



投资评级：买入(维持)

欧普康视(300595)

目标价:44.4 元

内生外延量价结构多重驱动力，业绩持续靓丽

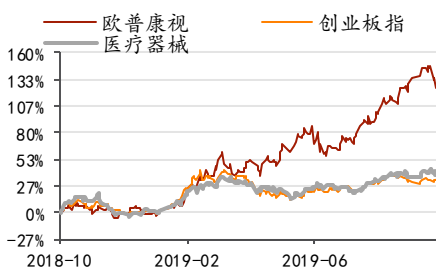
市场数据 2019-10-25

收盘价(元)	47.77
一年内最低/最高(元)	30.52/61.80
市盈率	68.9
市净率	15.47

基础数据

净资产收益率(%)	23.59
资产负债率(%)	11.8
总股本(亿股)	4.04

最近 12 月股价走势



联系信息

沈瑞	分析师
SAC 证书编号: S0160517040001	021-68592283
shenr@ctsec.com	
张文录	分析师
SAC 证书编号: S0160517100001	
zhangwenlu@ctsec.com	

相关报告

- 1 《欧普康视(300595):内生外延双轮驱动业绩靓丽，全面打造眼视光生态圈》 2019-08-30
- 2 《欧普康视(300595):一季报超预期，行业赛道优秀竞争无忧》 2019-04-26
- 3 《欧普康视(300595):行业高景气下量价齐升，外延强化护城河，竞争无忧》 2019-04-08

● 内生外延量价结构多重驱动力，业绩持续靓丽

公司前三季度营业收入 4.85 亿(+46.9%)，增速较去年同期下降 1.5pp，较去年底持平，较上半年减少 4pp，营业收入增速维持高位，较上半年略有下降，收入端下降与并购经销商增速下降有关，从母公司收入占并表收入比例 69%来看，与上半年持平。母公司营收 3.35 亿(+30.2%)，符合我们的预期，与上半年增速持平。母公司增长主要由于镜片量高速增长，dream vision 比例的提高，预计梦戴维和 DV 出厂价变化不大。并表整体增速更快主要是投资经销商渠道的快速推进带来的价值链延伸、销售渠道加强和外延增长，外延增长包括框架镜销售等。

前三季度归母净利润 2.29 亿(+38.6%)，增速较上半年下降 1pp，基本持平。扣非净利润 2.02 亿(+39.42%)，增速较去年同期、去年底、上半年均持平，平稳高速增长。利润端延续之前高增长状态处于历史高位，母公司营业利润(不含投资收益)增长 33%，与收入持平，利润端增速上台阶的母公司之外的动力来自销售价值链延伸，在经销转直销速度放缓的情况下，自营零售占比提升可能是新动力。

● 产品结构优化提升毛利率，并渠道放缓销售管理费用率回落

前三季度毛利率 80.0%，较上半年增加近 2pp，主要是由于 dream vision 占比提升，以及高毛利的角膜镜增速快于低毛利的护理产品导致。销售费用率 18.61%（较去年全年增加 2.3pp，较上半年下降 2.6pp），主要由于公司并入大量销售渠道公司，因此承担的销售人员薪酬、销售费用、新设公司的租赁装修导致，且今年并入速度放缓导致三季度销售费用率下降。管理费用率达到 9.14%（较去年全年下降 1pp）主要为新增并入公司的装修费增加放缓导致。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.74 元、1.10 元、1.59 元，对应 PE 分别为 64.3 倍、43.4 倍、30.0 倍。维持公司“买入”评级。给予目标价 44.4 元。

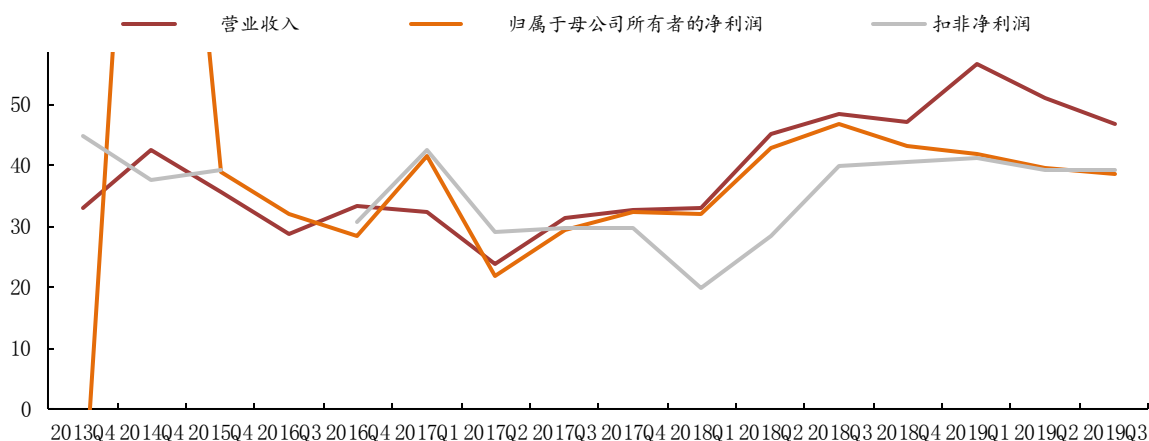
风险提示:行业竞争加剧

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	311.63	458.42	668.95	986.41	1434.37
增长率	32.6%	47.1%	45.9%	47.5%	45.4%
归属母公司股东净利润(百万)	150.9	216.2	300.2	444.3	643.8
增长率	32.3%	43.3%	38.8%	48.0%	44.9%
每股收益(元)	0.37	0.54	0.74	1.10	1.59
市盈率(倍)	127.9	89.2	64.3	43.4	30.0

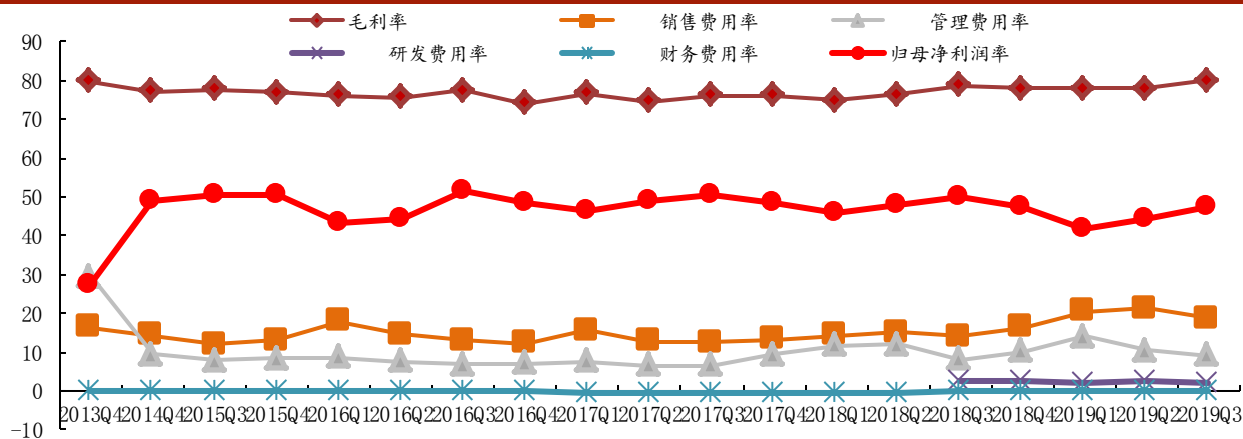
数据来源:贝格数据,财通证券研究所

图 1：收入、归母净利润、扣非净利润累计同比增速



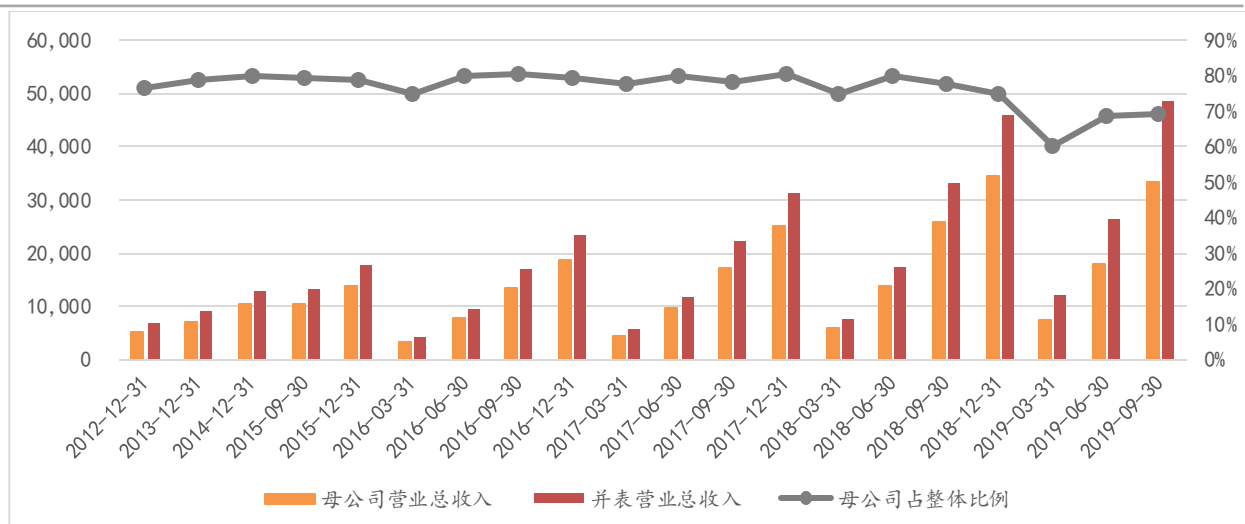
数据来源：财通证券研究所

图 2：各季度毛利率、销售费用率、管理费用率情况



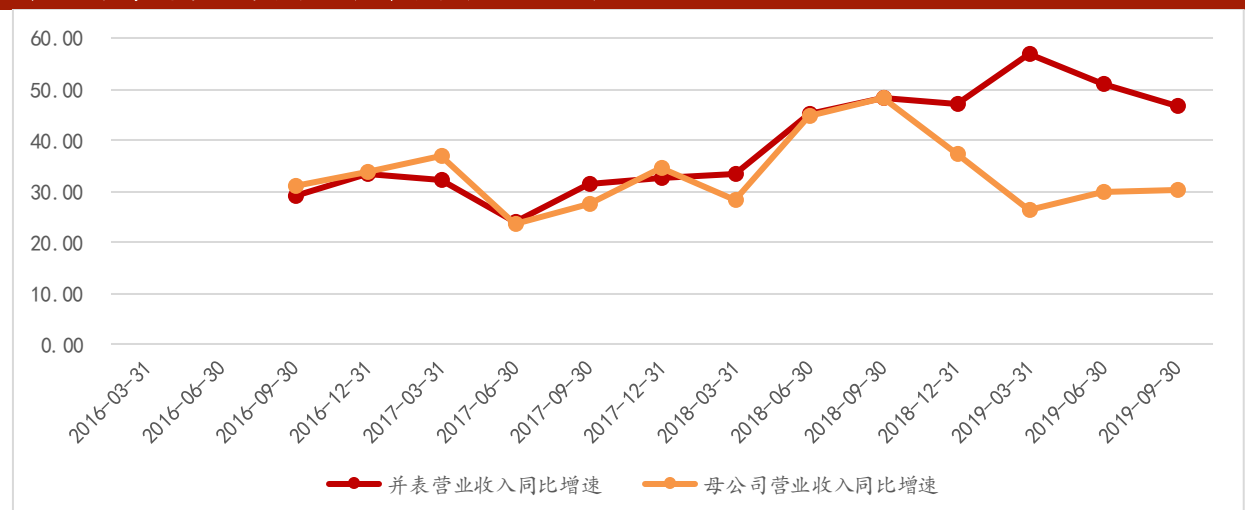
数据来源：财通证券研究所

图 3：各季度母公司报表、合并报表营业收入及占比



数据来源：财通证券研究所

图 4：各季度母公司报表、合并报表营业收入增速



数据来源：财通证券研究所

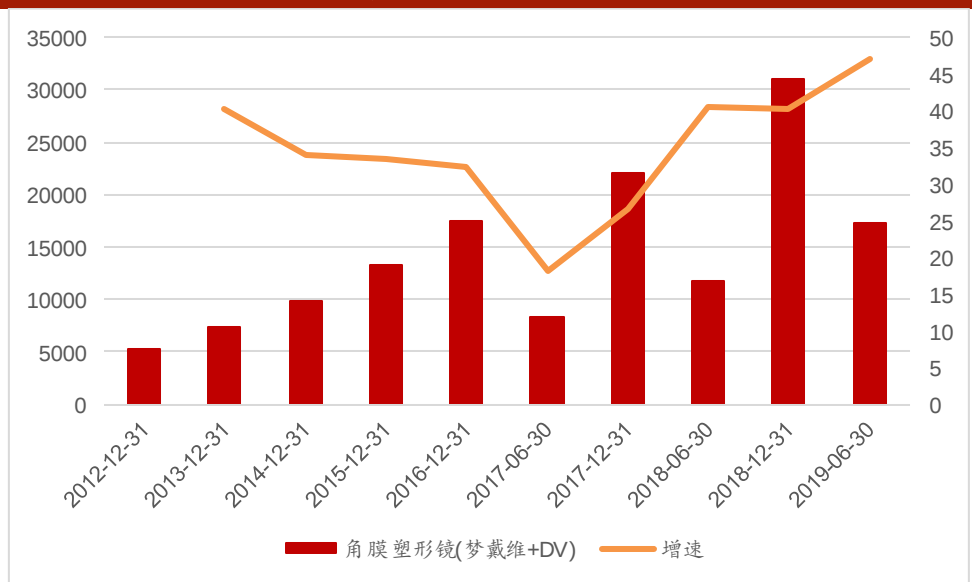
近期政策促进，一是近视防控政策层级高、目标明确、问责制，指南给力；二是贸易战对美产品加税，长期政策促进进口替代；三是不受医保控费带量采购影响。长期逻辑主要有儿童消费升级，生育放开长期促进；行业空间很大，增速高。长期来看，尽管有阿托品、其他竞争对手的进入，行业竞争可能会更加激烈，但由于行业景气度很高，预计新的进入者对公司影响非常有限。

● 细分业务来看，角膜镜增速进一步提高

细分业务来看，核心产品角膜镜增 47%，较去年同期增加 7pp，增速明显提高，

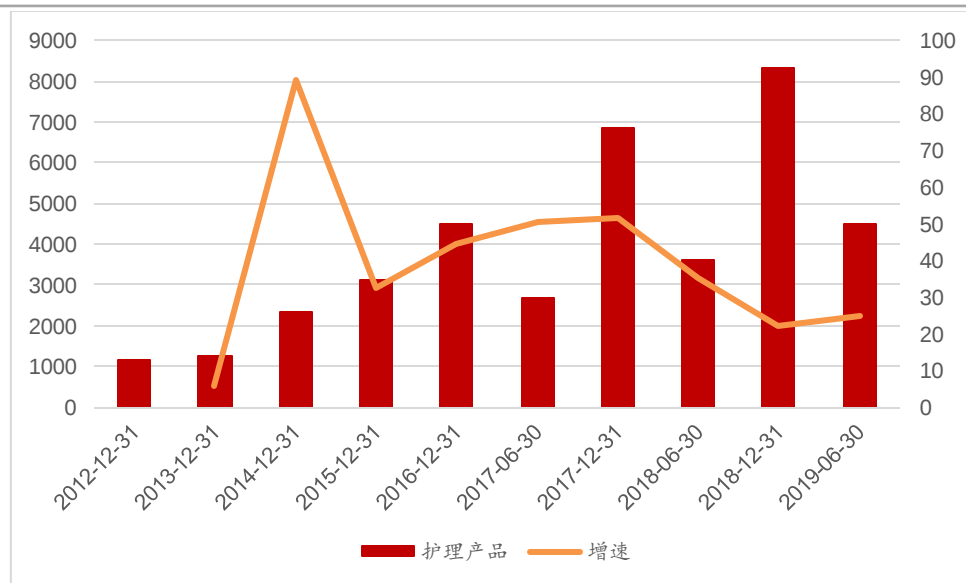
主要由于销量增速加快,渠道壮大,DV 占比提高等因素导致。护理用品增速 24.8%,较去年同期下降 10pp。随着公司镜特舒系列新产品的放量和新基地下半年投产,未来增速有望提高恢复。框架镜销售业务近年来一直处于爆发式增长状态中,主要是外延销售渠道等因素导致。

图 5：细分业务-角膜镜(梦戴维+DV)营收及增速



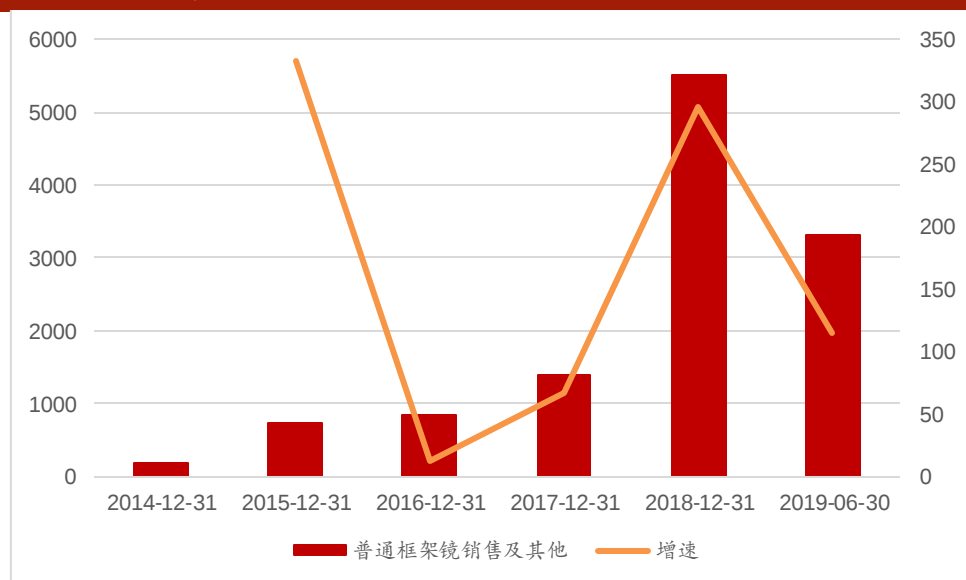
数据来源：财通证券研究所

图 6：细分业务护理用品营收及增速



数据来源：财通证券研究所

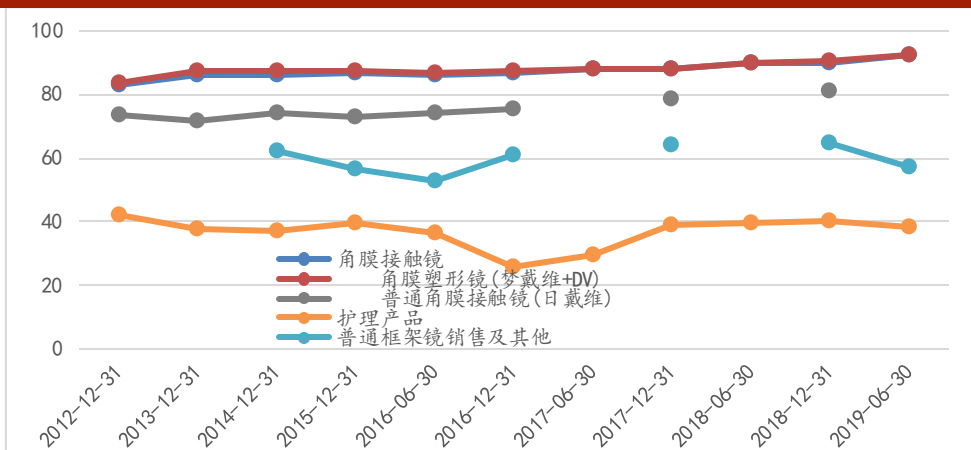
图 7：细分业务框架镜营收及增速



数据来源：财通证券研究所

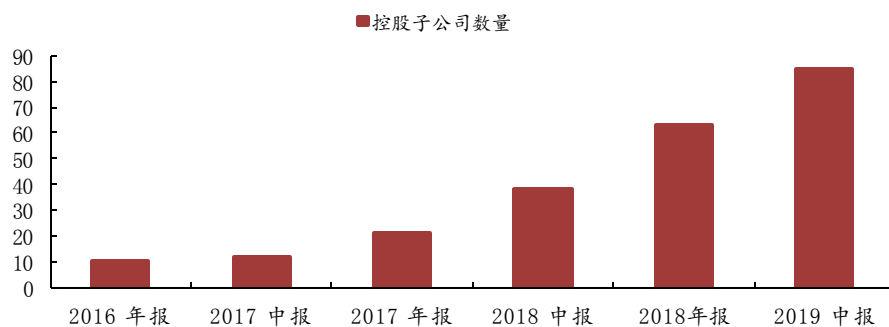
从细分业务毛利率来看，核心产品角膜镜毛利率 78.05%，较去年同期增加 1.5pp，主要是 DV 占比提高导致。护理产品毛利率较低，基本持平。框架镜销售毛利率波动较大，下降不少。

图 8：各项细分业务毛利率



数据来源：财通证券研究所

图 9：16 年以来子公司数量增长情况



数据来源：财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	311.63	458.42	668.95	986.41	1434.37	成长性					
减:营业成本	74.1	100.9	135.1	201.7	294.9	营业收入增长率	32.6%	47.1%	45.9%	47.5%	45.4%
营业税费	4.4	6.3	9.4	13.8	20.1	营业利润增长率	36.2%	37.0%	45.4%	47.2%	44.7%
销售费用	41.4	75.0	127.1	187.4	272.5	净利润增长率	32.3%	43.3%	38.8%	48.0%	44.9%
管理费用	29.1	47.1	76.9	113.4	165.0	EBITDA 增长率	31.8%	46.3%	35.3%	46.4%	44.7%
财务费用	-1.3	-1.1	-6.1	-10.8	-14.4	EBIT 增长率	32.1%	45.3%	38.8%	46.7%	44.9%
资产减值损失	1.6	1.8	6.0	10.0	12.0	NOPLAT 增长率	33.9%	41.2%	39.6%	46.7%	44.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	733.5%	36.8%	-32.6%	47.1%	-2.2%
投资和汇兑收益	12.8	25.2	36.0	54.0	75.0	净资产增长率	157.1%	33.2%	42.7%	24.0%	27.9%
营业利润	179.0	245.3	356.6	524.8	759.4	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	0.6	-0.5	-0.4	-0.7	毛利率	76.2%	78.0%	79.8%	79.5%	79.4%
利润总额	178.9	245.9	356.1	524.4	758.7	营业利润率	57.4%	53.5%	53.3%	53.2%	52.9%
减:所得税	30.3	36.1	60.5	89.2	129.0	净利率	48.4%	47.2%	44.9%	45.0%	44.9%
净利润	150.9	216.2	300.2	444.3	643.8	EBITDA/营业收入	57.3%	56.9%	52.8%	52.4%	52.2%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	55.8%	55.1%	52.4%	52.1%	51.9%
货币资金	165.6	178.3	936.7	1,032.6	1,586.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	37	65	73	52	37
应收账款	46.8	76.1	76.3	161.9	190.8	流动营业资本周转天数	298	469	280	176	146
应收票据	0.6	-	2.7	0.5	3.6	流动资产周转天数	609	699	659	602	537
预付账款	3.7	19.8	9.0	21.6	29.3	应收账款周转天数	41	48	41	43	44
存货	19.1	48.9	18.8	89.4	78.8	存货周转天数	19	27	18	20	21
其他流动资产	547.4	674.1	407.3	543.0	541.5	总资产周转天数	739	844	789	700	611
可供出售金融资产	6.3	19.5	10.7	12.2	14.2	投资资本周转天数	409	588	389	262	213
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	4.2	1.2	4.2	7.2	10.2	ROE	18.7%	21.1%	20.1%	23.8%	26.6%
投资性房地产	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6	ROA	16.1%	17.1%	17.3%	20.4%	23.0%
固定资产	32.8	132.3	139.9	145.1	149.8	ROIC	194.6%	33.0%	33.7%	73.3%	72.2%
在建工程	75.4	4.1	34.1	59.1	79.1	费用率					
无形资产	7.5	8.0	7.6	7.4	7.3	销售费用率	13.3%	16.4%	19.0%	19.0%	19.0%
其他非流动资产	11.4	63.7	55.5	51.3	46.1	管理费用率	9.3%	10.3%	11.5%	11.5%	11.5%
资产总额	922.6	1,227.7	1,704.4	2,132.9	2,738.8	财务费用率	-0.4%	-0.2%	-0.9%	-1.1%	-1.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	22.2%	26.4%	29.6%	29.4%	29.5%
应付账款	60.0	21.4	74.9	95.5	136.8	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	11.9%	11.8%	9.4%	10.2%	10.6%
其他流动负债	45.1	116.9	79.6	116.8	146.1	负债权益比	13.6%	13.4%	10.3%	11.4%	11.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	7.45	7.21	9.39	8.71	8.59
其他非流动负债	5.1	7.0	5.3	5.8	6.0	速动比率	7.27	6.86	9.27	8.29	8.31
负债总额	110.2	145.3	159.7	218.1	289.0	利息保障倍数	-130.81	-239.69	-57.60	-47.49	-51.63
少数股东权益	7.4	58.5	53.8	44.8	30.7	分红指标					
股本	124.3	224.4	403.9	403.9	403.9	DPS(元)	0.06	0.08	0.11	0.16	0.24
留存收益	723.2	840.6	1,087.0	1,466.1	2,015.3	分红比率	17.3%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	812.3	1,082.4	1,544.7	1,914.7	2,449.8	股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	148.6	209.8	300.2	444.3	643.8	EPS(元)	0.37	0.54	0.74	1.10	1.59
加:折旧和摊销	6.4	10.0	2.8	3.2	3.7	BVPS(元)	1.99	2.54	3.69	4.63	5.99
资产减值准备	1.6	1.8	-	-	-	PE(X)	127.9	89.2	64.3	43.4	30.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	24.0	18.8	12.9	10.3	8.0
财务费用	-1.7	-1.9	-6.1	-10.8	-14.4	P/FCF	-47.6	-1,199.4	33.1	113.3	29.1
投资收益	-12.8	-25.2	-36.0	-54.0	-75.0	P/S	61.9	42.1	28.8	19.6	13.5
少数股东损益	-2.3	-6.5	-4.7	-9.0	-14.1	EV/EBITDA	32.3	40.5	52.0	35.3	23.7
营运资金的变动	-544.3	-115.8	326.1	-242.9	45.1	CAGR(%)	43.1%	44.3%	37.4%	43.1%	44.3%
经营活动产生现金流量	144.7	148.5	582.3	130.8	589.1	PEG	3.0	2.0	1.7	1.0	0.7
投资活动产生现金流量	-592.3	-140.2	4.9	19.2	44.7	ROIC/WACC	22.8	3.9	3.9	8.6	8.5
融资活动产生现金流量	383.6	4.4	171.2	-54.1	-79.8	REP	0.4	3.2	8.0	2.5	2.5

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证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理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。