

证券研究报告

公司研究

点评报告

爱博医疗(688050.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

涂佳妮 社服&零售分析师

执业编号: S1500522110004

联系电话: 15001800559

邮箱: tujiani@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

爱博医疗(688050.SH) 22 年年报及 23Q1 季报

点评: 23Q1 超预期, 人工晶体&角塑恢复高增, 新产品进入放量期

2023 年 4 月 20 日

事件: 爱博医疗披露 2022 年年报和 2023 年一季度报: 1) 2022 年实现营收 5.79 亿元/+33.8%, 归母净利润 2.33 亿元/+35.8%; 2) 22Q4 封控和大面积感染导致白内障科室和视光验配机构大面积停诊, 实现营收 1.38 亿元/+27.7%, 归母净利润 0.34 亿元/+8.6%; 3) 23Q1 实现营收 1.90 亿元/+44.6%, 归母净利润 0.78 亿元/+33.6%。

22 年公司盈利能力有所提升, 实现销售毛利率 84.8%/+0.46pct, 净利率 39.2%/+0.47pct, 22 年公司人工晶体市场持续拓展、产能扩大, 单位成本降低; 角塑镜销量亦保持较大增长, 试戴片占比减少, 平均售价提高, 毛利率上升。22 年公司实现销售费率 18.6%/-2.12pct, 管理费率 23.2%/-0.88pct, 研发费率 11.4%/-0.61pct, 各费率均有所下降, 22 年经营性现金流达到 2.50 亿元/+14.1%。

分产品来看: 我们预计疫情影响下白内障手术量行业增速下滑, 22 年公司手术类业务实现营收 3.68 亿元/+15.6%, 毛利率 87.6%/+2.43pct, 其中人工晶体实现营收 3.53 亿元/+15.8%, 销售量 80.6 万片/+14.9%, 平均出厂价 437.56 元/片, 毛利率 89.5%/+2.53pct。我们预计今年集采对价格影响有限, 在手术量增速修复的背景下, 公司作为国产厂商有望进一步以价换量, 提升销量和市占率; 此外公司于 22Q4 获批非球面衍射型多焦人工晶状体, 填补了国产多焦点空白, 或将于今年起放量提升单价及利润率。

角塑逆势实现高增长、市场地位开始确立, 视光产品线逐步完备: 1) 角塑产品营收 1.74 亿元/+62.1%, 普诺瞳销量 32.6 万片/+51.5%, 平均出厂价 479.4 元/片, 毛利率 86.2%/+2.29pct, 22 年进入机构数量的快速提升, 我们预计公司在角塑市场的市占率将稳中有升, 且随着单价较低的试戴片销量占比下降, 我们预计出厂价将提升; 2) 其他视光产品放量增长, 实现营收 0.34 亿元, 毛利率 48.0%/-2.3pct, 多功能硬性接触镜护理液、硬性接触镜酶清洁剂分别于 2022 年 2 月、2022 年 9 月获三类医疗器械注册证, 我们预计有望随着产品线完善维持高速增长; 3) 公司去年上市了普诺瞳仿生复眼离焦镜, 今年上市零售版欣诺瞳环状多焦点离焦镜, 将在医疗+零售渠道齐发力; 4) 隐形眼镜业务方面, 目前天眼医药已布置全自动生产线, 产能及良率均有提升, 今年将着力提升产能、贡献收入。

23Q1 营收表现亮眼: 我们预计 23Q2 核心产品人工晶体+角塑在低基数的情况下将延续高景气度, 视光新产品加速放量。23Q1 实现营收 1.90 亿元/+44.6%, 归母净利润 0.78 亿元, 毛利率 83.2%, 净利率 40.3%:

1) 收入端来看: 23Q1 手术类业务恢复情况良好, 角塑在高基数、1 月验配尚未恢复的情况下实现高速增长, 护理产品、离焦镜、彩瞳等视光其他产品同比大幅增长, 对收入贡献超 11%;

2) 利润增速低于营收增速: 除产品结构因素外, 我们预计主因公司加大了新产品推广力度和品牌营销活动, 加上蓬莱生产基地产能尚需逐步释放, 以及加快推进研发项目, 使得营业成本及各项费用增长较快, 同时政府补贴及理财收益同比有所减少。

研发及新产品进展: 1) 屈光手术方面, 适用高度近视人群的有晶体眼人工晶状体有望打破 STARR 的垄断局面; 2) 人工晶状体产品迭代将持续推进: 非球面

三焦散光矫正人工晶状体、非球面扩景深人工晶状体均已进入临床阶段；3) 硅水凝胶隐形眼镜已经入临床阶段，后续有望进一步研发硅水凝胶彩片。

投资建议：作为具备强研发能力的平台型公司，公司近年亦验证了其优异的商业化能力。我们预计手术类高端产品迭代有望持续、市占率或将稳中有升，角塑集采对上游企业影响较小，公司有望充分享受行业红利，维持高速增长，护理产品、离焦镜、彩瞳有望在 23 年正式进入放量期。我们预计公司 23-25 年营收分别为 8.46、11.89、16.56 亿元；归母净利润分别为 3.34、4.71、6.54 亿元，对应 2023 年 4 月 19 日收盘价 PE 分别为 68、48、35 倍，维持“买入”评级。

风险因素：新产品放量不及预期，政策风险，市场竞争加剧等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	433	579	846	1,189	1,656
增长率 YoY %	58.6%	33.8%	45.9%	40.6%	39.3%
归属母公司净利润 (百万元)	171	233	334	471	654
增长率 YoY%	77.5%	35.8%	43.7%	40.7%	39.1%
毛利率%	84.3%	84.8%	83.1%	82.3%	80.7%
净资产收益率ROE%	10.2%	12.5%	15.2%	17.7%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	1.63	2.21	3.18	4.47	6.22
市盈率 P/E(倍)	131.97	97.18	67.62	48.06	34.55
市净率 P/B(倍)	13.51	12.16	10.30	8.48	6.81

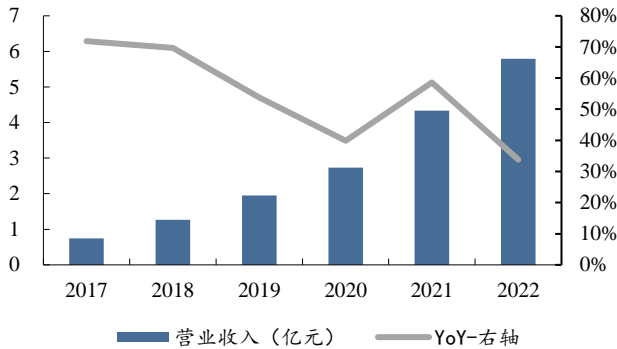
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 19 日收盘价

事件：爱博医疗披露 2022 年年报和 2023 年一季度报：

2022 年实现营收 5.79 亿元/+33.8%，归母 2.33 亿元/+35.8%；22Q4 封控和大面积感染导致白内障科室和视光验配机构大面积停诊，营收 1.38 亿元/+27.7%，归母 0.34 亿元/+8.6%；23Q1 营收 1.9 亿元/+44.6%，归母 0.78 亿元/+33.6%。

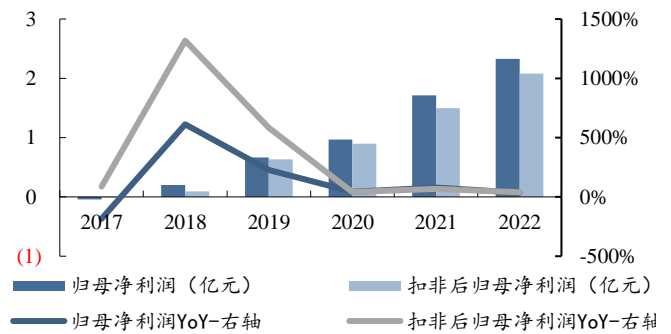
2022 年虽有疫情影响，但却是奠定公司角塑业务市占率和增长确定性、人工晶体新产品落地的重要时期。

图1：公司 2017-2022 年营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

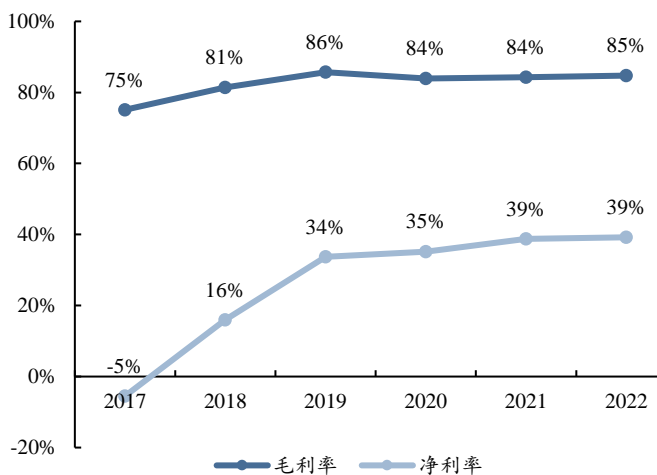
图2：公司 2017-2022 年归母净利润、扣非后归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

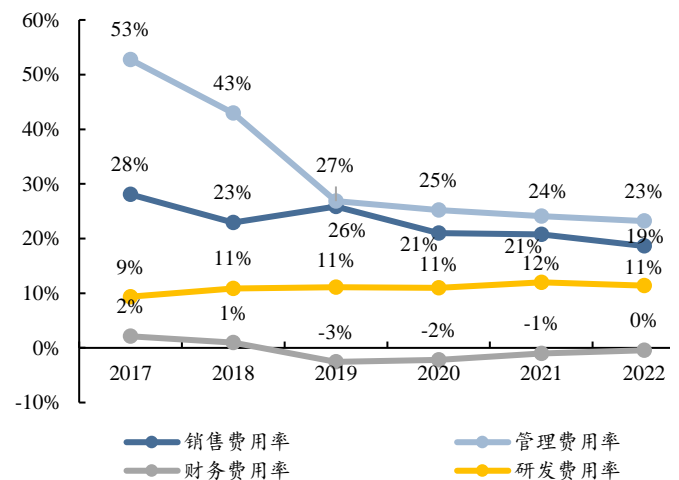
22 年公司盈利能力有所提升，实现销售毛利率 84.8%/+0.46pct，净利率 39.2%/+0.47pct，22 年公司人工晶体市场持续拓展、产能扩大，单位成本降低；角塑镜销量亦保持较大增长，试戴片占比减少，平均售价提高，毛利率上升。22 年公司实现销售费率 18.6%/-2.12pct，管理费用率 23.2%/-0.88pct，研发费率 11.4%/-0.61pct，各费率均有所下降，22 年经营性现金流达到 2.50 亿元/+14.1%。

图3：公司 2017-2022 年毛利率、净利率情况（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图4：公司 2017-2022 年各项期间费用率情况（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

疫情影响下白内障手术量行业增速下滑：22 年公司手术类业务实现营收 3.68 亿元/+15.6%，毛利率 87.6%/+2.43pct，其中人工晶体实现营收 3.53 亿元/+15.8%，销售量 80.6 万片/+14.9%，平均出厂价 437.56 元/片，毛利率 89.5%/+2.53pct。

我们预计今年集采对价格影响有限，在手术量增速修复的背景下，作为国产厂商有望进一步以价换量提升销量和市占率；此外公司于 22Q4 获批非球面衍射型多焦人工晶状体，填补了国产多焦点空白，或将于今年起放量提升单价及利润率。

角塑逆势实现高增长、市场地位开始确立，视光产品线逐步完备：

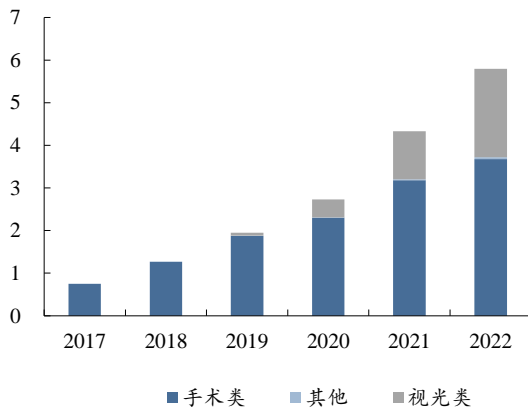
1) 角塑产品营收 1.74 亿元/+62.1%，普诺瞳销量 32.6 万片/+51.5%，平均出厂价 479.4 元/片，毛利率 86.2%/+2.29pct，22 年进入机构数量的快速提升，我们预计公司在角塑市场的市占率稳中有升，且随着单价较低的试戴片销量占比下降，我们预计出厂价将提升；

2) 其他视光产品放量增长，实现营收 0.34 亿元，毛利率 48.0%/-2.3pct，多功能硬性接触镜护理液、硬性接触镜酶清洁剂分别于 2022 年 2 月、2022 年 9 月获三类医疗器械注册证，我们预计将随着产品线完善维持高速增长；

3) 公司去年上市了普诺瞳仿生复眼离焦镜，今年上市零售版欣诺瞳环状多焦点离焦镜，将在医疗+零售渠道齐发力；

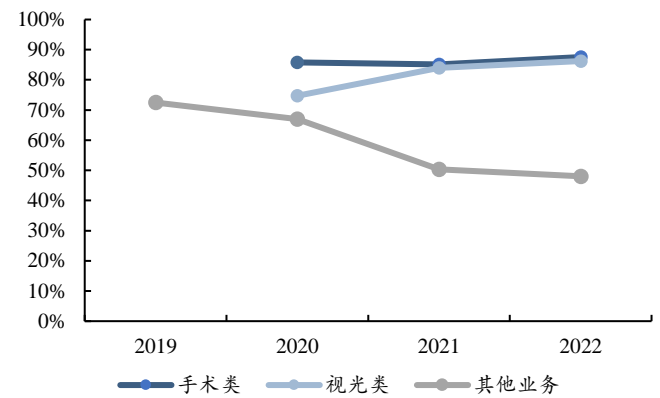
4) 隐形眼镜业务方面，目前天眼医药已布置全自动生产线，产能及良率均有提升，今年将着力提升产能、贡献收入。

图5：公司分产品销售收入（亿元）



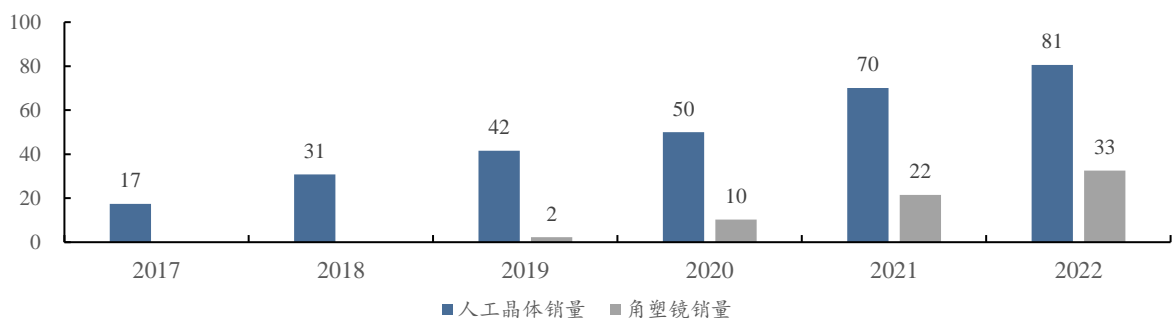
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图6：公司分产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图7：公司主要产品销量（万片）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

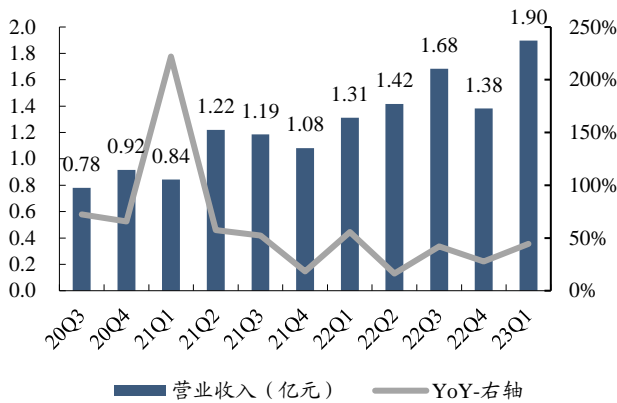
23Q1 营收表现亮眼：我们预计 23Q2 核心产品人工晶体+角塑在低基数的情况下将延续高景气度，视光新产品加速放量。23Q1 实现营收 1.90 亿元/+44.6%，归母净利润 0.78 亿元，毛利率 83.2%，净利率 40.3%：

1) 收入端来看：23Q1 手术类业务恢复情况良好，角塑在高基数、1 月验配尚未恢复的情况下实

现高速增长，护理产品、离焦镜、彩瞳等视光其他产品同比大幅增长，对收入贡献超 11%；

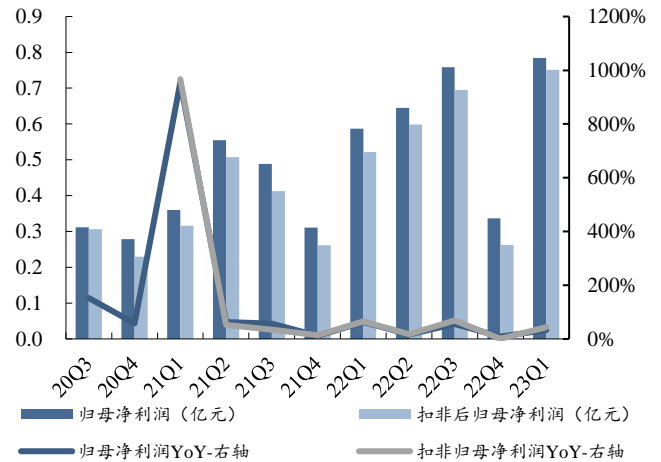
2) 利润增速低于营收增速：除了产品结构因素外，主要由于公司加大了新产品推广力度和品牌营销活动，加上蓬莱生产基地产能尚需逐步释放，以及加快推进研发项目，使得营业成本及各项费用增长较快，同时政府补贴及理财收益同比有所减少。

图8：公司分季度营业收入情况（亿元）



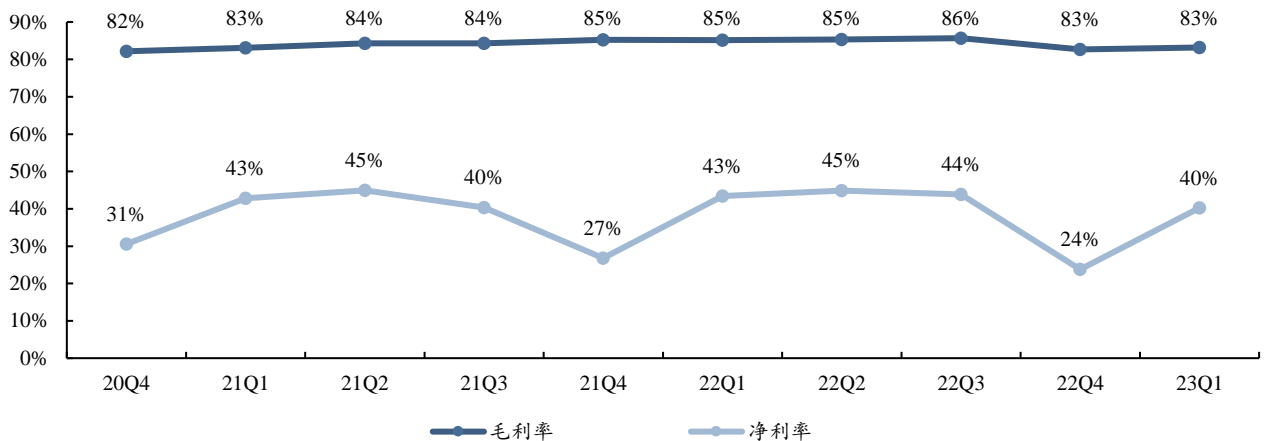
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图9：公司分季度归母净利润、扣非后归母净利润(亿元)及增速(%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图10：公司分季度毛利率及净利率情况(%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

研发及新产品进展：1) 屈光手术方面，适用高度近视人群的有晶体眼人工晶状体有望打破 STARR 的垄断局面；2) 人工晶状体产品迭代将持续推进：非球面三焦散光矫正人工晶状体、非球面扩景深人工晶状体均已进入临床阶段；3) 硅水凝胶隐形眼镜已经进入临床阶段，后续有望进一步研发硅水凝胶彩片。

投资建议：作为具备强研发能力的平台型公司，公司近年亦验证了其优异的商业化能力。我们预计手术类高端产品迭代持续、市占率稳中有升，角塑集采对上游企业影响较小，公司有望充分享受行业红利，维持高速增长，护理产品、离焦镜、彩瞳有望在 23 年正式进入放量期。我们预计公司 23-25 年营收分别为 8.46、11.89、16.56 亿元；归母净利润分别为 3.34、4.71、6.54 亿元，对应 2023 年 4 月 19 日收盘价 PE 分别为 68、48、35 倍，维持“买入”评级。

风险因素：新产品放量不及预期，政策风险，市场竞争加剧等。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,119	1,061	1,218	1,521	2,103
货币资金	473	355	390	563	905
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	68	104	108	143	179
预付账款	15	27	24	32	45
存货	56	79	148	181	320
其他	507	497	549	602	655
非流动资产	929	1,183	1,426	1,672	1,855
长期股权投资	2	3	4	5	6
固定资产(合计)	230	541	678	823	957
无形资产	91	107	115	125	135
其他	606	532	629	719	756
资产总计	2,048	2,244	2,644	3,194	3,958
流动负债	139	148	221	310	433
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	6	14	13	29	33
其他	134	134	208	281	400
非流动负债	168	177	177	177	177
长期借款	143	150	150	150	150
其他	25	27	27	27	27
负债合计	307	324	397	486	610
少数股东权益	66	60	52	42	29
归属母公司股东权益	1,674	1,860	2,195	2,665	3,320
负债和股东权益	2,048	2,244	2,644	3,194	3,958

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	433	579	846	1,189	1,656
同比(%)	58.6%	33.8%	45.9%	40.6%	39.3%
归属母公司净利润	171	233	334	471	654
同比(%)	77.5%	35.8%	43.7%	40.7%	39.1%
毛利率(%)	84.3%	84.8%	83.1%	82.3%	80.7%
ROE(%)	10.2%	12.5%	15.2%	17.7%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	1.63	2.21	3.18	4.47	6.22
P/E	131.97	97.18	67.62	48.06	34.55
P/B	13.51	12.16	10.30	8.48	6.81
EV/EBITDA	108.75	82.84	50.43	35.04	25.55

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	433	579	846	1,189	1,656
营业成本	68	88	143	210	319
营业税金及附加	7	9	12	17	24
销售费用	90	108	152	202	265
管理费用	52	68	100	136	182
研发费用	52	66	93	119	166
财务费用	-4	-3	1	0	-3
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	19	17	25	24	33
其他	-2	0	4	6	8
营业利润	185	259	374	534	744
营业外收支	3	5	2	1	1
利润总额	188	264	376	535	745
所得税	20	37	49	75	104
净利润	168	227	327	460	641
少数股东损益	-4	-5	-8	-10	-13
归属母公司净利润	171	233	334	471	654
EBITDA	200	291	444	634	856
EPS(当年) (元)	1.63	2.21	3.18	4.47	6.22

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	219	250	354	527	646
净利润	168	227	327	460	641
折旧摊销	39	52	95	123	148
财务费用	2	2	8	8	8
投资损失	-19	-19	-17	-25	-24
营运资金变动	33	-30	-48	-39	-117
其它	-3	15	-2	-1	-1
投资活动现金流	-420	-308	-311	-345	-296
资本支出	-311	-271	-327	-355	-316
长期投资	-121	-51	-12	-12	-11
其他	12	14	28	22	31
筹资活动现金流	138	-65	-8	-8	-8
吸收投资	25	7	0	0	0
借款	143	10	0	0	0
支付利息或股息	-31	-44	-8	-8	-8
现金净增加额	-64	-123	35	174	341

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张瀚夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com

华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。