

投资评级 优于大市 维持

行业朝阳依旧，公司布局眼视光产品及服务整体领域

股票数据

04月04日收盘价(元)	32.69
52周股价波动(元)	29.11-59.59
总股本/流通A股(百万股)	895/668
总市值/流通市值(百万元)	29252/21845

相关研究

《疫情影响 Q2 订单压力较大，我们预计 Q3 恢复性增长》2022.08.09

《疫情影响有限，2022Q1 总营收 3.71 亿元（同比增长 29.35%）增速较快》2022.05.04

《角膜接触镜销售量稳健增长，同比 35.5%，医疗板块快速增长，同比 180.8%》2022.03.30

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.3	-11.5	-8.3
相对涨幅 (%)	-2.6	-10.5	-13.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:孟陆

Tel:86 10 56760096

Email:ml13172@haitong.com

证书:S0850522070002

投资要点:

- 公司 2022 年营收 15.25 亿元(同比增长 17.78%)，归母净利润 6.24 亿元(同比增长 12.44%)，扣非归母净利润 5.60 亿元(同比增长 14.69%)。
- 各版块业务收入均有增长，公司布局眼视光产品及服务整体领域。**分业务板块看，2022 年公司硬性角膜接触镜收入 7.63 亿元(同比增长 11.04%)，护理产品收入 2.99 亿元(同比增长 30.81%)，医疗收入 2.53 亿元(同比增长 42.90%)，普通框架镜及其他收入 2.02 亿元(同比增长 3.30%)，其他业务收入 849 万元(同比增长 24.78%)。
- 角膜塑形镜行业市场不断扩大，公司是国内硬性角膜接触镜细分领域的龙头企业。**2022 年度，全国新增三张注册证，三家均为境内产。至此，获得国家药品监督管理局(NMPA)颁发的角膜塑形镜产品注册证已有十五张，由十四家生产企业拥有，包括欧普康视等六家境内企业、三家美国企业、一家日本企业、一家韩国企业、一家荷兰企业、二家中国台湾企业(三张注册证)。由于品牌数量的增加，品牌间的竞争也在加剧。我们认为，行业获证企业增多，有利于市场扩容。
- 研发项目进展良好，预计持续研发投入布局完整眼视光产品及服务领域。**公司 2022 年在不同研发项目方向取得了良好的进展，包括完成了巩膜镜临床试验的备案和部分入组、完成梦戴维精适减离焦框架眼镜的开发等。公司预计在 2023 年度继续按照整体战略发展方向投入研发，包括完成超高透氧角膜塑形镜临床试验的全部出组和注册申报、完成巩膜镜临床试验的全部出组和注册申报、完成精适减离焦框架镜二代产品的开发等。我们认为，公司持续投入研发布局眼视光整体领域，有利于巩固公司眼视光行业地位，稳定竞争格局。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计 23-25 年 EPS 分别为 0.96、1.30、1.69 元，归母净利润增速分别为 38.1%、34.6%、30.4%，参考可比公司估值，考虑公司所处角膜塑形镜行业的高景气度和领先地位，我们给予公司 2023 年 35-40 倍 PE，对应合理价值区间 33.69-38.50 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**OK 镜产品线增速不及预期风险；集采政策风险；行业竞争程度加剧风险；终端建设不及预期风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1295	1525	2081	2782	3632
(+/-)YoY(%)	48.7%	17.8%	36.4%	33.7%	30.5%
净利润(百万元)	555	624	861	1159	1512
(+/-)YoY(%)	28.0%	12.4%	38.1%	34.6%	30.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.62	0.70	0.96	1.30	1.69
毛利率(%)	76.7%	76.9%	74.5%	73.0%	72.5%
净资产收益率(%)	25.0%	14.7%	13.1%	15.0%	16.4%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 分项盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
角膜接触镜 (亿元)	7.63	8.98	10.42	12.08
护理产品 (亿元)	2.99	4.03	5.24	6.71
框架镜销售及其他 (亿元)	2.02	2.63	3.42	4.44
医疗服务 (亿元)	2.53	5.06	8.60	12.90
其他业务 (亿元)	0.08	0.11	0.14	0.19
合计 (亿元)	15.25	20.81	27.82	36.32

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

股票代码	可比公司	收盘价 (元)	每股收益 (元)				市盈率 (倍)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
688050	爱博医疗	200.49	-	3.28	4.50	-	142	61	45	-
300015	爱尔眼科	30.08	-	0.52	0.68	-	96	57	44	-
	平均		-	1.90	2.59	-	119	59	44	-

资料来源: wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2023 年 4 月 4 日价格, 可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1525	2081	2782	3632
每股收益	0.70	0.96	1.30	1.69	营业成本	353	531	752	1000
每股净资产	4.73	7.32	8.62	10.31	毛利率%	76.9%	74.5%	73.0%	72.5%
每股经营现金流	0.73	1.20	1.33	1.71	营业税金及附加	13	19	25	33
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	295	395	529	690
P/E	46.90	33.96	25.23	19.35	营业费用率%	19.4%	19.0%	19.0%	19.0%
P/B	6.92	4.46	3.79	3.17	管理费用	126	177	223	291
P/S	19.18	14.06	10.51	8.05	管理费用率%	8.3%	8.5%	8.0%	8.0%
EV/EBITDA	38.47	27.93	20.76	15.39	EBIT	700	930	1231	1621
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-7	-75	-122	-147
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.5%	-3.6%	-4.4%	-4.1%
毛利率	76.9%	74.5%	73.0%	72.5%	资产减值损失	0	0	-30	-30
净利润率	40.9%	41.4%	41.7%	41.6%	投资收益	64	73	139	218
净资产收益率	14.7%	13.1%	15.0%	16.4%	营业利润	799	1065	1435	1899
资产回报率	12.2%	11.0%	12.4%	13.4%	营业外收支	-3	0	0	0
投资回报率	12.7%	11.2%	12.6%	13.9%	利润总额	795	1065	1435	1899
盈利增长 (%)					EBITDA	811	955	1261	1650
营业收入增长率	17.8%	36.4%	33.7%	30.5%	所得税	99	144	194	256
EBIT 增长率	15.3%	32.9%	32.4%	31.6%	有效所得税率%	12.4%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润增长率	12.4%	38.1%	34.6%	30.4%	少数股东损益	73	60	82	131
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	624	861	1159	1512
资产负债率	10.2%	11.1%	11.9%	12.3%					
流动比率	10.89	8.63	7.39	6.85	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	10.38	8.27	7.01	6.48	货币资金	953	2794	3295	4077
现金比率	2.75	4.04	3.54	3.37	应收账款及应收票据	211	319	427	547
经营效率指标					存货	124	182	247	315
应收账款周转天数	50.46	55.00	55.00	54.00	其它流动资产	2482	2666	2902	3344
存货周转天数	128.03	125.00	120.00	115.00	流动资产合计	3769	5960	6871	8283
总资产周转率	0.30	0.27	0.30	0.32	长期股权投资	381	431	481	511
固定资产周转率	7.57	4.74	3.86	3.62	固定资产	202	439	721	1003
					在建工程	84	112	140	168
					无形资产	22	22	22	22
					非流动资产合计	1349	1884	2455	2965
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	5119	7845	9326	11248
净利润	624	861	1159	1512	短期借款	8	0	0	0
少数股东损益	73	60	82	131	应付票据及应付账款	49	102	134	178
非现金支出	122	25	60	60	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-104	-73	-139	-218	其它流动负债	289	589	796	1031
营运资金变动	-63	202	30	49	流动负债合计	346	691	930	1209
经营活动现金流	652	1075	1192	1534	长期借款	0	0	0	0
资产	-126	-510	-580	-540	其它长期负债	177	177	177	177
投资	-1573	-250	-250	-430	非流动负债合计	177	177	177	177
其他	44	73	139	218	负债总计	523	868	1107	1386
投资活动现金流	-1655	-687	-691	-752	实收资本	895	895	895	895
债权募资	8	-8	0	0	归属于母公司所有者权益	4230	6552	7711	9223
股权募资	1569	1461	0	0	少数股东权益	365	425	507	639
其他	-276	0	0	0	负债和所有者权益合计	5119	7845	9326	11248
融资活动现金流	1300	1453	0	0					
现金净流量	297	1841	501	782					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 04 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
孟陆 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,万孚生物,康华生物,智飞生物,老百姓,新天药业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。