



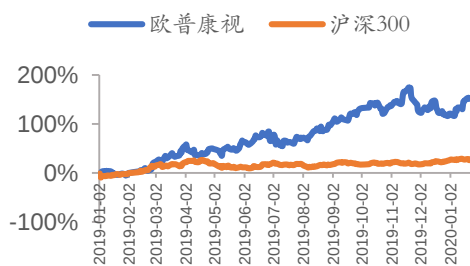
精耕细作推动业绩增长，角膜塑形镜蓝海市场领航

投资评级：增持

报告日期：2020-07-13

收盘价(元)	65.32
近12个月最高/最低(元)	70.70/22.07
总股本(百万股)	606.96
流通股本(百万股)	431.80
流通股比例(%)	71.14
总市值(亿元)	396
流通市值(亿元)	282

公司价格与沪深300走势比较



分析师：邹坤

执业证书号：S001051200400001

邮箱：zoukun@hazq.com

相关报告

主要观点：

角膜塑形镜空间大，综合壁垒较高

亚洲人群近视率较高，角膜塑形镜作为非手术矫正近视的医疗器械，得到多方支持。目前该产品主要使用群体为8-18岁青少年近视患者，覆盖人群约1.25亿。2020年角膜塑形镜市场规模约70亿，渗透率不到1%。随着法规要求提高，诊断和验配规范化，行业发展步入正轨，加之学术推广的进行，民众对角膜塑形镜的使用接受度提高，将较大提高其渗透率，预计2025年角膜塑形镜市场规模近200亿。受工艺、人才、监管等限制，角膜塑形镜研发、生产及推广壁垒较高。

梦戴维销售增速较快，凭借国产先发优势获得较高市占率，长期竞争优势明显

公司第一款产品“梦戴维”2005年上市，也是CFDA批准的第一款国产角膜塑形镜，而后公司在该领域精耕细作，通过技术和管理培训，加强学术推广等方式，提高产品梦戴维的知名度和美誉度，从而树立起品牌效应。截止2019年底，参加公司组织的培训人数超万人，角膜塑形镜累计用户超过90万例。近年来，随着民众收入提升，支付意愿和能力增强，公司产品进入收获期，并获得量价提升的机遇，近五年角膜塑形镜营收复合增速达35%。公司基于广泛的客户使用积累的数据和制造设备改进带来产品精密度提升，改进材料和设计，推出新一代角膜塑形镜产品“DreamVision”，并使之不断满足个性化需求，巩固了细分领域领导地位。公司通过拓宽销售渠道，尤其是与具有优质资源的下游高质量合作伙伴的并购整合，为未来持续较快增长打下基础。公司多年来在产品设计和质量、渠道及品牌上的沉淀，获得了较大的长期竞争优势。

拓宽衍生产品和近视防治等眼视光产品线，为公司提供新增长点

公司打造了日戴维及子品牌“华维”和新一代接触镜产品“DreamVision GP”，同时研发、生产接触镜护理液即“镜特舒”家族用户端产品，通过投资并购和设立药品部等措施，探索和丰富眼视光产品线和服务，这些措施除了夯实公司硬性角膜接触镜领域的领先优势，也为公司提供了新的增长点。

投资建议

预计公司2020-2022年收入分别为8.14/11.01/14.5亿元，同比分别26%/35%/32%，归母净利润分别为3.79/5.19/6.96亿元，同比分别23%/37%/34%，当前股价对应2020-2022年PE分别为105.21X/76.82X/57.24X，给予“增持”评级。

风险提示

市场推广不及预期的风险；新进入者挤占市场的风险；黑天鹅事件风险。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	647	814	1101	1450
收入同比(%)	41.1%	25.8%	35.2%	31.7%
归属母公司净利润	307	379	519	696
归母净利润同比(%)	41.9%	23.4%	37.0%	34.2%
毛利率(%)	78.4%	79.5%	80.1%	80.6%
ROE(%)	23.1%	19.8%	21.3%	22.2%
每股收益(元)	0.51	0.62	0.85	1.15
P/E	93.61	105.21	76.82	57.24
P/B	21.59	20.81	16.34	12.69
EV/EBITDA	61.12	104.10	77.70	57.75

资料来源: Wind、华安证券研究所

正文目录

1 国产角膜塑形镜领域龙头，业绩增长快	5
1.1 产品筑基，上市完成蜕变	5
1.2 股权结构稳定，员工激励充分	5
1.3 围绕眼视光领域布局产品	6
1.4 主打产品“梦戴维”引领公司营收增长，盈利能力强	7
2 角膜塑形镜：行业蓝海，梦戴维优势突出	8
2.1 市场空间大，梦戴维竞争能力强	9
2.1.1 梦戴维：第四代角膜塑形镜	9
2.1.2 产品竞争格局好，梦戴维市占率高	10
2.1.3 行业处于成长期，市场空间大	12
2.2 眼视光行业步入新时期，多维度驱动营收增长	13
2.2.1 近视低龄化带来广阔市场	13
2.2.2 消费升级进一步促进产品渗透	13
2.2.3 期刊、指南的理论支持，政策利好	14
3 多条产品线协同，夯实硬性接触镜领先优势	15
3.1 普通 RGP 发展加速	15
3.2 “镜舒特”家族产品自产带来公司营收新增长点	17
3.3 普通框架镜共享渠道，提升公司体量	17
4 疫情逐渐消退，公司将迎来新增长	18
4.1 拳头产品塑形镜价量齐升	18
4.2 主营产品毛利率提升，管理优化控费较好	20
4.3 直销渠道拓展，增强公司竞争力	21
5 盈利预测与投资建议	21
5.1 盈利预测	21
5.2 投资建议	22
风险提示：	24
财务报表与盈利预测	25

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	5
图表 2 欧普康视股权结构及公司架构概况（截止 2019 年底）.....	6
图表 3 公司主营产品分类.....	7
图表 4 公司各主营业务比重（%）变化.....	7
图表 5 各地区销售比重（%）变化.....	8
图表 6 公司整体营收及净利情况.....	8
图表 7 “梦戴维”营业收入及增速.....	9
图表 8 “梦戴维”系列角膜塑形镜适用人群.....	10
图表 9 现有各类近视治疗方案适用人群及优劣对比.....	10
图表 10 国内角膜塑形镜市场竞争格局.....	11
图表 11 2018 年中国角膜塑形镜市占率.....	11
图表 12 2018-2025 年角膜塑形镜行业销量预测.....	12
图表 13 角膜塑形镜 2013-2025 年国市场规模测算.....	13
图表 14 城镇居民人均消费支出结构（%）.....	14
图表 15 角膜塑形镜行业相关监管政策.....	15
图表 16 “日戴维”产品图.....	15
图表 17 “日戴维”系列硬性角膜接触镜对比软性角膜接触镜的优点.....	16
图表 18 “日戴维”系列硬性角膜接触镜营收及增速.....	16
图表 19 华锥产品图.....	17
图表 20 “镜舒特”产品示例.....	17
图表 21 护理液产品营收及增速.....	18
图表 22 普通框架镜产品营收及增速.....	18
图表 23 硬性角膜接触镜销售量及增速.....	19
图表 24 角膜塑形镜平均出厂价格及增速.....	20
图表 25 各主营业务毛利率.....	20
图表 26 公司费用情况.....	21
图表 27 公司收入拆分（单位：百万元）.....	22

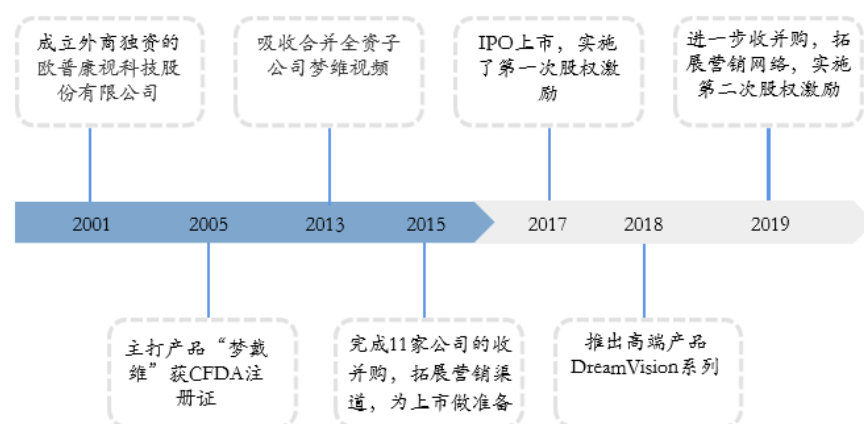
1 国产角膜塑形镜领域龙头，业绩增长快

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，是国内首家上市的眼视光科技企业。公司主营产品为角膜塑形镜等硬性接触镜（隐形眼镜）以及配套护理产品，是目前国内最大的硬性角膜接触镜研发与生产企业。其核心产品“梦戴维”角膜塑形镜于2005年获批上市，是国产角膜塑形镜第一款获批的产品。

1.1 产品筑基，上市完成蜕变

2001年公司成立，主打产品“梦戴维”在2005年通过CFDA注册证。2013年，公司合并了重要的子公司梦维视频。此后从2015年开始，公司为拓展营销渠道并逐渐经销转直销，开始大量收购兼并子公司。2017年，公司完成了IPO上市，并实施了第一次股权激励。为进一步完善产品结构，进入角膜塑形镜高端市场，公司2018年推出了高端产品“DreamVision”系列产品。2019年，公司进一步进行并购、投资设立新的控股公司以拓展自己的营销网络，根据2019年年报披露，公司直接或间接持有子公司数目累计达到100多家。同时，公司在2019年实施了第二次股权激励。

图表 1 公司发展历程



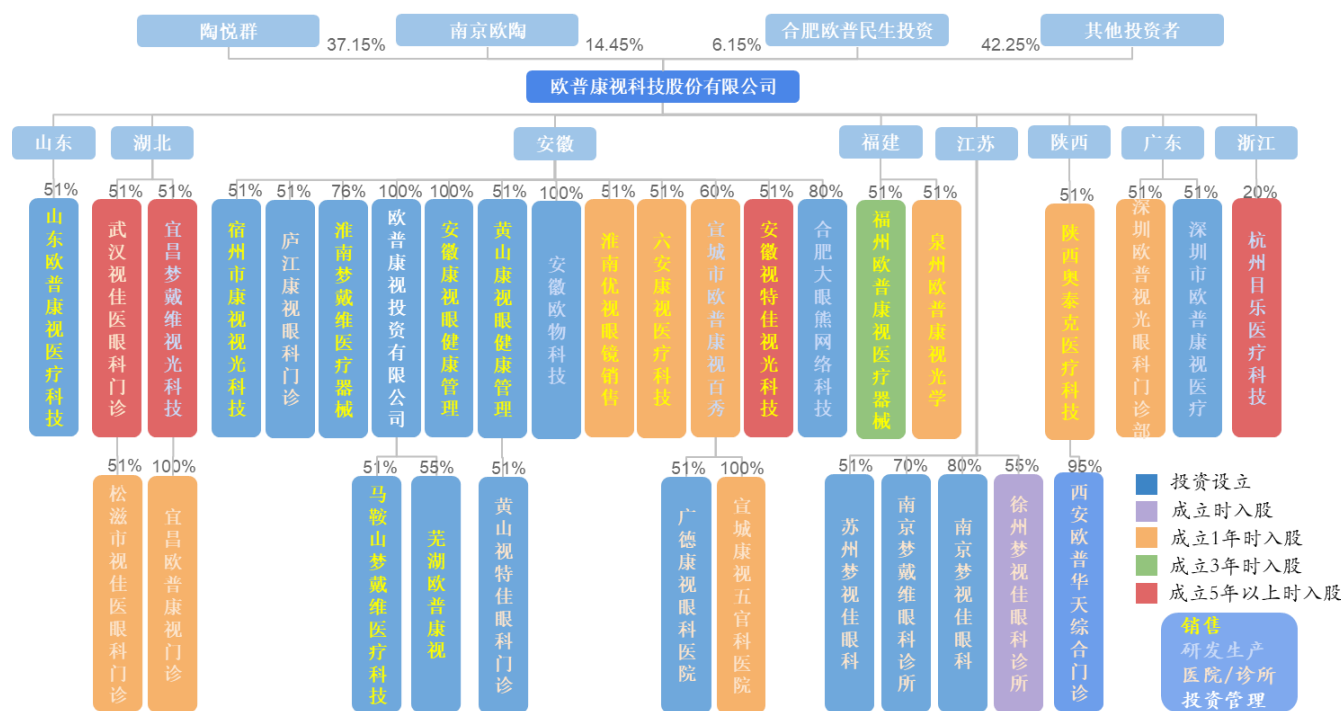
资料来源：公司招股说明书、公司年报、公司公告，华安证券研究所

1.2 股权结构稳定，员工激励充分

公司法定代表人、董事长兼总经理陶悦群博士是最大股东及实际控制人，目前持有欧普康视37.15%的股份。公司的前十大股东中包括合肥欧普民生投资管理合伙企业（有限合伙）和南京欧陶信息科技有限公司两大由公司管理层集中持股的员工持股平台，合计持股超过50%，公司股权结构稳定。

2017-2019年，公司分别进行了两轮股权激励，激励对象主要为核心管理层。三年间共有89名员工接受了合计4,025,273股的股权激励计划。股权激励计划使得员工与公司利益统一，有利于激发员工的积极性，进一步提升公司的经营业绩。

图表 2 欧普康视股权结构及公司架构概况 (截止 2019 年底)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 图表统计了欧普康视自成立至今的体量在 150 万以上 (2014 年成立, 2019 年被欧普康视收购 51% 股权的安徽视特佳视光科技除外) 的子公司。

1.3 围绕眼视光领域布局产品

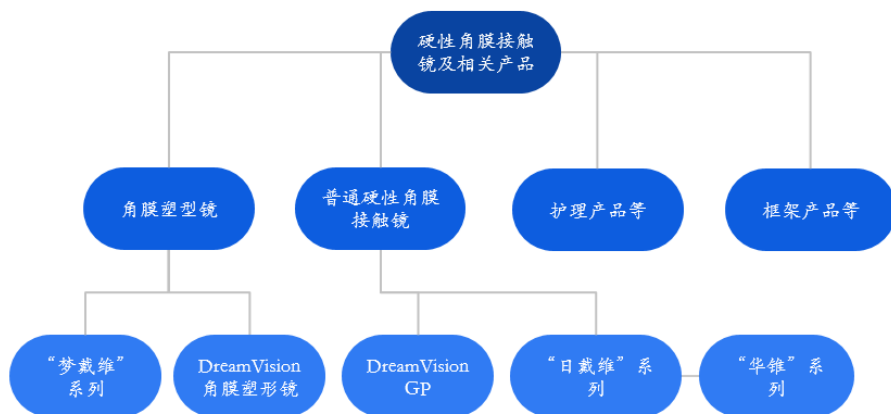
公司是国内角膜塑形镜细分领域的领军企业, 是国内大陆地区首家同时取得角膜塑形镜和硬性角膜接触镜产品注册证的生产企业。

公司的“梦戴维”及“DreamVision”系列角膜塑形镜是一种用于矫正视力和控制近视加深的特殊硬性接触镜, 根据用户的角膜几何形状和屈光度个性化设计制作, 通过暂时性的改变角膜形态达到暂时性降低近视度数的效果。

自 2005 年“梦戴维”获批, 至 2019 年国产第二款由爱博诺德生产的角膜塑形镜获批这十几年间, 欧普康视一直是唯一一家生产国产硬性角膜塑形镜的企业, 这奠定了欧普康视的行业龙头的地位。2018 年 1 月, 公司推出了高端产品“DreamVision”系列, 进一步完善了产品管线, 拓展了用户群体, 借助新老产品同时覆盖中低端市场和高端市场。目前“梦戴维”和“DreamVision”这两款产品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。

公司还研发生产了普通硬性角膜接触镜“日戴维”、特殊角膜接触镜片“华锥”等。近年来, 公司还生产、销售包括以清洗液为主的“镜舒特”产品家族和几类眼保健用品以及普通框架镜, 2019 年成立药品部, 开发近视防治类产品。

图表 3 公司主营产品分类



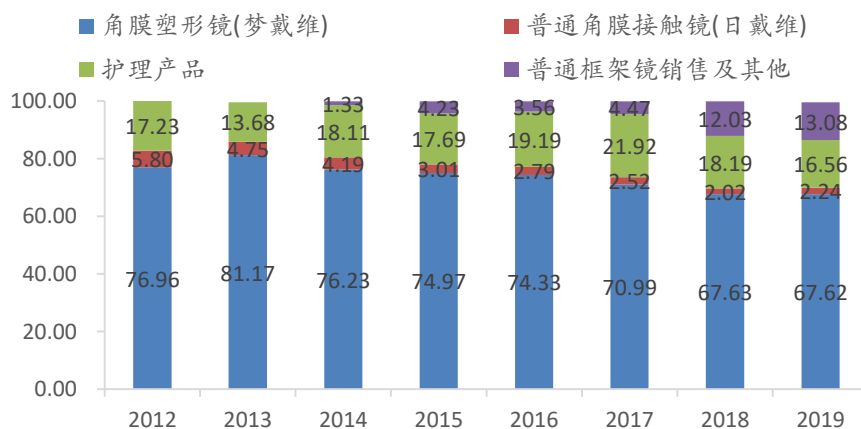
资料来源：公司招股说明书、公司年报，华安证券研究所

1.4 主打产品“梦戴维”引领公司营收增长，盈利能力强

(1) 业务分布：公司业务以生产和销售角膜接触镜为主，该产品的营收始终保持匀速增长，根据公司年报数据，2019 年角膜接触镜产品收入约 4.5 亿元、占比近 70%，同比增长约 42%；其中主打产品“梦戴维”系列 2019 年的销售收入占公司总营收的 67.62%。普通硬性角膜接触镜“日戴维”虽然在公司总营业收入中占比不断下降，但该产品线的营收近年来实际上是处于加速增长趋势。2019 年“日戴维”营业收入 1450 万，同比增长 56.99%。受疫情影响，各地的验光、配镜机构暂停营业，因此公司 2020 年第一季度总收入、净利润等各项财务数据同比呈现减少。但随着疫情得到控制，国内经济逐步复苏，受疫情影响的业绩有望较快得到恢复。

主打产品以外的衍生产品“镜舒特”家族稳步增长，2019 年销售额达 1 亿；普通框架镜销售业务占比不断提升，并在 2018 年及 2019 年有大幅增长，推测是公司完善国内营销网络的布局以及扩大市场份额而进行的收购活动引起的。截至 2019 年年底，公司总共持有或间接持有约 116 家子公司，其中 2018 年收购 14 家、投资设立 28 家子公司，2109 年收购 19 家、投资设立 38 家子公司，子公司的经营范围包含销售、眼科医院/门诊、研发生产、投资管理等等。

图表 4 公司各主营业务比重 (%) 变化

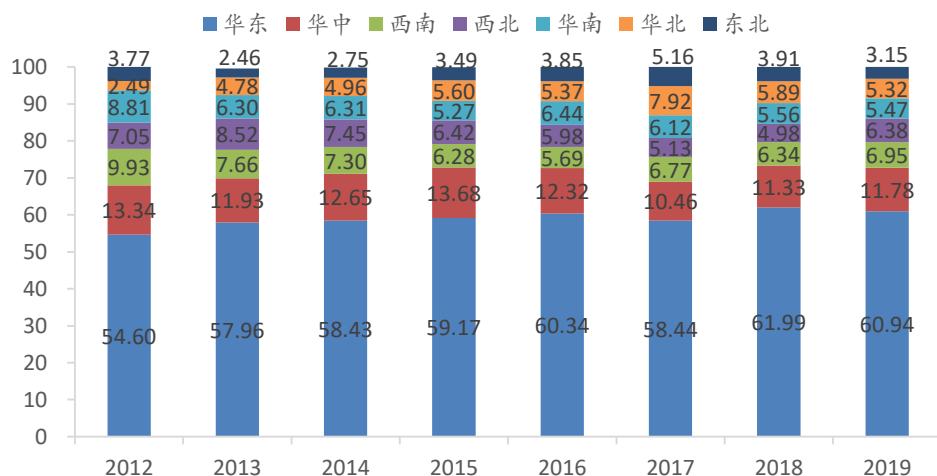


资料来源：公司公告，华安证券研究所

(2) 地域分布：从公司披露的营收地域分布来看，公司的销售收入主要来自华东地区。从苏宁金融研究院公布的 2019《中国居民消费升级报告》可以看出，华东沿海

地区是国内的高消费地区，同时也是国内消费升级的风向标。

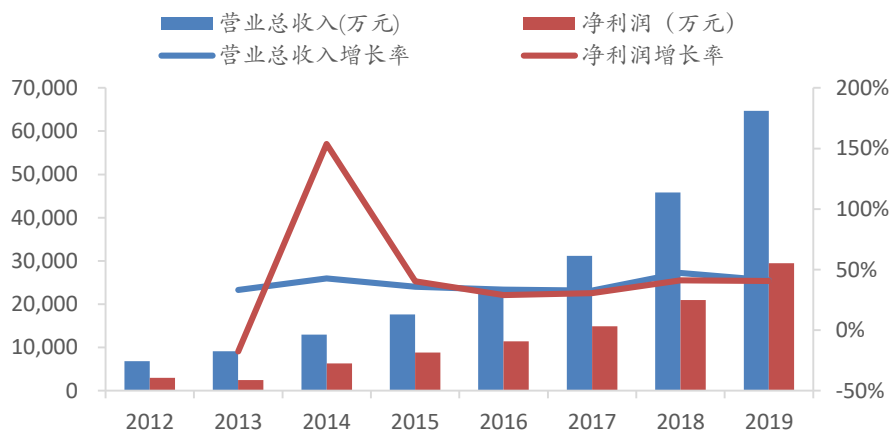
图表 5 各地区销售比重 (%) 变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

(3) 盈利能力：欧普康视作为国内角膜塑形镜龙头企业，近几年业绩持续高速增长。公司 2019 年报显示营业总收入达 6.5 亿，是 12 年的 9.5 倍，同比增长率连续七年保持在 30% 以上。其中，主打产品“梦戴维”2019 年的营业收入在 4.4 亿左右，是公司营收的主要来源。2019 年扣非归母净利润将近 3 亿，上市以来净利润翻倍，同比增长率长期保持在 40% 左右。

图表 6 公司整体营收及净利情况

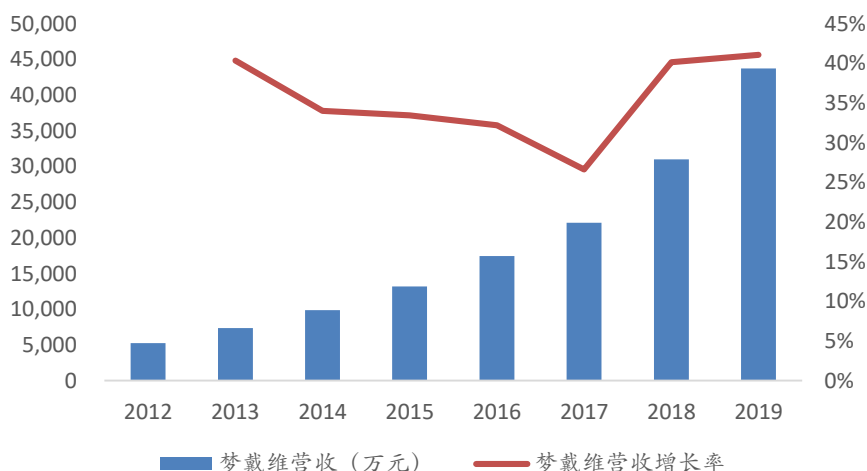


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 角膜塑形镜：行业蓝海，梦戴维优势突出

公司的主打产品“梦戴维”系列角膜塑形镜 2019 年销售收入占公司总营业收入的 67.62%，是公司业绩的主要影响因素。目前国内角膜塑形镜市场远未饱和，潜在市场空间巨大。公司作为角膜塑形镜的龙头企业，近几年积极完善营销网络，通过学术会议等形式加强国产角膜塑形镜的推广，不断提高市场认可度，提高产品销售量，最终推动业绩增长。

图表 7 “梦戴维”营业收入及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.1 市场空间大，梦戴维竞争能力强

公司角膜塑形镜产品的销售主要针对国内青少年在校学生近视人群，这一销售对象数目庞大，未来市场空间广阔，随着营销网络的完善和推广的进行，国产角膜塑形镜市场渗透率的提高是未来公司业绩的重要增长点。

2.1.1 梦戴维：第四代角膜塑形镜

角膜塑形现象的学术报告最早见于1962年的第七届国际角膜接触镜会议，有视光师发现配戴者误戴弧度比眼睛平的硬质角膜接触镜后可以稍许降低眼睛的近视程度。

1971年，第二代角膜塑形镜问世。这一代的角膜塑形镜将镜片内表面设计为三个固定的弧面，最大限度可以矫正300度左右。

第三代角膜塑形镜出现在1995年。新一代角膜塑形镜内表面有四个以上的弧面。材质上也采用了具有高透气性和高滋润性能的材料。这样的角膜塑形镜实现了夜间配戴功能，实用价值更高，配戴人群日益扩大。

1998年5月，美国FDA批准了日戴型角膜塑形镜的临床使用。到2000年，全球已经有约55万人在配戴角膜塑形镜。2004年，夜戴型角膜塑形镜通过了我国SFDA的认证。

欧普康视生产的“梦戴维”系列产品属于第四代角膜塑形镜，是国产获批的第一款硬性角膜塑形镜。该产品的工作原理在于镜片与角膜之间泪液层分布不均，由此产生的流体力学效应以及眼睑对镜片中央的压力改变角膜几何状态，使眼球中央变平，眼轴缩短。近视患者通过在睡眠状态下佩戴“梦戴维”，白天裸眼视力可以暂时恢复到正常水平，长期佩戴还可以延缓甚至遏制近视度数加深。

图表 8 “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、无干眼、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

资料来源：公司招股说明书、华安证券研究所

“梦戴维”是一种采取可逆性、非手术物理方法矫正视力的个性化定制产品。配戴角膜塑形镜进行屈光矫正一方面避免了激光角膜屈光手术的潜在术后风险，能给近视患者提供一个相对安全可控的视力矫正选择途径；另一方面，梦戴维角膜塑形镜适用于更为广泛的年龄区间，这使得这款产品更加贴合青少年在校学生视力矫正市场，符合当前国内近视患者低龄化的现状。对比框架眼镜和普通硬性角膜接触镜这两种视力矫正方法，角膜塑形镜可以延缓近视度数的加深，这一点已经得到临床验证；并且白天可摘，不影响日常活动。对比软性角膜接触镜，硬性角膜塑形镜的透氧更好、更安全，可以使角膜发炎的风险降低。角膜塑形镜的缺陷是高度近视不适用，“梦戴维”的矫正范围在 0-6.00D，是目前国内获批的角膜塑形镜中矫正范围最大的产品。并且，由于政策对临床试验过程中入组人员屈光度数有了明确限制，后续国内也不会有矫正范围更高的产品获批上市。

图表 9 现有各类近视治疗方案适用人群及优劣对比

矫正类型	框架眼镜		角膜接触镜		药物治疗		矫正手术	
分类	普通单焦镜	软性接触镜	硬性接触镜（RPG）	角膜塑形镜（OK镜）	低浓度阿托品	角膜激光手术	晶体植入	
适用人群	所有人群	18岁以上无眼部疾病的近视人群	青少年患者，屈光不正、散光、框架眼镜矫正效果不满意患者	8岁以上儿童青少年及成人	4岁以上儿童、青少年	18岁以上度数稳定，眼底条件好、无影响视力的其他眼病的单纯近视患者	18岁以上度数稳定，眼底条件好、无合并影响视力的其他眼病的单纯近视患者	
优点	无创矫正，安全，便宜，使用历史悠久，市场范围广，消费者接受度高		用于矫正近视和远视，透氧系数高，佩戴时间长，对散光角膜有良好矫正作用、对疾病角膜如圆锥角膜等有屈光矫正作用		夜间睡眠佩戴，可有效延缓青少年眼轴非良性增长，约0.19mm/年	可控制眼轴增长，延缓近视发展	可一次性解决近视；可矫正-10.00D以内的近视	手术可逆，适用于不适合做角膜激光手术的患者，包括因角膜较薄不适合激光手术的近视患者以及近视度数在-10.00D以上的高度近视患者。
缺点	矫治不当易加重	透氧性较差，每次配戴不应超过24小时，眼部炎症慎用	一般接触镜禁忌症；不宜在长期处于多风沙、高污染的环境中；经常从事剧烈运动者不适用；眼睛高度敏感者不适用		患眼部疾病、有角膜屈光手术史、角膜外伤患者、部分轴性近视患者慎用	浓度越高副作用越大，副反应可逆，具体起效机制不明确，停药后近视反弹也较快，中国大陆没有用于儿童近视控制的阿托品滴眼液药品获批上市	黄斑病、视神经病变、角膜不规则高度散光、角膜形态显著差异；干眼症、前部基底膜营养不良等角膜患者不适合手术	黄斑病、视神经病变、角膜不规则高度散光、角膜形态显著差异；干眼症、前部基底膜营养不良等角膜患者不适合手术；屈光手术后不适用

资料来源：产业信息网，华安证券研究所

2.1.2 产品竞争格局好，梦戴维市占率高

角膜塑形镜在我国尚处在市场导入阶段，参与竞争的企业较少，产品审批严格，行业门槛较高。2019年，国家药监局新批准了一张国产角膜塑形镜注册证，至此，除了台湾厂家亨泰，大陆共有欧普康视和爱博诺德两家公司获批生产国产角膜塑形镜

产品，另有 6 家国外角膜塑形镜生产企业获批向中国出口角膜塑形镜。

图表 10 国内角膜塑形镜市场竞争格局

厂家	成立时间	角膜塑形镜研发上市情况	品牌	镜片设计	材料	透氧系数	折射率	湿润角	适用范围
欧普康视	2000	2005年经CFDA注册批准上市； 2008年和2012年到期后二次重新注册	梦戴维	VST	BOSTON XO	100	1.415±0.002	49° ±15%	近视度数在0~+6.00D之间，散光度数在1.75D以内
爱博诺德	2010	2012年立项研发角膜塑形镜； 2019年产品注册上市	普诺瞳						近视度数在+1.00D~+4.00D之间，顺规则散光度数不超过1.75D，逆规则散光不超过1.5D
中国台湾亨泰光学	1970	1998年成立台湾省第一家角膜塑形镜片制造厂； 2016年产品注册上市	亨泰	VST	BOSTON EQUALENS II	>90	1.423	30° ±15%	近视度数在+4.00D之内，散光度数在+1.50D以内
美国Eudid Systems	1994	2004年获FDA批准上市； 2007年进入中国市场； 2013年成立欧几里得北京分公司， 总管中国市场和销售。	欧几里得	VST	BOSTON EQUALENS II	127	1.435	36°	近视度数在+5.00D之内，散光度数在+1.50D以内
韩国Lucid Korea	1996	2005年启动临床研究； 2011年进入中国市场。	露晰得	VST	BOSTON XO	100	1.415	49° ±15%	近视度数在+5.00D之内，散光度数在+2.00D以内
荷兰Proconea	1975	2013年进入中国市场	DreamLite	VST	BOSTON XO	100	1.415	49°	近视度数在+0.75D~+4.50D之间，散光度数在1.50以内
日本Alpha公司	1970	2002年开始研发角膜塑形镜； 2009年起在日本销售； 2011年进入中国市场。	阿尔法	VST	BOSTON EM	104	1.422	35°	近视度数在+1.00D~+4.00D之间，散光度数在1.00D以内
美国C&E GP Specialist	1990左右	2001年取得FDA角膜塑形镜安全认证； 2011年进入中国市场。	菁视	CRT	Paragon	75	1.442	42°	近视度数在+1.00D~+3.00D之间，散光度数在0~+1.50D之间
美国Paragon Vision Sciences	1976	2000年获FDA批准上市； 2016年进入中国市场。	CRT	CRT	Paragon(PafluconD)	75	1.442	42° ±15%	近视度数在+4.00D之内，散光度数在+1.50D以内

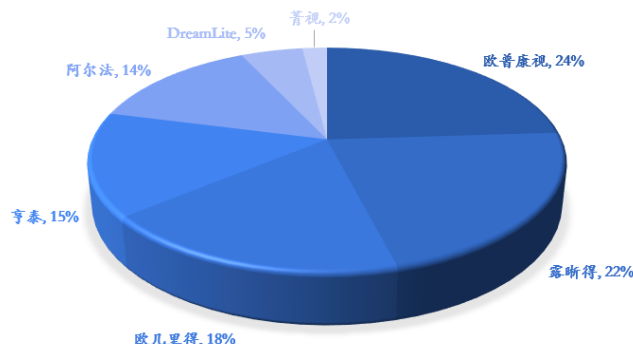
资料来源：国家药监局器械审评中心、各企业官网等，华安证券研究所

角膜塑形镜的产品特点决定了镜片个性化定制与售后服务所需时间相对较长。与其他家国外企业相比，欧普康视的本土化特点及其经过多年布局的营销网络，使得公司能够更为方便、快捷和及时地为各地用户提供产品定制与售后服务。此外，公司新推出的高端产品“DreamVision”系列拥有智能设计、验配简单、全自动生产等优势，大大缩短了验配人员的验配耗时，提高了验配效率。

对标国产角膜塑形镜，公司的“梦戴维”系列产品与最近获批上市的爱博诺德角膜塑形镜相比适配更大的屈光矫正范围。特别是针对屈光度在-4.00~-6.00 的近视患者市场适配的仅有欧普康视的“梦戴维”产品。由于政策限制，爱博诺德及其他进口品牌后续研发的产品均无法再覆盖这一市场。

受益于塑形镜产品系首个获批上市的国产品牌，公司通过多年发展，已经成长为国内角膜塑形镜行业的龙头企业。从2018 年的中国角膜塑形镜配镜量来看，欧普康视、露晰得、欧几里得、亨泰、阿尔法的市占率分别为 24%、22%、18%、15%、14%，CR5 市占率合计为 93%，国内角膜塑形镜市场格局已经成形。

图表 11 2018 年中国角膜塑形镜市占率



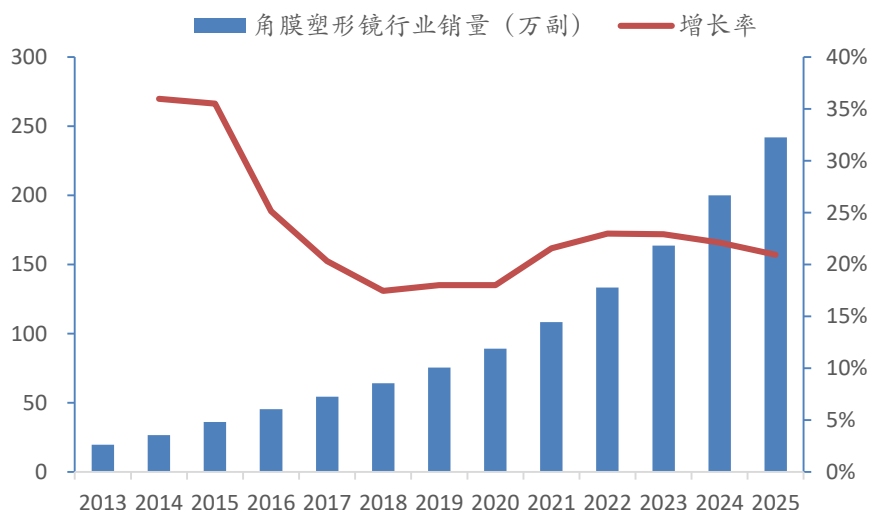
资料来源：中国产业信息网，华安证券研究所

2.1.3 行业处于成长期，市场空间大

目前，中国的角膜塑形镜行业还处于发展初期，具有市场渗透率低，但增长迅速的特征。据国家卫健委 2018 年统计数据显示，我国儿童青少年总体近视率为 53.6%，其中，6 岁儿童近视率为 14.5%，小学生近视率为 36.0%，初中生近视率为 71.6%，高中生近视率为 81.0%。根据 2015 年北京大学中国健康发展研究中心发布的《国民视觉健康调研报告》，到 2020 年，我国 5 岁以上人口的近视发病率将增长到 50.86%~51.36%，患病人口接近 7.04~7.11 亿。患有高度近视的总人口将达到 4000 万至 5155 万人。因此高度近视在近视人群中所占的比例大约为 6.47%。根据《爱尔眼科中国国人眼底病变状况大数据报告》，中国国人 60 岁以下人群眼底病变的比例约为 11.09%。这一比例在青少年人群中会有所下降，同时，一部分眼底病变是由高度近视引起的并发症。综合来看，角膜塑形镜的验配过程中，排除高度近视和眼底检查不过关的情况，角膜塑形镜在青少年近视人群中的适配率大约在 90% 左右。据国家统计局第六次人口普查的数据，角膜塑形镜的适用人群 8~18 岁青少年约占总人口的 8.97%，据此估算，2020 年我国角膜塑形镜的潜在客户约有 1.1 亿。

2013 年角膜塑形镜行业总消费量为 19.64 万副，2015 年增长至 36.18 万副，销售量规模以每年 35% 以上的增长率高速增长。根据公司招股说明书中披露的 2013 年-2015 年角膜塑形镜销售量以及中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会发布的 2013 年-2015 年角膜塑形镜进口数量，可以推算出 2013 年-2015 年角膜塑形镜的市场渗透率以及渗透率的大致增长情况，2015 年塑形镜的市场渗透率为 0.33%。据此估算中国的角膜塑形镜市场渗透率目前只有 0.8% 左右，渗透率较低，市场潜力巨大，因此假设渗透率在 2015 年的基础上逐年增加，预期到 2025 年角膜塑形镜的市场渗透率可以超过 2%。若按当前角膜塑形镜的平均市场价格保守估计 8000 元/副计算，到 2025 年，角膜塑形镜市场将达到 200 亿元。

图表 12 2018-2025 年角膜塑形镜行业销量预测



资料来源：国家统计局、医疗器械行业协会、中国健康发展研究中心、华安证券研究所

图表 13 角膜塑形镜 2013-2025 年国市场规模测算

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
8~18岁青少年近视人口（万人）	1.22	1.22	1.23	1.24	1.24	1.25	1.26	1.26	1.26	1.26	1.26	1.26	1.26
适配率	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
适配人口（万人）	1.10	1.10	1.11	1.11	1.12	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13
渗透率	0.18%	0.24%	0.33%	0.41%	0.49%	0.57%	0.67%	0.79%	0.96%	1.18%	1.45%	1.77%	2.14%
角膜塑形镜销售量（万副）	19.64	26.71	36.18	45.28	54.49	64.00	75.51	89.10	108.32	133.19	163.71	199.88	241.71
角膜塑形镜单价（元）	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000
市场规模（亿元）	15.71	21.36	28.95	36.23	43.59	51.20	60.41	71.28	86.66	106.55	130.97	159.91	193.37

资料来源：国家统计局、医疗器械行业协会、中国健康发展研究中心、华安证券研究所

2.2 眼视光行业步入新时期，多维度驱动营收增长

如前文所述，未来要提升塑形镜产品营业收入，除了依靠我国近视矫正市场空间大，角膜塑形镜市场潜在空间广阔，还受益于当前国内角膜塑形镜市场大环境的利好因素不断提高产品的市场渗透率。

2.2.1 近视低龄化带来广阔市场

角膜塑形镜是一种非手术的近视治疗手段，因此不能接受手术治疗的青少年近视人群是该产品的主要目标人群。伴随着近视低龄化，角膜塑形镜潜在市场将进一步扩大。

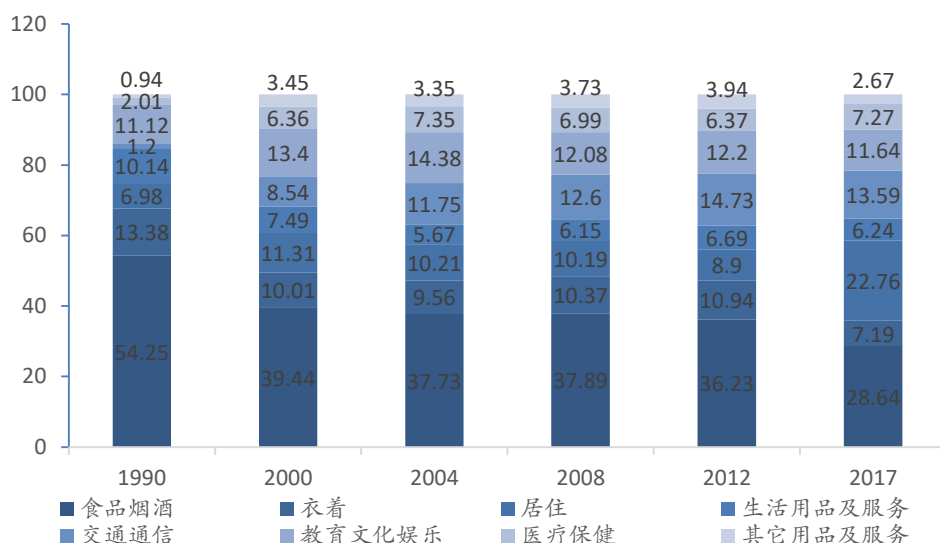
目前我国近视患者约 7 亿，占总人口数量的 50%。其中，中小学在校学生视力不良状况高发、低龄化，上升趋势明显，近视人数超过一亿，青少年近视率居世界第一。儿童青少年近视已成为中国视力损伤的主要原因。

导致在校学生视力水平下降的危害因素长期存在。我国有 67% 的学生每天户外活动时间不足 2 小时，29% 的学生不足 1 小时，73% 的学生每天睡眠时间不达标，课后作业导致的持续近距离用眼时间过长、不科学使用电子产品等不良用眼行为普遍存在是导致我国儿童青少年近视率居高不下的重要影响因素。这些危害因素进一步引发我国近视患者的低龄化。公司的角膜塑形镜主要的目标客户群就是近视的在校青少年，近视低龄化将进一步扩大公司角膜塑形镜的市场空间。

2.2.2 消费升级进一步促进产品渗透

我国目前正在进行第三次消费结构升级转型，消费者更加注重产品的附加价值和使用体验。在这一过程中，受驱动增长最快的是教育、娱乐、文化、交通、通讯、医疗保健、住宅、旅游等方面的消费。借助消费升级的驱动力，角膜塑形镜对比其他近视治疗方式的优势将会逐渐得到消费者的认知与肯定，塑形镜对其他类型的屈光矫正产品的替代速度将会加快。此外，2020 年年初的疫情为全民带来了一次提高健康卫生意识的集体公开课，消费者发生了一定的观念上的转变，健康理念升级，更加注重健康方面的消费。欧普康视的角膜塑形镜作为关注视力健康的国产第一大品牌，若能抓住机遇，消费升级将成为公司发展的强大驱动力。

图表 14 城镇居民人均消费支出结构 (%)



资料来源：中国居民消费升级指数报告（2018），华安证券研究所

2.2.3 期刊、指南的理论支持，政策利好

多项研究表示，角膜塑形镜是矫正和延迟近视的一种安全选择。（《The Safety of Orthokeratology—A Systematic Review》）。还有长达二十多年的研究表明，角膜塑形镜在随访期间对延缓屈光不正有显著作用（ $p < 0.001$ ）。（《Effect of Orthokeratology on myopia progression: twelve-year results of a retrospective cohort study》）

政策方面，2018年8月，中国推出了由国家卫生委员会，教育部和其他六个部门联合发布的计划。该计划的目标是到2030年将初中和高中学生的近视率分别降低到60%和70%以下，六岁儿童的近视率在3%左右，并降低38%以下的小学生发病率。同时，由教育部等八部门联合印发的《综合防控儿童青少年近视实施方案》提出，到2023年，力争实现全国儿童青少年总体近视率在2018年的基础上每年降低0.5个百分点以上，近视高发省份每年降低1个百分点以上。到2030年，实现全国儿童青少年新发近视率明显下降，儿童青少年视力健康整体水平显著提升，6岁儿童近视率控制在3%左右，小学生近视率下降到38%以下，初中生近视率下降到60%以下，高中生近视率下降到70%以下，国家学生体质健康标准达标优秀率达25%以上。

监管方面，由于角膜塑形镜引进初期缺乏科学的市场指导、监督管理、规范性操作，同时眼视光医师人才的短缺造成的验配经验和技术有限公司，还有消费者依从性差、操作不当等原因，使得最初几年国内的角膜塑形镜配戴者有一部分出现了严重并发症，这些不良事件影响了角膜塑形镜在国内的推广速度。针对这些不良事件的发生，为了规范市场行为，加强监管，保证产品安全有效，2001年药品监管局制定了《角膜塑形镜经营验配监督管理规定》，规范了企业许可证的办理、制订了验配机构的备案管理制度，规范了塑形镜验配流程、说明书的书写内容、责任追溯和质检等流程。此外，为了加强对医疗器械临床试验监管，进一步提高注册审查质量，国家药品监督管理局2018年制定了《角膜塑形用硬性透气接触镜临床试验指导原则》，规定了临床试验的受试者选取标准、定义了安全性和有效性的标准。该指导原则对入组参与角膜塑形镜的受试人员条件给出了严格限制，要求受试者近视度数为4.00D或更低，顺规散光应低于1.75D，逆规散光应低于1.00D。这一指导原则的提出直接限制了针对4.00D以上近视

矫正的角膜塑形镜产品的研发及获批。“梦戴维”系列产品因此成为国内矫正范围在4.00D-6.00D内获批的唯一产品，在该近视矫正范围拥有绝对的竞争优势。

理论及政策的支持同样有助于市场渗透率的提升。综上，在青少年近视患者人数提升的同时，角膜塑形镜市场渗透率也在不断提高。在二者的共同作用下可以预见未来中国角膜塑形镜的市场规模将会快速攀升。

图表 15 角膜塑形镜行业相关监管政策

类型	文件	文号	内容
监管类	《角膜塑形镜经营验配监督管理规定》	国药监市[2001]326号	规范了企业许可证的办理、制订了验配机构的备案管理制度，规范了塑形镜验配流程、说明书的书写内容、责任追溯和质检等流程
	《关于加强医疗机构验配角膜塑形镜管理的通知》	卫医发[2001]258号	从医疗机构、人员、设备三方面提出了验配角膜塑形镜的基本条件，还提出了验配流程的操作规范。
	《关于印发角膜塑形用硬性透气接触镜说明书编写指导原则的通知》	食药监办械函[2011]143号	规定企业制作产品说明书时，应按规定格式注明产品基本信息、警示、产品作用与用途、适用范围、适用人群、禁忌症、配戴时间、配戴注意事项、镜片配戴摘取方法等等有效信息。
	《角膜塑形用硬性透气接触镜临床试验指导原则》	国家药监局2018年第51号	规定了临床试验的受试者选取标准、定义了安全性和有效性的标准。
	《定制式医疗器械监督管理规定（试行）》	国家药监局2019年第53号	定制式医疗器械实行备案管理，不得委托生产；生产企业与医疗机构应签订协议，明确权利、义务和责任；医疗机构应建立定制式医疗器械查验记录制度；药品监督管理部门当定期对生产企业开展监督检查。
机遇类	《“十三五”全国眼健康规划（2016-2020年）》	国卫医发[2016]57号	工作目标重点在儿童青少年中开展屈光不正的筛查与科学矫正，减少因未矫正屈光不正导致的视觉损伤。
	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	教体艺[2018]3号	到2023年，力争实现全国儿童青少年总体近视率在2018年的基础上每年降低0.5个百分点以上，近视高发省份每年降低1个百分点以上
	《儿童青少年近视防控适宜技术指南》	国卫办疾控函[2019]780号	近视儿童青少年，在使用低浓度阿托品或者佩戴角膜塑形镜（OK镜）减缓近视进展时，建议到正规医疗机构，在医生指导下，按照医嘱进行。

资料来源：国家卫健委、国家药监局、动脉网等，华安证券研究所

3 多条产品线协同，夯实硬性接触镜领先优势

除了主营的角膜塑形镜产品，公司业务还包括普通角膜接触镜的生产和销售、护理液等“镜舒特”产品家族的生产销售、以及框架眼镜的销售等。

3.1 普通 RGP 发展加速

普通 RPG 不具备摘镜后暂时矫正视力的功能，只有在佩戴时可以矫正视力，是与软性角膜接触镜功能相似的产品。

公司普通 RPG 产品系列包括“日戴维”系列产品以及 2019 年新上市的“DreamVision GP”以及特殊角膜 RGP“华维”。

“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，成像效果较佳，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，而且长期配套日戴维还有一定的减缓近视加深作用。

图表 16 “日戴维”产品图



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

经过多年的技术研发和工艺提升，镜片表面的光洁度得到进一步优化，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。

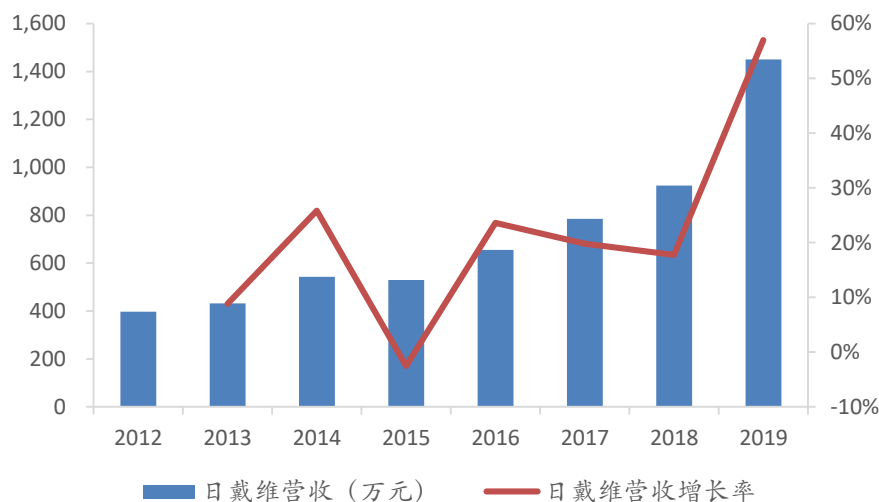
图表 17 “日戴维”系列硬性角膜接触镜对比软性角膜接触镜的优点

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	眨眼时软镜可能会移位
配戴舒适度	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	更容易受损

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

与软性角膜接触镜相比，该产品有更好的透氧性，但同时它比软性角膜接触镜有更多佩戴禁忌，它的配戴舒适度也不如软性角膜接触镜，因此在国内的市场渗透率较低且推广困难。但是随着欧普康视近几年由经销转直销的销售模式转型，产品的出厂价格提高，同时生产线的改良使得生产效率提升，因此普通 RGP 产品的毛利率连年升高，2019 年普通 RGP 的毛利率达到 72.72%。但普通硬性角膜接触镜产品在公司营收中占比较低，该业务对公司整体业绩的影响不大。

图表 18 “日戴维”系列硬性角膜接触镜营收及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2019 年新上市的“DreamVision GP” 隶属公司高端产品线“DreamVision”系列，是一款“全能型”硬性角膜接触镜，它通过光学设计消除周边远视离焦，矫正范围在 0D~5.00D；大直径设计使得中间区域不接触角膜，适合多种角膜形态；镜片厚度较常规设计薄 20%；提高了泪液交换和配戴舒适性。这款硬性角膜接触镜的近视适配范围达到了 0~-20.00D。

此外，欧普康视的普通 RGP 产品线还包括公司自主研发并持有专利的“华维”特殊角膜 RGP，该产品是一种针对特殊角膜形态设计的硬性角膜接触镜，主要适用于具

有圆锥角膜病患者的配戴。

“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 19 华锥产品图



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

3.2 “镜舒特”家族产品自产带来公司营收新增长点

在 2015 年欧普康视拟上市期间，公司并不生产护理产品，主要是直接外购并作为镜片的配套产品出售给客户。护理产品主要包括舒润液、护理液等，舒润液可直接滴入眼内，用于润滑和湿润硬性角膜接触镜，护理液主要用于硬性角膜接触镜的清洁、除蛋白、冲洗、消毒和贮存等作用。

后续随着产品管线的丰富，公司拥有了一条完整的护理液产品线，即“镜舒特”家族用户端产品，包括镜舒特冲洗液、深度清洁液、镜舒特多功能隐形眼镜护理液、镜舒特戴镜托等多款配套产品。

图表 20 “镜舒特”产品示例

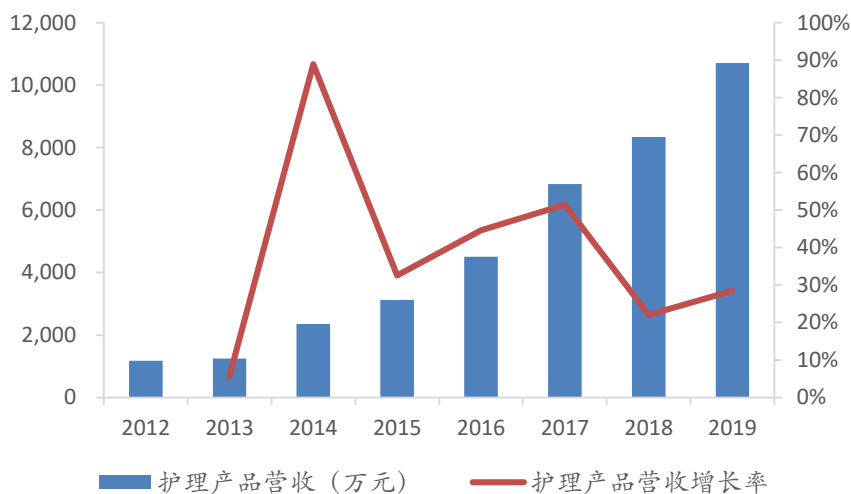


资料来源：公司官网，华安证券研究所

从营收和毛利率看，欧普康视的护理液产品管线一直比较稳定，营收占比始终维持在 15%-20%，毛利率除了在搭建自主护理液产品生产线的第一年有所下降，其他时间都维持在 40% 左右。2019 年公司护理液系列产品的营收超过 1 亿元，占公司主营业务收入的 16.56%，毛利率 44.58%。由于护理液产品和公司的主营业务角膜塑形镜存在绑定销售，因此预期未来随着角膜塑形镜市场渗透率提高、市场规模扩大、销售数量提升，护理液产品也将成为公司业绩新的增长点并长期贡献稳定的利润收入。

3.3 普通框架镜共享渠道，提升公司体量

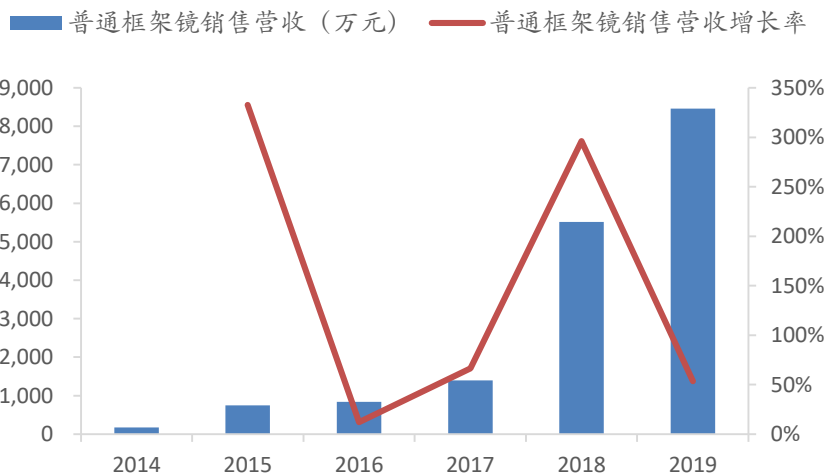
图表 21 护理液产品营收及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司为拓展营销渠道大量收购子公司，其中包括多家眼科医院/门诊，因此欧普康视的框架眼镜在营业总收入中的占比持续提升。2019 年框架眼镜的营业收入达到了 4928 万元，占公司主营业务营收的 13.08%，毛利率 58.25%。框架眼镜虽不是公司的主打产品，但作为国内近视矫正市场渗透率最高、矫正范围最大的产品，框架眼镜的市场规模大、需求稳定。且框架眼镜行业毛利率较衍生产品中的“镜舒特”产品家族高。

图表 22 普通框架镜产品营收及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 疫情逐渐消退，公司将迎来新增长

近年来公司各项业绩均处于加速上升状态。受疫情影响 2020 年第一季度业绩有所下滑，但疫情期间居民健康意识提升，消费观念转变，可能为未来公司业绩增长带来新的契机。

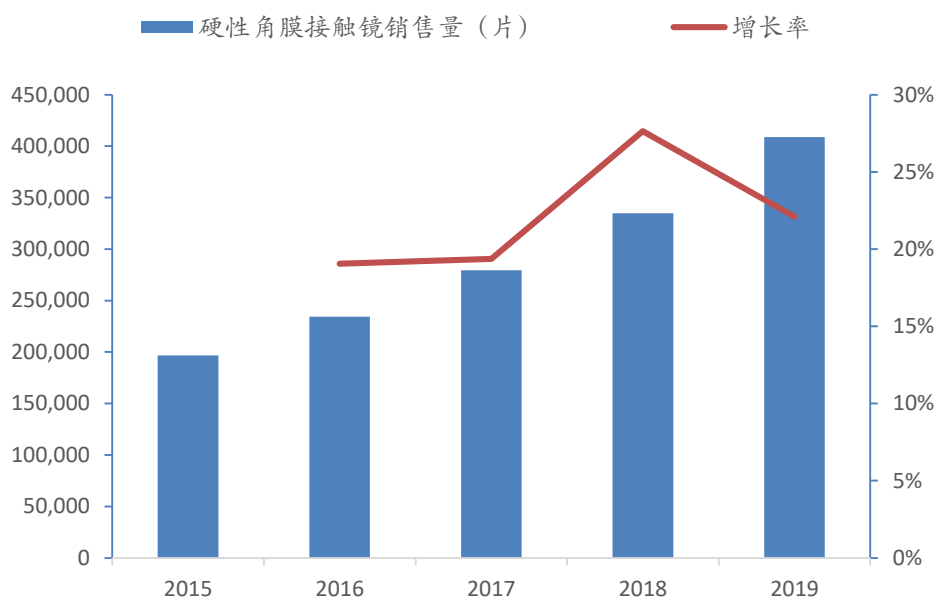
4.1 拳头产品塑形镜价量齐升

公司 2019 年“梦戴维”产品的销售收入达 4.37 亿元，同比增长 41.09%，增长率对比 2014-2017 年有显著提升。销售收入的增长大致可以拆解为销售量和出厂价格的

双重增长。

首先，得益于消费升级和营销渠道的进一步拓展，公司的硬性角膜接触镜的销售量连续多年加速增长，近几年增长率维持在 20% 以上，2019 年销售量突破 40 万。未来随着近视低龄化、消费升级的进行以及学术推广、政策支持等利好因素的增强，欧普康视的角膜塑形产品在消费者群体中的接受度逐渐提高，市场渗透率随之提升；此外产品的市场规模空间广阔。双重因素作用下，销量提升动力十足。

图表 23 硬性角膜接触镜销售量及增速



资料来源：公司年报，华安证券研究所

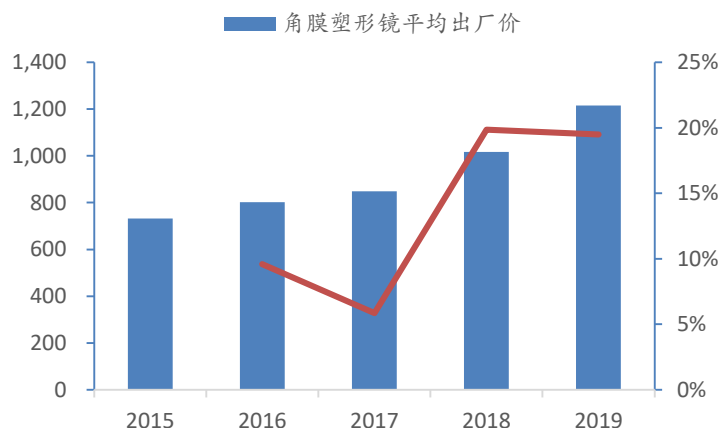
销售量持续高速增长的同时，硬性角膜接触镜的平均出厂价格也在不断提升。根据公司披露的角膜塑形镜销售收入以及销售量可以估算出，2019 年角膜塑形镜的平均出厂价格约为 1216 元，同比增长 19.49%（公司未分别披露角膜塑形镜和普通硬性接触镜的量，因 2015 年以来普通硬性接触镜销量占硬性接触镜销量的小于 10%，占硬性接触镜销售额小于 5%，并曾逐年减小趋势，故观察角膜塑形镜均价和同比趋势的指标以硬性角膜接触镜的替代）。综合公司主营业务近些年来的调整 and 变化，硬性角膜接触镜平均出厂价格的加速增长可以大致归为以下几点：

1. 随着近视低龄化和高度近视患者在青少年在校学生群体中占比提升，“梦戴维”系列产品中针对高度近视和散光近视患者的产品销售占比提升，这部分产品的定价要高于基础的梦戴维产品。

2. 2017 年推出的对标进口高端产品的“DreamVision”系列销量连年增长，且在公司的硬性角膜塑形镜销售中所占比重逐渐提高，“DreamVision”系列的定价要高于“梦戴维”系列，高端产品比重增加进一步拉高了平均出厂价格。

3. 随着公司近几年不断通过收购、设立子公司来拓展自己的营销网络，销售模式中直销的占比不断提升，根据公司年报显示，直销的比率由 2017 年的 35.27% 上升到 2018 年的 47.86%。从直销和经销价格差异来看，直销的出厂价格在 2013-2015 年分别是 991、991 和 1010，经销的出厂价格在 2013-2015 年分别是 573、619 和 676，综合这三年的数据来看，直销的平均出厂价格比经销高出 50% 以上。因此公司经销转直销同样是平均出厂价格提升的重要原因之一。

图表 24 角膜塑形镜平均出厂价格及增速



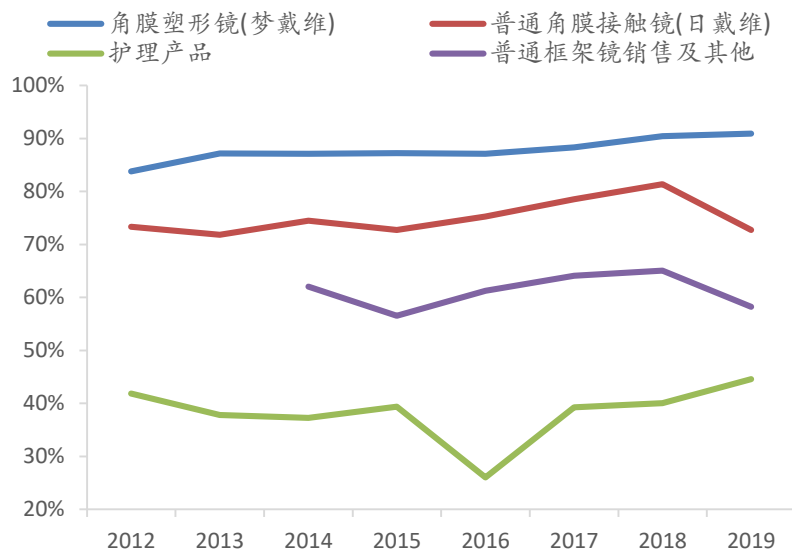
资料来源：公司年报，华安证券研究所

注：图中的角膜塑形镜平均出厂价格数据是由公司披露的硬性角膜接触镜销售数量及“梦戴维”销售收入估算得出。

4.2 主营产品毛利率提升，管理优化控费较好

公司整体毛利率从上市以后连续四年保持增长，主打产品角膜塑形镜的毛利率在 2019 年达到 90.34%。角膜塑形镜毛利率的增长可能是由于角膜塑形镜出厂价格的提升和产品线改良带来规模生产后的生产效率提升共同造成。

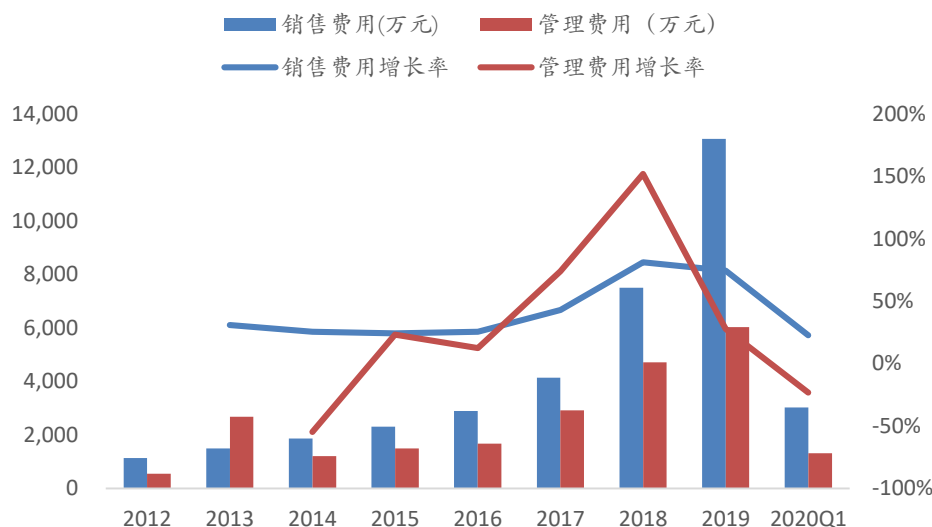
图表 25 各主营业务毛利率



资料来源：公司年报，华安证券研究所

2018、2019 年由于公司推进营业模式从经销向直销转型，新增大量子公司，职工薪酬增加以及新设公司导致租赁费、装修费增加导致销售费用增长率较高，可能会压缩一定的毛利率空间。其次 2017 年和 2018 年管理费用高速增长主要系职工薪酬增加以及摊销限制性股权激励费用所致。2019 年管理费用的增速回落。2020 年初由于疫情影响多地门诊停止营业，销售费用较低。

图表 26 公司费用情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

4.3 直销渠道拓展，增强公司竞争力

公司采用经销和直销相结合的模式。在经销渠道方面，公司拥有一批拥有相关医疗器械经营许可证的经销商，授权他们向某个特定区域，或某些眼视光服务机构销售公司的产品。而对于一些民营医院和公司（及子公司）所在区域的非民营医院，公司将产品直接销往医院。

经过多年的经营和市场开拓，公司已在国内地区建立了完善的产品营销网络和售后服务体系，2019年，公司在全国范围共持有或间接持有100多家各类型的子公司。这些子公司的经营范围包含销售（约54家）、医疗门诊（约36家）、研发生产（约25家）、投资管理（1家）等，其中销售渠道的子公司成立时间在三年以上的有10家。参股方式中，数目最多的形式是欧普康视直接出资设立子公司，包括欧普康视投资有限公司、淮南优视眼镜销售等。其次是为扩大市场份额在公司成立一年左右时入股，这部分子公司中有些尚未产生正现金流。最后，公司还收购了一部分经营多年的子公司，比如武汉视佳医眼科门诊、宜昌梦戴维视光科技、安徽视特佳视光科技、杭州目乐医疗科技等等。这些成立多年的子公司经过长期经营，已经可以产生持续稳健的正向现金流，在拓展公司营销服务网络、扩大公司市场份额的同时助力公司业绩提升。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司业务做出如下基本假设：

(1) 角膜塑形镜：梦戴维终端出厂价 2020-2022 年年均提价 5%（包括经销价和直销价），2020 年受疫情影响销量增速 10%，2021 年恢复至 20% 以上；

DreamVision 进入 2019 年后开始高速增长。

(2) 普通硬性角膜接触镜：日戴维出厂价 2020-2022 年年均提价 3%（包括经销价和直销价），随着新产品 DreamVision GP 上市，该品类产品销售额增速提升；

(3) 护理产品：公司自产护理液“镜舒特”产品家族上量后的收入和毛利率的提升；

(4) 普通框架镜及其他产品：随着销售终端并购的减速，收入增速递减。

图表 27 公司收入拆分 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
角膜塑形镜 (梦戴维)						
收入	221.21	296.81	400.87	470.14	611.66	772.35
YOY	26.63%	34.17%	35.06%	17.28%	31.45%	28.27%
毛利率	88.33%	90.26%	90.55%	91.10%	91.63%	92.14%
毛利	195.40	267.90	363.00	428.32	560.44	711.68
角膜塑形镜 (DreamVison)						
收入	-	13.23	36.56	53.15	76.21	109.99
YOY			176.42%	45.38%	43.38%	44.32%
毛利率		95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
毛利		12.57	34.73	50.50	72.40	104.49
普通角膜接触镜 (日戴维)						
收入	7.85	9.24	14.50	19.42	25.72	34.60
YOY	19.82%	17.73%	56.99%	33.88%	32.45%	34.53%
毛利率	78.56%	81.36%	72.72%	75.81%	76.92%	77.41%
毛利	6.16	7.52	10.55	14.72	19.78	26.78
护理产品						
收入	68.30	83.39	107.13	133.91	180.78	235.02
YOY	51.43%	22.08%	28.48%	25.00%	35.00%	30.00%
毛利率	39.24%	40.06%	44.58%	55.00%	60.00%	65.00%
毛利	26.80	33.41	47.76	73.65	108.47	152.76
普通框架镜及其他						
收入	13.93	55.17	84.62	135.39	203.09	294.48
YOY	66.46%	296.05%	53.38%	60.00%	50.00%	45.00%
毛利率	64.08%	65.03%	58.25%	58.25%	58.25%	58.25%
毛利	8.93	35.88	49.29	78.86	118.29	171.53
其他业务						
收入	0.33	0.59	3.22	2.00	3.22	3.22
YOY	9.62%	77.12%	447.86%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	62.95%	38.09%	59.08%	59.08%	59.08%	59.08%
毛利	0.21	0.22	1.90	1.18	1.90	1.90
营业收入合计	311.63	458.42	646.90	814.02	1,100.68	1,449.65
YOY	32.60%	47.10%	41.12%	25.83%	35.21%	31.71%
毛利合计	237.50	357.49	507.23	647.24	881.29	1,169.14
综合毛利率	76.21%	77.98%	78.41%	79.51%	80.07%	80.65%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

5.2 投资建议

国内的角膜塑形镜行业竞争格局已经初步形成,欧普康视借助主打产品角膜塑形镜“梦戴维”系列和新推出的高端产品线“Dreamvision”系列已成为行业龙头企业。近年来国内近视低龄化、高度近视占比不断提高,引起国家重视,近视矫正市场潜力巨大,同时配合消费升级和学术推广,消费者对角膜塑形镜的接受度不断提高,塑形镜行业的市场规模前景乐观。近几年欧普康视通过收并购不断完善营销网络,同时通过募投项目提高产能,为公司抓住塑形镜市场急速扩张的机遇提供了保障,可以预期未来公司业绩将迎来持续高速增长。

除了主打的塑形镜产品管线,公司的普通角膜接触镜产品和框架镜产品也长期维持较高的毛利率水平。不断完善的护理产品“镜舒特”家族也助力公司角膜镜产品的配套服务,使公司比进口竞争产品拥有更好的售后,提高了公司的行业竞争力。

随着 2020 年年初新冠疫情的爆发,公司 2020Q1 同比下降,目前国内疫情基本得到控制,尽管医院诊断和塑形镜验配环节实施预约制等措施对角膜塑形镜的放量有制约,但疫情只是改变人们问诊行为方式,需求并未消灭,行业增速将逐步恢复。

预计公司 2020-2022 年收入分别为 8.14/11.01/14.5 亿元,同比分别

26%/35%/32%，归母净利润分别为 3.79/5.19/6.96 亿元，同比分别 23%/37%/34%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 105.21X/76.82X/57.24X，给予“增持”评级。

风险提示：

- 1、市场推广不及预期的风险：目前国内近视矫正市场的主流矫正方式仍是框架眼镜和普通角膜接触镜，消费者对塑形镜的了解程度较低，由其他矫正方法向塑形镜过渡的成本较高，后续市场推广能否起到预期效果具有不确定性；
- 2、新进入者挤占市场的风险：2019 年爱博诺德获批生产角膜塑形镜，公司不再是该产品的唯一国产获批企业，新进入者对竞争格局的影响具有不确定性；
- 3、黑天鹅事件风险：角膜塑型镜并不适配所有的近视患者，佩戴过程也需要配合科学的指导和严格的护理条件，该过程存在不良事件发生的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	1233	1862	2419	3157	
现金	218	807	1272	1928	
应收账款	99	119	170	219	
其他应收款	10	19	22	29	
预付账款	19	23	30	38	
存货	54	63	91	110	
其他流动资产	833	832	833	834	
非流动资产	373	385	398	412	
长期投资	57	57	57	57	
固定资产	138	147	157	168	
无形资产	8	8	8	9	
其他非流动资产	171	173	176	178	
资产总计	1606	2247	2817	3569	
流动负债	158	225	288	362	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	25	32	42	53	
其他流动负债	133	193	245	309	
非流动负债	10	10	10	10	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负	10	10	10	10	
负债合计	168	235	298	372	
少数股东权益	107	97	80	57	
股本	405	607	607	607	
资本公积	232	232	232	232	
留存收益	694	1076	1600	2302	
归属母公司股东	1330	1915	2439	3140	
负债和股东权	1606	2247	2817	3569	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	275	359	421	591	
净利润	307	379	519	696	
折旧摊销	18	11	11	11	
财务费用	-2	0	0	0	
投资损失	-37	-47	-63	-83	
营运资金变动	0	27	-28	-9	
其他经营现金	297	341	530	682	
投资活动现金	-238	28	45	64	
资本支出	-56	-19	-18	-18	
长期投资	-221	0	0	0	
其他投资现金	39	47	63	83	
筹资活动现金	2	202	0	0	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	180	202	0	0	
资本公积增加	-149	0	0	0	
其他筹资现金	-29	0	0	0	
现金净增加额	40	589	465	655	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	647	814	1101	1450	
营业成本	140	167	219	281	
营业税金及附加	8	11	15	19	
销售费用	131	179	248	333	
管理费用	60	69	103	132	
财务费用	-1	-10	-21	-32	
资产减值损失	-3	0	0	0	
公允价值变动收	-5	0	0	0	
投资净收益	37	47	63	83	
营业利润	334	430	581	775	
营业外收入	2	2	2	2	
营业外支出	2	1	1	1	
利润总额	334	430	581	776	
所得税	39	62	79	103	
净利润	295	368	502	673	
少数股东损益	-12	-11	-17	-23	
归属母公司净利润	307	379	519	696	
EBITDA	310	375	497	657	
EPS (元)	0.51	0.62	0.85	1.15	

主要财务比率					
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
成长能力					
营业收入	41.1%	25.8%	35.2%	31.7%	
营业利润	36.0%	28.8%	35.1%	33.5%	
归属于母公司净利	41.9%	23.4%	37.0%	34.2%	
获利能力					
毛利率(%)	78.4%	79.5%	80.1%	80.6%	
净利率(%)	0.26%	47.4%	46.5%	47.1%	
ROE(%)	23.1%	19.8%	21.3%	22.2%	
ROIC(%)	17.9%	15.5%	16.7%	17.5%	
偿债能力					
资产负债率(%)	10.5%	10.5%	10.6%	10.4%	
净负债比率(%)	11.7%	11.7%	11.8%	11.6%	
流动比率	7.81	8.27	8.40	8.73	
速动比率	7.35	7.89	7.98	8.32	
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.36	0.39	0.41	
应收账款周转率	6.55	6.86	6.46	6.62	
应付账款周转率	5.62	5.24	5.17	5.34	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊	0.51	0.62	0.85	1.15	
每股经营现金流	0.45	0.59	0.69	0.97	
每股净资产(最新	2.19	3.16	4.02	5.17	
估值比率					
P/E	93.61	105.21	76.82	57.24	
P/B	21.59	20.81	16.34	12.69	
EV/EBITDA	61.12	104.10	77.70	57.75	

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邹坤，北京大学统计学硕士，现任华安证券研究所高级分析师

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。