2020 年 11 月 07 日

证券研究报告•公司研究报告

爱博医疗（688050）医药生物

买入（首次）

当前价：213.80 元

目标价：257.00 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

高速成长的国内眼科器械创新型领军企业

投资要点

- **投资逻辑：公司是国内眼科医疗器械创新型龙头，1）**眼科医疗需求旺盛，2018 年我国眼科高值医用耗材市场规模约为 76 亿元，同比增长 16.9%。公司所处的人工晶体和角膜塑形镜两个领域增长迅速，具有可观的市场潜力和空间。其中，2016~2025 年我国人工晶体市场规模将从 19.7 亿元增长到 34.2 亿元，复合增速为 11.7%；2018~2025 年我国角膜塑形镜市场规模有望从 14 亿元增加到 47 亿元，复合增速 19%。**2）**受益于行业迅速扩容和公司的竞争优势，公司业绩有望高成长，预计 2019~2022 年公司收入有望从 2 亿元增加到 6.2 亿元，复合增速 47.4%，归母净利润有望从 0.7 亿元增加 2.8 亿元，复合增速 61.7%。**3）**公司在核心技术、产品设计、渠道建设、品牌形象、研发布局上都已经形成了明显的竞争壁垒，持续高成长带来的投资机会值得关注。
- **疫情不改增长趋势，核心产品放量可期。**2016-2019 年收入从 0.4 亿元增加到 2 亿元，复合增速达 64.3%，2019 年归母净利润为 0.67 亿元，同比大幅增长 228.3%。2020 年前三季度收入 1.8 亿元（+29.7%），归母净利润 0.69 亿元（+40%），疫情不改增长趋势。**分季度看**，Q1/Q2/Q3 单季度收入分别为 0.26/0.77/0.78 亿元，同比增速分别为-39.2%/+49.9%/+72.3%，单季度归母净利润分别为 0.03/0.34/0.31 亿元，同比增速分别为-80.1%/+74.7%/+152%，疫情的负面影响在 Q2 基本消除，Q3 单季度业绩呈现爆发式增长。**分产品看**，人工晶体业务前三季度收入 1.48 亿元（+13%），单三季度收入 0.58 亿元（+42.3%），人工晶体在众多省份带量采购中以较低的降幅中选，后续有望大幅放量；角膜塑形镜业务前三季度收入 0.28 亿元（+556%），其中单三季度收入 0.18 亿元（+456.2%），得益于良好的推广，后续角膜塑形镜业务高成长可期。
- **人工晶体渗透率提升空间广阔，带量采购加速进口替代。**2018 年全国人工晶体销量 370 万片，CSR（每百万人口白内障手术量）为 2662 例，相比美欧日 10000 例以上的水平还有很大提升空间。从份额看，进口品牌占据国内市场绝大多数份额，国产品牌销量占比约为 20%。随着人工晶状体带量采购在全国范围逐步推开，目前安徽、江苏、京津冀 9 省联盟等省份已率先开展人工晶体带量采购等试点工作，其他地区如陕西西部 10 省联盟、上海采购方案和中选结果也已出台，国产龙头有望受益于国产替代。公司在安徽、京津冀 9 省联盟、陕西 10 省联盟带量采购中已有部分产品中选，2016-2019 年，公司人工晶体的销量市占率分别为 2.9%、5.6%、8%和 10.3%。后续以价换量有望加速提升。
- **青少年近视防控需求旺盛，角膜塑形镜有望放量。**近年来我国角膜塑形镜市场高速增长，2015 年我国角膜塑形镜销量达到 64.3 万副，CAGR2011-2015 约为 44%，2015 年 8-18 岁青少年近视总人数约 1.3 亿人，渗透率约为 0.5%，预计 2019 年渗透率提升至 1.1%，覆盖人群 108 万人，行业出厂总规模约为 16 亿元。公司普诺瞳为国产第二家获批的角膜塑形镜产品，采用创新性基弧非球面设计，近视控制效果更稳定，同时透氧系数行业领先，安全舒适性较高，未来有望贡献较大的业绩弹性。
- **盈利预测与估值。**公司是眼科领域创新型龙头，未来业绩成长性突出。预计 2020-2022 年收入分别为 2.8、4.1、6.2 亿元，EPS 分别为 1.06、1.64、2.68 元，按分部估值给予当前 270 亿元市值的估值，对应目标价 257 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**带量采购降价幅度超出预期、研发不及预期、产品放量不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	195.20	281.15	413.61	624.51
增长率	53.73%	44.04%	47.11%	50.99%
归属母公司净利润（百万元）	66.69	111.10	172.94	281.98
增长率	228.32%	66.60%	55.66%	63.06%
每股收益 EPS（元）	0.63	1.06	1.64	2.68
净资产收益率 ROE	10.16%	6.75%	9.63%	13.81%
PE	337	202	130	80
PB	36.40	14.11	12.89	11.29

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

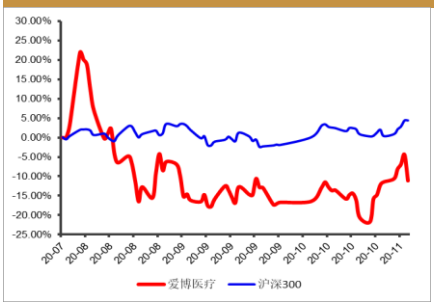
邮箱：duxy@swsc.com.cn

联系人：周章庆

电话：021-68416017

邮箱：zzq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：wind

基础数据

总股本(亿股)	1.05
流通 A 股(亿股)	0.21
总市值(亿元)	224
总资产(亿元)	15.6
每股净资产(元)	14.2

相关研究

目 录

1 爱博医疗：眼科器械创新型领导者 1

2 眼科需求旺盛，公司产品线布局丰富 5

2.1 白内障手术需求增长迅速，驱动人工晶体市场持续扩容 6

2.2 人工晶体渗透率空间广阔，带量采购加速进口替代 9

2.3 青少年近视防控需求持续增长，角膜塑形镜有望放量 11

2.4 竞争优势明显，募集资金用于产能扩张 12

3 盈利预测与估值 13

4 风险提示 15

图 目 录

图 1：公司发展历程.....1
图 2：截止 2020 年 9 月 30 日爱博医疗股权结构.....1
图 3：公司 2019 年主营业务收入结构情况.....2
图 4：公司历年主营业务收入结构情况.....2
图 5：公司营业收入及增速.....4
图 6：公司归母净利润及增速.....4
图 7：公司历年人工晶体销量及增速（片）.....4
图 8：公司历年人工晶体细分产品销量（片）.....4
图 9：2016-2019 年公司四费率变化.....4
图 10：2016-2019 公司毛利率和净利率变化.....4
图 11：全球眼科医疗器械市场规模及增速（亿美元）.....5
图 12：2017 年全球眼科医疗器械市场结构（亿美元）.....5
图 13：中国眼科医疗器械市场规模及增速（亿元）.....6
图 14：中国眼科高值医用耗材市场规模及增速（亿元）.....6
图 15：人工晶体治疗白内障手术示意图.....6
图 16：2019 年全球人工晶体市场细分领域结构.....6
图 17：中国 CSR 和白内障手术量预测.....7
图 18：中国人工晶体市场规模及增速预测（亿元）.....7
图 19：公司人工晶体中国市场市占率（按销售数量）.....8
图 20：公司人工晶体中国市场市占率（按销售金额）.....8
图 21：角膜塑形镜矫正近视发展原理示意图.....11
图 22：角膜塑形镜延缓近视发展原理示意图.....11
图 23：2011-2015 年中国角膜塑形镜行业消费量情况（万副）.....11
图 24：中国角膜塑形镜预测市场空间（亿元）.....11
图 25：公司普诺瞳®角膜塑形镜产品结构示意图.....12
图 26：公司角膜塑形镜工艺流程图.....12

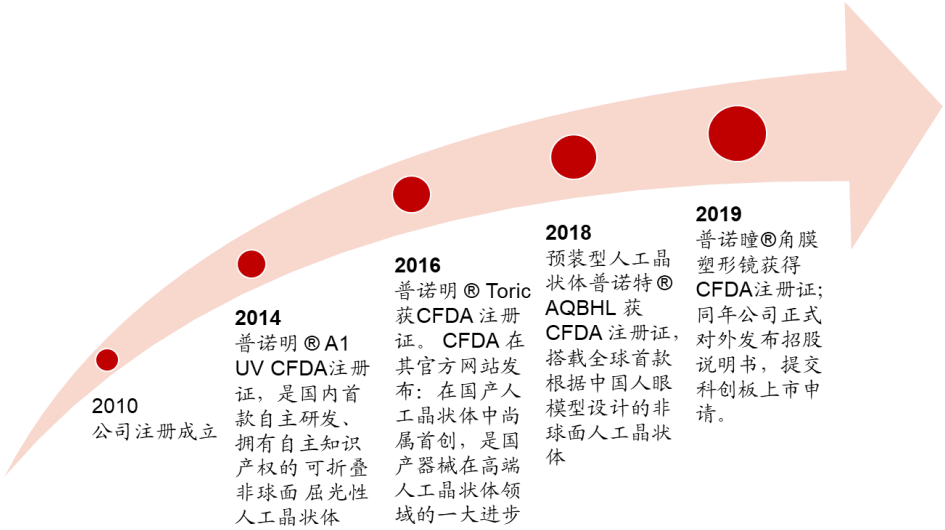
表 目 录

表 1：公司主要产品及用途 2
表 2：主要人工晶体产品及竞争格局比较 7
表 3：公司人工晶体在研产品管线情况 8
表 4：国家推动带量采购政策梳理 9
表 5：目前开展人工晶体带量采购的省份 10
表 6：公司人工晶体带量采购中选情况 10
表 7：公司的优势领域 12
表 8：科创板上市募集资金的使用规划 13
表 9：分业务收入及毛利率 13
表 10：可比公司估值情况 14
表 11：爱博医疗分部估值 15
附表：财务预测与估值 16

1 爱博医疗：眼科器械创新型领导者

爱博医疗成立于 2010 年，是国产眼科医疗器械行业的创新型领军企业。目前公司主要产品覆盖手术和视光两大领域，主要针对白内障和屈光不正这两大类造成致盲和视力障碍的主要眼科疾病，其中手术领域的核心产品为人工晶状体，视光领域的核心产品为角膜塑形镜。

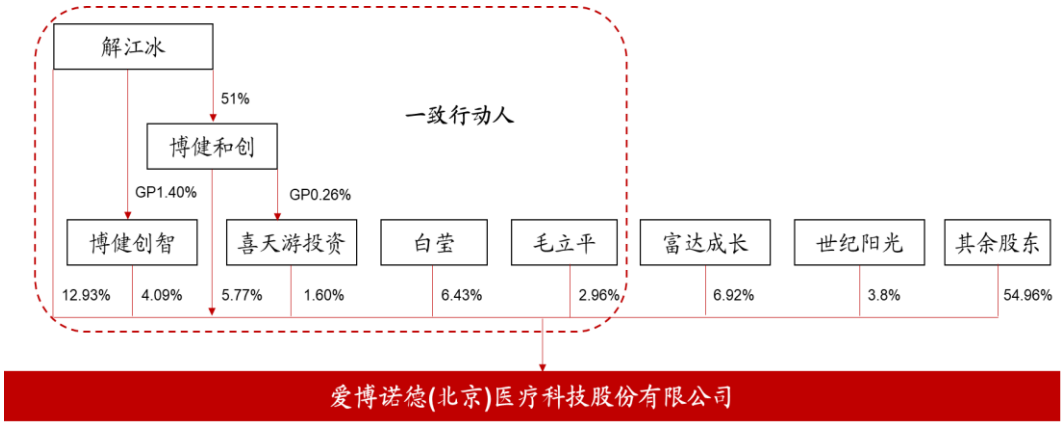
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

解江冰为实际控制人，直接和间接持股约 24.39%。截止 2020 年 9 月 30 日，解江冰为公司为最大单一股东和实际控制人，直接持股 12.93%，通过其控制的博健和创、博健创智和喜天游投资持股 11.46%，间合计持股 24.39%。同时解江冰与公司股东毛立平、白莹为一致行动人，合计持股 34.42%。

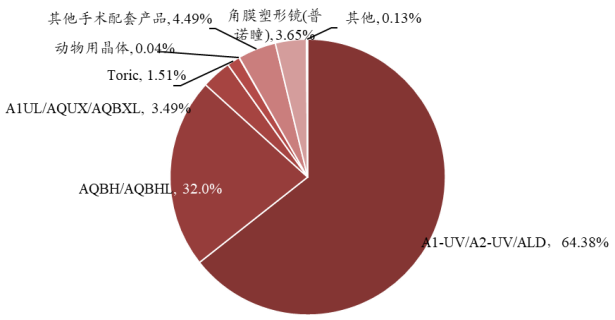
图 2：截止 2020 年 9 月 30 日爱博医疗股权结构



数据来源：招股说明书，西南证券整理

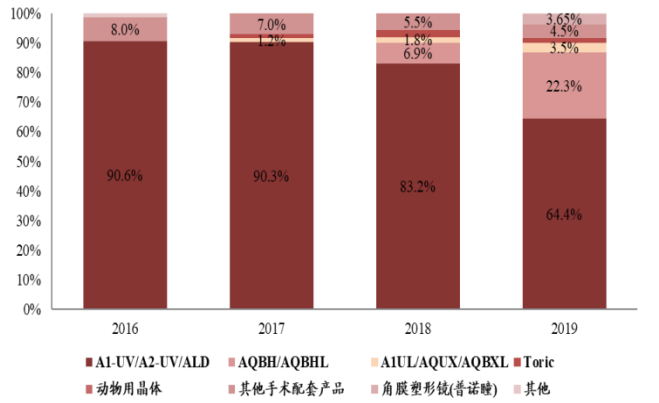
公司主营业务和主要产品：公司主营业务包括手术类和视光类等，2019 年收入分别是 1.9 亿元和 700 万元，占营收总比重为 96.2%和 3.7%。其中手术类产品主要用于治疗白内障，是公司目前收入占比最大的类别，包括人工晶状体和配套产品，其中人工晶状体主要包含中端的可折叠一件式人工晶状体和其他高端产品，2019 年合计收入 1.8 亿元，是目前公司收入的最主要构成部分，占比达 91.7%；而视光类产品主要包括角膜塑形镜，主要用于矫正近视和延缓近视。

图 3：公司 2019 年主营业务收入结构情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司历年主营业务收入结构情况



数据来源：wind，西南证券整理

表 1：公司主要产品及用途

治疗类别	产品类别	产品名称	产品型号	用途	产品定位	图示
手术类	人工晶状体	可折叠一件式人工晶状体	A1-UV、A2-UV、ALD	用于成年人白内障摘除手术后无晶状体眼的视力矫正	中端	
		人工晶状体	AT1BH、AT2BH、AT3BH、AT4BH、AT5BH、AT6BH（统称 Toric 型）	用于成年患者无晶体眼和原发性角膜散光摘除白内障后的视力矫正，旨在改善远视力，减少残余散光度并且减少对远视力眼镜的依赖	高端	
		人工晶状体（含预装式）	AQBH、AQBHL	用于成年人白内障摘除手术后无晶状体眼的视力矫正	高端	
		人工晶状体（含预装式）	AQUX、AQBXL22、AQBXL24、AQBXL28、A1UL22、A1UL24、A1UL28	用于成年人白内障摘除手术后无晶状体眼的视力矫正	高端外销型	
		动物用晶体	动物晶体-犬 D-13 动物晶体-猫 C-13	用于动物白内障手术中被摘除的天然晶状体	中端	
	其他手术配套产品	囊袋张力环	CTR1109、CTR1210、CTR1311、CTR1412、CTR1513	适用于晶状体部分脱位及悬韧带异常的患者。	-	

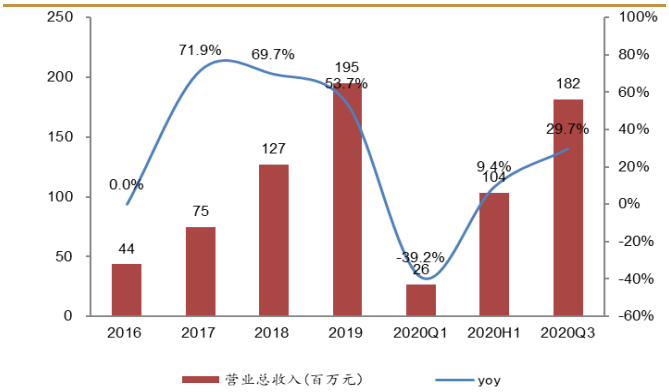
治疗类别	产品类别	产品名称	产品型号	用途	产品定位	图示
		医用透明质酸钠凝胶	VA-2100、VA-2040、VA-2055、VA-2080	应用于白内障手术，起到支撑和保护作用	-	
		一次性人工晶状体植入系统	DIS22、DIS22、DIS24、DIS28、MIS18、PIS24、PIS30E	用于眼科手术中将可折叠人工晶状体折叠并植入眼内	-	
		眼科手术器械	-	用于白内障的手术器械	-	
		一次性使用眼科手术用刀	EBKA、EBKB、EBKC、EBKD	用于眼科手术中软组织的切割	-	
视光类	角膜塑形镜(夜戴型)	角膜塑形用硬性透气接触镜	NOR	夜戴，用于近视度数在-1.00D～4.00D 之内，顺规则散光度数不超过 1.75D，逆规则散光度数不超过 1.5D 的配戴者近视的暂时矫正	高端	
	角膜接触镜(日戴型)	硬性透气角膜接触镜	RAS、RAR	日戴，用于矫正近视	中端	
	其他视光配套产品	泪液分泌检测滤纸	STS-1	供临床上用于各种泪液分泌障碍的检测	-	
		硬性接触镜验配试纸	FS-1	用于指示配戴硬性接触镜后的泪液分布状态以评估适配性。	-	

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司业绩情况：近年来公司核心产品快速放量，业绩逐渐进入收获期。2016-2019 年公司营业收入从 0.4 亿元增加到 2 亿元，复合增速达 64.3%， 2019 年归母净利润为 0.67 亿元，同比大幅增长 228.3%，业绩高成长一方面是由于收入高增长，另一方面是由于规模效应摊薄了公司的固定支出，盈利能力改善。2020 年前三季度收入 1.8 亿元（+29.7%），归母净利润 0.69 亿元（+40%），疫情不改增长趋势。分季度看，2020 年一季度受疫情和春节假期影响，公司业绩短期略有异动，二季度开始疫情的影响已逐渐消除，Q1/Q2/Q3 单季度收入分别为 0.26/0.77/0.78 亿元，同比增速分别为-39.2%/+49.9%/+72.3%，单季度归母净利润分别为 0.03/0.34/0.31 亿元，同比增速分别为-80.1%/+74.7%/+152%，Q3 单季度业绩呈现爆发式增长。

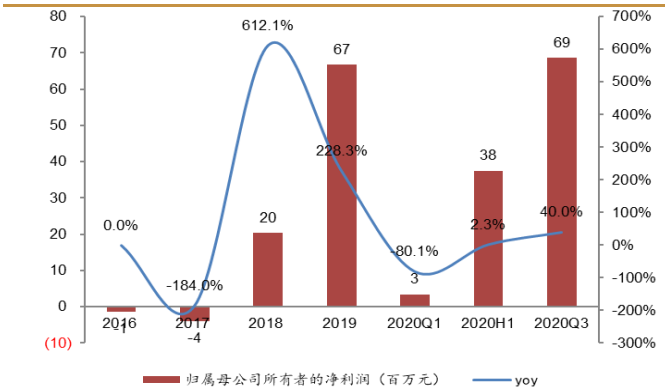
分业务看，人工晶体业务前三季度收入 1.48 亿元（+13%），单三季度收入 0.58 亿元（+42.3%），人工晶体在众多省份带量采购中以较低的降幅中选，后续有望大幅放量；角膜塑形镜业务前三季度收入 0.28 亿元（+556%），其中单三季度收入 0.18 亿元（+456.2%），得益于良好的推广，后续角膜塑形镜业务高成长可期。

图 5：公司营业收入及增速



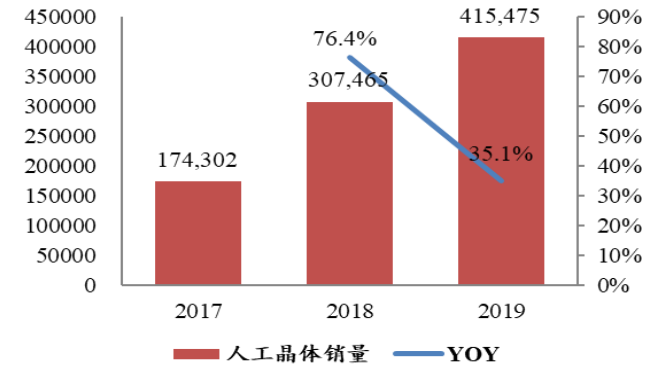
数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司归母净利润及增速



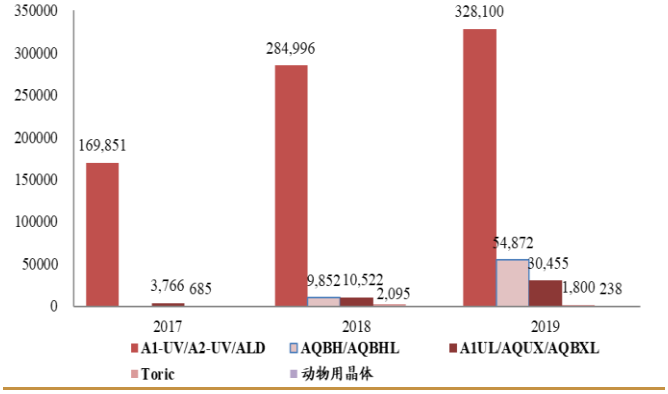
数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司历年人工晶体销量及增速（片）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

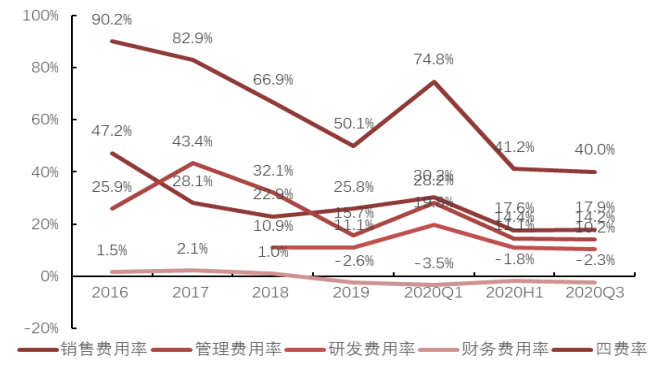
图 8：公司历年人工晶体细分产品销量（片）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

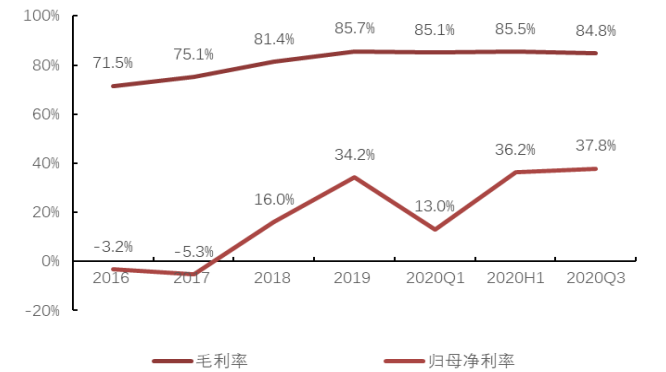
公司盈利能力：近年来公司毛利率和净利率均稳健提升，2016、2017、2018、2019、2020Q3 年毛利率分别是 71.5%、75.1%、81.4%、85.7%、84.8%，2016、2017、2018、2019、2020Q3 归母净利率分别是-3.2%、-5.3%、16%、34.2%、37.8%，盈利能力逐渐提升。从费用看，四费率从 2016 年的 90.2%下降到 2020Q3 的 40%，其中销售费用率从 47.2%下降到 17.9%，2020Q3 年管理费用率 14.2%，研发费用率 10.2%，公司保持稳定较高的研发投入用于丰富产品管线。

图 9：2016-2019 年公司四费率变化



数据来源：wind，西南证券整理

图 10：2016-2019 公司毛利率和净利率变化



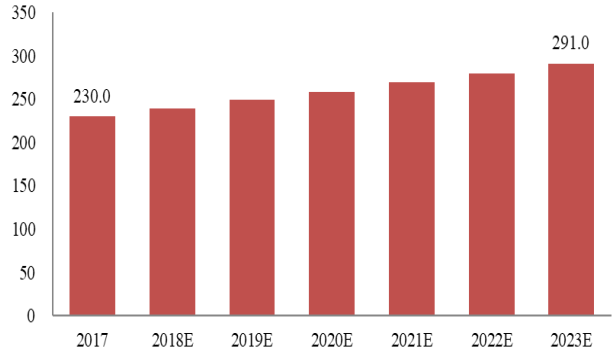
数据来源：wind，西南证券整理

2 眼科需求旺盛，公司产品线布局丰富

眼科是研究发生在视觉系统，包括眼球及与其相关联的组织有关疾病的学科，包括致盲类眼病和非致盲类眼病。世界卫生组织研究报告指出，全球近视人数约有 14 亿人，其他眼疾患者约有 3.14 亿人，其中有不少的患者都是因白内障、青光眼、未经矫正的屈光不正等疾病致盲，致盲原因中白内障占 39%、未经矫正的屈光不正占 18%、青光眼占 10%，这三种疾病已经成为全世界致盲和视力障碍的主要原因。

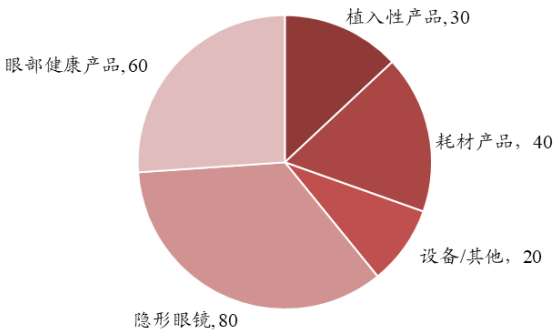
全球眼科市场稳健增长，人工晶体为增速最快的细分领域。根据全球领先的眼科医疗公司爱尔康公司（Alcon,Inc.Inc.）的报告及估算 2017 年全球眼科医疗器械市场规模达 230 亿美元，预计 2018 年至 2023 年复合增长率为 4%。眼科包括眼外科和视力保健两大领域，其中眼外科包括各类眼外科手术的产品、耗材和设备，视力保健包括隐形眼镜和各类滴眼液。2017 年眼外科市场规模约 90 亿美元，其中植入性产品（人工晶状体、青光眼手术产品等）、耗材产品、设备及其他市场规模分别约为 30 亿美元、40 亿美元、20 亿美元。2017 年视力保健市场规模约 140 亿美元，其中隐形眼镜、眼部健康产品市场规模约为 80 亿美元、60 亿美元。在细分领域中，植入性产品预计增长率 6%，将成为增速最快的细分领域。从眼外科具体产品分布来看，在植入性产品中，人工晶状体为最主要的细分领域，目前单焦点人工晶状体市场占比较大，超过 50%。

图 11：全球眼科医疗器械市场规模及增速（亿美元）



数据来源：Alcon 2018 Capital Markets Day，西南证券整理

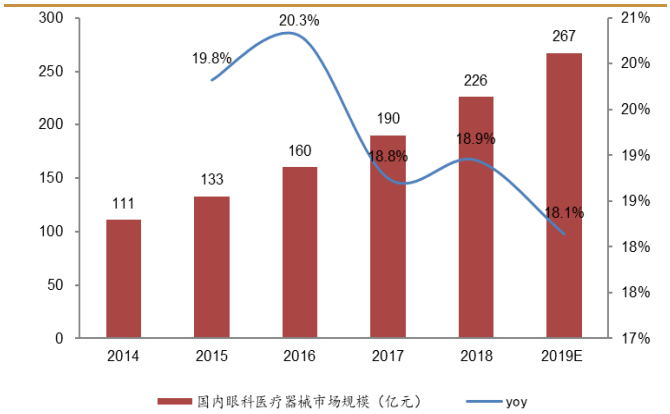
图 12：2017 年全球眼科医疗器械市场结构（亿美元）



数据来源：Alcon 2018 Capital Markets Day，西南证券整理

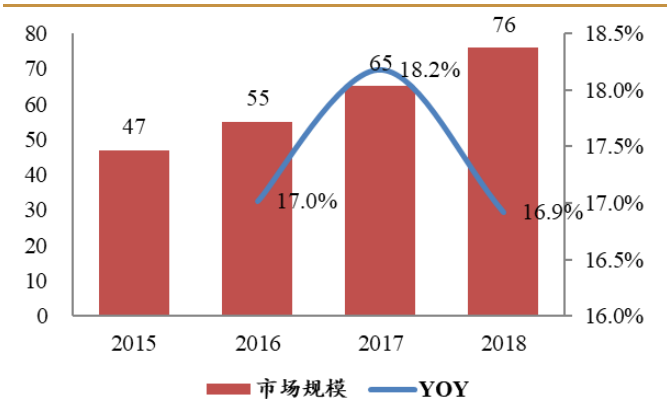
中国眼科医疗器械市场增长迅速。根据中国医疗器械行业发展报告，2014-2019 年，我国眼科器械市场规模自 111 亿元增长至约 267 亿元，行业复合增长率达到 19.2%。其中眼科高值耗材占比约 1/3，根据医械研究院《2019 中国医疗器械蓝皮书》，2018 年我国眼科高值医用耗材市场规模约为 76 亿元，同比增长 16.9%。眼科高值医用耗材主要包括人工晶状体、人工视网膜、人工玻璃体、人工泪管、人工角膜、硬性角膜接触镜等。

图 13：中国眼科医疗器械市场规模及增速（亿元）



数据来源：《中国医疗器械行业发展报告》，西南证券整理

图 14：中国眼科高值医用耗材市场规模及增速（亿元）

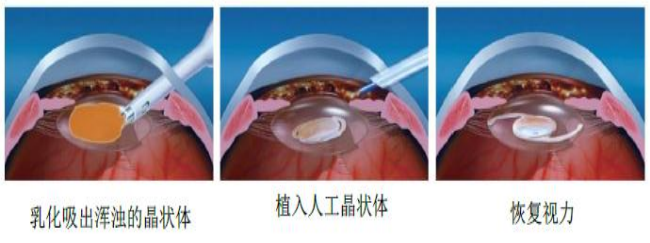


数据来源：中国医疗器械蓝皮书（2019），西南证券整理

2.1 白内障手术需求增长迅速，驱动人工晶体市场持续扩容

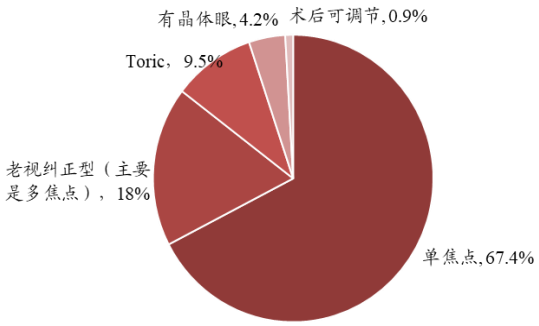
人工晶体需求用量高企，单焦点占据主要市场。人工晶状体是眼科领域最主要和产值最高的生物材料，是全世界用量最大的人工器官和植入类医疗器械产品，主要用于治疗白内障。白内障是眼科的第一大类疾病，根据世界卫生组织报告，白内障是全球首位致盲眼病，全球有 39%的盲症和 25%的重度视力障碍来自未及时治疗的白内障。据统计，目前世界上大约有 1800 万人由于白内障而致盲，另有 1 亿白内障患者需要手术恢复视力。目前，通过手术植入人工晶状体以取代已变浑浊的天然晶状体是治疗白内障唯一有效的手段。根据 MarketScope 报告，2019 年全球人工晶状体市场规模将超过 38 亿美元。在细分领域中，单焦点人工晶状体占比最高，为 67.4%，其次分别为：老视纠正型（主要是多焦点）人工晶状体占比 18%，Toric 人工晶状体占比 9.5%，有晶体眼人工晶状体（Phakic）占比 4.2%，以及术后可调节人工晶状体（PostopAdjustable）占比 0.9%。目前，单焦点人工晶状体占据主要市场，未来多焦点、Toric 等其他类型人工晶状体是主要发展方向。

图 15：人工晶体治疗白内障手术示意图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 16：2019 年全球人工晶体市场细分领域结构

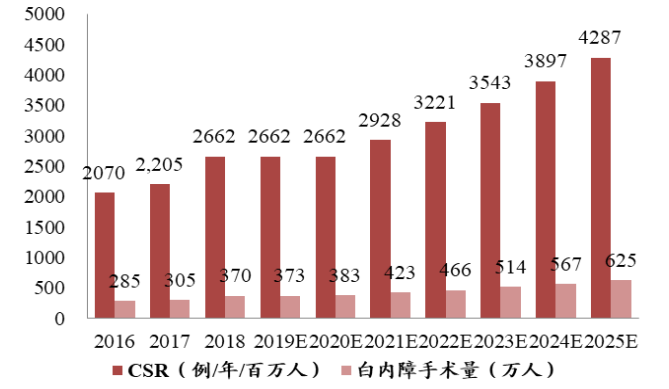


数据来源：Market Scope，西南证券整理

我国白内障手术量增长迅速，人工晶体潜力巨大。随着我国人口寿命的提高，人口老龄化加剧，白内障患病人数和手术量将呈现持续增长态势，人工晶状体需求将呈现长期增长态势。根据中国防盲治盲网数据，2012 至 2018 年我国白内障手术量年均复合增长率约为 16.9%。

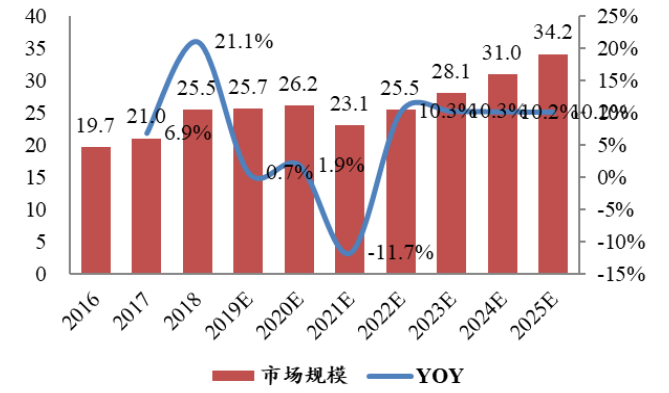
CSR 从 2011 年的不到 1000 例发展到 2018 年的 2662 例，尽管我国 CSR 增长迅速，仍与全球许多国家有较大差距，根据《Cataract Surgical Rate and Socio econmics：A Global Study》报告，2011 年法国、美国等发达国家的 CSR 已达 1 万例，澳大利亚已达到 9500 例，印度 CSR 超过 5000 例。2018 年下半年起，由于受国家实施城镇居民与农村合作医疗的医保政策整合调整过渡，以及部分省区医保优化调整支出结构影响，白内障手术量增长率出现阶段性放缓，2020 年新型冠状病毒疫情，对非急诊手术影响较大。根据测算，2016 年-2025 年预计我国白内障手术量年均复合增长率约为 9%，人工晶状体市场规模 2016 年-2025 年复合增速为 11.7%。

图 17：中国 CSR 和白内障手术量预测



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 18：中国人工晶体市场规模及增速预测（亿元）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

软性人工晶体为主要战场，多焦点和叠加附加技术的高端产品仍以进口企业为主。人工晶体一般分成硬性人工晶体与软性人工晶体两大类。硬性人工晶体较为低端，价格在几百元人民币；软性人工晶体较为高端，价格在几千至几万元人民币，目前软性人工晶体是各家医疗器械企业争相竞争的领域。而软性人工晶体又可以根据焦点数量和和附加技术分为以下几个类别，相对低端的单焦点无附加技术人工晶体有较多的国内外竞争者，竞争相对激烈，而多焦点和叠加附加技术的人工晶体还主要是海外竞争者为主，国产化率很低。

表 2：主要人工晶体产品及竞争格局比较

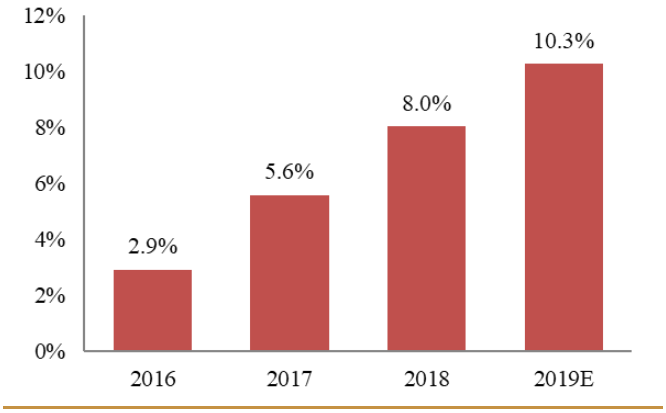
类别	无附件技术		叠加抗散光技术		叠加景深延长技术
可调节	正在逐渐被淘汰	国外企业：博士伦 国内企业：昊海生科	-		-
单焦点	提供提供良好的远程视力；价格约 0.1-0.5 万	国外企业：博士伦、强生视力健、爱尔康、瑞纳、蔡司 国内企业：昊海生科、爱博诺德、瑞霖医药、蕾明视康	可以额外提供矫正散光的功能；价格约 0.1-1 万	国外企业：强生视力健、爱尔康、瑞纳、蔡司 国内企业：爱博诺德	提供更优的远程视力、中程视力、近程视力；价格约 1-1.5 万；主要是国外强生视力健，国内无企业
双焦点	可以提供良好的远程视力、近程视力；价格 1-1.5 万	国外企业：强生视力健、爱尔康、瑞纳、蔡司 国内企业：昊海生科、爱博诺德在研	可以额外提供矫正散光的功能；价格约 1-2 万	强生视力健、爱尔康、瑞纳、蔡司 国内企业：爱博诺德在研	多焦点叠加景深延长技术国内未上市，海外强生的产品已经上市

类别	无附件技术		叠加抗散光技术		叠加景深延长技术
三焦点	可以提供良好的远程视力、中程视力、近程视力；价格 2-3 万	国外企业：蔡司 国内企业：无	可以额外提供矫正散光的功能；价格约 2-3 万	国外企业：蔡司 国内企业：无	

数据来源：火石创造，西南证券整理

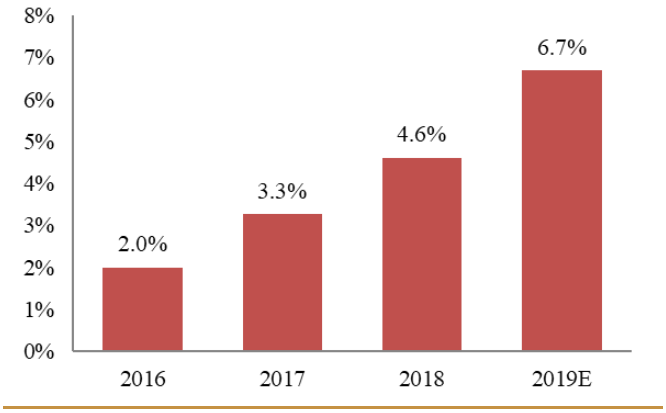
公司人工晶体业务高速增长，市场占有率稳步提升。公司的人工晶状体在材料、结构设计、光学设计等方面具有较强的竞争优势，预装式设计也为临床使用提供了便利。近年来业务处于高速增长期，市占率呈加速提升趋势。在中国市场，按销售数量统计，公司人工晶体的市占率 2016-2019 年分别为 2.9%、5.6%、8%和 10.3%；按销售金额统计，公司人工晶体的市占率 2016-2019 年分别为 2%、3.3%、4.6%和 6.7%；在全球市场，根据 MarketScope 数据统计，2019 年公司在全球市场的占有率按金额计算约为 0.75%。

图 19：公司人工晶体中国市场市占率（按销售数量）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 20：公司人工晶体中国市场市占率（按销售金额）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

在研产品管线丰富，抢占未来制高点。公司绝大多数产品来源于自主研发，报告期内公司眼科手术器械共取得 52 个注册证、3 项发明专利、11 项实用新型专利、2 项外观设计专利。公司在研产品管线丰富，人工晶状体迭代产品覆盖齐全，产品布局着眼于未来的热点方向，有望未来为公司贡献增量业绩。

表 3：公司人工晶体在研产品管线情况

序号	项目名称	预算	所处阶段	产品现状	公司特色
1	多焦点人工晶状体	1,500 万元	临床试验	目前现有产品的问题是“连续的看的不够近，看的够近的不连续”	结合了特殊的景深扩展设计和衍射环设计，能够在足够的视近距离（+3.3D）的前提下实现全程连续的视力，技术处于国际领先水平。
2	有晶体眼人工晶状体	3,000 万元	临床试验	目前该产品在全球范围内被 STAAR 公司的 ICL 独家垄断	基于一种自主研发的平衡型丙烯酸酯材料，设计一款具有板型襻、固定拱高、双凹、非球面、屈光度 0~-25D 的人工晶状体，打破国际垄断，技术处于国际领先水平。
3	大景深（EDOF）人工晶状体	1,200 万元	注册检验	EDOF 景深扩展是人工晶状体领域目前热门的探索方向，目前国际上	基于普诺明平台技术，在晶状体光学部采用了一种专利设计的特殊面型，实现

序号	项目名称	预算	所处阶段	产品现状	公司特色
				以强生、Alcon 为主都在开发相关的产品，但国内尚未有此类产品注册。	景深的扩展，为人工晶状体眼提供清晰的远视力和一定程度的中程视力。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.2 人工晶体渗透率空间广阔，带量采购加速进口替代

高值医用耗材改革实质性推进，利好技术优势较强的国产厂商。人工晶状体产品属于高值医用耗材，高值医用耗材的采购和使用管理是医疗改革重点领域之一，近年来，随着医改的持续推进，特别是药品领域综合治理的逐步深入，高值医用耗材价格虚高、过度使用等问题日益突显，成为增加人民群众就医负担的主要因素，2019 年 7 月国务院专门出台了《治理高值医用耗材改革方案》，高值耗材改革的总体要求是理顺高值医用耗材价格体系，净化高值医用耗材市场环境和医疗服务执业环境，支持具有自主知识产权的国产高值医用耗材提升核心竞争力，总体上利好对具有自主知识产权与核心技术、产品质量较高、局有价格优势的中高端人工晶状体的国产制造商，是实现以价换量、进口替代的好机会。

表 4：国家推动带量采购政策梳理

时间	政策	具体内容
2018-03	《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》	推进改革；医用耗材分类集中采购；耗材“两票制”
2019-05	《关于治理高值医用耗材的改革方案》	医药端（提升品质鼓励创新）、流通端（两票制和回款加快）、医院端（零加成和限制滥用）、医保端产业链各环节（编码和准入）
2019-06	《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》	全医药行业改革任务，包括药品、耗材、医院、医保等各环节；其中耗材方面有编码、高耗重点治理、零加成、完善采购政策；
2019-06	《医疗机构医用耗材管理办法（试行）》	明确医耗对象；规定耗材采购要求；建立耗材分级管理制度（I、II、III 级）；明确监管措施（全生命可溯源）
2019-07	《治理高值医用耗材改革方案的通知》	责权定位，设定时限；完善价格机制；制定器械统一编码（20 年底前）；完善分类集中采购办法（鼓励带量谈判）；耗材零加成；制定医保准入和报销标准
2019-11	《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革的经验通知》	各地要针对 临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、多家企业生产的高值医用耗材，按类别探索集中采购； 2020 年 9 月底前，综合医改试点省份要率先进行探索。
2019-11	《关于药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革若干政策措施的通知》	在做好药品集中采购工作的基础上，探索逐步将高值医用耗材纳入国家组织或地方集中采购范围。
2020-03	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	完善公平适度的待遇保障机制；建立管用高效的医保支付机制；协同推进医药服务供给侧改革（招采合一、量价挂钩）

数据来源：药监局、卫健委，西南证券整理

多个省份加速试点人工晶体带量采购，全国推进趋势确立。人工晶状体带量采购在全国范围逐步推开，目前安徽、江苏、京津冀 9 省联盟等省份已率先开展人工晶体带量采购等试点工作，其他地区如陕西 10 省联盟、上海采购方案也已出台，总体看人工晶体带量采购在全国大范围推进的趋势确立。

表 5：目前开展人工晶体带量采购的省份

区域	安徽第一批	江苏第二轮	京津冀九省联盟	陕西 10 省联盟	上海
启动日	2019.7.3	2019.9.20	2020.4.29	2020.7.17	2020.8.21
拟中选结果公示时间	2019.8.12	2019.9.30	2020.5.18	2020.8.25	2020.9.15
占上年度采购量比重	90%	70%	60%	70%	30%
中选规则	以全国最低价做参考，专家两轮谈判议价	分组谈判议价	差额中选，只有一家参与的执行谈判议价	分组差额中选，最多 6 家中标	分组竞价仅产生 1 家中选（打包中选产品除外）
采购量分配	未明确	未明确	低价多得，最低价至少获得 50%以上的采购量	各省选三家，按价格比例分配，低价多得原则	未明确
平均降价幅度	20%	27%	54%	44%	50%左右
执行周期	1 年	1 年	1 年	1 年	1 年
回款	不超过 90 天	不超过 30 天	按约定	-	不超过 30 天

数据来源：各地药械采购中心，西南证券整理

国产渗透率提升空间广阔，带量采购有望加速国产替代。2017 年、2018 年国内人工晶状体市场规模约为 305 万片、370 万片，其中国产品牌约占 49-54 万片、70-75 万片，进口品牌约占 251-256 万片、295-300 万片， 2018 年国产品牌销量占比约为 19%-20%，国产化率较低。**公司作为新进入市场的国产厂家，利用带量采购的机遇可以较快实现市场准入，未来市场份额预计持续扩大。**在安徽省人工晶体带量采购中，公司作为唯一一家国产生产企业以降价约 18%的幅度中标。2019 年 8 月安徽省执行带量采购政策之后，2019 年公司公立医院开户数量增加了 1 倍，中标产品销售数量提高了 1.65 倍，公立医院开户及销售速度加快，有效提高了公司的销售数量和盈利水平。在京津冀 9 省联盟带量采购结果中，公司 3 款产品（A1-UV、A2-UV 和 Toric）中选，Toric 产品降价幅度较大，约为 32.5%，仍远小于 9 省联盟平均 54%的降幅。在陕西 10 省联盟中，公司 3 款产品中标，主要品种申报价与此前其他带量采购区域的申报价相同，预计 Toric 降幅最大，约为 32.5%。公司的人工晶状体产品性价比高，质量可靠稳定，符合国家高值耗材医疗改革的政策方向，在各级招标过程中具有竞争优势，有望持续受益于国产替代的大趋势。

表 6：公司人工晶体带量采购中选情况

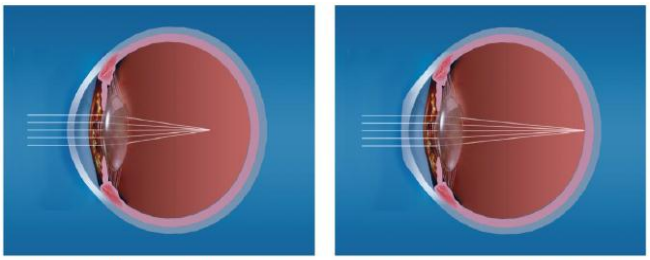
时间	省份	中选产品名称	中选价格（元/片）	集采前中标价（元/片）	价格降幅
2019-08-12	安徽	可折叠一件式人工晶状体 A1 UV	1950	2380	18.1%
2020-05-22	京津冀+黑吉辽蒙晋鲁	可折叠一件式人工晶状体 A1-UV	1948	2380	18.1%
		可折叠一件式人工晶状体 A2-UV	1400	1750	20%
		人工晶状体 Toric	3899	5780	32.5%
2020-08-25	陕西 10 省联盟	可折叠一件式人工晶状体 A1-UV、A2-UV、ALD	1948（申报价格）	2380	18.1%
		预装式非球面人工晶状体 A1UL28	2980（申报价格）	-	-
		人工晶状体 Toric	3899（申报价格）	5780	32.5%

数据来源：（各省）医保局，招股书，药智网，西南证券整理

2.3 青少年近视防控需求持续增长，角膜塑形镜有望放量

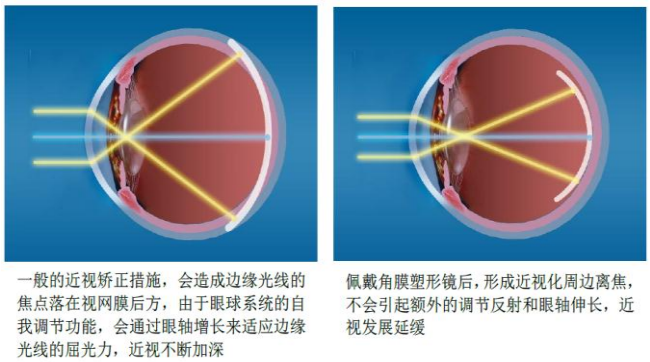
角膜塑形镜可有效矫正和延缓近视发展。角膜塑形镜，俗称 OK 镜。它采用一种与角膜表面几何形态相逆反的特殊设计，通过戴镜产生的机械力学及流体力学作用，对角膜实施合理的、可调控的、可逆的程序化塑形，改变角膜的屈光力，从而达到矫正近视的作用。除了矫正近视，大量国内外的学术和临床应用数据均显示角膜塑形镜可以有效延缓近视的发展。配戴角膜塑形镜后，通过改变角膜的屈光力，在视网膜上形成近视化周边离焦，使得中心像点落在视网膜上，边缘像点也落在视网膜上或视网膜前，消了远视性周边离焦，不会引起额外的调节反射和眼轴伸长，从而达到控制近视发展的效果。

图 21：角膜塑形镜矫正近视发展原理示意图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

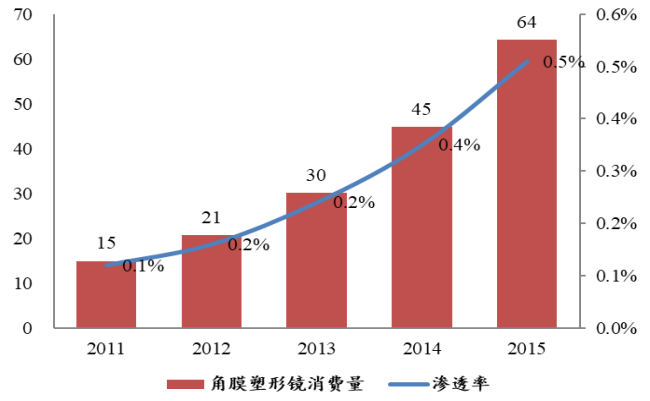
图 22：角膜塑形镜延缓近视发展原理示意图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

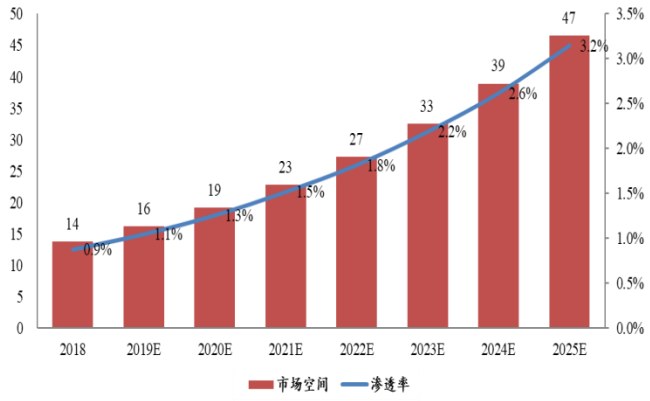
青少年近视防控需求旺盛，驱动角膜塑形镜市场持续扩容。近年来，随着我国青少年学习负担的加重，电子设备的迅速发展，屈光不正的患病率呈现逐年升高的趋势。近视带来的视力减退影响青少年的身心健康发展，同时会增加高度近视发生的几率。临床医学充分证明，长期的高度近视会导致各种致盲性的病变，如青光眼、黄斑变性、视网膜脱落、脉络膜血管增生、白内障等。角膜塑形镜作为一种适宜的近视防控技术，具有可观的市场容量和良好的发展潜力，近年来在我国高速发展。据中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会统计，2015 年我国角膜塑形镜销量达到 64.3 万副，CAGR2011-2015 约为 44%，2015 年 8-18 岁青少年近视总人数约 1.3 亿人，渗透率约为 0.5%。预计 2019 年渗透率提升至 1.1%，覆盖人群 108 万人，行业出厂总规模约为 16 亿元。

图 23：2011-2015 年中国角膜塑形镜行业消费量情况（万副）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

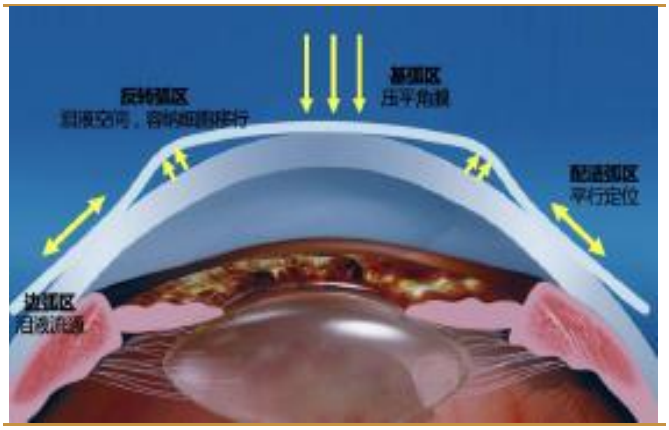
图 24：中国角膜塑形镜预测市场空间（亿元）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

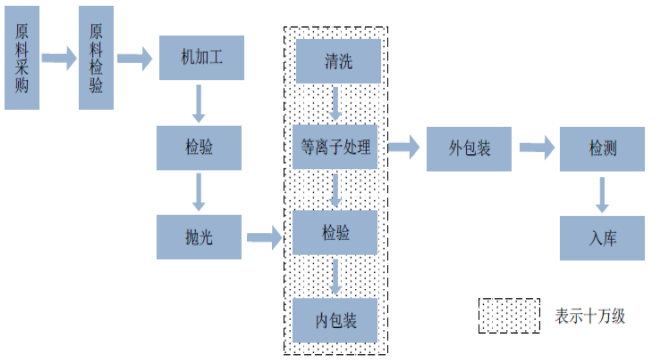
公司产品性能优异，有望未来贡献较大业绩弹性。公司普诺瞳®角膜塑形镜于 2019 年 3 月获批推向市场，主要适用人群为 8-18 岁的青少年，按照中国大陆地区采用创新性的基弧非球面设计，拥有全球专利布局，能提供优化的周边离焦，使近视控制效果更稳定，同时采用高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物材料，透氧系数行业领先，安全舒适性较高，未来有望对公司未来业绩增长贡献较大弹性。

图 25：公司普诺瞳®角膜塑形镜产品结构示意图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 26：公司角膜塑形镜工艺流程图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.4 竞争优势明显，募集资金用于产能扩张

人工晶体和角膜塑形镜是眼科医疗器械市场空间广阔的领域，而公司在核心技术、产品设计、渠道建设、品牌形象、研发布局上都已经形成了明显的竞争优势。

表 7：公司的优势领域

优势领域	具体内容
技术	1、在材料和设计上突破了国外的专利限制，形成了具有自主知识产权的专利技术和全套工艺技术，达到国际水平。
	2、拥有人工晶状体核心技术和自主知识产权，掌握包括材料制备、光学与结构设计和精密加工工艺在内的核心技术。
	3、在国际上首次设计和制造了具有非球面基弧的角膜塑形镜，利用非球面带来的周边离焦实现控制近视发展的效果，拥有完全的专利保护。
产品	1、产品不断更新迭代，主要产品处于技术前沿领域
	2、产品在设计上更加符合中国人的眼部生理特征
渠道	1、直销与经销相结合，已覆盖国内 30 多个省、自治区和直辖市
	2、覆盖终端医疗机构 1000 家
	3、着力开拓海外市场，已在德国、法国、荷兰、意大利、奥地利、卢森堡、泰国、巴基斯坦等国家陆续开始销售。
品牌	1、公司在人工晶体领域市占率持续提升
	2、积极参与大型医疗器械展览会、参与对非洲和一带一路国家光明行医疗援助项目，建立了良好的品牌形象。
研发	1、设立了从材料到产品的全面研发团队体系
	2、建成了国内眼科医疗器械领域的高端研发平台，并配备先进的仪器和设备。

数据来源：公司公告、官网，西南证券整理

募集资金巩固竞争优势。公司科创板上市计划募集资金 8 亿元，主要用于眼科透镜和配套产品的产能扩大、高端眼科医疗器械设备及高值耗材的研发实验、营销网络及信息化建设和补充流动资金。产能建设为公司最主要资金用途，2017-2019 年，公司人工晶状体产能利用率分别为 102%，90.5%和 87.9%，保持在较高水平，持续本项目将有效扩大公司产品产能，满足未来市场需求的增长需要，尤其在带量采购的背景下，公司人工晶体的产能扩张更加重要。此外，研发试验项目有助于丰富公司在高端眼科器械中的布局，叠加信息化项目的建设，公司的竞争力将进一步加强。

表 8：科创板上市募集资金的使用规划

序号	项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	眼科透镜和配套产品的产能扩大及自动化提升项目	26,223.90	26,223.90
2	高端眼科医疗器械设备及高值耗材的研发实验项目	21,559.21	21,559.21
3	爱博诺德营销网络及信息化建设项目	15,237.15	15,237.15
4	补充流动资金项目	17,000.00	17,000.00
合计		80,020.26	80,020.26

数据来源：招股说明书，西南证券整理

3 盈利预测与估值

假设 1：手术类产品：人工晶状体系列产品结构逐渐多元化，高端 AQBH/AQBHL、A1UL/AQUX/AQBXL 系列产品市场认可度加大，销售收入和数量进一步快速增长，传统产品 A1-UV/A2-UV/ALD 和高端 Toric 在各省带量采购采购以价换量，预计 2020~2022 年人工晶体总销量增速分别为 27.2%、35.1%、35.7%，随着产品结构改变单价增速分别为-1%、1.1%、1.2%。人工晶体毛利率略有提升，分别为 90%、91%、92%。

假设 2：视光类产品普诺瞳逐步放量，2020-2022 销量增速 200%、100%、100%，预计 2020~2022 年均价分别为 660、660、660 元/片，2020 均价相比 2019 年 306/片有 115.7%的提升，主要原因是 2019 年的销量基数中包含了大量试戴片，而从 2020 年开始销量统计不再包含试戴片。预计毛利率逐渐提升，分别为 80%、85%、90%。

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
手术类产品	收入	188	235	322	440
	增速	48.1%	25.2%	36.8%	37.0%
	毛利率	86.0%	87.5%	88.4%	89.5%
其中：人工晶体	收入	179	225	308	423
	增速	49.5%	25.9%	36.6%	37.3%
	毛利率	88.7%	90.0%	91.0%	92.0%
A1-UV/A2-UV/ALD	收入	126	151	196	255
	增速	15.1%	20.0%	30.0%	30.0%
AQBH /AQBHL	收入	44	57	85	127
	增速	457.0%	30.0%	50.0%	50.0%
A1UL /AQUX/ AQBXL	收入	7	14	20	31

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	增速	189.4%	100.0%	50.0%	50.0%
Toric	收入	3	4	7	10
	增速	-14.1%	50.0%	50.0%	50.0%
其他手术配套产品	收入	9	10	14	18
	增速	25.0%	10.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	30.5%	30.0%	30.0%	30.0%
视光类产品	收入	7	46	92	184
	增速		546.2%	100.0%	100.0%
	毛利率	76.0%	80.0%	85.0%	90.0%
合计	收入	195	281	414	625
	增速	53.7%	44.0%	47.1%	51.0%
	毛利率	85.7%	86.3%	87.7%	89.7%

数据来源：Wind，西南证券

预测与估值

基于以上假设，我们预计 2020-2022 年收入分别为 2.81、4.14、6.25 亿元，同比分别增长 44%、47.1%、51%，归母净利润分别为 1.1、1.7、2.8 亿元，EPS 分别为 1.06、1.64、2.68 元。

表 10：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	市值	收入（亿元）			PS（倍）		
		（亿元）	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300595.SZ	欧普康视	414	8.36	11.38	15.08	50	36	27
688277.SH	天智航	234	3.19	4.49	6.61	73	52	35
9996.HK	沛嘉医疗	159	0.35	1.67	5.59	454	95	28
平均值						192	61	30

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价对应 2020 年 10 月 30 日

选取欧普康视、天智航、沛嘉医疗三家公司作为可比公司，欧普康视与公司业务都有 OK 镜业务，后两家与公司类似属于高成长、壁垒较强、注重研发的公司，我们对公司进行分部估值，其中人工晶体业务未来维持高增长，按 60 倍 PE 估值，而角膜塑形镜业务和 PR 业务未来前景广阔，当前公司分别处于刚上市和临床试验阶段，预计后续在进入稳定增长期之前可以按 60 倍 PS 估值。以 2024 年为例，1）预计届时人工晶体收入 6.9 亿元，贡献净利润 2.4 亿元，对应 145 亿元市值；2）预计角膜塑形镜收入 4.1 亿元，对应 248 亿元市值；3）预计 PE 业务刚上市推广期，收入 1 亿元，对应 60 亿元市值；三者合计 453 亿元，即 2024 年公司市值空间超过 450 亿元，有足够的安全边际，考虑时间价值，按 11%折现，对应目前 270 亿元市值，即 257 元/股目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：爱博医疗分部估值

业务	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	备注
人工晶体收入（百万元）	235	322	440	551	688	860	人工晶体集采以价换量维持高增长，同时海外业务逐渐贡献增量，预计 2023 年以后维持 25%的增长，假设净利率 35%，估值常态 60 倍 PE
yoy	25.2%	36.8%	37.0%	25.0%	25.0%	25.0%	
净利润（百万元）	82	113	154	193	241	301	
PE	60	60	60	60	60	60	
估值(亿元)	49	68	92	116	145	181	
角膜塑形镜收入(百万元)	46	92	184	276	414	621	角膜塑形镜业务作为新进入者，凭借非球面的独特设计和公司在眼科积累的渠道资源快速放量，预计 2023 年以后仍维持 50%以上的增长
yoy	546.2%	100.0%	100.0%	50.0%	50.0%	50.0%	
PS	60	60	60	60	60	60	
估值(亿元)	28	55	110	166	248	373	
PR 业务（百万元）				10	100	200	重磅产品有晶体眼人工晶状体（PR）有望 2023 年上市，未来潜力巨大
PS				60	60	60	
估值(亿元)				6	60	120	
合计估值（亿元）	**77**	**123**	**203**	**287**	**453**	**673**	预计 2024 年公司分部估值可以看到 450 亿的空间，考虑到时间成本，按 11%折现，对应当前 270 亿元
折现率	**11%**						
现值（亿元）	**270**						

数据来源：西南证券

4 风险提示

- 带量采购降价幅度超出预期
- 市场竞争加剧
- 研发进展不及预期
- 产品放量不及预期

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	195.20	281.15	413.61	624.51
营业成本	27.94	38.50	50.98	64.53
营业税金及附加	3.24	4.50	6.73	10.14
销售费用	50.41	50.41	75.62	113.43
管理费用	30.74	39.97	51.96	67.54
财务费用	-5.00	-2.33	-4.18	-4.70
资产减值损失	0.12	-2.00	-2.00	-2.00
投资收益	3.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-2.65	-0.44	-0.66	-0.92
其他经营损益	0.00	3.00	3.00	3.00
营业利润	69.66	126.48	197.39	322.42
其他非经营损益	0.00	0.90	0.90	0.90
利润总额	69.66	127.38	198.29	323.32
所得税	3.90	17.83	27.76	45.27
净利润	65.76	109.55	170.53	278.06
少数股东损益	-0.93	-1.55	-2.41	-3.92
归属母公司股东净利润	66.69	111.10	172.94	281.98

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	65.76	109.55	170.53	278.06
折旧与摊销	24.16	22.49	22.49	22.49
财务费用	-5.00	-2.33	-4.18	-4.70
资产减值损失	0.12	-2.00	-2.00	-2.00
经营营运资本变动	154.96	-65.72	-68.09	-105.01
其他	-189.51	2.44	4.66	1.92
经营活动现金流净额	50.49	64.43	123.42	190.76
资本支出	-123.70	0.00	0.00	0.00
其他	187.68	-0.44	-0.66	-0.92
投资活动现金流净额	63.98	-0.44	-0.66	-0.92
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	46.45	878.24	0.00	0.00
支付股利	0.00	-13.34	-22.22	-34.59
其他	-31.56	1.44	4.18	4.70
筹资活动现金流净额	14.90	866.34	-18.04	-29.89
现金流量净额	129.36	930.33	104.71	159.96

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	196.33	1126.66	1231.37	1391.33
应收和预付款项	64.52	109.42	152.54	227.37
存货	60.78	83.76	108.90	139.36
其他流动资产	12.89	18.57	27.32	41.25
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	183.13	173.45	163.77	154.08
无形资产和开发支出	100.62	88.52	76.43	64.34
其他非流动资产	67.52	66.80	66.08	65.36
资产总计	685.78	1667.18	1826.41	2083.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	16.42	22.06	30.40	40.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	21.83	23.14	25.73	28.55
负债合计	38.26	45.20	56.13	69.34
股本	78.85	105.14	105.14	105.14
资本公积	527.53	1379.48	1379.48	1379.48
留存收益	11.18	108.94	259.65	507.05
归属母公司股东权益	617.56	1593.55	1744.27	1991.67
少数股东权益	29.97	28.42	26.02	22.09
股东权益合计	647.52	1621.98	1770.29	2013.76
负债和股东权益合计	685.78	1667.18	1826.41	2083.10

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	53.73%	44.04%	47.11%	50.99%
营业利润增长率	160.35%	81.58%	56.06%	63.34%
净利润增长率	223.80%	66.60%	55.66%	63.06%
EBITDA 增长率	109.49%	65.09%	47.09%	57.73%
获利能力				
毛利率	85.69%	86.30%	87.67%	89.67%
三费率	39.02%	31.32%	29.83%	28.23%
净利率	33.69%	38.96%	41.23%	44.52%
ROE	10.16%	6.75%	9.63%	13.81%
ROA	9.59%	6.57%	9.34%	13.35%
ROIC	14.16%	24.40%	33.73%	47.60%
EBITDA/销售收入	45.50%	52.16%	52.15%	54.48%
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.24	0.24	0.32
固定资产周转率	1.34	1.61	2.51	4.02
应收账款周转率	3.79	3.62	3.54	3.65
存货周转率	0.58	0.53	0.52	0.51
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.89%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	5.58%	2.71%	3.07%	3.33%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	14.47	44.51	37.08	33.19
速动比率	11.84	41.73	34.42	30.62
股利支付率	0.00%	12.00%	12.85%	12.27%
每股指标				
每股收益	0.63	1.06	1.64	2.68
每股净资产	5.87	15.16	16.59	18.94
每股经营现金	0.48	0.61	1.17	1.81
每股股利	0.00	0.13	0.21	0.33

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	88.82	146.64	215.70	340.21
PE	337.09	202.34	129.98	79.72
PB	36.40	14.11	12.89	11.29
PS	115.16	79.95	54.35	35.99
EV/EBITDA	186.91	145.20	98.22	61.81
股息率	0.00%	0.06%	0.10%	0.15%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn