

爱博医疗 (688050.SH)

2023年一季度业绩同比增长44%，新视光产品加速放量

增持

核心观点

2022年营收增长33.8%，归母净利润增长35.8%。2022年营收5.79亿(+33.8%)，归母净利润2.33亿(+35.8%)。2022年第四季度收入1.38亿(+27.7%)，归母净利润0.34亿(+8.6%)，白内障手术科室和视光验配机构大面积停诊影响业务增速。2022年人工晶体同比增长15.8%，角膜塑形镜收入同比增长62%，销量同比51.5%，达到32.6万片。其他视光产品收入3393万，同比增长500%。毛利率为84.75%(+0.65pp)，净利率为39.21%(+0.47pp)，在各类扰动因素下仍实现盈利能力同比提升。

2023Q1收入和扣非利润同比增长44%，增速超预期。2023年一季度营收1.90亿(+44.6%)，归母净利润0.78亿(+33.6%)，扣非归母净利润0.75亿(+43.9%)，扣除政府补贴和理财收益后，扣非增速与收入同步。营收增长超预期，其中人工晶体和OK镜疫后快速复苏，其他视光产品(离焦镜、彩瞳、护理产品)营收贡献超过11%，表明新产品进入加速放量阶段。

在研管线丰富，多款重磅品种值得期待。2022年研发投入为8206万，同比增长23.73%，占营收的比例为14.16%。非球面衍射型多焦人工晶状体于2022年10月取得三类证，为国产首款中高端人工晶体，打破进口垄断。普诺瞳角膜塑形镜增扩度数适用范围注册申请已于2022年6月获得国家药监局批准，可以为更多的近视患者提供产品服务。有晶体眼人工晶状体、眼用透明质酸钠凝胶处于临床中，新增非球面三焦散光矫正人工晶状体、非球面扩景深(EDoF)人工晶状体、硅水凝胶软性接触镜、软性隐形眼镜进入临床阶段，预计未来2-3年将通过多款前沿创新产品构建具备强大竞争力的管线，贡献可观收入。

风险提示：医保控费超预期、产品研发不及预期、产品销售不及预期。

投资建议：略下调2023-24年盈利预测，新增2025年盈利预测，维持“增持”评级。

基于庞大的患者人群和消费属性，眼科是医疗服务行业中的黄金赛道。公司是国内首家自主开发高端屈光性人工晶状体的厂家，且为中国境内第2家取得角膜塑形镜注册证的生产企业，新的视光产品进入快速放量阶段。公司当前拥有丰富的在研产品管线，未来平台化发展潜力大。略下调2023-24年盈利预测，新增2025年盈利预测，预计2023-25年归母净利润为3.28/4.40/5.77亿(2023-24年原为3.43/4.62亿)，同比增长40.9%/34.2%/31.3%，当前股价对应PE 68.8/51.3/39.0X，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	433	579	870	1,229	1,609
(+/-%)	58.6%	33.8%	50.2%	41.3%	30.9%
净利润(百万元)	171	233	328	440	577
(+/-%)	77.5%	35.8%	40.9%	34.2%	31.3%
每股收益(元)	1.63	2.21	3.12	4.18	5.49
EBIT Margin	37.8%	41.4%	40.4%	39.1%	39.6%
净资产收益率(ROE)	10.2%	12.5%	15.4%	17.7%	19.6%
市盈率(PE)	131.5	96.9	68.8	51.3	39.0
EV/EBITDA	117.8	81.7	55.4	41.4	32.0
市净率(PB)	13.46	12.12	10.61	9.08	7.65

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师: 张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

证券分析师: 陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	214.30元
总市值/流通市值	22539/14927百万元
52周最高价/最低价	249.00/158.08元
近3个月日均成交额	170.96百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《爱博医疗(688050.SH)——2022年三季度点评: 单三季度营收同比增长42%，人工晶体销量增速环比恢复》——2022-10-29

《爱博医疗(688050.SH)——人工晶体增长受疫情影响，角膜塑形镜维持高景气》——2022-08-21

《爱博医疗(688050.SH): 平台化发展的创新眼科器械龙头》——2022-05-25

《医疗大数据盘点系列(3)-眼科产业链: 服务为首, 器械唯新, 药物为基》-2020-11-23

2022 年营收净利稳健快速增长，2023 年一季度快速反弹。2022 年实现营收 5.79 亿，同比增长 33.81%，其中“普诺明”等系列人工晶状体收入同比增长 15.77%，“普诺瞳”角膜塑形镜收入同比增长 62.09%。2022 年第四季度收入 1.38 亿，同比增长 27.7%，归母净利润为 0.34 亿，同比增长 8.6%，白内障手术科室和视光验配机构因受宏观环境影响而大面积停诊，很大程度上延缓了公司业务发展增速。2023 年一季度公司业绩增长超预期，营收 1.90 亿，同比增长 44.6%；归母净利润 0.78 亿，同比增长 33.6%；扣除政府补贴和理财收益后，扣非归母净利润 0.75 亿，同比增长 43.9%，与收入增速同步。一季度“普诺明”系列人工晶状体和“普诺瞳”角膜塑形镜恢复快速增长，销量持续提升。同时其他视光产品（包括离焦镜、彩瞳、接触镜护理产品等）同比大幅增长，对营业收入贡献超过 11%。

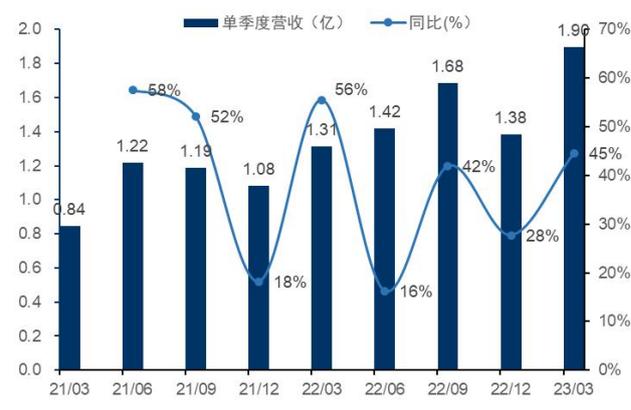
公司在眼外科和眼视光两大领域均位居国内前列。按 2021 年自产（非代理）品牌出货量计，公司在国内人工晶状体市场占有率位列第一；按 2021 年销售量和出货量的同比增长率计，公司在国内角膜塑形镜市场居于首位。2022 年普诺明人工晶状体销量同比增长 14.90%，并成功开拓新的大客户；普诺瞳角膜塑形镜销量同比增长 51.46%，保持高速增长。公司在维持核心产品人工晶状体和角膜塑形镜增长的同时，大力推进离焦镜、硬镜护理产品和彩瞳的研发和市场开拓工作，取得较大进展。公司积极发挥五大技术平台和研发体系的协同性攻坚克难，同步解决了工艺技术和产品供应的突出问题，为下一年度大规模销售奠定基础。

图1：爱博医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



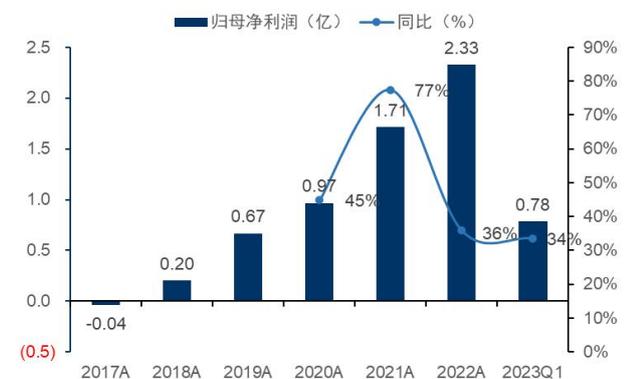
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：爱博医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



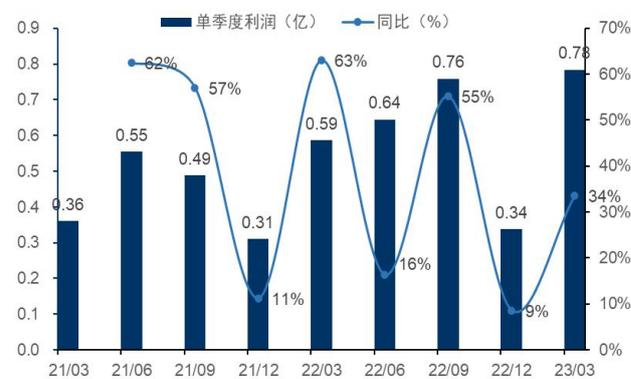
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：爱博医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

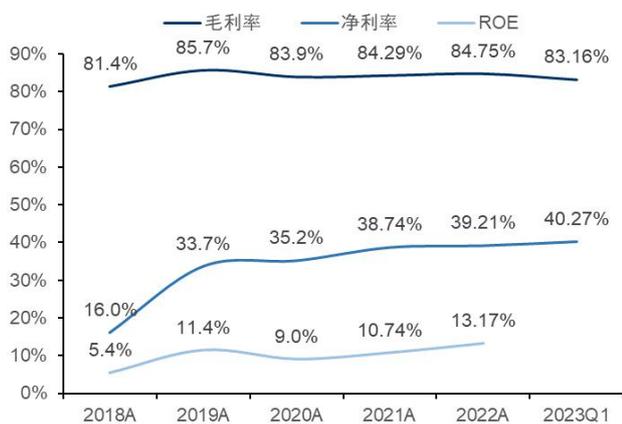
图4：爱博医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛净利率维持稳定，销售和管理费用率略有下降。人工晶体随着 2022 年产能扩大、产量增加，单位成本有所降低，使得毛利率有所提升。角膜塑形镜随着试戴片占比减少，使得角膜塑形镜平均销售单价不断提高，毛利率有所提升至 84.75%。2022 年销售费用率为 18.6% (-2.12pp)，管理费用率为 11.8% (-0.27pp)，研发费用率为 11.4% (-0.60pp)，财务费用率为 -0.44% (+0.59pp)，净利率为 39.21%，略微提升 0.48 个百分点。

图5：爱博医疗毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：爱博医疗三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年现金流稳健优质，2023 年一季度经营性现金流受多重因素影响。2022 年经营性现金流净额为 2.5 亿，与净利润匹配。2023Q1 经营性现金流净额为 2716 万，同比下降 33.5%。公司销售收到的货款同比增长 50.35%，高于营收增长，但经营活动现金流出增加更为明显：1) 子公司爱博烟台生产基地投产、子公司天眼医药扩大彩瞳产能，公司为此增加原料储备，同比增加 1124 万；(2) 子公司爱博上海进行市场开拓，加大隐形眼镜、护理产品销售和备货，同比增加 539 万；(3) 2021 和 2022 年企业所得税和增值税享受延迟纳税政策，今年一季度陆续到期缴纳，公司总部“支付的各项税费”增加 1165 万；(4) 2023 年企业所得税由季度申报变更为月度申报缴纳，公司总部同比多缴纳 1 月和 2 月的企业所得税，同比增加 898 万；(5) 随着市场恢复，新产品推广及品牌宣传、会议活动增多，同时为加快研发进度，检验检测等研发费用增长较快，现金流出同比增多。

图7：爱博医疗经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

在研管线丰富，期待重磅产品上市。2022 年研发投入为 8206 万，同比增长 23.73%，占营收的比例为 14.16%。非球面衍射型多焦人工晶状体于 2022 年 10 月经创新医疗器械特别审查程序批准，取得三类医疗器械注册证，已成功上市。该产品基于多项创新技术，获得了多项专利授权，填补了国产多焦人工晶状体产品的空白。公司自主研发生产的普诺瞳角膜塑形镜增扩度数适用范围注册申请已于 2022 年 6 月获得国家药监局批准，可以为更多的近视患者提供产品服务。同时，多功能硬性接触镜护理液、硬性接触镜酶清洁剂已分别于 2022 年 2 月和 9 月取得三类医疗器械注册证，助力提升公司整体实力。此外，有晶体眼人工晶状体、眼用透明质酸钠凝胶等产品正在稳步推进临床试验，新增非球面三焦散光矫正人工晶状体、非球面扩景深(EDoF)人工晶状体、硅水凝胶软性接触镜、软性隐形眼镜进入临床试验阶段。

表 1: 爱博医疗在研管线

序号	项目名称	预计总投资规模 (万)	本期投入金额 (万)	累计投入金额 (万)	进展或阶段性结果	技术水平	具体应用前景
1	有晶体眼人工晶状体	3,000	241	1,971	临床试验阶段	国际领先	一种矫正人眼屈光不正,尤其是高度近视的人工晶状体
2	硬性接触镜润滑液	500	93	382	产品注册阶段	与国际一线品牌水平一致	用于硬性透气性角膜接触镜的日常护理
3	眼用透明质酸钠凝胶	1,200	259	1,190	产品注册阶段	与国际一线品牌水平一致	白内障手术辅助用器械
4	非球面三焦散光矫正人工晶状体	1,500	114	620	临床试验阶段	国际领先	一款兼具三焦点和散光矫正的非球面人工晶状体,用于兼具治疗白内障、散光、近视和老花
5	非球面扩景深(EDoF)人工晶状体	2,000	660	1,698	临床试验阶段	国际领先	一款具有景深扩展功能的非球面人工晶状体,用于兼具治疗白内障、近视和老花
6	注射用透明质酸钠凝胶	2,000	551	1,114	临床试验阶段	与国际一线品牌水平一致	医美填充剂
7	软性角膜接触镜	4,000	1311	3,574	临床试验阶段	与国际一线品牌水平一致	一种高透氧硅水凝胶材质的软性隐形眼镜
8	隐形眼镜护理液	800	131	375	临床试验阶段	与国际一线品牌水平一致	用于软性角膜接触镜的日常护理
9	颅颌面内固定网板	2,000	267	726	临床试验阶段	与国际一线品牌水平一致	一种眼眶整复手术用耗材

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 略下调 2023-24 年盈利预测, 新增 2025 年盈利预测, 维持“增持”评级。

公司是国内首家自主开发高端屈光性人工晶状体的厂家, 且在中国境内第 2 家取得角膜塑形镜注册证, 新的视光产品进入快速放量阶段。公司当前拥有丰富的在研产品管线, 未来平台化发展潜力大。略下调 2023-24 年盈利预测, 新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-25 年归母净利润为 3.28/4.40/5.77 亿 (2023-24 年原为 3.43/4.62 亿), 同比增长 40.9%/34.2%/31.3%, 当前股价对应 PE 68.8/51.3/39.0X, 维持“增持”评级。

表 2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (22A)	PEG (23E)	投资评级	
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E				
300595	欧普康视	32.38	290	0.73	0.92	1.19	1.47	44.2	35.2	27.3	22.0	17%	1.2	无评级
6699.HK	时代天使	101.3	171	1.27	1.56	1.98	2.47	70.3	57.0	45.0	36.0	5%	2.3	无评级
688050	爱博医疗	214.3	225	1.63	3.12	4.18	5.49	131.5	68.8	51.3	39.0	12%	1.9	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 欧普康视、时代天使为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	473	355	593	935	1387	营业收入	433	579	870	1229	1609
应收款项	70	107	153	202	243	营业成本	68	88	151	243	323
存货净额	56	79	105	176	218	营业税金及附加	7	9	13	18	24
其他流动资产	519	38	131	123	161	销售费用	90	108	164	227	295
流动资产合计	1119	1061	1319	1672	2174	管理费用	52	68	98	132	165
固定资产	548	662	773	891	997	研发费用	52	66	97	133	169
无形资产及其他	91	107	103	98	94	财务费用	(4)	(3)	(1)	1	2
投资性房地产	288	412	412	412	412	投资收益	19	17	20	20	19
长期股权投资	2	3	8	18	38	资产减值及公允价值变动	(2)	(6)	(6)	(5)	(4)
资产总计	2048	2244	2614	3091	3714	其他收入	(1)	5	4	4	4
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	5	营业利润	185	259	367	495	651
应付款项	6	14	12	25	39	营业外净收支	3	5	5	4	4
其他流动负债	134	134	231	328	446	利润总额	188	264	372	499	655
流动负债合计	139	148	244	353	490	所得税费用	20	37	52	70	91
长期借款及应付债券	143	150	150	150	150	少数股东损益	(4)	(5)	(8)	(10)	(14)
其他长期负债	25	27	42	62	92	归属于母公司净利润	171	233	328	440	577
长期负债合计	168	177	192	212	242	现金流量表 (百万元)					
负债合计	307	324	435	564	731	净利润	171	233	328	440	577
少数股东权益	66	60	54	45	34	资产减值准备	0	(0)	0	0	0
股东权益	1674	1860	2125	2481	2948	折旧摊销	30	40	67	82	94
负债和股东权益总计	2048	2244	2614	3091	3714	公允价值变动损失	(0)	(1)	6	5	4
						财务费用	(4)	(3)	(1)	1	2
关键财务与估值指标						营运资本变动	(117)	307	(53)	17	41
每股收益	1.63	2.21	3.12	4.18	5.49	其它	(3)	(4)	(6)	(8)	(11)
每股红利	0.29	0.42	0.60	0.80	1.05	经营活动现金流	82	574	341	535	706
每股净资产	15.92	17.69	20.21	23.59	28.03	资本开支	0	(145)	(180)	(200)	(200)
ROIC	9%	13%	18%	22%	27%	其它投资现金流	(0)	(481)	145	101	71
ROE	10%	13%	15%	18%	20%	投资活动现金流	(2)	(628)	(40)	(109)	(149)
毛利率	84%	85%	83%	80%	80%	权益性融资	(1)	7	0	0	0
EBIT Margin	38%	41%	40%	39%	40%	负债净变化	143	6	0	0	0
EBITDA Margin	45%	48%	48%	45%	45%	支付股利、利息	(31)	(44)	(63)	(84)	(110)
收入增长	59%	34%	50%	41%	31%	其它融资现金流	(369)	5	0	0	5
净利润增长率	77%	36%	41%	34%	31%	融资活动现金流	(144)	(64)	(63)	(84)	(105)
资产负债率	18%	17%	19%	20%	21%	现金净变动	(64)	(118)	238	342	451
息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	537	473	355	593	935
P/E	131.5	96.9	68.8	51.3	39.0	货币资金的期末余额	473	355	593	935	1387
P/B	13.5	12.1	10.6	9.1	7.6	企业自由现金流	60	408	137	312	484
EV/EBITDA	117.8	81.7	55.4	41.4	32.0	权益自由现金流	(166)	420	140	321	507

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032