

欧普康视（300595.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年6月29日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	10.36
总市值	92.75亿
PE-TTM	19.93
PB-MRQ	1.83

估值结果

价值	120.19亿
DDM估值	上行空间 30%
状态	偏低估
价值	115.99亿
动态估值	上行空间 25%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

欧普康视是国内首家上市的眼视光科技企业，公司专注于眼健康和近视防控技术与服务，聚焦于以角膜塑形镜为核心产品的硬性角膜接触镜的研发与销售，是目前国内及全球领先的角膜塑形镜企业。

公司的护城河良好，作为国内领先的眼视光企业，多年来积极布局眼科连锁机构，不仅构建了较强的线下渠道优势与便利性，更积累了高品牌知名度，形成了坚实的竞争壁垒。公司的产业格局良好，从眼视光市场的发展趋势来看，未来随着国内产品逐渐成熟，公司预期取得国产红利。公司成长空间一般，当前国内眼视光产品竞争加剧，整体高增长态势趋缓，市场整体成长空间已受到一定限制，行业未来增长速度或将随之放缓。公司的盈利趋势一般，随着市场竞争的加剧，未来公司毛利率面临下行压力，盈利增长受限。

若以公司未来各产品线市占率达到稳态为测算基准，并结合市场空间的增量假设进行分析，可得出结论：公司当前估值处于偏低估水平。

我们区别于市场的观点

市场普遍认为以角膜塑形镜（下称“OK镜”）产品未来国内渗透率将对标美国水平，对公司盈利的预测也延续往年高增长惯性，采用线性外推的方式。不过，我们结合眼视光类产品在国内实际的普及度及行业现状分析后认为，公司OK镜产品未来的渗透率提升有限，因此对其营收增速做出了合理保守的估计。在此基础上得出结论：公司当前估值处于偏低估水平。

风险提示

受国内下游消费意愿不足的影响，公司所处的眼视光行业未来需求或将受到一定制约，公司未来的营收存在低于预期的风险。公司核心产品为OK镜，未来在国内的渗透率存在不达预期风险，进而可能对公司业绩产品不利影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 营销强度	5
3.2 人力资源密集度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	14
6.3 DDM估值	14
6.4 估值确定性	14

图表目录

图1：预测2026年收入占比	5
图2：预测2026年毛利占比	5
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	10
表2：公司整体业绩预测	12
表3：公司分业务业绩预测	13
表4：公司整体及分业务动态估值	14
表5：公司整体及分业务DDM估值	14

1. 基本信息

欧普康视是国内首家上市的眼视光科技企业，公司专注于眼健康和近视防控技术与服务，聚焦于以角膜塑形镜为核心产品的硬性角膜接触镜的研发与销售，是目前国内及全球领先的角膜塑形镜企业。公司的主要业务分为“视光产品”和“视光服务”两大板块，发展战略为开发“全视光产品”和拓展“全年龄段视光服务”，通过整合产品与服务，为用户提供一站式、个性化视光服务方案。公司的产品包括硬性接触镜类及其护理产品、硬镜以外的其它视光产品、其它眼健康产品等。

2. 业务介绍

对于欧普康视公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

角膜塑形镜：

角膜塑形镜（Orthokeratology，简称OK镜）是一种采用特殊逆几何形态设计的硬性透气性角膜接触镜，属于物理性的近视矫正与控制手段。通过夜间睡眠时佩戴，利用镜片对角膜产生的轻柔压力、泪液的流体力学效应，逐步重塑角膜前表面形态，暂时降低角膜屈光力，使佩戴者白天无需佩戴任何眼镜即可获得清晰的裸眼视力；同时它能有效延缓青少年眼轴长度增长，是目前临床公认的近视防控核心手段之一。我们对该业务的市场界定为面向国内市场的角膜塑形镜业务。

框架镜：

公司业务中的框架镜，特指其功能性近视防控型框架镜（离焦镜），是公司全视光产品战略下的非硬镜类核心产品。该类产品是集减离焦+降对比度为一体的复合控近视管理镜片，模拟角膜塑形镜的近视防控原理，通过减少周边远视离焦实现近视进展控制，作为角膜塑形镜的替代补充方案，专门针对不适合、不愿意配戴硬性接触镜的近视人群。我们对该业务的市场界定为面向国内市场的框架镜业务。

护理产品：

公司业务中的护理产品，是专为硬性透气性接触镜（含角膜塑形镜、RGP、巩膜镜等）设计的配套专用护理类产品，包括硬性接触镜护理液、冲洗液、润滑液、专用清洁液等。我们对该业务的市场界定为面向国内市场的专用配套护理产品业务。

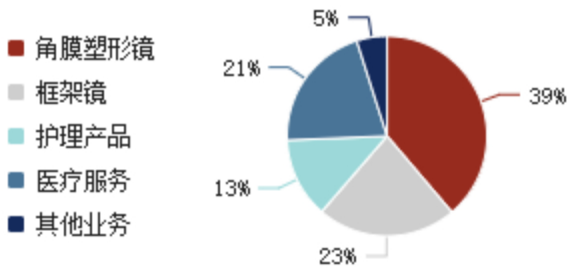
医疗服务：

公司医疗服务为专业眼视光服务，以社区化视光中心及眼科诊所为核心载体，提供区别于普通眼镜店零售的医疗级专业眼健康解决方案。提供眼科基础医疗检查、近视防控全流程服务、延伸眼健康服务等内容。我们对该业务的市场界定为面向国内市场的专业眼视光服务业务。

其他业务：

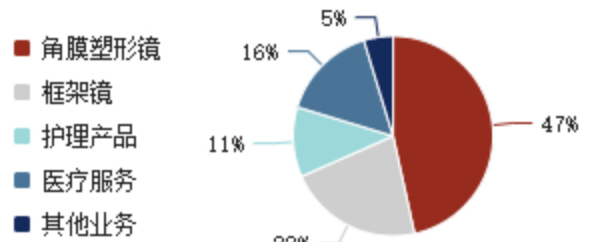
公司核心视光主业之外的多元化延伸业务，包括眼科延伸类产品、泛眼健康消费产品、跨界健康产品与服务、生命健康产业投资等内容。我们对该业务的市场界定为面向国内市场的其他业务。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

欧普康视作为国内角膜塑形镜及眼视光行业龙头，主要面向市场提供视光类产品及配套护理产品的研发产销、社区化专业视光服务两大业务实现盈利。公司在硬性接触镜领域的核心技术积累保证了在视光领域的持续产品创新与临床质量，持续为用户提供从近视防控到全眼健康的一站式专业服务。公司构建的“核心产品自研自产+‘自建+投资+加盟’社区视光终端扩张”模式，能够依托核心产品的技术壁垒整合全国视光终端资源，再通过标准化的技术、管理与产品体系输出反哺终端服务能力，同时通过产业基金布局眼健康上下游创新项目，实现产品、服务与产业生态的互利共赢。

3.1 营销强度



公司的产品及服务类市场知名度需要较高的营销行为支撑，2025年公司销售费率达到28%，营销强度较高。

3.2 人力资源密集度



公司业务开展需要视光行业的专业人员及大量的销售人员参与，对人力资源密集度的要求较高。2025年公司人均创收49.6万元，人均薪酬11.67万元。单位收入薪酬较高，人力资源密集度较高。

3.3 客户集中度



公司下游客户为视光类产品的机构及个人用户，客户集中度低。前五大客户仅占公司营业收入的7.04%。

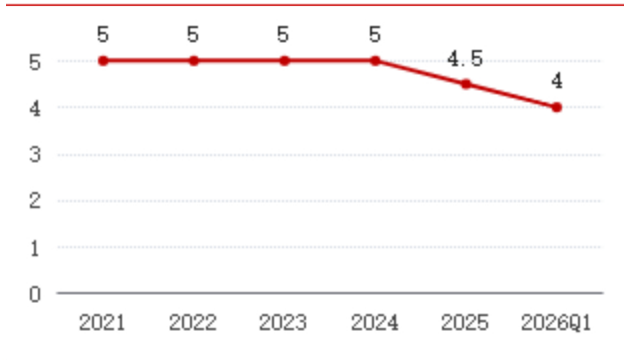
4. 历史经营绩效

欧普康视作为眼视光类行业龙头，在行业内深耕多年，整体盈利能力较强。随着眼视光行业高增长逐渐放缓，公司成长能力近年来出现下滑。公司现金流维护良好，占款能力不佳，业务控制力总体良好；往年股东回报评级良好，近年来随着公司营收增长放缓而有所下降。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



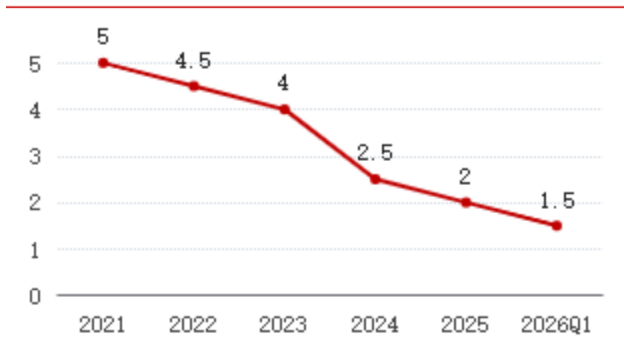
数据来源：公司财报，壹评级

过去公司盈利能力处于优秀水平，近年来出现小幅下滑。从财务数据看，公司2023年至2025年三年营业利润率分别为49.26%、40.76%和34.91%，高于行业水平。公司毛利率维持高位，三年销售毛利率分别为74.78%、73.46%和72.46%，产品利润空间相对稳定。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



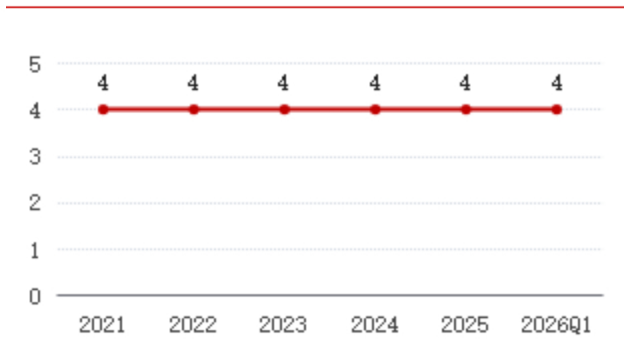
数据来源：公司财报，壹评级

从公司往期表现分析，公司成长能力从2022年开始即发生下滑，主要受疫情后消费需求持续减弱所致。而随着2023年以后医疗行业的整顿，公司营收增速进一步放缓，2025年营收仅增长2.62%，成长能力大幅下滑。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



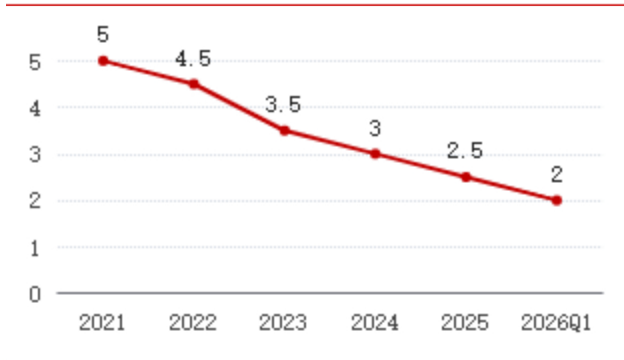
数据来源：公司财报，壹评级

公司历年经营性现金流表现良好，经营性现金流/营业总收入在2023年至2025年分别为41.64%、37.76%和39.23%，显著高于行业水平。公司占款能力不佳，净占款占净资产比重在2023年至2025年分别为-4.21%、-3.57%和-3.36%，低于行业平均水平。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2023年，公司股东回报评级有所回落，伴随角膜塑形镜集采落地冲击主业盈利能力及经营性现金流承压，公司适当降低了现金分红金额，资金更多倾斜于终端渠道扩张与视光新品研发。2024年至2026年一季度，公司股东回报评级持续下行。在行业竞争加剧、公司业绩增速放缓的拖累下，公司股东回报力度进一步减弱，分红规模与回报意愿均降至近年低位。

5. 四维评级

作为国内眼视光行业龙头，公司凭借以角膜塑形镜为代表的视光类产品及社区化专业视光服务构建了技术护城河、线下渠道便利性与品牌知名度，护城河优秀。从视光类业务市场角度，未来随着行业竞争成熟，国产品牌后来居上，公司有望占据市场优势地位。另一方面，当前国内视光类产品竞争激烈，行业高增长趋缓，成长空间逐步受限，公司业绩增长面临一定挑战。此外，由于公司产品及服务高度依赖销售宣传，随着竞争加剧，利润率或将面临一定程度下滑，盈利趋势一般。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间依赖于眼视光行业市场规模与公司市占率的持续提升。结合当前行业竞争激烈、近视校正业务逐步兴起的背景分析，未来公司业务成长空间适中。

角膜塑形镜(3星)：

角膜塑形镜业务未来五年CAGR预期约为3.85%。公司角膜塑形镜业务的增长依赖于这一品类的近视校正产品在整个视光校正市场中的渗透率提升与公司在行业中市占率的提升。当前随着消费降级目标客户在近视校正方面的消费意愿受限，产品销量增长的同时，单价有所下滑。另一方面OK镜未来预期市占率相较当前具备翻倍潜力，因此市场增长依然可期。总体来说，公司业务成长空间一般。

框架镜(3.5星)：

框架镜业务未来五年CAGR预期约为5.54%。由于离焦镜从功能性上部分取代角膜塑形镜，且价格相对较低，因此公司框架镜业务市场随着下游消费者对近视校正支出意愿的下降反而提升。因此，框架镜的成长空间相对角膜塑形镜更强。

护理产品(2.5星)：

护理产品业务未来五年CAGR预期约为6.60%。作为角膜塑形镜的互补产品，公司护理产品的业绩增长和角膜塑形镜的业绩增长密切相关。不过由于护理产品的可选替代品更多，预期中长期成长空间略低于角膜塑形镜等产品。

医疗服务(2.5星):

医疗服务业务未来五年CAGR预期约为9.05%。随着公司积极布局的视光服务网点逐步成型，未来公司医疗服务业务的增长可期。然而，眼视光服务行业的竞争已经高度饱和，公司在这一方向上的体量相对较小，市场占有率预期不会发生明显变化，成长空间一般。

5.2 盈利趋势



公司各核心产品或服务随着日渐激烈的价格竞争，整体利润水平受限。结合目前国内的行业发展趋势，未来定价下行或将长期存在，盈利趋势预期一般。

角膜塑形镜(2.5星):

公司角膜塑形镜的毛利率水平相对较高。然而从行业整体的定价趋势上看，未来公司核心OK镜产品的价格或将随着行业竞争的日益加剧与下游需求逐渐收窄而下滑。短期内经壹评级调整后的ROE水平高于40%，长期盈利趋势一般。

框架镜(2.5星):

公司框架镜业务的毛利率水平相对较高。然而从行业整体的定价趋势上看，未来公司离焦镜产品的价格或将随着行业竞争的日益加剧而下滑。短期内经壹评级调整后的ROE水平高于30%，长期盈利趋势一般。

护理产品(2.5星):

公司护理产品的毛利率水平低于核心产品。从眼视光核心产品的互补品角度分析，公司未来或将通过降价促销等手段提升用户对于OK镜配套消耗品的长期粘性，进而占据更高的市场份额。在此过程中，护理产品的盈利能力有所受限。短期内经壹评级调整后的ROE水平为24%左右，长期盈利趋势一般。

医疗服务(2.5星):

公司眼视光医疗服务的利润水平相较于产品更低。公司核心服务对应市场的竞争激烈，利润空间受限。因此，公司医疗服务的盈利能力相对受限。短期内经壹评级调整后的ROE水平为22%左右，长期盈利趋势一般。

5.3 产业格局



本行业对于新进入者存在品牌和线下渠道的限制：一方面，视光类产品在下游客户之间存在一定的口碑效应，会间接影响首次选择品牌的意愿；另一方面，一旦选择了某一品牌的产品并取得一定的近视矫正成效，则会对后续产品和配套互补品的选择具备很强的惯性。这些因素需要行业内公司通过营销、技术迭代等手段持续维持自身影响力，构建行业壁垒。上游供应商的销量和公司所在行业高度绑定，对行业中的公司依赖较强。下游则主要面对个人消费者提供视光校正服务。行业技术路线迭代清晰，公司整体产业格局相对良好。

角膜塑形镜(3.5星):

公司角膜塑形镜主要面向消费者，客户集中度分散，公司无上游行业垂直一体化威胁。公司作为国内视光龙头深耕相关领域多年，在角膜塑形镜的细分里具备一定的市场优势。行业技术变革风险低，品类替代风险中等（主要为框架镜业务的替代），公司产业格局良好。

框架镜(3星):

公司框架镜主要面向消费者，客户集中度分散，公司无上游行业垂直一体化威胁。公司深耕相关领域多年，在离焦镜的细分里具备一定的市场优势。行业技术变革风险较低，品类替代风险中等（主要为角膜塑形镜业务的替代），公司产业格局良好。

护理产品(4星):

公司护理产品主要面向消费者，客户集中度分散，公司无上游行业垂直一体化威胁。公司深耕相关领域多年，在护理产品的细分里具备一定的市场优势。行业技术变革风险低，品类替代风险低，公司产业格局优秀。

医疗服务(3.5星):

公司医疗服务主要面向眼科患者，客户集中度分散，公司无上游行业垂直一体化威胁。公司具备上游优势、一体化程度高，在眼视光服务的细分里具备一定的市场优势。行业技术变革风险低，品类替代风险低，公司产业格局良好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，相较于国内其他眼视光产品企业，在品牌、线下渠道等方面具有显著优势。公司积极布局视光类医疗服务网点、增加视光服务终端数量，提升市场知名度。公司的ROE从2021年至2025年分别为28.3%、25.74%、15.58%、12.69%和10.03%，和下游需求下行挂钩。从长远看，随着下游消费者（尤其是青少年）日益提高的对近视的关注度，与公司产品线的成熟完善，看好ROE水平向高点回归。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
角膜塑形镜	(4.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为41.9%，ROIC为39%，表现优秀。该业务市占率9.28%左右，在角膜塑形镜品牌排名前三。公司的业务控制力为4星。未来公司将会依托产品的高知名度与高性价比进一步确立自身优势，护城河很宽。	(4.5星) 角膜塑形镜业务护城河由品牌、线下渠道及技术构成。公司作为视光行业龙头，品牌知名度很高，合作网点遍布国内各省市，且数量持续增加，线下渠道便利度很高。公司深耕OK镜技术多年，具备一定的技术储备。未来该业务的品牌和渠道优势将会增强，从长期看，行业的技术优势或将整体被拉平。
框架镜	(3星) 经壹评级调整后该业务ROE为30.7%，ROIC为28.1%，表现优秀。该业务市占率2%左右，在框架镜品牌排名前十。公司的业务控制力为4星。未来公司将会依托产品的高性价比进一步确立自身优势，护城河较宽。	(4星) 框架镜业务护城河由线下渠道构成。公司作为视光行业龙头，合作网点遍布国内各省市，且数量持续增加，线下渠道便利度很高。未来该业务的渠道优势将会维持。
护理产品	(4星) 经壹评级调整后该业务ROE为23.6%，ROIC为21.6%，表现优秀。该业务市占率17%左右，在视光类护理产品中排名第一。公司的业务控制力为4星。未来公司将会依托产品的高知名度和高性价比进一步确立自身优势，护城河较宽。	(4.5星) 护理产品业务护城河由品牌构成。公司作为视光行业龙头，品牌知名度很高。未来该业务的品牌优势将会增强。
医疗服务	(3星) 经壹评级调整后该业务ROE为21.9%，ROIC为20.0%，表现良好。该业务市占率0.7%左右，在医疗服务行业排名中等。公司的业务控制力为4星。未来公司将会依托产品的高性价比进一步确立自身优势，护城河较宽。	(3星) 医疗服务业务护城河由品牌和线下渠道构成。公司作为视光行业龙头，品牌知名度很高，布局的医疗服务网点遍布国内各省市，且数量持续增加，线下渠道便利度很高。未来该业务的品牌和渠道优势将会维持。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

作为国内眼视光行业龙头，通常市场依据国内角膜塑形镜的渗透率持续提升至发达国家中极高渗透率水平，取得极为乐观的公司营收增长预期。我们结合国内眼视光行业的实际情况，结合公司未来各业务的增长潜力，对欧普康视的各项关键指标进行综合分析，构建估值模型后认为，欧普康视未来趋向于温和增长。当前公司估值处于偏低估水平。

6.1 核心假设及逻辑

细分公司核心业务，由角膜塑形镜、框架镜、医疗服务和护理产品构成，未来预测核心假设及逻辑如下：

对于角膜塑形镜业务：

收入假设：

1) 未来市场规模持续温和增长：公司角膜塑形镜市场规模主要依赖于角膜塑形镜（又称OK镜）的销量/出货量提升，预期未来稳态批发价口径市场规模约102.6亿元。

2) 稳态市占率提升空间大：公司业务竞争力较强，角膜塑形镜的金额市占率有望从现在的10%左右稳步提升，假设未来稳态达到15%，长期营收保持稳定增长。

盈利能力假设：

角膜塑形镜业务在眼科中属于相对高端业务，毛利率较高（约89.1%）。产品的市场竞争激烈，同时随着下游消费意愿的变化，对高性价比款式及以框架镜为代表的替代品的需求将增长，预计未来公司角膜塑形镜毛利率水平将会持续下降（至稳态约75.4%）。

对于框架镜业务：

收入假设：

1) 未来市场规模持续温和增长：以离焦镜为衡量标准的框架镜市场规模主要依赖于离焦镜的销量提升，预期未来稳态批发价口径市场规模约327.4亿元。

2) 稳态市占率存在小幅提升空间：业务市场竞争趋于稳定，公司离焦镜的金额市占率有望从现在的2.11%左右稳步提升，假设未来稳态达到4%，长期营收保持稳定增长。

盈利能力假设：

框架镜业务在眼科中属于相对较高利润率业务，毛利率约72.2%。相关产品的市场竞争激烈，产品价格带逐年下移，同时随着下游消费意愿的变化，市场对高性价比款式的需求将持续增长，预计未来公司框架镜毛利率水平将会持续下降（至稳态约57.62%）。

对于医疗服务业务：

收入假设：

1) 未来市场规模稳健增长：公司医疗服务业务主要以各网点提供的眼科医疗服务业务（以视光类服务为主）为统计类别，包含在相关服务网店销售的产品按零售价和批发价的差额计量的营收以及服务营收。预期未来公司医疗服务的稳态市场规模约617.9亿元。

2) 稳态市占率存在小幅提升空间：医疗服务市场较大，未来竞争格局相对稳定，公司业务市占率有望从现在的0.93%左右稳步提升，假设未来稳态达到2%，长期营收保持稳定增长。

盈利能力假设：

医疗服务业务的毛利率约为57.65%。目前随着市场需求的暂时性收缩，服务收费逐年下降。同时随着下游消费意愿的变化，市场比以往更趋向于高性价比眼科服务，预计未来公司医疗服务毛利率水平将会持续下降（至稳态约39.48%）。

对于护理产品业务：

收入假设：

1) 未来市场规模稳健增长：公司护理产品业务主要以公司销售的OK镜护理液、清洁液等产品为代表，预期未来公司护理产品业务的稳态市场规模约48.23亿元。

2) 稳态市占率存在小幅提升空间：护理产品业务市场空间较小，相关市场随着以OK镜为代表的互补品市场变化而变化，公司业务市占率有望从现在的0.93%左右稳步提升，假设未来稳态达到2%，长期营收保持稳定增长。

盈利能力假设：

护理产品业务的毛利率约为63.89%。目前随着OK镜市场需求的暂时性收缩，预期价格将会有所下滑。预计未来公司护理产品毛利率水平将会持续下降（至稳态约56.24%）。

表2：公司整体业绩预测

欧普康视	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	17.4	18.1	18.6	19.9	21.1	22.4	23.7	24.8
归母净利润(亿)	6.7	5.8	4.8	5.9	5.9	5.9	5.9	5.8
归母净利润增速(%)	6.9	-13.6	-17.4	24.4	0.2	-0.1	-0.3	-1.8
经营性净利润(亿)	6.4	5.5	4.8	6.2	6.2	6.2	6.2	6.1
经营性净利润增速(%)	4.1	-13.8	-13.3	29.8	0.2	-0.1	-0.3	-1.8
经营性归母净利润(亿)	5.9	5.1	4.2	5.9	5.9	5.9	5.9	5.8
经营性归母净利润增速(%)	6.3	-13.2	-16.9	39.8	0.2	-0.1	-0.3	-1.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

角膜塑形镜	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	8.2	7.6	7.4	7.7	8.1	8.4	8.8	8.9
收入增速(%)	7.1	-6.7	-2.9	4.5	4.4	4.3	4.3	1.8
经营性净利润(亿)	3.9	2.9	2.6	3.3	3.3	3.3	3.3	3.2
经营性净利率(%)	48.1	38.2	34.9	42.3	40.7	39.2	37.8	36.4
经营性净利润增速(%)	2.3	-26.0	-11.3	26.5	0.6	0.5	0.4	-2.1
框架镜	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3.5	3.5	4.2	4.5	4.8	5.1	5.5	5.8
收入增速(%)	70.8	2.3	19.5	6.8	6.7	6.7	6.7	6.6
经营性净利润(亿)	0.8	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
经营性净利率(%)	22.4	30.8	29.3	27.8	26.2	24.7	23.2	21.8
经营性净利润增速(%)	15.8	40.3	14.0	1.1	0.6	0.5	0.3	-0.0
护理产品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.6	2.6	2.4	2.6	2.8	2.9	3.1	3.3
收入增速(%)	-12.0	-2.3	-5.8	7.1	7.1	6.3	6.3	6.3
经营性净利润(亿)	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
经营性净利率(%)	23.0	22.9	22.2	23.8	23.1	22.4	21.7	21.0
经营性净利润增速(%)	-11.1	-2.8	-8.7	15.0	3.9	3.0	3.0	2.9
医疗服务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3.0	3.6	3.6	4.1	4.5	4.8	5.2	5.6
收入增速(%)	19.4	20.2	-0.3	14.2	8.1	7.9	7.7	7.5
经营性净利润(亿)	1.1	1.0	0.6	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
经营性净利率(%)	35.0	27.0	17.0	19.5	17.1	14.7	12.5	10.4
经营性净利润增速(%)	13.6	-7.3	-37.2	31.2	-5.5	-7.0	-8.5	-10.6
其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.1	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
收入增速(%)	37.5	609.1	21.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	0.1	-0.0	-0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
经营性净利率(%)	47.7	-3.6	-18.1	29.2	29.1	28.9	28.8	28.6
经营性净利润增速(%)	19.4	-153.7	-508.9	266.7	2.5	2.5	2.5	2.5

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
角膜塑形镜	5.2%	中等	较好	强	8.0%	17.88	3.3
框架镜	7.4%	中等	较好	较强	8.0%	16.25	1.3
医疗服务	5.5%	中等	较好	较强	8.3%	15.6	0.6
护理产品	4.9%	中低	较好	强	8.0%	15.13	0.7
其他业务	3.0%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	0.3
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
角膜塑形镜(亿)	13.2	42.7	55.9	7.7	1.9	1.7	63.4
框架镜(亿)	4.6	15.2	19.7	4.4	1.1	1.0	24.0
医疗服务(亿)	1.4	6.6	8.0	3.8	1.0	0.9	11.6
护理产品(亿)	2.0	7.8	9.8	2.5	0.6	0.6	12.3
其他业务(亿)	1.1	2.6	3.7	1.0	0.2	0.2	4.7
公司整体测算(亿)	22.2	74.8	97.0	19.4	4.8	4.4	116.0

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
角膜塑形镜(亿)	30.7	26.5	57.2	7.7	1.9	1.7	64.7
框架镜(亿)	11.0	11.8	22.7	4.4	1.1	1.0	27.0
医疗服务(亿)	3.8	2.6	6.3	3.8	1.0	0.9	10.0
护理产品(亿)	5.5	4.8	10.3	2.5	0.6	0.6	12.9
其他业务(亿)	2.7	1.9	4.6	1.0	0.2	0.2	5.6
公司整体测算(亿)	53.7	47.5	101.2	19.4	4.8	4.4	120.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值关键假设数据主要依赖公司财报以及国家公开发布的医疗疾病统计数据与人口数据等。其中，国家人口及疾病发病率统计为定期发布的滞后数据，更新频率较低。各类服务的市场规模统计则存在明显的统计口径差异与时滞性。对于估值假设的市场规模、市占率及服务价格等数据，则可能随着行业竞争加剧、新政策的出台而产生偏差。综上，我们认为公司的估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。