2021 年 03 月 31 日
公司研究●证券研究报告

爱博医疗（688050.SH）

公司快报

普诺瞳放量超预期，双线业务齐头并进

投资要点

- **事件：**公司公布 2020 年报，公司全年实现营业收入 2.73 亿元，同比增长 39.88%；归母净利润 9656 万元，同比增长 44.80%；扣非归母净利润 8968 万元，同比增长 41.22%；经营性现金流净额 1.23 亿元，同比增长 144.3%。业绩总体符合市场预期。

- **疫情不改强劲业绩动力，双线业务同时发力。**2020Q1 受到新冠疫情，白内障手术量和配镜人数大幅下降，公司业绩受到严重冲击。在 Q2 后公司加快业务推广，Q2-Q4 营收同比增速分别为 49.9%、72.3%、65.6%，显示出业绩的高弹性。**分业务看，人工晶状体业务**实现营收 2.23 亿元，同比增长 24.70%；带量采购促进公司加速覆盖终端客户，加快进口替代进程；公司目前已覆盖国内 30 多个省市的 1,000 多家医院。此外，在前供应商 Contamac 被昊海生科收购后，公司加快疏水性丙烯酸酯材料的研发和替代，目前是国际上少数具有自主材料开发能力的眼科生产企业，拥有一体化优势。**角膜塑形镜业务**实现营收 4126 万元，同比增长 479.6%。公司是全国唯二拥有塑形镜批文的国产企业，普诺瞳产品在 2019 年推出后持续处于快速放量期，凭借新颖的技术，推广效果良好，全年销售超 10 万片（含试戴片）；公司正式产品销售占比将在未来快速提升，增加客单销售额。下阶段公司将继续依托材料研发能力，进军高端市场。

- **疫情缓解后公司盈利能力持续增强。**公司 2020 年毛利率为 83.91%，同比下降 1.78pct，主要因为 1）疫情导致人工晶体单位成本增加；2）角膜塑形镜处于推广初期，主要以低价格的试戴镜销售为主。长期来看，随着公司人工晶体业务恢复和角膜塑形镜的加速推广，毛利率仍有较大上升空间。高毛利水平同时可以减小带量采购导致的降价带来的影响。公司期间费用率保持良好，疫情导致差旅费用降低，销售费用率同比降低 4.86pct；业绩快速放量带来的规模效应导致管理费用率同比降低 1.56pct。通过良好的费用率控制和稳定的高毛利率，公司全年净利率提升 1.51pct 至 35.20%，盈利能力持续优化。

- **研发创新型眼科耗材企业，持续高研发投入。**公司 2020 年研发费用为 2999 万元，同比增长 38.36%，营收占比 11.0%，研发投入持续增加，保证研发管线顺利推进。公司预装式非球面人工晶状体产品 A1UL（A1UL22、A1UL24、A1UL28）在 2020 年 5 月获批上市。AQBHL 和 A1UL 分别在泰国和韩国上市。非球面衍射型多焦人工晶状体产品通过药监局特别审批程序，明年有望开始放量。大景深人工晶状体 AE1-UV、AE2-UV、AE1UL、AE2UL、预装式晶状体 A1ULP、AQXLP、囊袋张力环 CTRL 等多个产品取得 CE 认证，未来有望极快海外销售。公司拥有丰富的研发管线，覆盖人工晶体主流新技术；有晶体眼人工晶体、眼用透明质酸钠凝胶等 5 款重磅产品有序推进临床试验，未来将支撑公司业绩高增长。

- **人工晶体市场可保持 10%的增速，进口替代空间大。**我国白内障人群庞大，预计 2020 将达到 1.32 亿人，但手术率低，2018 年 CSR 仅为 2662，较发达国家有

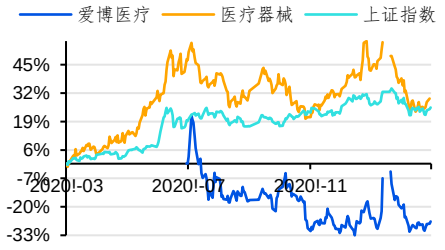
医药 | 医疗器械 III

投资评级	增持-A(维持)
股价(2021-03-30)	176.86 元

交易数据

总市值（百万元）	18,594.93
流通市值（百万元）	3,973.82
总股本（百万股）	105.14
流通股本（百万股）	22.47
12 个月价格区间	157.01/310.00 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.88	5.16	-25.82
绝对收益	-9.38	6.39	

分析师 王睿
SAC 执业证书编号：S0910519080003
wangrui@huajinsc.cn
021-20377036

报告联系人 徐梓煜
xuziyu@huajinsc.cn
02120377063

相关报告

爱博医疗：人工晶体蓝海龙头，Q3 业绩保持高增速 2020-10-28

爱博医疗：Q2 业绩恢复良好，长期看好人工晶体创新龙头 2020-08-26

爱博医疗：人工晶状体创新龙头，角膜塑形镜新星 2020-08-04

2-4 倍空间。随着健康意识的提升和政策的推动，白内障手术开始加速普及，2012-2018 年复合增长率超 20%，将直接带动人工晶体需求。考虑到集采影响，预计未来三年人工晶体市场规模将保持 10%左右的增速，到 2025 年将达 34 亿元。目前国内人工晶体市场海外品牌占据 80%以上市场，进口替代空间大；公司产品技术达到一线水平，凭借价格优势，人工晶体产品有望保持平均 25%左右的增速，拉动公司业绩成长。

- **投资建议：**我们预计公司 2021-2023 年的营收分别为 4.06、5.56、7.28 亿元，同比增长 48.7%、37.0%、30.8%；归母净利润分别为 1.42、1.95、2.54 亿元，同比增长 46.8%、37.8%、30.1%；对应 PE 分别为 131 倍、95 倍、73 倍。公司人工晶状体业务推进顺利且进口替代空间较大；角膜塑形镜业务超预期放量，我们维持"增持-A"的评级。

- **风险提示：**角膜塑形镜市场推广不及预期风险；新冠疫情反复风险；集中采购降价风险。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	195	273	406	556	728
YoY(%)	53.7	39.9	48.7	37.0	30.8
净利润(百万元)	67	97	142	195	254
YoY(%)	228.3	44.8	46.8	37.8	30.1
毛利率(%)	85.7	83.9	83.8	84.2	84.2
EPS(摊薄/元)	0.63	0.92	1.35	1.86	2.42
ROE(%)	10.2	6.2	8.4	10.3	11.8
P/E(倍)	278.8	192.6	131.2	95.2	73.2
P/B(倍)	30.1	12.2	11.2	10.0	8.8
净利率(%)	34.2	35.4	34.9	35.1	34.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	335	1146	1146	1253	1355
现金	196	537	423	500	466
应收票据及应收账款	58	74	123	147	206
预付账款	5	8	11	15	19
存货	61	59	120	121	193
其他流动资产	14	468	469	470	471
非流动资产	351	492	629	766	907
长期投资	0	0	1	1	1
固定资产	180	186	325	457	595
无形资产	101	113	126	133	140
其他非流动资产	71	193	178	175	171
资产总计	686	1639	1775	2019	2263
流动负债	23	77	65	111	104
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	0	2	1	3	3
其他流动负债	23	75	63	108	101
非流动负债	**15**	**14**	**20**	**23**	**22**
长期借款	0	0	6	9	8
其他非流动负债	15	14	14	14	14
负债合计	38	91	85	135	125
少数股东权益	30	30	30	29	28
股本	79	105	105	105	105
资本公积	528	1305	1305	1305	1305
留存收益	11	108	250	445	698
归属母公司股东权益	618	1518	1660	1855	2109
负债和股东权益	686	1639	1775	2019	2263

现金流量表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	50	123	35	245	161
净利润	66	96	142	195	253
折旧摊销	24	0	35	49	64
财务费用	-5	-6	-10	-9	-6
投资损失	-3	-5	-4	-4	-4
营运资金变动	-26	0	-128	16	-146
其他经营现金流	-5	38	-0	-0	1
投资活动现金流	64	-588	-168	-182	-201
筹资活动现金流	15	805	19	14	6

每股指标（元）

每股收益(最新摊薄)	0.63	0.92	1.35	1.86	2.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	1.17	0.33	2.33	1.53
每股净资产(最新摊薄)	5.87	14.44	15.79	17.64	20.06

利润表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	195	273	406	556	728
营业成本	28	44	66	88	115
营业税金及附加	3	4	6	9	11
营业费用	50	57	85	115	152
管理费用	31	39	60	78	99
研发费用	22	30	41	60	72
财务费用	-5	-6	-10	-9	-6
资产减值损失	0	-0	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	0	-1
投资净收益	3	5	4	4	4
营业利润	70	111	163	220	288
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	70	111	163	220	288
所得税	4	15	20	26	35
税后利润	66	96	142	195	253
少数股东损益	-1	-0	1	-1	-1
归属母公司净利润	67	97	142	195	254
EBITDA	89	97	185	257	340

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	53.7	39.9	48.7	37.0	30.8
营业利润(%)	160.4	59.7	46.4	35.3	30.8
归属于母公司净利润(%)	228.3	44.8	46.8	37.8	30.1
获利能力					
毛利率(%)	85.7	83.9	83.8	84.2	84.2
净利率(%)	34.2	35.4	34.9	35.1	34.9
ROE(%)	10.2	6.2	8.4	10.3	11.8
ROIC(%)	9.6	5.5	7.8	9.8	11.3
偿债能力					
资产负债率(%)	5.6	5.5	4.8	6.7	5.5
流动比率	14.5	14.9	17.7	11.3	13.1
速动比率	11.1	8.0	8.5	5.9	6.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	106.4	35.7	35.7	35.7	35.7
估值比率					
P/E	278.8	192.6	131.2	95.2	73.2
P/B	30.1	12.2	11.2	10.0	8.8
EV/EBITDA	208.4	187.5	98.3	70.5	53.5

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

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%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn