爱博医疗（688050）

眼科器械的创新型企业

2020 年 07 月 28 日

投资评级：暂无

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	195	244	351	461
同比（%）	53.7%	25.1%	43.9%	31.1%
归母净利润（百万元）	67	112	152	198
同比（%）	223.8%	70.7%	34.8%	30.4%
每股收益（元/股）	0.63	1.07	1.45	1.89
P/E（倍）	52.90	31.40	23.18	17.79

投资要点

- **投资逻辑：**公司即将登陆科创板，是目前国内少有的眼科医疗器械领域投资标的。公司作为目前国内人工晶状体市场仅有的几家国产厂商，市场竞争力较强；且公司的角膜塑形镜处于市场推广前期，有望迎来快速增长。

- **人工晶状体：行业稳步增长，带量采购有望加快进口替代。**人工晶状体是公司主要收入来源，近三年一直保持高速增长，年复合增长率达到65.6%，未来成长空间仍大，主要有以下原因：1）白内障患病率随年龄增长而提高，中国老龄化进程促使患病人数不断增多；2）尽管近年来中国白内障手术增长较快，但离发达国家仍有较大差距，预计未来将随着中国眼科医疗资源的丰富以及居民可支配收入增加而快速提升，从而推动人工晶状体行业不断扩容，预计未来五年行业增速仍有 10%。3）目前人工晶状体市场外资仍占据主导地位，国产份额不足 20%，随着带量采购的进一步推广，公司有望扩大市场份额。我们认为，随着人工晶状体行业的持续扩容以及进口替代的进行，公司产品有望在未来三年内保持 20%以上的复合增长。

- **角膜塑形镜：潜在重磅品种，有望快速放量。**中国青少年近视率高，总近视率超过一半，约有 1 亿的青少年是近视患者。角膜塑形镜可以有效延缓近视进程，行业空间广阔，考虑到渗透率的提升，预计 2025 年角膜塑形镜市场空间将超过 46 亿元。公司是国内第二家拿到角膜塑形镜注册证的生产企业，产品正处于放量前期阶段。同国内外已有的角膜塑形镜品牌相比，公司产品具有竞争优势。我们认为，借助公司在眼科医疗器械领域的渠道和品牌优势，未来三年内角膜塑形镜有望快速占领市场，2022 年销售收入超过 1 亿元，成为公司另一大收入来源

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 2.44 亿，3.51 亿和 4.61 亿元，归母净利润分别为 1.12 亿、1.52 亿和 1.98 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.07 元、1.45 元和 1.89 元。发行价对应估值分别为 31X、23X 和 18X。考虑到公司人工晶状体受益于行业持续增长和带量采购，预计仍将保持高速增长；公司角膜塑形镜处于放量增长前期，后续增长空间大，建议投资者积极关注。

- **风险提示：**集采降价超预期风险；市场竞争加剧风险；新品推广不及风险；新冠疫情出现反复风险。

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

发行价（元）	33.55
一年最低/最高价	N/A
市净率（倍）	2.48
流通 A 股市值	N/A

基础数据

每股净资产(元)	13.52
资产负债率(%)	4.30
总股本(百万股)	105.14
流通 A 股(百万股)	26.29

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 爱博医疗：眼科器械创新者 4
2. 人工晶状体：行业持续扩容，集采加速进口替代 6
2.1. 行业迅速增长，外资占据主导地位 6
2.2. 白内障与年龄相关度高，老龄化催生广阔市场 9
2.3. 需求端+供给端双管齐下，白内障手术渗透率持续提升 10
2.4. 带量采购有望加快进口替代，公司或显著受益 12
3. 角膜塑形镜：潜在重磅产品，未来有望显著增厚业绩 14
3.1. 市场潜在空间大，需求稳步提升 14
3.2. 产品性能优异，有望快速放量 15
4. 盈利预测与估值 17
5. 风险提示 18

图表目录

图 1：公司发展历程 4
图 2：公司股权结构 5
图 3：公司营业收入情况 5
图 4：公司归母净利润情况 5
图 5：2019 年公司主营业务收入构成 6
图 6：2019 年公司主营业务毛利构成 6
图 7：公司主营业务毛利率 6
图 8：公司期间费用率和净利率 6
图 9：白内障手术示意图 7
图 10：中国人工晶状体市场规模 7
图 11：中国人工晶状体国产和进口占比 7
图 12：公司人工晶状体销售额 8
图 13：公司国内人工晶状体市场市占率 8
图 14：2018 年年龄相关性白内障入院患者年龄构成 9
图 15：中国白内障患病率 9
图 16：中国 65 岁以上人口数量及占总人口比例 10
图 17：中国人均预期寿命（单位：岁） 10
图 18：中国新生儿数量（单位：万人） 10
图 19：中国白内障手术量 11
图 20：各国每百万人白内障手术量（单位：例） 11
图 21：中国居民人均可支配收入 11
图 22：中国居民人均医疗保健消费支出 11
图 23：中国眼科专科医院数量 12
图 24：眼科专业医师数量 12
图 25：公司人工晶状体平均售价 13
图 26：公司人工晶状体在安徽月均销售金额 13
图 27：角膜塑形镜矫正近视原理示意图 14
图 28：角膜塑形镜延缓近视发展原理示意图 14
图 29：2018 年我国青少年近视率统计 15
图 30：中国角膜塑形镜行业消费量情况 15
图 31：公司的普诺瞳角膜塑形镜产品结构 17

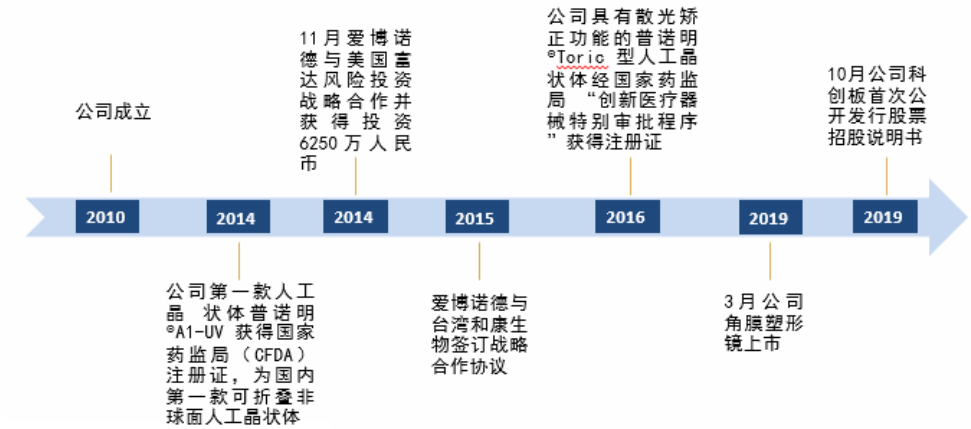
表 1：公司人工晶状体业务主要竞争对手 8
表 2：人工晶状体带量采购情况 12
表 3：角膜塑形镜市场规模测算 15
表 4：各家角膜塑形镜产品对比 16
表 5：公司收入预测 17
表 6：可比公司估值 18

1. 爱博医疗：眼科器械创新者

爱博医疗是国内知名的眼科医疗器械生产企业，专注于眼科医疗器械的自主研发、生产、销售及相关服务，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两大类眼科疾病，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，以及围绕这两项核心产品研发生产的一系列配套产品。

公司是国内首家高端屈光性人工晶状体制造商，也是国内主要的可折叠人工晶状体制造商之一，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，目前人工晶状体已拥有 20 个产品型号，销售覆盖国内 1000 多家医院，并且已出口至德国、法国、荷兰等发达国家，累计销售近 100 万片。同时公司于 2019 年 3 月取得了角膜塑形镜产品注册证，是中国境内第 2 家取得该产品注册证的生产企业。

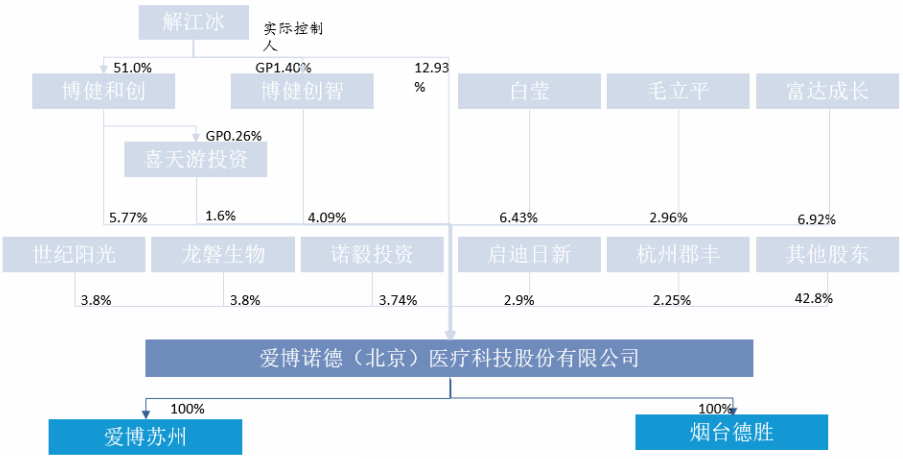
图 1：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

股权结构方面，本次发行后，董事长兼总经理解江冰直接持有公司 12.93%的股份，通过博健和创、博健创智和喜天游投资间接控制公司合计 11.46%的股份，为公司的实际控制人。同时，解江冰与毛立平、白莹夫妇为一致行动人，三人合计控制公司 33.78%的股份。

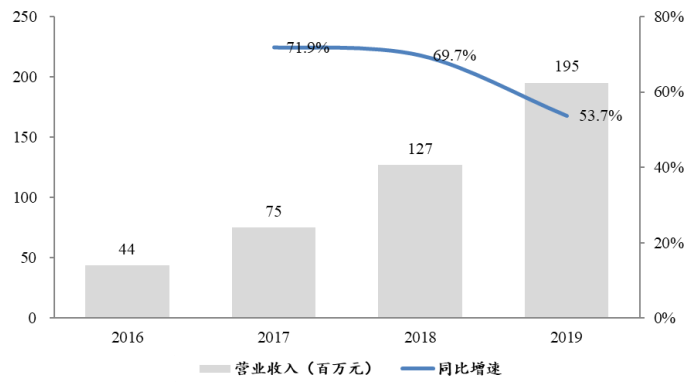
图 2：公司股权结构 （发行后）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

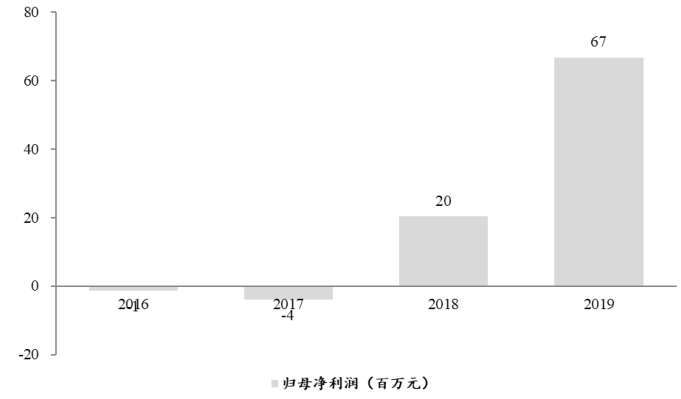
公司业绩情况：公司营业收入快速增长，2019 年实现收入 1.95 亿元，同比增长 53.7%. 公司于 2018 年开始盈利，2019 年实现归母净利润 0.67 亿元，同比增长 228.3%。

图 3：公司营业收入情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

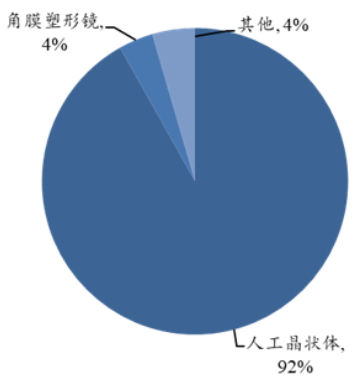
图 4：公司归母净利润情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

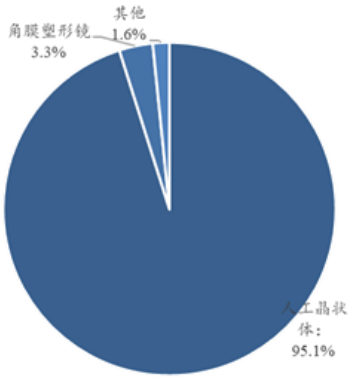
公司主营业务结构：公司收入主要来源于人工晶状体，2019 年占到公司主营业务的 92%。毛利方面，人工晶状体业务占比则为 95%。随着公司 2019 年上市的角膜塑形镜放量增长，未来收入结构有望持续改善。

图 5：2019 年公司主营业务收入构成



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 6：2019 年公司主营业务毛利构成

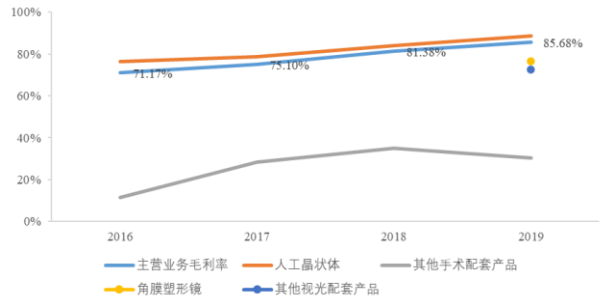


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

盈利能力：公司毛利率水平不断提升，2019 年主营业务毛利率为 85.68%，同比提升 4.3 个百分点，主要原因是规模效应下导致的人工晶状体单位成本减小以及增值税税率降低。随着公司角膜塑形镜的生产成本未来因规模效应、工艺提升等因素持续降低，公司毛利率有望进一步提升。

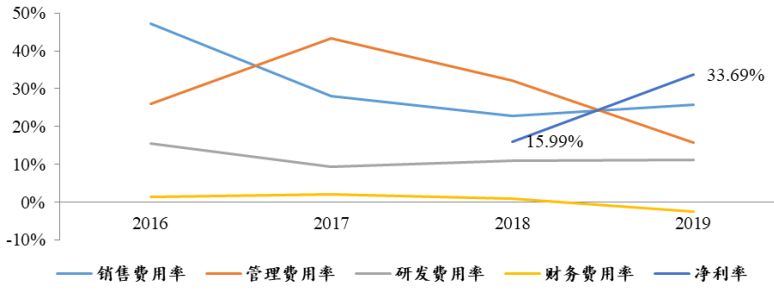
公司 2019 年销售费用率为 25.83%，同比下降 2.9 个百分点；管理费用率为 15.75%，同比下降 16.45 个百分点，主要是上年度股份支付费用计入管理费用所致。为了维持技术领先地位，公司研发费用一直较高，2019 年公司研发费用率为 11.1%，同比提升 0.22 个百分点。随着未来公司营业收入规模的扩大，在规模效应作用下公司的期间费用率有望进一步降低。

图 7：公司主营业务毛利率



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 8：公司期间费用率和净利率



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2. 人工晶状体：行业持续扩容，集采加速进口替代

2.1. 行业迅速增长，外资占据主导地位

人工晶状体是一种用聚合物材料制成的能植入眼内的人工透镜，通常由一个圆形光

请务必阅读正文之后的免责声明部分

学部和周边的支撑襻组成，用以取代白内障手术中被摘除的天然晶状体。白内障则是指由老化、遗传、外伤及中毒等原因引起的晶状体代谢紊乱，晶状体蛋白质变性而发生混浊，导致光线被混浊晶状体阻扰无法投射在视网膜上，造成白内障患者视物模糊，是眼科的第一大类疾病。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 9：白内障手术示意图

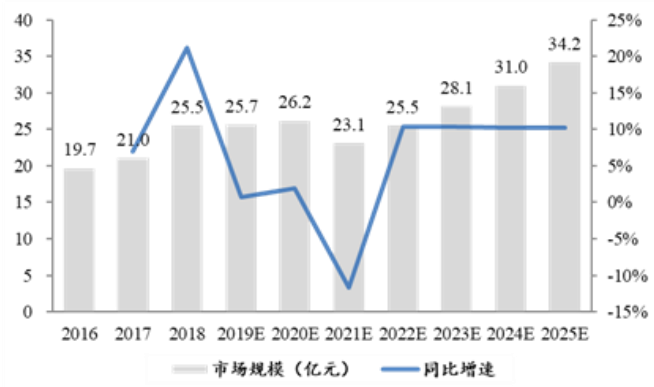


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

根据国际防盲协会研究显示，2020 年中国患白内障人群预计达到 1.32 亿人，其中年龄相关性白内障人群预计达到 9383 万人。由于庞大的患者人群，国内人工晶状体市场保持稳步增长。根据公司市场调研数据和测算，2019 年中国人工晶状体市场规模达到 25.66 亿元，同比增长 0.75%，2016-2019 年复合增长率为 9.3%。考虑到 2021 年后带量采购政策推行，公司预计 2021-2025 年我国人工晶状体市场将以 10%左右增速持续增长，2025 年达到 34 亿元。

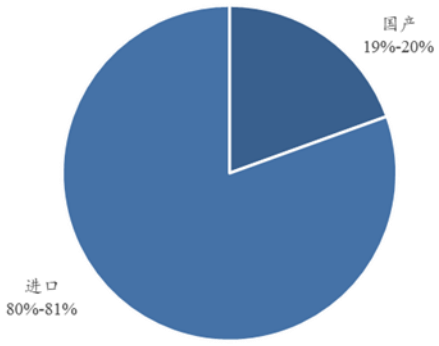
由于国际大型医疗器械企业在技术、规模、资金及品牌等方面具有明显优势，国内人工晶状体市场仍以进口品牌为主。以销售数量计算，目前进口品牌仍占据 80%-81%的市场份额，换算成销售金额后进口品牌所占份额更高，进口替代空间较大。

图 10：中国人工晶状体市场规模



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 11：中国人工晶状体国产和进口占比

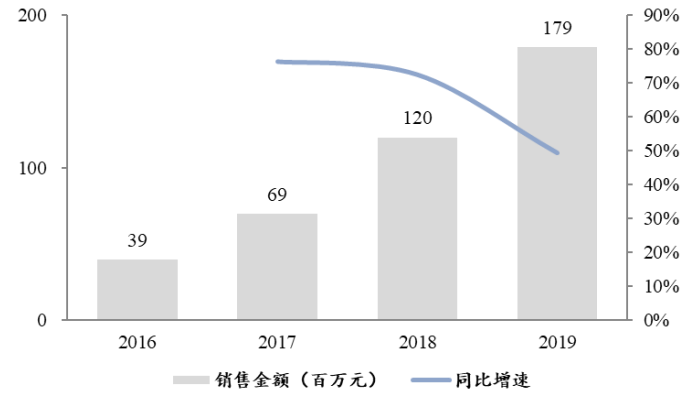


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司 2019 年人工晶状体销售达到 1.79 亿元，同比增长 49.5%。自 2016 年以来，公

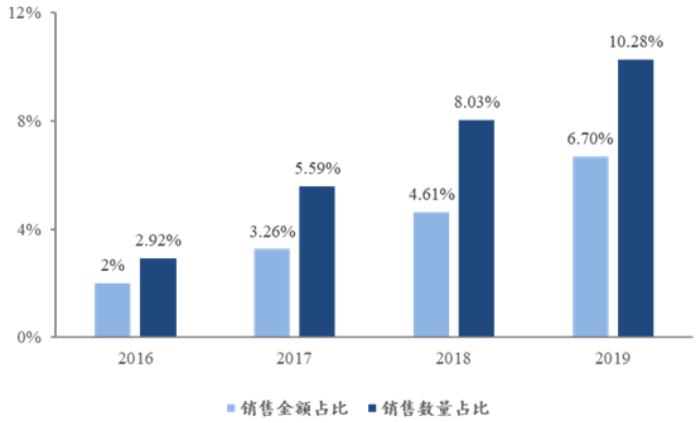
司市占率快速提升。以销售金额计，公司产品占据中国市场 6.7%的份额；以销售数量计，公司产品市占率则为 10.28%。

图 12：公司人工晶状体销售额



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 13：公司国内人工晶状体市场市占率



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

目前公司在国内的主要竞争对手包括跨国公司爱尔康、强生、博士伦、蔡司，以及国产品牌昊海生科。

表 1：公司人工晶状体业务主要竞争对手

公司	简介	经营状况	人工晶状体品牌
爱尔康	爱尔康成立于 1945 年，是全球最大的眼科医疗器械专业公司，2019 年 4 月爱尔康与诺华分离并独立上市。爱尔康目前具有两大业务：外科和视力保健。外科业务中包括人工晶状体、各类眼科手术耗材、白内障手术设备以及近视眼激光手术设备等；视力保健业务包括隐形眼镜及护理液、干眼症产品等。	2018 年爱尔康收入 71 亿美元，其中外科类业务约 40 亿美元，视力保健业务约 31 亿美元；外科业务中人工晶状体销售额约 11 亿美元。	AcrySof、ResSTOR、UltraSert pre-loaded
强生视觉	公司成立于 1976 年，原为眼力健，2009 年，雅培收购眼力健，成为雅培医疗光学，2017 年，强生收购雅培医疗光学的白内障、屈光和眼睛护理三大业务，与现有的隐形眼镜业务合并后以强生视觉运营。	2018 年强生视觉眼科业务收入约 46 亿美元。，其中眼外科手术收入约 13 亿美元，主要系雅培医疗光学（原眼力健）业务。	Tecnis、Symfony
博士伦	博士伦成立于 1853 年，现为加拿大的凡利亚药品国际旗下一个部门。公司主要经营三类业务：视力保健（隐形眼镜系列产品），眼科药品（光眼，眼过敏，结膜炎，干眼症和视网膜等疾病）以及白内障和玻璃体视网膜手术（人工晶状体、超声乳化和玻璃体视网膜手术设备）	2018 年博士伦部门营业收入约 47 亿美元	Crystalens、Akreos
蔡司	卡尔蔡司成立于 1846 年，是全球领先的制造光学系	2018 年蔡司集团总收	CT LUCIA、AT

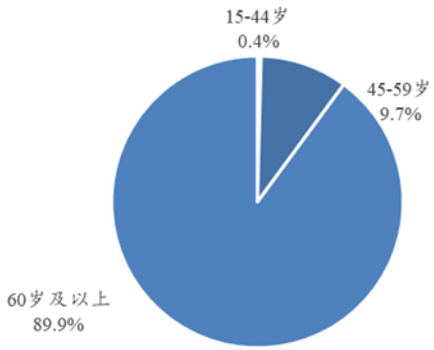
	统、工业测量仪器和医疗设备的德国企业。公司主要有四大业务部门：半导体制造技术部门、工业质量与研究部门、医疗科技部门（包括眼科、神经外科、耳鼻喉科、牙科和肿瘤的产品）、消费者市场（包括眼镜、相机、望远镜、瞄准镜等）	入约 13 亿欧元，其中眼科系统业务收入约 9.3 亿欧元。	LISA、AT LARA
昊海生科	公司成立于 2007 年，是一家应用生物医用材料技术和基因工程技术进行医疗器械和药品研发、生产和销售的科技创新型企业。公司有四大业务：眼科、整形美容与创面护理、骨科和防粘连及止血。旗下河南宇宙、珠海艾格、Aaren、深圳新产业等为人工晶状体供应商。	2018 年昊海生科收入 15.58 亿元，其中眼科收入 6.73 亿元	PCF60、NS-60YG、HQ-201

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 白内障与年龄相关度高，老龄化催生广阔市场

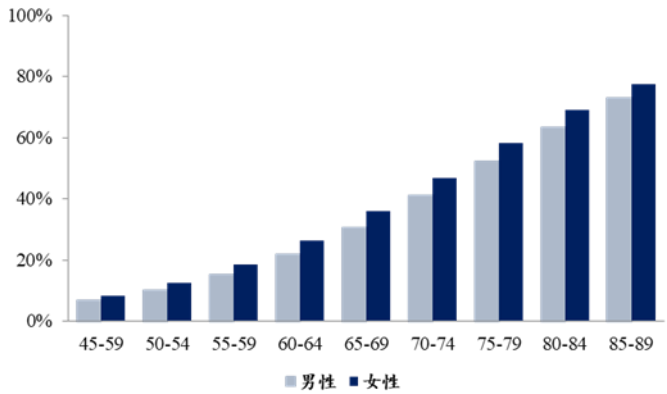
白内障发病原因较多，其中年龄相关性白内障是最常见的白内障类型。2018 年我国年龄相关性白内障入院患者中，15-44 岁患者占比仅为 0.4%，60 岁及以上患者比例高达 89.9%。而根据相关文献报道，我国白内障整体患病率也随年龄增大有明显提升，其中 60 岁以下患病率不足 10%，80 岁以上老人患病率超过 60%。

图 14：2018 年年龄相关性白内障入院患者年龄构成



数据来源：《中国卫生健康统计年鉴 2019》，东吴证券研究所

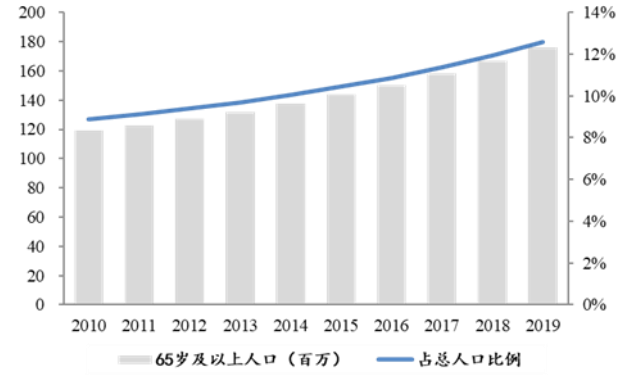
图 15：中国白内障患病率



数据来源：《The national and subnational prevalence of cataract and cataract blindness in China: a systematic review and meta-analysis》，东吴证券研究所

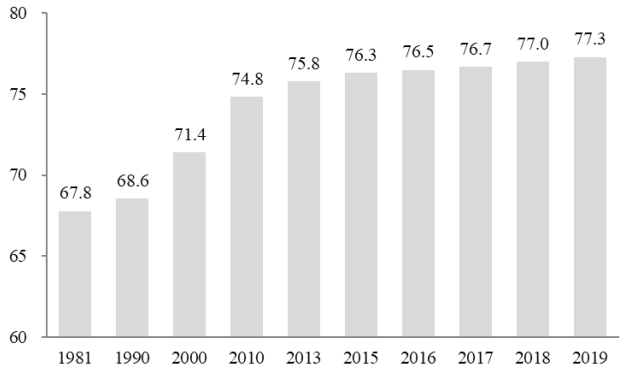
近年来，中国人均预期寿命不断提升，从 2010 年的 74.8 岁提升到 2019 年 77.3 岁。加上实行多年的计划生育政策，导致中国人口老龄化持续加剧，中国 65 岁以上人口比例从 2010 年的 8.9%上升到 2019 年的 12.6%，未来这一比例还将继续提升。

图 16：中国 65 岁以上人口数量及占总人口比例



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

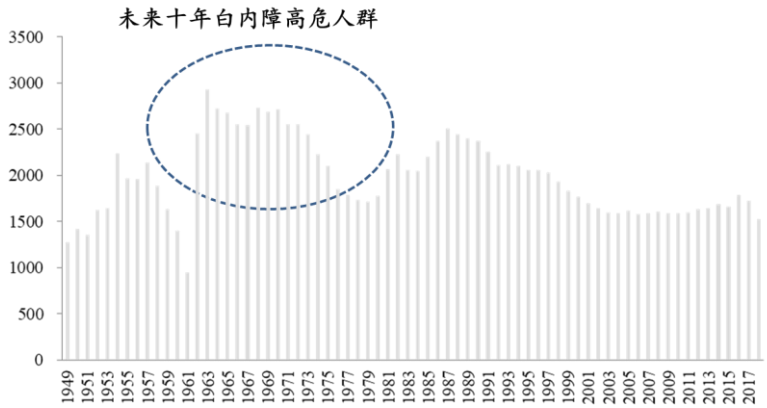
图 17：中国人均预期寿命（单位：岁）



数据来源：卫健委，东吴证券研究所

考虑我国建国后出生人口数，两波婴儿潮分别开始于 1962 年和 1981 年，而 1962 年至 1973 年间出生的第一波婴儿潮人群将在未来十几年陆续迈入 60 岁阶段，成为白内障的高发人群。预计白内障患病人数将维持十年以上的高速增长趋势。

图 18：中国新生儿数量（单位：万人）

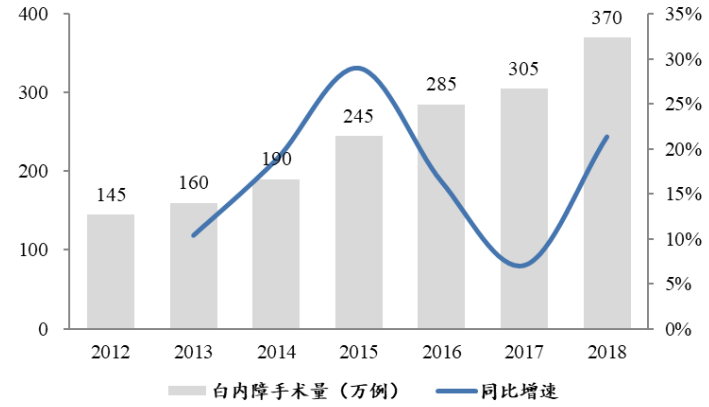


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

2.3. 需求端+供给端双管齐下，白内障手术渗透率持续提升

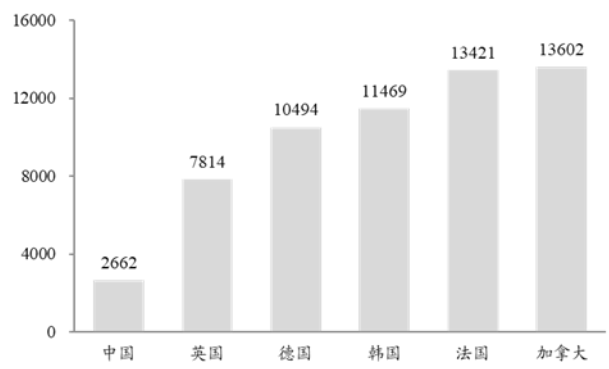
我国白内障手术量快速增加，渗透率仍有很大提升空间。近年来我国白内障手术量迅速增长，从 2012 年的 145 万例快速提升至 2018 年的 370 万例，2012-2018 年均复合增长率约为 16.9%。尽管手术量大幅提升，但是我国白内障手术渗透率仍然很低。以 2018 年为例，我国每百万人手术例数约为 2662 例，而英国则为 7814 例，德国为 10494 例，韩国、法国和加拿大更是远远超过中国。因此我国的白内障手术渗透率与发达国家相比，未来还有很大的提升空间。我们认为，未来随着我国居民收入的持续增加以及眼科医疗资源的逐渐丰富，中国白内障手术渗透率将保持稳步提升，持续推动人工晶状体行业扩容。

图 19：中国白内障手术量



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

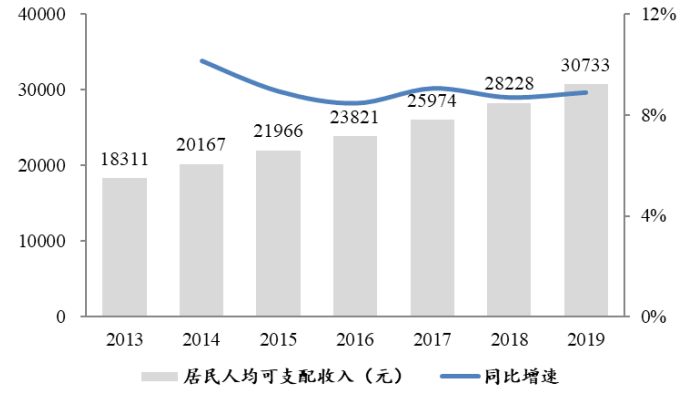
图 20：2018 年各国每百万人白内障手术量（单位：例）



数据来源：公司招股说明书，OECD，东吴证券研究所

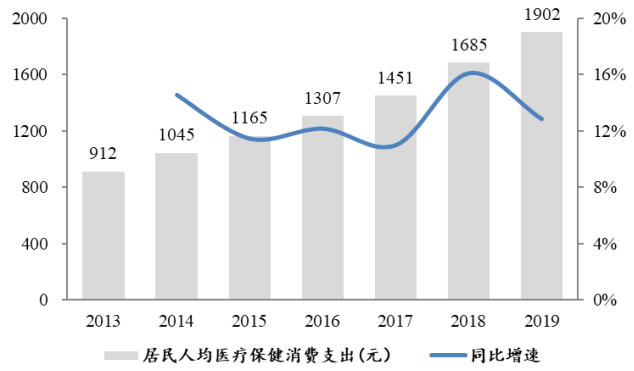
需求端，居民自主消费能力不断增加，提升患者手术意愿。2019 年我国居民人均可支配收入达到 3.1 万元，同比增长 8.9%，2013-2019 年复合增长率为 9%。人均可支配收入的提高，带动了居民医疗保健方面的消费支出。2019 年我国人均医疗保健支出达到 1902 元，同比增长 12.9%，2013-2019 年复合增长率为 13%。随着我国经济总量持续增长，预计我国居民人均可支配收入和医疗保健支出仍将快速增加，从而推动白内障治疗需求的释放。

图 21：中国居民人均可支配收入



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

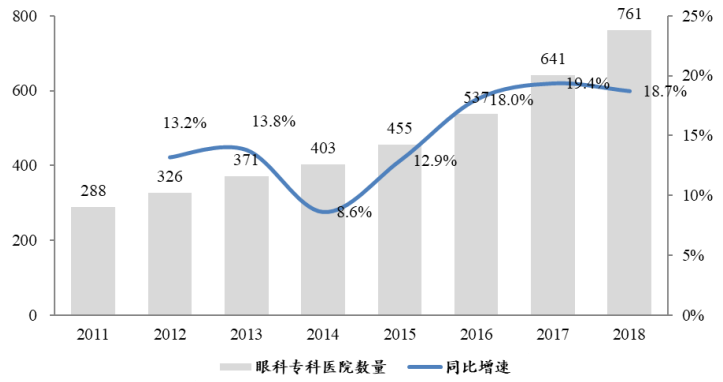
图 22：中国居民人均医疗保健消费支出



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

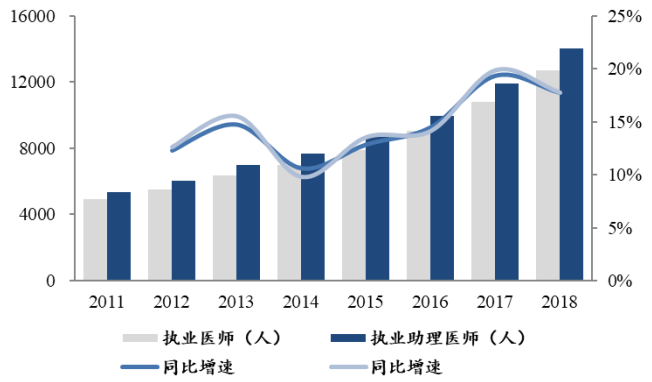
供给端，眼科医疗资源快速增长，提升了白内障治疗可及性。2018 年中国眼科专科医院数量达到 761 家，较 2017 年同比增加 18.7%，2011-2018 年复合增长率为 14.9%。2018 年中国眼科执业医师和助理医师数量分别为 12707 人和 14024 人，同比分别增长 17.7%和 17.8%，2011-2018 年复合增长率分别为 14.5%和 14.7%。中国眼科医院和眼科医师数量的快速增加，将有效支撑白内障手术量的快速增长，进而提升白内障手术渗透率。

图 23：中国眼科专科医院数量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 24：眼科专业医师数量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 带量采购有望加快进口替代，公司或显著受益

2019 年 7 月，国务院出台了《治理高值医用耗材改革方案》，明确要求按照带量采购、量价挂钩、促进市场竞争等原则探索高值医用耗材分类集中采购。所有公立医疗机构采购高值医用耗材须在采购平台上公开交易、阳光采购。对于临床用量较大、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，鼓励医疗机构联合开展带量采购谈判，积极探索跨省联盟采购。

目前江苏、安徽等省份已率先开展高值耗材带量采购等试点工作，福建省带量采购类别先启动骨科类，人工晶状体带量采购暂未开始；京津冀+黑吉辽蒙晋鲁（3+N）人工晶状体联合带量采购中选结果已公告。其他地区如省际联盟高值医用耗材带量（10 省）采购方案、采购品种也在方案设计中，高值耗材带量采购将在全国大范围推进。

表 2：人工晶状体带量采购情况

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	国产品类中标价平均降价 18.1%，进口品类中标价平均降价 20.9%。
江苏	带量采购，107 家三级公立医院一年采购量的 70%。	已完成谈判工作，2019 年 8 月 16 日起执行		中标价平均降幅 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）	联盟带量采购	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

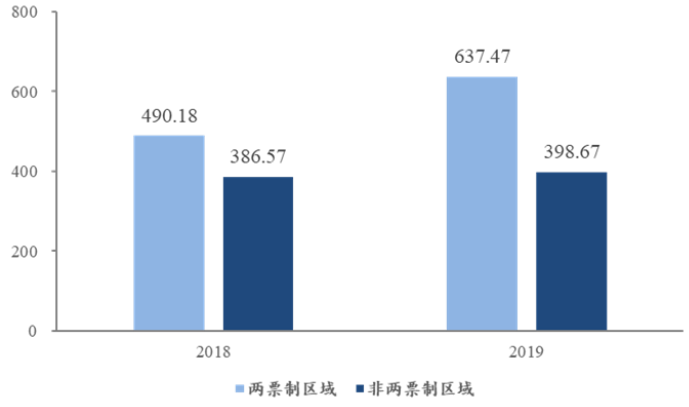
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

在已经举行的各省集采中，公司除了因不符合江苏省集采报名条件（在江苏省 2014 年省级招标中中标并已在公立医院销售的产品）从而未能中选外，在安徽和 3+N 集采中均顺利入选。其中在安徽集采中，公司 A1-UV 型号产品成为唯一中标的国产人工晶状体，降价幅度为 18.1%。3+N 集采中，公司的 A1-UV、A2-UV 和 Toric 三款产品中标。

公司产品在“两票制”区域和非“两票制”区域价格有明显差异，其中“两票制”模式下价格接近终端中标价。2019 年公司“两票制”区域人工晶状体平均售价为 637.47 元，非“两票制”区域则为 398.67 元，约为“两票制”下平均售价的 60%左右，则中间经销环节约占终端价格的 40%。从目前集采结果看，降价主要压缩中间渠道利润，预计对公司影响有限。

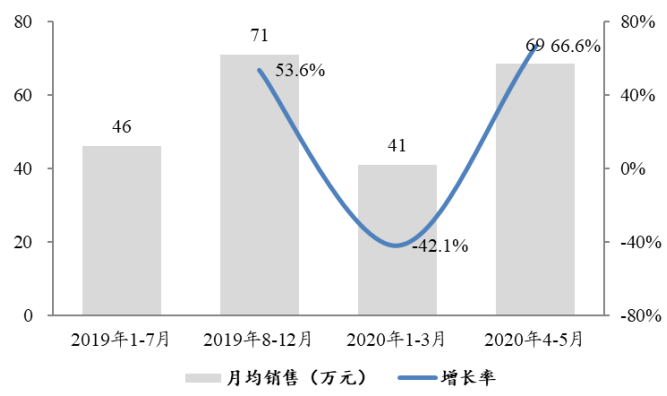
带量采购政策“以价换量”，产品一旦中标将获得该范围内所有公立医疗机构的进院资格以及一定比例的采购量。公司借助该政策能较快实现市场准入，扩大市场份额，加快进口替代进程。以安徽省集采为例，在 2019 年该省开始执行带量采购后，公司人工晶状体在安徽省 2019 年 8-12 月月均销售收入为 70.96 万元，较同年 1-7 月增长 53.61%，实现了快速放量增长。尽管 2020 年受疫情影响，1-3 月月均销售收入有显著降低，但是 4-5 月已经基本恢复到 2019 年 8-12 月月均水平。

图 25：公司人工晶状体平均售价



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 26：公司人工晶状体在安徽月均销售金额



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

我们认为，随着人工晶状体行业的持续扩容以及进口替代的进行，公司产品有望在

未来三年内保持 20%以上的复合增长。

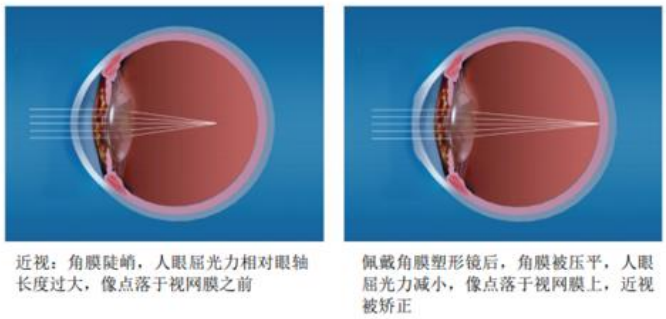
3. 角膜塑形镜：潜在重磅产品，未来有望显著增厚业绩

3.1. 市场潜在空间大，需求稳步提升

角膜塑形镜全称为塑形用硬性角膜接触镜，俗称为 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。

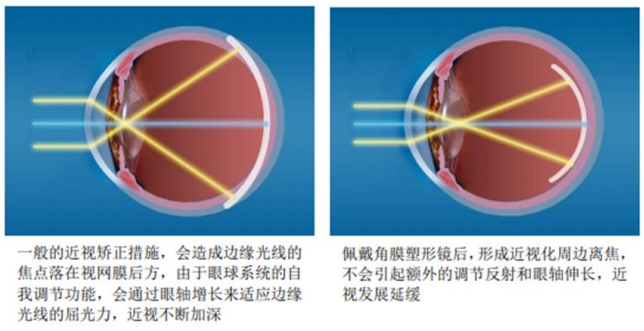
除了矫正近视，大量国内外的学术和临床应用数据均显示角膜塑形镜可以有效延缓近视的发展。目前业内主流观点认为近视发生后，如果采取一般的视力矫正措施，中心焦点会落在视网膜上，但会造成边缘光线的焦点落在视网膜后方，造成远程性周边离焦。由于眼球系统具有自我调节功能，会通过调节反射等来调节眼球对边缘光线的屈光能力，后果是导致眼轴不断增长，近视不断加深。而配戴角膜塑形镜后，通过改变角膜的屈光力，在视网膜上形成近视化周边离焦，使得中心像点落在视网膜上，边缘像点也落在视网膜上或视网膜前，消除了远视性周边离焦，不会引起额外的调节反射和眼轴伸长，从而达到控制近视发展的效果。

图 27：角膜塑形镜矫正近视原理示意图



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 28：角膜塑形镜延缓近视发展原理示意图

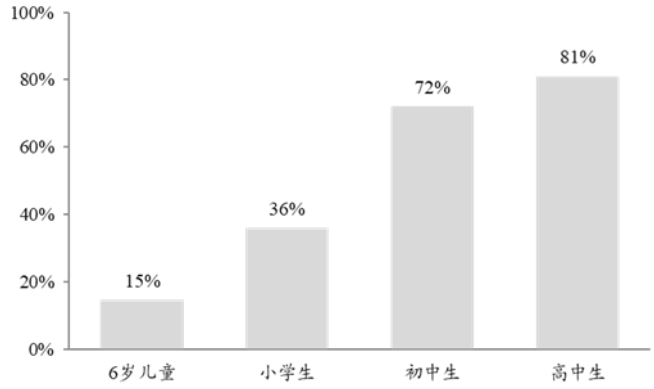


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

我国青少年近视率高，行业增长迅速。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%，近视率与近视人口高居世界第一。

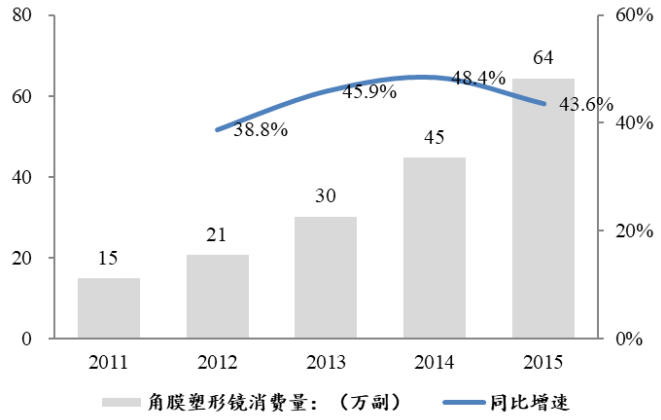
在我国青少年近视率不断提高与日渐迫切的视力改善需求下，角膜塑形镜近年来在我国高速发展。2015 年我国角膜塑形镜销量达到 64.3 万副，2011-2015 年复合增长率约为 44.11%。

图 29：2018 年我国青少年近视率统计



数据来源：卫健委，东吴证券研究所

图 30：中国角膜塑形镜行业消费量情况



数据来源：中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会，东吴证券研究所

根据我国 2000-2019 年出生人口数据，并对中国青少年近视率以及角膜塑形镜渗透率进行预计，测算出到 2025 年目标患者人群将达到 311 万人，市场空间将达到 46.67 亿元。

表 3：角膜塑形镜市场规模测算

年份	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
8-18 岁青少年人数（万人）	17918	17751	17684	17677	17765	17827	17996	18135
青少年总体近视率	58.52%	57.82%	57.18%	56.66%	56.14%	55.62%	54.99%	54.51%
8-18 岁青少年近视人数(万人）	10486	10263	10112	10015	9973	9916	9895	9886
渗透率	0.88%	1.05%	1.26%	1.52%	1.82%	2.19%	2.62%	3.15%
市场空间（亿元）	13.82	16.23	19.19	22.8	27.25	32.51	38.93	46.67

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所　注：根据《综合防控儿童青少年近视实施方案》，预计青少年近视率逐年小幅下降

3.2. 产品性能优异，有望快速放量

公司在 2019 年 3 月取得角膜塑形镜产品注册证，是中国境内第 2 家取得该产品注册证的生产企业。公司产品上市时间较短，仍然处于市场推广和销售渠道建设的前期阶段。2019 年公司角膜塑形镜收入 711.88 万元，短期内在公司主营业务收入中占比较小。

目前，在国内市场共有 9 家公司取得了 NMPA 的角膜塑形镜生产批文，其中包括 6 家进口品牌。与市场上已有品牌相比，公司在材料和设计上均有突出的竞争优势。以透氧系数为例，由于角膜组织中没有血管，维持生理功能所需要的氧气几乎全部由角膜表面的泪液层提供，当配戴角膜塑形镜时，氧气需要先透过角膜塑形镜才能够抵达泪液层。公司产品透氧系数达到 125，仅次于欧几里德，可以使患者眼睛在配戴塑形镜时仍能从容获得氧气。提高安全舒适性。保护角膜组织与细胞的健康，安全塑形。

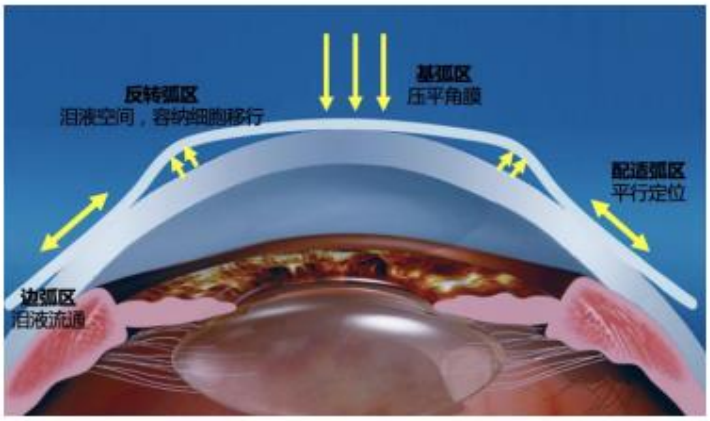
表 4：各家角膜塑形镜产品对比

公司	产地	品牌	镜片材料	设计	透氧系数	湿润角
爱博诺德	中国	普诺瞳	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物	四弧区反几何设计、全弧段非球面	125	43°
欧普康视	中国	梦戴维	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物（Hexafocon A）	四弧区反几何设计	100	49°
亨泰	中国台湾	亨泰	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物（Oprifocon A	四弧区反几何设计	90	30°
欧几里德	美国	Euclid	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物（Oprifocon A	四弧区反几何设计	127	36
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°
阿迩发	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°
露晰得	韩国	Lucid	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物（Hexafocon A）	四弧区反几何设计	100	49°
C&E GP Specialists	美国	C&E	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物（Paflufocon D）	四弧区反几何设计	75	42°
PARAGON	美国	CRT	高透氧氟硅丙烯酸酯聚合物（Paflufocon D）	三弧区反几何设计，配适弧直线段	75	42°

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

产品设计上，公司的角膜塑形镜采用了基弧区非球面设计、反转弧非同心设计和定位弧区非球面设计，从而提供更加稳定的塑形和近视控制效果；公司的低温大气等离子表面处理技术，提高了角膜塑形镜的表面润湿性，从而增加了患者的配戴舒适度。

图 31：公司的普诺瞳角膜塑形镜产品结构



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

我们认为，公司凭借优异的产品竞争力以及在人工晶体上积累的渠道和品牌优势，预计未来角膜塑形镜将快速放量，2022 年销售收入有望超过 1 亿元，成为继人工晶状体外的又一大收入来源。

4. 盈利预测与估值

核心假设：

1、人工晶状体行业规模 2020-2022 年以 10%的年复合增长率稳步增长，公司作为国产龙头，受益于进口替代，销售增长速度快于行业。

2、公司角膜塑形镜处于市场导入前期，考虑到公司在眼科领域的品牌和渠道优势以及市场扩容，2020-2022 年实现快速放量。

表 5：公司收入预测

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	收入	195.20	244.26	351.41	460.62
	增速	53.73%	25.14%	43.87%	31.08%
	毛利率	85.69%	85.59%	85.87%	86.65%
人工晶状体	收入	179.07	205.93	267.72	321.26
	增速	49.46%	15%	30%	20%
	毛利率	88.74%	89.00%	89.30%	89.60%
其他手术配套产品	收入	8.77	9.38	11.63	13.26
	增速	24.5%	7%	24%	14%
	毛利率	30.51%	30.51%	30.51%	30.51%
角膜塑形镜	收入	7.12	28.48	71.19	124.58

	增速		300%	150%	75%
	毛利率	76.64%	79%	82%	85%
其他视光配套产品	收入	0.03	0.11	0.24	0.41
	增速		250%	120%	70%
	毛利率	72.48%	72.48%	72.48%	72.48%

数据来源：东吴证券研究所整理

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 2.44 亿，3.51 亿和 4.61 亿元，归母净利润分别为 1.12 亿、1.52 亿和 1.98 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.07 元、1.45 元和 1.89 元。发行价对应估值分别为 31X、23X 和 18X。考虑到公司人工晶状体受益于行业持续增长和带量采购，预计仍将保持高速增长；公司角膜塑形镜处于放量增长前期，后续增长空间大，建议投资者积极关注。

表 6：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS(元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688366.SH	昊海生科	135.30	2.27	2.72	2.95	59.63	49.75	45.83
300595.SZ	欧普康视	61.06	0.64	0.87	1.16	94.67	69.82	52.75
688016.SH	心脉医疗	270.80	2.63	3.55	4.75	103.00	76.28	56.98
688198.SH	佰仁医疗	100.1	0.83	1.08	1.37	120.88	92.40	73.08
688029.SH	南微医学	215.52	2.50	3.67	4.86	86.26	58.68	44.39
		平均值				92.89	69.39	54.61

数据来源：Wind，东吴证券研究所，股价为 2020 年 7 月 27 日收盘价，盈利预测为 Wind 一致预期

5. 风险提示

1、 集采降价超预期的风险：目前已公布的集采降价结果对公司影响较小，未来如果集采进一步降价，可能会导致公司盈利不及预期；

2、 人工晶状体竞争格局加剧的风险：如果市场出现新的进入者或者竞争格局恶化，可能会导致公司产品收入不及预期；

3、 角膜塑形镜推广不及预期的风险：公司目前仍处于产品推广阶段，市场知名度较小，如果推广不及预期，可能会导致公司盈利低于预期；

4、 新冠疫情反复的风险：公司产品受新冠疫情影响较大，如果未来国内疫情出现反复，将导致公司收入不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

爱博医疗三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**335**	**1,289**	**1,353**	**1,470**
现金	196	1,127	1,083	1,204
应收账款	58	78	133	132
存货	61	61	111	103
其他流动资产	19	23	26	31
非流动资产	**351**	**391**	**491**	**575**
长期股权投资	0	13	19	22
固定资产	180	174	240	310
在建工程	4	24	37	40
无形资产	101	113	127	135
其他非流动资产	68	68	68	67
资产总计	**686**	**1,681**	**1,844**	**2,045**
流动负债	**23**	**24**	**32**	**33**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	0	0	1	1
其他流动负债	23	24	31	32
非流动负债	**15**	**15**	**19**	**21**
长期借款	0	0	5	7
其他非流动负债	15	15	15	15
负债合计	**38**	**39**	**51**	**54**
少数股东权益	30	30	29	28
归属母公司股东权益	618	1,612	1,764	1,962
负债和股东权益	**686**	**1,681**	**1,844**	**2,045**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	50	68	28	179
投资活动现金流	64	-46	-118	-110
筹资活动现金流	15	909	46	53
现金净增加额	129	930	-44	122
折旧和摊销	24	21	26	33
资本开支	142	27	94	80
营运资本变动	-26	-23	-101	5

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**195**	**244**	**351**	**461**
减:营业成本	28	35	50	61
营业税金及附加	3	3	5	7
营业费用	50	61	88	115
管理费用	52	64	88	111
财务费用	-5	-28	-40	-50
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	3	15	8	6
其他收益	3	3	4	4
营业利润	**70**	**128**	**174**	**226**
加:营业外净收支	0	2	0	0
利润总额	**70**	**129**	**174**	**227**
减:所得税费用	4	17	23	30
少数股东损益	-1	-0	-1	-1
归属母公司净利润	**67**	**112**	**152**	**198**
EBIT	64	109	141	193
EBITDA	88	131	167	226

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.63	1.07	1.45	1.89
每股净资产(元)	5.87	15.33	16.78	18.66
发行在外股份(百万股)	79	105	105	105
ROIC(%)	15.0%	21.0%	18.9%	23.2%
ROE(%)	10.2%	6.8%	8.4%	9.9%
毛利率(%)	85.7%	85.6%	85.9%	86.7%
销售净利率(%)	34.2%	46.0%	43.3%	43.1%
资产负债率(%)	5.6%	2.3%	2.8%	2.7%
收入增长率(%)	53.7%	25.1%	43.9%	31.1%
净利润增长率(%)	223.8%	70.7%	34.8%	30.4%
P/E	52.90	31.40	23.18	17.79
P/B	5.71	2.19	2.00	1.80
EV/EBITDA	38.40	18.72	14.92	10.49

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn