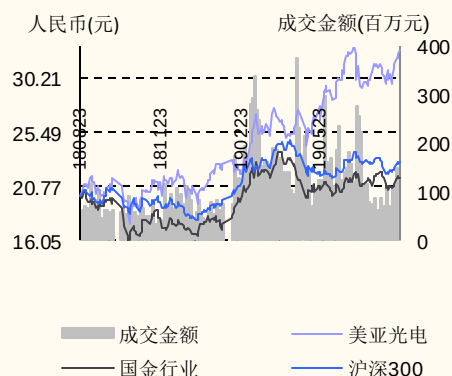


美亚光电 (002690.SZ) 增持 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 32.78 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	327.89
总市值(百万元)	22,159.28
年内股价最高最低(元)	32.78/29.65
沪深 300 指数	3793.51
中小板综	8827.83

**相关报告**

- 1.《业绩表现靓丽，核心业务板块齐推进-美亚光电 2019Q1 点评》，2019.4.24
- 2.《稳健增长下，口腔价值链重构开启成长新空间-美亚光电 2018 年...》，2019.4.3
- 3.《医疗影像设备驱动增长，色选机业务成熟稳定-美亚光电公司研究》，2018.11.28

业绩稳步增长，数字化口腔建设再推进**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.539	0.663	0.801	0.971	1.181
每股净资产(元)	3.25	3.42	3.70	4.17	4.85
每股经营性现金流(元)	0.65	0.63	0.29	0.47	0.90
市盈率(倍)	35.72	32.12	40.95	33.75	27.75
净利润增长率(%)	17.89%	22.82%	20.83%	21.32%	21.60%
净资产收益率(%)	16.60%	19.40%	21.66%	23.31%	24.36%
总股本(百万股)	676.00	676.00	676.00	676.00	676.00

来源：公司年报、国金证券研究所

事件：

- 美亚光电发布 2019 年半年度报告，2019 上半年维持稳健增长。
- 报告期内公司实现营业收入 5.88 亿元，同比增长 19.57%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.07 亿元，同比增长 21.84%，实现归属于上市公司股东的扣非净利润 1.76 亿元，同比增长 24.98%。

简评：

- 2019 年上半年总体业绩继续维持稳健增长。
- 公司核心业务板块表现趋稳，其中高端医疗影像业务增速靓丽。我们预计，19 年上半年公司高端医疗影像业务的优异表现与春季展会团购活动开展顺利密切相关，使公司上半年口腔 CBCT 订单充足并逐步转化。
- 当前公司收入结构中，色选机、口腔 X 射线 CT 诊断机、X 射线工业检测机和配件及其他，分别约占美亚光电 2019 年上半年年收入的 62%、33%、4%、1%。其中，以高端医疗影像为核心的口腔 X 射线 CT 诊断机的收入比重持续提升，较 2018 年上半年同期提升 7.6%，业务结构持续优化。
- 2019 年上半年公司各业务板块毛利率稳中有升，协同业务结构优化下，综合毛利率有所提升，利润率略有提升，整体盈利质量仍维持在较高水平。
- 公司在高端医疗影像业务核心产品突出、已形成丰富的产品梯队、产品中高端化趋势明显，可有效满足市场多样化的需求。作为数字化口腔产业链延伸，2019 年 6 月，公司正式发布“美亚 AI 正畸分析系统”，有望进一步提高口腔行业的可复制性。当前，公司的高端医疗影响设备品类与其营销模式形成合力，奠定未来成长基础。

投资建议及盈利预测：

- 收益下游民营口腔医疗服务的发展快速，整体行业正处于设备及硬件配置升级的新周期，且 2019 年公司将进一步拓展高端医疗影像设备的市场。我们预计公司 2019 年至 2021 年实现归属母公司净利润分别为 5.41 亿、6.57 亿、7.98 亿，对应 EPS 分别为 0.80 元、0.97 元、1.18 元，对应当前股价分别给予估值 P/E 41.0 倍、33.8 倍、27.8 倍，维持“增持”评级。

风险提示：

- 色选机行业需求下降的风险；中美贸易摩擦对公司境外业务带来不确定因素的风险；民营口腔医疗机构发展放缓的风险；口腔 CBCT 设备竞争加剧的风险；在研产品审评审批与导入市场进度低于预期；医患社会问题、医疗事故的风险。

曾秋林 联系人
(8621)60230221
zengqiulin@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

事件：

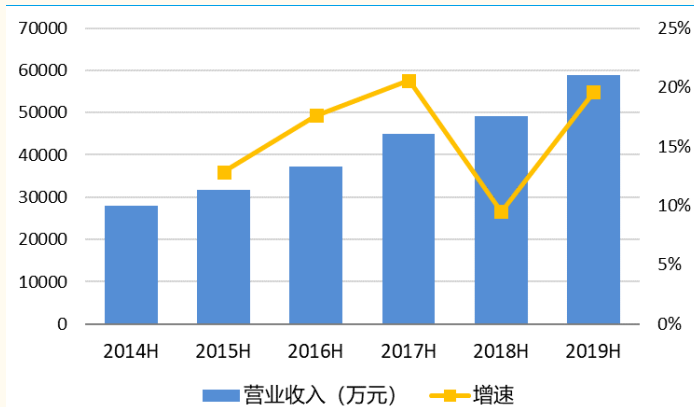
- 美亚光电发布 2019 年半年度报告，2019 上半年维持稳健增长。
- 报告期内公司实现营业收入 5.88 亿元，同比增长 19.57%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.07 亿元，同比增长 21.84%，实现归属于上市公司股东的扣非净利润 1.76 亿元，同比增长 24.98%。

点评：

1. 2019 年上半年总体业绩继续维持稳健增长。

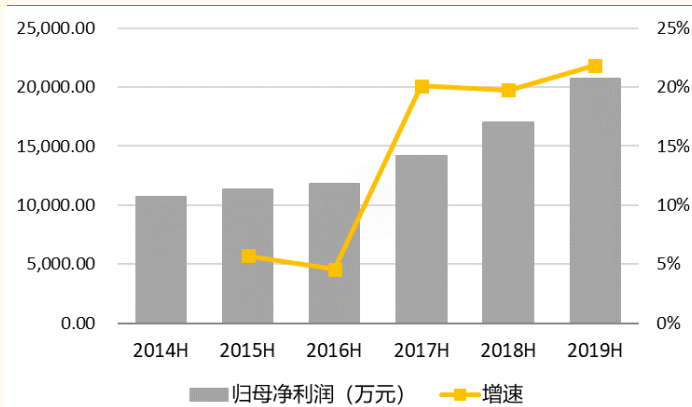
- 报告期内，公司实现营业收入 5.88 亿元，同比增长 19.57%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.07 亿元，同比增长 21.84%；实现归属于上市公司股东的扣非净利润 1.76 亿元，同比增长 24.98%。
- 公司 2019 年单二季度实现营业收入约 3.77 亿元，同比增长约 12%；实现归母净利润约 1.46 亿元，同比增长约 15%。

图表 1：美亚光电 2014H-2019H 营业收入（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：美亚光电 2014H-2019H 归母净利润（万元）

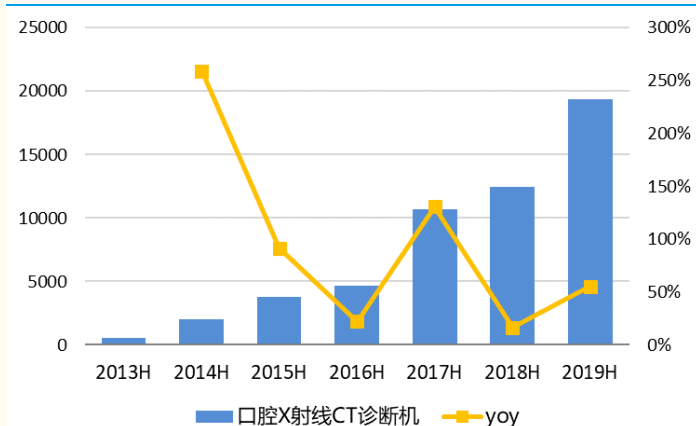


来源：公司公告，国金证券研究所

2. 公司核心业务板块表现趋稳，其中高端医疗影像业务增速靓丽，业务结构持续优化。

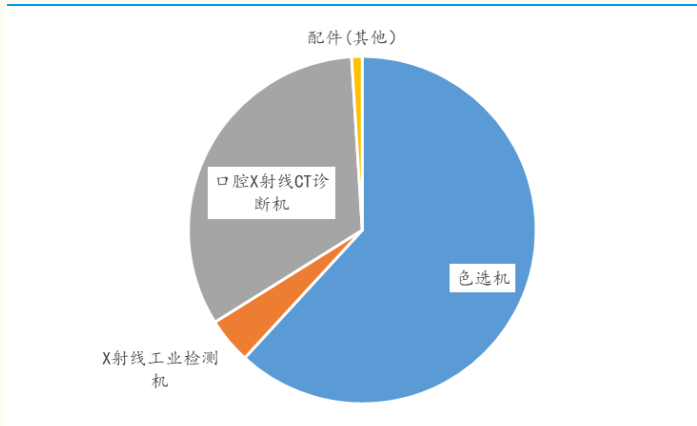
- 2019 年上半年，公司高端医疗影像业务（口腔 X 射线 CT 诊断机）增速强劲，实现收入 1.93 亿元，同比增长 55%。我们预计，19 年上半年公司高端医疗影像业务的优异表现与的春季展会团购活动开展顺利密切相关，使公司上半年口腔 CBCT 订单充足并逐步转化。
- 色选机业务板块表现稳健，2019 年上半年公司整体色选机板块实现收入约 3.63 亿元，同比增长 6.4%。剔除海外业务，国内市场相对平稳，我们预计，2018 年境内色选机板块约实现收入 2.57 亿元，同比增长 8%。龙头优势稳固。
- 2019 年上半年，美亚光电工业检测设备领域收入为 2513.4 万元，占总收入比例仅有 4%，盈利贡献尚不大。
- 当前公司收入结构中，色选机、口腔 X 射线 CT 诊断机、X 射线工业检测机和配件及其他，分别约占美亚光电 2019 年上半年年收入的 62%、33%、4%、1%。其中，以高端医疗影像为核心的口腔 X 射线 CT 诊断机的收入比重持续提升，较 2018H 年提升 7.6%，业务结构持续优化。

图表 3：2014H-2019H 口腔 X 射线 CT 诊断机收入



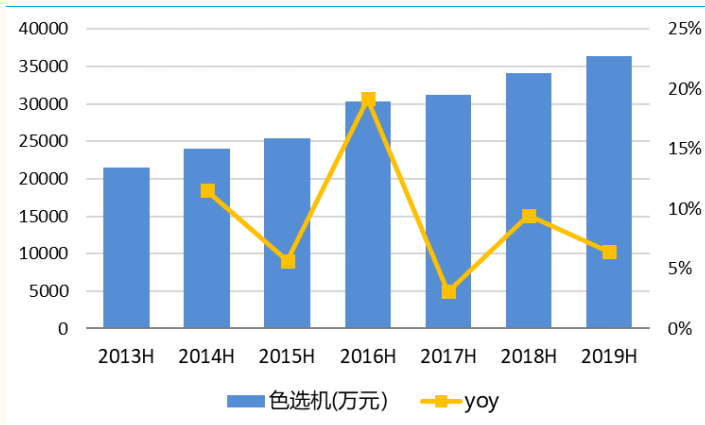
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2019H 年收入结构占比（按业务种类）



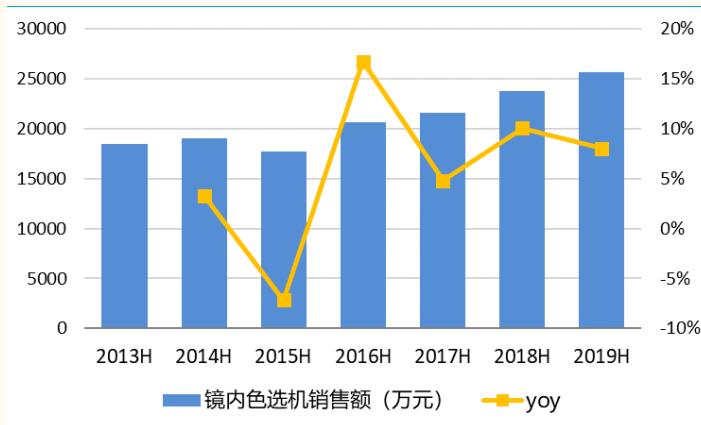
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：2013H-2019H 年色选机业务收入（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

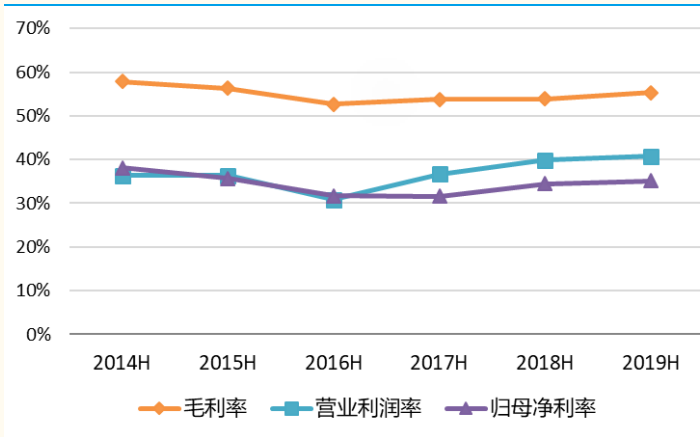
图表 6：2013H-2019H 年境内色选机业务收入（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

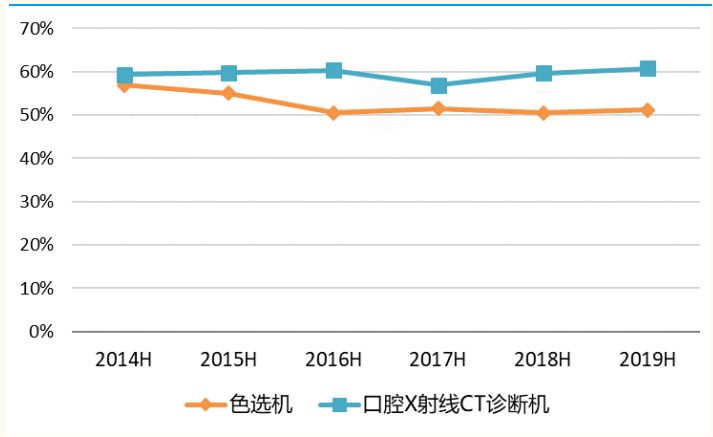
3. 2019 年上半年公司各业务板块毛利率稳中有升，协同业务结构优化下，综合毛利率有所提升，利润率略有提升，整体盈利质量仍维持在较高水平。
 - 2019 年上半年，公司口腔 X 射线 CT 诊断机、色选机的毛利率分别为 60.8%、51.1%，较 2018H 分别提升 1.1%、0.68%。
 - 公司 2019 年上半年综合毛利率达到 55.4%，同比上升 1.5%。我们认为综合毛利率的提升同时与公司高端医疗影像设备发展带来的业务结构优化密切相关。

图表 7：美亚光电 2014H-2019H 利润率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：2014H-2019H 各项业务毛利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

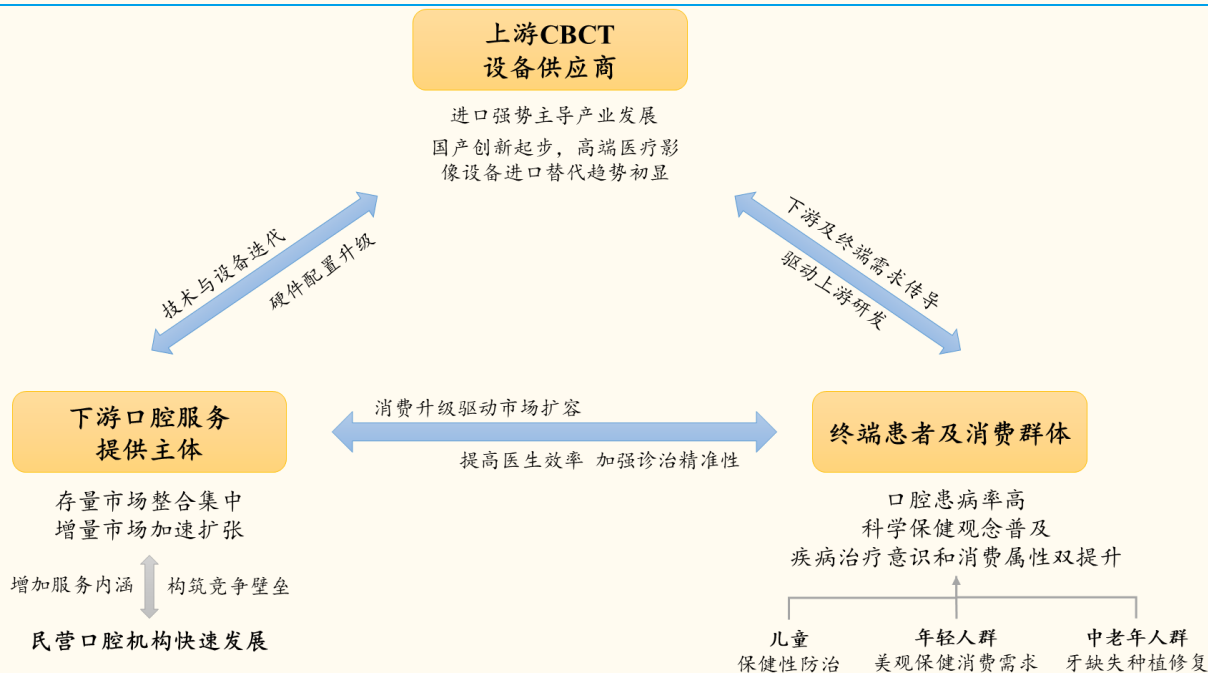
4. 数字化口腔产业链延伸，品类丰富与营销模式形成合力，奠定成长基础。

- 公司在高端医疗影像业务核心产品突出、已形成丰富的产品梯队、产品中高端化趋势明显。在高端医疗影像板块推出了“尊影”口腔 X 射线 CT 诊断机 ((FOV15*10.5CM)), 进一步完善了高端口腔 CBCT 的产品线, 形成 FOV12*8CM、FOV15*9CM、FOV15*10.5CM、FOV23*18CM 等多成像视野产品梯队, 可有效满足市场多样化的需求。
- 数字化口腔产业链延伸, 提高口腔行业的可复制性。2019 年 6 月, 公司正式发布“美亚 AI 正畸分析系统”。美亚 AI 正畸分析系统基于全国 4000+ 台美亚 CBCT 的庞大数据库及人工智能自学习算法, 辅助医生开展正畸工作, 能加强诊治精准性, 降低诊疗难度, 大幅提高医师效率, 一定程度上减少了对医生的临床应变处置能力的依赖, 提高口腔行业的可复制性。
- 公司通过营销与学术交流创新与口腔行业的稀缺资源——“口腔医生”形成品牌粘性, 通过提升服务价值打造差异化营销路线。多年来, 公司已累计举办二百五十余场“臻影像”公益学术巡回智享会, 课程内容涵盖种植牙典型病例解析、口腔修复新技术等最新临床分析与应用。“臻影像”活动充分发挥学术交流对口腔实务的引领作用, 极大的提升了公司的营销软实力。

5. 乘势口腔产业链价值重构机遇，国产品牌卡位突破打开进口替代成长空间。

- 我们认为国产 CBCT 设备正迎来良好发展机遇, 进口替代空间广阔。驱动因素如下: (1) 消费升级驱动口腔市场扩容, 民营口腔诊所快速增长; (2) 种植、正畸等高附加值项目普及度提高, 促进 CBCT 使用需求增加; (3) 国产 CBCT 具备性价比与服务优势, 填补民营诊所需求空白, 获得更快发展。

图表 9：消费升级驱动口腔市场扩容，高端影像设备进口替代开启产业升级新周期



来源：国金医药绘制，国金证券研究所

- 当下，口腔医疗发展趋势出现转向，在消费升级的驱动下，以种植、正畸等疾病治疗意识和消费属性双提升的高附加值项目为主的增量市场得到了扩容。由于增量项目更依赖资本投入带来技术提升、高端设备、人才培养和就诊环境改善，这就为口腔下游突破可复制性提供了标准化的前提。
- 国产高性价比 CBCT 作为前端检查设备，能够降低诊疗难度、提高医师效率。在下游口腔服务端与患者终端相互驱动，开启口腔医疗机构硬件配置升级新周期。

6. 社会办医政策再利好，口腔医疗迎新一轮黄金发展期。

- 2019 年 2 月 19 日，国家发展改革委等十八部门联合印发《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量 促进形成强大国内市场的行动方案》。文件提出，支持社会力量深入包括口腔专科医疗在内的 12 项细分服务领域。文件重点指出将督促各地落实社会办医疗机构跨部门全流程综合审批指引，精简优化审批流程，有望提升口腔专科医疗的扩张复制效率。
- 2019 年 2 月 15 日，国家卫健委印发《健康口腔行动方案（2019-2025 年）》。行动方案提出了包括口腔健康行为普及行动、管理优化行动、能力提升行动、产业发展行动在内的四大核心举措。其中，引领口腔健康服务业优质发展与推动口腔健康制造业创新升级在口腔健康产业发展行动中的重要性尤为突出，对我国口腔上游高端制造行业的发展具有先行指导意义。
- 随着产业政策的持续利好，我国口腔医疗迎来新一轮黄金发展期。

盈利预测与投资建议：

- 收益下游民营口腔医疗服务的发展快速，整体行业正处于设备及硬件配置升级的新周期，且 2019 年公司将进一步拓展高端医疗影像设备的市场。我们预计公司 2019 年至 2021 年实现归属母公司净利润分别为 5.41 亿、6.57 亿、7.98 亿，对应 EPS 分别为 0.80 元、0.97 元、1.18 元，对应当前股价分别给予估值 P/E 41.0 倍、33.8 倍、27.8 倍，维持“增持”评级。

风险提示：

- 色选机行业需求下降的风险；中美贸易摩擦对公司境外业务带来不确定因素的风险；民营口腔医疗机构发展放缓的风险；口腔 CBCT 设备竞争加剧的风险；在研产品审评审批与导入市场进度低于预期；医患社会问题、医疗事故的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	901	1,094	1,240	1,501	1,840	2,267
增长率		21.4%	13.3%	21.0%	22.6%	23.3%
主营业务成本	-427	-512	-559	-664	-802	-978
%销售收入	47.3%	46.8%	45.1%	44.2%	43.6%	43.2%
毛利	475	582	681	837	1,038	1,289
%销售收入	52.7%	53.2%	54.9%	55.8%	56.4%	56.8%
营业税金及附加	-9	-12	-12	-15	-18	-23
%销售收入	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-114	-144	-170	-207	-254	-315
%销售收入	12.7%	13.2%	13.7%	13.8%	13.8%	13.9%
管理费用	-92	-97	-117	-143	-175	-218
%销售收入	10.2%	8.9%	9.5%	9.5%	9.5%	9.6%
息税前利润 (EBIT)	260	329	382	472	591	733
%销售收入	28.8%	30.1%	30.8%	31.5%	32.1%	32.3%
财务费用	12	2	9	9	11	16
%销售收入	-1.3%	-0.2%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-4	-5	-7	-10	-7	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	34	43	62	69	77	89
%税前利润	9.3%	10.1%	11.9%	11.0%	10.1%	9.6%
营业利润	301	425	518	629	763	928
营业利润率	33.4%	38.8%	41.8%	41.9%	41.5%	40.9%
营业外收支	58	0	0	0	0	0
税前利润	359	425	518	629	763	928
利润率	39.8%	38.9%	41.8%	41.9%	41.5%	40.9%
所得税	-51	-62	-70	-88	-107	-130
所得税率	14.3%	14.5%	13.6%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	307	363	448	541	657	798
少数股东损益	-2	-1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	309	365	448	541	657	798
净利率	34.3%	33.3%	36.1%	36.1%	35.7%	35.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	307	363	448	541	657	798
少数股东损益	-2	-1	0	0	0	0
非现金支出	19	19	22	25	23	23
非经营收益	-44	-36	-74	-10	-74	-85
营运资金变动	48	96	28	-360	-288	-126
经营活动现金净流	331	442	423	196	318	610
资本开支	-14	-3	-49	-55	-54	-78
投资	-100	-248	-272	235	108	43
其他	32	43	61	69	77	89
投资活动现金净流	-83	-208	-260	249	131	54
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	216	-206	-25	-13	-23
其他	-182	-213	-332	-353	-340	-339
筹资活动现金净流	-182	3	-537	-378	-353	-362
现金净流量	66	236	-374	67	95	302

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	524	771	374	441	536	838
应收账款	226	201	235	305	369	453
存货	154	102	127	155	182	223
其他流动资产	1,106	1,356	1,627	1,700	1,863	1,922
流动资产	2,010	2,430	2,362	2,600	2,951	3,435
%总资产	86.1%	88.6%	87.1%	87.0%	87.4%	87.6%
长期投资	50	50	50	50	50	50
固定资产	217	221	234	266	296	325
%总资产	9.3%	8.1%	8.6%	8.9%	8.8%	8.3%
无形资产	35	32	53	58	63	68
非流动资产	324	312	349	389	427	488
%总资产	13.9%	11.4%	12.9%	13.0%	12.6%	12.4%
资产总计	2,334	2,743	2,712	2,989	3,378	3,923
短期借款	0	216	10	37	23	0
应付款项	188	207	254	297	361	441
其他流动负债	48	64	76	89	108	133
流动负债	237	487	341	423	492	573
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	63	59	61	68	69	72
负债	299	546	402	491	561	645
普通股股东权益	2,033	2,196	2,309	2,499	2,817	3,277
少数股东权益	2	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,334	2,743	2,712	2,989	3,378	3,923

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.458	0.539	0.663	0.801	0.971	1.181
每股净资产	3.008	3.249	3.416	3.696	4.167	4.848
每股经营现金净流	0.490	0.653	0.626	0.289	0.470	0.902
每股股利	0.300	0.300	0.500	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	15.21%	16.60%	19.40%	21.66%	23.31%	24.36%
总资产收益率	13.25%	13.30%	16.52%	18.10%	19.44%	20.35%
投入资本收益率	10.84%	11.58%	14.15%	15.61%	17.46%	18.83%
增长率						
主营业务收入增长率	7.17%	21.39%	13.33%	21.04%	22.60%	23.25%
EBIT增长率	4.59%	26.59%	16.06%	23.79%	25.05%	24.16%
净利润增长率	6.88%	17.89%	22.82%	20.83%	21.32%	21.60%
总资产增长率	7.41%	17.51%	-1.13%	10.25%	12.99%	16.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	101.6	67.6	60.8	61.0	61.0	61.0
存货周转天数	113.2	91.5	74.7	85.0	83.0	83.0
应付账款周转天数	100.5	79.4	77.0	92.0	92.0	92.0
固定资产周转天数	87.7	73.7	62.5	54.5	45.4	36.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.74%	-25.25%	-15.74%	-6.77%	-6.02%	-13.79%
EBIT利息保障倍数	-21.9	-151.3	-43.9	-52.9	-55.8	-46.6
资产负债率	12.83%	19.91%	14.84%	16.42%	16.60%	16.45%

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	1	3	8	26
增持	0	1	2	2	9
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.40	1.20	1.39

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-11-28	增持	21.95	25.00~25.00
2	2019-04-03	增持	27.84	N/A
3	2019-04-24	增持	26.05	N/A

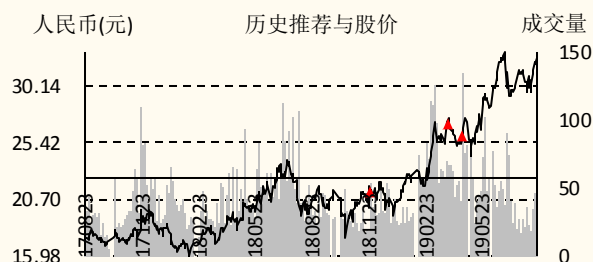
来源：国金证券研究所

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