

口腔 CBCT 景气度提高，盈利能力提升

——美亚光电 2018 年报点评

增持|维持

事件：

- 公司公告 2018 年年报，报告期内公司实现营业收入 12.40 亿元，同比增长 13.33%；归母净利润 4.48 亿元，同比增长 22.82%；扣非归母净利润 3.83 亿元，同比增长 17.93%，基本每股收益 0.66 元。
- 公布利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 7.00 元。

国元观点：

● 营收增速略低于我们此前预期，利润增速符合预期

18 年公司主营业务收入 12.40 亿元，同比增长 13.33%，略低于我们在 12 月中的预期，主要系色选机业务增速低于 17 年、X 射线异物检测机业务有所下滑，口腔业务增长成为公司的主要驱动力。公司三大主要业务色选机、口腔 X 射线 CT、X 射线异物检测机业务增速分别为 5.94%、42.65%和 -17.93%，三项业务毛利率均有较大幅度提升，整体毛利率为 54.94%，较上年提升 1.73%，净利润率为 36.13%，较上年提升 2.79%。

● 牙科业务维持高增长，盈利能力持续上升

18 年公司口腔 X 射线 CT 业务线实现 3.71 亿元收入，占总营收的 29.93%，较上一年占比提升 6.15%，盈利能力逐步提升。口腔业务显著放量，2018 年公司 CBCT 销售量超过 1500 台，同比增长约 44%。根据 2016 年数据，中国口腔医师数量为 16.72 万人，不计每年增量医生数量，若每 5 名医生使用一台 CBCT，市场上限约为 3 万台，较目前存量 10000 台，仍有两倍提升空间。公司积极参与口腔展会，2018 年参与 7 大口腔展，并举办 3 场团购会，累积销售约千台。2019 年 3 月，公司参与 2019 华南国际口腔展团购量已达 362 台，随着后续东北口腔展等有望继续发力。美亚 CBCT 目前市占率为 30%，市占率仍有提升空间。

● 投资建议与盈利预测

公司医疗影像业务快速发展，盈利能力逐步提升。我们预计公司 19-21 年营业收入分别为 14.39/16.94/19.99 亿元，归母净利润为 5.25/6.22/7.40 亿元，EPS 为 0.78/0.92/1.10 元/股，对应 PE 为 36/31/26 倍，给予目标价 31.2 元，维持“增持”评级。

● 风险提示

海外拓展不达预期；研发进展不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1093.94	1239.72	1439.17	1694.11	1998.66
收入同比 (%)	21.4	13.3	16.1	17.7	18.0
归母净利润(百万元)	364.67	447.88	524.60	622.00	740.71
归母净利润同比 (%)	17.9	22.8	17.1	18.6	19.1
ROE (%)	16.6	19.4	18.5	18.0	17.6
每股收益 (元)	0.54	0.66	0.78	0.92	1.10
市盈率(P/E)	35.72	32.12	35.87	30.70	25.78

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价/目标价：27.84 元/31.2 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：28.25 / 18.0

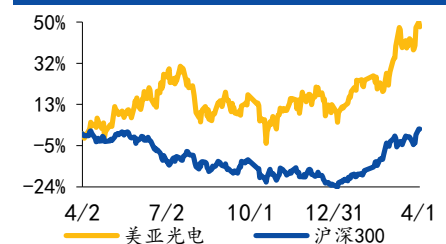
A 股流通股 (百万股)：327.40

A 股总股本 (百万股)：676.00

流通市值 (百万元)：9114.69

总市值 (百万元)：18819.84

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《医疗服务深度解读系列二：牙科：从个体诊所到模式多样的连锁》2018.12.18

报告作者

分析师 金红

执业证书编号 S0020515090001

电话 021-51097188

邮箱 jinhong@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

传统色选机业务龙头定位稳固。 2018 年，公司推出符合市场需求的新产品，农产品检测板块推出了“尊”、“臻”、“品”三大系列 2018 款人工智能色选机，进一步优化了性能，降低了操作难度，实现了真正的“一键色选”。公司色选机业务实现销售收入 8.10 亿元，同比增长 5.94%，毛利率为 51.54%，较上年毛利率水平提升 0.06%。

聚焦光电检测，医疗影像业务后劲十足。 CBCT 方面，公司拥有尊影（FOV15*10.5cm）、臻影（FOV15*9cm）、智影（FOV12*8cm）以及高端口腔 CBCT 帝影（FOV23*18cm）。公司聚焦光电检测技术，后续将继续深扎突破，目前已有较强后备储备力。涵盖口内扫描仪、CAD 专业设计、CAM 专业加工系统的妙思（Musey）椅旁修复系统已经在审评审批阶段，有望于 2019 年上半年获批。骨科 CT、耳鼻喉 CT 也已进入临床阶段，正在有序进行。后备产品将进一步充实公司医疗影像领域。

表 1. 美亚光电业务拆分预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入（百万）	901	1,094	1,240	1,439	1,694	1,999
营业总成本（百万）	427	512	559	639	731	848
营业收入增长率	7.17%	21.39%	13.32%	16.09%	17.71%	17.98%
综合毛利率	52.67%	53.21%	54.93%	55.61%	56.83%	57.58%
色选机						
色选机营业收入	680	765	810	853	895	940
色选机营业成本	337	371	393	409	428	447
色选机毛利率	50.48%	51.47%	51.53%	52.00%	52.20%	52.40%
色选机销售增长率	-3.40%	12.49%	5.94%	5.20%	5.00%	5.00%
色选机总营收占比	75.46%	69.93%	65.37%	59.24%	52.84%	47.03%
口腔 X 射线 CT 诊断机						
口腔 X 射线 CT 诊断机营业收入	165	260	371	527	738	996
口腔 X 射线 CT 诊断机营业成本	71	109	150	211	284	380
口腔 X 射线 CT 诊断机毛利率	56.94%	57.96%	59.65%	60.00%	61.50%	61.80%
口腔 X 射线 CT 诊断机销售增长率	120.21%	57.28%	42.65%	42.00%	40.00%	35.00%
口腔 X 射线 CT 诊断机总营收占比	18.35%	23.78%	29.93%	36.61%	43.55%	49.83%
X 射线异物检测机						
X 射线异物检测机营业收入	42	56	46	47	48	50
X 射线异物检测机营业成本	15	30	16	19	19	20
X 射线异物检测机毛利率	63.33%	45.80%	64.71%	60.00%	60.00%	60.00%
X 射线异物检测机增长率	-2.05%	32.13%	-17.92%	3.00%	3.00%	3.00%
X 射线异物检测机总营收占比	4.66%	5.08%	3.68%	3.26%	2.85%	2.49%
其他业务						
其他业务收入	14	13	13	13	13	13
其他业务成本	3	1	0	0	0	0

资料来源：Wind，国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2430.34	2362.39	2895.18	3598.14	4430.98
现金	770.84	373.95	901.47	1552.85	2317.82
应收账款	197.88	232.24	256.29	301.69	355.92
其他应收款	3.24	2.69	3.94	4.64	5.48
预付账款	4.32	2.84	3.19	3.66	4.24
存货	102.05	126.67	131.28	156.30	183.52
其他流动资产	1352.00	1624.00	1599.00	1579.00	1564.00
非流动资产	312.42	349.24	349.04	336.90	324.15
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	220.88	212.42	193.37	176.62	160.17
无形资产	30.49	52.35	52.35	52.35	52.35
其他非流动资产	61.06	84.47	103.33	107.93	111.63
资产总计	2742.76	2711.63	3244.22	3935.03	4755.13
流动负债	487.06	341.04	360.84	424.82	496.90
短期借款	216.11	10.46	0.00	0.00	0.00
应付账款	178.67	220.77	232.81	270.51	315.93
其他流动负债	92.28	109.80	128.03	154.31	180.97
非流动负债	59.16	61.32	50.76	53.78	60.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	59.16	61.32	50.76	53.78	60.23
负债合计	546.21	402.36	411.60	478.60	557.13
少数股东权益	0.21	0.00	-0.26	-0.45	-0.60
股本	676.00	676.00	676.00	676.00	676.00
资本公积	396.74	396.74	396.74	396.74	396.74
留存收益	1123.60	1236.53	1760.15	2384.15	3125.86
归属母公司股东权益	2196.34	2309.27	2832.89	3456.89	4198.60
负债和股东权益	2742.76	2711.63	3244.22	3935.03	4755.13

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	441.72	423.42	502.18	575.96	684.22
净利润	363.28	447.69	524.34	621.81	740.56
折旧摊销	14.37	14.92	12.05	11.75	11.45
财务费用	9.48	-5.58	0.08	0.00	0.00
投资损失	-42.91	-61.68	-70.00	-70.00	-72.00
营运资金变动	95.69	27.74	24.99	12.40	4.21
其他经营现金流	1.81	0.32	10.72	0.00	0.00
投资活动现金流	-208.42	-259.76	57.72	70.40	73.30
资本支出	-3.33	-48.97	7.00	5.00	5.00
长期投资	-248.00	-272.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	42.91	61.21	50.72	65.40	68.30
筹资活动现金流	12.78	-543.94	-32.38	5.02	7.45
短期借款	216.11	-205.65	-10.46	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-203.32	-338.29	-21.92	5.02	7.45
现金净增加额	246.09	-380.27	527.52	651.38	764.97

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1093.94	1239.72	1439.17	1694.11	1998.66
营业成本	511.90	558.67	638.90	731.38	847.90
营业税金及附加	12.29	12.09	13.67	15.76	18.39
营业费用	144.02	170.10	184.21	218.54	257.83
管理费用	43.08	51.45	143.92	160.94	181.88
财务费用	-2.17	-8.68	-4.70	-7.36	-14.48
资产减值损失	4.71	6.59	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	42.91	61.68	70.00	70.00	72.00
营业利润	424.74	518.16	606.17	718.86	856.14
营业外收入	0.35	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.03	0.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	425.06	518.09	606.17	718.86	856.14
所得税	61.78	70.40	81.83	97.05	115.58
净利润	363.28	447.69	524.34	621.81	740.56
少数股东损益	-1.39	-0.19	-0.26	-0.19	-0.15
归属母公司净利润	364.67	447.88	524.60	622.00	740.71
EBITDA	343.17	396.53	470.52	579.24	704.11
EPS (元)	0.54	0.66	0.78	0.92	1.10

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	21.4	13.3	16.1	17.7	18.0
营业利润(%)	41.0	22.0	17.0	18.6	19.1
归属母公司净利润(%)	17.9	22.8	17.1	18.6	19.1
获利能力					
毛利率(%)	53.2	54.9	55.6	56.8	57.6
净利率(%)	33.3	36.1	36.5	36.7	37.1
ROE(%)	16.6	19.4	18.5	18.0	17.6
ROIC(%)	17.7	17.4	21.1	26.5	32.7
偿债能力					
资产负债率(%)	19.9	14.8	12.7	12.2	11.7
净负债比率(%)	7.9	0.4	0.0	0.0	0.0
流动比率	4.99	6.93	8.02	8.47	8.92
速动比率	4.77	6.55	7.65	8.09	8.54
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.45	0.48	0.47	0.46
应收账款周转率	5.22	5.76	5.89	6.07	6.08
应付账款周转率	3.02	2.80	2.82	2.91	1.91
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.66	0.78	0.92	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.63	0.74	0.85	1.01
每股净资产(最新摊薄)	3.25	3.42	4.19	5.11	6.21
估值比率					
P/E	35.72	32.12	35.87	30.70	25.78
P/B	5.93	6.23	6.64	5.52	4.55
EV/EBITDA	36.34	35.36	38.08	30.29	23.83

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188