

营收增长超预期，剔除并表内生依旧强劲

——欧普康视 2019 一季报点评

增持|维持

事件:

公司公告 2019 年一季报，报告期内实现营业收入 1.21 亿元，较去年同期增长 56.74%；归母净利润 0.51 亿元，较去年同期增长 41.79%；扣非归母净利润 0.43 亿元，较去年同期增长 41.26%。

● 并表拉动营收高增长，费用上升致净利润率下滑

公司报告期内营业收入增速达 56.74%，远超净利润增速 41.79%，净利润率由 2018 年年报 45.76% 下降至 38.62%。这主要是因为公司投资入股了一些子公司并新建了一些营销服务终端，一方面收入体量快速扩大，另一方面销售费用和管理费用大幅上涨。其中销售费用率较 2018 年报上升 3.97pct，达到 20.37%，管理费用上升 0.98pct，达到 14.08%。

● 内生增长依旧强劲，DV 成重要增长点

通过草根调研，假设公司镜片销量增速为 20%--25%，DV 比梦戴维均价高 30%，梦戴维 AP 型号比 DF 型号均价高 15%，公司整体不考虑并表的提价幅度不低于 10%，则镜片销售收入增速为 35% 以上，内生增长依旧强劲。随着 2019 年 DV 销量占比由 2018 年不及 10% 提升至 2019 年目标占比 20%，公司有望维持该增长势头。

● 渠道扩张稳步推进，短期费用增加无碍长期趋势

公司注重渠道开发，较爱博诺德等竞争对手更具备渠道优势。除了已经进入 800 家医院销售外，公司开始逐步建立自营销售终端。目前，公司直销与经销比例已接近 1:1，整体毛利率得到提升，19 年一季度达 77.95%，较去年同比提升 3.22pct。尽管早期投入视光中心等自营渠道会产生亏损，费用上升拖累整体利润，但长远来看有利于抢占院外市场资源，符合眼科社区化的大趋势。

● 投资建议与盈利预测

公司是角膜塑形镜稀缺标的，行业增速呈加速状态。随着公司销售规模不断扩大，新品推动产品平均单价提升，预计公司 19-21 年营业收入为 6.78/9.51/12.66 亿元，归母净利润 3.01/4.14/5.55 亿元。略微调整 EPS 至 1.34 (-0.01) / 1.85 (-0.03) / 2.48 (-0.12) 元/股，对应 PE 为 41/30/22 倍，给予目标价 67.00 元，维持“增持”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧，视光中心落地失败，行业政策更迭等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	311.63	458.42	678.27	951.47	1266.42
收入同比 (%)	32.60	47.10	48.00	40.30	33.10
归母净利润(百万元)	150.86	216.24	301.07	414.28	555.38
归母净利润同比 (%)	32.30	43.30	39.20	37.60	34.10
ROE (%)	18.70	21.10	20.40	22.40	23.50
每股收益 (元)	0.67	0.96	1.34	1.85	2.48
市盈率(P/E)	82	57	41	30	22

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价: 55.00 元/67 元

目标期限: 6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 76.16 / 30.45

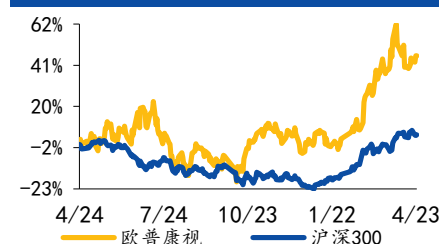
A 股流通股 (百万股): 137.82

A 股总股本 (百万股): 224.37

流通市值 (百万元): 7580.12

总市值 (百万元): 12340.58

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究--欧普康视 (300595) 2018 年年报点评: 业绩符合预期, 公司有望进入提价周期》
2019.04.03

《角膜塑形镜赛道扩容, 国产稀缺优“视”尽显》
2019.01.20

报告作者

分析师 金红

执业证书编号 S0020515090001

电话 021-51097188

邮箱 jinhong@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 黄卓

电话 021-51097188

邮箱 huangzhuo@gyzq.com.cn

营收增速超预期，并表因素占主导。公司报告期内实现营业收入 1.21 亿元，较去年同期增长 56.74%，超出市场预期。归母净利润 0.51 亿元，较去年同期增长 41.79%；扣非归母净利润 0.43 亿元，较去年同期增长 41.26%。公司持续并表子公司是营收增速加快的主要原因。一方面收入确认价格得到提高，此消彼长下母公司 19 年一季度收入增速为 26%，子公司收入增速为 146.19%。另一方面并表后子公司贡献了大量非角膜塑形镜业务的收入，如代理护理液、框架镜等。

净利润率下滑，未来几年有望逐步回升。公司整体净利润率较 2018 年年报下滑 7.14pct，至 38.62%。出现这种下滑主要是因为公司自 2018 年以来加快收购经销商并共同设立视光中心等营销终端，早期投入加大拖累利润增长。其中销售费用率较 2018 年报上升 3.97pct，达到 20.37%，管理费用上升 0.98pct，达到 14.08%。但考虑到视光中心的爬坡期一般为两到三年，预计公司未来几年内将逐步进入收获期，净利润率有望逐步回升。

图 1：欧普康视 19Q1 收入增速加快

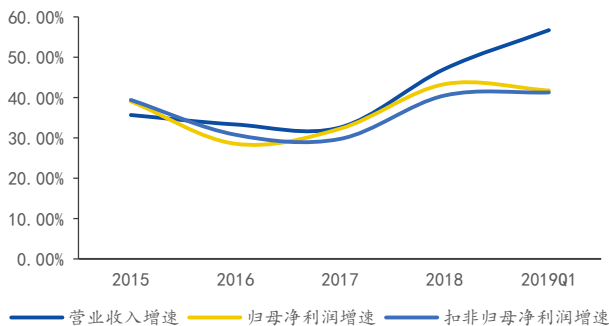
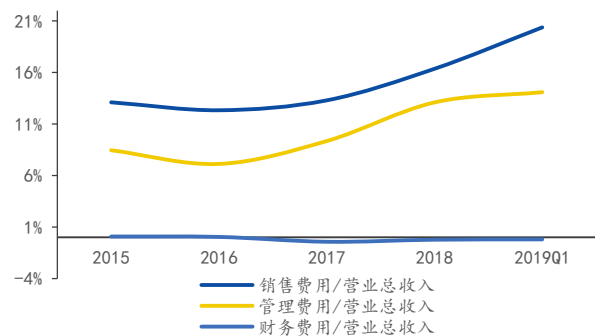


图 2：欧普康视销售费用/管理费用率提升较快



资料来源：Wind，国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

还原内生增长，公司已进入全面提价周期。根据此前草根调研结果，公司 19 年一季度镜片销量增速约为 20%--25%。考虑到新品 DV 单价比梦戴维高 30%，梦戴维 AP 型号比 DF 型号高 15%，按照目前 DV 占比 5%-10%，AP 和 DF 各占梦戴维销量一半，直销经销比接近 1:1 推算，公司较去年同期整体提价幅度不低于 10%。因此，公司角膜塑形镜片销售增速可达 35%以上，内生增长依旧强劲。随着 DV 的顺利推广，其占比有望在年内接近 20%，而 AP 型号替代 DF 仍有较大空间，公司已进入全面提价周期，内生增长具有持续性。

渠道扩展稳步推进，更加重视自营渠道建设。公司相较其他品牌具备更强渠道优势，目前公司已进入 800 多家医院销售，覆盖全国除西藏外所有省份。19 年公司更加注重直销团队建设和自营渠道搭建，目前公司直销比例已由 2018 年半年报时的 30% 提升至目前接近 50%，拉升了公司整体毛利率。另外，公司通过收购经销商等方法建设视光中心等自营渠道，拓展医院外市场，符合眼科社区化的大趋势，属行业先行者。

*国元持仓披露：

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	783.17	997.28	1375.79	1732.39	2225.30
现金	165.59	178.28	463.37	672.73	990.70
应收账款	37.58	76.13	85.48	119.91	159.60
其他应收款	9.78	9.81	14.87	20.85	27.76
预付账款	3.68	19.82	29.78	45.99	60.99
存货	19.13	48.91	50.99	71.59	94.94
其他流动资产	547.42	664.31	731.31	801.31	891.31
非流动资产	139.40	230.44	363.39	462.02	566.63
长期投资	4.25	1.22	1.62	1.82	2.07
固定资产	32.80	132.27	172.65	205.91	260.52
无形资产	7.47	8.05	8.05	8.05	8.05
其他非流动资产	94.89	88.90	181.07	246.24	295.99
资产总计	922.57	1227.72	1739.18	2194.41	2791.93
流动负债	105.12	138.27	201.53	282.88	375.61
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	13.53	21.39	26.51	37.23	49.37
其他流动负债	91.59	116.88	175.02	245.66	326.24
非流动负债	5.11	7.01	7.02	8.78	9.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	5.11	7.01	7.02	8.78	9.23
负债合计	110.23	145.28	208.55	291.66	384.84
少数股东权益	7.36	58.47	55.84	51.70	46.37
股本	124.31	224.37	403.87	403.87	403.87
资本公积	453.63	380.82	380.82	380.82	380.82
留存收益	227.04	418.77	690.09	1066.35	1576.03
归属母公司股东权益	804.98	1023.97	1474.79	1851.05	2360.73
负债和股东权益	922.57	1227.72	1739.18	2194.41	2791.93

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	144.71	148.52	224.60	303.68	411.18
净利润	148.59	209.77	298.44	410.14	550.04
折旧摊销	6.44	9.99	11.62	18.74	30.39
财务费用	-1.67	-1.90	0.00	0.00	0.00
投资损失	-12.76	-25.24	-52.00	-60.00	-85.00
营运资金变动	3.28	-42.88	-36.83	-67.97	-85.12
其他经营现金流	0.84	-1.23	3.37	2.78	0.87
投资活动现金流	-592.32	-140.21	-89.27	-58.06	-47.97
资本支出	-62.66	-35.24	-133.45	-122.01	-136.17
长期投资	-546.00	-137.32	-2.07	-0.56	-0.80
其他投资现金流	16.34	32.35	46.25	64.51	89.00
筹资活动现金流	383.64	4.38	149.76	-36.26	-45.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	73.31	100.06	179.50	0.00	0.00
资本公积增加	390.10	-72.80	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-79.77	-22.87	-29.74	-36.26	-45.25
现金净增加额	-63.97	12.69	285.08	209.36	317.96

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	311.63	458.42	678.27	951.47	1266.42
营业成本	74.13	100.93	148.88	209.04	277.22
营业税金及附加	4.36	6.35	8.82	12.37	16.46
营业费用	41.40	74.96	125.48	178.88	238.09
管理费用	18.72	47.15	91.57	128.45	170.97
财务费用	-1.33	-1.05	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1.63	1.79	6.67	2.09	2.90
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.01	0.02	0.00
投资净收益	12.76	25.24	52.00	60.00	85.00
营业利润	179.01	245.29	354.54	487.67	654.27
营业外收入	0.02	0.76	0.76	0.60	0.60
营业外支出	0.11	0.14	0.01	0.01	0.05
利润总额	178.91	245.90	355.29	488.26	654.82
所得税	30.32	36.13	56.85	78.12	104.77
净利润	148.59	209.77	298.44	410.14	550.04
少数股东损益	-2.27	-6.47	-2.63	-4.14	-5.34
归属母公司净利润	150.86	216.24	301.07	414.28	555.38
EBITDA	169.06	226.19	315.14	441.48	594.07
EPS (元)	0.67	0.96	1.34	1.85	2.48

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	32.6	47.1	48.0	40.3	33.1
营业利润(%)	36.2	37.0	44.5	37.6	34.2
归属母公司净利润(%)	32.3	43.3	39.2	37.6	34.1
获利能力					
毛利率(%)	76.2	78.0	78.1	78.0	78.1
净利率(%)	48.4	47.2	44.4	43.5	43.9
ROE(%)	18.7	21.1	20.4	22.4	23.5
ROIC(%)	21.1	20.8	24.4	29.4	34.0
偿债能力					
资产负债率(%)	11.9	11.8	12.0	13.3	13.8
净负债比率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	7.45	7.21	6.83	6.12	5.92
速动比率	7.23	6.72	6.43	5.71	5.51
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.43	0.46	0.48	0.51
应收账款周转率	10.10	8.06	8.39	9.26	9.06
应付账款周转率	5.64	5.78	6.22	6.56	2.33
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.96	1.34	1.85	2.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.66	1.00	1.35	1.83
每股净资产(最新摊薄)	3.59	4.56	6.57	8.25	10.52
估值比率					
P/E	81.80	57.07	40.99	29.79	22.22
P/B	15.33	12.05	8.37	6.67	5.23
EV/EBITDA	39.46	53.77	37.69	26.43	19.11

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188