

# 美亚光电 (002690.SZ) 仪器仪表行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

沈伟杰  
联系人  
(8621)60870933  
shenweijie@gjzq.com.cn

贺国文  
分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

## 进军移动医疗，深度整合牙科诊疗产业链；

### 事件

美亚光电于10月13日发布公告，与春雨医生签订《战略合作框架协议》，通过在资本、技术、数据、线上线下等多层面的合作，联手打造安徽省移动数字化分级诊疗平台和牙科远程诊疗平台。通过此次合作，美亚光电为口腔产业链整合寻求到了有利的线上支持，并在互联网医疗与大数据领域进行有益的探索，春雨医生也将深耕口腔专科领域、与线下口腔医疗机构展开合作，获得长期良好稳定的投资回报，实现互利共赢，共同发展。

### 评论

**此次战略合作是公司整合牙科医疗产业链，探索新商业模式的第一步：**公司作为一家设备制造商，拥有丰富的线下资源，包括在安徽省内的医院和诊所的人脉资源、牙科 CBCT 机的数据资源等，但对于移动互联网领域此前没有积累。与春雨医生合作，实际上是一种互利共赢的局面，春雨医生可以借助美亚资源实现安徽省全方位的布局，建立移动数字化分级诊疗平台。而通过与春雨医生的合作，公司可将其线下资源导入到线上，快速实现线上线下的资源互通，从而打造出全新的商业模式。

**新的商业模式依托于牙科远程诊疗平台，具备比较好的前景：**打通线上线下后，未来公司的商业模式将不再局限于设备的销售，而是利用设备作为移动互联网数据入口，提升用户（包括医生和病患）的诊疗服务体验，从而创造更大价值。（1）牙科远程影像会诊，包括治疗方案远程咨询和疑难病例远程转诊，病患可通过移动互联网咨询专家，发送自身相关资料以获得诊疗方案。另外，专家可以通过软件了解病患情况，确定是否接诊。（2）O2O 导诊，通过软件向口腔科潜在用户疾病教育并精准推广公司的签约口腔医院或诊所，同时向该医院/诊所进行分诊。（3）大数据分析，基于庞大的医患交流、问诊数据，进行分析处理，获取更多数据价值。（4）营销平台，通过互联网平台进行客户推广，同时增强 CBCT 机客户粘性，帮助实现更好的销售。通过构建此移动互联网诊疗平台，公司未来可实现包括广告费、服务增值费等多项收入，也将增强其原先的产品营销能力。

**公司做事风格务实，执行力强，看好其与春雨医生的长期合作：**春雨医生是国内领先的移动医疗互联网公司，其 APP 已有 2,900 万激活用户、超过 4 万名签约医生，日活跃用户量接近 90 万，每日用户咨询量超过 4 万个，团队做事务实，与美亚能够形成较好的互补。此次战略合作是美亚此前中报披露的进军移动互联网的第一步，未来双方将逐步建立诊所智能管理系统、进行大数据合作，甚至将该模式复制到其他科室，实现多科室的远程诊疗平台。公司的执行力强，整合牙科医疗产业链的决心也很强，所以从长期来看，两个团队的分工协作产生的效益和发展前景值得期待。

### 投资建议

- 我们认为公司最大的竞争力是基于其光机电一体化核心技术构建的产品平台体系，并且公司通过高效的执行力和前瞻性的眼光保证了其在每一个产品的细分领域都能做到龙头地位，这是其未来不断打开成长空间的关键所在。基于此判断，我们认为公司具有非常好的成长性。
- 我们预计公司 2014-2016 年实现销售收入 695 百万元、907 百万元与 1205 百万元，归属母公司股东净利润 273 百万元、360 百万元与 473 百万元，EPS 为 0.81、1.07 和 1.40。我们给予公司未来 6 个月的目标价 55 元，对应 2014-2016 年的 PE 分别为 68 倍、52 倍和 39 倍。

## 盈利预测与估值

### ■ 主要假设:

- **色选机:** 公司目前的大米色选机在国内的市场占有率达 30%以上, 在全国乃至全球范围内具有较高的知名度, 杂粮色选机和茶叶色选机的市场占有率不到 20%, 且近年来销售增长明显加快。我们预计 2014-2016 年公司的色选机业务保持 13%、12%、13%的增长。另外, 受益于出口产品的增加以及毛利率相对较高的杂粮、茶叶色选机销售的增长, 公司整体毛利率有望继续提高。
- **X射线异物检测:** 短期内受益于轮胎自动检测装备销售的快速增长, 长期内看好在食品安全检测领域内的新的突破。此业务收入占比较小, 我们预计此块业务 2014-2016 年有望保持 25%—30%的较快增长。另外, 受益于自给比例的提升, 毛利率有望小幅度提升。
- **CBCT 机:** 受益于种植牙等高端牙科诊断方式的爆发性增长带来的巨大需求, 我们预计公司的产品有望形成进口替代, 未来三年将是公司 CBCT 机享受行业高增长与抢占行业市场份额的重要时机。我们看好公司 CBCT 机产品的销售战略、高性价比以及优秀的售后服务能力, 预计此块业务未来三年内分别可实现销售收入 72 百万元、200 百万元和 400 百万元。受益于规模化采购和生产, 未来几年毛利率将稳中有升, 预测毛利率分别为 62%、62.5%和 63%。
- **盈利预测:** 综合以上假设, 我们预计公司 2014-2016 年实现销售收入 695 百万元、907 百万元与 1205 百万元, 归属母公司股东净利润 273 百万元、360 百万元与 473 百万元, EPS 为 0.81、1.07 和 1.40。
- **估值:** 我们认为公司最大的竞争力是基于其光机电一体化核心技术构建的产品平台体系, 这是其未来不断打开成长空间的关键所在。基于此判断, 我们认为公司具有非常好的成长性, 未来几年, 现有产品的升级和产品结构的改善以及新产品的不断拓展将是公司业绩高增长的支撑。作为一家平台型企业, 公司在过去几个产品的发展和推广中已经证明了其优秀的市场能力和管理能力, 当前在口腔医疗领域形成了强劲的市场竞争力, 未来将在更广阔的医疗影像器械、食品安全检测等领域打开更广阔的市场空间。公司的现金流良好, 利润具备非常高的真实性, 且存在并购预期, 这样一家公司理应享受高估值。我们给予公司未来 6 个月的目标价 55 元, 对应 2014-2016 年的 PE 分别为 68 倍、52 倍和 39 倍。

图表1: 主营业务收入拆分

项 目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>色选机</b>						
销售收入(百万元)	430.85	499.44	505.75	572.20	642.00	724.00
增长率(YOY)	35.43%	15.92%	1.26%	13.14%	12.20%	12.77%
毛利率	50.90%	51.47%	55.52%	57.21%	58.71%	59.11%
销售成本(百万元)	211.55	242.38	224.96	244.84	265.11	296.02
增长率(YOY)	38.65%	14.57%	-7.19%	8.84%	8.28%	11.66%
毛利(百万元)	219.30	257.06	280.79	327.36	376.89	427.98
增长率(YOY)	32.46%	17.22%	9.23%	16.58%	15.13%	13.56%
占总销售额比重	95.78%	96.40%	89.11%	82.28%	70.81%	60.10%
占主营业务利润比重	94.55%	95.51%	87.89%	80.57%	69.14%	58.27%
<b>X射线异物检测机</b>						
销售收入(百万元)	11.08	8.09	31.73	41.25	53.62	69.71
增长率(YOY)	-2.55%	-26.99%	292.21%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	62.32%	61.22%	61.22%	66.00%	66.00%	67.00%
销售成本(百万元)	4.17	3.14	12.30	14.02	18.23	23.00
增长率(YOY)	11.54%	-24.85%	292.21%	13.98%	30.00%	26.18%
毛利(百万元)	6.91	4.95	19.43	27.22	35.39	46.71
增长率(YOY)	-9.47%	-28.27%	292.21%	40.15%	30.00%	31.97%
占总销售额比重	2.46%	1.56%	5.59%	5.93%	5.91%	5.79%
占主营业务利润比重	2.98%	1.84%	6.08%	6.70%	6.49%	6.36%
<b>口腔X射线CT诊断机</b>						
销售收入(百万元)		1.15	22.13	72.00	200.00	400.00
增长率(YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	1824.35%	225.35%	177.78%	100.00%
毛利率		37.20%	61.58%	62.00%	62.50%	63.00%
销售成本(百万元)	0.00	0.72	8.50	27.36	75.00	148.00
增长率(YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	1077.28%	221.79%	174.12%	97.33%
毛利(百万元)	0.00	0.43	13.63	44.64	125.00	252.00
增长率(YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	3085.52%	227.57%	180.02%	101.60%
占总销售额比重	0.00%	0.22%	3.90%	10.35%	22.06%	33.20%
占主营业务利润比重	0.00%	0.16%	4.27%	10.99%	22.93%	34.31%
<b>其他业务收入</b>						
销售收入(百万元)	7.89	9.44	7.95	10.00	11.00	11.00
增长率(YOY)	#DIV/0!	19.64%	-15.76%	25.80%	10.00%	0.00%
毛利率						
销售成本(百万元)	2.16	2.72	2.31	2.90	3.20	3.20
增长率(YOY)	#DIV/0!	25.93%	-15.24%	25.79%	10.34%	0.00%
毛利(百万元)	5.73	6.72	5.64	7.10	7.80	7.80
增长率(YOY)	#DIV/0!	17.26%	-15.98%	25.81%	9.86%	0.00%
占总销售额比重	1.75%	1.82%	1.40%	1.44%	1.21%	0.91%
占主营业务利润比重	2.47%	2.50%	1.77%	1.75%	1.43%	1.06%
销售总收入(百万元)	449.82	518.12	567.56	695.45	906.62	1204.71
销售总成本(百万元)	217.88	248.96	248.07	289.13	361.54	470.22
毛利(百万元)	231.94	269.16	319.49	406.32	545.08	734.49
平均毛利率	51.56%	51.95%	56.29%	58.43%	60.12%	60.97%

来源: 国金证券研究所

**投资评级的说明:**

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 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% 以下。

**特别声明:**

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD