

欧普康视(300595)/医疗器械

渠道覆盖面扩大, 角膜塑形镜持续保持快速增长

评级: 买入(维持)

市场价格: 41.12

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师: 谢木青

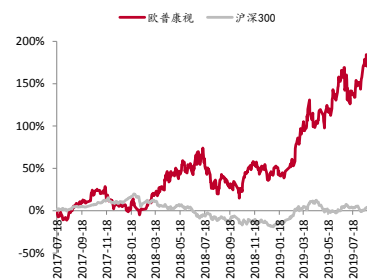
执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	403.87
流通股本(百万股)	248.08
市价(元)	41.12
市值(百万元)	16,607.28
流通市值(百万元)	10,200.91

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 欧普康视(300595): 角膜塑形镜行业持续高景气, 业绩保持快速增长

公司盈利预测及估值

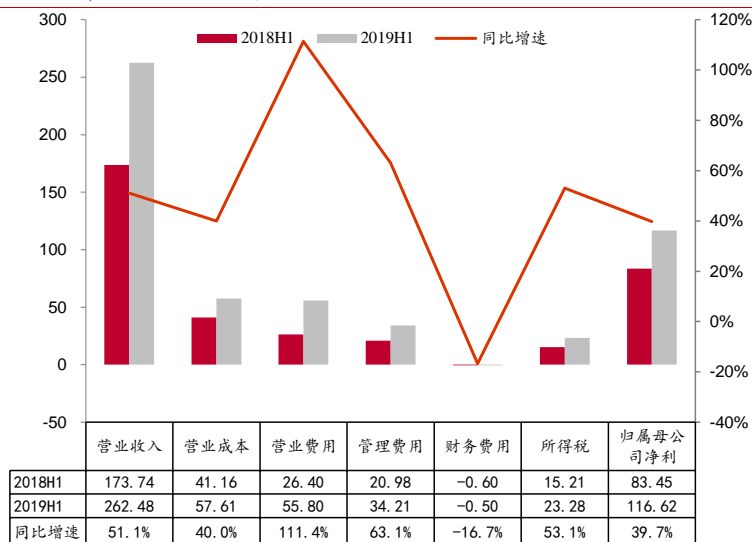
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	311.63	458.42	656.77	918.00	1248.49
增长率 yoy%	32.60%	47.10%	43.27%	39.78%	36.00%
净利润	150.86	216.24	294.46	400.93	538.44
增长率 yoy%	32.29%	43.34%	36.17%	36.16%	34.30%
每股收益(元)	0.37	0.54	0.73	0.99	1.33
每股现金流量	0.36	0.37	0.55	0.77	1.02
净资产收益率	18.74%	21.12%	22.17%	23.84%	24.97%
P/E	110.09	76.80	56.40	41.42	30.84
PEG	3.41	1.77	1.56	1.15	0.90
P/B	20.63	16.22	12.51	9.87	7.70

备注:

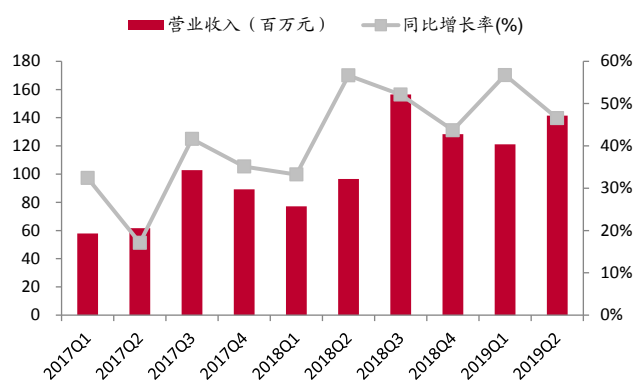
投资要点

- **事件: 公司公告 2019 年中报, 实现营业收入 2.62 亿元, 同比增长 51.08%, 归母净利润 1.17 亿元, 同比增长 39.75%, 扣非净利润 9787 万元, 同比增长 39.42%。**
- **渠道投入下角膜塑形镜保持快速增长, 高端产品占比提升带动毛利率的持续上升。**2019Q2 单季度实现收入 1.41 亿元, 同比增长 46.55%, 归母净利润 6611 万元, 同比增长 38.23%, 扣非净利润 5469 万元, 同比增长 37.99%, 在淡季下依然保持了较快速的增长, 我们认为主要是公司近年来对渠道加大投入带来产品终端覆盖面的扩大, 带动核心产品角膜塑形镜的快速增长。公司综合毛利率 78.05%, 同比提高 1.74pp, 主要是受角膜塑形镜高端产品上量影响; 费用率同比微幅提高 7.18pp, 整体净利率 41.51%, 同比下降 6.16pp, 主要是公司整合渠道带来直销占比大幅提高导致。
- **角膜塑形镜是公司核心品种, 行业景气下高端产品持续迭代带来“量价齐升”。**2019H1 公司角膜塑形镜(梦戴维、DreamVision)实现营业收入 1.74 亿元, 同比增长 46.98%, 高端品种 DreamVision 的持续上量导致占比提高带来角膜塑形镜毛利率 92.27%, 同比提高 2.42pp; 考虑到角膜塑形镜行业目前渗透率仅 1%, 未来有望在渗透率逐步提升下保持 20% 左右行业增速, 公司有望在量价齐升下持续保持快速增长。
- **渠道整合持续深化, 加速布局终端服务。**公司加速营销团队扩建, 通过投资入股和自建的方式布局终端医疗服务领域, 2019H1 公司及子公司完成了 2 家医院、3 家门诊、7 家诊所和 16 家视光中心的投资和设立, 目前已在安徽、江苏、湖北等地拥有眼科门诊部、诊所、视光中心、社区眼健康中心等约 100 家, 增强了公司长远发展的动力和潜力。
- **盈利预测与估值: 我们预计 2019-21 年公司收入 6.57、9.18、12.48 亿元, 同比增长 43.27%、39.78%、36.00%, 归母净利润 2.94、4.01、5.38 亿元, 同比增长 36.17%、36.16%、34.30%, 对应 EPS 为 0.73、0.99、1.33。**目前公司股价对应 2020 年 41 倍 PE, 考虑到公司所处行业景气度高, 消费属性强, 公司产品在国内渗透率低, 竞争格局良好, 未来有望在高盈利能力下持续保持快速增长, 我们认为公司的合理估值区间为 2020 年 45-50 倍 PE, 公司合理价格区间为 44-50 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示: 市场竞争加剧风险, 原材料供应商相对集中风险, 产品市场推广不达预期风险。**

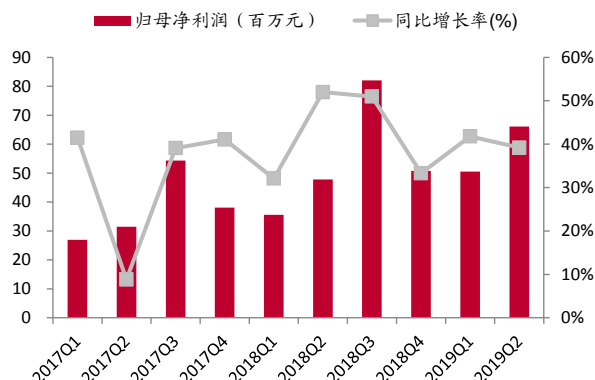
- 2019H1 公司实现营业收入 2.62 亿元，同比增长 51.08%，归母净利润 1.17 亿元，同比增长 39.75%，扣非净利润 9787 万元，同比增长 39.42%。
- 分业务来看，公司核心产品分为角膜塑形镜（夜戴片）、护理产品和普通框架眼镜，其中角膜塑形镜（夜戴片）实现营业收入 1.74 亿元，同比增加 46.98%，护理产品实现收入 4512 万元，同比增长 24.82%，普通框架眼镜实现收入 3307 万元，同比增长 115.53%。

图表 1：欧普康视主要财务指标变化（百万元）


来源：公司公告，中泰证券研究所

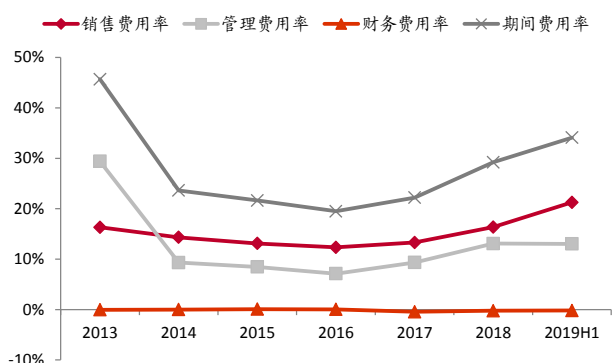
图表 2：欧普康视主营业务收入情况


来源：wind，中泰证券研究所

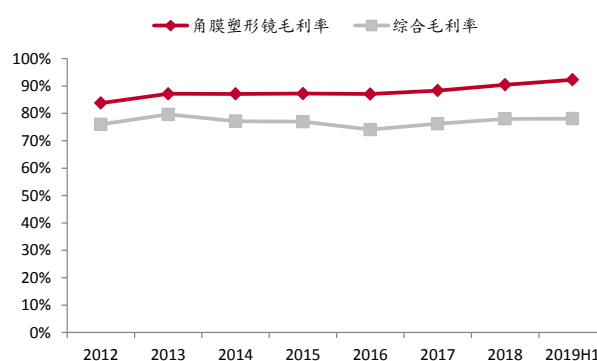
图表 3：欧普康视归母净利润情况


来源：wind，中泰证券研究所

- 公司 2019H1 销售费用率 21.26%，同比增长 6.06pp，管理费用率 13.03%，同比增长 0.96pp，主要是公司员工薪酬增加，同时新设公司导致租赁费、装修费等费用增加所致，财务费用率 -0.19%，同比提高 0.15pp，基本保持稳定；公司综合毛利率 78.05%，同比提高 1.74pp，主要是受角膜塑形镜高端产品上量影响；费用率同比微幅提高 7.18pp，整体净利率 41.51%，同比下降 6.16pp，主要是公司整合渠道带来直销占比大幅提高导致。

图表 4: 欧普康视三项费用率变化情况


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 欧普康视产品毛利率变化情况


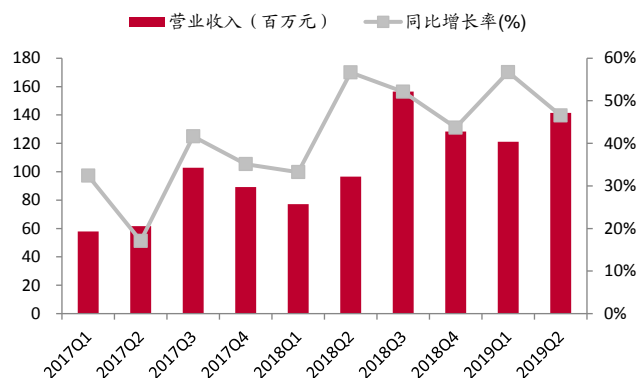
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 分季度来看:** 公司 2019Q2 单季度实现收入 1.41 亿元, 同比增长 46.55%, 归母净利润 6611 万元, 同比增长 38.23%, 扣非净利润 5469 万元, 同比增长 37.99%, 在淡季下依然保持了较快速的增长, 我们认为主要是公司近年来对渠道加大投入带来产品终端覆盖面的扩大, 带动核心产品角膜塑形镜的快速增长。

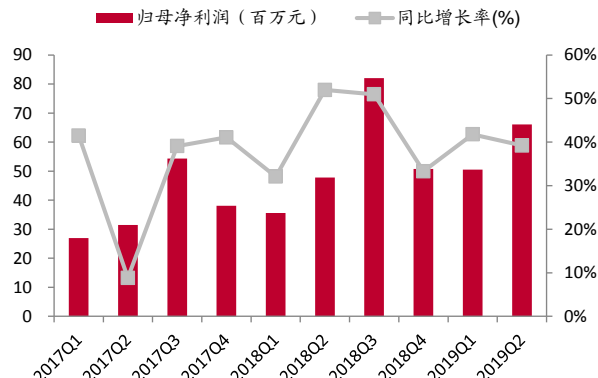
图表 6: 欧普康视分季度财务数据 (百万元)

	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q
营业收入	57.96	61.60	102.82	89.25	77.23	96.51	156.42	128.26	121.05	141.43
营收同比增长	32.40%	17.11%	41.63%	35.13%	33.25%	56.67%	52.13%	43.71%	56.74%	46.55%
营收环比增长		6.28%	66.92%	-13.20%	-13.47%	24.96%	62.08%	-18.00%	-5.62%	16.84%
营业成本	13.48	16.79	22.95	20.90	19.52	21.64	29.31	30.46	26.69	30.92
营业费用	9.04	6.17	12.85	13.33	11.07	15.33	20.33	28.23	24.66	31.14
管理费用	4.38	3.47	6.73	14.54	9.10	11.87	14.13	24.88	19.76	14.44
财务费用	-0.20	-0.38	-0.16	-0.58	-0.52	-0.08	0.00	-0.45	-0.22	-0.28
营业利润	31.36	38.28	64.63	44.73	41.78	56.24	98.08	49.18	57.74	75.46
利润总额	32.43	37.21	64.54	44.73	41.79	56.24	98.14	49.74	56.75	75.49
所得税	5.87	5.45	10.05	8.95	6.41	8.79	15.34	5.58	10.00	13.28
归母净利润	26.97	31.47	54.34	38.08	35.62	47.83	82.03	50.76	50.50	66.11

来源: wind, 中泰证券研究所

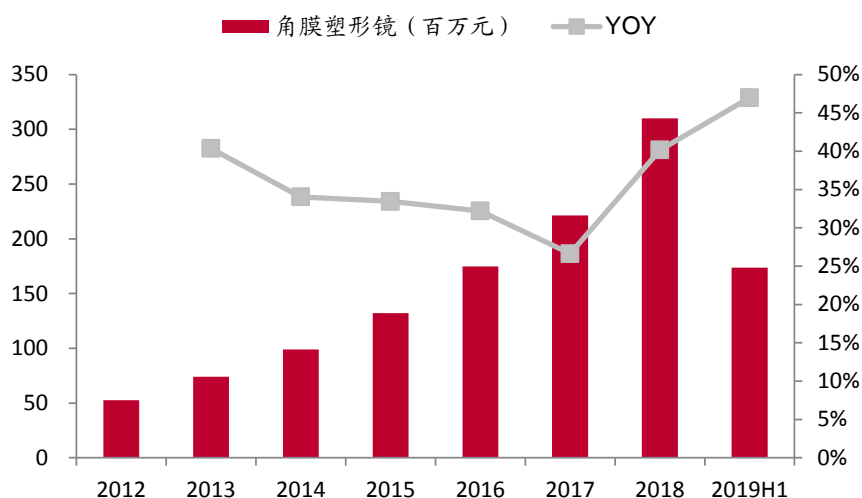
图表 7: 欧普康视分季度营业收入变化


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 欧普康视分季度归母净利润变化


来源: wind, 中泰证券研究所

- **角膜塑形镜是公司核心品种，行业景气下高端产品持续迭代带来“量价齐升”。**2019H1 公司角膜塑形镜（梦戴维、DreamVision）实现营业收入 1.74 亿元，同比增长 46.98%，高端品种 DreamVision 的持续上量导致占比提高带来角膜塑形镜毛利率 92.27%，同比提高 2.42pp；考虑到角膜塑形镜行业目前渗透率仅 1%，未来有望在渗透率逐步提升下保持 20%左右行业增速，公司有望在量价齐升下持续保持快速增长。

图表 9: 欧普康视角膜塑形镜销售收入情况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **渠道整合持续深化，加速布局终端服务。**公司加速营销团队扩建，通过投资入股和自建的方式布局终端医疗服务领域，2019H1 公司及子公司完成了 2 家医院、3 家门诊、7 家诊所和 16 家视光中心的投资和设立，目前已在安徽、江苏、湖北等地拥有眼科门诊部、诊所、视光中心、社区眼健康中心等约 100 家，增强了公司长远发展的动力和潜力。

风险提示

- **市场竞争加剧风险。**公司产品属于眼视光领域的朝阳产业，高毛利率和市场成长空间会吸引更多企业进入，未来市场竞争可能会进一步加剧，

产品价格可能出现持续下降的风险。

- **原材料供应商相对集中风险。**考虑到角膜塑形镜行业属于医疗器械，对原材料性能和稳定性要求较高，公司镜片材料供应商集中在全球领先企业，以保证公司产品质量稳定，若供应商因意外事件出现停产、无法按期交付等情况，可能会直接影响公司正常运营。
- **产品市场推广不达预期风险。**公司产品所处领域在历史上出现过2次质量管理问题，全国范围内的医生和患者端仍需要厂家持续推广和普及，若市场推广进度不达预期，可能会直接影响公司业绩增长。

图表 10: 欧普康视财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	997	1319	1704	2204	营业收入	458	657	918	1248
现金	178	439	735	1121	营业成本	101	139	194	264
应收账款	76	112	162	226	营业税金及附加	6	9	13	17
其他应收款	10	14	20	27	营业费用	75	118	170	237
预付账款	20	27	38	52	管理费用	47	72	101	131
存货	49	63	85	114	财务费用	-1	-4	-8	-14
其他流动资产	664	664	664	664	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	230	221	211	201	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	25	25	25	25
固定资产	132	124	115	106	营业利润	245	334	455	612
无形资产	8	8	8	8	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	89	87	86	85	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1228	1540	1915	2405	利润总额	246	335	456	612
流动负债	138	157	190	221	所得税	36	49	67	90
短期借款	0	0	0	0	净利润	210	286	389	522
应付账款	21	28	38	54	少数股东损益	-6	-9	-12	-16
其他流动负债	117	129	151	167	归属母公司净利润	216	294	401	538
非流动负债	7	5	6	6	EBITDA	254	340	457	608
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.96	0.73	0.99	1.33
其他非流动负债	7	5	6	6					
负债合计	145	162	196	227	主要财务比率				
少数股东权益	58	50	38	22	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	224	404	404	404	成长能力				
资本公积	381	201	201	201	营业收入	47.1%	43.3%	39.8%	36.0%
留存收益	460	723	1077	1551	营业利润	37.0%	36.3%	36.2%	34.3%
归属母公司股东权益	1024	1328	1682	2156	归属于母公司净利润	43.3%	36.2%	36.2%	34.3%
负债和股东权益	1228	1540	1915	2405	获利能力				
					毛利率 (%)	78.0%	78.8%	78.9%	78.8%
					净利率 (%)	47.2%	44.8%	43.7%	43.1%
					ROE (%)	21.1%	22.2%	23.8%	25.0%
					ROIC (%)	23.3%	30.4%	39.2%	48.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	11.8%	10.5%	10.2%	9.4%
					净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.21	8.39	8.98	9.98
					速动比率	6.86	8.00	8.53	9.46
					营运能力				
					总资产周转率	0.43	0.47	0.53	0.58
					应收账款周转率	8	6	6	6
					应付账款周转率	5.78	5.63	5.83	5.72
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.54	0.73	0.99	1.33
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.37	0.55	0.77	1.02
					每股净资产 (最新摊薄)	2.54	3.29	4.16	5.34
					估值比率				
					P/E	76.80	56.40	41.42	30.84
					P/B	16.22	12.51	9.87	7.70
					EV/EBITDA	65	48	36	27

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	149	222	310	411
净利润	210	286	389	522
折旧摊销	10	10	10	10
财务费用	-1	-4	-8	-14
投资损失	-25	-25	-25	-25
营运资金变动	-55	-47	-60	-88
其他经营现金流	10	3	5	6
投资活动现金流	-140	25	25	25
资本支出	35	0	0	0
长期投资	135	0	-0	-0
其他投资现金流	30	25	25	25
筹资活动现金流	4	14	-39	-51
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	100	179	0	0
资本公积增加	-73	-179	0	0
其他筹资现金流	-23	14	-39	-51
现金净增加额	13	261	296	386

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。