

强烈推荐-A (维持)

欧普康视 300595.SZ

目标估值: N/A
当前股价: 39.51 元
2018年12月12日

新产品逐步放量, 加码终端布局助力长期增长

基础数据

上证综指	2606
总股本(万股)	22437
已上市流通股(万股)	13782
总市值(亿元)	90
流通市值(亿元)	56
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	21.3
资产负债率	14.0%
主要股东	陶悦群
主要股东持股比例	37.32%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《欧普康视(300595)一业绩增速迈入新台阶, 上调盈利预测》2018-10-26
- 2、《欧普康视(300595)一中报符合预期, 业绩稳健增长》2018-08-23
- 3、《欧普康视(300595)一中报符合预期, 业绩稳健增长》2018-08-23

吴斌

wubin11@cmschina.com.cn
S1090517040001

研究助理

漆经纬

qijingwei@cmschina.com.cn

近期我们参加了欧普康视的投资者交流活动, 与公司高管进行了交流。公司三季报业绩增速提升明显, 发展已迈入全新阶段。我们看好角膜塑形镜在国家防控近视的大背景下, 渗透率将持续提高, 同时公司在各地积极布局视光中心, 以眼科门诊形式, 带动角膜塑形镜销售的量价齐升, 继续维持“强烈推荐-A”评级。

- **DreamVision 上市后推广顺利, 逐步放量带动业绩增速提升。** DreamVision 主打高品质, 定位一、二线城市高端市场, 在今年年初推出以来, 因验配简便、一致性和稳定性优秀、佩戴体验更佳, 受到医生和用户的一致欢迎, 获得了较高的市场认可度。目前 DreamVision 已覆盖公司三分之一的销售终端, 正在逐步放量, 有望推动公司未来业绩增速提升。
 - **大力加强眼视光终端建设, 提高渠道掌控力。** 公司将在各城市大力布局建设视光中心, 提高自营终端的销售占比, 增强产品销售的独立性。参考美国等成熟市场的经验, 视光中心的业态模式顺应视光行业社区化的发展趋势, 预计未来公司自营终端的销售增速将超过医院端。
 - **新基地解决产能瓶颈, 大器械领域布局蓝图显现。** 公司新研发生产基地的多条进口生产线已全部启用, 年产能由 22 万片上升至 47 万片, 且未来仍有扩产空间, 产能瓶颈已得到解决。公司未来产品体系规划包括全品类硬性角膜接触镜及护理液、清洗液等配套产品, 并以人工晶体为切入点向眼科耗材乃至大医疗器械领域扩展, 实现由单一领域向多领域多产品种类的转型升级。
 - **维持“强烈推荐-A”评级。** 在角膜塑形镜的市场渗透率随国家近视防控政策的推行日益提高的背景下, 公司持续加强眼视光终端建设, 渠道掌控力不断提升, 同时梦戴维保持高速增长, DreamVision 开始逐渐放量。我们预计公司 2018~2020 净利润增速 45%/35%/31%, EPS 分别为 0.98/1.33/1.73 元, 当前股价对应 2018 年 40 倍 PE, 2019 年 30 倍 PE, 维持“强烈推荐-A”评级。
 - **风险提示:** 角膜塑形镜行业发生安全事件; 新的近视防控治疗手段出现。
- 正文部分为交流纪要, 供投资者参考。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	235	312	487	639	827
同比增长	33%	33%	56%	31%	29%
营业利润(百万元)	131	179	262	359	475
同比增长	30%	36%	47%	37%	32%
净利润(百万元)	114	151	219	296	387
同比增长	29%	32%	45%	35%	31%
每股收益(元)	0.92	1.22	0.98	1.33	1.73
PE	42.9	32.4	40.2	29.7	22.7
PB	15.7	6.1	8.7	7.0	5.5

资料来源: 公司数据、招商证券

行业导向

1、国家近视防控政策对公司未来发展有何影响，公司与相关部门有合作吗？

随着国家对于青少年近视的问题日益重视，视光行业的重要性会得到增强，对公司的发展有积极影响，利于吸引人才尤其是专家资源。

公司没有参与政府近视防控的政策制定，但是在各地的终端会和当地政府有所合作，如疾控中心、社区服务中心，参与相关活动，进行公益宣传。

2、医疗卫生体制改革对公司是否有影响？

医保局成立总体来看对公司没有太大影响，公司产品不在医保范围内，业务发展不依赖政府资源和医保政策导向。

经营情况

1、三季度业绩加速增长主要是什么因素驱动，目前产能利用率情况大概在什么水平？

三季度业绩加速增长主要有三方面原因：销售量增长，销售均价的增长（DreamVision 比例提高），收购代理商业绩并表。

去年产能利用率达到 140%属于特殊情况，今年新基地启用后产能从 22 万片提高到 47 万片，利用率肯定会下降至正常水平。

2、博士伦和公司的合作情况如何，有没有受到中美贸易战的影响？公司除博士伦外是否有其他供应商，原材料自研的进展如何？

因贸易战原因，公司产品所需的原材料价格涨了 10%，但竞争对手也都面临原材料价格问题，行业整体均会受到影响，不是仅仅针对公司。

博士伦在硬镜方面只做材料不做产品，公司是其亚太地区的最重要客户。公司采购量越来越大，对上游议价能力有所增强，能从博士伦获得更多优惠，总体来看博士伦对公司的供货价格稳中有降。

原材料有研发立项，正在推进之中。供应商除了博士伦还有两家，一家在美国一家在英国。公司更换供应商没有生产方面的转换成本，但考虑到博士伦的全球认可度较高，更换会对消费者心理带来影响，所以主要与其合作。

3、欧普民生与公司是什么关系，减持是否有特殊原因？

欧普民生是由公司高管组成的骨干员工持股平台，共 29 人，持股约 10%。高管减持主要系个人经济述求，目前平台成员全部都在公司任职，没有人离开。

4、公司财报中披露南京地区营收出现下降，应付账款、员工人数有明显增长，分别是什么原因导致？

南京经销商是公司子公司，今年业务模式有调整，部分收入放在了母公司，真实收入没有下降。应付账款有显著增长主要是原材料采购规模增长导致的应付账款增加，公司应付账款的账期一般是 60 天，但会根据汇率变化提前或延后。

2017 年员工人数增长主要是合并了经销商的员工，今年公司总部新增了投资部等新部门，所以员工人数继续有所增长。

产品解读

1、与其他角膜塑形镜厂家对比，公司产品具有哪些优势？

公司是市场上惟一国产品牌，与进口产品没有技术差距。在国外硬镜厂商均采用小规模定制生产，只有公司能做到大规模生产，但公司的产品也是全部订制的，经销商除了试戴片之外同样不需要大量备货。

角膜塑形镜国内市场远大于海外，美国等西方国家近视发病率低，发病年龄晚，增速慢。另外西方人眼部特征不同，角膜塑形镜对其的治疗效果不如东亚人种。

2、新产品 Dreamvision 和人工玻璃体的推广情况？老产品梦戴维还会继续涨价吗？

DreamVision 推广情况良好，受到医生和患者的一致欢迎，3 月份才开始提供试戴片，目前已有三分之一的终端可以销售。产品受欢迎首先是因为验配更简便，节约时间，医生认可度大大增强；其次一致性和稳定性好，佩戴舒适度提高，患者满意度也大幅提高。由于价格较高，因此不会完全替代梦戴维，主要满足高端客户。

人工玻璃体现在进入了 60 多家医院，一共做了 395 台手术，效果需要时间观察，推广需要耐心。

终端价格调整是经销商市场行为，公司方面老产品的供货价格是比较稳定的，我们看到的公司平均出厂价提高主要还是 DreamVision 占比提高所导致。

3、如何看待低浓度阿托品、软镜、功能性框架镜等相似产品的竞争，是否有产品能够取代角膜塑形镜？近视矫正手术如果普及，会影响公司产品的市场规模吗？

手术矫正与塑形镜矫正所针对的患者人群不同，手术至少 18 岁以上才能做，与公司产品不产生直接冲突。

低浓度阿托品还没有形成竞争力，全球上还没看到成功的产品，国内也没有正规注册的产品。角膜塑形镜效果确切，经过时间考验，有市场认可度。角膜塑形镜不但可以控制近视加深，还能让患者摆脱眼镜，适合青少年群体，阿托品主要针对儿童。未来会探索角膜塑形镜和阿托品联用的效果。

与软镜相比，硬镜可夜间佩戴，危险在于可能有角膜感染，公司重点关注防止角膜感染的技术，做到了风险可控，上市以来未发生过严重的安全性事件。软镜在国内也没有获批的产品，而且软镜和角膜塑形镜的客户群体不一样，是对角膜塑形镜未覆盖群体的一个补充（近视 600 度以上群体）。

功能性框架镜的使用效果不如塑形镜，替代的可能性也不大。

渠道建设

1、公司的销售体系和竞争策略？

经销为主，直销为辅，直销比例 31%。策略方面，梦戴维是差异化错开竞争，dreamvision 是直接竞争，主要看本身产品的特点。

公司不搞多级经销，一直符合“两票制”要求，通过一级经销商直接联系医院。经销商有单点代理、多点代理、区域代理等几种形式，会综合经销商的资源和能力来决定代理形式。新形势下，经销商面临转型压力，也想与公司建立长期关系，有主动接受公司入股的意愿。

对于收购合并的经销商，公司会派管理人员过去，纳入集团化管理，在财务方面做到完全控制。但是公司不会强行要求收购的经销商改用自己自营的销售模式，各地的不同的经销商有不同的特色和模式，强行统一未必利于公司发展。

在一二线城市公司主打高端品质的 Dreamvision 等产品，三、四线城市等基层市场会更关注价格，产品偏好与大城市不同，会主打性价比高的品种。

2、公司现在旗下有多少眼科门诊和诊所，未来是否考虑设立二级以上的眼科专科医院？

共有 19 家，其中 3 家医院，7 个门诊部，9 个诊所。公司不会专门为了卖塑形镜去开医院，还是要考虑当地情况和手头资源。相比眼科医院模式，更加看好门诊部、诊所、视光中心的社区化业态。视光中心是可以做角膜塑形镜的零售的，验配是否属于零售服务的范畴，在各地判断标准不一。

3、公司未来的渠道扩展计划是什么，如何看待不同渠道和终端的未来发展趋势？

渠道扩张每年都会有计划，会向经销商以合同形式落实，每年会对经销商的扩展情况进行量和质的考核，目标每年新增 100 家以上的终端验配机构。

未来公司自营终端的销售比例会增加，增速会快于医院端的增速。

4、近期有媒体报道经销商违规事件，公司未来如何增强对非自营渠道违规销售、串货等问题的管控力度？

全国 1000 多家经销机构，仅发生两例违规事件，整体是非常健康正规的，而且发生的也不是安全性事件，消费者满意度未受影响。涉事经销商不是公司的子公司，公司仅能在供货端进行管控，会通过供货合同进行管控，有规定发生违法违规事件会进行处理，但对合规的具体商业行为不会干涉。

未来将通过技术支持部和医学部加强对经销商和一线工作人员的技术培训。另外，全国有很多叫欧普康视的公司，但很多省份的都不是公司的子公司，是 2013 年公司在全国注册以前在各地抢注的，与公司也没有股权关系。

不同渠道串货的难度较高，产品价格是与配套服务挂钩的，用户可以在外地买镜，但不

太可能坚持到外地进行复查。在供货端也无法串货，镜片上都有编码，可追溯。

竞争格局

1、行业格局如何？新进者对行业有何影响，有没有打价格战的可能性？

角膜塑形镜市场的潜力很大，目前的天花板主要是合格医生的数量不足。国内眼科医生一共仅 3 万多人，而且其中懂得视光的比例还较低，制约了行业的发展。

现在市场上共 8 个品牌竞争，竞争在逐渐加剧，但新进入者不会干扰公司发展规划。其他公司在质量和产品有区别的情况下强行打价格战意义不大，公司认为可能性不高，并且不怕打价格战。

未来布局

1、公司三年内的发展计划是什么，有没有针对未来产品体系进行规划？

未来三年公司在产品端将持续开发硬镜、塑形镜周边配套产品、人工玻璃体等眼科产品，并对未来向大医疗器械领域扩展做出一定布局；服务端将采用门诊、诊所、视光中心、亿元多渠道同步推广的发展模式，投资合作伙伴，继续支持经销商做强做大。

未来的产品体系会包括所有类型的硬性角膜接触镜，同时覆盖所有的配套产品（护理液、冲洗液、清洁液），目前护理液已经在审批中。未来还会以人工晶体为切入点向眼科类耗材乃至整个大医疗器械领域扩展。除自研外，也可能采用收购、孵化等多种方式去扩充产品体系。

2、建设视光中心的目的与未来建设计划？

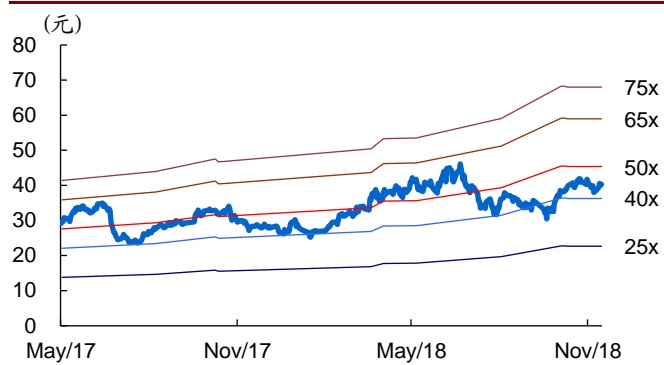
大力建设视光中心不仅因为看好视光行业的前景，同时也看好视光中心的业态模式，认为未来视光会成为眼科中的重要一环甚至是独立一环。

参考美国经验，未来国内视光行业将社区化、普及化，公司布局视光中心是为顺应这一趋势。视光中心可以提高角膜塑形镜销售的独立性，增强价格稳定性，未来会继续在各地大力建设视光中心。

3、投资基因检测的目的？

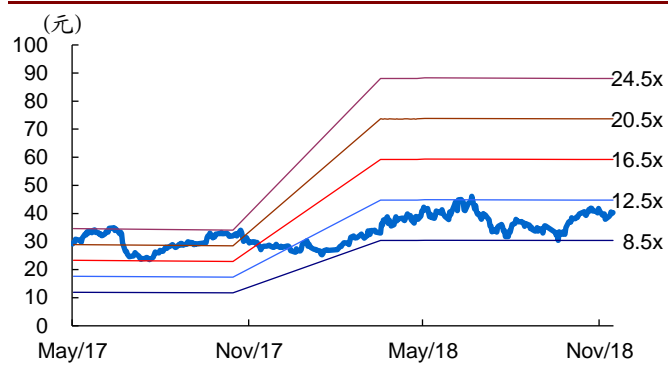
公司的眼视光业务与基因也有交叉，眼病、近视也有基因原因，公司希望借此为未来的眼科疾病基因检测打下基础。目前正在安徽省内的眼科医院进行此类业务布局，在渠道上有协同效应，不是完全跨界。

图 1: 欧普康视历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 欧普康视历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	271	783	959	1234	1590
现金	230	166	271	524	864
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	1	1	1	2
应收款项	23	37	53	70	91
其它应收款	1	10	15	20	26
存货	13	19	28	36	45
其他	3	551	590	582	563
非流动资产	86	139	139	139	139
长期股权投资	0	4	4	4	4
固定资产	32	33	34	34	35
无形资产	8	7	7	6	5
其他	47	95	95	94	94
资产总计	358	923	1099	1373	1729
流动负债	38	105	81	97	116
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	13	14	20	25	32
预收账款	8	25	36	46	59
其他	17	67	25	25	25
长期负债	4	5	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	5	5	5	5
负债合计	42	110	87	102	121
股本	51	124	223	223	223
资本公积金	64	411	321	321	321
留存收益	197	270	462	721	1055
少数股东权益	4	7	5	5	9
归属于母公司所有者权益	311	805	1007	1266	1599
负债及权益合计	357	923	1099	1373	1729

现金流量表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	109	145	114	280	380
净利润	114	151	219	296	387
折旧摊销	4	6	6	6	6
财务费用	0	(2)	(2)	(3)	(6)
投资收益	(7)	(13)	(13)	(13)	(13)
营运资金变动	(2)	4	(95)	(7)	0
其它	(0)	(2)	(1)	1	6
投资活动现金流	(27)	(592)	7	7	7
资本支出	(29)	(63)	(5)	(5)	(5)
其他投资	2	(530)	13	13	13
筹资活动现金流	(70)	384	(15)	(34)	(48)
借款变动	(74)	4	0	0	0
普通股增加	0	73	99	0	0
资本公积增加	0	348	(90)	0	0
股利分配	0	(43)	(26)	(37)	(53)
其他	4	3	2	3	6
现金净增加额	11	(64)	106	253	340

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	235	312	487	639	827
营业成本	61	74	108	138	175
营业税金及附加	4	4	7	9	12
营业费用	29	41	68	82	101
管理费用	17	29	56	67	83
财务费用	0	(1)	(2)	(3)	(6)
资产减值损失	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	13	13	13	13
营业利润	131	179	262	359	475
营业外收入	5	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	136	179	262	359	475
所得税	22	30	46	63	84
净利润	114	149	217	296	391
少数股东损益	(0)	(2)	(2)	0	4
归属于母公司净利润	114	151	219	296	387
EPS (元)	0.92	1.22	0.98	1.33	1.73

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	33%	33%	56%	31%	29%
营业利润	30%	36%	47%	37%	32%
净利润	29%	32%	45%	35%	31%
获利能力					
毛利率	74.1%	76.2%	77.8%	78.4%	78.8%
净利率	48.5%	48.4%	44.9%	46.3%	46.8%
ROE	36.6%	18.7%	21.7%	23.4%	24.2%
ROIC	34.5%	17.9%	21.1%	22.9%	23.9%
偿债能力					
资产负债率	11.6%	11.9%	7.9%	7.4%	7.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	7.2	7.5	11.8	12.7	13.7
速动比率	6.8	7.3	11.4	12.4	13.3
营运能力					
资产周转率	0.7	0.3	0.4	0.5	0.5
存货周转率	5.1	4.6	4.6	4.3	4.3
应收帐款周转率	11.5	10.3	10.8	10.4	10.3
应付帐款周转率	8.6	5.6	6.5	6.1	6.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.92	1.22	0.98	1.33	1.73
每股经营现金	0.88	1.17	0.51	1.25	1.70
每股净资产	2.51	6.49	4.51	5.67	7.16
每股股利	0.35	0.21	0.17	0.24	0.31
估值比率					
PE	43.8	33.1	41.1	30.4	23.3
PB	16.0	6.2	8.9	7.1	5.6
EV/EBITDA	33.0	24.5	16.7	12.3	9.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴斌，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，9 年证券从业经验，2017 年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

邱旻，日本东京大学技术经营战略学硕士和药学学士，2 年一级市场投资经验，5 年证券从业经验，2018 年 5 月加入招商证券，任医药行业分析师。

李勇剑，北京大学医学部药物化学系硕士，1 年医药行业经验，2013 年 7 月加入招商证券，任医药行业分析师。

蒋一樊，法国波城大学硕士，1 年海外一级市场投资经验，4 年证券从业经验，2017 年 4 月加入招商证券，任医药行业分析师。

李点典，香港科技大学生化系硕士，2016 年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

漆经纬，美国乔治华盛顿大学硕士，1 年美国私募对冲基金研究经验，1 年国内证券从业经验，2018 年 3 月加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。