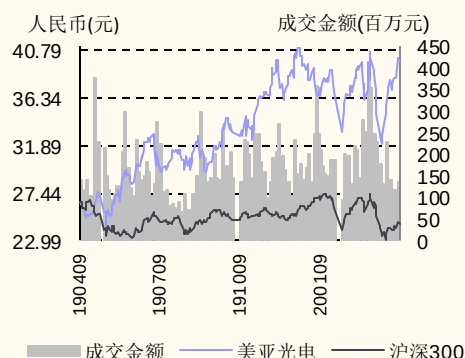


美亚光电 (002690.SZ) 增持 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 39.74 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.76
已上市流通 A 股(亿股)	3.28
总市值(亿元)	268.64
年内股价最高最低(元)	40.04/31.96
沪深 300 指数	3780
中小板综	9875

**相关报告**

- 1.《业绩符合预期, 维持口腔行业景气度判断-美亚光电 2019 业绩快...》, 2020.2.25
- 2.《维持稳健增长, 口腔 CBCT 是重要成长驱动-美亚光电 2019 三...》, 2019.10.23
- 3.《业绩稳步增长, 数字化口腔建设再推进-美亚光电 2019 半年报点...》, 2019.8.23
- 4.《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

核心业务持续放量, 口腔医疗景气度依旧**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.663	0.806	0.940	1.108	1.300
每股净资产(元)	3.42	3.53	3.64	3.95	4.45
每股经营性现金流(元)	0.63	0.74	0.79	0.90	1.10
市盈率(倍)	32.12	48.54	42.27	35.87	30.58
净利润增长率(%)	22.82%	21.58%	16.72%	17.82%	17.32%
净资产收益率(%)	19.40%	22.85%	25.82%	28.05%	29.21%
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 年年报, 2019 年全年继续维持稳健增长。
- 报告期内公司 2019 年实现营业收入 15.01 亿元, 同比增长 21.06%, 实现归母净利润为 5.45 亿元, 21.58%。

点评:

- 1. 2019 年全年总体业绩实现稳健增长, 单四季度符合预期。
- 2. 公司核心业务板块表现优秀。展会团购活动形成的 CBCT 订单转化是 2019 年全年高端医疗影像业务的重要驱动, 业务结构持续优化。
- 3. 2019 年公司主要业务板块毛利率继续提升, 协同业务结构优化下, 综合毛利率稳中有升, 整体盈利质量仍维持在较高水平。
- 4. 创新驱动, 无论是传统色选机业务还是新兴高端医疗影像设备业务均实现产品的持续升级, 形成丰富的产品梯队, 可有效满足市场多样化的需求。
- 5. 拓宽营销思路, 渠道优势与执行力突出。
- 6. 口腔数字化发展势在必行, 维持口腔医疗服务行业景气度判断

投资建议及盈利预测:

- 由于新冠肺炎疫情, 我们预计口腔诊疗需求会短期承压, 随疫情控制, 口腔诊疗需求将逐步恢复, 我们维持对口腔行业长期景气度的判断。我们预计公司 2020 年至 2022 年实现归属母公司净利润分别为 6.36 亿、7.49 亿、8.79 亿元, 对应 EPS 分别为 0.94 元、1.11 元、1.30 元, 对应当前股价分别给予估值 P/E 42.3 倍、35.9 倍、30.6 倍, 维持“增持”评级。

风险提示:

- 口腔医疗需求短期波动的风险; 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。

曾秋林 分析师 SAC 执业编号: S1130519100001
(8621)60230221
zengqiulin@gjzq.com.cn

事件：

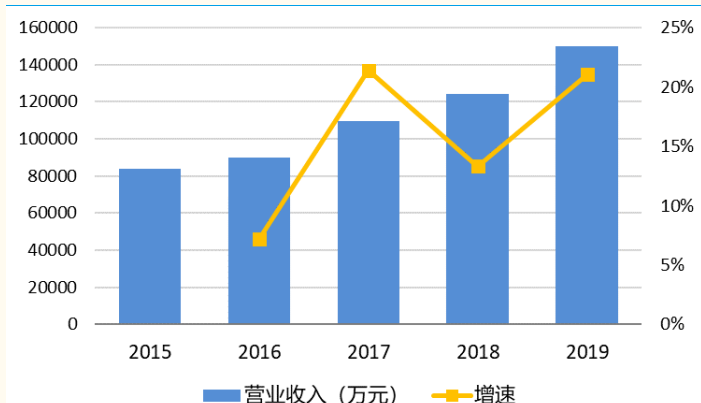
- 美亚光电发布 2019 年年报，2019 年全年继续维持稳健增长。
- 报告期内公司 2019 年实现营业收入 15.01 亿元，同比增长 21.06%，实现归母净利润为 5.45 亿元，21.58%。

点评：

1. 2019 年全年总体业绩实现稳健增长，单四季度符合预期。

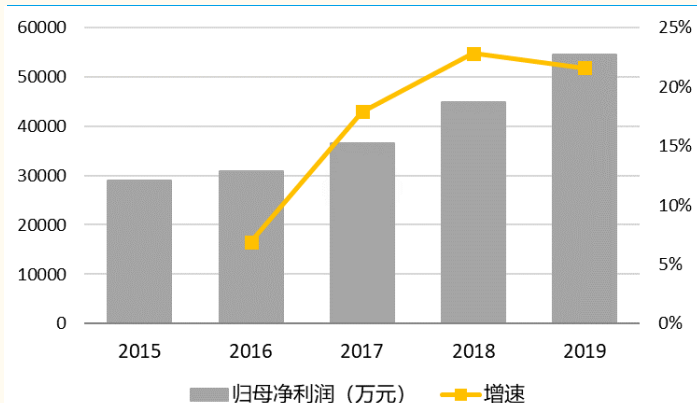
- 2019 年公司全年业绩保持稳健增长。报告期内，公司实现总营业收入 15.01 亿元，同比增长 21.06%，实现归母净利润为 5.45 亿元，21.58%。
- 2019 年单四季度业绩符合预期。我们预计 2019 年 Q4 实现营业收入约 4.51 亿元，同比增速约 18.95%；实现实现归属于上市公司股东的净利润 14.3 亿元，同比增速约 11.89%。

图表 1：美亚光电 2015-2019 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 2015-2019 归母净利润（万元）

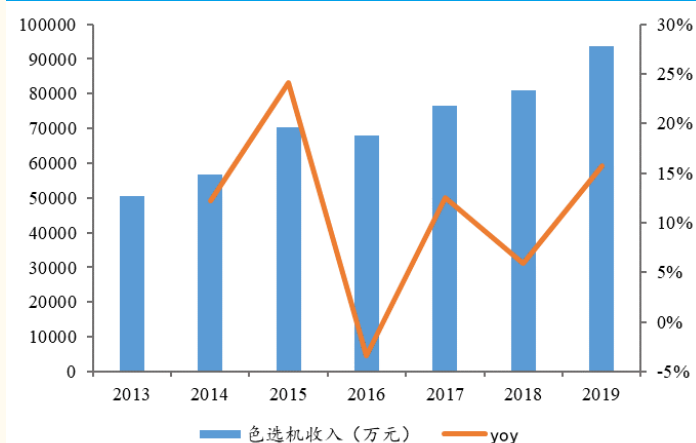


来源：公司公告，国金证券研究所

2. 公司核心业务板块表现优秀。展会团购活动形成的 CBCT 订单转化是 2019 年全年高端医疗影像业务的重要驱动，业务结构持续优化。

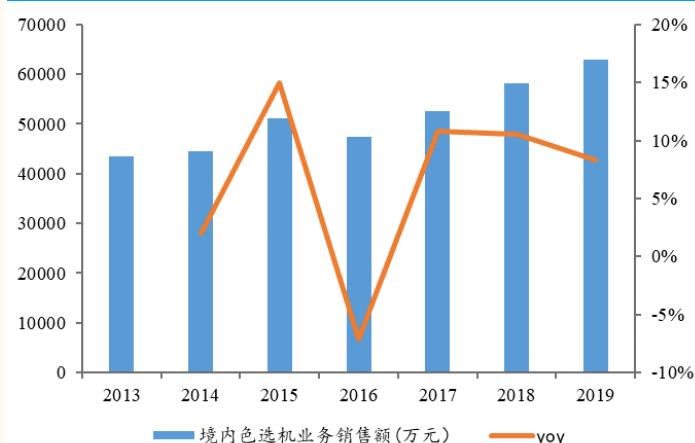
- 2019 年，公司高端医疗影像业务（口腔 X 射线 CT 诊断机）增速强劲，实现收入 4.84 亿元，同比增长 30.5%。
- 2019 年海外业务得到改善，公司色选机业务板块收入增速恢复。2019 年公司整体色选机板块实现收入约 9.38 亿元，同比增长 15.7%。剔除海外业务，国内市场相对平稳，龙头优势稳固。我们预计，2018 年境内色选机板块约实现收入 6.29 亿元，同比增长 8.3%。
- 2018 年美亚光电工业检测设备领域收入为 6373.9 万元，占总收入比例仅有 4.2%，盈利贡献尚不大。
- 当前公司收入结构中，色选机、口腔 X 射线 CT 诊断机、X 射线工业检测机和配件及其他，分别约占美亚光电 2019 年全年收入的 62.5%、32.3%、4.2%、1.0%。其中，以高端医疗影像为核心的口腔 X 射线 CT 诊断机的收入比重继续提升，较 2018 年提升 2.32%，业务结构持续优化。

图表 3：2013-2019 年色选机业务收入（万元）



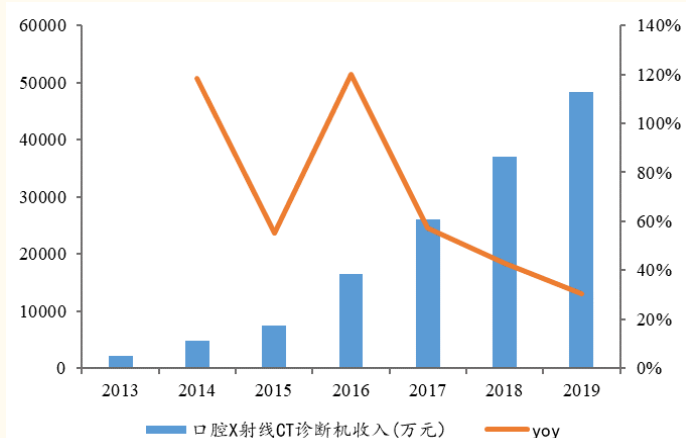
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2013-2019 年境内色选机业务收入（万元）



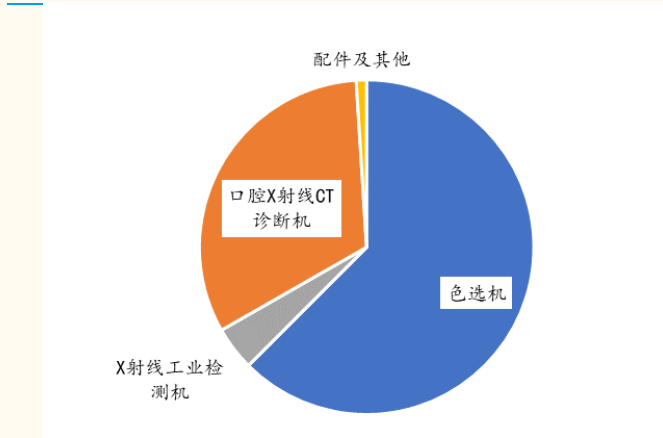
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：2013-2019 口腔 X 射线 CT 诊断机收入（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2019 年收入结构占比（按业务种类）

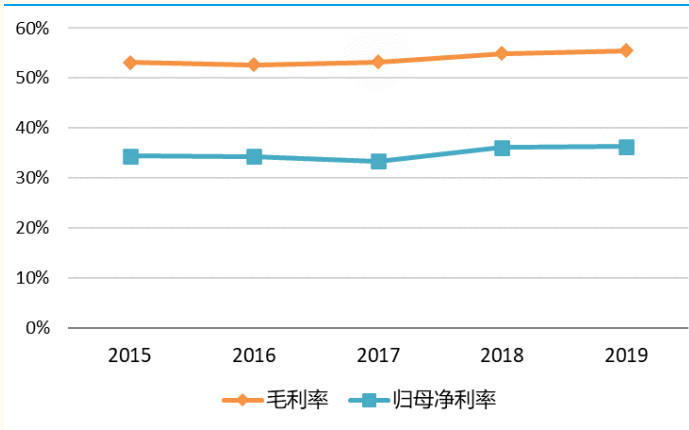


来源：公司公告，国金证券研究所

3. 2019 年公司主要业务板块毛利率继续提升，协同业务结构优化下，综合毛利率稳中有升，整体盈利质量仍维持在较高水平。

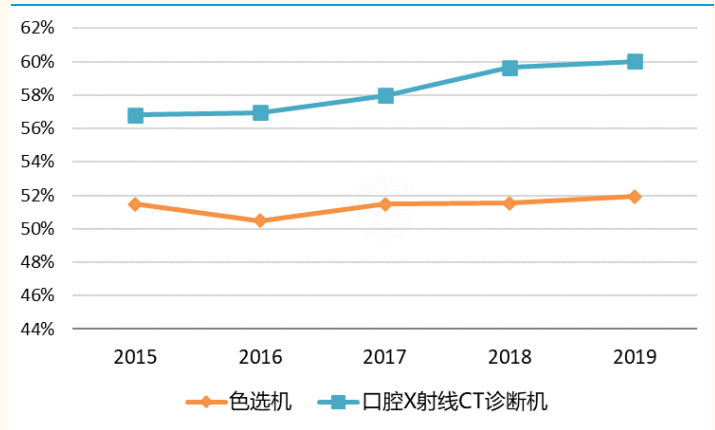
- 2019 年，公司色选机与口腔 X 射线 CT 诊断机的毛利率分别为 51.9%和 60.0%，较 2018 年均有 0.5 个百分点的提升。
- 公司 2018 年全年综合毛利率达到 55.9%，同比上升 0.5%。我们认为综合毛利率的提升同时与公司高端医疗影像设备发展带来的业务结构优化密切相关。
- 公司 2015-2019 年期间的经营活动现金流量净额/净利润在 90%以上，2019 年达到经营活动现金流量净额/净利润为 92.1%，盈利质量依旧较高。

图表 7：美亚光电 2014-2019 利润率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：2014-2019 美亚光电主要业务毛利率情况

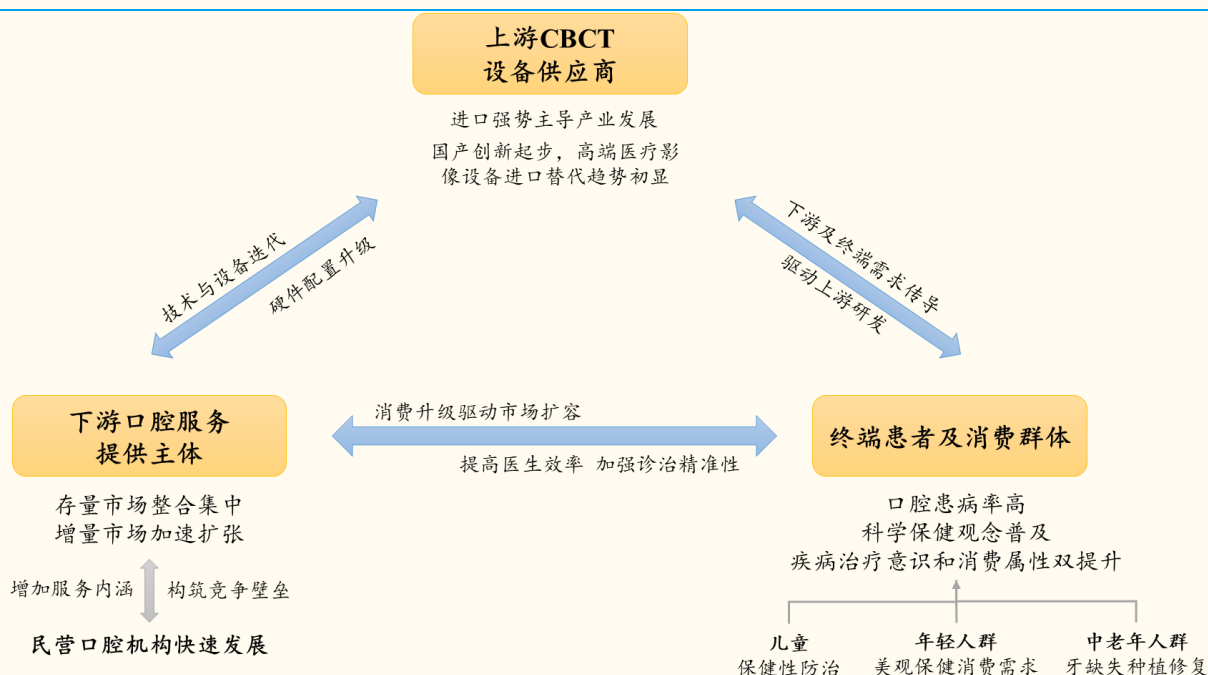


来源：公司公告，国金证券研究所

4. 创新驱动，无论是传统色选机业务还是新兴高端医疗影像设备业务均实现产品的持续升级，形成丰富的产品梯队，可有效满足市场多样化的需求。
 - 2019 年，公司发布了“尊”“臻”“品”三大系列 2019 款人工智能色选机，产品性能在产量、精度、功能等维度进一步提升，可为用户的个性化、多场景需求提供高效、专业的解决方案。
 - 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。目前已形成 FOV12*8CM、FOV15*9CM、FOV15*10.5CM、FOV23*18CM 等多成像视野产品梯队。
 - 报告期内，公司依托自主研发，成功推出了美亚 AI 正畸分析系统。以科技助力诊疗升级，新系统基于广泛的应用实践和人工智能自学习算法，实现了智能测量分析、定制测量分析、数值化描述、图像融合、智能跟踪等功能。
5. 拓宽营销思路，渠道优势与执行力突出。
 - 在高端医疗影像业务板块，公司通过绑定经销商与专家资源，采取互动性突出差异化的团购销售模式。2019 年，公司累计举办 66 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。
 - 2020 年一季度，由于新冠肺炎疫情导致线下团购展会后延，而公司突破式的采取“口腔 CBCT 春季大型在线团购节”，以直播形式展开销售，团购数量突出，为 2020 年业绩奠定转化基础。
6. 口腔数字化发展势在必行，维持口腔医疗服务行业景气度判断。
 - 我们继续看好口腔医疗的长期需求空间，以及数字化口腔医疗的发展趋势。口腔数字化发展也是提升口腔医疗服务端可复制性的重要前提，尤其 3D 数字化系统的在牙种植与正畸的运用，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。当前，公司的高端医疗影像设备品类与其营销模式形成合力，我们持续看好公司在高端医疗影像设备市场的成长趋势。
 - 我们认为国产 CBCT 设备正迎来良好发展机遇，维持对进口替代空间看好的判断。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

盈利预测与投资建议：

- 由于新冠肺炎疫情，我们预计口腔诊疗需求会短期承压，随疫情控制，口腔诊疗需求将逐步恢复，我们维持对口腔行业长期景气度的判断。我们预计公司 2020 年至 2022 年实现归属母公司净利润分别为 6.36 亿、7.49 亿、8.79 亿元，对应 EPS 分别为 0.94 元、1.11 元、1.30 元，对应当前股价分别给予估值 P/E 42.3 倍、35.9 倍、30.6 倍，维持“增持”评级。

风险提示：

- 口腔医疗需求短期波动的风险；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。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,094	1,240	1,501	1,758	2,084	2,477
增长率		13.3%	21.1%	17.1%	18.6%	18.9%
主营业务成本	-512	-559	-669	-770	-904	-1,066
%销售收入	46.8%	45.1%	44.5%	43.8%	43.4%	43.0%
毛利	582	681	832	988	1,180	1,411
%销售收入	53.2%	54.9%	55.5%	56.2%	56.6%	57.0%
营业税金及附加	-12	-12	-12	-18	-21	-25
%销售收入	1.1%	1.0%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-144	-170	-202	-237	-288	-344
%销售收入	13.2%	13.7%	13.5%	13.5%	13.8%	13.9%
管理费用	-97	-117	-144	-169	-202	-243
%销售收入	8.9%	9.5%	9.6%	9.6%	9.7%	9.8%
息税前利润 (EBIT)	329	382	474	563	669	799
%销售收入	30.1%	30.8%	31.6%	32.1%	32.1%	32.3%
财务费用	2	9	7	25	33	41
%销售收入	-0.2%	-0.7%	-0.5%	-1.4%	-1.6%	-1.7%
资产减值损失	-5	-7	-10	-11	-11	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	43	62	59	72	88	97
%税前利润	10.1%	11.9%	9.4%	9.7%	10.1%	9.5%
营业利润	425	518	630	739	871	1,022
营业利润率	38.8%	41.8%	41.9%	42.0%	41.8%	41.2%
营业外收支	0	0	1	0	0	0
税前利润	425	518	630	739	871	1,022
利润率	38.9%	41.8%	42.0%	42.0%	41.8%	41.2%
所得税	-62	-70	-86	-103	-122	-143
所得税率	14.5%	13.6%	13.6%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	363	448	545	636	749	879
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	365	448	545	636	749	879
净利率	33.3%	36.1%	36.3%	36.2%	35.9%	35.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	363	448	545	636	749	879
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
非现金支出	19	22	26	25	27	29
非经营收益	-36	-74	-67	-66	-87	-95
营运资金变动	96	28	-2	-58	-84	-71
经营活动现金净流	442	423	502	536	606	743
资本开支	-3	-49	-90	-114	-117	-119
投资	-248	-272	254	218	207	244
其他	43	61	59	72	88	97
投资活动现金净流	-208	-260	223	176	178	222
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	216	-206	-10	8	2	1
其他	-213	-332	-470	-557	-541	-541
筹资活动现金净流	3	-537	-481	-549	-539	-540
现金净流量	236	-374	244	163	245	425

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	771	374	604	768	1,013	1,437
应收账款	201	235	236	278	320	373
存货	102	127	146	160	188	222
其他流动资产	1,356	1,627	1,371	1,211	1,079	894
流动资产	2,430	2,362	2,357	2,417	2,599	2,926
%总资产	88.6%	87.1%	85.1%	82.5%	80.9%	80.4%
长期投资	50	50	50	50	50	50
固定资产	221	234	291	376	463	553
%总资产	8.1%	8.6%	10.5%	12.8%	14.4%	15.2%
无形资产	32	53	58	70	81	93
非流动资产	312	349	412	512	613	714
%总资产	11.4%	12.9%	14.9%	17.5%	19.1%	19.6%
资产总计	2,743	2,712	2,769	2,928	3,212	3,640
短期借款	216	10	0	0	0	0
应付款项	207	254	260	299	352	415
其他流动负债	64	76	83	110	130	154
流动负债	487	341	343	409	482	569
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	59	61	42	57	60	63
负债	546	402	385	467	542	632
普通股股东权益	2,196	2,309	2,384	2,462	2,670	3,008
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,743	2,712	2,769	2,928	3,212	3,640

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.539	0.663	0.806	0.940	1.108	1.300
每股净资产	3.249	3.416	3.526	3.642	3.950	4.449
每股经营现金净流	0.653	0.626	0.742	0.793	0.896	1.098
每股股利	0.300	0.500	0.800	0.800	0.800	0.800
回报率						
净资产收益率	16.60%	19.40%	22.85%	25.82%	28.05%	29.21%
总资产收益率	13.30%	16.52%	19.67%	21.70%	23.32%	24.14%
投入资本收益率	11.58%	14.15%	17.16%	19.59%	21.45%	22.74%
增长率						
主营业务收入增长率	21.39%	13.33%	21.06%	17.14%	18.55%	18.86%
EBIT增长率	26.59%	16.06%	24.33%	18.77%	18.77%	19.44%
净利润增长率	17.89%	22.82%	21.58%	16.72%	17.82%	17.32%
总资产增长率	17.51%	-1.13%	2.11%	5.76%	9.68%	13.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	67.6	60.8	53.9	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	91.5	74.7	74.4	76.0	76.0	76.0
应付账款周转天数	79.4	77.0	82.9	83.0	83.0	83.0
固定资产周转天数	73.7	62.5	48.6	44.0	39.5	35.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.25%	-15.74%	-25.36%	-22.33%	-22.01%	-25.54%
EBIT利息保障倍数	-151.3	-43.9	-68.6	-22.4	-20.3	-19.5
资产负债率	19.91%	14.84%	13.92%	15.93%	16.87%	17.37%

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	0	0	1	12
增持	0	0	0	1	18
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.50	1.60

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
4	2019-08-23	增持	32.78	N/A
5	2019-10-23	增持	33.76	N/A
6	2020-02-25	增持	39.72	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