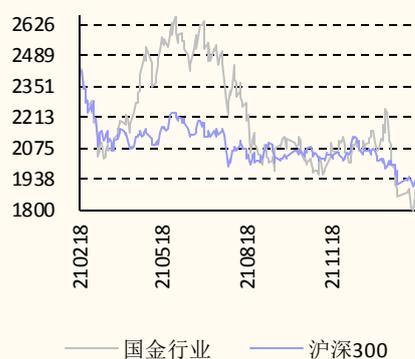


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金医疗器械指数	1878
沪深300指数	4629
上证指数	3468
深证成指	13423
中小板综指	13401



## 相关报告

- 1.《创伤类耗材联盟集采，控费改革持续深入-骨科行业事件点评》，2022.2.10
- 2.《Omicron 流行引发新冠检测需求上行-新冠检测专题报告》，2022.1.17
- 3.《联影医疗招股说明书整理-联影医疗招股书整理》，2022.1.4
- 4.《医疗装备产业规划清晰，政策为行业注入活力-“十四五”医疗装备...》，2021.12.29
- 5.《胶原蛋白应用领域不断拓展-胶原蛋白行业分析》，2021.9.26

## 近视防控效果显著，离焦镜片需求有望放量

## 行业观点

- 国内近视状况不容乐观，近视呈现低龄化趋势，儿童青少年近视发生率居高不下，近视防控已上升为国家战略。根据国家卫健委数据显示，2018、2019、2020 年我国儿童及青少年近视发生率分别为 53.6%、50.2%、52.7%。儿童青少年是近视防控矫正的黄金时期，国家高度重视儿童及青少年近视防控，出台多项护眼政策，催生了儿童及青少年近视防控和矫正需求不断释放。
- 我国镜片市场销售额方面的行业集中度较高，国际厂商仍占据优势。根据艾瑞咨询，我国镜片销售市场依视路与卡尔蔡司的份额均超过 20%；作为国产镜片厂商代表的万新眼镜片与明月镜片在销售额方面分列第三、第四位，市场份额分别为 8.5%与 6.1%。目前国内镜片市场上，国际厂商仍然占据优势，本土厂商在销售额上与国际头部企业相比依然存在一定差距，但近年来正处于高速增长阶段。
- 应用周边离焦、多点离焦等技术的功能性镜片推动镜片行业快速发展。镜片是眼镜的核心功能性部件，近年来，在普通眼镜的基础上，应用周边离焦、多点离焦等技术的功能性镜片快速发展。普通镜片周边区域成像在视网膜后，诱发眼轴进一步增长，从而会导致近视加深。离焦镜片可使周边区域成像在视网膜前，从而抑制眼轴增长，起到防控近视的作用，提升了眼镜及镜片产品的附加值。
- 多点离焦镜矫正近视效果显著，开启了离焦镜的新时代。角膜塑形镜、离焦镜和低浓度阿托品是青少年近视防控的主要方式。临床研究数据表明，多点离焦镜可有效抑制眼轴增长从而达到近视防控的效果，多点离焦镜与其他防控手段相比，多点离焦镜片验配简单、护理简单、不会引起并发症、近视控制效果不易反弹。相对于其他防控方式，对于戴镜者而言，多点离焦镜片戴镜更方便、价格也较为实惠。
- 进口品牌的离焦镜产品目前占据国内主要市场份额，考虑到国内企业的性价比优势未来有望实现国产替代。目前国内离焦镜片产品以进口品牌为主，包括蔡司的成长乐、依视路的星趣控，豪雅的新乐学，明月镜片已于 2021 年 6 月推出轻松控，爱博医疗于 2021 年 10 月推出普诺瞳微透镜渐变离焦镜片，随着离焦镜的普及以及国内企业研发技术的不断进步，未来有望实现国产替代。

## 投资建议

- 我们认为随着国内企业离焦镜产品的推出，考虑其定价优势，未来有望实现国产替代。
- 我们看好提供离焦镜等眼视光服务的医疗服务机构。考虑到离焦镜的销售渠道与传统框架眼镜、OK 镜的销售渠道有一定程度的重合，因具备传统框架眼镜及 OK 镜销售服务的眼科医疗服务终端有望受益。
- 重点公司：爱尔眼科、爱博医疗、明月镜片等。

## 风险提示

- 销售推广不及预期风险、行业竞争加剧风险、国产替代不及预期风险。

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
(8621)60230221  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

## 内容目录

青少年近视发生率居高不下，近视防控上升为国家战略	4
中国国内近视状况不容乐观，近视呈现低龄化趋势	4
国家高度重视青少年近视防控，出台多项护眼政策	5
离焦镜推动青少年功能性镜片市场快速发展	6
国内镜片市场需求广阔，行业集中度高	6
多点离焦镜矫正防控近视效果显著，开启了离焦镜的新时代	6
离焦镜具有验配简单、舒适度高、护理简单等优点	10
销售渠道广泛，医院及眼镜店均可购买	10
重点公司	11
爱尔眼科：民营眼科医疗服务龙头，各业务板块增长动力充足	12
爱博医疗：重视研发创新，离焦镜有望成为公司新增长点	12
明月镜片：国内领先的综合类眼镜镜片生产商，大陆市场销售领先	15
投资建议	18
风险提示	18

## 图表目录

图表 1：儿童青少年近视率（%）	4
图表 2：2018 年不同阶段青少年近视发生率（%）	4
图表 3：2020 年不同阶段青少年近视发生率（%）	4
图表 4：近视发生年龄与近视度数进展关系（横轴：年龄；纵轴：度数）	5
图表 5：近年来有关青少年近视防控的政策文件	5
图表 6：2014-2023E 中国眼镜行业市场规模（亿元）	6
图表 7：2020 年不同阶段青少年近视发生率（%）	6
图表 8：各种防控手段价格及渠道对比	6
图表 9：近视眼球与正常眼球成像原理图	7
图表 10：2020 年中国眼镜镜片市场份额情况（按销售额划分）	7
图表 11：离焦镜片与普通镜片成像简图	8
图表 12：离焦镜片与普通镜片成像简图	8
图表 13：DIMS 实验组和对照组两年度数变化	9
图表 14：DIMS 实验组和对照组两年轴距变化	9
图表 15：周边离焦与多点离焦产品	9
图表 16：国内部分离焦镜产品信息	10
图表 17：OK 镜与离焦镜验配流程对比	10
图表 18：星趣控离焦镜片线下销售端主要为眼镜店与医院	11
图表 19：新乐学离焦镜片线上渠道	11
图表 20：爱博医疗手术类产品与视光类产品情况	12
图表 21：2016-3Q2021 公司营收及增速	13

图表 22: 2016-3Q2021 公司归母净利润及增速.....	13
图表 23: 2016-3Q2021 毛利率、净利率 (%) .....	13
图表 24: 2016-3Q2021 期间费用率 .....	13
图表 25: 2019-2020 年公司收入拆分 .....	14
图表 26: 2016-3Q2021 公司研发费用及增速 .....	14
图表 27: 2020 年研发人员学历构成 .....	14
图表 28: 2017-3Q2021 公司营收及增速 .....	15
图表 29: 2017-3Q2021 公司归母净利润及增速 .....	15
图表 30: 2017-3Q2021 毛利率及净利率 .....	15
图表 31: 2017-3Q2021 期间费用率 .....	15
图表 32: 2018-1H2021 年明月镜片营收构成 .....	16
图表 33: 明月镜片销售模式 .....	16
图表 34: 2020 年明月镜片营收构成 .....	17
图表 35: 明月镜片主要产品及其核心技术 .....	17
图表 36: 明月镜片鼻侧内偏设计 .....	18
图表 37: Inner Carving 内雕大视野工艺 .....	18

## 青少年近视发生率居高不下，近视防控上升为国家战略

### 中国国内近视状况不容乐观，近视呈现低龄化趋势

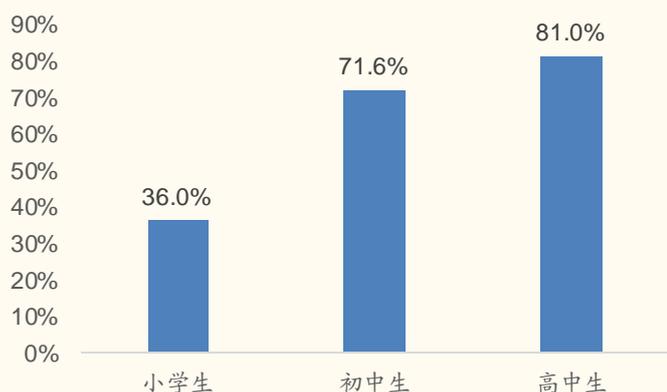
- 国内近视情况不容乐观，世界卫生组织 2019 年的《世界视力报告》显示，中国的青少年近视发病率高达 67%。2020 年 12 月发表在《柳叶刀公共卫生》上的文章研究显示，2019 年，中国中度视力障碍的年龄标准化患病率为 2.57%，严重视力障碍为 0.25%，失明为 0.48%，未矫正的屈光不正正是中国人群视力障碍的主要原因之一。
- 儿童青少年近视发生率居高不下，且呈低龄化发展趋势。随着手机、电脑等电子产品的普及以及课业压力的增大，儿童青少年近视发生率较高。根据国家卫健委数据，2018、2019、2020 年儿童青少年（中小學生）的近视发生率分别为 53.6%、50.2%、52.7%。

图表 1：儿童青少年近视率（%）



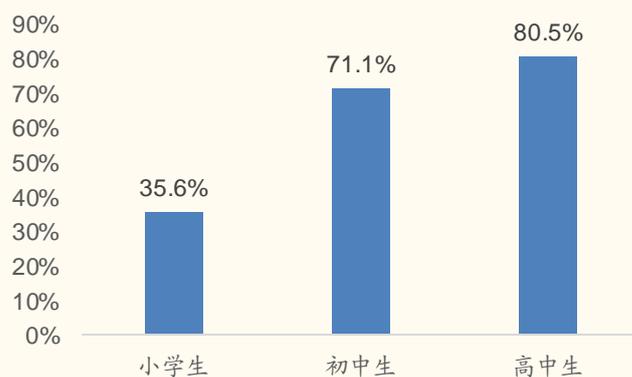
来源：国家卫健委，国金证券研究所

图表 2：2018 年不同阶段青少年近视发生率（%）



来源：国家卫健委，国金证券研究所

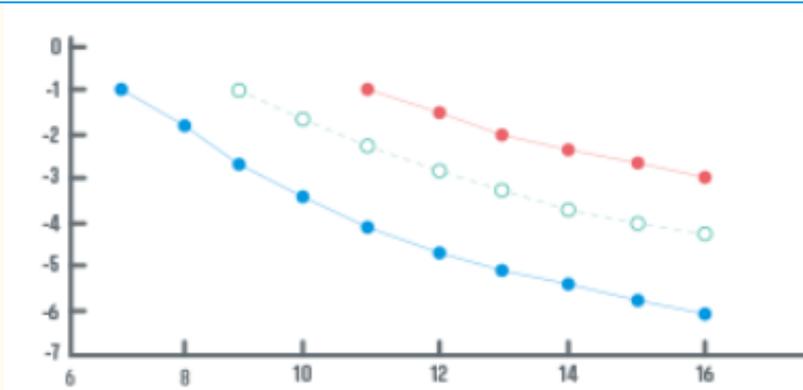
图表 3：2020 年不同阶段青少年近视发生率（%）



来源：国家卫健委，国金证券研究所

- 儿童青少年近视进展速度快，应尽早采取矫正预防措施。根据 Clin Exp Optom 发表的《A less myopic future: what are the prospects?》研究表明，近视发生年纪越小，近视度数进展越快，因此，应尽早采取矫正预防措施。

图表 4: 近视发生年龄与近视度数进展关系 (横轴: 年龄; 纵轴: 度数)



来源:《A less myopic future: what are the prospects?》, essilor 官网、国金证券研究所

### 国家高度重视青少年近视防控, 出台多项护眼政策

- 近年来国家高度重视青少年近视防控工作, 卫健委、教育部等多部门多次印发有关青少年近视防控的方案、指导意见等。2021 年, 中央财政通过一般公共预算安排 256 万元, 用于开展全国儿童青少年近视防控相关工作。

图表 5: 近年来有关青少年近视防控的政策文件

文件	部门	时间	主要内容
《关于加强儿童青少年近视防控工作的指导意见》	国家卫健委	2016	意见指出中小学应按照《防控工作方案》要求, 保障各项教学设施和条件(教室、寝室的采光与照明、课桌椅配备、黑板等)符合国家相关文件和标准要求, 为学生提供符合用眼卫生要求的学习环境。
《综合防控儿童青少年近视实施方案》	教育部、国家卫生健康委员会、国家体育总局、财政部、人力资源和社会保障部、国家市场监督管理总局、国家新闻出版署、国家广播电视总局等八部门	2018	《方案》提出到 2023 年力争实现全国儿童青少年总体近视率在 2018 年的基础上每年降低 0.5 个百分点以上; 方案明确家庭、学校、医疗卫生机构、政府相关部门应带采取的防控措施, 将近视防控工作纳入政府绩效考核体系。
《关于加强中小学生手机管理工作的通知》	教育部	2021	要求加强中小学生手机管理。通知要求中小学生原则上不得带手机入校, 学校不得用手机布置作业。
《关于进一步加强中小学生睡眠管理的通知》	教育部	2021	明确学生睡眠时间要求, 根据不同年龄段学生身心发展特点, 小学生每天睡眠时间应达到 10 小时, 初中生应达到 9 小时, 高中生应达到 8 小时; 校外培训机构培训结束时间不得晚于 20:30 等。防止学业过重挤占睡眠时间, 促进学生身心健康, 同时也能促进学生视力健康。
《全国综合防控儿童青少年近视暨学校卫生与健康教育工作现场会》	教育部	2021	会议中提出大力实施“儿童青少年近视防控光明行动”, 抓好手机、作业、睡眠、读物、体质等关键要素管理, 落实体育锻炼要求, 改善视觉环境条件。
《儿童青少年近视防控光明行动工作方案(2021—2025 年)》	教育部等 15 个全国综合防控儿童青少年近视工作联席会议机制成员单位	2021	开展引导学生自觉爱眼护眼、减轻学生学业负担、强化户外活动和体育锻炼、科学规范使用电子产品、落实视觉健康监测、改善学生视觉环境、提升专业指导和矫正质量、加强视力健康教育等 8 个专项行动。

来源: 教育部、卫健委, 国金证券研究所

- 近视防控上升为国家战略, 有望带动近视防控及矫正产品需求放量。儿童青少年视力问题受到社会各界的高度重视, 2018 年 8 月, 教育部、卫健委等八部门联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》, 近视防控上升

为国家战略，我们认为随着社会各界对青少年视力问题重视度进一步提升，有望带动近视防控以及矫正产品需求放量。

### 离焦镜推动青少年功能性镜片市场快速发展

#### 国内镜片市场需求广阔，行业集中度高

- 国内庞大的视光矫正需求为我国眼镜行业快速发展提供市场机遇，市场规模不断增长。根据 Euromonitor International 数据，中国眼镜行业市场规模由 2014 年的 645 亿元增加至 2019 年的 884 亿元。预计到 2023 年，中国眼镜市场规模突破千亿。
- 镜片是眼镜市场核心产品，市场份额占比较高。根据艾瑞咨询《中国眼镜行业白皮书》，2020 年中国眼镜市场产品构成中，镜片占比最高，达到 38.4%。

图表 6: 2014-2023E 中国眼镜行业市场规模 (亿元)



来源: Euromonitor International, 国金证券研究所

图表 7: 2020 年不同阶段青少年近视发生率 (%)



来源: 《中国眼镜片行业白皮书》, 国金证券研究所

#### 多点离焦镜矫正防控近视效果显著，开启了离焦镜的新时代

- 角膜塑形镜、离焦镜和低浓度阿托品是青少年近视防控的主要方式。国家卫健委在 2021 年 7 月 14 日关于青少年近视防控的新闻发布会上指出：18 岁以上成年人可通过飞秒激光手术矫正近视。18 岁以下青少年可通过角膜塑形镜、软性周边离焦隐形或者离焦镜片、低浓度阿托品来进行近视防控。
- 对比几种近视防控手段，从销售渠道来看，离焦镜可在医院端和眼镜店等渠道同时进行销售，销售渠道广泛；从价格来看，离焦镜具备较高的性价比。

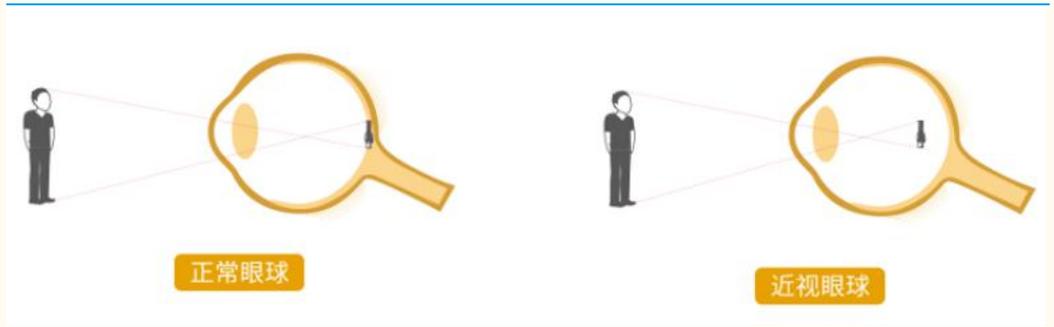
图表 8: 各种防控手段价格及渠道对比

防控手段	销售渠道
角膜塑形镜	医院主推
离焦镜 (周边离焦镜、多点离焦镜)	门店主推、医院次推
低浓度阿托品	线上渠道销售
其他: 训练、按摩、哺光仪	线下所有渠道

来源: 卫健委, 新乐学官网、兴齐眼药官微、国金证券研究所

- 近视的定义: 目前青少年真性近视基本都是轴性近视。近视是由于眼轴增长导致物体中央和周边的图像呈现在视网膜前方，从而导致看近清楚、看远模糊。

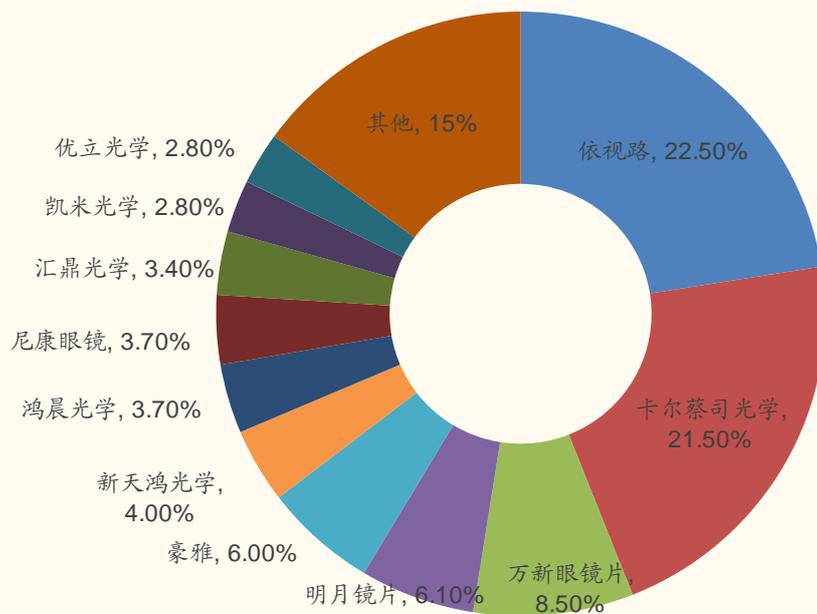
图表 9: 近视眼球与正常眼球成像原理图



来源: 豪雅近视管理平台、国金证券研究所

- 我国镜片市场销售额方面的行业集中度较高，国际厂商仍占据优势。根据艾瑞咨询，从销售额角度来看，依视路与卡尔蔡司的份额均超过 20%；作为国产镜片厂商代表的万新眼镜片与明月镜片在销售额方面分列第三、第四位，市场份额分别为 8.5%与 6.1%。目前国内镜片市场上，国际知名厂商仍然占据优势，本土厂商近年来正处于高速增长阶段，但在销售额上与国际头部企业相比依然存在一定差距。

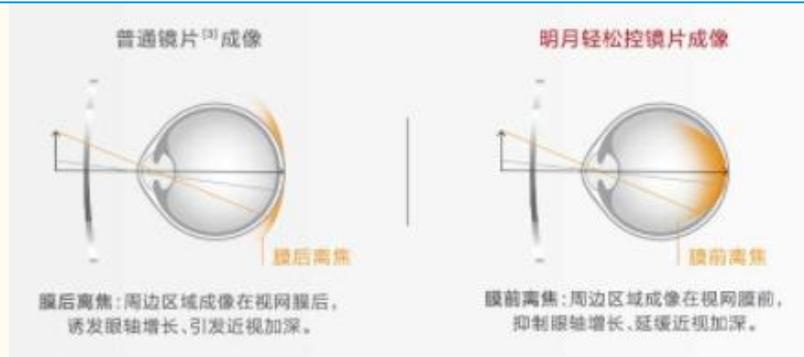
图表 10: 2020 年中国眼镜镜片市场份额情况 (按销售额划分)



来源: 艾瑞咨询、国金证券研究所

- 镜片是眼镜的核心功能性部件，近年来，在普通眼镜的基础上，应用周边离焦、多点离焦等技术的功能性镜片快速发展。
  - 普通镜片周边区域成像在视网膜后，诱发眼轴进一步增长，从而会导致近视加深。常规框架眼镜使中心视力处的物像投影在视网膜上，成像清晰，但其周边区域却成像在视网膜后，形成远视离焦，会促进眼轴增长，导致近视继续加深。
  - 离焦镜片可使周边区域成像在视网膜前，从而抑制眼轴增长，起到防控近视的作用。离焦镜使中心视力处图像投影至视网膜上，保证视力清晰，同时使得周边成像在视网膜之前，在眼底形成近视性离焦，可释放抑制眼轴增长电信号，抑制眼轴增长，近视度数自然得到控制。

图表 11: 离焦镜片与普通镜片成像简图

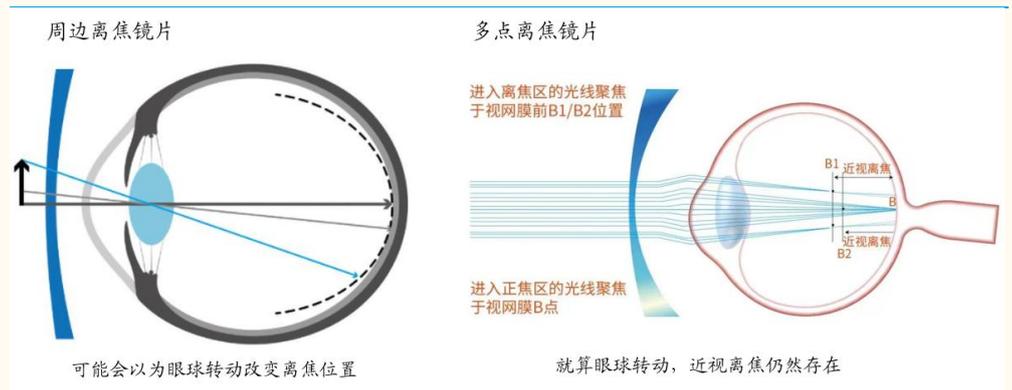


来源: 明月镜片官网、国金证券研究所

■ 离焦镜片可分为周边离焦镜片和多点离焦镜片

- 周边离焦镜片采用周边视力控制技术, 减少旁中心离焦, 不但矫正敏锐的中心视力, 而且也将周边视觉影像清晰地展现在周边视网膜前方, 可有效抑制儿童眼轴变长, 延缓近视发展的速度。
- 多点近视离焦采用多区正向光学离焦设计, 分布在镜片上的微透镜使光线聚焦在视网膜前方, 产生了延缓眼轴增长的信号区, 由此实现延缓近视度数和眼轴发展的效果。

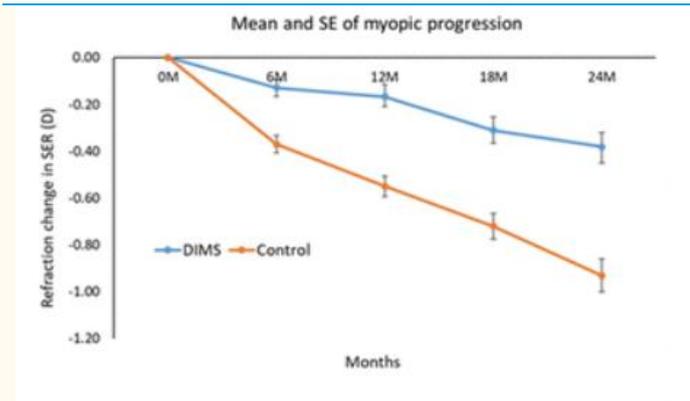
图表 12: 离焦镜片与普通镜片成像简图



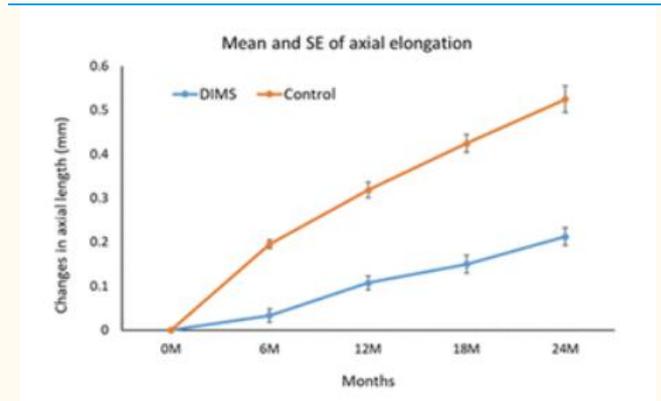
来源: 卡尔蔡司官网、康耐特光学官网、国金证券研究所

- 临床研究数据表明, 多点离焦镜可有效抑制眼轴增长从而达到近视防控的效果。根据香港理工大学于 2018 年在 BJO 发表的《Defocus Incorporated Multiple Segments (DIMS, 多区正向光学离焦) spectacle lenses slow myopia progression: a 2-year randomised clinical trial》, 为期两年的研究表明, 与佩戴普通单焦点镜片的试验对象相比, DIMS 镜片控制近视度数增长的效果达 59%, 控制眼轴边长的效果达 60%。

图表 13: DIMS 实验组和对照组两年度数变化



图表 14: DIMS 实验组和对照组两年轴距变化



来源:《英国眼科学期刊》(The British Journal of Ophthalmology/BJO), 国金证券研究所

来源:《英国眼科学期刊》(The British Journal of Ophthalmology/BJO), 国金证券研究所

- 周边离焦镜片以蔡司的成长乐、万新的易百分为代表; 多点离焦镜片产品主要有豪雅的新乐学以及依视路的星趣控。

图表 15: 周边离焦与多点离焦产品



来源: 艾瑞咨询、国金证券研究所

- 目前国内离焦镜片产品以进口品牌为主, 包括成长乐、新乐学、星趣控。
  - 蔡司的成长乐于 2010 年较早的进入中国市场;
  - 豪雅的新乐学于 2018 年进入中国市场, 中央光学区是正六边形, 直径为 9mm, 周边有 396 个微透镜 (微透镜为球面正光度镜片), 396 个微透镜分布在镜片光学中心周围直径约 32mm 的区域, 理论上在黄斑中心凹形成一个离焦面, 为近视性离焦, 可有效控制近视度数增加。
  - 依视路的星趣控于 2020 年 11 月进入中国市场, 中央光学区为圆形, 直径为 8mm, 共有 1021 个微透镜, 微透镜光度从中心到周边呈渐进增加设计, 环间距也呈渐进排布。
  - 爱博医疗在 2021 年 10 月召开了新品发布会, 2022 年公司最新研发的普诺瞳微透镜渐变离焦镜有望逐步交货, 该产品有望成为公司继普诺瞳角膜塑形镜、硬性角膜塑形镜及配套护理产品之后, 公司在近视防控的新增长点。
  - 明月镜片在 2021 年 6 月发布了全新青少年近视管理镜片“轻松控”, 该镜片采用周边离焦眼轴控制 (C.A.R.D) 技术, 通过在镜片四周添加专为中国孩子定制的离焦量, 将周边区域成像控制在视网膜前 (膜前离焦), 从而起到抑制眼轴增长, 延缓孩子近视加深的作用。

图表 16: 国内部分离焦镜产品信息

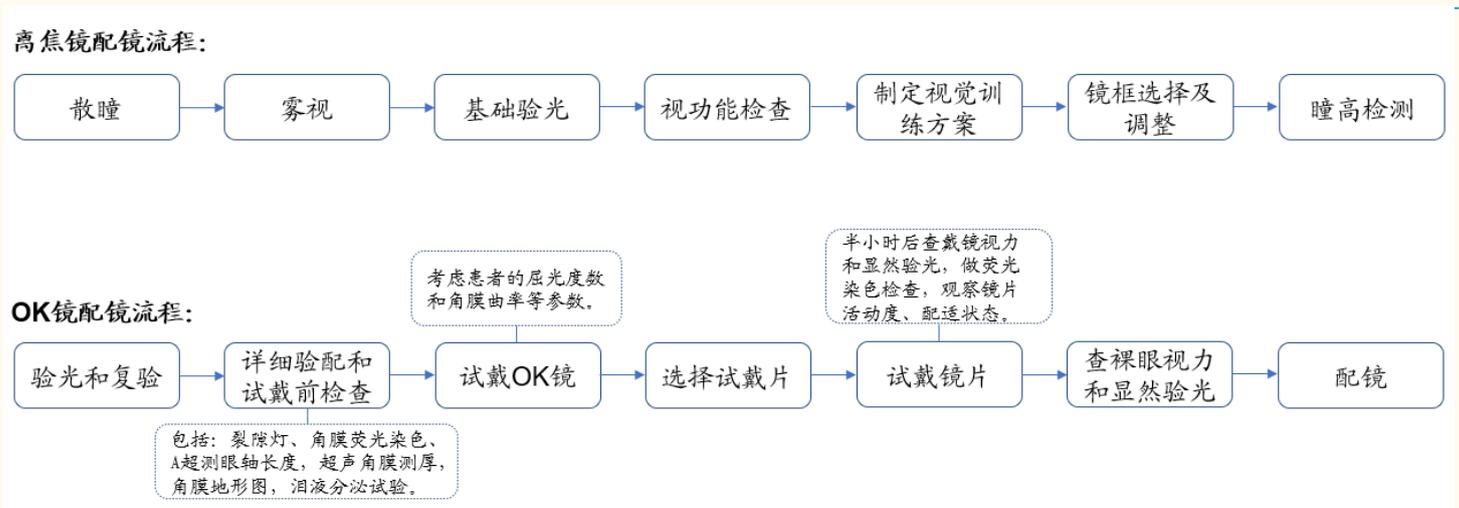
产品	公司	上市时间	采用技术	中央光学区	离焦点数量	周边离焦面积 (mm <sup>2</sup> )	价格(元)
普诺瞳	爱博医疗	2021年10月	BCMD技术	9mm	1800	517.4	
轻松控	明月镜片	2021年6月	C.A.M.D技术		1295		1498
星趣控	依视路	2020年11月	高非球微透镜 星控技术	约8mm	1021	<300	3680-4280
新乐学	豪雅	2018年7月	DIMS设计技术	9mm	396	310.86	3980
成长乐	蔡司	2010年/2021年					1130-3580

来源: 各公司官网、国金证券研究所

离焦镜具有验配简单、舒适度高、护理简单等优点

- **验配简单。** 多点近视离焦镜片是一种特殊类型的单焦点镜片，验配无较大差别。
- **舒适度高。** 多点近视离焦镜片无像散区、不接触人眼，所以不会产生不适感和护理不当造成的感染问题。
- **护理简单。** 使用清洁柔软镜布擦拭镜片即可。

图表 17: OK镜与离焦镜验配流程对比



来源: 好大夫在线、星趣控俱乐部公众号、国金证券研究所

销售渠道广泛，医院及眼镜店均可购买

- **线下渠道布局广泛，医院及眼镜店均可购买。** 由于离焦镜验配流程与一般近视镜片并无太大差别，因此在普通眼镜店和眼科医院都可以实现离焦镜的验配。

图表 18: 星趣控离焦镜片线下销售端主要为眼镜店与医院



来源: 星趣控俱乐部公众号、国金证券研究所

- 线上销售主要渠道为京东和天猫的官方旗舰店。离焦镜片企业广泛布局各大线上渠道，以豪雅的新乐学为例，天猫和京东等各大电商平台均在售卖。

图表 19: 新乐学离焦镜片线上渠道



来源: Essilor、新乐学俱乐部公众号、国金证券研究所

- 离焦镜产品经过多年发展，具备验配简单、舒适度高、护理简便、价格实惠等优势，我们看好其未来市场成长前景，较早进入离焦镜市场的公司具备先发优势、品牌壁垒以及渠道优势，未来具有较大发展潜力。

### 重点公司

### 爱尔眼科：民营眼科医疗服务龙头，各业务板块增长动力充足

- 公司“分级连锁、术式升级、人才培养、品牌赋能”成熟的发展模式，已形成良性循环。公司继续提高全国医疗网络的广度、深度以及密度，逐步推进世界级和国家级区域性眼科中心的建设，不断完善各省区域内的纵向分级连锁网络体系，同时，加快以省会城市一城多院、眼视光门诊部（诊所）以及爱眼 e 站的横向同城分级诊疗网络建设，多个省区形成“横向成片、纵向成网”的布局，区域内资源配置效率及共享程度有望进一步提升。
- **投资建议：**离焦镜作为公司视光业务板块中近视防控手段的有效补充，考虑到公司分级连锁体系不断完善，屈光、视光高毛利率项目占比提升，带动公司盈利能力提升，我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 24.11 亿元、32.83 亿元、44.11 亿元，分别同比增长 40%、36%、34%，维持“买入”评级。

### 爱博医疗：重视研发创新，离焦镜有望成为公司新增长点

- **专注于眼科医疗器械的自主研发、生产、销售及相关服务，产品主要覆盖手术和视光两大领域。**公司产品主要针对白内障和屈光不正这两大类造成致盲和视力障碍的主要眼科疾病，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。
- 爱博医疗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。2019 年 3 月公司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。
- 公司中长期发展目标是开发眼科全系列医疗产品，包括植入类眼科耗材、手术器械、手术设备、视光产品、眼科制剂等产品，覆盖白内障、屈光不正、青光眼、眼底病变等诸多领域，成为国内眼科医疗领域的创新型领军企业。

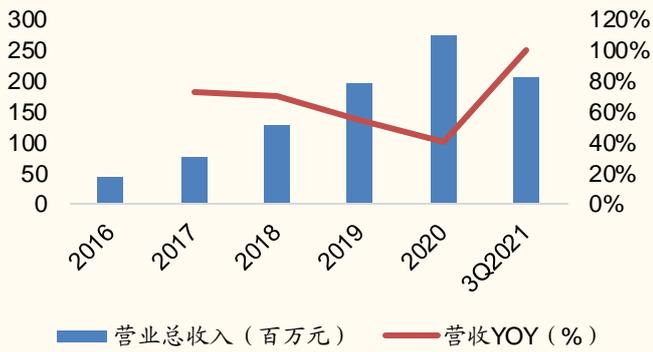
图表 20：爱博医疗手术类产品与视光类产品情况

治疗类别	产品类别	功能用途	主要材料	产品型号
手术类	人工晶状体	用于成年人白内障摘除手术后无晶状体眼的视力矫正	疏水性丙烯酸酯等	A1-UV、ALD、AT1BH、AQBH、AQUX 等
视光类	角膜塑形镜（夜戴型）	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过 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	NOR
	角膜接触镜（日戴型）	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	RASIRAR

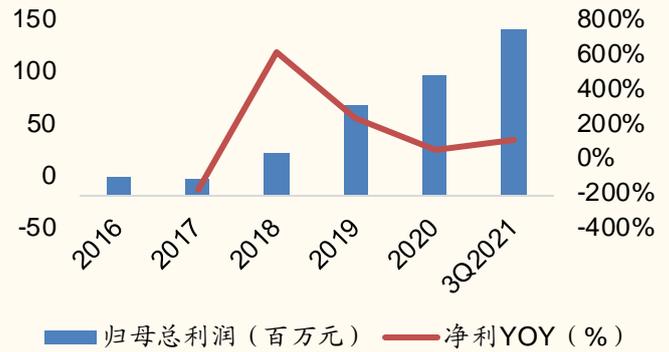
来源：爱博医疗招股书、国金证券研究所

- **公司营业收入、归母净利润快速增长。**2016 年至 2020 年，公司营业总收入从 4353 万元增长至 2.73 亿元，CAGR 为 58.26%；3Q2021 年公司实现归母净利润 1.40 亿元，同比增长 104.36%。

图表 21: 2016-3Q2021 公司营收及增速



图表 22: 2016-3Q2021 公司归母净利润及增速

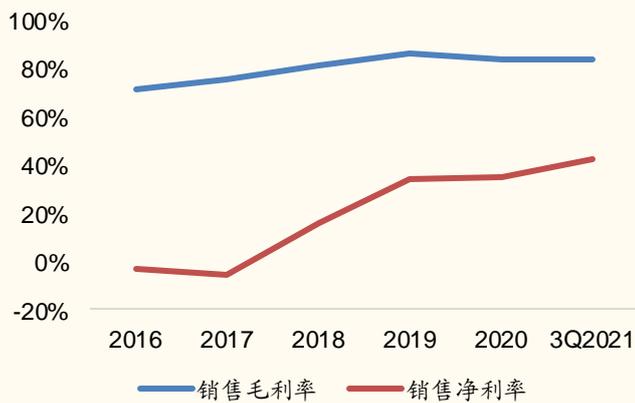


来源: 爱博医疗招股书, 爱博医疗公告, 国金证券研究所

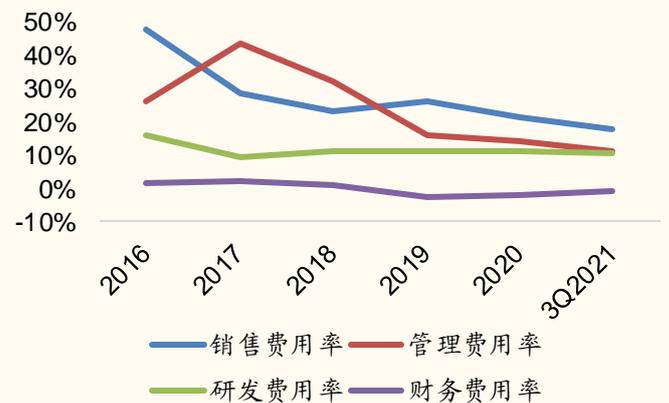
来源: 爱博医疗招股书, 爱博医疗公告, 国金证券研究所

■ 盈利水平不断提升, 研发费用率维持 10%水平。2016 年至 3Q2021 公司毛利率由 71.54%提升至 83.98%, 净利率由-3.42%提升至 42.70%, 盈利能力不断提升。公司销售费用率与管理费用率有明显下降, 2018 年以来公司研发费用率一直维持在 10%水平。

图表 23: 2016-3Q2021 毛利率、净利率 (%)



图表 24: 2016-3Q2021 期间费用率

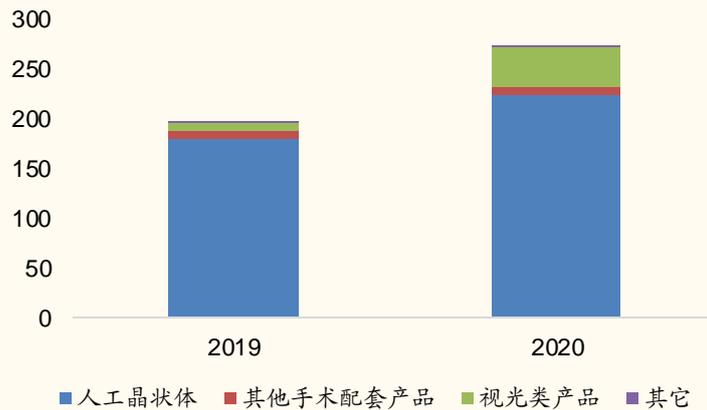


来源: 爱博医疗招股书, 爱博医疗公司公告, 国金证券研究所

来源: 爱博医疗招股书, 爱博医疗公司公告, 国金证券研究所

■ 公司人工晶状体及角膜塑形镜销售均实现较快增长。公司主要产品覆盖手术和视光两大领域, 核心产品为人工晶状体和角膜塑形镜。人工晶状体带量采购政策促进终端客户数量持续增加; 角膜塑形镜市场整体处于上升期, 公司相关业务随市场推广加强, 销量快速增长。2020 年“普诺明”等系列人工晶状体同比增长 24.70%, 占主营业务收入比例为 81.92%; “普诺瞳”角膜塑形镜同比增长 479.59%, 占主营业务收入比例为 15.14%。

图表 25: 2019-2020 年公司收入拆分



来源: 爱博医疗招股书、爱博医疗公司公告, 国金证券研究所

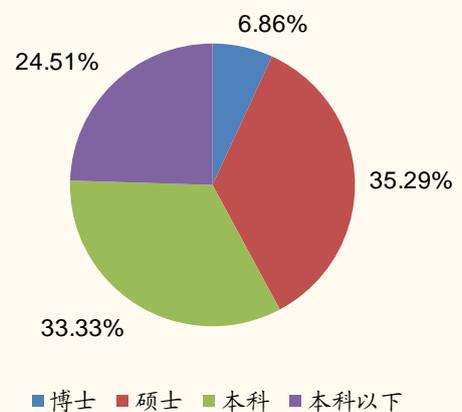
- **核心产品销量增加推动 2021 年利润上升。** 据公司公告, 预计 2021 年度实现归属于母公司所有者的净利润为 16,000 万元到 18,000 万元, 同比增加 65.70%到 86.42%。; 归母扣非净利润为 14,000 万元到 15,600 万元, 同比增加 56.11%到 73.95%。2021 年净利润增长主要源于人工晶状体和角膜塑形镜销量保持较快增长, 其中“普诺明”等系列人工晶状体销量与上年同期相比预计增长超过 40%，“普诺瞳”角膜塑形镜销量与上年同期相比预计增长超过 110%。
- **公司多年保持高研发投入。** 2020 年公司研发投入总额 3992 万元, 同比增长 39.28%。公司克服疫情困难, 加大研发投入, 保障公司研发进度。2020 年爱博医疗新增各项专利共 27 项, 累计获得专利数达到 108 项。2020 年, 公司共有研发人员 102 名, 其中硕士及以上学历占比超过 42%。

图表 26: 2016-3Q2021 公司研发费用及增速



来源: 爱博医疗招股书, 爱博医疗公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 2020 年研发人员学历构成



来源: 爱博医疗招股书, 爱博医疗公司公告, 国金证券研究所

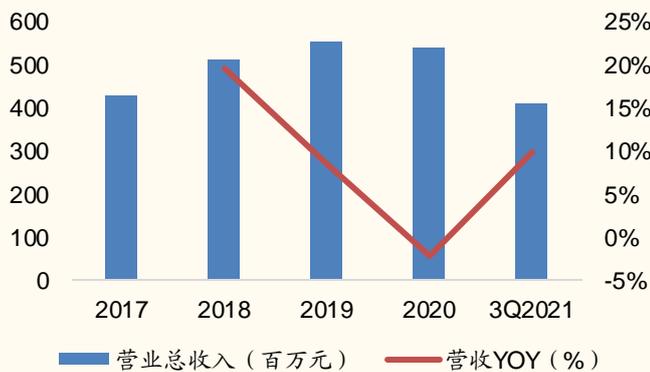
- **在近视防控领域不断突破, 离焦镜有望成为新的增长点。** 2021 年 10 月, 爱博医疗正式发布普诺瞳微透镜渐变离焦镜片。普诺瞳离焦镜篇基于周边离焦近视控制理论, 从蜜蜂复眼中获得灵感, 采用 B.C.M.D. 仿生复眼技术。普诺瞳离焦镜片的发布, 标志着爱博医疗继普诺瞳角膜塑形镜、硬性角膜接触镜及配套护理产品之后, 在近视防控领域的又一突破。
- **建立先进研发平台, 与医院、高校保持密切合作。** 公司建成了国内眼科医疗器械领域的高端研发平台; 与北京同仁医院合作建立“国家眼科诊断与治疗设备工程技术中心”联合实验室, 作为项目牵头单位, 联合上海交通大学、浙江大学、四川华西医院等高校和医疗机构, 承担多项科研项目及重大科技成果转化。

- **投资建议：**考虑到公司人工晶状体及角膜塑形镜有望持续贡献业绩增量，我们认为随公司的离焦镜产品逐渐放量，公司眼科领域的一体化布局有望进一步完善，我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 1.56、2.24、3.04 亿元，分别同比增长 62%、44%、38%。维持“增持”评级。

**明月镜片：国内领先的综合类眼镜镜片生产商，大陆市场销售领先**

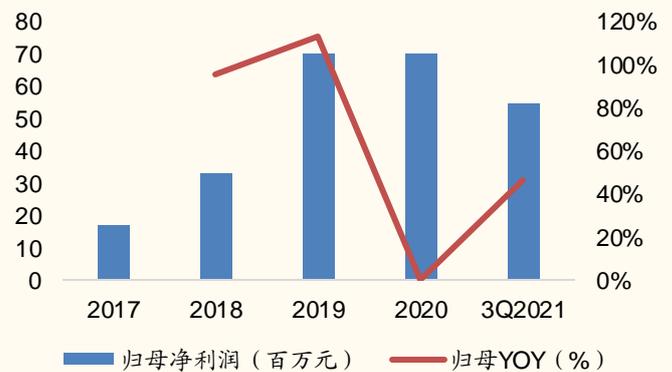
- **明月镜片是国内领先的综合类眼镜镜片生产商。**公司具备完善的产业链及一站式服务体系，具有完备的研发、设计、生产、销售能力。成立以来，公司一直专注于眼镜镜片、镜片原料、成镜、镜架等眼视光产品的研发设计、生产和销售。公司建立了完善的全国性销售渠道，直接及间接覆盖全国各省市地区逾万家门店客户。3Q2021 公司实现营业收入 4099 万元，同比增长 9.8%，归母净利润 5466 万元，同比增长 46.4%。
- 据艾瑞咨询，从销售额角度看，2020 年明月镜片在中国眼镜镜片市场中份额比重达到 6.1%，位列第四，仅次于依视路、卡尔蔡司与万新眼镜片。
- 从国内眼镜镜片市场的销售量分布来看，销售额领先的头部企业在销量上的总占比为 68%，在销量份额方面，明月镜片以 10.4% 的份额仍排在第二位。

图表 28: 2017-3Q2021 公司营收及增速



来源：明月镜片招股书，国金证券研究所

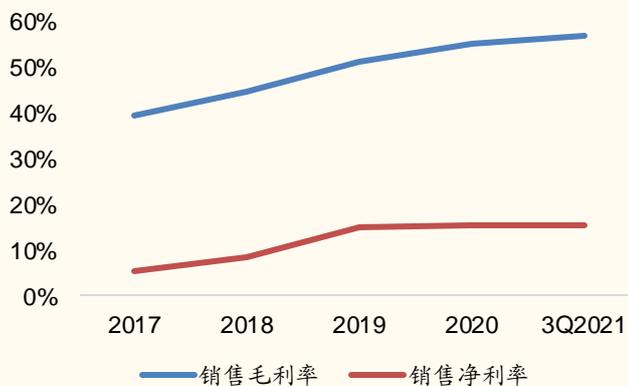
图表 29: 2017-3Q2021 公司归母净利润及增速



来源：明月镜片招股书，国金证券研究所

- **盈利能力不断提升，销售费用增长。**3Q2021 公司毛利率达到 56.57%，较 2017 年增长 17.56%，销售净利率为 14.97%，较 2017 年增长 9.88%。由于明月镜片拥有自有品牌，公司作为品牌所有者为提高品牌知名度，持续广告投入扩大品牌知名度、提升品牌形象。

图表 30: 2017-3Q2021 毛利率及净利率



来源：明月镜片招股书，国金证券研究所

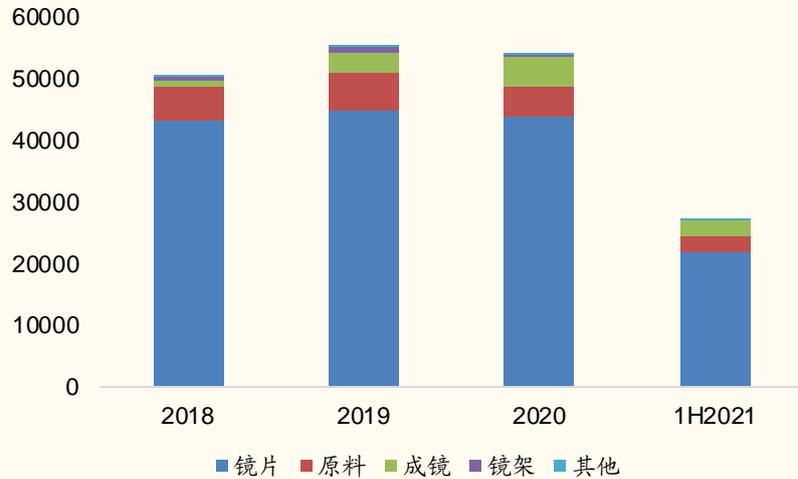
图表 31: 2017-3Q2021 期间费用率



来源：明月镜片招股书，国金证券研究所

- **镜片是营收的主要构成部分，成镜占比迅速提高。**据招股书披露，2018年至2020年，镜片占营业收入比重均超过81%，为主营业务收入的主要来源。2018年至2020年，成镜占比迅速增长，由2018年占比仅为1.21%增长到9.21%。

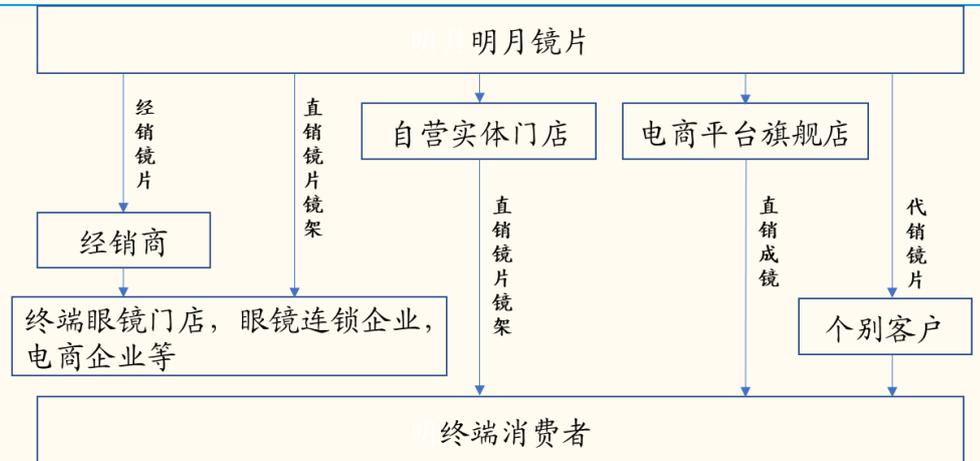
图表 32: 2018-1H2021 年明月镜片营收构成



来源: 明月镜片招股书、国金证券研究所

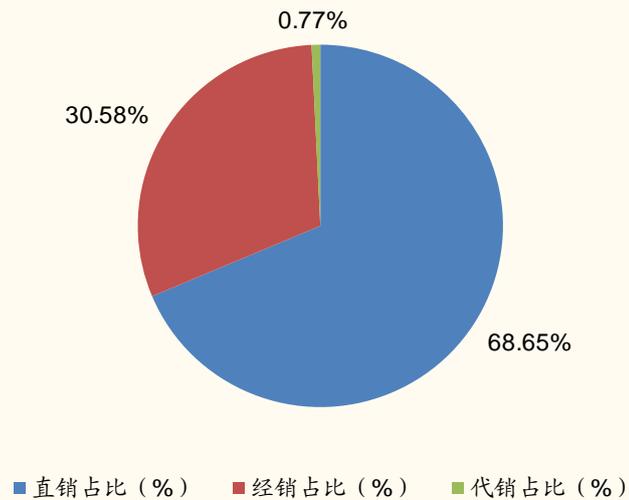
- **销售模式以直销、经销为主。**公司的销售模式分为直销、经销和代销。2018年至2020年，直销占比约71%，经销占比从23.73%增长至30.58%。

图表 33: 明月镜片销售模式



来源: 明月镜片招股书、国金证券研究所

图表 34: 2020 年明月镜片营收构成



来源: 明月镜片招股书、国金证券研究所

- **核心产品技术处于领先地位。**明月镜片在生产镜片、镜片原料领域积累了一定的核心技术, 多项技术处于行业领先地位。此外, 明月镜片在双重防蓝光、偏光及膜变等产品领域技术水平也处于较为领先的地位。公司的核心技术来源主要是为在多年经营生产中获得的, 属于原始创新。公司采用申请专利、建立保密制度等多项举措保护公司核心技术。

图表 35: 明月镜片主要产品及其核心技术

产品名称	核心技术	技术来源	在同行业中所处的位置
1.71 折射率镜片	一种高折射率、高阿贝数树脂镜片的制造工艺	原始取得	国内领先
镜片	用于制备高透光率高耐候性光学镜片材料的组合物	原始取得	国内领先
镜片	一种 PMC 防辐射树脂镜片及其制造工艺	原始取得	国内领先
镜片	树脂眼镜片, 运动型抗冲击光学树脂眼镜片的制造工艺	原始取得	国内领先
树脂单体	一种高抗划伤性能制备方法	原始取得	行业内具有一定优势, 相关技术已取得专利认证
树脂单体	一种高韧性光学树脂单体及其制备方法	原始取得	国内领先

来源: 明月镜片招股书、国金证券研究所

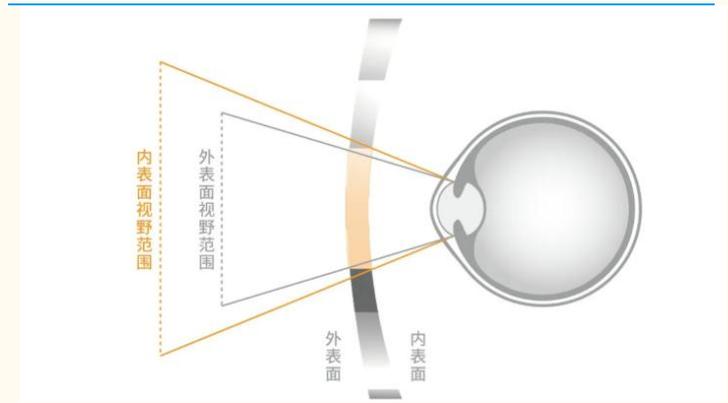
- 2021 年 6 月, 明月镜片发布的全新青少年近视管理镜片“轻松控”, 由明月镜片联合中国工程院庄松林院士团队共同推出。该镜片采用周边离焦眼轴控制 (C.A.R.D) 技术, 通过在镜片四周添加专为中国孩子定制的离焦量, 将周边区域成像控制在视网膜前 (膜前离焦), 从而起到抑制眼轴增长, 延缓孩子近视加深的作用。
- 明月“轻松控”镜片对镜片视像区域进行向鼻侧内偏设计, 符合中国孩子“长时间近距离用眼”和“眼镜内旋”的生理特点, 提升了佩戴的舒适度, 看近更轻松, 防控效果更好。
- “轻松控”镜片采用 Inner Carving 内雕 (内表面数码雕刻技术) 大视野工艺, 使得视野更宽阔, 耐用性更高。

图表 36: 明月镜片鼻侧内偏设计



来源: 明月镜片商户服务中心, 国金证券研究所

图表 37: Inner Carving 内雕大视野工艺



来源: 明月镜片商户服务中心, 国金证券研究所

- 与国外品牌镜片相比, 明月“轻松控”具有价格实惠和更加符合中国孩子生理特点的设计理念等优点, 未来有望在离焦镜市场实现国产替代。目前国内离焦镜片产品以进口品牌为主, 包括蔡司的成长乐、依视路的星趣控、豪雅的新乐学, 与国外品牌产品相比, 明月镜片价格优势明显。

### 投资建议

- 离焦镜产品经过多年发展, 具备验配简单、舒适度高、护理简便、价格实惠等优势, 我们看好其未来市场成长前景, 较早进入离焦镜市场的公司具备先发优势、品牌壁垒以及渠道优势, 未来具有较大发展潜力。我们认为随着国内企业离焦镜产品的推出, 考虑其定价优势, 未来有望实现国产替代。
- 我们看好提供离焦镜等眼视光服务的医疗服务机构。考虑到离焦镜的销售渠道与传统框架眼镜、OK 镜的销售渠道有一定程度的重合, 因此具备传统框架眼镜及 OK 镜销售服务的眼科医疗服务终端有望受益。
- 重点公司: 爱尔眼科、爱博医疗、明月镜片等。

### 风险提示

- 销售推广可能不及预期的风险;
  - 离焦镜片相对于普通眼镜片价格较为昂贵, 并且消费者对于其防控效果了解较少, 如果产品未能有效的普及, 不能有效提高产品的渗透率, 可能存在产品销售不及预期风险。
- 行业竞争加剧的风险;
  - 目前国内离焦镜市场仍被进口品牌产品占据, 随着 2021 年爱博医疗推出普诺瞳、明月眼镜推出轻松控等离焦镜产品, 同时, 国内离焦镜产品不断进入市场, 行业可能面临竞争加剧的风险。
- 国产替代不及预期的风险;
  - 蔡司的成长乐等进口品牌产品较早进入国内市场, 有较强的品牌力以及渠道优势, 并且在消费者中形成了良好的口碑, 国产品牌产品可能短期内难以与其竞争, 提示国产替代不及预期的风险。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；  
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；  
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402