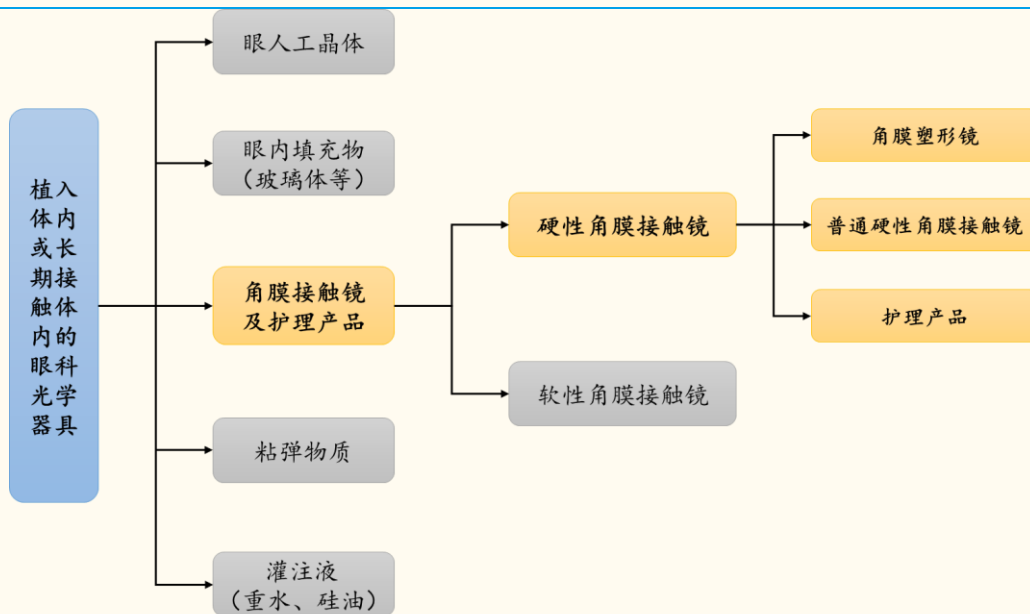
公司于 2008 年获批角膜塑形镜医疗器械产品注册证，是我国大陆地区最早获批的企业。同时公司也是我国大陆地区少数获得硬性角膜接触镜产品注册证的生产企业之一。

截止 2019 年 6 月，共有九个品牌获批角膜塑形镜资质。其中七个品牌为进口，两家为国产品牌。

公司领先北京爱博诺德 10 年时间获批角膜塑形镜资质。角膜塑形镜与普通硬性角膜接触镜资质的稀缺性很大程度为公司提供了发展机遇，为公司在品牌、产品优化研发、品类多样化、渠道模式建设以及产业与学术推动等方面奠定了先发优势。

角膜塑形镜与普通硬性角膜接触镜属于国家食药监总局《医疗器械分类目录》中“植入体内或长期接触体内的眼科光学器具”，管理类别属于III类医疗器械产品，行业进入壁垒突出，体现在：1) 产品准入许可制度严格；2) 审查周期长；3) 临床应用审查标准要求严格。

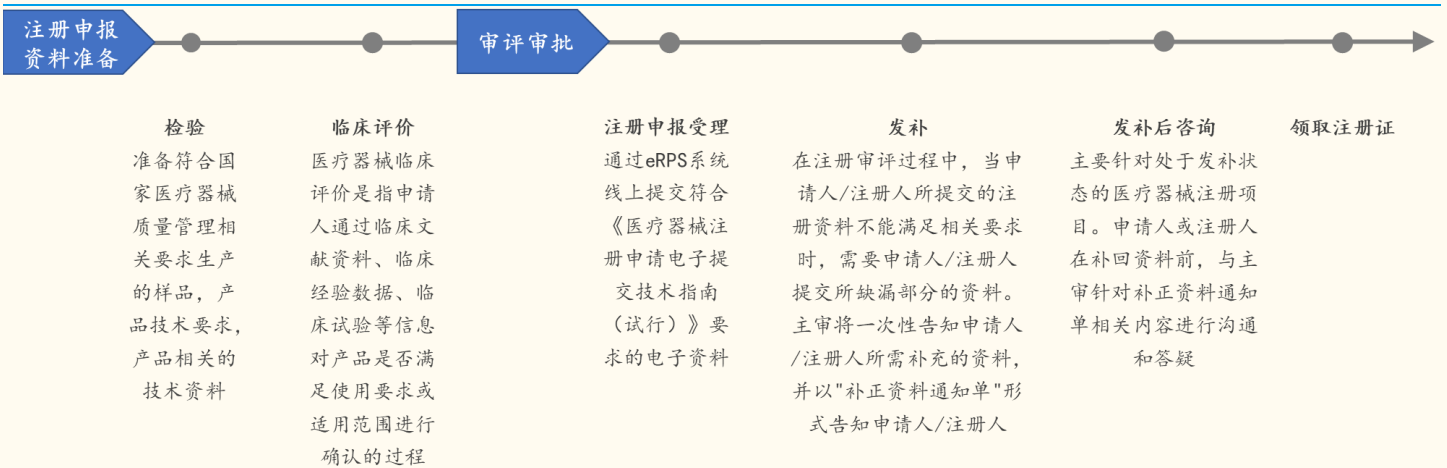
图表 13：欧普康视主营业务在医用光学器具行业产品分类中的位置



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 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，根据国家《医疗器械监督管理条例》，生产三类医疗器械，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试用或者临床验证应当通过国务院药品监督管理部门负责审批通过，并获得国务院药品监督管理部门颁发的《产品注册证》后才能进行该类医疗器械产品的生产和销售。
- 在我国，三类医疗器械产品注册证的注册流程主要包含申请准备、产品试制、注册监测标准建立、注册检验、临床试验和注册申报、材料审批等一系列步骤，是一项技术含量高、工作量较大和需统筹规划的系统性工作，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。
- 对于三类医疗器械，临床评价尤其重要。部分产品可以免于临床评价，但角膜塑形镜不在此列。临床试验指在具备相应条件的临床试验机构中，对拟申请注册的医疗器械在正常使用条件下的安全有效性进行确认的过程。《医疗器械临床试验质量管理规范》要求企业按试验用医疗器械的类别、风险、预期用途等组织制定临床试验方案。方案包括临床试验的背景资料，安全性评价方法，有效性评价方法等方面。
- 此外，我国医药监管部门还实行严格医疗器械生产和经营许可证许可管理制度。开办三类医疗器械生产企业，需要经省、自治区、直辖市食品药品监督管理局审查批准，获得《医疗器械生产企业许可证》及《医疗器械经营企业许可证》后才能设立和开展经营。

图表 14：医疗器械技术审评流程



来源：国家药品监督管理局医疗器械技术审评中心官网，国金证券研究所

迭代升级驱动，巩固资质壁垒

- 2008年“梦戴维”系列角膜塑形镜正式上市后，公司持续对现有产品系列进行研发升级，推动核心产品的更新换代与新产品的拓展。在巩固资质赋予的准入壁垒的同时，成为公司量价以及毛利率提升的重要驱动。
- 我们认为，公司的持续创新路径体现在：1) 优化现有品牌系列，持续迭代更新产品；2) 创制新品牌系列，形成多维度品牌布局；3) 丰富产品品类，开发附加空间。

图表 15：欧普康视的产品升级优化路径



来源：公司资料，国金证券研究所

- 1) 优化现有品牌系列，持续迭代更新产品：公司持续对包括梦戴维、日戴维以及华锥在内的传统品牌系列进行升级优化，相继推出新产品以维持原有系列的竞争优势。

在角膜塑形镜方面，公司主要针对梦戴维系列的镜片设计及加工处理技术进行了优化更新，以实现更加方便眼泪水的交换，减少蛋白质沉淀物粘附镜片，降低异物感，提高戴镜的舒适性。

- 梦戴维是根据欧普康视订单系统中大样本量的应用数据反馈，结合中国人的眼部结构特点，在沿用泪液均衡的四区多弧设计基础上，创新型的采用与角膜形态特点一致的非球面设计，各项参数可根据配戴者角膜的差异达到完全的个性化定制。

图表 16：“梦戴维”系列角膜塑形镜适用人群

适用人群	要求
年龄	8岁以上
眼科疾病	无眼病、无眼干、无免疫功能问题
近视度数	600度以下
角膜散光	175度以下
角膜平坦K值	大于39D，小于46D
眼压	大于12，小于21
瞳孔	大小正常

来源：招股说明书，国金证券研究所

2016年，梦戴维角膜塑形镜系列进行了产品更新升级，不仅是外包装有所区别，还更新了最新的设计及加工处理技术。目前产品主要分为 IV-DF 型、IV-AP 型及环曲面设计镜片（IV-DF+T, IV-AP+T）。

IV-DF 型：表示该镜片采用的是经典多弧段设计，该镜片设计临床应用时间最长，最经典；

IV-AP 型：表示该镜片采用的是非球设计+等离子处理技术，适合年龄小、异物感强的人群，并且非球面设计的角膜塑形镜针对高度数、高 E 值、高曲率的“三高”人群，效果更好；

环曲面设计镜片(如 IV-DF+T 型或 IV-AP+T 型)：表示该镜片还带有环曲面设计工艺，专门针对大散光人群；

梦戴维 IV-AP 型镜片是梦戴维 IV-DF 设计基础上的升级。在定位区（保障镜片居中定位）和周边区（保障泪液交换）需要与角膜形态更加吻合的两个关键设计区域采用了非球面设计，镜片的形状和角膜的形状更加吻合，曲度连续变化。并集成了“圆弧一体化边缘加工”、“镜片表面等离子处理”等多项领先的生产技术，更加方便眼泪水的交换，减少蛋白质沉淀物粘附镜片，降低异物感，提高戴镜的舒适性。

图表 17: 梦戴维 IV-DF 型图示



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 18: 梦戴维 IV-AP 型图示



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 在普通硬性角膜接触镜方面, 公司于 2016 年相继推出日戴维 II-AP 型以及大直径新华锥, 以改善初代日戴维与华锥镜片在验配与吻合度的问题。

“日戴维”系列产品是新一代的硬性角膜接触镜, 具有透气性好、不影响泪液交换、使用寿命长等特点。由于其外表面形状固定, 成像效果更佳, 尤其是矫正散光的效果较其他产品更好。近视患者在配戴该产品时不仅可以使其矫正视力回复至正常水平, 而且长期配戴日戴维还有一定的减缓近视加深作用。

图表 19: 日戴维 II-MZ 型图示



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 20: 日戴维 II-AP 型图示



来源: 公司官网, 国金证券研究所

经过多年的技术研发和工艺提升, 公司目前可以通过等离子体等技术对生产的日戴维镜片进行优化, 改善镜片表面的光洁度, 从而提高镜片的湿润性和镜片配戴的舒适性。日戴维镜片主要适用人群包括 600 度以上高度近视、角膜散光超过 100 度、两眼度数差别超过 200 度的屈光参差者、近视持续加深者以及角膜屈光手术后有残留度数的近视人群。

图表 21：硬性&软性角膜接触镜对比

项目	“日戴维”硬性角膜接触镜	软性角膜接触镜
泪液交换	镜片形状相对固定、在角膜上滑动，泪液可以交换	镜片附着在角膜上，阻碍泪液交换
透氧性	具有透氧性，保护眼睛的健康	大部分透氧性较差
视力	成像效果较好	眨眼睛时软镜可能会移位
佩戴舒适度	需要一定的适应期	适应期相对较短
耐用性	由硬质材料制成，不易受损，表面有划痕可再次抛光翻新	较容易受损

来源：公司公告，国金证券研究所

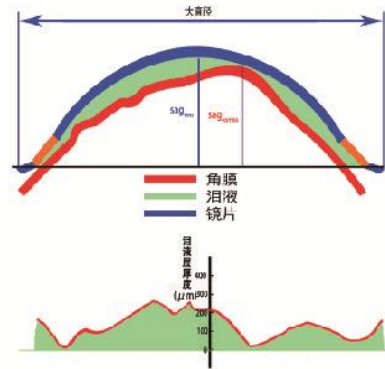
- 于 2016 年推出的日戴维 II-AP 在镜片的升级设计上采取全非球面设计，对比初代日戴维，其优势体现为：1) 镜片和角膜的吻合性更好，较薄的泪液层即可达到平行配适、泪液分布均匀、活动度流畅，残留散光小，减少发生角膜着色点的不良反应；2) 无分区，镜片前后表面消除了连接点，泪液交换顺畅，泪液交换更顺畅、戴镜适应性提高；3) 更符合角膜生理特点，减少球面像差，极少发生炫光等现象；4) 首选标片成功率高、较少调片，更易于验配；5) 基本包含传统硬性透气性角膜接触镜（RGPCL）所有适用范围。
- 全非球面设计是以角膜“e”值变化规律为指导的，镜片前后表面分为中央区（光学区）和周边区，两个区域的曲度连续变化，与角膜的前表面形态更加吻合。
- 在大直径新华锥方面，镜片设计升级上加大了直径，使镜片中央容纳不规则角膜，调节镜片矢高，使镜片在角膜边缘有效支撑。同时针对不规则角膜，降低了不规则角膜验配的难度。具有验配更为简单，适配性更广泛的优点。
- “华锥”特殊角膜接触镜片是一种针对特殊角膜形态设计的硬性角膜接触镜，是日戴维系列硬性角膜接触镜下属于品牌，为公司专利产品，主要适用于具有圆锥角膜、大角膜散光以及角膜曲率较陡的复杂屈光不正患者的佩戴。
- “华锥”系列产品采用行业较为先进的多段内弧设计，在保证镜片稳定性和视力矫正效果的同时，对角膜病变区域合理保护，具有有效遏制患者的圆锥角膜进一步发展，避免可能需要实施角膜移植的严重后果。

图表 22：日戴维—华锥镜片图例



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 23：大直径新华锥示意图



来源：公司官网，国金证券研究所

■ 2) 创制新品牌系列，形成多维度品牌布局

- 2018 年公司正式推出定位更加高端的“DreamVision”系列，与中端定位的“梦戴维”与“日戴维”形成了更为完善的品牌布局，进一步满足了不同层次人群的需求。
- DreamVision 系列共拥有角膜塑形镜与硬性角膜接触镜两种产品。DreamVision 系列相比“梦戴维”与“日戴维”系列提价月 30%，具有生产自动化程度更高、验配简单，缩短验配耗时，有效提高验配服务效能，用户佩戴舒适度更佳的特点。
 - 相比梦戴维，DreamVision 角膜塑形镜的设计特点包括：1) 镜片由日本进口全自动化高精度仪器加工，镜片质量更加精良、稳定 1) 智能化调整镜片参数；2) 定位区与角膜吻合，有助于提高泪液交换；3) 调整降幅不改变镜片适配性。
 - 相比日戴维，DreamVision All-in-one 硬性角膜接触镜的设计特点包括：1) 通过光学设计，个性化消除周边远视离焦；2) 大直径设计，中间区域不接触角膜，适合多种角膜形态；3) 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%；4) 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。

图表 24：DreamVision 角膜塑形镜图示



来源：公司官网，国金证券研究所

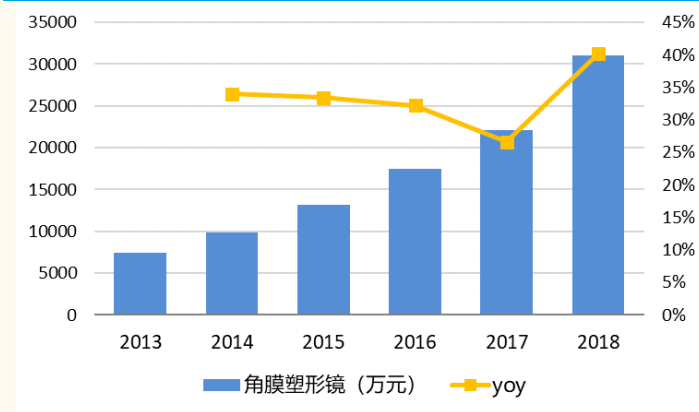
图表 25：DreamVision All-in-one GP 图示



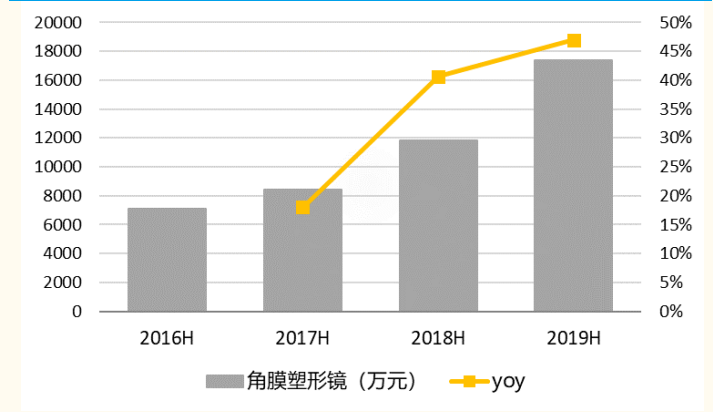
来源：公司官网，国金证券研究所

- 在现有系列的持续优化迭代与新品牌创制的共同作用下，角膜塑形镜业务营收保持高增长态势。
- 2014至2016年期间，公司角膜塑形镜业务基本维持30%以上的快速增长。2017年受“315”行业事件影响有所降低，至2018年实现营业收入3.1亿元，同比增长40%。2019年上半年，公司角膜塑形镜业务高增长态势延续，实现营业收入1.74亿元，同比增长47%。

图表 26：2013-2018 年角膜塑形镜营业收入（万元）



图表 27：2016H-2019H 角膜塑形镜营业收入（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

3) 丰富产品品类，开发附加空间。

- 现代角膜塑形镜虽然是采用高透氧性材料进行全新的设计，并且有严格的配戴程序，但是由于镜片直接接触角膜、佩戴过程时间长、戴镜人群主要是青少年等因素，配戴者容易因为倦怠而出现依从性下降的现象，再加上缺乏离院后的监督和指导，使角膜塑形镜无法取得理想的使用效果，直接影响对近视的控制程度，戴镜期间的护理尤为重要。
- 角膜塑形镜的护理模式具有专业性与延续性的特点，其护理方式包括：1) 心理护理；2) 检查护理；3) 戴摘镜片护理；4) 镜片护理；5) 并发症护理。
- 基于对护理模式的专业性与延续性需求，公司先后推出了“镜特舒”护理产品系列与“智能小梦”远程角膜监控系统，进一步打开了基于角膜塑形护理需求的附加产品的空间。
- 2018年以前，公司不生产护理产品，主要是直接外购并作为镜片的配套产品出售给客户。在2018年，公司推出了自主品牌，镜特舒深度清洁液等护理产品，实现了镜片检测、护理、维修以及保养的全覆盖。
- 公司利用募集资金新建的总建筑面积4.5万平方米的研发生产基地在2018年3月正式投入运营。新生产基地规划中年产80万瓶护理产品的无菌生产车间的装修与设备安装已基本完成，正在进行调试、检测过程中，将在2019年正式投产，同时也给正在研发中的新品预留了生产空间。

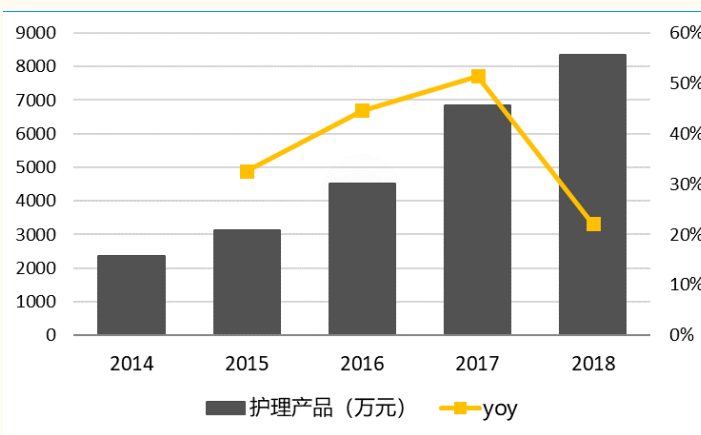
图表 28：镜特舒系列



来源：公司官网，国金证券研究所

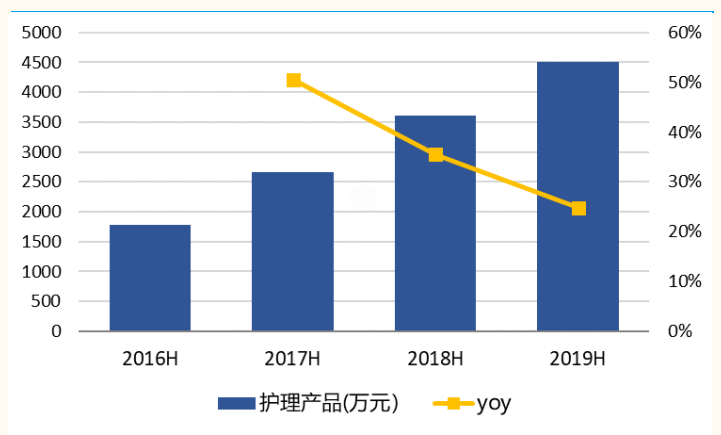
- 2018 年，公司护理产品板块实现营业收入 8338.7 万元，同比增长 22%。2019 年上半年，公司护理产品板块达到 4511.6 万元，同比增长 25%。

图表 29：2014-2018 年护理产品营收情况（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：2016H-2019H 护理产品营收情况（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 延续性护理是护理发展史上的理念革新，其强调对于由医院转移到家庭的患者进行持续的护理照顾。目前在国外已经应用于多种疾病的护理领域，使以患者为中心的护理服务能够由医院延伸到家庭、社区。
- 公司于 2018 年推出的“智能小梦”远程角膜监控系统是典型的延续性护理模式的创新代表，“智能小梦”远程角膜监控系统由远程角膜监控仪与小梦管家 APP 构成，能够快捷、直观的为病人提供健康教育指导及护理方面指导。
- 在增加佩戴者与专业医护人员联系的同时，有效提升病人的治疗信心；医护人员通过平台增强健康宣传和全程护理的同时，能够帮助病人提高正确使用角膜塑形镜的依从性，并有效降低并发症的发生率，从而达到更好地矫正近视的目的。

图表 31：智能小梦角膜监控仪：随时监控角膜状况，医患远程实时互动



来源：公司官网，国金证券研究所

深化眼视光终端建设，铸就长期竞争优势

竞争加剧，服务属性优势巩固龙头地位

- 2019年3月，国产第二家角膜塑形镜品牌普诺瞳获批上市，行业正面临竞争格局加剧的趋势。截止2019年6月，角膜塑形镜市场现有7个进口品牌和2个国产品牌在售，市场竞争将更加充分。由于资质稀缺，监管严格，我国角膜塑形镜行业整体仍处于相对蓝海市场，竞争格局清晰。

图表 32：截止 2019 年 6 月国家药品监督管理局颁发的角膜塑形镜产品注册证及进口许可证的国内外产品一览

序号	品牌名称	产品注册名称	产品注册证编号	注册人名称	批准日期	有效期至	地区
1	DreamVision 梦戴维	角膜塑形用硬性透气接触镜	国械注准20163220131	欧普康视科技股份有限公司	2016/1/26	2021/1/25	中国
2	普诺瞳	角膜塑形用硬性透气接触镜	国械注准20193160198	爱博诺德（北京） 医疗科技有限公司	2019/3/25	2024/3/24	中国
3	亨泰	角膜塑形用硬性透气接触镜	国械注许20163220006	中国台湾亨泰光学有限公司	2016/1/26	2021/1/25	台湾
4	阿尔法	角膜塑形用硬性透气接触镜	国械注进20163221583	(日本)株式会社アルファコ ーポレーション	2016/5/4	2021/5/3	日本
5	欧几里德	角膜塑形用硬性透气接触镜	国械注进20163220204	Euclid Systems Corporation	2016/1/26	2021/1/25	美国
6	菁视	Rigid Gas Permeable Contact Lenses for Corneal Refractive Therapy	国械注进20163220202	C&E GP Specialists	2016/1/26	2021/1/25	美国
7	CRT 角膜塑形镜	Paragon CRTTM 100 (paflucocon D) Rigid Gas Permeable Contact Lenses for Corneal Refractive Therapy	国械注进20163223260	PARAGON VISION SCIENCES Inc.	2016/12/23	2021/12/22	美国
8	DreamLite	角膜塑形用硬性透气接触镜Rigid Gas Permeable contact lenses for Orthokeratology	国械注进20173226392	Procornea Nederland B.V.	2017/8/2	2022/8/1	荷兰
9	露晰得	角膜塑形用硬性透气接触镜	国械注进20163220203	Lucid Korea Co.,Ltd	2016/1/26	2021/1/25	韩国

来源：国家药品监督管理局，国金证券研究所

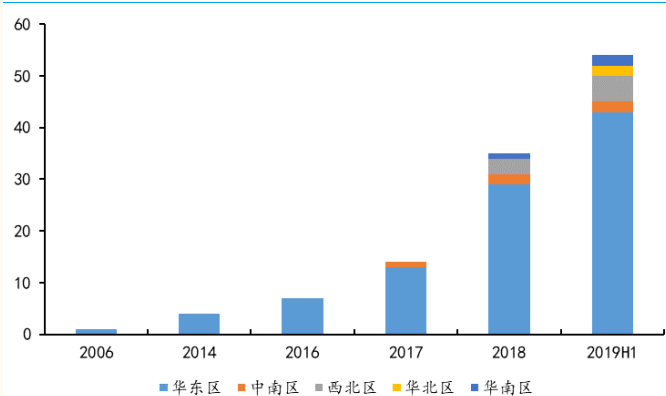
- 与西方视光学发达的国家相比，我国视光医学与硬性角膜接触镜发展起步较晚。我们认为，从消费终端看，制约角膜塑形镜推广的难点主要由以下三点构成：
 - 1) 国内具有眼视光专业医学验配知识和验配经验的人员尚稀缺；
 - 2) 消费场景受限制，患者依从性要求高，需前往具有验配资质的眼科医疗机构去验配和定期检查；
 - 3) 引进初期的欠规范野蛮发展，使部分用户的消费习惯以及心理影响对进口品牌的认可度更高，国产品牌的市场认可度有待进一步提高。
- 因此，从上游制造端看，“产品定制化设计+订单式生产”则成为了行业特有的经营模式，完善的售后服务与稳定技术支持构成该行业的关键竞争优势。
 - 企业需要根据每个不同用户的眼部特征的不同，来进行合理的镜片参数设计和提供具有针对性的产品定制化方案。不同年龄层次、不同眼部特征和近视度数等因素的不同导致客户的个性化需求具有较大的差异，导致镜片参数设计和定制化产品方案各不相同。同时，其验配需针对视力矫正患者配戴过程中出现的各种症状进行及时反馈。

- 在上述服务属性的要求下，能够定期为客户提供完善的售后服务，给相关人员提供稳定的技术支持和专业培训的生产商将会在市场竞争中具有较大的优势。
- 公司作为我国大陆地区角膜塑形镜的奠基者与领航者，产学研势能厚积薄发，经过多年的经验积累，创立了一套健全的技术培训体系，欧普康视品牌市场地位有望快速提高。
 - 公司为经销商、医疗机构等相关从业人员提供持续、系统的培训，通过培训塑造出大量具有专业医学验配知识和丰富验配经验的从业人员队伍，为公司健全服务体系、提供个性化定制服务和形成良好市场口碑提供强大的基础支撑。公司专门成立医学部提供培训和技术支持，针对验配技术人员进行初级和中级培训，进行理论、仪器操作和验配评估等多项业务培训，健全的技术培训体系为公司打造本土化服务优势、丰富营销网络提供人力支持。
 - 公司 2019 年上半年度举办了 4 期角膜塑形镜初级技术培训班、3 期中级技术培训班，累计已举办了 89 期初级培训、46 期中级培训，参训人次已超过万人，落实了安全、规范、专业的经营理念，扩大了产品的专业推广队伍。

战略布局终端建设，向眼综合服务商迈进

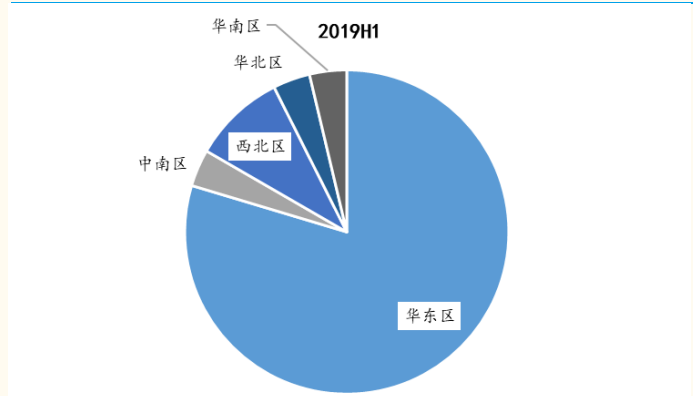
- 公司于 2017 年制定了以扩大直销为目的的渠道转型计划，旨在通过投资或控股经销机构，巩固现有经销渠道的同时，扩大直销渠道，加速视光医疗终端覆盖。协同公司在经营模式所形成的服务属性优势，有望进一步提高客户粘性与品牌力。
- 在渠道拓展方面，根据我们的统计，截止 2019 年 6 月，公司投资与控股的渠道经销机构数量共约 54 家，涉及约 31 个城市。随直销渠道的布局增加，自 2018 年起，公司直销比例提升明显，至 2019 年上半年，直销比例提升至 54% 左右。
 - 2017 年以来，公司旗下参控股的渠道商数量加速增加，地理区域覆盖面显著扩大，逐步增加中南区、西北区、华北区以及华南区的直销渠道机构。
 - 从城市等级区位来看，至 2019 年上半年，公司投资与控股的渠道商已基本形成各线城市均衡分布的格局。针对角膜塑形镜的消费特征，公司在兼顾医疗资源稀缺的基层下沉需求的同时，更侧重于针对消费水平较高的新一线及二线城市进行直销渠道布局。

图表 33：历年投资与控股渠道商数量（地理区位）



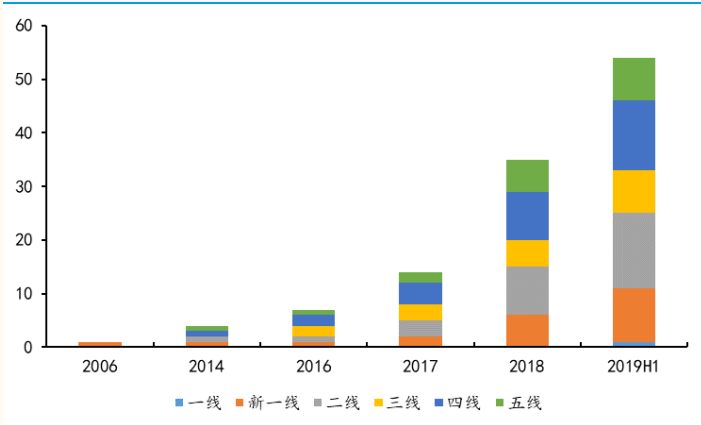
来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

图表 34：2019H1 投资与控股渠道商分布（地理区位）



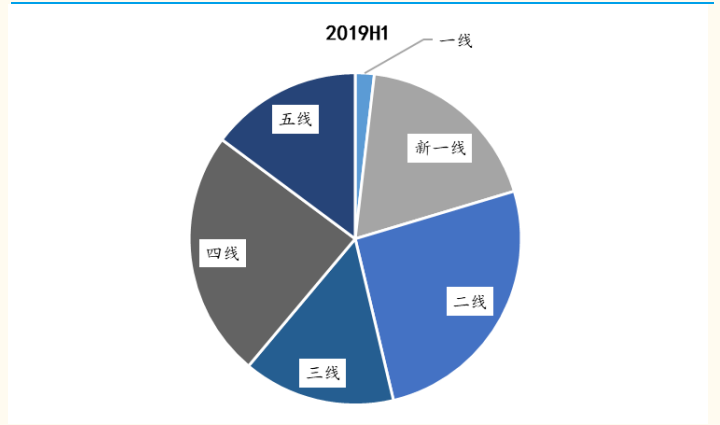
来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

图表 35：历年投资与控股渠道商数量（城市等级）



来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

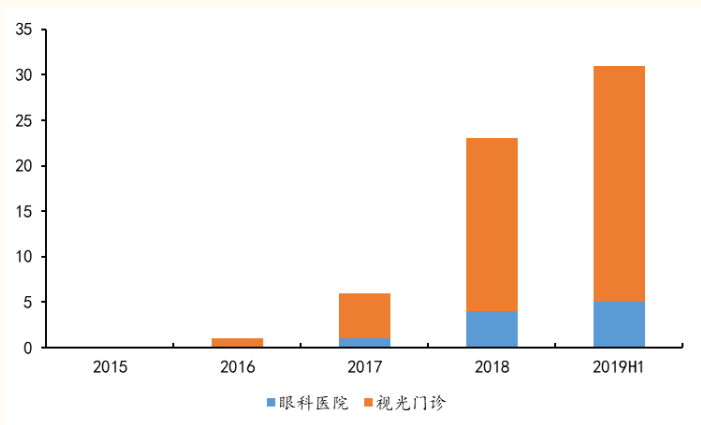
图表 36：2019H1 投资与控股渠道商分布（城市等级）



来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

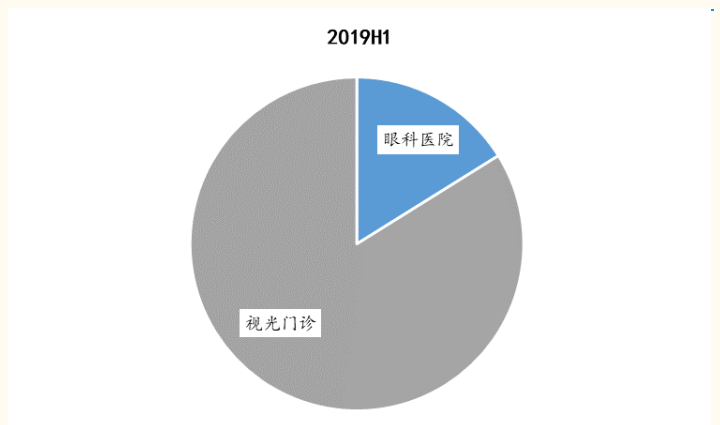
- 在医疗服务终端方面，与渠道转型计划联动，公司通过投资及控股开始布局视光服务终端，向下游产业链延伸，逐步迈向眼综合服务商迈进，深化全国角膜塑形镜渠道网点建设。
- 公司投资或控股的服务网点将为所在区域的用户提供售后复查、镜片维护、补换片、护理品购买等服务，还能为潜在用户提供免费的科普教育、视光检查、试用体验、专家咨询和品牌宣传。此外，还可以为医生、视光师提供培训和实习的场所，协助培养专业人才。
- 根据统计，截止 2019 年上半年度，公司共投资及控股了眼科医疗服务终端约 31 家，视光门诊是主要的医疗机构类型（26 家），另有 5 家为眼科医院。从区域分布来看，华东区依然是公司终端布局的核心区域，截止 2019 上半年，公司投资与控股的约 60% 以上的眼科医疗机构集中在华东地区。自 2017 年起，公司开始布局华东区以外的区域，逐步拓展至中南、西北与华北地区。从下沉趋势看，当前公司投资控股的眼视光服务终端主要集中在新一线、二线以及三线城市。

图表 37：历年投资与控股服务终端数量（医疗类型）



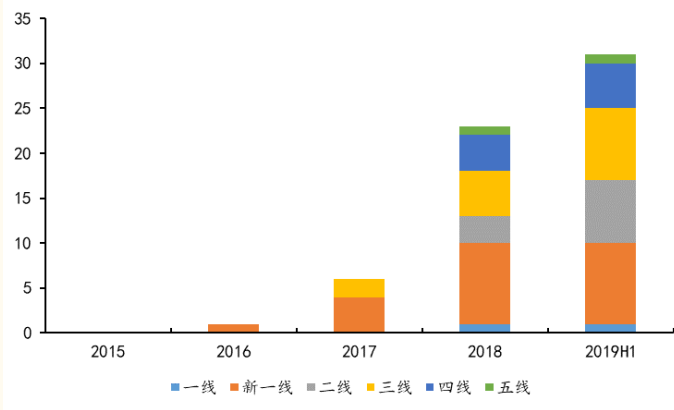
来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

图表 38：2019H1 投资与控股医疗服务终端结构



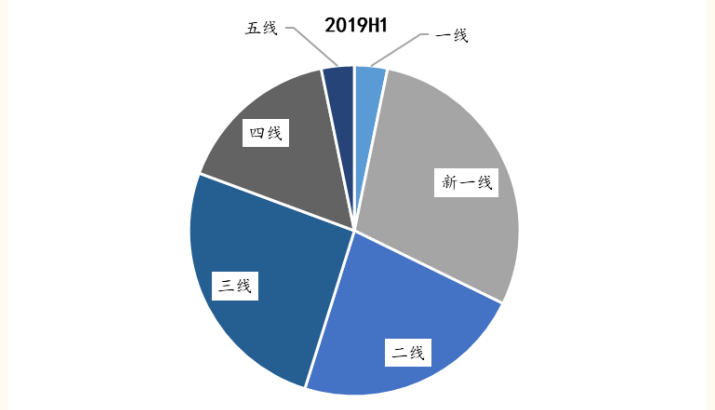
来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

图表 39：历年投资与控股服务终端数量（城市等级）



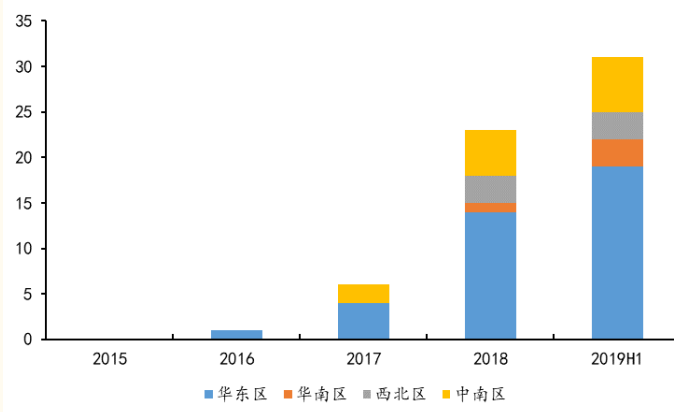
来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

图表 40：2019H1 投资与控股终端分布（城市等级）



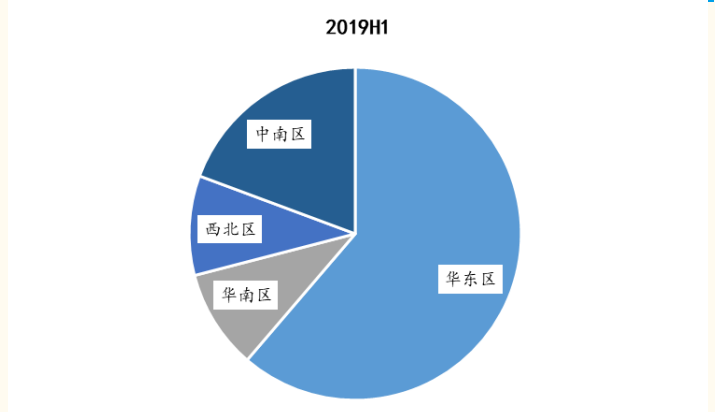
来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

图表 41：历年投资与控股服务终端数量（地理区位）



来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

图表 42：2019H1 投资与控股终端分布（地理区位）



来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

股权激励扩大至子公司，彰显长期发展信心

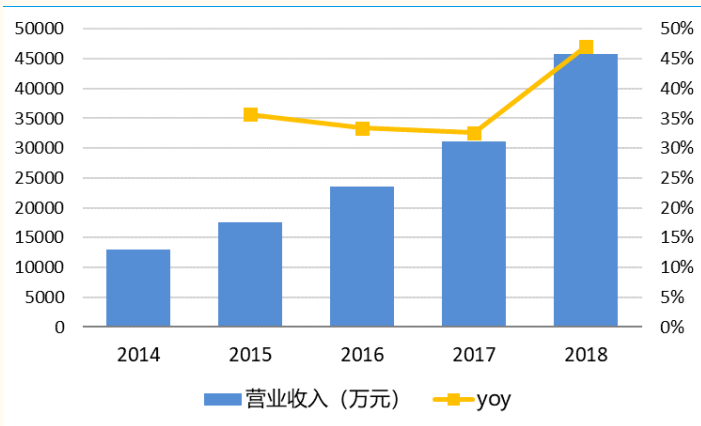
- 公司曾于 2017 年实行限制性股票激励计划，2019 年 10 月再度公告推出股权激励计划。公司在三年内推出两次股权激励计划，彰显长期发展信心。
- 2019 年 10 月 1 日，公司公告 2019 年限制性股票激励计划，拟授予的限制性股票数量 956,500 股，授予价格为 23.90 元/股，激励对象总人数为 21 人（不含预留部分），包括公司公告本激励计划时在公司（含公司控股子公司，下同）任职的管理人员、核心技术（业务）人员。其中，首次授予的限制性股票解禁比例分别为 3:3:4，对应考核年度为 2019-2021 年三个会计年度，设定了以 2018 年扣非净利润为基数，2019-2021 年扣非净利润增长率分别不低于 25%、50%、80%的业绩考核目标。
- 相较于 2017 年股权激励计划，本次激励计划将激励范围扩大至子公司，有助于公司多维度深度绑定体系内渠道资源，与直销扩面战略转型计划高度协同。
- 计划参加公司本次激励计划的有三家控股子公司，分别为武汉视佳医眼科门诊有限公司、陕西奥泰克医疗科技有限公司和绍兴市上虞区梦戴维眼镜销售有限公司。对这三家控股子公司的业绩考核要求与母公司相同，即以 2018 年扣非净利润为基数，2019-2021 年扣非净利润增长率分别不低于 25%、50%、80%。

- 根据公告，公司 2019 年股权激励计划需摊销的总费为 1066.61 万元，其中对 2019-2022 年的摊销费用分别为 155.55、542.19、262.21、106.66 万元。

创新与渠道形成合力，盈利质量稳步提升

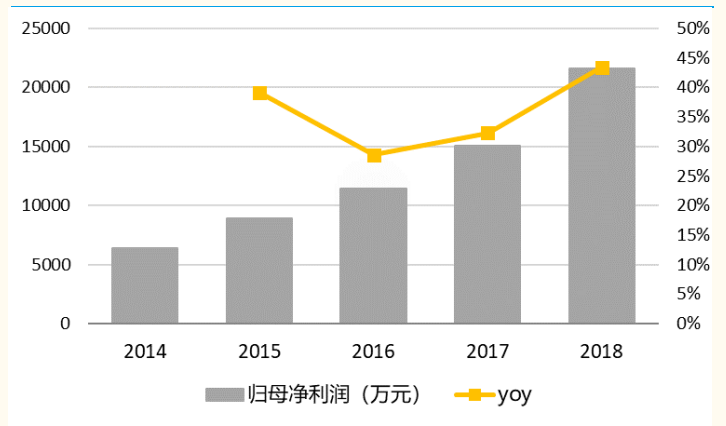
- 过去三年公司业绩高速增长，经营表现靓丽。2015 年至 2018 年，公司营业收入从 1.76 亿元增长至 4.58 亿元，复合增速超 38%；归属母公司净利润从 0.89 亿元增长至 2.16 亿元，复合增速超 35%。
- 2019 年上半年公司业绩维持高增长态势。公司实现营业收入 2.62 亿元，较去年同期增长 51.1%；实现归母净利润 1.17 亿元，较去年同期增长 39.7%。

图表 43：2014 年-2018 年营业收入情况（万元）



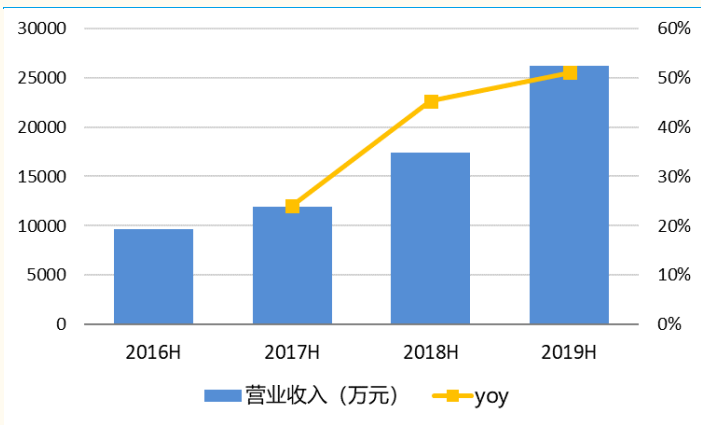
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：2014 年-2018 年归母净利润情况（万元）



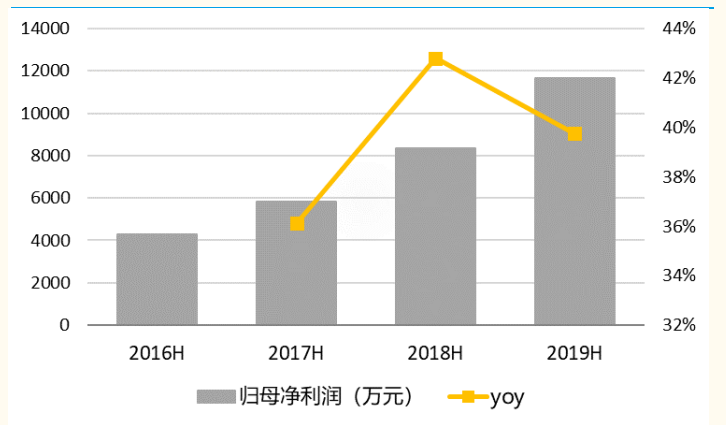
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 45：2016H-2019H 半年度营业收入情况（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

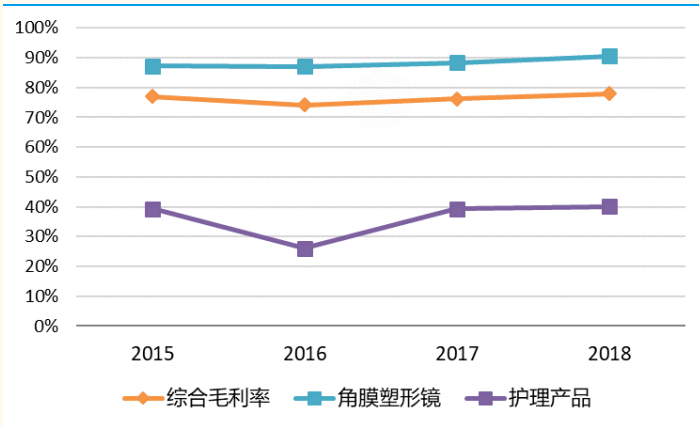
图表 46：2016H-2019H 半年度归母净利润情况（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

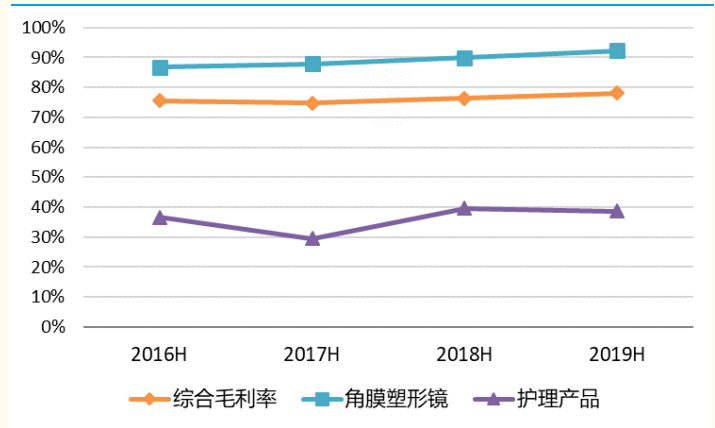
- 渠道与高端产品迭代推动，促使毛利率稳中有升。
- 2018 年整体毛利率为 77.98%，较 2017 年增加 1.77%。2019 年上半年，公司整体毛利率达到 78.1%，维持毛利率提升趋势。我们预计，公司毛利率的提升与品类丰富创新以及直销渠道拓展密切相关。

图表 47: 2015-2018 年分产品毛利率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

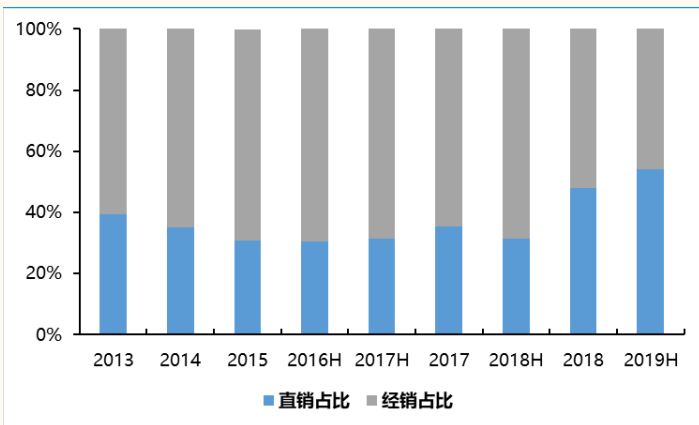
图表 48: 2016H-2019H 半年度分产品毛利率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

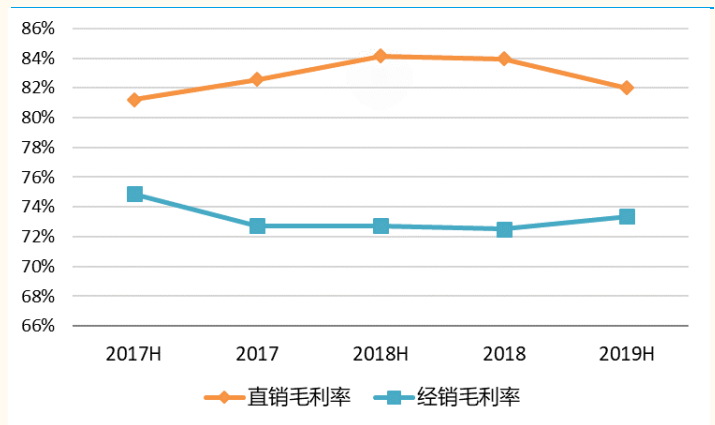
- 在产品维度, 当前公司已逐步形成多维度、全面的品牌与品类布局。品类丰富与产品升级为公司可持续提价能力奠定基础。
- 在渠道方面, 公司于 2017 年制定了以扩大直销为目的的渠道转型计划, 旨在通过投资或控股经销机构, 巩固现有经销渠道的同时, 扩大直销渠道与视光医疗终端覆盖。2019 年上半年度, 公司及子公司完成了 2 家医院、3 家门诊、7 家诊所和 16 家视光中心的投资和设立。
- 2018 年之前, 公司直销比例基本维持在 30-35%左右。自 2018 年起, 公司直销比例提升明显, 至 2019 年上半年, 直销比例提升至 54%左右。由于直销单价高于经销单价, 直销毛利率亦高于经销毛利率。

图表 49: 2013-2019H 主营业务收入直销&经销占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

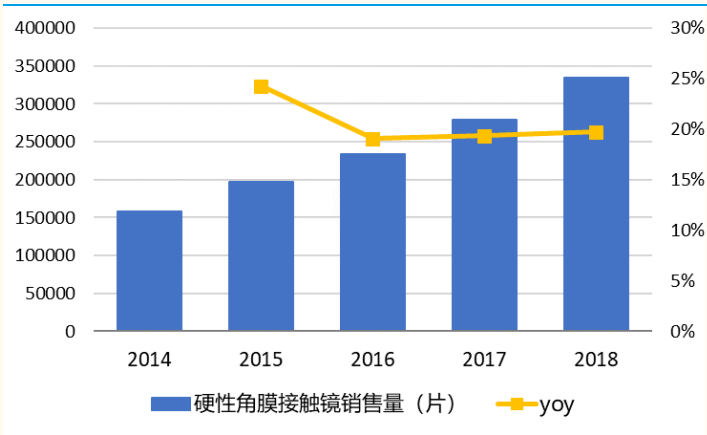
图表 50: 2017H-2019H 直销&经销毛利率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

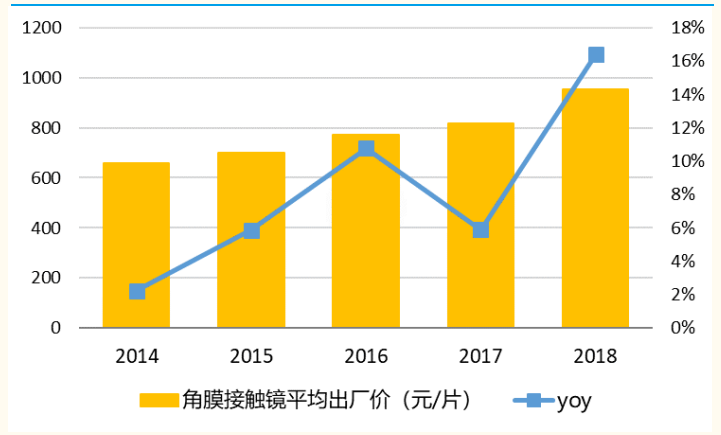
- 在直销渠道的扩面与产品升级更新的共同作用下, 自 2018 年起, 量价齐升趋势显现, 公司整体角膜接触镜销量与平均出厂价有望进入提升阶段。
- 2018 年公司实现角膜接触镜销量约 33.48 万片, 较 2017 年同比增加 19.75%, 维持 2016 年以来的提速趋势。2018 年公司整体角膜接触镜的平均出厂价约为 953.58 元/片, 同比 2017 年增加 16.04%, 同时, 2018 年平均出厂价提升增速显著高于 2014 年至 2017 年期间。

图表 51: 2014-2018 年角膜接触镜销量情况 (片)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

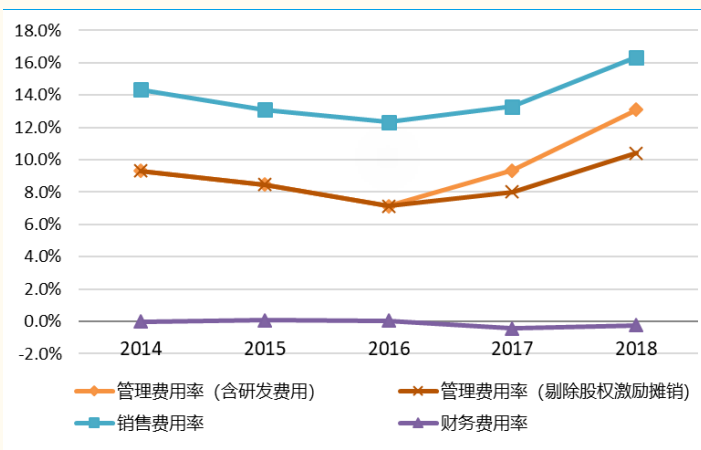
图表 52: 2014-2018 年角膜接触镜平均出厂价 (元/片)



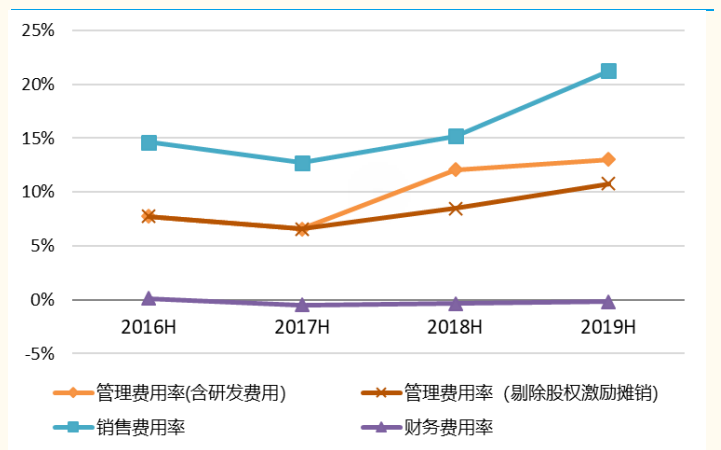
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 受渠道与营销扩张影响, 销售和管理费用短期承压, 整体盈利质量较高。
 - 2019 年上半年, 公司销售费用率达到 21.3%。我们预计, 直销渠道扩面与产品营销推广的加大投入是公司自 2017 年起销售费用率提升的主要原因。直销渠道扩面的影响在于新增合并子公司人员投入与装修费等增加。同时公司继续在技术推广和产品营销、增加营销服务终端等方面加大投入, 使销售费用率中短期承压, 而其在渠道与营销的布局有望为未来公司业绩可持续性增长奠定基础。
 - 管理费用方面, 2019 年上半年管理费用率 (含研发费用) 达到 13.3%, 过往三年呈上升趋势。若剔除公司 2017 年限制性股票激励计划的费用摊销, 2019 年上半年管理费用率 (含研发费用) 为 10.4%。受渠道拓展带来的新增合并子公司影响, 相关人员职工薪酬增加以及新设公司的租赁费、装修费等费用增加了公司的短期费用压力。
 - 公司整体净利率水平较高。虽然公司毛利率受渠道与高端产品迭代推动有一定提升, 综合各项费用率情况, 由于公司短期费用支出维持较高水平, 使公司中短期归母净利率略有下行。2019 年上半年, 公司归母净利率为 44%。2018 年公司归母净利率为 47%。未来随规模效应有望迎来利润率的边际改善。
 - 从经营活动现金流量净额占净利润的比重来看, 公司整体盈利质量维持较高水平。2017 年以前, 公司经营活动现金流量净额占净利润的比重均维持在 90%以上, 2018 年起由于渠道转型计划, 经营活动现金流量净额/净利润降低到 70.8%, 至 2019H1 回升至 83%。

图表 53: 2014-2018 年期间费用情况

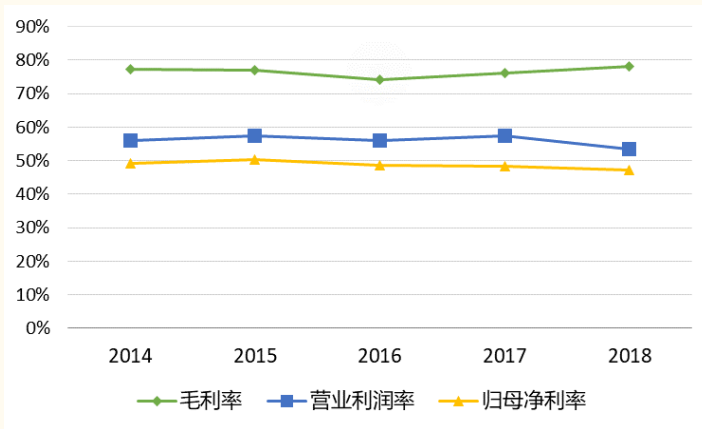


图表 54: 2016H-2019H 期间费用情况



来源：公司公告，国金证券研究所

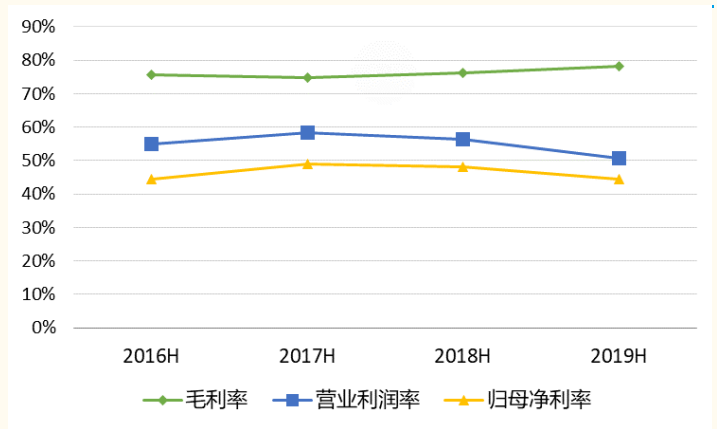
图表 55：2014-2018 年利润率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

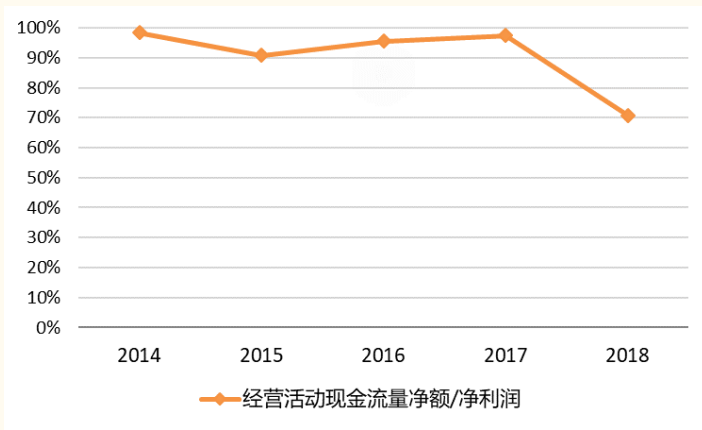
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 56：2016H-2019H 利润率情况



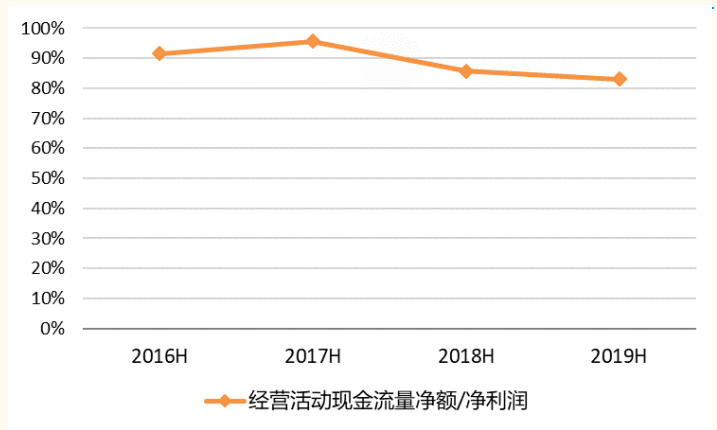
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 57：2014-2018 年经营活动现金流量净额/净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 58：2016H-2019H 经营活动现金流量净额/净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议与盈利预测

- 我们持续看好视觉健康赛道扩容下对近视防控的需求的空间。考虑公司所处行业景气度高，核心产品角膜塑形镜消费属性强，细分领域竞争格局较好，协同公司在渠道与终端的布局，我们看好其成长趋势。

图表 59：主营业务收入拆分及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总营业收入	31162.91	45841.98	64001.01	87454.28	118724.16
yoy	33%	47%	39.6%	36.6%	35.8%
角膜塑形镜	22121.45	31003.60	43597.94	59831.09	82431.08
yoy	27%	40%	41%	37%	38%
硬性角膜接触镜	784.77	923.89	1108.01	1298.03	1519.71
yoy	20%	18%	20%	17%	17%
直销比例	35%	48%	58%	63%	70%
镜片销量同比增速 (%)	19%	20%	24%	24%	23%
护理产品	6830.49	8338.68	10373.76	12952.61	16064.96
yoy	51%	22%	24%	25%	24%
视光及延续性护理产品	1393.03	5517.06	8827.30	13240.95	18537.33
普通框架镜销售及其他					
yoy	66%	296%	60%	50%	40%
其他	33.17	58.75	94.00	131.60	171.08
yoy	10%	77%	60%	40%	30%

来源：国金证券研究所

- 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.74/1.00/1.33 元，对应当前股价分别为 71/52/39 倍。给与公司 2019 年 PE 为 77.8 倍，对应目标股价 57.2 元，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示

- **直销与市场推广导致费用增加引起业绩不及预期的风险**
 - 公司采用经销和直销相结合的模式。自 2017 年起，公司制定了以投资或控股经销与终端机构为主要形式的直销扩面渠道转型计划。随着该计划的执行，预计公司会继续倾注资源在市场推广与直销拓展，销售费用与管理费用也可能随着增长，提示由于销售费用与管理费用增加带来的业绩低于预期的风险。
- **限售股解禁的流动性风险**
 - 2020 年 1 月 16 日，上市公司的限售股将上市流通，股份类型为原股东限售股份，解禁数量 1.503 亿股，占总股本比例 37.22%，提示限售股解禁后的流动性风险
- **限制性股票激励计划减持风险**
 - 公司分别于 2017 年与 2019 实施了两期限制性股票激励计划。若参与人员在锁定期后减持股票，或对公司股价造成影响。
 - 2017 年 8 月 17 日，公司公告第一期限制性股票激励计划，授予限制性股票 230 万股，授予价格为 22.25 元，激励对象总人数 50 人，包括

公司公告本激励计划时在公司（含公司控股子公司，下同）任职的公司董事、中层管理人员、核心技术（业务）人员，首次授予的限制性股票解禁比例分别为 3:3:4，考核年度为 2017-2019 年三个会计年度。目前该股权激励计划仍在进行中。

- 2019 年 10 月 1 日，公司公告 2019 年限制性股票激励计划，拟授予的限制性股票数量 956,500 股，授予价格为 23.90 元/股，激励对象总人数为 21 人（不含预留部分），包括公司公告本激励计划时在公司（含公司控股子公司，下同）任职的管理人员、核心技术（业务）人员。其中，首次授予的限制性股票解禁比例分别为 3:3:4，对应考核年度为 2019-2021 年三个会计年度。

■ 商誉减值风险

- 随着公司以投资或控股经销与终端机构为主要形式的渠道转型计划的发展，公司的商誉随之增加。根据 2019 年半年报披露，本报告期商誉期末余额 6,250.20 万元，较期初余额增长 38.70%，主要系公司本期非同一控制下合并子公司所致，约占净资产比例 5.2%。公司亦会定期对商誉进行评估，跟踪已投项目是否出现业绩回退等异常情况。提示商誉减值风险。

■ 角膜塑形镜行业的整体监管风险、医疗事故与产品质量风险

- 角膜塑形镜的不规范验配或导致不同程度的并发症。若发生验证并发症等医疗风险，公司面临一定的医疗事故或纠纷的风险。医疗事故或纠纷会导致公司面临投诉、经济赔偿或法律诉讼，可能会对公司声誉和品牌美誉度产生不利影响，从而会对公司的业务、经营业绩及财务状况产生不利影响。
- 如果行业出现安全风险或事故，可能会导致公司面临的监管环境趋严。
- 公司的主营产品角膜塑形镜属于监管严格的三类医疗器械。若随着产品销量的增长、产品的迭代、产品线的丰富，公司未能有效执行产品质量控制制度，可能引发产品质量纠纷、诉讼甚至事故，对公司声誉和经营产生不利影响；如果公司新产品因质量控制问题未能获得监管部门颁发的注册证书，将对公司未来经营业绩产生重大不利影响。

■ 产品结构相对单一的风险

- 公司核心产品角膜塑形镜占公司营收的比例接近 70%，一旦遇到国家政策、产品技术更新替代、市场需求发生较大变动、原材料供应以及突发性的质量问题等不利影响，将会使公司的持续经营及发展面临风险。

■ 上游供应商集中的风险

- 公司硬性角膜接触镜产品主要原材料 XO 镜片材料的供应商为 BAUSCH & LOMB INCORPORATED。公司与上述供应商经长期合作已建立了稳定的合作关系，但若供应商因意外事件出现停产、经营困难、交付能力下降或出现合作分歧等情形，将会在短期内影响公司的正常经营和盈利能力。

■ 其他市场进入者风险

- 2019 年 3 月，国产第二家角膜塑形镜品牌普诺瞳获批上市，行业正面临竞争加剧的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	235	312	458	640	875	1,187	货币资金	230	166	178	394	498	695
增长率		32.6%	47.1%	39.6%	36.6%	35.8%	应收账款	25	47	86	127	207	343
主营业务成本	-61	-74	-101	-129	-168	-217	存货	13	19	49	64	83	107
%销售收入	25.9%	23.8%	22.0%	20.2%	19.2%	18.3%	其他流动资产	3	551	684	797	866	903
毛利	174	238	357	511	706	970	流动资产	271	783	997	1,381	1,653	2,048
%销售收入	74.1%	76.2%	78.0%	79.8%	80.8%	81.7%	%总资产	75.8%	84.9%	81.2%	77.7%	74.3%	72.4%
营业税金及附加	-4	-4	-6	-9	-12	-17	长期投资	8	12	22	74	122	181
%销售收入	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	68	108	136	236	355	490
销售费用	-29	-41	-75	-123	-180	-258	%总资产	19.1%	11.7%	11.1%	13.3%	15.9%	17.3%
%销售收入	12.3%	13.3%	16.4%	19.2%	20.6%	21.7%	无形资产	8	14	64	71	79	91
管理费用	-17	-29	-47	-72	-101	-138	非流动资产	86	139	230	397	572	781
%销售收入	7.1%	9.3%	10.3%	11.3%	11.5%	11.6%	%总资产	24.2%	15.1%	18.8%	22.3%	25.7%	27.6%
研发费用	0	0	-13	-17	-23	-32	资产总计	358	923	1,228	1,778	2,226	2,829
%销售收入	0.0%	0.0%	2.8%	2.6%	2.6%	2.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	125	163	216	290	391	526	应付款项	23	85	109	143	197	267
%销售收入	53.1%	52.2%	47.2%	45.3%	44.7%	44.3%	其他流动负债	14	20	29	38	52	70
财务费用	0	1	1	6	9	12	流动负债	38	105	138	182	249	337
%销售收入	0.0%	-0.4%	-0.2%	-0.9%	-1.1%	-1.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	-2	-2	-2	-2	-2	其他长期负债	4	5	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	42	110	145	189	256	344
投资收益	7	13	25	51	73	95	普通股股东权益	311	805	1,024	1,539	1,929	2,453
%税前利润	5.5%	7.1%	10.3%	14.7%	15.5%	15.0%	其中：股本	51	124	224	456	456	456
营业利润	131	179	245	345	471	631	未分配利润	171	229	396	680	1,069	1,593
营业利润率	55.9%	57.4%	53.5%	53.9%	53.8%	53.2%	少数股东权益	4	7	58	50	41	31
营业外收支	5	0	1	1	1	1	负债股东权益合计	358	923	1,228	1,778	2,226	2,829
税前利润	136	179	246	346	472	632	比率分析						
利润率	57.9%	57.4%	53.6%	54.0%	53.9%	53.3%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-22	-30	-36	-57	-78	-104	每股指标						
所得税率	16.3%	16.9%	14.7%	16.5%	16.5%	16.5%	每股收益	2.236	1.214	0.964	0.735	0.998	1.332
净利润	114	149	210	289	394	528	每股净资产	6.108	6.475	4.564	3.373	4.226	5.375
少数股东损益	0	-2	-6	-8	-9	-10	每股经营现金净流	2.133	1.164	0.662	0.511	0.690	0.875
归属于母公司的净利润	114	151	216	297	403	538	每股股利	0.020	0.050	0.050	0.030	0.030	0.030
净利率	48.5%	48.4%	47.2%	46.4%	46.1%	45.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	36.61%	18.74%	21.12%	19.28%	20.89%	21.94%
净利润	114	149	210	289	394	528	总资产收益率	31.90%	16.35%	17.61%	16.69%	18.10%	19.02%
少数股东损益	0	-2	-6	-8	-9	-10	投入资本收益率	33.09%	16.63%	17.04%	15.22%	16.55%	17.68%
非现金支出	5	8	12	24	36	50	增长率						
非经营收益	-8	-15	-30	-61	-75	-97	主营业务收入增长率	33.35%	32.60%	47.10%	39.61%	36.65%	35.76%
营运资金变动	-2	3	-43	-19	-40	-81	EBIT 增长率	31.16%	30.25%	32.95%	34.08%	34.73%	34.71%
经营活动现金净流	109	145	149	233	315	400	净利润增长率	28.56%	32.29%	43.34%	37.23%	35.79%	33.54%
资本开支	-28	-63	-35	-127	-160	-195	总资产增长率	20.45%	158.06%	33.08%	44.86%	25.15%	27.09%
投资	1	-546	-137	-160	-111	-89	资产管理能力						
其他	0	16	32	51	73	95	应收账款周转天数	31.8	35.3	45.0	65.0	79.0	98.0
投资活动现金净流	-27	-592	-140	-236	-198	-189	存货周转天数	72.2	79.1	123.0	180.0	180.0	180.0
股权募资	4	421	23	232	0	0	应付账款周转天数	42.6	64.7	63.1	78.0	83.0	86.0
债权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	49.5	38.4	105.3	121.0	121.3	112.6
其他	-74	-37	-19	-14	-14	-14	偿债能力						
筹资活动现金净流	-70	384	4	219	-14	-14	净负债/股东权益	-72.66%	-20.38%	-16.47%	-24.79%	-25.27%	-27.97%
现金净流量	11	-64	13	216	104	197	EBIT 利息保障倍数	1186.9	-122.4	-205.2	-48.9	-42.3	-42.6
							资产负债率	11.63%	11.95%	11.83%	10.60%	11.48%	12.17%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	11	11	17
增持	2	3	5	5	9
中性	0	0	1	2	5
减持	0	0	0	0	1
评分	1.50	1.50	1.41	1.50	1.69

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH