

美亚光电 (002690.SZ) / 专用设备
光电识别设备龙头，口腔 CT 设备高速增长
评级：增持（首次覆盖）

市场价格：23.39

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

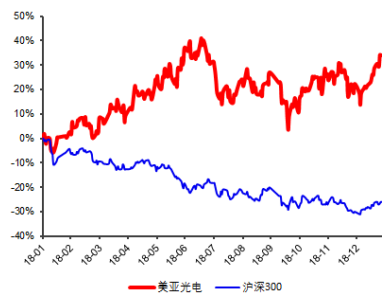
Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

研究助理：赵晋

Email: zhaojin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	676.00
流通股本(百万股)	327.40
市价(元)	23.39
市值(百万元)	15811.64
流通市值(百万元)	7657.89

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	901	1,094	1,311	1,584	1,924
增长率 yoy%	7.17%	21.39%	19.83%	20.81%	21.51%
净利润	309	365	436	527	628
增长率 yoy%	6.88%	17.89%	19.66%	20.86%	19.12%
每股收益(元)	0.46	0.54	0.65	0.78	0.93
每股现金流量	0.49	0.65	0.52	0.68	0.80
净资产收益率	15.21%	16.60%	18.31%	20.11%	21.60%
P/E	50.98	43.25	36.14	29.90	25.11
PEG	2.61	2.18	2.44	1.53	1.26
P/B	7.76	7.18	6.62	6.01	5.42
备注:					

投资要点
■ 光电识别领域龙头，聚焦三大板块业务，业绩稳健增长，盈利能力强。

1) 光电识别技术领先，聚焦三大业务：色选机收入占比 69.5% 为主营业务；口腔 CT 设备占比 25.4% 是公司营收加速增长的来源，2017 年口腔 CT 收入同比增长 57.28%；工业检测设备小部分放量。

2) 业绩稳健增长，盈利能力强：公司 7 年业绩复合增长 15.5%。盈利能力稳定，三类产品毛利率高于 50%；费用率稳定合理，管理费用略降；而且公司自上市以来经营状况良好，现金充足。

3) 股权结构稳定：实际控制人田明董事长兼总经理持股 61.45%，决策效率高。

■ 口腔 CBCT：市场扩大叠加市占率提升，业绩高增长。

1) 消费升级、人口老龄化促使国内口腔市场规模 10 年复合增长 18%。民营口腔医疗机构是驱动口腔诊疗产业的主要力量，2016 年已达到 8.1 万家。

2) CBCT 成像优势明显，渗透率逐渐提高，未来 5 年空间 140 亿元。口腔数字化趋势下，CBCT 替代全景机和传统 CT，我们从存量市场+增量市场+更换需求三个方面测算未来 5 年国内口腔 CBCT 的市场空间约为 140 亿元。

3) 美亚光电打破 CBCT 国际垄断，目前国内市占率约 30%：美亚凭借其产品的高性价比占据民营诊所等中低端市场，我们估计目前美亚国内市占率为 30% 左右。我们判断公司 2018 年销售量有望超过 1500 台，同比增长 50% 以上。

4) 受益市场扩大和渗透率提升，美亚光电口腔 CBCT 业务快速发展：业绩高速增长，5 年收入复合增长 85%，盈利能力强毛利率约为 60%。

5) “妙思”椅旁设备，构建“数字化口腔医疗生态链”：椅旁修复系统是未来牙科设备高端配置方向。美亚是国内首家，预计于 2019 年进入市场。

■ 色选机：收入稳定，海外需求驱动成长。

1) 色选机为公司支柱产业，营业收入国内强势领先市场占有率约为 30%。

2) 海外市场是公司未来色选机市场增量的主要动力：美亚色选机出口销量约占 30%，毛利率在 60% 以上。目前主要拓展东南亚、印度、南美等市场。海外色选机渗透率显著低于中国，具有较大增长潜力。

3) 色选品类不断拓展，行业天花板越来越高，智能化设备也进一步提升色选机的更换需求。

■ 工业检测设备：延续进口替代，静待消费升级。公司是国内第一家进口替代厂商，工业检测设备主要用于食品、汽车行业。
■ 投资建议：我们预计公司 2018-2020 年净利润有望达 4.36、5.27、6.28 亿元，同比分别增长 19.66%、20.86%、19.12%。对应的 EPS 为 0.65、0.78、0.93 元，PE 分别为 36/30/25 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
■ 风险提示：海外拓展不及预期风险；行业需求低于预期风险；行业竞争加剧风险；汇率波动风险。

内容目录

一、光电识别领域龙头，业务拓展新版图.....	- 5 -
1、以光电识别技术为起点，聚焦三大板块.....	- 5 -
2、业绩稳健增长，盈利能力、经营质量保持较高水平.....	- 6 -
3、股权结构稳定，股息率较高具备较好的投资回报.....	- 8 -
二、口腔 CBCT：市场扩大叠加市占率提升，业绩高速增长.....	- 10 -
1、消费升级、人口老龄化促使国内口腔市场规模 10 年复合增长 18%....	- 10 -
2、CBCT 成像优势明显，渗透率逐渐提高，5 年空间 140 亿元.....	- 12 -
3、美亚光电打破 CBCT 国际垄断，市场份额不断提升.....	- 14 -
4、受益市场扩大和渗透率提升，美亚光电口腔 CBCT 业务高速发展.....	- 15 -
5、“妙思”椅旁设备，构建“数字化口腔医疗生态链”.....	- 16 -
三、色选机：收入稳定，海外需求驱动成长.....	- 18 -
1、色选机为公司支柱产业，营业收入国内强势领先.....	- 18 -
2、拓展海外市场为色选机业务新的增长点.....	- 19 -
3、色选品类拓展以及智能化发展，行业天花板越来越高.....	- 19 -
四、工业检测设备：延续进口替代，静待消费升级.....	- 21 -
五、盈利预测与估值.....	- 22 -
六、风险提示.....	- 24 -

图表目录

图表 1: 聚焦光电识别领域, 色选机起家, 积极拓展医疗影像领域.....	- 5 -
图表 2: 色选机、工业检测、医疗影像三大领域协同.....	- 6 -
图表 3: 2018H1 营收色选机占比约 70%.....	- 6 -
图表 4: 色选机业务占比高, 公司成长主要依靠口腔 CT 设备业务.....	- 6 -
图表 5: 营业收入持续增长, 年均复合增长 13.53%.....	- 7 -
图表 6: 归母净利润稳健增长, 年均复合增长 15.51%.....	- 7 -
图表 7: 各项业务毛利率稳定保持在 50%以上.....	- 7 -
图表 8: 费用率合理稳定, 管理费用下降.....	- 7 -
图表 9: 经营活动现金流量净额.....	- 8 -
图表 10: 应收账款减少, 周转速度加快.....	- 8 -
图表 11: 股权结构稳定, 实际控制人田明持股 61.45%.....	- 8 -
图表 12: 公司分红情况.....	- 9 -
图表 13: 口腔 CT (CBCT) 设备产业链.....	- 10 -
图表 14: 我国用于医疗的人均可支配收入比例提升.....	- 10 -
图表 15: 我国口腔患者不断增长, 治疗率逐步提升.....	- 10 -
图表 16: 我国老龄人口增长较快.....	- 11 -
图表 17: 老年人龋齿率高但治疗率低.....	- 11 -
图表 18: 我国种植牙数量高速增长.....	- 11 -
图表 19: 国内口腔市场规模 10 年复合增长率为 18%.....	- 12 -
图表 20: 2010-2017 年民营口腔医院复合增速达 18%.....	- 12 -
图表 21: 民营口腔医疗机构已经达到 8 万家以上.....	- 12 -
图表 22: 口腔治疗中, CBCT 在种植和正畸临床应用比例达 70%.....	- 13 -
图表 23: CBCT.....	- 13 -
图表 24: 国内主要 CBCT 供应商竞争格局.....	- 14 -
图表 25: 大中小视野 CBCT 在口腔治疗中的应用.....	- 15 -
图表 26: 美亚光电口腔设备营收 2013-2017 复合增长 85%.....	- 16 -
图表 27: 美亚光电售后 7 项承诺.....	- 16 -
图表 28: 美亚光电 CAD/CAM.....	- 17 -
图表 29: 美亚光电口内扫描仪.....	- 17 -
图表 30: 椅旁设备国内外竞争者.....	- 17 -
图表 31: 国产色选机品牌占据色选机市场 70% 市场份额.....	- 18 -
图表 32: 美亚光电营业收入强势领先第二、三名.....	- 18 -
图表 33: 海外营业收入持续增长, 占比约为 30%.....	- 19 -

图表 34: 海外营业收入持续增长, 比例约为 20%.....	- 19 -
图表 35: 色选机品类不断增加	- 19 -
图表 36: 人工智能色选机.....	- 20 -
图表 37: 罐装食品 X 射线异物检测机.....	- 21 -
图表 38: 子午线半钢轮胎 X 射线异物检测机.....	- 21 -
图表 39: 美亚光电业绩拆分	- 22 -
图表 40: 医疗器械设备行业公司估值.....	- 23 -
图表 41: 美亚光电三张表.....	- 25 -

一、光电识别领域龙头，业务拓展新版图

1、以光电识别技术为起点，聚焦三大板块

- 国内光电识别领域龙头，聚焦三大板块。合肥美亚光电技术股份有限公司是国内光电识别领域的先行者，一直处于行业领导地位，在产品的研发、生产、销售等方面具有强大的竞争优势。美亚光电于 2000 年成立，2012 年深交所上市，由光机识别技术出发，主营业务逐步拓宽至色选机、高端医疗影像设备和工业检测设备。2016 年，公司提出了“聚焦三大板块，重点发展医疗”的发展战略。

图表 1：聚焦光电识别领域，色选机起家，积极拓展医疗影像领域



来源：公司官网，中泰证券研究所

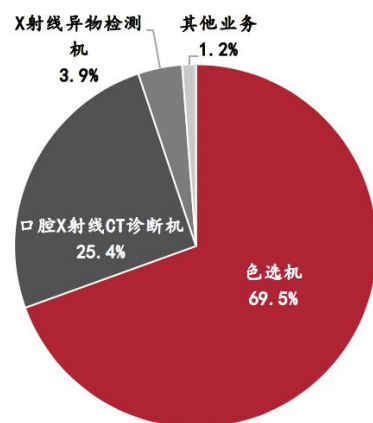
- 色选机、工业检测、医疗影像三大领域协同发展。2018 年上半年营业收入中色选机占比 69.5%，主要用于农产品（大米、杂粮、茶叶等）分选分级；高端医疗影像设备占比 25.4%，主要为口腔 CBCT (Cone Beam CT，锥形束 CT，简称 CBCT) 和口腔椅旁修复系统，未来还将在耳鼻喉科、骨科 CT 方面推出新产品；工业检测设备仅占 3.9%，主要涉及食品、轮胎、安检等领域的 X 射线异物检测机。

图表 2: 色选机、工业检测、医疗影像三大领域协同



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

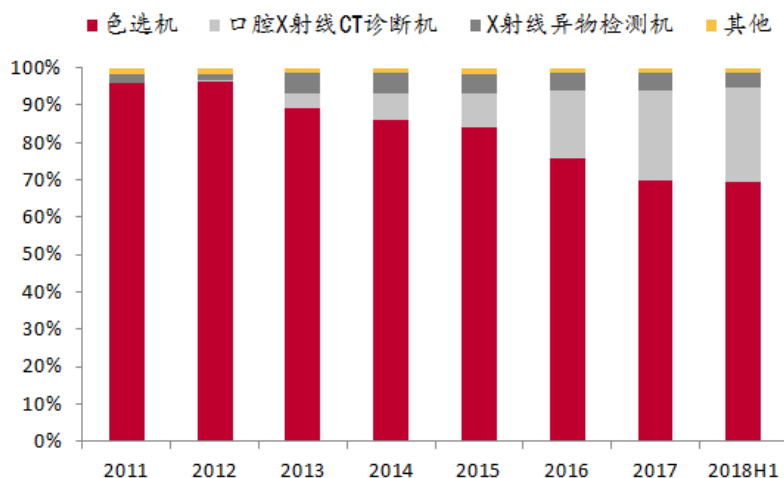
图表 3: 2018H1 营收色选机占比约 70%



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **色选机业务占比高, 成长靠口腔 CT 设备业务驱动。**色选机业务是公司最大的收入来源, 2018H1 占据近 70% 的业务收入。但公司成长主要依靠口腔 CBCT, 2018 年销售目标 1500 台, 销量增长有望超过 50%。2017 年口腔 CT 贡献 2.60 亿的营业收入占比为 23.8%, 同比增长 57.28%。

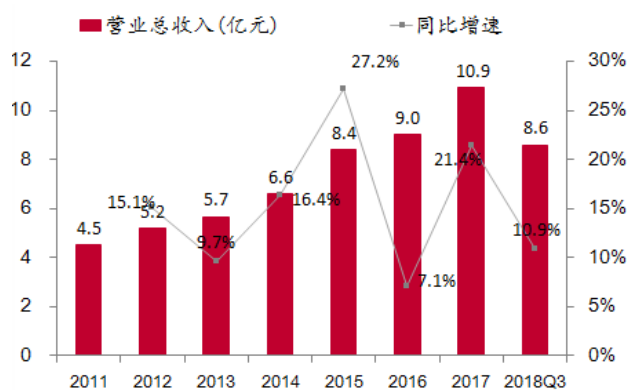
图表 4: 色选机业务占比高, 公司成长主要依靠口腔 CT 设备业务



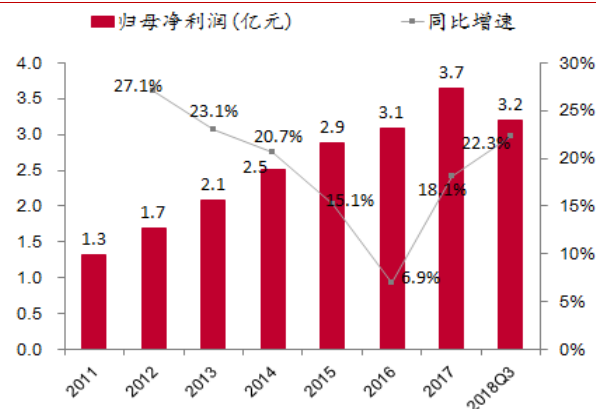
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

2、业绩稳健增长, 盈利能力、经营质量保持较高水平

- **业绩稳健增长, 7 年利润复合增长 15.5%。**2011 至 2017 年间, 公司总营业收入从 4.5 亿增长至 10.94 亿, 年均复合增长率为 13.53%; 归母净利润从 1.33 亿增长至 3.65 亿, 年均复合增长率为 15.51%。尽管 2018 年经济下行压力严峻, 市场竞争激烈, 公司业绩依然保持稳健增长。2018 年前三季度, 公司收入为 8.6 亿, 同比增长 10.9%, 归母净利润达 3.2 亿, 同比增长 22.4%。

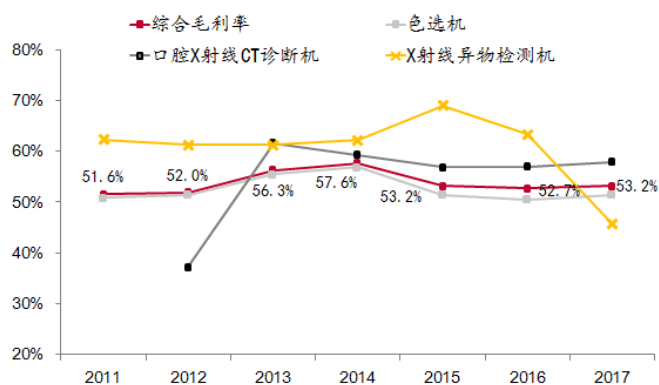
图表 5: 营业收入持续增长, 年均复合增长 13.53%


来源: wind, 中泰证券研究所

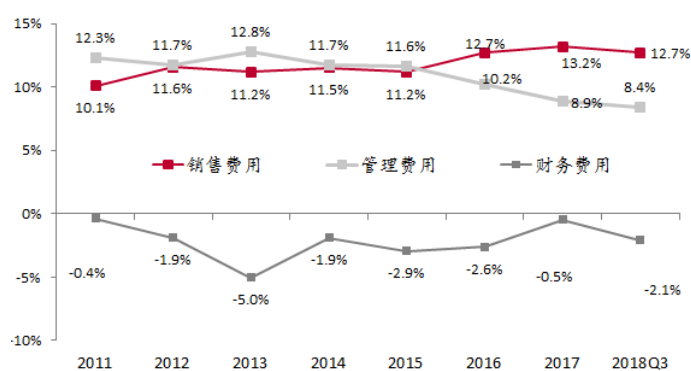
图表 6: 归母净利润稳健增长, 年均复合增长 15.51%


来源: wind, 中泰证券研究所

- **盈利能力稳定, 2018 前三季度毛利率 54.53 %。** 2013 至 2017 年, 公司三类产品的毛利率基本保持稳定, 均在 50 % 左右, 其中口腔 X 射线 CT 诊断机毛利率常年超过 55 % 以上。
- **公司三费支出稳定合理, 管理费用下降。** 2017 年管理费用占比 8.9%, 同比降低 1.3pct, 管理效率显著提高。由于医疗影像设备正是放量阶段, 公司格外重视销售投入, 2017 年销售费用占比 13.2%, 力图占据更大市场份额, 推动市场整合。2011 至 2017 年, 公司财务费用均为利息收入, 财务状况较好。

图表 7: 各项业务毛利率稳定保持在 50% 以上


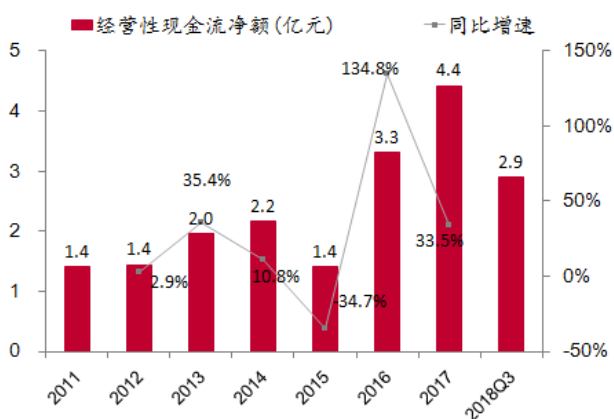
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 费用率合理稳定, 管理费用下降


来源: wind, 中泰证券研究所

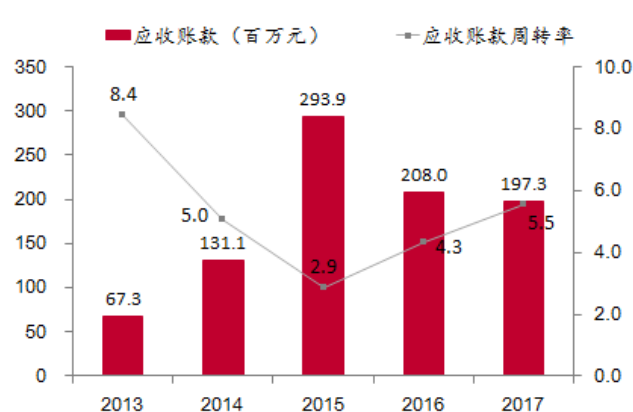
- **公司自上市以来经营状况良好, 现金充足。** 经营活动现金流量净额与净利润保持较高的同步性, 增长较快, 盈利质量高。2017 年经营活动现金流量净额为 4.4 亿元, 同比增长 33.4%。2017 年公司应收账款周转率上升为 5.5, 周转速度明显加快。

图表 9: 经营活动现金流量净额



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 应收账款减少, 周转速度加快

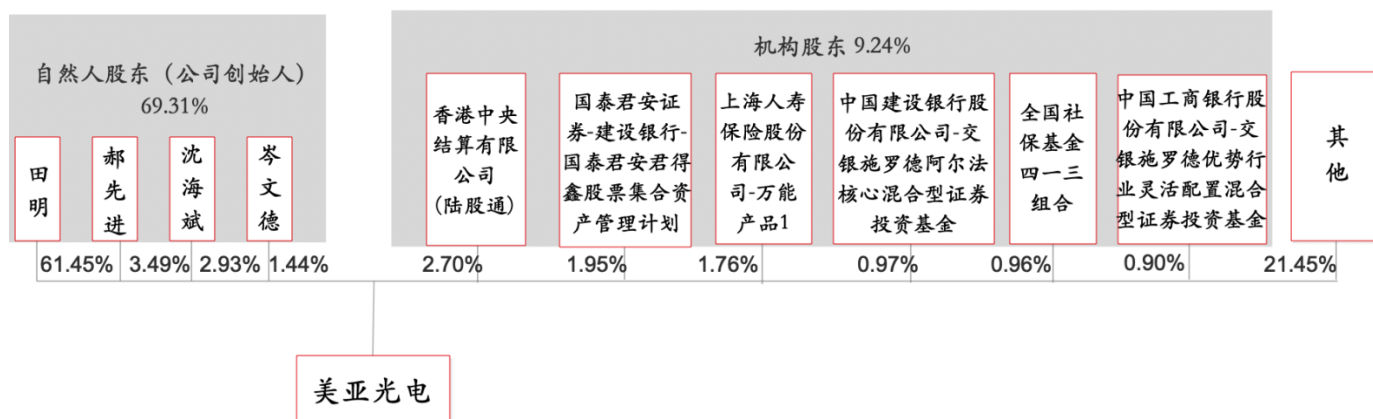


来源: wind, 中泰证券研究所

3、股权结构稳定, 股息率较高具备较好的投资回报

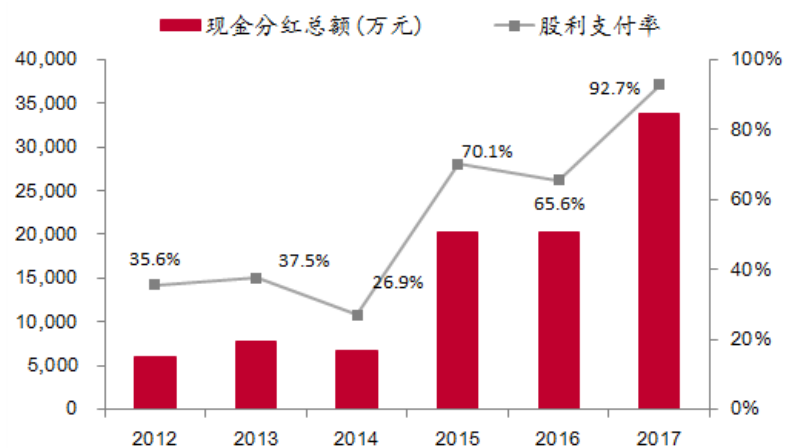
- **股权结构稳定。**公司实际控制人是田明先生, 持股比例达 61.45%, 现任公司董事长、总经理, 同时担任安科光电的执行董事、汇智创投的董事。截止到 2018Q3, 公司前十大股东中, 四位自然人股东都是公司的创始人, 合计持股比例为 69.3%, 有利于决策效率的提高; 六家为机构持股, 较 2017 年有所增持。
- **股息率高, 具有较好的投资回报。**2012 年公司上市以来, 已实施现金分红 6 次, 累计现金分红 9.49 亿元, 分红率 49.67%。2017 年股利支付率高达 92.7%, 股息率 2.6%。

图表 11: 股权机构稳定, 实际控制人田明持股 61.45%



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 公司分红情况

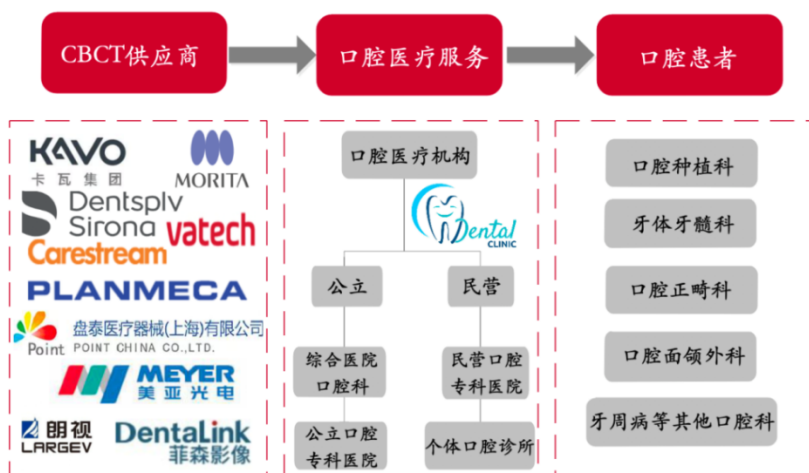


来源: wind, 中泰证券研究所

二、口腔 CBCT: 市场扩大叠加市占率提升, 业绩高速增长

- **消费升级+国产技术突破, 口腔 CT 需求大增。**口腔 CT 行业下游是各类型的口腔医院和口腔患者, 口腔 CT 对于口腔医疗行业来说本不是硬性需求, 如今需求高速增长的原因是消费高端服务的患者数量急剧增长, 国内居民对健康(包括口腔健康)日益重视, 医疗支出持续增长。另一方面, 由于美亚光电带头在国产 CBCT 设备上的突破, 目前国产口腔 CT 设备价格较低, 降低了民营口腔诊所的设备购置成本, 终端消费者的消费价格相应降低, 需求进一步增长。

图表 13: 口腔 CT (CBCT) 设备产业链

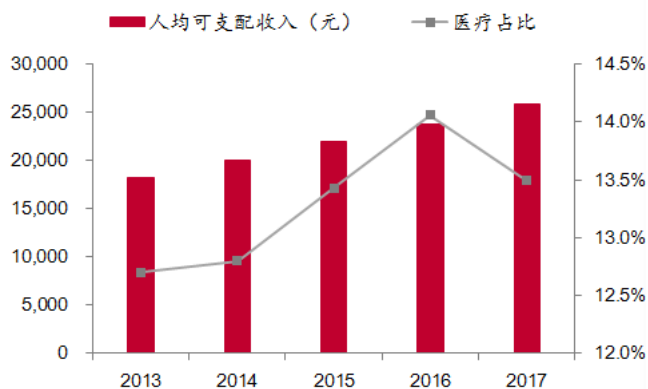


来源: 中泰证券研究所

1、消费升级、人口老龄化促使国内口腔市场规模 10 年复合增长 18%

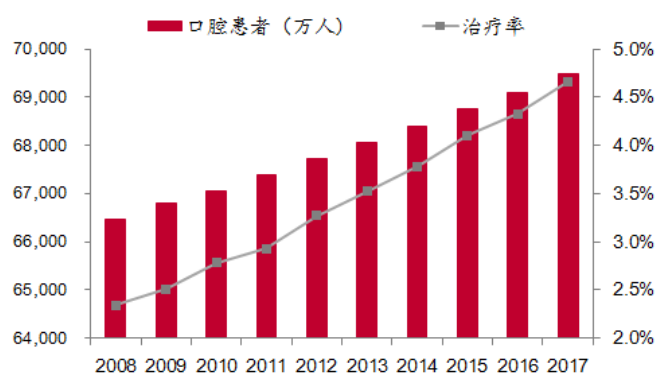
- **中国口腔市场患病率高、就诊率低的特点提供广阔市场空间, 长期推动行业的快速发展。**2016 年我国口腔疾病患者人数为 68734 万人, 口腔医院的就诊人数为 3211 万人, 就诊患者占口腔患者的比例仅为 4.67%。据统计, 美国人均每年口腔医疗支出 341 美元; 而中国人均每年口腔医疗支出仅 9 美元, 远低于美国水平。

图表 14: 我国用于医疗的人均可支配收入比例提升



来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

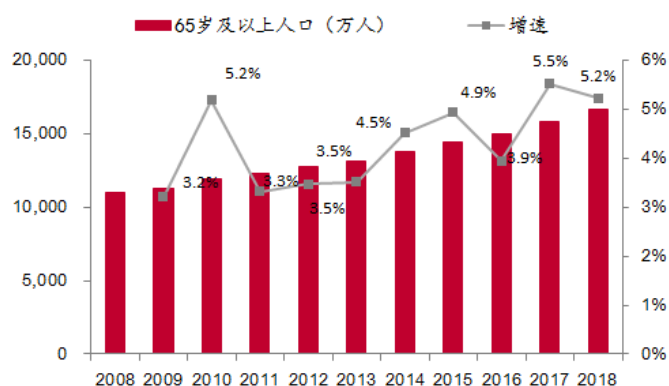
图表 15: 我国口腔患者不断增长, 治疗率逐步提升



来源: 前瞻产业研究院, 产业信息网, 中国口腔行业协会, 中泰证券研究所

- **人均收入提高医疗支出同比提升。**收入和生活水平的提高，人们越来越重视医疗健康和口腔健康。我国 2017 年人均可支配金额达 25974 元，其中个人医疗支出已经占可支配收入的 14%。
- **随着我国居民消费能力的增长以及老龄人口的不断增长，我国种植牙市场正处于快速发展期。**根据智研咨询的《2018-2024 年中国人工种植牙种植体市场专项调研及投资前景分析报告》，2011 年时我国年种植牙颗数仅为 12 万颗左右，2017 年接近 200 万颗，2011~2017 年复合增长率达到 56%，是全球增长最快的种植牙市场之一。近年来中国市场已成为齿科企业最重要的业绩增量来源，预计未来几年内，种植牙市场仍将保持 30% 以上的较快增速。

图表 16: 我国老龄人口增长较快



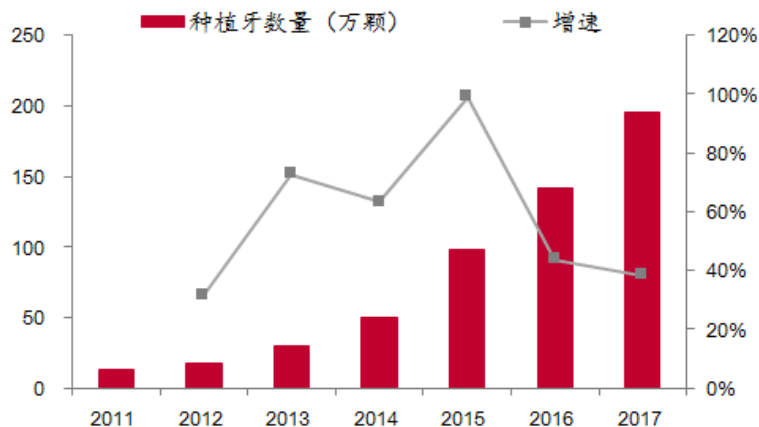
来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 17: 老年人龋齿率高但治疗率低

形式	患龋率	平均患龋颗数	平均缺牙数	患龋治疗率
5 岁儿童	66.00%	5	1~2	2.80%
12 岁儿童	28.90%	4~5	1	10.60%
35-44 岁中年人	88.10%	4.5	3	8.40%
65-74 岁老年人	98.40%	14.65	11	1.90%

来源：前瞻产业研究院，口腔行业协会，中泰证券研究所

图表 18: 我国种植牙数量高速增长

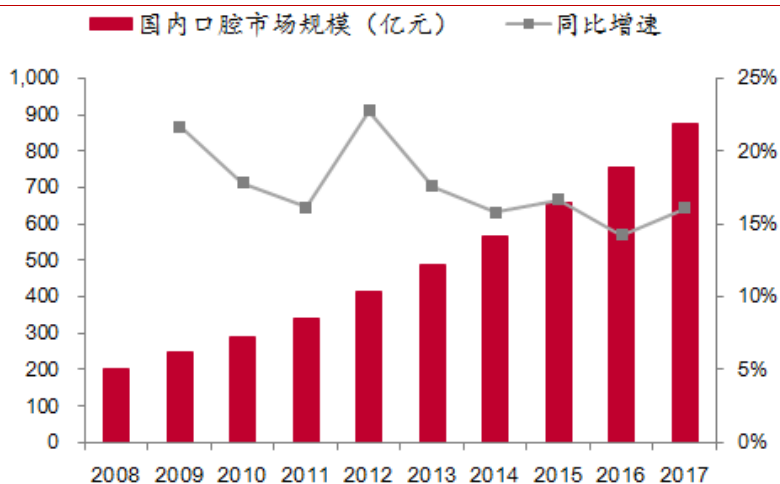


来源：智研咨询，《2018-2024 年中国人工种植牙种植体市场专项调研及投资前景分析报告》，中泰证券研究所

- **2017 年我国口腔市场规模约为 850 亿元以上，近十年来市场规模增速高于患者数量增速。**2008 年时我国口腔市场规模刚刚达到 200 亿元，至 2017 年已接近 1000 亿元，10 年复合增长率达到 18%。同一时期内，我国口腔患者的数量一直维持稳定小幅上升的态势，由 2008 年的 6.64 亿提高至 2017 年的 6.94 亿。由于消费观念的升级，口腔医疗机构的客

户群体由拔牙、补牙的低净值一次性客户，升级为洁牙美白、缺牙修复、牙周疾病防治的高净值高黏性客户，单客价值大幅提升也是市场扩容的重要原因。

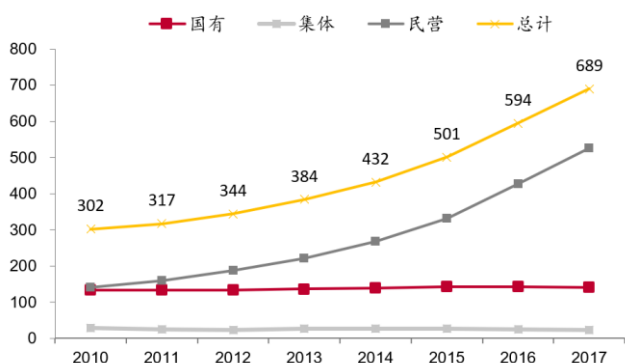
图表 19: 国内口腔市场规模 10 年复合增长率为 18%



来源：前瞻产业研究院，《2018-2023 年中国口腔医院行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》，中泰证券研究所

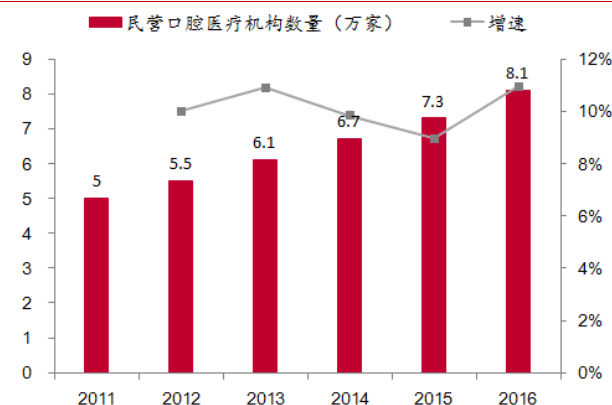
- **民营口腔医疗机构是驱动口腔诊疗产业的主要力量。** 民营口腔医院及诊所数量庞大，增速较快，是驱动口腔诊疗产业的主要力量，也是 CBCT 主要的销售渠道。根据国家卫计委的数据，2017 年我国口腔医院 689 家，其中民营口腔医院 525 家，占比 76%。从增速来看，公立口腔医院布局基本完善，几无增长；而民营口腔医院保持快速增长，2010-2017 年复合增速达到 18%。民营口腔医疗机构 2016 年已经达到 8.1 万家，每年增速在 10%左右。

图表 20: 2010-2017 年民营口腔医院复合增速达 18%



来源：国家卫计委，中泰证券研究所

图表 21: 民营口腔医疗机构已经达到 8 万家以上



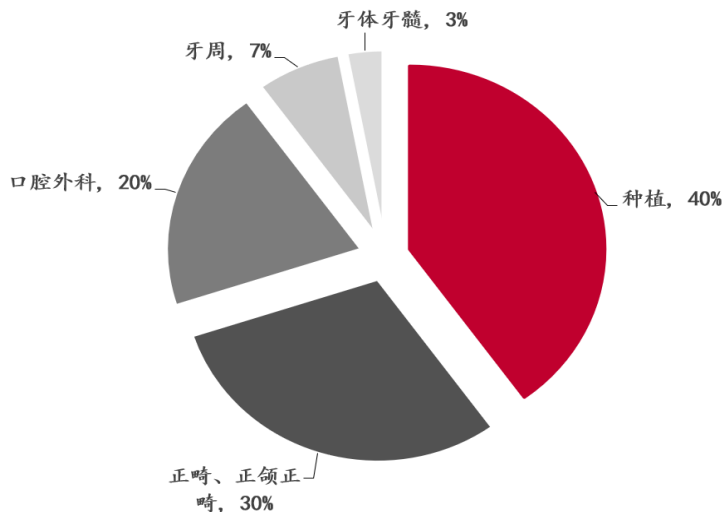
来源：卫计委，中泰证券研究所

2、CBCT 成像优势明显，渗透率逐渐提高，5 年空间 140 亿元

- **口腔数字化趋势下，CBCT 替代全景机和传统 CT。** 牙科高速发展的核心业务正畸和种植，都需要对于口腔内部进行精确地三维建模，描绘

清楚口腔内血管位置和牙颌骨厚度，因此随着正畸和种植业务渗透率提升，口腔诊所未来离不开 CBCT。

图表 22: 口腔治疗中, CBCT 在种植和正畸临床应用比例达 70%



来源：昆明医科大学，中泰证券研究所

- CBCT 的优势：**将传统 CT 和 CBCT 进行对比，可以发现，CBCT 扫描时间短，便于定位，节约时间；硬组织分解清晰，特别适用于口腔临床使用，并且其放射剂量极低，能有效保护患者和操作人员，便于口腔手术前、中、后各阶段进行多次照射。

图表 22: CBCT 扫描时间短, 硬组织分解清晰, 放射剂量极低, 适合口腔临床使用

	扫描时间	空间分辨率	密度分辨率	放射剂量
螺旋 CT	长, 根据扫描区域时间差异大	低, 硬组织成像模糊	高, 软组织成像清晰	高, 2000 μ Sv
CBCT	短, 10-15 秒	高, 硬组织成像清晰	低, 软组织成像模糊	低, 29-477 μ Sv

来源：前瞻经济学人，中泰证券研究所

图表 23: CBCT



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 我们从**存量市场+增量市场+更换需求**三个方面对 CBCT 国内市场空间进行测算，未来 5 年国内口腔 CBCT 的市场空间为 140 亿元。
- **CBCT 实际渗透率较低，存量市场空间大。**根据前瞻产业研究院，2017 年台湾有 6000 多家民营口腔诊所，其中 2000-2500 家配备 CBCT，渗透率为 33-42%。从美亚的销量及市占率来保守估计目前大陆 CBCT 保有量约为 8000-10000 台，实际渗透率约为 8%-12%，相比于台湾仍有较大提升空间。假设未来 3-5 年 CBCT 的渗透率可以达到 25%，未来存量市场规模约为 2.5 万台。按照每台价值 30 万元计算，除去现存的约 1 万台，现存口腔机构需要的 CBCT 市场空间约为 45 亿元。
- **口腔医疗机构的不断增加提供增量市场空间。**根据卫健委的数据，我国民营口腔机构 2012-2016 年以每年 10% 的速度增加，假设未来 5 年保持同样的速度增长，全国将增加大约 7.5 万家机构，按 CBCT30% 的渗透率和单价 30 万来计算，增量空间约为 68 亿元人民币。
- **更换需求提供约 25 亿的空间。**口腔 CBCT 的更换周期约为 5 年，则未来 5 年现存的设备陆续更换，空间规模约在 25 亿元。

3、美亚光电打破 CBCT 国际垄断，市场份额不断提升

- 美亚光电是国内第一台自主研发的 CBCT 生产厂商，打破国际垄断，填补国内市场空白。目前我国口腔 CT 市场已逐步实现进口替代，市场上主要进口品牌有德国的卡瓦、日本的森田、美国的西诺德、韩国的怡友等；国内口腔 CT 设备厂商主要有美亚光电、北京朗视、菲森等。其中，欧美品牌主要占据高端市场，国内厂商和日韩厂商争夺中低端市场。

图表 24：国内主要 CBCT 供应商竞争格局

厂家名称	国家	厂家介绍
卡瓦 (KaVo Dental)	德国	1909 年在德国创建，2004 年被丹纳赫集团整体收购。2006 年，美国盛邦公司被丹纳赫集团收购，卡瓦盛邦成为全球领先的牙科设备和耗材制造商。2017 年丹纳赫牙科业务的销售额为 28.19 亿美元，其中卡瓦盛邦贡献了大部分。 公司在全球牙科领域排名第二。
西诺德 (Dentsply Sirona)	美国	2016 年登士柏和西诺德强强联手组成新的登士柏西诺德，致力打造全球数字化口腔及一体化解决方案的公司。合并后的协同效应获益匪浅， 西诺德 (Dentsply Sirona) 在全球牙科领域排名第一。
锐珂 (Carestream Health)	美国	全球最大的医疗成像和信息技术公司 ，锐珂医疗在医疗成像与信息化、牙科、无损检测产品等领域提供数字解决方案和服务。中国已成为锐珂医疗全球最大的市场。
普兰梅卡 (Planmeca)	荷兰	Planmeca 专注于 3D 影像，产品分销网覆盖 120 多个国家和地区。公司还与牙科高校合作，提供多种现代化的高端牙科硬件设施。
森田 (Morita)	日本	株式会社森田 (Morita) 是日本最大的齿科医疗企业集团 ，不仅制造口腔医疗机械，同时还开发用于口腔教学的设备、材料、医药品等，产品销往 70 多个国家。
怡友 (Vatech)	韩国	怡友凭借其几乎涵盖整个数字化口腔医疗系统的产品线，迅速打开了全球市场。因为 进入中国市场较早，目前公司影像设备保有量是最大的 ，品牌认知度目前是所有中低端口腔影像产品中最高的。
盘泰 (PointNix)	韩国	产品在韩国享有盛誉，销售网络已经遍及东南亚，日本，新西兰，澳洲，北美洲和欧洲等 80 多个国家和地区。
美亚光电	中国	总部在合肥，2012 年成功研发中国第一台三维数字化口腔 CT 并投放市场，实现进口替代， 目前市场占有率约为 30%。

北京朗视 中国 公司背靠清华大学，研发实力强，性价比高。是国内第二大口腔 CBCT 生产厂商。

菲森 中国 菲森 2016 年进入市场，是继美亚和朗视后，国内第三家可以成批量生产的口腔 CBCT 厂商。

来源：前瞻经济学人，各公司官网，中泰证券研究所

- 美亚凭借其产品的高性价比占据民营诊所等中低端市场。从价格层面来看，国产和国外 CBCT 价格差异较大。以美亚光电为代表的国产口腔 CT 设备是高性价比的首选。在其生产的 CBCT 进入市场之前，国内 CBCT 的单价较高在 100 万元以上，对民营的诊所来讲，成本过高。而美亚的 CBCT 价格为 30 万元，因而可以凭借其突出的性价比优势，迅速占领了国内中低端市场。
- 目前美亚国内销量的市占率约为 30%。美亚光电 2018 年销售量预计超过 1500 台，同比增长 50% 以上，以销量的绝对优势在国内厂商中占据领先地位，市场占有率约为 30%。

4、受益市场扩大和渗透率提升，美亚光电口腔 CBCT 业务高速发展

- 公司近年来口腔 CBCT 技术不断突破，业务发展迅速。公司于 2012 年公司就推出了中视野口腔 CBCT，2017 年推出中大视野口腔 CBCT，2018 年推出超大视野口腔 CBCT。

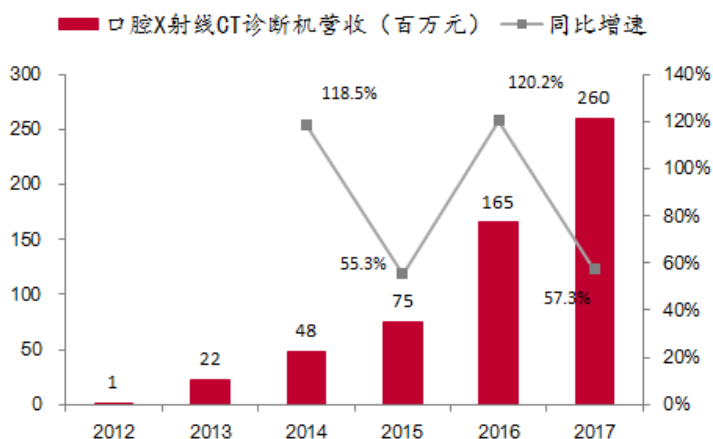
图表 25：大中小视野 CBCT 在口腔治疗中的应用

小视野 CBCT	中视野 CBCT	大视野 CBCT
单颗牙种植	单颗牙种植	单颗牙种植
根管治疗	多颗牙种植	多颗牙种植
第三磨牙拔除	需进行植骨的种植	需进行植骨的种植
	第三磨牙拔除	第三磨牙拔除
	关节诊断	关节诊断
		TMJ 病变
		气道和睡眠障碍诊断
		口腔健康检查
		正畸诊断
		投影测量分析
		正颌手术
		颌面重建手术

来源：昆明医科大学，中泰证券研究所

- 业绩高速增长，5 年收入复合增长 85%，盈利能力强。在 2012 年，公司口腔 CBCT 收入仅 115 万元左右；2013 年实现销量 61 台，实现收入 2213 万元。2017 年口腔 CBCT 实现销量近 1000 台，实现收入 2.6 亿元，公司 2013-2017 年销量年复合增速达 101.22%，销售收入年复合增速达 85.14%。2018 年上半年销售收入达 1.25 亿，2018 年年销售量预计实现 1500 台，同比增长 50%。而且公司具备较强的盈利能力，自 2013 年以来公司口腔 CBCT 毛利率就一直维持在 50% 以上。

图表 26: 美亚光电口腔设备营收 2013-2017 复合增长 85%



来源: wind, 中泰证券研究所

- **美亚光电的渠道和售后竞争力强。**销售渠道和模式的拓展为同时, 美亚推出的融资租赁模式, 对于小诊所来说, 具有很大的吸引力。2018年6月, 美亚医疗旗舰店的微店推出市场, CBCT产品可在微店下单, 为民营口腔诊所购买口腔CT机提供了便利。此外, 美亚的售后服务具有很强的竞争力。专用设备停工会损失较大, 因而维修对企业响应度的要求极高。美亚是唯一一个承诺24小时回应、48小时上门的CBCT供应商。

图表 27: 美亚光电售后 7 项承诺

<p>1. 准时到达</p> <p>严格按照约定的时间内到达客户现场。</p>	<p>2. 保证工时</p> <p>现场工作时间必须达到标准作业工时。</p>	<p>3. 全面保养</p> <p>故障排除后, 对整机做全面的检查保养, 保证良好的机器状态。</p>	<p>4. 全程透明</p> <p>主动讲解产品使用和养护, 帮助您了解机器的常规保养和简单故障处理。</p>
<p>5. 现场清理</p> <p>服务完毕, 将机器各处浮灰吹扫干净, 将现场清理干净。</p>	<p>6. 严格验收</p> <p>维修完毕, 与客户一起验收, 保证故障排除, 打到预期效果。</p>	<p>7. 透明收费</p> <p>收费标准执行美亚公司统一定价, 任何需收费项目提前告知您。</p>	

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

5、“妙思”椅旁设备, 构建“数字化口腔医疗生态链”

- **椅旁修复系统是未来牙科设备高端配置方向。**椅旁系统包括口内扫描仪、CAD(计算机辅助设计)和CAM(计算机辅助制造)系统, 多用于正畸时口腔建模, 将改变目前口腔日常诊疗的模式。相比传统口腔印模方式, 口内扫描仪的椅旁系统改变物理取模为数字化取模模式, 提升工作效率, 节省材料和诊疗时间、简化诊疗过程, 满足以更高精度直接进行数字化可视化分析的需求。

图表 28: 美亚光电 CAD/CAM



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 29: 美亚光电口内扫描仪



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- **国内首家, 预计 2019 年进入市场。**美亚妙思 (MUSEY) 椅旁修复系统为国内首个完全自主知识产权的椅旁修复系统。公司预计于 2019 年将椅旁系统推出市场, 力求尽早介入市场整合期。口腔 CT 机和口内扫描仪的功能没有交叉, 分别属于日常和高端两个领域, 但其渠道和客户都是重合的。我们认为椅旁系统上市之后, 将会被原先的客户接受, 迅速放量。
- **椅旁修复系统进口依赖度很高, 国产品牌较少; 椅旁操作系统市场现仍由国外产品主导。**国外对于口内扫描仪的研究较早, 最早投入市场的口内数字印模扫描仪是德国西诺德于 1987 年推出的 CEREC 系统, 国际市场当中较知名的生产企业有德国 Sirona、丹麦 3-Shape、芬兰 Planmeca 等。

图表 30: 椅旁设备国内外竞争者

厂家名称	国家	厂家介绍
西诺德(Dentsply Sirona)	美国	于 1987 年推出了 CEREC 系统, 致力于研发、提供世界领先的数字化口腔解决方案, 包括用于椅旁 (CEREC) 和技工所 (inLab) 的 CAD/CAM 全瓷修复系统、口腔综合治疗台、数字化口腔 X 线诊断系统以及牙科治疗器械和灭菌设备。
3-Shape	丹麦	于 2000 年由两位研究生在丹麦哥本哈根建立, 产品应用于 100 多个国家的诊所和实验室。2005 年, 公司推出了 D200 扫描仪, 在牙科领域崭露头角。2011 年, 3Shape TRIOS 口腔内扫描仪正式发布, 免喷雾、无粉扫描, 而且可以升级颜色模型。
普兰梅卡 (Planmeca)	荷兰	是口腔设备制造业中顶级的私营家族企业。产品种类包括数字口腔综合治疗台、www.leadingir.com2D 与 3D 影像设备、开放式 CAD/CAM 解决方案、以及软件套装解决方案。
美亚光电	中国	公司“妙思”椅旁修复系统包括“臻彩”口内扫描仪、“妙思”CAD 设计系统、“妙思”CAM 切割系统。预计公司“臻彩”口内扫描仪将于 2019 年上市。
广东朗呈 (Launca)	中国	DL-100 产品拥有多通道彩色三维重建技术, 确保了口内三维数据采集的精确性。开放性的数据, 可以让义齿制作方根据自身需要自由选择后续的相关设计加工流程。
菲森	中国	Dentalink 牙医管家旗下的菲森影像 (FUSSEN) 口内 3D 扫描成像系统, 是一款配套义齿加工平台使用的口内扫描仪, 其开放式数据与技工室无缝对接。

来源: 动脉网, 中泰证券研究所

三、色选机：收入稳定，海外需求驱动成长

1、色选机为公司支柱产业，营业收入国内强势领先

- **色选机原理：**色选机是根据物料光学特性的差异，利用高清低畸变工业镜头拍摄，利用光电探测技术将颗粒物料中的异色颗粒自动分拣出来的设备。
- **国产色选机品牌国内市占率 70%。**我国色选机市场早期依靠进口，主要有瑞士的布勒、日本的佐竹、美国的德尔塔科技、韩国的大原和唯一、以及德国的摩根森机械。美亚光电在 1994 年率先研发出第一台国产色选机并投向市场，打破了进口垄断。目前，国产色选机品牌已占据了色选机市场超 70% 的市场份额，进口色选机品牌主要占据中高端市场且份额在不断萎缩中。

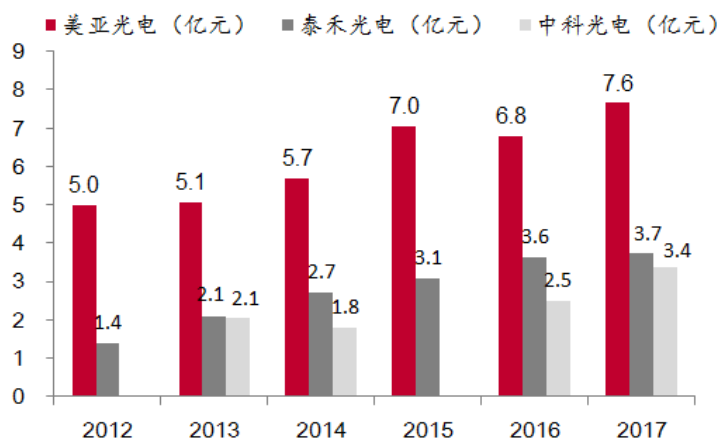
图表 31：国产色选机品牌占据色选机市场 70% 市场份额

品牌	国家	厂家介绍
美亚光电	中国	公司产品已经覆盖全国所有省市，市场占有率多年保持国内第 1，出口至美国、俄罗斯、波兰、乌克兰、匈牙利、印度尼西亚、墨西哥等 80 多个国家和地区。
泰禾光电	中国	2008 年成功研发出 CCD 色选机，能根据各种大米种类，优化设计出相应的工作模式，采用一台色选机可适用于不同的大米的分选。2015 年，该企业研制出小型机器人，并批量生产。
中科光电	中国	研发出的双层履带机，可满足多种颜色一次性分选出，具有“色选+形选”功能，多种模式自由设置，能满足不同物料的色选需要。
布勒	瑞士	公司在色选机的研发与生产方面，拥有丰富的经验，产品质量稳定，其产品 95% 用于出口，产品遍及世界 140 多个国家，在中国稻米行业的声誉较好。现在合肥有分公司。
佐竹	日本	公司目前稻米色选机 SSM 系列是目前世界上在选别方面最为先进的色选机之一。其产品广泛应用于稻米加工及其它谷物加工，产品畅销全球 140 多个国家和地区。

来源：各公司官网，中泰证券研究所

- **色选机业务市场增长率低，但市场占有率高，是公司的现金牛业务。**对比市场上其他供应商，美亚光电市场占有率约为 30%，多年保持第一位，是色选机行业龙头企业。在营业收入上，行业第二、三名的企业与之差距较大，可以说，美亚光电保持着较强的领先地位。

图表 32：美亚光电营业收入强势领先第二、三名

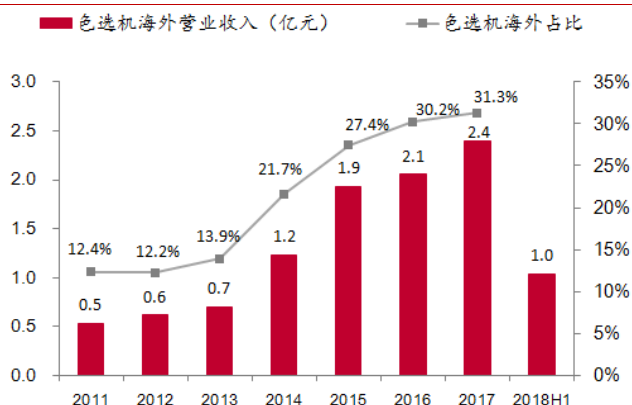


来源：各公司官网，中泰证券研究所

2、拓展海外市场为色选机业务新的增长点

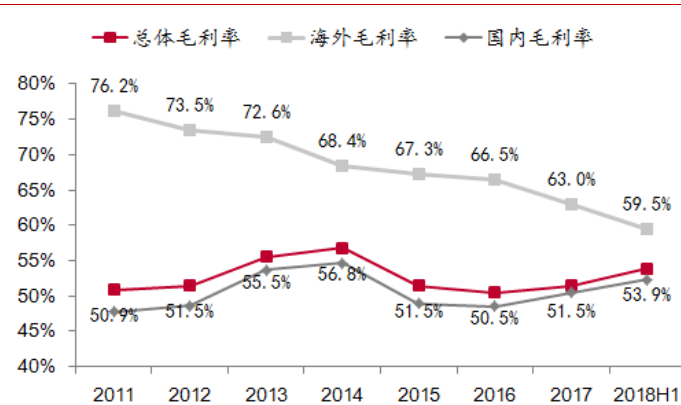
- **美亚色选机出口销量不断增长，毛利率较高。**美亚光电色选机业务凭借国内积累的成熟技术与成本优势，逐渐扩大海外销售规模。以东南亚为主的海外市场，色选机普及较早，但渗透率不高，市场空间较广。目前公司的境外业务只有色选机，2017 年实现境外业务收入 2.4 亿元，占色选机总收入比例为 30%。值得关注的是，2017 海外销售的毛利率约为 63%，远高于色选机平均 51.5% 的毛利率，盈利空间较大。
- **海外市场是公司未来色选机市场增量的主要动力。**公司目前主要拓展东南亚、印度、南美等市场。海外扩张早期是对东南亚出口稻米色选机，2015 年销售覆盖国家由 50 家左右增长至 90 家左右，发展迅速。出口色选机产品在东南亚的市场占有率位居第一，其中，在越南的市场占有率超过 50%，在泰国的市场占有率接近 30%，海外市场扩张成果显著。海外色选机渗透率显著低于中国，具有较大增长潜力。

图表 33：海外营业收入持续增长，占比约为 30%



来源：wind，中泰证券研究所

图表 34：海外营业收入持续增长，比例约为 20%



来源：wind，中泰证券研究所

3、色选品类拓展以及智能化发展，行业天花板越来越高

- **色选品类不断拓展，行业天花板越来越高。**公司色选机产品种类众多，根据分选类别，可分为大米、茶叶、花生、豆类、小麦、玉米、籽仁、坚果、种子、果蔬、中药材、调味品、盐、塑料、矿石、杂粮、小物料、大物料等。对国际市场而言，农作物出口要求色选越来越精细化，而且不断拓展的经济作物的色选需求将带领色选机进入新的增长模式。

图表 35：色选机品类不断增加

分类	主要系列
大米	臻智、尊智、品智、臻睿、尊睿系列
小麦	RSW、RDW 系列
茶叶	TD3、TD3S、SD 系列
塑料	CF+、CG 系列
其他	单层、双层履带广泛用途色选机、LD 履带系列、材质分拣机等

来源：公司官网，中泰证券研究所

- **智能化设备提升色选机的更换需求。**色选机的设计寿命一般为 5-8 年，然而实际更新周期往往为 3-5 年。一是由于色选机工作环境往往较为恶劣，高温潮湿的环境会影响设备的精密性。二是因为色选机主要依靠光电信号识别软件，软件的更新频率本质上决定了设备的更新频率。依靠老设备的更新换代和新兴市场的开拓，行业天花板越来越高，色选机业务将始终保持稳定的增长。

图表 36: 人工智能色选机



来源：公司官网，中泰证券研究所

四、工业检测设备：延续进口替代，静待消费升级

- **国内第一家进口替代厂商，工业检测设备主要用于食品、汽车行业。**美亚是国内第一家，也是唯一一家在食品检测和轮胎检测进行研发生产的企业，公司延续进口替代的路线，提早布局工业检测。工业检测设备主要为食品 X 射线检测机、X 射线安全检测机以及轮胎 X 射线检测机，主要为食品异物剔除、安全检查和轮胎质量检测提供帮助。公司的工业检测业务刚刚起步，收入占比小，2017 年其营收占比仅为 5%。
- **食品安全驱动食品检测机未来放量。**食品安全问题与群众生命健康密切相关，近年来媒体报道的安全事件刺激了群众和政府的神经，往往引起巨大的社会反响。随着食品安全管理体系的逐步完善，企业也会加大检测方面的投入以打造在消费者心中的安全品牌的形象，未来食品安全快速检测行业将面临巨大的发展机遇，将迎来食品检测机放量。
- **消费升级提升轮胎检测需求。**根据中国汽车工业年鉴，2017 年，我国汽车产销量分别为 2902 万辆，2888 万辆，同比增速均有所下滑，分别为 3.2%和 3.04%。汽车市场总量接近饱和，行业整合正在加速。随着消费升级，人们对汽车耐用性、安全性和舒适性等方面的要求会不断增加。对轮胎，作为保障汽车安全的第一要素，未来对其进行检测的需求将会不断增加，迎来轮胎检测机的放量时机。

图表 37：罐装食品 X 射线异物检测机



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 38：子午线半钢轮胎 X 射线异物检测机



来源：公司官网，中泰证券研究所

五、盈利预测与估值

■ 核心假设:

- 1、色选机产品国内增长趋缓，海外市场拓展稳步推进，东南亚市场渗透率低，市场空间广阔，假设2018-2020年色选机营收YOY分别约为10%、11%和12%；
- 2、口腔CT诊断设备加速成长，随着市场空间扩大和渗透率的提升，口腔CT的营收YOY假设为52%（2018年销量同比增长50%+）、44%和39%；
- 3、三大核心产品的毛利率均保持稳定略升；
- 4、期间费用中，预计销售费用率比2017年稍降，2017年公司加大海内外市场拓展投入导致公司销售费用增加。随着公司内部经营管理效率的提升，管理费用率将有所下降。

图表 39: 美亚光电业绩拆分

色选机	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(百万元)	680.05	764.99	841.87	934.65	1044.38
增长率	-3.40%	12.49%	10.05%	11.02%	11.74%
主营业务成本	336.75	371.25	411.68	456.86	509.55
毛利率	50.48%	51.47%	51.10%	51.12%	51.21%
口腔X射线CT诊断机					
销售收入(百万元)	165.40	260.14	394.35	566.56	785.99
增长率	120.22%	57.28%	51.59%	43.67%	38.73%
主营业务成本	71.22	109.36	157.42	225.66	312.74
毛利率	56.94%	57.96%	60.08%	60.17%	60.21%
X射线异物检测机					
销售收入(百万元)	42.02	55.52	60.09	66.60	77.04
增长率	-2.04%	32.12%	8.23%	10.83%	15.67%
主营业务成本	15.41	30.09	32.52	35.98	41.58
毛利率	63.33%	45.80%	45.88%	45.97%	46.02%
其他业务					
销售收入(百万元)	11.84	13.19	14.59	15.89	17.01
增长率	-18.63%	11.42%	10.56%	8.95%	7.03%
主营业务成本	0.87	0.98	1.17	1.27	1.36
毛利率	92.69%	92.57%	92.00%	92.00%	92.00%
其他主营业务					
销售收入(百万元)	1.86	0.09	0.00	0.00	0.00
增长率	-57.48%	-95.05%			
主营业务成本	2.27	0.22	0.00	0.00	0.00
毛利率	-21.80%	-140.78%			
总计					
总营业收入(百万元)	901.17	1093.94	1310.90	1583.70	1924.41
总营业收入YOY	7.17%	21.39%	19.83%	20.81%	21.51%
总营业成本(百万元)	426.51	511.90	602.54	719.42	864.80
总毛利率	52.67%	53.21%	54.04%	54.57%	55.06%

来源：中泰证券研究所

- 我们预计2018-2020年公司营收有望达13.11、15.84、19.24亿元，同比分别增长19.83%、20.81%、21.51%。净利润有望达4.36、5.27、6.28亿元，同比分别增长19.66%、20.86%、19.12%。

图表 40: 医疗器械设备行业公司估值

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)					PE (倍)				
			2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E
美亚光电	002690.SZ	23.39	0.46	0.54	0.65	0.78	0.93	51	43	36	30	25
迈瑞医疗	300760.SZ	103.98	1.46	2.37	3.01	3.71	4.55			35	28	23
开立医疗	300633.SZ	24.78	0.36	0.47	0.67	0.92	1.22		586	37	27	20
万东医疗	600055.SH	11.14	0.19	0.20	0.28	0.38	0.49	98	79	40	29	23
平均										37.3	28	22

来源: 中泰证券研究所 (股价更新至 2019.1.29, 除美亚光电外估值均为 wind 一致性预期)

- 基于以上假设, 我们预计公司 2018-2020 年净利润有望达 4.36、5.27、6.28 亿元, 同比分别增长 19.66%、20.86%、19.12%。对应的 EPS 为 0.65、0.78、0.93 元, PE 分别为 36/30/25 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

六、风险提示

- **海外拓展不及预期风险：**公司主营业务色选机在国内空间有限，主要空间在于海外市场的拓展和渗透，若海外市场受到不确定性如汇率、文化、法律等因素的影响拓展市场不及预期，则会对公司的营收产生较大冲击；
- **行业需求低于预期风险：**由于国内口腔设备行业、工业检测设备等行业需求释放速度难以准确估计，同时色选机增速放缓。若行业需求低于预期，公司的业绩可能受到影响，加剧公司未来发展的不确定性。
- **行业竞争加剧风险：**口腔设备目前和日韩品牌在中低端产品市场竞争，若国际品牌为抢占市场份额压低价格，会对公司的市场份额和盈利造成损害；
- **汇率波动风险：**公司出口产品会受到汇率波动的影响，从而对公司的业绩产生影响。

图表 41: 美亚光电三张表

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	901	1,094	1,311	1,584	1,924	货币资金	524	771	924	1,116	1,356
增长率	7.2%	21.4%	19.8%	20.8%	21.5%	应收款项	226	201	238	310	355
营业成本	-427	-512	-603	-719	-865	存货	154	102	166	154	230
% 销售收入	47.3%	46.8%	46.0%	45.4%	44.9%	其他流动资产	1,106	1,356	1,356	1,358	1,358
毛利	475	582	708	864	1,060	流动资产	2,010	2,430	2,683	2,938	3,300
% 销售收入	52.7%	53.2%	54.0%	54.6%	55.1%	% 总资产	86.1%	88.6%	88.3%	88.1%	88.6%
营业税金及附加	-9	-12	-13	-15	-18	长期投资	50	50	50	50	50
% 销售收入	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	217	221	237	250	261
营业费用	-114	-144	-167	-201	-244	% 总资产	9.3%	8.1%	7.8%	7.5%	7.0%
% 销售收入	12.7%	13.2%	12.8%	12.7%	12.7%	无形资产	31	30	29	27	25
管理费用	-92	-97	-115	-138	-167	非流动资产	324	312	355	396	425
% 销售收入	10.2%	8.9%	8.7%	8.7%	8.7%	% 总资产	13.9%	11.4%	11.7%	11.9%	11.4%
息税前利润 (EBIT)	260	329	414	510	630	资产总计	2,334	2,743	3,038	3,334	3,725
% 销售收入	28.8%	30.1%	31.6%	32.2%	32.7%	短期借款	0	216	272	293	324
财务费用	12	2	12	14	16	应付款项	188	207	262	298	376
% 销售收入	-1.3%	-0.2%	-0.9%	-0.9%	-0.8%	其他流动负债	48	64	64	64	64
资产减值损失	4	5	5	5	5	流动负债	237	487	598	656	764
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	34	43	40	42	42	其他长期负债	63	59	59	59	59
% 税前利润	9.3%	10.1%	7.9%	6.8%	5.7%	负债	299	546	657	715	823
营业利润	301	425	461	561	683	普通股股东权益	2,033	2,196	2,383	2,622	2,908
营业利润率	33.4%	38.8%	35.2%	35.4%	35.5%	少数股东权益	2	0	-1	-3	-6
营业外收支	58	0	47	53	49	负债股东权益合计	2,334	2,743	3,038	3,334	3,725
税前利润	359	425	508	614	732						
利润率	39.8%	38.9%	38.8%	38.8%	38.0%						
所得税	-51	-62	-74	-89	-106						
所得税率	14.3%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%						
净利润	307	363	435	525	626						
少数股东损益	-2	-1	-2	-2	-2						
归属于母公司的净利润	309	365	436	527	628						
净利率	34.3%	33.3%	33.3%	33.3%	32.6%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	307	363	435	525	626	每股指标					
加:折旧和摊销	15	14	15	18	20	每股收益 (元)	0.46	0.54	0.65	0.78	0.93
资产减值准备	4	5	0	0	0	每股净资产 (元)	3.01	3.25	3.52	3.88	4.30
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.49	0.65	0.52	0.68	0.80
财务费用	-8	9	-12	-14	-16	每股股利 (元)	0.30	0.30	0.35	0.43	0.51
投资收益	-34	-43	-40	-42	-42	回报率					
少数股东损益	-2	-1	-2	-2	-2	净资产收益率	15.21%	16.60%	18.31%	20.11%	21.60%
营运资金的变动	7	-127	-44	-25	-45	总资产收益率	13.17%	13.24%	14.31%	15.76%	16.80%
经营活动现金净流	331	442	354	462	543	投入资本收益率	16.76%	25.15%	24.29%	28.01%	32.81%
固定资本投资	10	-4	-60	-60	-50	增长率					
投资活动现金净流	-83	-208	-19	-17	-7	营业总收入增长率	7.17%	21.39%	19.83%	20.81%	21.51%
股利分配	-203	-203	-238	-288	-343	EBIT增长率	3.56%	26.81%	22.37%	21.81%	21.85%
其他	12	216	56	35	46	净利润增长率	6.88%	17.89%	19.66%	20.86%	19.12%
筹资活动现金净流	-191	13	-182	-252	-296	总资产增长率	7.41%	17.51%	10.78%	9.73%	11.73%
现金净流量	58	246	153	192	240	资产管理能力					
						应收账款周转天数	101.8	68.0	58.0	60.0	60.0
						存货周转天数	52.9	42.2	36.8	36.3	36.0
						应付账款周转天数	99.1	78.3	80.0	80.0	80.0
						固定资产周转天数	88.6	72.0	62.8	55.3	47.8
						偿债能力					
						净负债/股东权益	-37.88%	-32.21%	-35.45%	-40.58%	-73.60%
						EBIT利息保障倍数	-24.4	-168.8	-37.4	-39.1	-41.7
						资产负债率	12.83%	19.91%	21.62%	21.45%	22.09%

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。