欧普康视 (300595.SZ) 增持（维持评级）

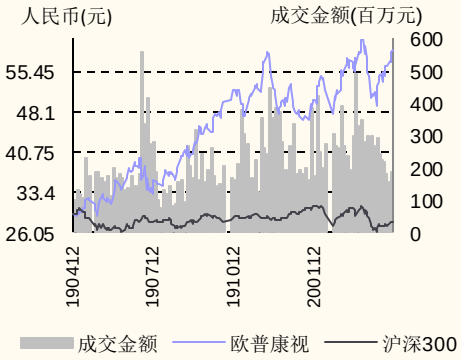
公司点评

市场价格（人民币）：59.45 元

量价逻辑强化，维持行业景气度判断

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.05
已上市流通 A 股(亿股)	2.88
总市值(亿元)	240.56
年内股价最高最低(元)	59.45/49.21
沪深 300 指数	3769
创业板指	1950



相关报告

1.《业绩高增长，OK 镜实现量价齐升-欧普康视 2019 业绩快报点评》，2020.2.26
2.《视觉健康赛道扩容下的国产角膜塑形镜领航者-欧普康视深度研究报...》，2019.10.18

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.964	0.758	0.914	1.146	1.442
每股净资产(元)	4.56	3.29	4.18	5.31	6.73
每股经营性现金流(元)	0.66	0.67	0.65	1.02	1.29
市盈率(倍)	40.20	62.41	65.01	51.86	41.24
净利润增长率(%)	43.34%	41.92%	20.58%	25.34%	25.76%
净资产收益率(%)	21.12%	23.07%	21.87%	21.59%	21.42%
总股本(百万股)	224.37	404.64	404.64	404.64	404.64

来源：公司年报、国金证券研究所

事件：

- 欧普康视发布 2019 年年报，2019 年全年维持高增长。报告期内公司 2019 年实现营业收入 6.47 亿元，同比增长 41.12%，实现归母净利润为 3.07 亿元，同比增长 41.92%。
- 欧普康视发布 2020 年一季度业绩预告，预计 2020 年一季度实现归母净利润 3282.70 万元–4,292.76 万元，较 2019 年同期下降 15%-35 %。预计 2020 年第一季度非经常性损益对净利润的影响金额约为人民币 610.00 万元，上年同期非经常性损益对净利润的影响金额为人民币 732.59 万元。

简评：

- 2019 年全年维持高增长态势，单四季度增速靓丽。
- 公司各业务板块表现优异，其中公司主业的角膜塑形镜与普通角膜接触镜板块保持高增长态势，我们预计和现有系列（梦戴维、日戴维）的持续优化迭代以及 DreamVision 顺利推广带来的结构优化密切相关。
- 直销扩面协同产品创新，镜片平均出厂价大幅提升带动毛利率上行，量价逻辑强化。
- 受渠道与营销扩张影响，销售费用率继续承压，整体盈利质量较高。
- 2020 年一季报预告业绩短期承压，预计随疫情控制验配需求将逐步恢复，我们维持对近视防控需求长期景气度的判断。

投资建议及盈利预测：

- 由于新冠肺炎疫情，我们预计角膜塑形镜验配诊疗量会短期承压，随疫情控制将逐步恢复，我们维持对近视防控需求长期景气度的判断。根据一季报预告以及考虑疫情影响，我们调整 2020-2021 年净利润预测幅度（-6.8%、-11.3%），预计公司 2020-2022 年实现归属母公司净利润分别为 3.70 亿元、4.64 亿元、5.83 亿元，对应 EPS 分别为 0.91/1.15/1.44 元，对应当前股价分别给予估值 P/E 65.0 倍、51.9 倍、41.2 倍，维持“增持”评级。

风险提示：

- 角膜塑形镜验配需求量短期波动的风险；角膜塑形镜行业的整体监管风险；直销与市场推广导致费用增加引起业绩不及预期的风险；限售股解禁的流动性风险；商誉减值风险；上游供应商集中的风险；其他市场进入者风险。

曾秋林 分析师 SAC 执业编号：S1130519100001
(8621)60230221
zengqiulin@gjzq.com.cn

事件：

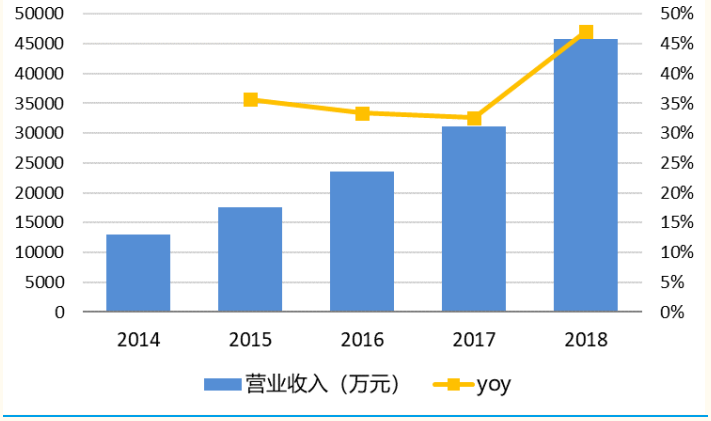
- 欧普康视发布 2019 年年报，2019 年全年维持高增长。报告期内公司 2019 年实现营业收入 6.47 亿元，同比增长 41.12%，实现归母净利润为 3.07 亿元，同比增长 41.92%。
- 欧普康视发布 2020 年一季度业绩预告，预计 2020 年一季度实现归母净利润 3282.70 万元–4,292.76 万元，较 2019 年同期下降 15%-35 %。预计 2020 年第一季度非经常性损益对净利润的影响金额约为人民币 610.00 万元，上年同期非经常性损益对净利润的影响金额为人民币 732.59 万元。

经营分析：

1. 2019 年全年维持高增长态势，单四季度增速靓丽。

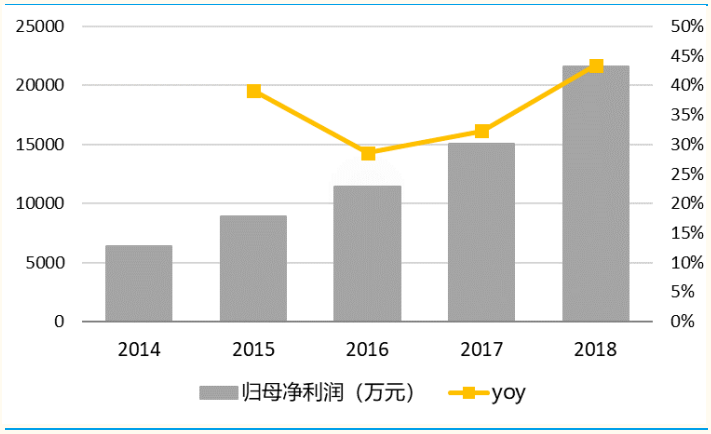
- 2019 年全年业绩维持高增长态势，单四季度利润端增速靓丽，较前三季度进一步提速。
- 2019 年实现营业收入 6.47 亿元，同比增长 41.12%，实现归母净利润为 3.07 亿元，同比增长 41.92%。
- 公司 2019 年单四季度实现营业收入 1.62 亿元，同比增长 26.24%；2019 年单四季度实现归属于上市公司股东的净利润 7753.36 万元，同比增长 52.75%。

图表 1：2014 年-2018 年营业收入情况（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2014 年-2018 年归母净利润情况（万元）

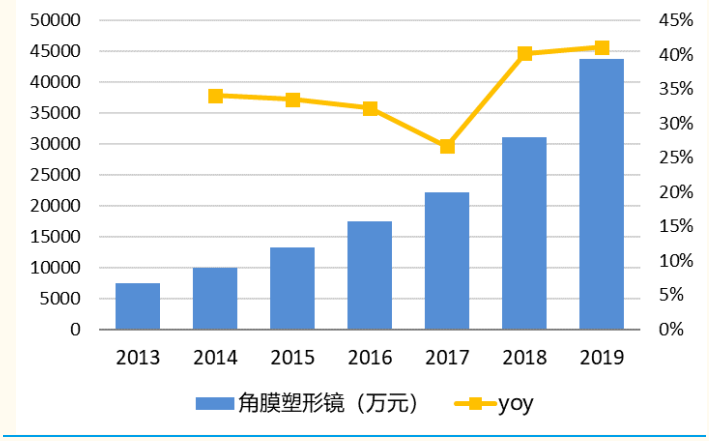


来源：公司公告，国金证券研究所

2. 公司各业务板块表现优异，其中公司主业的角膜塑形镜与普通角膜接触镜板块保持高增长态势，我们预计和现有系列（梦戴维、日戴维）的持续优化迭代以及 DreamVision 顺利推广带来的结构优化密切相关。

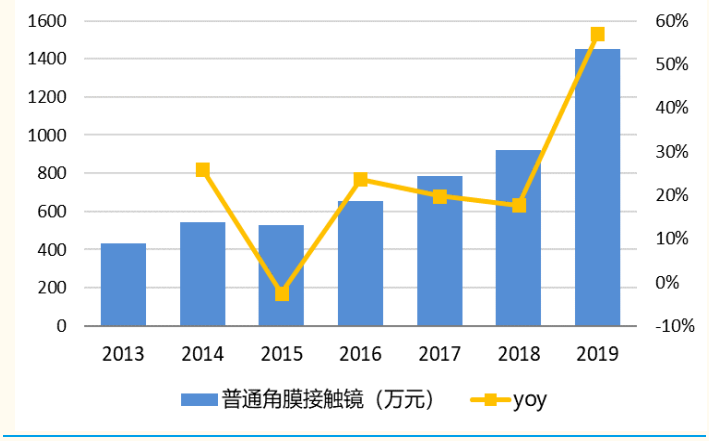
- 2019 年，公司角膜塑形镜板块的增长态势延续，实现营业收入 4.37 亿元，同比增长 41%。公司普通角膜接触镜实现营业收入 1450.4 万元，同比增长 57%。
- 2019 年，公司护理产品的营业收入达到 1.07 亿元，同比增长 28%。普通框架镜销售及其他实现营业收入 8462.0 万元，同比增长 53%。

图表 3：2013-2019 年角膜塑形镜营收（万元）



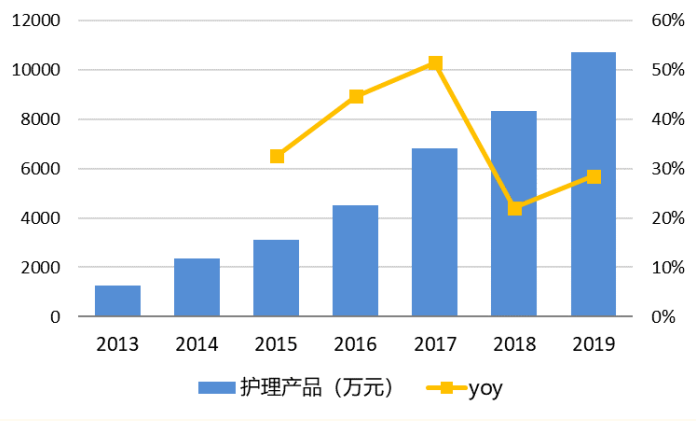
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2013-2019 年普通角膜接触镜营收（万元）



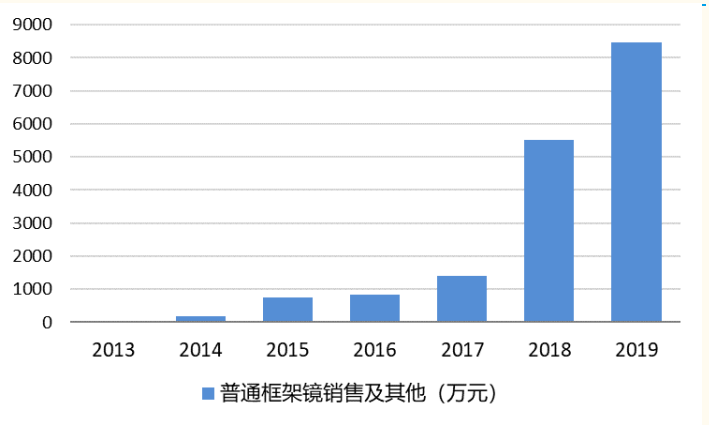
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：2013-2019 年护理产品营收情况（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：普通框架镜销售及其他营收情况（万元）

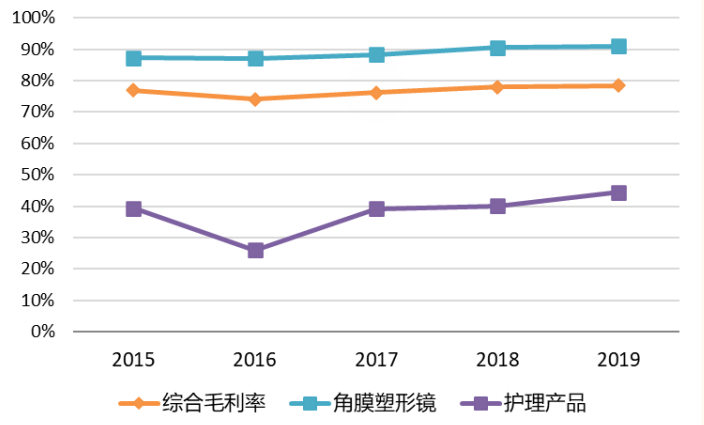


来源：公司公告，国金证券研究所

3. 直销扩面协同产品创新，镜片平均出厂价大幅提升带动毛利率上行，量价逻辑强化。

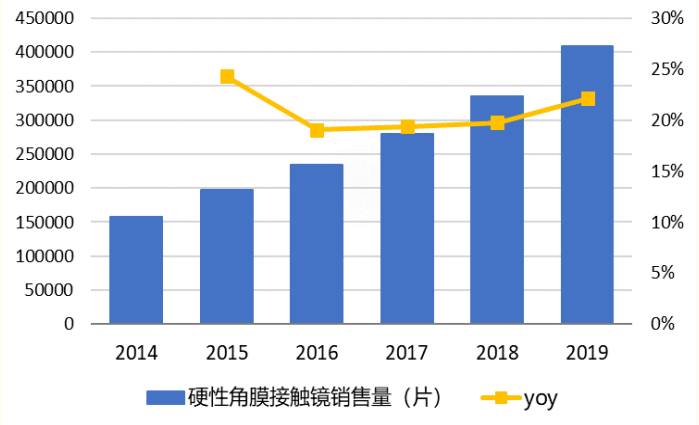
- 按照公司的发展战略，公司通过投资入股和自建的方式，利用自有资金和募投项目资金推动营销服务网络的建设。根据年报披露，2019 年度继续扩大投资规模，进一步推动和完善营销网络建设、加大新产品新业务投资力度。公司先后增资或新设了 82 家分/子/孙公司，截止报告期末，已在安徽、江苏、湖北等地累计拥有眼科医院 6 家、眼科门诊部、诊所、视光中心、社区眼健康中心等 160 余家，增强了公司长远发展的动力和潜力。在全国的终端服务网络布局进一步完善，扩张发展的综合优势逐步突显。
- 2019 年整体毛利率为 78.41%，较 2018 年增加 0.43%。角膜塑形镜与护理产品板块的毛利率也维持提升趋势。
- 在直销渠道的扩面与产品升级更新的共同作用下，2019 年起，量价齐升趋势延续，公司整体角膜接触镜销量与平均出厂价基本进入提升阶段。2019 年公司实现角膜接触镜销量约 40.9 万片，较 2018 年同比增加 22.1%。2019 年公司整体角膜接触镜的平均出厂价约为 1582.4 元/片，同比 2018 年增加 65.9%。

图表 7：2015-2019 年分产品毛利率情况



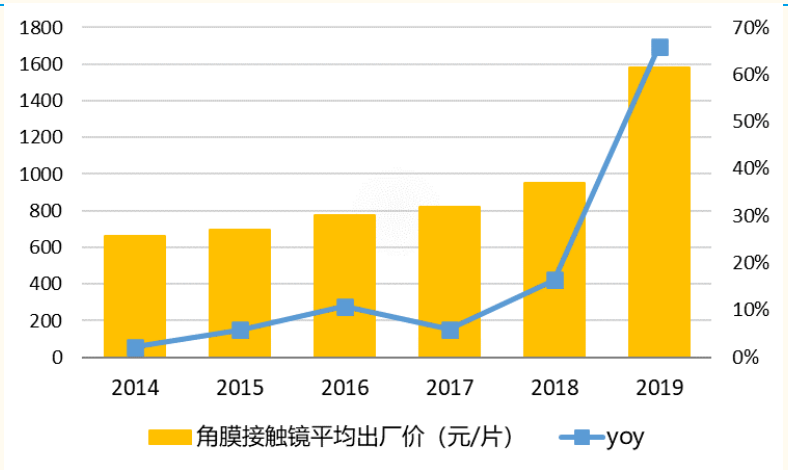
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：2014-2019 年角膜接触镜销量情况（片）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：2014-2018 年角膜接触镜平均出厂价（元/片）



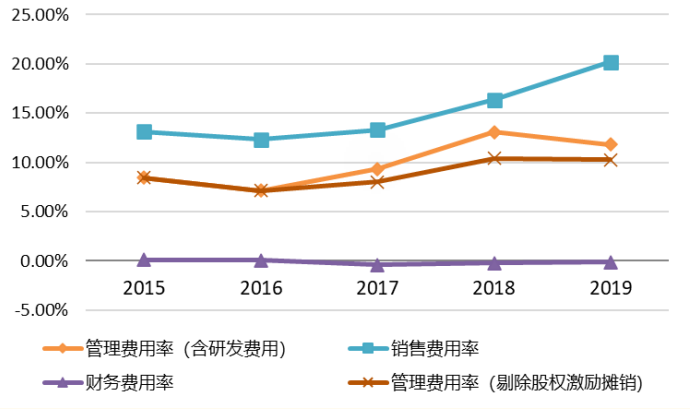
来源：公司公告，国金证券研究所

4. 受渠道与营销扩张影响，销售费用率继续承压，整体盈利质量较高。

- 2019 年，公司销售费用率达到 20.2%。我们预计，直销渠道扩面与产品营销推广的加大投入是公司自 2017 年起销售费用率提升的主要原因。直销渠道扩面的影响在于新增合并子公司人员投入与装修费等增加。同时公司继续在技术推广和产品营销、增加营销服务终端等方面加大投入，使销售费用率中短期承压，而其在渠道与营销的布局有望为未来公司业绩可持续性增长奠定基础。
- 管理费用方面，2019 年管理费用率（含研发费用）达到 11.8%，较 2018 年略有改善。若剔除公司限制性股票激励计划的费用摊销，2019 年管理费用率（含研发费用）为 10.26%。受渠道拓展带来的新增合并子公司影响，相关人员职工薪酬增加以及新设公司的租赁费、装修费等费用增加了公司的短期费用压力。
- 公司整体净利率水平较高。虽然公司毛利率受渠道与高端产品迭代推动有一定提升，综合各项费用率情况，2019 年归母净利率为 47.44%，较。2018 年基本持平。未来随规模效应有望迎来利润率的边际改善。

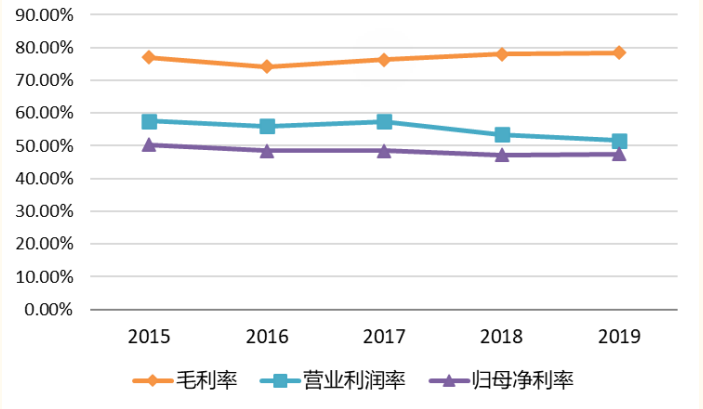
- 从经营活动现金流量净额占净利润的比重来看，公司整体盈利质量维持较高水平。2017 年以前，公司经营活动现金流量净额占净利润的比重均维持在 90%以上，2018 年起由于渠道转型计划，经营活动现金流量净额/净利润降低到 70.8%，至 2019 年回升至 93.4%。

图表 10：2014-2019 年期间费用情况



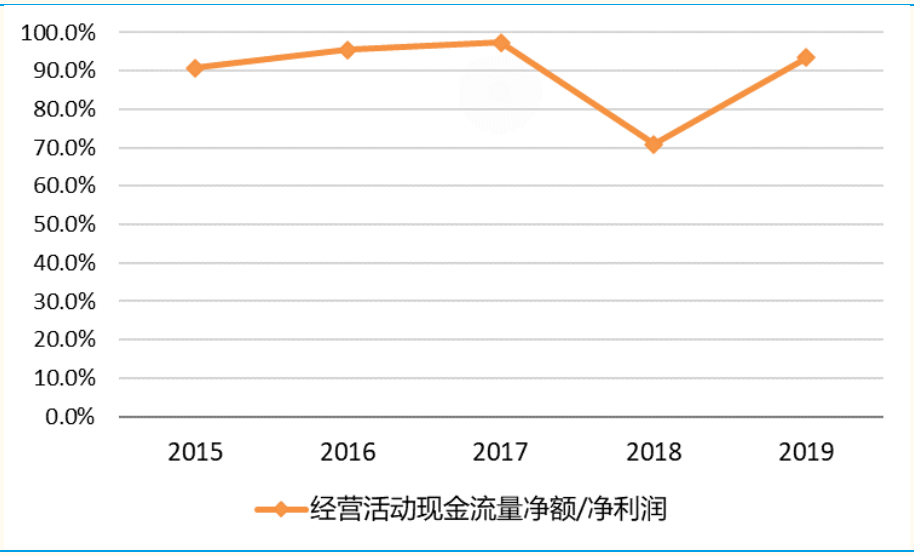
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：2014-2019 年利润率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：2014-2019 年经营活动现金流量净额/净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

5. 发布 2020 年一季报预告，业绩短期承压，预计随疫情控制验配需求将逐步恢复，我们维持对近视防控需求长期景气度的判断。

- 欧普康视发布 2020 年一季度业绩预告，预计 2020 年一季度实现归母净利润 3282.70 万元–4,292.76 万元，较 2019 年同期下降 15%-35 %。预计 2020 年第一季度非经常性损益对净利润的影响金额约为人民币 610.00 万元，上年同期非经常性损益对净利润的影响金额为人民币 732.59 万元。
- 根据公司公告显示，受新型冠状病毒疫情影响，全国各地在春节后都实施了停业等疫情防控措施，各医院和视光服务终端 2 月份及 3 月份大部分时间都停止了近视矫正和配镜等各项业务，导致一季度业绩受到严重影响，公司产品订单、交付量，及其它业务收入均由春节前的稳定增长改变为显著下降，3 月下旬开始逐步恢复。
- 我们认为，公司业绩的可持续性主要来自以下驱动因素：1）优化现有品牌系列（梦戴维、日戴维），持续迭代更新产品；2）创制新品牌系列（DreamVision），形成多维度品牌布局；3）丰富产品品类（护理系列），开发附加空间；4）随着渠道深化与视光医疗终端的加速覆盖，协同经营模式所形成的服务属性优势，有望持续提高客户粘性与品牌力。

投资建议及盈利预测：

- 由于新冠肺炎疫情，我们预计角膜塑形镜验配诊疗量会短期承压，随疫情控制将逐步恢复，我们维持对近视防控需求长期景气度的判断。考虑公司核心产品角膜塑形镜消费属性强，细分领域竞争格局较好，协同公司在渠道与终端的布局，我们看好其成长趋势。
- 根据一季报预告以及考虑疫情影响，我们调整 2020-2021 年净利润预测幅度（-6.8%、-11.3%），预计公司 2020-2022 年实现归属母公司净利润分别为 3.70 亿元、4.64 亿元、5.83 亿元，对应 EPS 分别为 0.91/1.15/1.44 元，对应当前股价分别给予估值 P/E 65.0 倍、51.9 倍、41.2 倍，维持“增持”评级。

风险提示：

- 角膜塑形镜验配需求量短期波动的风险；角膜塑形镜行业的整体监管风险；直销与市场推广导致费用增加引起业绩不及预期的风险；限售股解禁的流动性风险；商誉减值风险；上游供应商集中的风险；其他市场进入者风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**312**	**458**	**647**	**796**	**1,031**	**1,312**
增长率		47.1%	41.1%	23.0%	29.6%	27.2%
主营业务成本	-74	-101	-140	-163	-209	-265
%销售收入	23.8%	22.0%	21.6%	20.5%	20.3%	20.2%
毛利	238	357	507	632	822	1,047
%销售收入	76.2%	78.0%	78.4%	79.5%	79.7%	79.8%
营业税金及附加	-4	-6	-8	-10	-13	-17
%销售收入	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	-41	-75	-131	-163	-217	-282
%销售收入	13.3%	16.4%	20.2%	20.5%	21.0%	21.5%
管理费用	-29	-47	-60	-75	-101	-134
%销售收入	9.3%	10.3%	9.3%	9.4%	9.8%	10.2%
研发费用	0	-13	-16	-21	-28	-37
%销售收入	0.0%	2.8%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%
息税前利润（EBIT）	163	216	292	363	463	577
%销售收入	52.2%	47.2%	45.1%	45.7%	44.9%	44.0%
财务费用	1	1	1	4	6	13
%销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.5%	-0.6%	-1.0%
资产减值损失	-2	-2	-3	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	5	0	0	0
投资收益	13	25	37	65	74	95
%税前利润	7.1%	10.3%	11.1%	15.1%	13.6%	13.9%
营业利润	179	245	334	430	541	683
营业利润率	57.4%	53.5%	51.6%	54.1%	52.5%	52.1%
营业外收支	0	1	0	1	1	1
税前利润	179	246	334	431	542	684
利润率	57.4%	53.6%	51.6%	54.2%	52.6%	52.2%
所得税	-30	-36	-39	-71	-89	-113
所得税率	16.9%	14.7%	11.7%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润	149	210	295	360	453	571
少数股东损益	-2	-6	-12	-10	-11	-12
归属于母公司的净利润	**151**	**216**	**307**	**370**	**464**	**583**
净利率	48.4%	47.2%	47.4%	46.5%	45.0%	44.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	149	210	295	360	453	571
少数股东损益	-2	-6	-12	-10	-11	-12
非现金支出	8	12	21	26	38	52
非经营收益	-15	-30	-44	-66	-75	-97
营运资金变动	3	-43	0	-56	-3	-3
经营活动现金净流	**145**	**149**	**272**	**263**	**413**	**523**
资本开支	-63	-35	-56	-128	-161	-196
投资	-546	-137	-221	-160	-111	-89
其他	16	32	39	65	74	95
投资活动现金净流	**-592**	**-140**	**-238**	**-223**	**-198**	**-190**
股权募资	421	23	38	0	0	0
债权募资	0	0	0	40	-40	0
其他	-37	-19	-36	-9	-9	-8
筹资活动现金净流	**384**	**4**	**2**	**30**	**-49**	**-8**
现金净流量	**-64**	**13**	**36**	**70**	**167**	**325**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	166	178	218	288	455	779
应收款项	47	86	111	125	165	210
存货	19	49	54	60	79	102
其他流动资产	551	684	850	1,037	1,107	1,146
流动资产	783	997	1,233	1,511	1,805	2,237
%总资产	84.9%	81.2%	76.8%	73.9%	71.9%	71.0%
长期投资	12	22	96	148	195	254
固定资产	108	136	144	244	362	497
%总资产	11.7%	11.1%	9.0%	11.9%	14.4%	15.8%
无形资产	14	64	112	118	125	136
非流动资产	139	230	373	532	707	915
%总资产	15.1%	18.8%	23.2%	26.1%	28.1%	29.0%
资产总计	**923**	**1,228**	**1,606**	**2,043**	**2,512**	**3,152**
短期借款	0	0	0	40	0	0
应付款项	85	109	121	152	202	261
其他流动负债	20	29	37	51	65	83
流动负债	105	138	158	243	268	344
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	7	10	10	10	10
负债	**110**	**145**	**168**	**253**	**278**	**354**
普通股股东权益	**805**	**1,024**	**1,330**	**1,692**	**2,148**	**2,723**
其中：股本	124	224	405	405	405	405
未分配利润	229	396	642	1,004	1,459	2,034
少数股东权益	7	58	107	97	86	74
负债股东权益合计	**923**	**1,228**	**1,606**	**2,043**	**2,512**	**3,152**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.214	0.964	0.758	0.914	1.146	1.442
每股净资产	6.475	4.564	3.288	4.182	5.309	6.730
每股经营现金净流	1.164	0.662	0.671	0.650	1.021	1.291
每股股利	0.020	0.140	0.140	0.020	0.020	0.020
回报率						
净资产收益率	18.74%	21.12%	23.07%	21.87%	21.59%	21.42%
总资产收益率	16.35%	17.61%	19.11%	18.11%	18.46%	18.51%
投入资本收益率	16.63%	17.04%	17.92%	16.58%	17.30%	17.23%
增长率						
主营业务收入增长率	32.60%	47.10%	41.12%	22.98%	29.62%	27.21%
EBIT增长率	30.25%	32.95%	34.99%	24.47%	27.43%	24.74%
净利润增长率	32.29%	43.34%	41.92%	20.58%	25.34%	25.76%
总资产增长率	158.06%	33.08%	30.81%	27.20%	22.97%	25.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.3	45.0	49.3	51.0	52.0	52.0
存货周转天数	79.1	123.0	133.8	135.0	137.0	140.0
应付账款周转天数	64.7	63.1	60.4	61.0	63.0	65.0
固定资产周转天数	38.4	105.3	77.7	99.6	104.4	103.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.38%	-16.47%	-32.08%	-27.48%	-31.24%	-36.55%
EBIT利息保障倍数	-122.4	-205.2	-385.9	-92.4	-72.5	-45.2
资产负债率	11.95%	11.83%	10.47%	12.39%	11.05%	11.23%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	11
增持	0	0	0	1	12
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.33**	**1.52**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-18	增持	51.99	51.99～57.20
2	2020-02-26	增持	56.00	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



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。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH