

机械设备

2020 年 10 月 29 日

业绩逐季改善，医疗影像设备空间大

——美亚光电（002690.SZ）2020 年三季报点评

公司评级：买入（维持）

分析师：赵晓闯

执业证书号：S1030511010004

0755-83199599

Zhaoxc@csc.com.cn

核心观点：

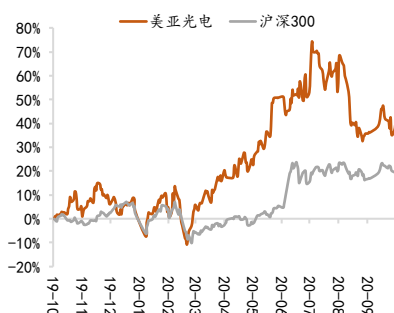
- 1) **业绩逐季度改善。**2020 年前三季度，公司实现营业收入及归母净利润分别为 10.47 亿元及 3.27 亿元，同比增速分别为 -0.27% 及 -18.6%；其中第三季度营收及归母净利润分别为 5.31 亿元及 1.79 亿元，同比增速分别为 15% 及 -7.8%，逐季度改善明显。
- 2) **预计口腔 CBCT 业务四季度持续恢复。**受疫情影响，公司口腔 CBCT 业务半年度营收 1.2 亿元，同比大幅下滑了 37.8%；三季度明显改善，整体收入同比持平。而从毛利率看，前三季度毛利率同比减少了 1.9pcts，主要是高毛利率的口腔 CBCT 业务收入占比减少所致。第三季度毛利率环比提升了 1.06pcts，预期口腔 CBCT 业务将持续恢复。
- 3) **公司在市场开拓及新产品方面都取得积极进展，成长空间打开。**公司积极拓展市场，2020 年 9 月，公司参与上海 CDS 口腔展及华南国际口腔展，共获得 671 台订单。公司的口内扫描仪已通过了安徽省药品监督管理局的审批注册，已经开始销售，与口腔 CBCT 业务渠道重叠形成协同，将打开成长空间。
- 4) **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2020/2021/2022 年的 EPS 分别为 0.77/1.02/1.23 元，对应动态 PE 分别为 58/44/36 倍。公司业绩短期受疫情影响，可望逐季恢复；长期看，公司色选机业务龙头地位稳固，口腔 X 射线 CT 诊断机业务仍有较大空间，椅旁修复系统即将成为新的增长点，骨科 CT、耳鼻喉 CT 产品在研中，公司已经把战略重心转移到高端医疗影像设备领域，成长空间打开，维持“买入”的评级。
- 5) **风险提示：**疫情影响不可控；行业竞争加剧；新产品拓展不力等。

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师的相关报告：

1. 美亚光电深度研究报告：拓展医疗影像领域打开成长空间 20200103
2. 美亚光电 2020 年一季报点评：疫情影响一季度业绩，全年增长可期 20200428
3. 美亚光电 2020 年中报点评：疫情影响短期业绩，下半年可望反弹 20200826

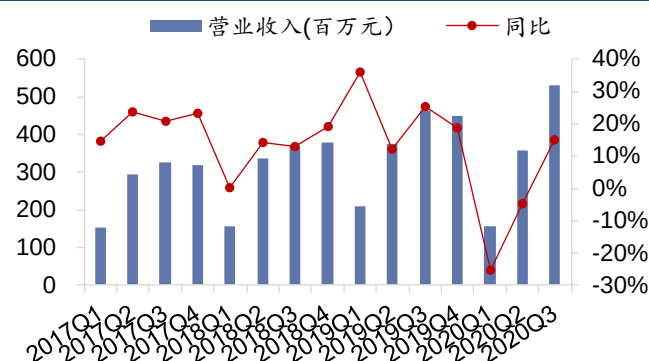
美亚光电（002690.SZ）与沪深 300 对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值（亿元）	301.23
流通市值（亿元）	146.44
总股本（亿股）	6.76
流通股本（亿股）	3.29
日均成交额（百万）	155.71
近一个月换手（%）	21.53
第一大股东	田明
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

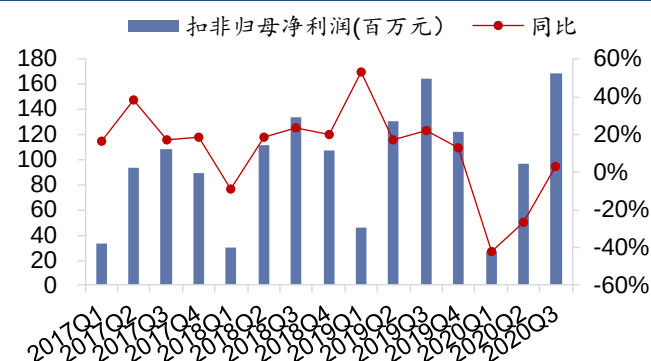
预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1500.78	1630.59	1986.19	2341.53
收入同比	21.06%	8.65%	21.81%	17.89%
净利润（百万元）	544.56	518.36	686.69	834.01
净利润同比	21.58%	9.63%	32.47%	21.45%
毛利率	55.45%	54.02%	54.79%	55.43%
净利率	31.50%	31.79%	34.57%	35.62%
EPS（元）	0.81	0.77	1.02	1.23
PE（倍）	55.0	57.9	43.7	36.2

Figure 1 公司营业收入及增速（单季度）



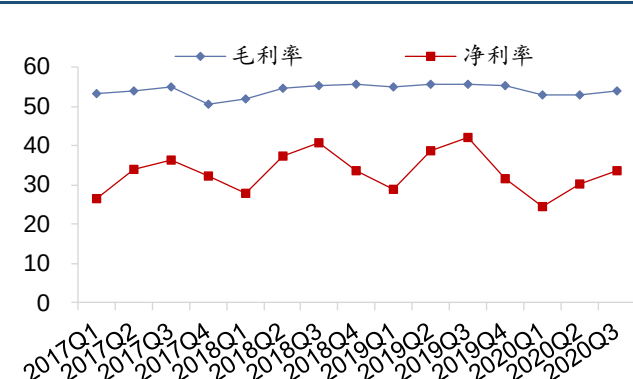
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 2 公司扣非归母净利润及增速（单季度）



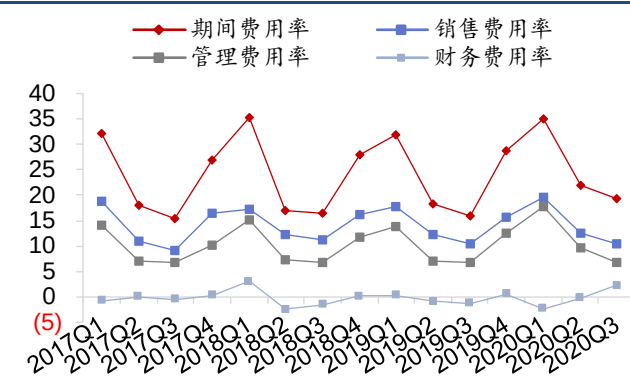
资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 3 公司毛利率及净利率情况（%）



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 4 公司费用率情况（%）



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 5 公司历史 PE 估值情况



资料来源：wind、世纪证券研究所

一、盈利预测与投资评级

1、主要假设：

(1) 收入增长假设

公司营业收入的增长主要来自于口腔影像诊断设备业务，我们预计公司 2020/2021/2022 年营业收入增速分别为 8.7%/21.8%/17.9%。

1) 口腔 X 射线 CT 诊断机业务：

短期看，公司受疫情影响，口腔影像诊断设备收入增速放缓。长期看，行业渗透率较大提升空间，公司的医疗影像产品在国内持续扩大市场影响力，成长空间仍较大；同时，公司的口腔 CBCT 在近日获得国际知名认证机构 TÜV SÜD 颁发的医疗器械 CE 认证，开始进军欧盟市场，在国内市场方兴未艾的情况，打开海外市场空间。我们预计公司 2020/2021/2022 年口腔 X 射线 CT 诊断机业务收入增速分别为 10%/40%/30%

2) 色选机及 X 射线异物检测机业务：

大米色选机市场已经较为成熟，色选机需求增量一方面来自于大米外的杂粮、茶叶、坚果等应用领域的普及，一方面来源于海外市场的拓展。公司作为国产色选机龙头，国内市场地位稳固，海外市场持续拓展，我们预计公司色选机业务 2020/2021/2022 年收入增速分别为 8%/12%/10%。公司的 X 射线异物检测机业务目前收入规模 6000 多万元，占比较小，长期看，工业光电检测领域广阔的应用空间，我们预测公司 X 射线异物检测机业务 2020/2021/2022 年收入增速分别为 10%/30%/20%。

(2) 毛利率假设

考虑到毛利率较高的医疗影像业务占比的不断提升，公司经营效率的提升，公司综合毛利率会将小幅提升。我们预测公司 2020/2021/2022 年综合毛利率分别为 54%/54.8%/55.4%。

(3) 税费假设

公司目前经营稳定，我们假定公司综合销售费用率维持在 22%左右，综合所得税率维持在 14%左右。

Figure 6 公司业务收入及毛利率假设

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）								
口腔X射线CT诊断机	75	165	260	371	484	533	746	969
同比		120.2%	57.3%	42.7%	30.5%	10.0%	40.0%	30.0%
色选机	704	680	765	810	938	1,013	1,135	1,248
同比		-3.4%	12.5%	5.9%	15.7%	8.0%	12.0%	10.0%
X射线异物检测机	43	42	56	46	64	70	91	109
同比		-2.1%	32.1%	-17.9%	39.9%	10.0%	30.0%	20.0%
其他	19	14	13	13	15	15	15	15
同比					18.5%	0.0%	0.0%	0.0%
合计收入	841	901	1094	1240	1501	1631	1986	2342
同比		7.2%	21.4%	13.3%	21.1%	8.7%	21.8%	17.9%
毛利率								
口腔X射线CT诊断机	56.8%	56.9%	58.0%	59.7%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
色选机	51.5%	50.5%	51.5%	51.5%	51.9%	50.0%	50.5%	51.0%
X射线异物检测机	69.0%	63.3%	45.8%	64.7%	63.3%	58.0%	59.0%	60.0%
其他	65.3%	77.1%	91.0%	99.4%	94.7%	95.0%	95.0%	95.0%
综合毛利率	53.2%	52.7%	53.2%	54.9%	55.5%	54.0%	54.8%	55.4%

资料来源：Wind、世纪证券研究所

2、盈利预测

根据假设条件，我们预测公司 2020-2022 年公司实现的营业收入分别为 16.3 亿元、19.9 亿元和 23.4 亿元；实现的归属母公司净利润分别为 5.2 亿元、6.9 亿元和 8.3 亿元，实现的 EPS 分别为 0.77 元、1.02 元及 1.23 元。

3、投资评级

根据我们的盈利预测，公司 2020/2021/2022 年动态市盈率分别为 58/44/36 倍。公司色选机业务龙头地位稳固，口腔 X 射线 CT 诊断机业务快速增长，椅旁修复系统即将成为新的增长点，骨科 CT、耳鼻喉 CT 产品在研中，公司已经把战略重心转移到高端医疗影像设备领域，成长空间打开，维持“买入”的投资评级。

二、风险提示

1、受新冠疫情影响的风险

新冠疫情致使海内外“封城”、“封国”等措施，人员流动受到限制。这些措施造成公司在产品交付、项目实施、商务谈判及业务推广等方面的效率下降；且公司的供应商、客户等利益相关方均受到不同程度影响，导致公司业务无法按期正常开展。同时，疫情完全结束后社会经济活动的恢复也需要时间，公司业务量存在下降风险。

2、市场竞争风险

光电识别产业的竞争已经从价格导向转变为技术、服务导向，市场竞争程度将更加激烈。公司若不能持续在技术、服务、管理、品牌及营销拓展等方面保持优势，则可能面临业务量下滑及毛利率降低的风险。

附：财务预测摘要

报表预测					
利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1239.72	1500.78	1630.59	1986.19	2341.53
减：营业成本	558.67	668.57	749.71	897.94	1043.70
营业税金及附加	12.09	11.79	12.23	14.90	17.56
营业费用	170.10	202.27	215.24	258.21	304.40
管理费用	51.45	51.74	151.65	178.76	210.74
财务费用	-8.68	-6.92	12.90	-6.89	-7.56
资产减值损失	6.59	0.15	1.00	1.00	1.00
加：投资收益	61.68	59.13	45.00	55.00	80.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-65.79	-40	60.00	88.00	100.00
营业利润	445.38	602.96	592.87	785.28	951.69
加：其他非经营损益	-0.07	0.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	445.31	603.72	592.87	785.28	951.69
减：所得税	50.62	58.91	74.51	98.59	117.68
净利润	394.69	544.56	518.36	686.69	834.01
减：少数股东损益	-0.19	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	394.88	544.56	518.36	686.69	834.01
财务分析和估值指标汇总					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收益率					
毛利率	54.94%	55.45%	54.02%	54.79%	55.43%
三费/销售收入	17.17%	16.46%	23.29%	21.65%	21.68%
EBIT/销售收入	35.64%	35.10%	35.92%	39.19%	40.32%
EBITDA/销售收入	36.84%	36.17%	38.85%	41.99%	42.94%
销售净利率	31.84%	31.50%	31.79%	34.57%	35.62%
资产获利率					
ROE	17.10%	19.84%	21.28%	27.42%	32.23%
ROA	17.08%	20.23%	21.87%	28.20%	32.98%
ROIC	21.08%	21.27%	24.30%	30.47%	35.52%
增长率					
销售收入增长率	13.33%	21.06%	8.65%	21.81%	17.89%
EBIT 增长率	23.56%	19.25%	11.19%	32.88%	21.29%
EBITDA 增长率	22.79%	18.85%	16.69%	31.67%	20.55%
净利润增长率	21.87%	21.01%	9.63%	32.47%	21.45%
总资产增长率	-1.72%	0.71%	2.83%	3.05%	3.71%
股东权益增长率	5.14%	3.22%	2.17%	2.82%	3.33%
经营营运资本增长率	18.74%	-10.58%	5.52%	5.10%	5.06%
资本结构					
资产负债率	10.71%	10.45%	10.98%	11.13%	11.40%
投资资本/总资产	84.93%	80.92%	83.40%	84.40%	83.97%
债务/总负债	3.77%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	8.48	8.66	8.14	8.05	7.96
速动比率	1.88	2.83	2.54	2.62	2.76
资产管理效率					
总资产周转率	0.48	0.58	0.61	0.72	0.82
固定资产周转率	5.84	7.51	6.52	7.08	8.21
应收账款周转率	5.34	6.60	6.27	6.85	7.32
存货周转率	4.41	4.58	4.17	4.49	4.54

数据来源：wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。