2020 年 08 月 04 日
公司研究●证券研究报告

爱博医疗（688050.SH）

公司分析

人工晶状体创新龙头，角膜塑形镜新星

投资要点

- **国产眼科器械龙头之一，两大产品有望形成双轮驱动：** 公司核心产品为人工晶状体，收入占比超 90%，上市以来受到市场认可，近 3 年收入年复合增长率达 65%。公司第二大产品角膜塑形镜在 2019 年 3 月获批上市，开始进入推广期，未来将成为公司第二个业绩成长点，形成双轮驱动的模式。

- **人工晶体市场可保持 10%的增速，进口替代空间大，公司产品竞争优势明显：**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 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。

- **角膜塑形镜有望成为公司又一利润点，实现双轮驱动：**我国青少年近视问题严重，总体近视率为 53.6%，为世界第一。近年近视问题开始被重视，角膜塑形镜需求端增长快，2011-2015 年销量复合增长率达 44%。随着国产普及化后的价格下降，未来塑形镜需求将被进一步激活，市场规模到 2025 年有望达到 57 亿元，2018-2025 年年复合增长率达 19.0%。公司产品普诺瞳已达到国际主流技术水平，在透氧系数这项重要指标上有明显优势（公司产品 125，欧普康视产品 100）。普诺瞳目前处于市场推广初期，以试戴镜销售为主；未来将加速放量，成为公司又一利润点。

- **募投项目：**本次公司 IPO 发行 2629 万股，合计募集资金 8 亿元，用于眼科透镜和配套产品的产能扩大项目、高端眼科医疗器械设备及高值耗材研发项目、营销网络及信息化建设项目和补充流动资金。项目将进一步扩大公司产品产能，增强自主创新能力，提升销售能力，以适应当前眼科医疗器械市场快速发展的需要。项目达产后，人工晶状体、角膜塑形镜产能将分别提升 95%、355%，以解决产能日趋紧张的问题。

- **投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 2.39、3.42、4.50 亿元，增速分别为 22.5%、43.1%、31.6%；预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 0.89、1.51、1.86 亿元，增速分别为 32.8%、70.1%、23.4%；每股收益分别为 0.84、1.43、1.77 元。首次覆盖，给予公司“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；新冠疫情风险；集中采购降价风险。

| III

投资评级	增持-A(首次)
股价(2020-08-03)	293.18 元

交易数据

总市值（百万元）	30,824.73
流通市值（百万元）	6,302.58
总股本（百万股）	105.14
流通股本（百万股）	21.50
12 个月价格区间	185.05/298.00 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.82	-17.76	-17.44
绝对收益			

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

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	127	195	239	342	450
YoY(%)	69.7	53.7	22.5	43.1	31.6
净利润(百万元)	20	67	89	151	186
YoY(%)	-612.1	228.3	32.8	70.1	23.4
毛利率(%)	81.4	85.7	85.4	85.7	86.0
EPS(摊薄/元)	0.19	0.63	0.84	1.43	1.77
ROE(%)	3.7	10.2	5.5	8.6	9.5
P/E(倍)	1517.6	462.2	348.1	204.7	166.0
P/B(倍)	56.0	49.9	19.4	17.7	16.0
净利率(%)	16.0	34.2	37.0	44.0	41.2

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、国产人工晶体龙头，角膜塑形镜后起之秀 5
（一）人工晶状体创新型企业，具备强大眼科学团队 5
（一）公司依托核心产品人工晶体，发展迅速 7
二、人工晶状体：国产龙头，扬帆起航 10
（一）人工晶体优质赛道，多因素推动未来市场长大 10
1、植入性眼科产品是全球眼科器械增速最快的细分领域 10
2、我国白内障手术渗透率低，未来市场空间大 11
3、老龄化、健康支出增加加速激活白内障手术需求 13
4、高值耗材带量采购趋势明确，进口替代仍有极大空间 14
5、政策推动供给侧改善，眼科专科医院、医生数有望加速增加 16
（二）人工晶状体为治疗白内障最有效产品，公司产品优势大 16
三、角膜塑形镜：高成长性产品，提供业绩弹性 17
（一）我国青少年近视问题严峻，角膜塑形镜治疗市场空间大 17
（二）角膜塑形镜可有效延缓屈光不正，公司具备一线技术 18
四、募投项目 21
五、盈利预测 22
六、风险提示 23

图表目录

图 1：公司股权图 6
图 2：公司 2016-2019 营业收入（百万）及增速 7
图 3：公司 2016-2019 归母净利润（百万）及增速 7
图 4：公司主营收入构成 8
图 5：公司人工晶体产品销量及构成 8
图 6：公司主要产品毛利率提升明显 8
图 7：公司及可比公司毛利率 8
图 8：公司期间费用拆分情况 9
图 9：公司费用率拆分情况 9
图 10：人工晶体植入手术流程 10
图 11：中国眼科高值耗材市场规模 11
图 12：我国 2012-2018 年白内障手术率、CSR 及增速 12
图 13：我国人工晶状体市场规模 12
图 14：白内障患病率随着年龄提升而提升 13
图 15：2010 年至今老龄人口占比提升明显 13
图 16：2020-2050 年我国老龄人口测算（亿） 13
图 17：2013-2019 我国居民人均可支配收入 14
图 18：2013-2019 我国医疗保健消费支出 14
图 19：国内人工晶体约 80%的市场份额（按销售数量计算）由海外企业占据 14
图 20：眼科医院执业医生人数增加快 16
图 21：眼科专科医院数量增长快 16
图 22：公司人工晶体产品技术水平接轨国际，根据中国人眼球进行设计 17
图 23：各地区近视率对比，我国青少年近视率世界第一 18

图 24：2011-2015 年我国角膜塑形镜消费量 CAGR 达 44% 18
图 25：角膜塑形镜矫正近视原理示意图 19
图 26：角膜塑形镜延缓近视发展原理示意图 19
图 27：普诺瞳®角膜塑形镜产品结构示意图 21

表 1：公司大事记 5
表 2：公司核心技术、管理人员 6
表 3：公司晶体产品价格 8
表 4：公司期间费用率对比 9
表 5：全球眼科学领域市场细分份额 10
表 6：多地区开始推进高值耗材（包含人工晶体）带量采购工作 15
表 7：公司人工晶体对比进口竞品在价格上有优势 15
表 8：公司人工晶状体研发管线情况 17
表 9：我国角膜塑形镜市场空间推测 18
表 10：公司角膜塑形镜及相关产品 20
表 11：国内角膜塑形镜对比 20
表 12：公司募投项目（万元） 22
表 13：公司募投项目达产后将大大提升核心产品产能 22
表 14：收入拆分 22
表 15：同比公司估值 23

一、 国产人工晶体龙头，角膜塑形镜后起之秀

（一）人工晶状体创新型企业，具备强大眼科学团队

公司是国内首家高端屈光性人工晶状体制造公司。公司于 2010 年成立于北京，经过 10 年的发展，拥有人工晶状体核心技术和完整的自主知识产权，自主掌握包括材料制备、光学与结构设计、工艺制造在内的核心技术，打破了国际厂商在高端人工晶状体技术和市场方面的垄断局面。2014 年 7 月公司推出国内第一款可折叠非球面人工晶状体后，已陆续拥有出 20 个产品型号的一系列产品，是国内主要的可折叠人工晶状体制造商之一。公司人工晶状体产品上市以来，已覆盖国内 30 多个省、自治区和直辖市的 1,000 多家医院，并且已出口至德国、法国、荷兰、意大利等多个国家，累计销售近 100 万片。2015 年至今，公司产品密集入选中国政府对非洲和“一带一路”国家“光明行”医疗援助项目，为 20 多个国家的患者带来光明，打破了中国白内障医疗援外项目主要使用进口人工晶状体的局面。2019 年 3 月公司取得角膜塑形镜产品注册证，成为中国境内第 2 家取得该产品注册证的生产企业。

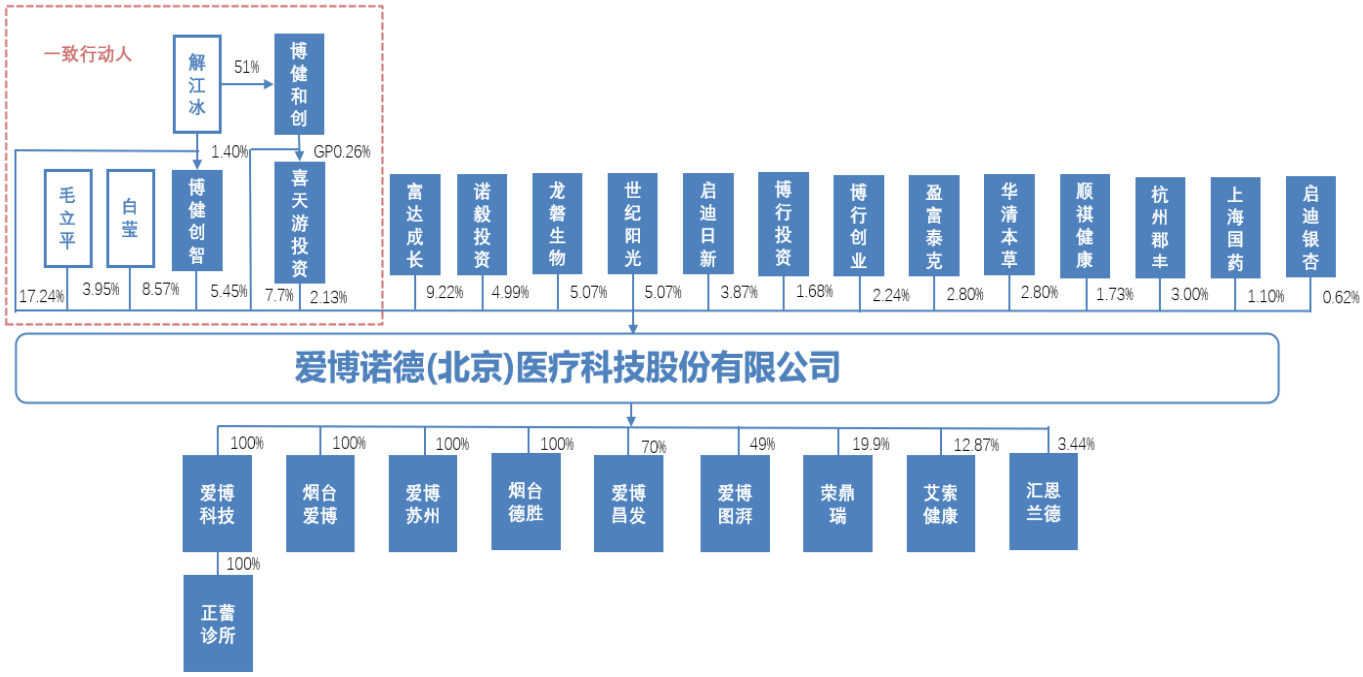
表 1：公司大事记

时间	主要事件
2010 年	公司于北京成立
2014 年	公司第一款人工晶状体普诺明 A1-UV 获批上市
2016 年	具有散光矫正功能的普诺明 Toric 型人工晶体获批上市
2018 年	预装型人工晶状体普诺特 AQBHL 获批上市
2019 年	普诺瞳 角膜塑形镜获批上市
2020 年	公司在科创板上市

资料来源：招股书，华金证券研究所

公司股权结构清晰。公司实际控制人为公司创始人、董事长解江冰先生，通过直接持有和参股博健和创、博健创智和喜天游投资的方式，合计持有公司 32.52%的股份。博健创智为公司员工激励平台，覆盖核心技术和管理人员，激发员工积极性。实控人解江冰与白莹、毛立平为一致行动人，合计持有公司 45.05%的股份。

图 1：公司股权图



资料来源：招股书，华金证券研究所

公司核心技术人员均具备丰富的眼光学、材料学相关背景。其中公司创始人解江冰先生是公司技术奠基人之一，历任美国劳伦斯伯克利国家实验室博士后研究员，美国眼力健公司 Senior Scientist，美国雅培公司 Principal Scientist；负责主要人工晶体材料的研发。高级技术总监王婴女士为哈工大光学工程博士，负责设计、研发高次非球面人工晶状体、Toric 人工晶状体、角膜塑形镜等高端产品。公司其余研发人员多数具备丰富的眼光学、材料学从业经验或学历背景，研发人才实力强劲。

表 2：公司核心技术、管理人员

姓名	职位	背景、职务	获得专利
解江冰	董事长、总经理	东华大学化学纤维工程硕士，美国加州大学戴维斯分校农业与环境化学博士，北京市人大代表。历任美国劳伦斯伯克利国家实验室博士后研究员，美国眼力健公司 Senior Scientist，美国雅培公司 Principal Scientist。统筹制定公司的研发方向，参与主要人工晶状体材料的研发过程。	132 项专利（其中 70 项已授权）
王婴	董事、高级技术总监	哈尔滨工业大学光学工程博士，高级工程师（教授级），精通光学系统设计、光学检测和光学加工。管理公司各研发部门的日常事务，为公司高次非球面人工晶状体、Toric 人工晶状体、角膜塑形镜产品的主要设计者和项目负责人。	62 项专利（其中 40 项已授权）
隋信策	材料研发部门主管	北京化工大学高分子化学与物理博士。管理材料研发部门，为公司第二代人工晶状体材料、人工晶状体表面改性技术的发明人和研发负责人。为公司设计开发了一系列适用于眼科医疗器械的高分子材料和眼科医疗器械表面改性技术。	19 项专利（其中 3 项已授权）
郭淑艳	研发项目主管	中国科学院物理研究所光学博士，担任公司研发项目主管。现已完成多焦点人工晶状体和多焦点环曲面人工光晶状体的研发工作，并申请相关专利多篇。	11 项专利（其中 7 项已授权）
禹杰	高级研发工程师	北京科技大学材料科学与工程博士。主要负责眼科材料的研发，主攻方向是丙烯酸酯类材料的研发。	3 项专利

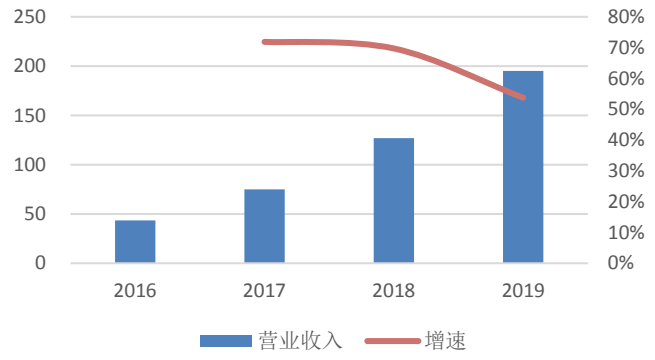
姓名	职位	背景、职务	获得专利
王韶华	副总经理、董秘	大连铁道学院工业分析学士。历任铁道部北京木材防腐厂质量工程师，北京京精医疗设备有限公司质量管理工程师，北京国医械华光认证有限公司高级审核员。担任爱博有限质量总监、副总经理、董事会秘书。	
郭彦昌	董事、财务总监	长春工程学院会计电算化大专学历，注册会计师。历任安阳四方会计师事务所项目助理，中喜会计师事务所副总经理，辽宁罕王投资有限公司财务总监，2017 年 1 月至 2019 年 6 月担任爱博有限财务总监。	
Yu Fang	董事	美国罗格斯大学神经生理学博士。历任美国罗格斯大学医学院博士后研究生，美国 BD Biosciences Clontech 公司生物试剂研发主管。	

资料来源：招股书，华金证券研究所

（一）公司依托核心产品人工晶体，发展迅速

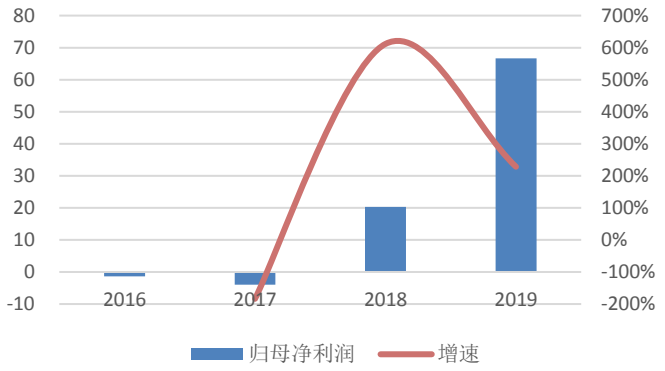
公司近年收入保持高增长，2020Q2 业务快速恢复。公司 2016-2019 年营业收入从 0.44 亿元增长至 1.95 亿元，复合年利率达 64.9%；归母净利润从-140 万元增加至 6669 万元，盈利能力明显改善。受到 2020 年春季新冠疫情影响，白内障手术等非紧急手术量大幅降低，公司产品销售受到较大影响。公司 2020Q1 实现收入 2621 万元，同比下降 39.2%，实现归母净利润 342 万元，同比下降 80.1%。随着二季度国内疫情的控制，公司业务恢复情况良好，公司 2020Q2 预计实现收入 6379-6879 万元，同比增长 24-33%；预计实现归母净利润 2642-2931 万元，同比增长 35-50%。

图 2：公司 2016-2019 营业收入（百万）及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

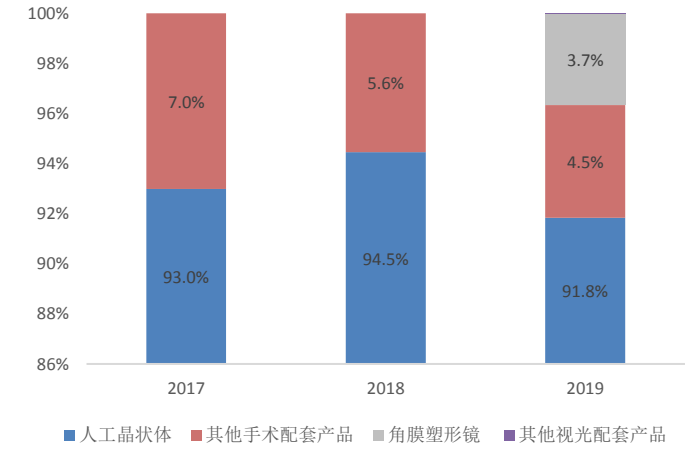
图 3：公司 2016-2019 归母净利润（百万）及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

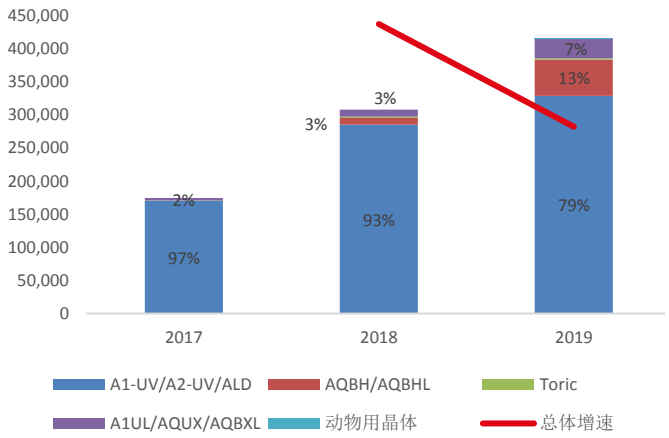
人工晶状体产品结构持续优化，角膜塑形镜开始放量。2019 年公司人工晶状体收入占比达 91.8%，为主要产品。公司晶体产品销售增速快，2017-2019 年晶体产品销量为 17.4 万片、30.7 万片、41.5 万片，复合年增速达 54.4%。公司高端晶体产品 Toric、AQBH 系列等在上市后受到市场的好评产品销售增长较快；其中全球首款根据中国人眼设计的晶体 AQBH/AQBHL 在 2018 年上市，到 2019 年销售量占比已达 13.2%。公司高端晶体产品在未来销售占比有望持续提升，优化公司产品结构。公司角膜塑形镜产品在 2019 年上市，上市当年实现 712 万收入，占比达 3.7%；随着公司的推广，未来有望成为又一利润增长点。

图 4：公司主营收入构成



资料来源：招股书，华金证券研究所

图 5：公司人工晶体产品销量及构成



资料来源：招股书，华金证券研究所

公司晶体产品价格存在一定波动，销量快速增长可对冲降价风险。2018 年人工晶状体单价降低，主要因为公司当年部分人工晶体销售定价有所下调所致。依托于公司产品结构的持续优化，高端产品 AQBH、AQBHL 的收入占比在 2019 年提升明显，2019 年公司晶体产品总体价格有所恢复。公司晶体产品单价未来可能受到集采等市场因素影响，有下降的可能，但降价幅度预计远低于销售量的增加，对收入影响较小。

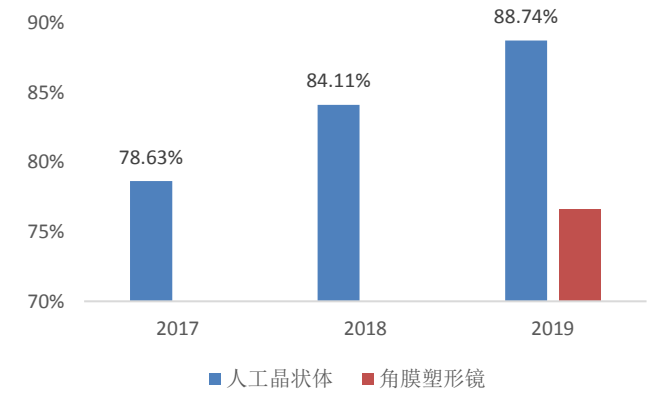
表 3：公司晶体产品价格

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
单价	474.61	398.72	389.68	431.01
增幅		-15.99%	-2.27%	10.61%

资料来源：招股书，华金证券研究所

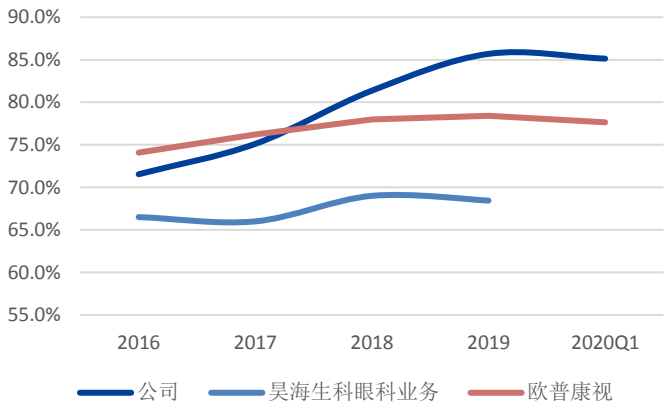
产品结构升级、规模效应带动毛利率提升。公司主要收入来源于 A1-UV 及 A2-UV 两款人工晶状体产品；随着公司 Toric、AQBH、AQBHL 等高附加值新产品开始放量，公司人工晶体产品平均毛利率提升明显。此外，公司产品的快速放量形成规模效应，进一步降低生产成本。凭借上述优势，公司毛利率水平持续优化，2019 年毛利率达 85.7%，高于同行业的昊海生科和欧普康视。

图 6：公司主要产品毛利率提升明显



资料来源：招股书，华金证券研究所

图 7：公司及可比公司毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

公司与可比公司对比，期间费用率较高，近年下降趋势明显。公司期间费用率明显高于同行业公司昊海生科和欧普康视的平均；主要因为相较于同行业上市公司，公司产品上市时间不长，营业收入规模较小，而相关费用是公司经营发展固定支出，随着公司营业收入规模不断增长，期间费用率将呈现降低趋势。公司近年期间费用率下降趋势明显，2019 年公司期间费用率为 50.12%，略低于同行业的昊海生科。

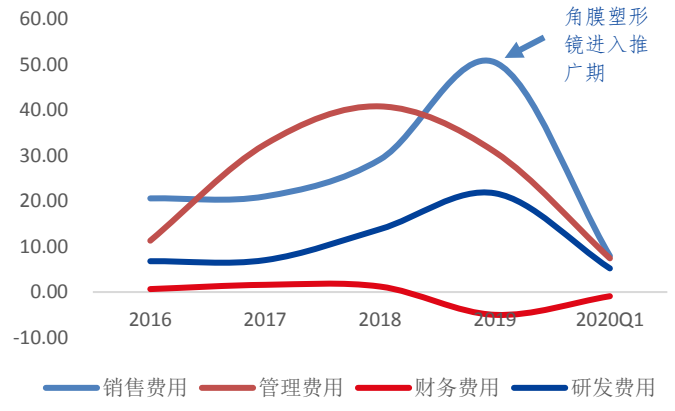
表 4：公司期间费用率对比

分类	公司	2017	2018	2019
眼科高值耗材企业	昊海生科	46.8%	49.3%	53.8%
	欧普康视	22.2%	29.2%	31.9%
	平均	**34.49%**	**39.27%**	**42.84%**
科创板高值耗材企业	心脉医疗	31.6%	35.8%	33.5%
	佰仁医疗	42.2%	54.9%	44.0%
	南微医学	38.8%	39.3%	39.9%
	赛诺医疗	56.9%	53.7%	57.7%
	三友医疗	69.7%	57.0%	59.1%
	平均	**47.84%**	**48.14%**	**46.84%**
	公司	**82.67%**	**67.01%**	**50.12%**
	扣除股份支付后的期间费用率	**56.89%**	**50.83%**	**50.12%**

资料来源：招股书，华金证券研究所

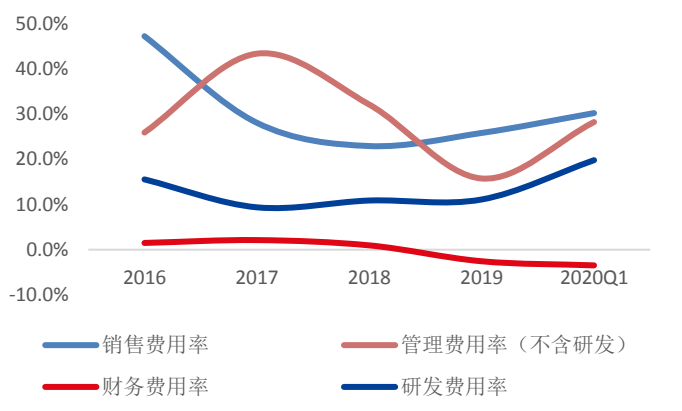
拆分来看，销售费用：2019 年角膜塑形镜产品开始进入推广期，销售费用同比增长 73.17%，费用率上升 2.90 个百分点，抛除 2020Q1 新冠肺炎疫情带来的短期影响，角膜塑形镜放量和人工晶体高速扩张带来的收入增长将拉低公司销售费用率。公司管理费用率在 2019 年下降明显，主要因为 1）公司 2017、2018 年实施股权激励产生的费用对管理费用产生的影响消散；2）公司收入快速增长。由于良好的现金流，公司财务费用较低。

图 8：公司期间费用拆分情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：公司费用率拆分情况

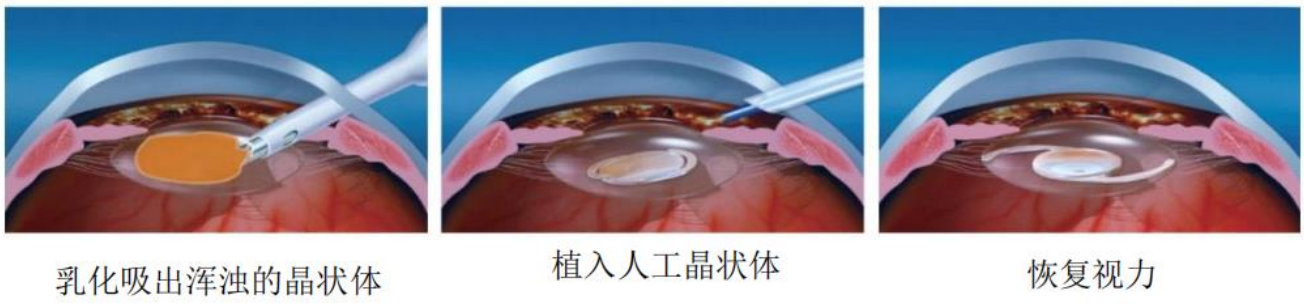


资料来源：Wind，华金证券研究所

二、人工晶状体：国产龙头，扬帆起航

白内障是致盲的主要原因，人工晶状体植入手术是最有效的治疗方式。世界卫生组织研究报告指出，全球近视人数约有 14 亿，其他眼疾患者约有 3.14 亿，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。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。

图 10：人工晶体植入手术流程



资料来源：招股书，华金证券研究所

（一）人工晶体优质赛道，多因素推动未来市场长大

1、植入性眼科产品是全球眼科器械增速最快的细分领域

全球眼科器械市场稳步发展，植入性产品（包含人工晶体）为眼科增速最快的领域。根据全球领先的眼科医疗公司爱尔康公司（Alcon, 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%。在细分领域中，植入性产品（人工晶状体、青光眼手术产品等）预计增长率 6%，是增速最快的细分领域。在植入性产品中，人工晶状体为最主要的细分领域；根据 Market Scope 的研究显示，2019 年全球人工晶状体市场规模将超过 38 亿美元；其中单焦点人工晶状体占比最高，为 67.4%。

眼科属于高精尖学科，行业门槛高，尤其是高值医用耗材领域，对材料和技术的精细化程度要求高，因此目前全球市场主要集中在几家大型国际医疗器械中，竞争程度较低。在竞争格局方面，全球眼外科市场排名前四的企业分别为：爱尔康、强生视觉、蔡司和博士伦。

表 5：全球眼科学领域市场细分份额

眼科分类	细分领域	代表性产品	市场规模（亿美元）	2018-2023 复合增长率预测

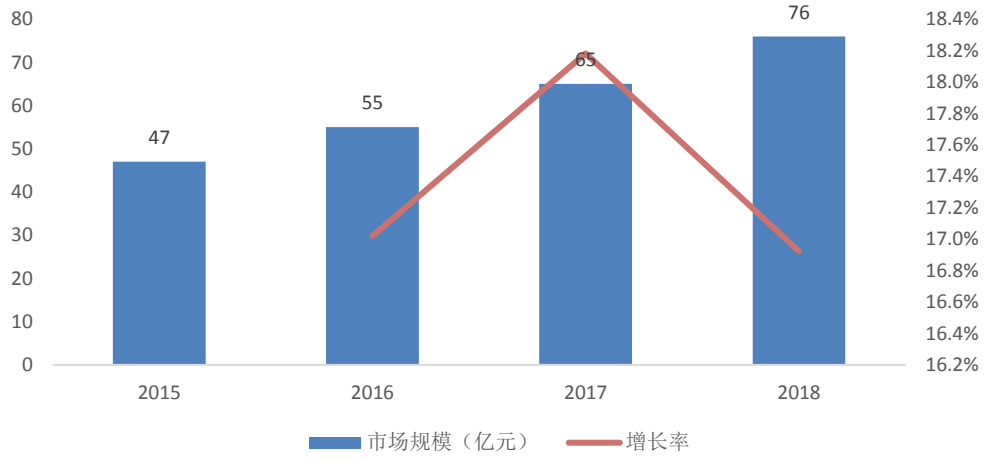
眼外科	植入性产品	人工晶状体、青光眼手术产品等	30	6%
	耗材产品	白内障手术、玻璃体视网膜手术、屈光手术一次性耗材等	40	3%
	设备、其他	白内障和玻璃体视网膜控制台和配件，飞秒激光辅助白内障手术设备，近视眼激光手术设备，显微镜，诊断显示设备，设备护理与维修，散瞳剂、麻醉剂等	20	2%
		眼外科小计	90	4%
视力保健	隐形眼镜	日抛型，非日抛型，美瞳等	80	4%
	眼部健康产品	干眼症滴眼液（非处方药）、过敏性滴眼液（非处方药）、红眼药水（非处方药）、隐形眼镜护理液、眼部维生素等	60	4%
		视力保健小计	140	4%
		合计	230	4%

资料来源：Alcon 2018 Capital Markets Day，招股书，华金证券研究所

2、我国白内障手术渗透率低，未来市场空间大

我国眼科高值耗材市场保持高增速。根据医械研究院《2019 中国医疗器械蓝皮书》，眼科高值医用耗材是指用于眼科疾病治疗的高值医用耗材，产品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，按产品使用类别划分，眼科高值医用耗材可以分为眼内用耗材、眼表用耗材和其他耗材。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 16.92%。

图 11：中国眼科高值耗材市场规模

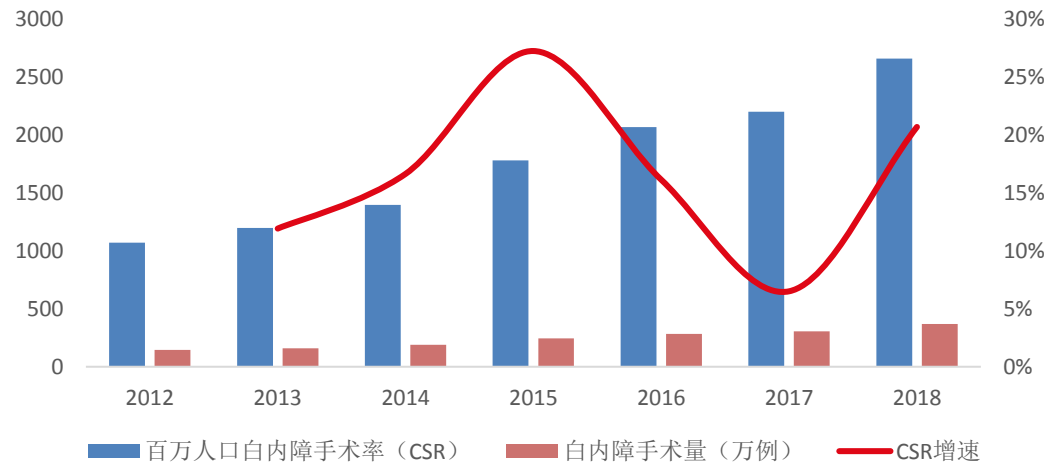


资料来源：医械研究院整理，华金证券研究所

我国是世界上盲和视觉障碍患者数量最多的国家之一，潜在市场空间大。根据国际防盲协会数据显示，2020 年中国患白内障人群（45-89 岁）预计达到 1.32 亿人，其中年龄相关性白内障人群预计达到 9,383 万人，因白内障失明患者预计达到 1,332 万人。虽然我国白内障患者数量较大，但手术普及率不高。根据《Cataract Surgical Rate and Socioeconmics：A Global Study》报告，2011 年法国、美国等发达国家的百万人口白内障手术量（CSR）已达 10,000，澳大利亚已达到 9,500，印度 CSR 超过 5,000，我国 2011 年 CSR 不足 1000。尽管我国 2018 年 CSR 已达 2662，但对比国外发达国家，甚至印度，仍有一定成长空间，潜在市场空间大。

随着我国对国民视力健康重视程度的不断提高，在过去十年中国家发布和实施多项鼓励政策来普及白内障手术，我国 2018 年 CSR 达到 2662，提前实现了《“十三五”全国眼健康规划》提出的我国 CSR 要在 2020 年年底达到 2000 以上的目标。2012、2018 年全国白内障手术量分别为 145 万例和 370 万例，年复合增长率达 20.6%。国内白内障手术体量大，为国产人工晶体产品留下了良好的“温床”；随着未来白内障手术渗透率的不断快速提升，国产人工晶体销量也将加速。

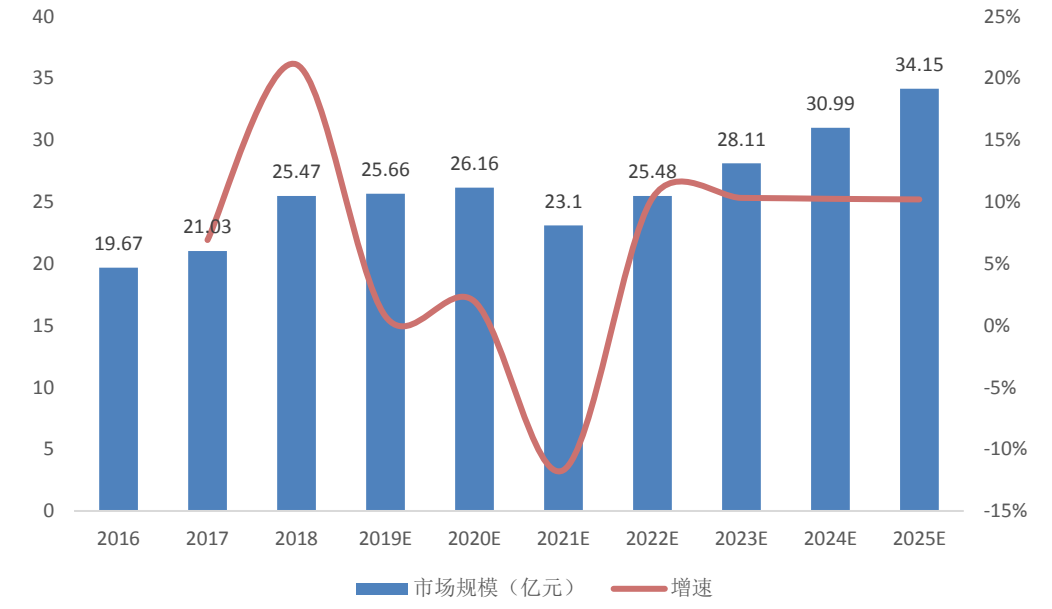
图 12：我国 2012-2018 年白内障手术率、CSR 及增速



资料来源：中国防盲治盲网，第三届中国眼健康大会，华金证券研究所

考虑到带量采购对人工晶体价格带来的影响（带量采购全面推开后预计平均价格下降 20%），假设 2021 年全国高值耗材带量采购铺开，到 2025 年国内人工晶体市场规模预计可达 34.15 亿元。

图 13：我国人工晶状体市场规模

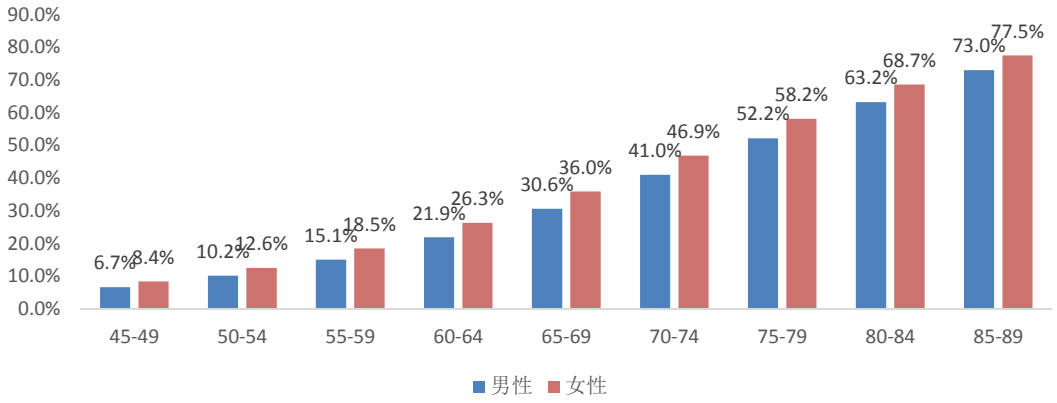


资料来源：招股书，华金证券研究所

3、老龄化、健康支出增加加速激活白内障手术需求

白内障具有较高的年龄相关性，患病率岁年龄增加而明显提升。根据 Peige Song 团队在 Journal of Global Health 杂志刊登的研究显示，50 岁以下人群白内障患病率不到为 10%，而 80 岁以上人群患病率高达 66%以上，提升明显。

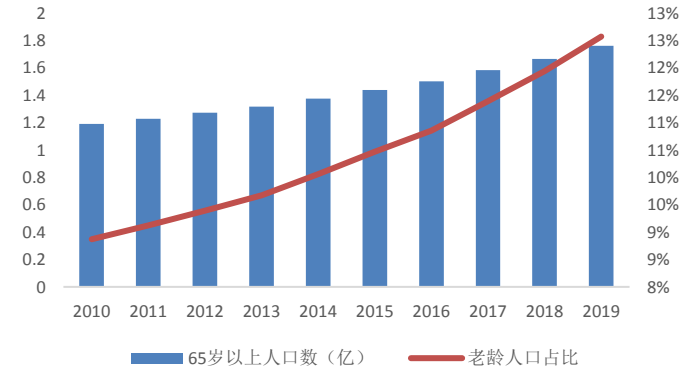
图 14：白内障患病率随着年龄提升而提升



资料来源：Journal of Global Health，华金证券研究所

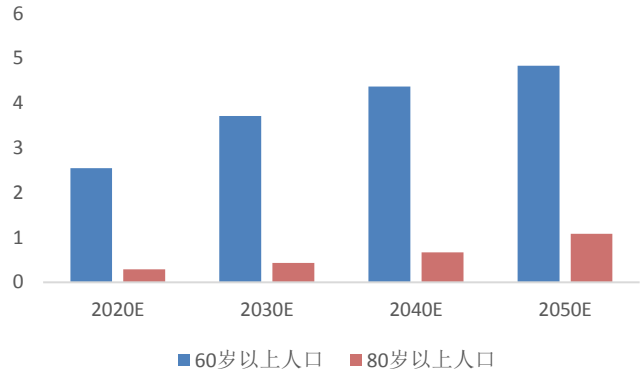
中国正在快速进入老龄化社会，未来白内障患者数量将快速增加。2018 年中国 60 周岁及以上人口为 2.49 亿人，占总人口的比重为 17.9%，其中 65 周岁及以上人口 1.67 亿人，占总人口的 11.9%。根据社科院推测，到 2030 年，我国 60 岁以上人口可能达到 3.7 亿人，复合年增长 4.1%。老龄化进程将带来我国白内障患者人数加速增长，带动人工晶体的需求长期提升。

图 15：2010 年至今老龄人口占比提升明显



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

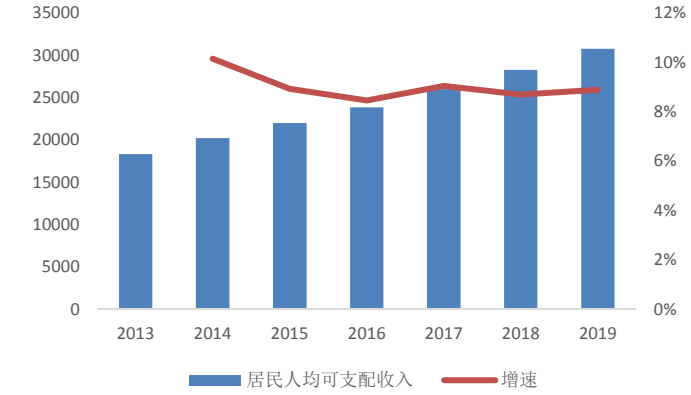
图 16：2020-2050 年我国老龄人口测算（亿）



资料来源：社科院，华金证券研究所

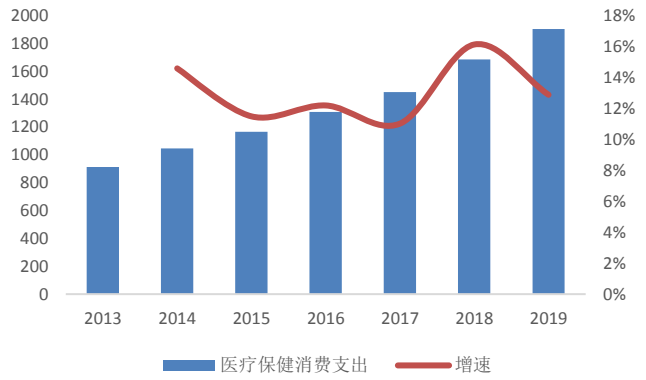
随着居民健康意识不断增强，推动医疗健康支出的增加。我国居民人均可支配收入从 2013 年的 1.8 万上升到 2019 年的 3 万，提升明显；直接带动了国民对医疗健康类消费的支出，从 2013 年的 912 元提升到 2019 年的 1902 元，年复合增长率达 13%.随着国民人均可支配支出的增加，加上国民对健康的重视程度提升，国内白内障手术的需求将被激活，人工晶状体消费支出将进一步增加。

图 17：2013-2019 我国居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 18：2013-2019 我国医疗保健消费支出

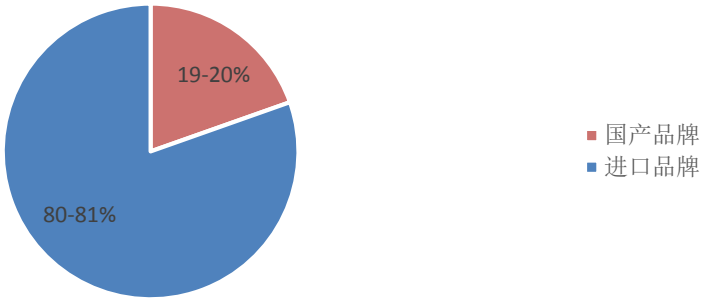


资料来源：国家统计局，华金证券研究所

4、高值耗材带量采购趋势明确，进口替代仍有极大空间

国内人工晶体约 80%的市场份额由海外企业占据，进口替代空间大。2018 年国内人工晶状体市场规模约为 370 万片，其中国产品牌约占 70-75 万片，进口品牌约占 295-300 万片；海外跨国企业占据国内大多数的市场份额，进口替代空间极大。随着国产人工晶体的技术进步，国产品牌市占率（销售片数）从 2017 年的 16-18%提升到 2018 年的 19%-20%，增幅明显。2018 年公司国内销售数量约占国内总销售量的 8.3%，随着进口替代、分级诊断等支持政策的推进，未来市场空间极大。

图 19：国内人工晶体约 80%的市场份额（按销售数量计算）由海外企业占据



资料来源：招股书，华金证券研究所

高值耗材全国集采趋势明确。2019 年 7 月，国务院出台了《治理高值医用耗材改革方案》，总体要求理顺高值医用耗材价格体系，并明确指出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。带量采购等控费政策总体上将对具有自主知识产权与核心技术、产品质量较高、具有价格优势的中高端产品的国产厂商有利，是实现以价换量、进口替代的好机会。

目前江苏（心脏支架和起搏器）、安徽（骨科和人工晶状体）两省已率先试点高值耗材的带量采购。随后京津冀+黑吉辽蒙晋鲁联盟、陕西、甘肃等 10 省联盟、福建等多地区计划开展高值耗材的采购工作。全国性高值耗材集中采购趋势强，带量采购有望推动进口替代。

高值耗材带量采购对出厂价格影响小于药品集采，却增加了中标产品销量，以价换量提升销量。在安徽省执行带量采购后，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，挂网价（进院价）降幅为 18.1%。总体而言，安徽省公立医院带量采购提高了公司的销售数量，增加了公司营业收入，提升了公司的盈利水平。

表 6：多地区开始推进高值耗材（包含人工晶体）带量采购工作

省份	现行采购模式	进度	采购周期	降价情况
安徽	带量采购，采购量占 2018 年度省属公立医疗机构高值医用耗材采购量的 90%	已完成谈判工作，2019 年 8 月 16 日起执行	1 年	国产品类中标价（进院价）平均降价 18.1%，进口品类中标价（进院价）平均降价 20.9%，总体中标价（进院价）平均降价 20.5%
江苏	带量采购，107 家三级公立医院 1 年（2018 年 7 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日）采购量的 70%	已完成谈判工作，2020 年 1 月起执行	1 年	中标价（进院价）平均降幅 26.89%，最大降幅 38%
京津冀+黑吉辽蒙晋鲁	联合带量采购	带量采购谈判方案设计中，首批落地实施品种将从人工晶体类耗材入手	1 年	
省际联盟（陕西、甘肃、宁夏、新疆、青海、内蒙、湖南、海南、广西、贵州）	联合带量采购	带量采购谈判方案设计中		
福建	挂网+带量采购	带量采购类别先启动骨科类		

资料来源：招股书，华金证券研究所

国产产品价格优势明显，集采中优势大。拿公司举例，人工晶体产品对比进口竞品，在技术参数、性能上已很接近，但价格普遍远低于进口品牌竞品，其中销售量最大的 A2-UV 产品国内外差价可达 70%。公司产品的高质量和低价格在集中采购和进口替代中有很大优势。

表 7：公司人工晶体对比进口竞品在价格上有优势

爱博产品			进口同类竞品		
型号	技术特点	进院价格	厂家/型号	技术特点	挂网价格
A2-UV	疏水，防紫外，单焦，非球面	1750.24	强生 ZCB00	疏水，防紫外，单焦，非球面	3000
A1-UV	疏水，防紫外，单焦，非球面（高次）	1990.8	博士伦 MX60	疏水，防紫外，单焦，非球面	3000
ALD	疏水，防紫外，单焦，非球面（高次），大直径	3500	Lenstec SOFTEC HDO	亲水，防紫外，单焦，非球面，大直径	4300
Toric	疏水，防紫外/蓝光，肝素，单焦，环曲面	5780	爱尔康 SN6AT2-9	疏水，防紫外/蓝光，单焦，环曲面	5499
			强生 ZMT150, ZMT225, ZMT300, ZMT400	疏水，防紫外，单焦，环曲面	6900
			蔡司 AT TORBI 709M, AT TORBI 709MP	亲水，防紫外，单焦，环曲面	7200
AQBH	疏水，防紫外/蓝光，肝素，单焦，	3800	爱尔康 SN60WF	疏水，防紫外/蓝光，单焦，	2925

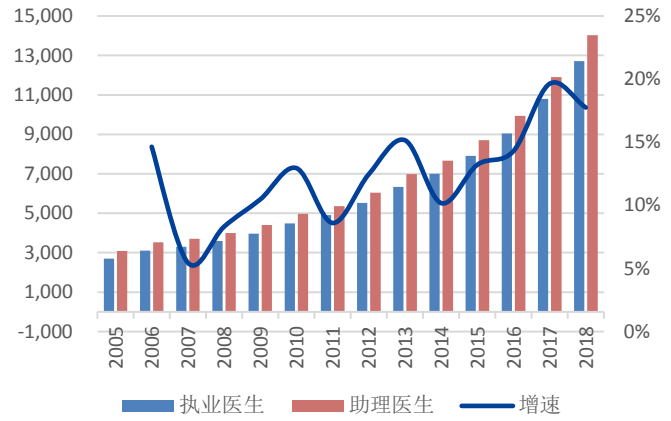
	非球面（高次）		豪雅 iSert 251	疏水，防紫外/蓝光，单焦，非球面	4770
AQBHL	疏水，防紫外/蓝光，肝素，单焦，非球面（高次），预装	4500	蔡司 CT Lucia 601PY	疏水，防紫外/蓝光，肝素，单焦，非球面，预装	6800
			豪雅 Vivinex XY1	疏水，防紫外/蓝光，单焦，非球面，预装	6300

资料来源：招股书，华金证券研究所

5、政策推动供给侧改善，眼科专科医院、医生数有望加速增加

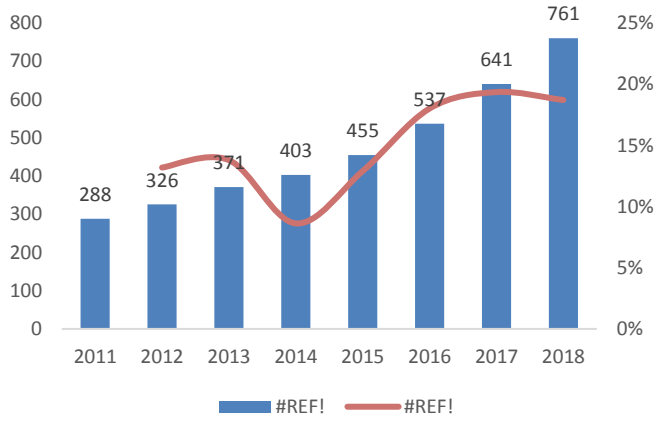
白内障手术具有基层性、普遍性的特点。长期以来，制约我们白内障手术率提高的一个主要因素之一是基层眼科医院和医生的缺乏。随着近年对眼科学的逐渐重视，眼科医院和眼科执业医生增速均保持接近 20%的高增速。眼科医生资源的增加，有利于白内障手术的推广，提高 CSR。

图 20：眼科医院执业医生人数增加快



资料来源：卫健委，原国家卫生和计划生育委员会，华金证券研究所

图 21：眼科专科医院数量增长快



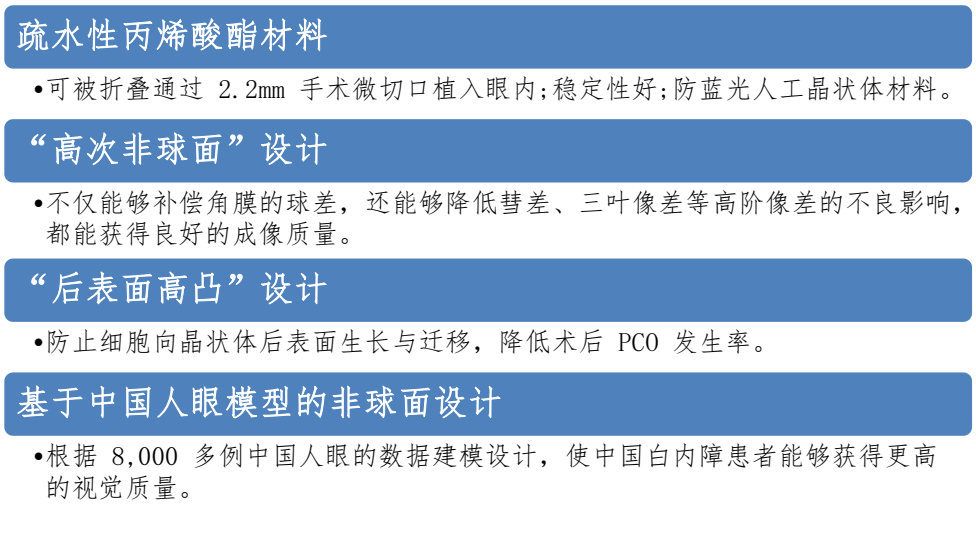
资料来源：卫健委，原国家卫生和计划生育委员会，华金证券研究所

分级诊断等政策推动基层眼科医疗力量成长。随着国家分级诊断及相关政策的推进，国内基层医院的医疗水平有望跨越式提升。国家卫生计生委关于印发《“十三五”全国眼健康规划（2016—2020 年）的通知》，指出需要不断提升眼病防治服务能力；县级综合医院普遍开展眼科医疗服务，90%以上的县有医疗机构能够独立开展白内障复明手术；开展眼病防治管理人员和专业技术人员培训工作。随着分级医疗推行，以及基层医疗机构医疗服务水平的提高，将直接增加眼科医疗器械的需求增长。

（二）人工晶状体为治疗白内障最有效产品，公司产品优势大

公司人工晶体产品有普诺明®、普诺特®系列，包括 5 个型号的非球面人工晶状体和 6 个型号的环曲面（Toric）人工晶状体已获得 CFDA 注册证，多焦点人工晶状体正在开展临床试验。公司产品采用疏水性丙烯酸酯材料，与强生、博士伦等跨国视光龙头企业同步，同时公司根据 8,000 多例中国人眼的数据统计结果搭建出中国人眼的角膜模型，设计并制造了更适合中国人群的 AQ 型（AQBH/AQBHL）非球面人工晶状体，使中国白内障患者能够获得更高的视觉质量。

图 22：公司人工晶体产品技术水平接轨国际，根据中国人眼球进行设计



资料来源：招股书，华金证券研究所

公司研发管线丰富，多款重磅产品将落地。除现有的非球面单焦点产品外，还有多焦点、ICL、大景深等多款人工晶状体产品。其中多焦点人工晶状体完成了临床，预计年底会进行注册，2022 年初获证；有晶体眼人工晶状体产品预计在 2023 年上市。

表 8：公司人工晶状体研发管线情况

产品名称	产品特点	研发预算	所处阶段
多焦点人工晶状体	基于人工晶状体平台技术，开发一款连续视程多焦点人工晶状体	1,500 万	临床试验
有晶体眼人工晶状体	基于一款自主开发的新材料，开发一种矫正人眼屈光不正，尤其是高度近视的人工晶状体	3,000 万	临床试验
大景深（EDOF）人工晶状体	基于现有人工晶状体平台技术，开发一种具有景深扩展功能的人工晶状体	1200 万	注册检验

资料来源：招股书，华金证券研究所

三、 角膜塑形镜：高成长性产品，提供业绩弹性

（一）我国青少年近视问题严峻，角膜塑形镜治疗市场空间大

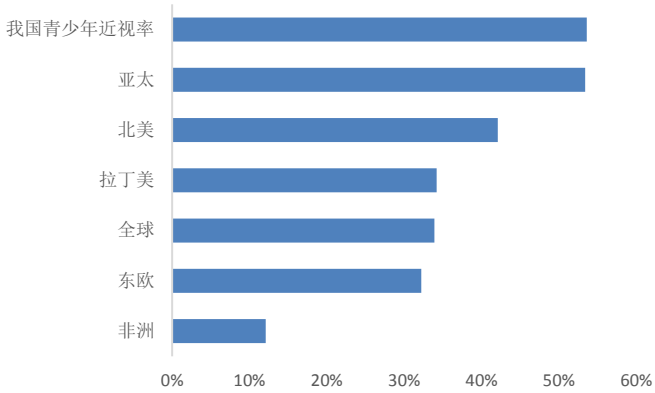
我国青少年近视情况严重。根据卫健委发布《2018 年全国儿童青少年近视调查结果》以及教育部的数据显示，我国青少年总体近视率为 53.6%，其中 6 岁儿童为 14.5%，小学生为 36%，初中生为 72%，高中生为 81%，我国青少年近视率与近视人口高居世界第一。

近年来随着健康意识的提升，角膜塑形镜开始普及，角膜塑形镜行业开始进入高速发展阶段。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 64.30 万副，2011 年至 2015 年复合增长率约为 44.11%。

未来，随着电子信息和移动互联网时代的到来，电子信息化、可视化和网络化科技引领人们进入了全新的信息时代，人们用眼强度远远高于过去任何时期，用眼疲劳导致屈光不正患病的几

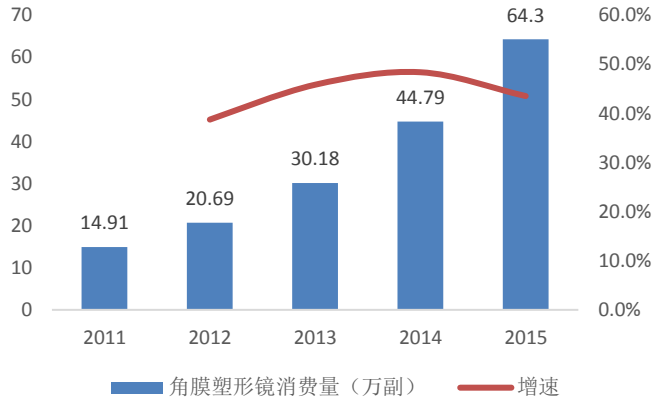
率大幅增加，屈光不正视力矫正市场需求呈现快速增长。此外，随着爱博、欧普康视等国内厂商的加入，角膜塑形镜使用价格降低，拉低了治疗门槛，有利于角膜塑形镜的普及。我们预计未来角膜塑形镜行业将保持较快增长速度。

图 23：各地区近视率对比，我国青少年近视率世界第一



资料来源：招股书，华金证券研究所

图 24：2011-2015 年我国角膜塑形镜消费量 CAGR 达 44%



资料来源：招股书，华金证券研究所

我国角膜塑形镜市场空间到 2025 年有望达 47 亿元：公司目前视光类产品主要目标人群为 8-18 岁的青少年，根据公司调研结果，假设不同档次的角膜塑形镜平均价格在 1,500 元/副左右。推测结果显示，我国角膜塑形镜市场规模到 2025 年有望达到 57 亿元，2018-2025 年年复合增长率达 19.0%。

表 9：我国角膜塑形镜市场空间推测

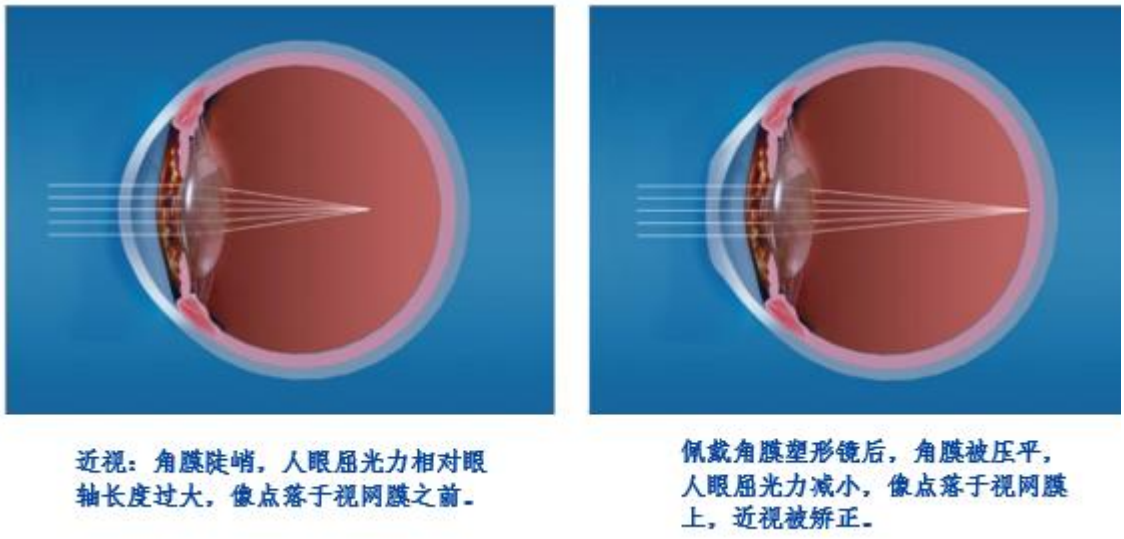
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
8-18 岁青少年人数（万）	10,486	10,263	10,112	10,015	9,973	9,916	9,895	9,886
渗透率	0.88%	1.05%	1.26%	1.52%	1.82%	2.19%	2.62%	3.15%
目标患者（万）	92.1	108.17	127.9	152.01	181.64	216.71	259.52	311.14
市场空间（亿）	13.82	16.23	19.19	22.8	27.25	32.51	38.93	46.67

资料来源：招股书，华金证券研究所　注：假设平均价格 1500 元/片

（二）角膜塑形镜可有效延缓屈光不正，公司具备一线技术

角膜塑形镜全称为塑形用硬性角膜接触镜，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。

图 25：角膜塑形镜矫正近视原理示意图

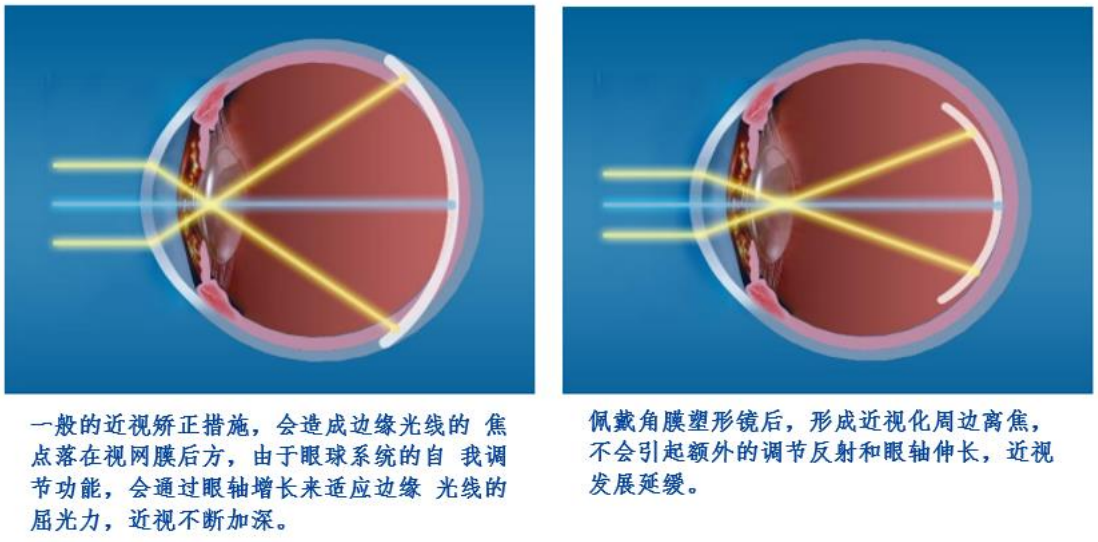


资料来源：招股书，华金证券研究所

除了矫正近视，角膜塑形镜可以有效延缓近视的发展。如果采取一般的视力矫正措施（普通框架或者普通隐形眼镜），中心焦点会落在视网膜上，但会造成边缘光线的焦点落在视网膜后方，造成远视性周边离焦。由于眼球系统具有自我调节功能，会通过调节反射（Accommodation Reflex）等来调节眼球对于边缘光线的屈光能力，后果是导致眼轴不断增长，近视不断加深。

而配戴角膜塑形镜后，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，消除了远视性周边离焦，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 26：角膜塑形镜延缓近视发展原理示意图



资料来源：招股书，华金证券研究所

角膜塑形镜为新产品，仍在推广期。公司角膜塑形镜产品在 2019 年 3 月获得注册证 2019 年角膜塑形镜产品收入为 712 万元，处于市场推广和渠道建设阶段，对总体收入影响小。公司

围绕角膜塑形镜还推出了角膜接触镜（隐形眼镜）、泪液分泌检测滤纸、硬性接触镜验配试纸等配套产品，完善角膜镜产品线。

表 10：公司角膜塑形镜及相关产品

产品名	医疗器械分类	图片	功能及用途	材料	光学结构	定位
角膜塑形镜(夜戴型)	III 类医疗器械		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 1.5D 的配戴者近视的暂时矫正	氟硅丙烯酸酯聚合物，表面低温大气等离子处理	四弧区逆几何设计全弧段非球面专利的非球面基弧区设计	高端
角膜接触镜(日戴型)	III 类医疗器械		日戴，用于矫正近视	氟硅丙烯酸酯聚合物，表面低温大气等离子处理	双非球面	中端
泪液分泌检测滤纸	II 类医疗器械		供临床上用于各种泪液分泌障碍的检测	纤维素滤纸+荧光素钠		
硬性接触镜验配试纸	II 类医疗器械		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	纤维素滤纸+荧光素钠+手柄纸		

资料来源：招股书，华金证券研究所

公司产品达到国际主流技术水平。目前国内角膜塑形镜领域包括公司在内有 9 个厂家的产品获证，其中仅有爱博、欧普康视、台湾亨泰为国产品牌；跨国企业占据国内角膜塑形镜领域较大市场份额，有较大进口替代空间。对比竞品，公司产品在近视、散光矫正范围，设计上均能达到主流技术水平，在材料透氧率上有一定优势。

表 11：国内角膜塑形镜对比

公司名	产地	品牌	材料	设计	透氧系数	湿润角	使用方式	适用症-近视度数	适用症-散光度数
爱博诺德	中国	普诺瞳	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物	弧区反几何设计、全弧段非球面	125	43°	夜戴	-1.00D～-4.00D	顺规则散光 1.75D 以内，逆规则散光 1.5D 以内
欧普康视	中国	梦戴维	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物	四弧区反几何设计	100	49°	夜戴	-0.50D~-6.00D	1.5D 以内
台湾亨泰	中国台湾	亨泰	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物	四弧区反几何设计	90	30°	夜戴	-4D 以内	1.6D 以内
Euclid Systems Corporation	美国	Euclid	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物	四弧区反几何设计	127	36°	夜戴	-5D 以内	2D 以内
荷兰普罗克尼	荷兰	DreamLite	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物	四弧区反几何设计	100	49°	夜戴	-0.75D~-4.50D	1.50D 以内
阿迩发集团株式会社	日本	阿尔法	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物	四弧区反几何设计，配适弧 2 段球面	104	35°	夜戴	-0.50D~-6.00D	1.51D 以内
韩国露晰得	韩国	Lucid	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物	四弧区反几何设计	100	49°	夜戴	-5D 以内	2D 以内

公司名	产地	品牌	材料	设计	透氧系数	湿润角	使用方式	适用症-近视度数	适用症-散光度数
C&E GP Specialists	美国	C&E	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物	四弧区反几何设计	75	42°	夜戴	-1.00D~-3.00D	0~ -1.50D
PARAGON VISION SCIENCES Inc.	美国	CRT	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物	三弧区反几何设计，配适弧直线段	74	42°	夜戴	-4.0D 以内	1.5D 以内

资料来源：招股书，华金证券研究所

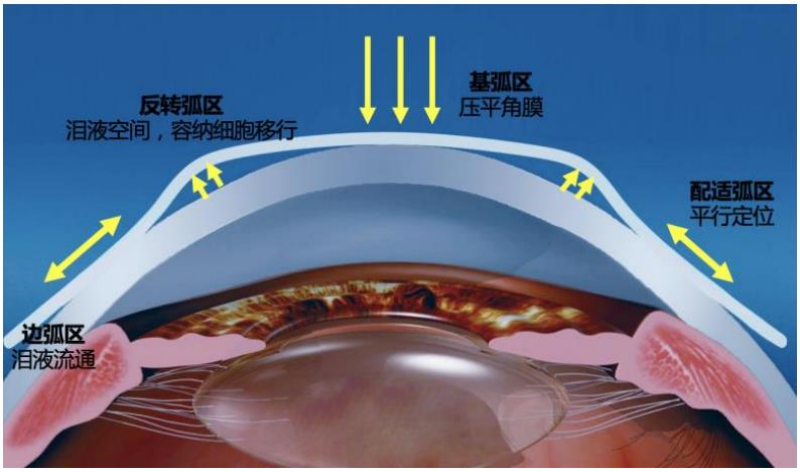
公司角膜镜产品有以下几个优点：

1）高透氧材料：主要使用 Contamac 公司的氟硅丙烯酸酯聚合物材料，（公司正在自主研发类似聚合材料）透氧系数 125×10-11（cm2/s）；高透氧系数使眼睛在配戴塑形镜时仍能获得较多氧气，提高安全舒适性，保护角膜组织与细胞，安全塑形。而主要竞品梦戴维角膜镜透氧率仅为 100×10-11（cm2/s），公司产品有较大优势。

2）基弧区非球面设计：属于国际原创专利保护技术，提供优化的周边离焦，提升角膜塑形镜在近视控制功能方面的有效性和稳定性。

3）应用了反转弧非同心设计、定位弧非球面设计、低温大气等离子处理等一系列专利技术，不仅使镜片提供稳定的塑形效果，也增加配戴舒适性。

图 27：普诺瞳®角膜塑形镜产品结构示意图



资料来源：招股书，华金证券研究所

四、募投项目

本次公司 IPO 发行 2629 万股，合计募集资金 8 亿元，用于眼科透镜和配套产品的产能扩大及自动化提升项目、高端眼科医疗器械设备及高值耗材的研发实验项目、营销网络及信息化建设项目和补充流动资金。本次募集资金投资项目与发行人现有主要业务、核心技术关系密切。项目将进一步扩大公司产品产能，增强自主创新能力，提升销售能力，以适应当前眼科医疗器械市场快速发展的需要。

表 12：公司募投项目（万元）

项目名称	投资金额	拟投入募集资金额	项目备案	环保批文
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	京昌平发改（备）【2019】88 号	昌环保审字【2019】20038 号
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		
爱博诺德营销网络及信息化建设项目	15,237.15	15,237.15	京昌平发改（备）【2019】91 号	
补充流动资金	17,000.00	17,000.00		
合计	80,020.26	80,020.26		

资料来源：招股书，华金证券研究所

公司眼科透镜和配套产品的产能扩大项目主要为扩大人工晶状体、囊袋张力环、一次性人工晶状体植入系统、角膜塑形镜、硬性透氧性角膜接触镜、泪液分泌检测试纸等产品的产能。项目达产后，人工晶状体、角膜塑形镜产能将分别提升 95%、355%，以解决产能日趋紧张的问题。

表 13：公司募投项目达产后将大大提升核心产品产能

序号	产品	设计产能	现有产能（2019）	产能提升	单位
1	人工晶状体	150	77	95%	万片/年
2	囊袋张力环	2			万个/年
3	一次性人工晶状体植入系统	20			万支/年
4	角膜塑形镜	50	11	355%	万片/年
5	硬性透氧性角膜接触镜	2			万片/年
6	泪液分泌检测试纸	10			万盒/年

资料来源：招股书，华金证券研究所

五、盈利预测

公司人工晶体产品将维持 25%左右的增速：短期来看，新冠疫情导致上半年手术量下降明显，白内障手术为非紧急手术，手术需求将后移，公司 2020 年销量受较大影响。长期来看，随着 CSR 的快速上升，人工晶状体市场需求较大，公司产品有望保持高增速。

角膜塑形镜推广快：公司角膜塑形镜产品具备一流的技术水平，并在透氧率上有较大优势；目前产品仍处于放量推广阶段，OK 镜的销售可借用部分人工晶体渠道，加速铺货速度。预计未来 3 年该产品放速度快，年复合增长率预计有望达 150%

表 14：收入拆分

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	74.74	126.85	194.99	237.35	339.93	447.47
yoy		69.7%	53.7%	21.7%	43.2%	31.6%
人工晶状体	69	120	179	201	261	326
yoy		72.4%	49.5%	12%	30%	25%
手术配套产品	5.2	7.0	8.8	9.6	11.4	13.1

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
yoy		34.4%	24.5%	10%	18%	15%
角膜塑形镜			7.12	27.1	67.6	108.2
yoy				280.0%	150.0%	60.0%
视光配套产品			0.03	0.09	0.19	0.27
yoy				200%	100%	40%

资料来源：华金证券研究所

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 2.39、3.42、4.50 亿元，增速分别为 22.5%、43.1%、31.6%；预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 0.89、1.51、1.86 亿元，增速分别为 32.8%、70.1%、23.4%；每股收益分别为 0.84、1.43、1.77 元。首次覆盖，给予公司“增持-A“的评级。

表 15：同比公司估值

分类	证券代码	公司名称	市值（亿）		EPS（元）			PE		
			股价（2020.7.30）		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
眼科高值耗材企业	688366.SH	昊海生科	133.5	237	2.27	2.72	2.95	59	49	45
	300595.SZ	欧普康视	65	395	0.64	0.87	1.16	102	75	56
		平均						86	65	52
科创板高值耗材企业	688016.SH	心脉医疗	297.95	214	2.63	3.55	4.75	113	84	63
	688029.SH	南微医学	236.8	316	2.5	3.67	4.86	95	65	49
	688198.SH	佰仁医疗	105.96	102	0.83	1.08	1.37	128	98	77
	688085.SH	三友医疗	69.99	144	0.59	0.88	1.23	119	80	57
		平均						109	77	58
	688050.SH	爱博医疗	240.65	253	0.84	1.43	1.77	286	168	136

资料来源：Wind，华金证券研究所

六、风险提示

角膜塑形镜市场推广不及预期风险：公司产品处于上市初期，市场接受度可能不及预期，拉低收入水平。

新冠疫情风险：新冠疫情存在反复的风险，导致国内手术量下降，直接影响公司人工晶状体产品的销售。

集中采购降价风险：目前高值耗材集中采购主要压缩渠道商利润空间，对出厂价影响较小，不排除未来集采进一步控费，影响出厂价的风险。

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	362	335	1269	1335	1441
现金	68	196	1118	1086	1177
应收票据及应收账款	45	58	68	113	125
预付账款	4	5	6	10	11
存货	36	61	60	110	109
其他流动资产	209	14	17	16	19
非流动资产	225	351	388	486	569
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	112	180	205	288	363
无形资产	57	101	113	127	135
其他非流动资产	56	71	70	70	70
资产总计	586	686	1657	1820	2009
流动负债	24	23	23	30	32
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	0	0	0	1	1
其他流动负债	24	23	23	30	32
非流动负债	**9**	**15**	**15**	**20**	**21**
长期借款	0	0	0	5	6
其他非流动负债	9	15	15	15	15
负债合计	33	38	38	50	54
少数股东权益	3	30	30	31	31
股本	79	79	105	105	105
资本公积	481	528	1383	1383	1383
留存收益	-9	11	100	252	437
归属母公司股东权益	551	618	1588	1739	1924
负债和股东权益	586	686	1657	1820	2009

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	32	50	79	58	178
净利润	20	66	89	152	186
折旧摊销	14	24	23	29	37
财务费用	1	-5	-16	-27	-27
投资损失	-5	-3	-4	-4	-4
营运资金变动	-20	-26	-12	-92	-14
其他经营现金流	21	-5	0	0	0
投资活动现金流	-272	64	-55	-123	-116
筹资活动现金流	276	15	897	33	30

每股指标（元）

每股收益(最新摊薄)	0.19	0.63	0.84	1.43	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.48	0.75	0.55	1.69
每股净资产(最新摊薄)	5.24	5.87	15.11	16.54	18.30

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	127	195	239	342	450
营业成本	24	28	35	49	63
营业税金及附加	2	3	3	5	7
营业费用	29	50	57	78	95
管理费用	41	31	35	48	61
研发费用	14	22	26	36	45
财务费用	1	-5	-16	-27	-27
资产减值损失	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	-3	0	0	0
投资净收益	5	3	4	4	4
营业利润	27	70	103	156	210
营业外收入	0	0	2	0	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	27	70	104	157	211
所得税	6	4	15	5	25
税后利润	20	66	89	152	186
少数股东损益	-0	-1	0	1	-0
归属母公司净利润	20	67	89	151	186
EBITDA	39	89	109	156	217

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	69.7	53.7	22.5	43.1	31.6
营业利润(%)	946.9	160.4	47.5	52.4	34.3
归属于母公司净利润(%)	-612.1	228.3	32.8	70.1	23.4
获利能力					
毛利率(%)	81.4	85.7	85.4	85.7	86.0
净利率(%)	16.0	34.2	37.0	44.0	41.2
ROE(%)	3.7	10.2	5.5	8.6	9.5
ROIC(%)	3.3	9.6	4.6	7.0	8.2
偿债能力					
资产负债率(%)	5.6	5.6	2.3	2.8	2.7
流动比率	15.1	14.5	54.7	43.8	44.5
速动比率	4.9	11.1	51.3	39.4	40.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	3.2	3.8	3.8	3.8	3.8
应付账款周转率	132.8	106.4	106.4	106.4	106.4
估值比率					
P/E	1517.6	462.2	348.1	204.7	166.0
P/B	56.0	49.9	19.4	17.7	16.0
EV/EBITDA	782.7	346.5	272.9	190.7	136.6

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