

## 20 年利润端承压，21 年将重回增长通道 买入（维持）

2021 年 03 月 02 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001  
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞连

执业证号：S0600520080001

huangrl@dwzq.com

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,501	1,499	1,836	2,190
同比（%）	21.1%	-0.1%	22.5%	19.3%
归母净利润（百万元）	545	441	655	792
同比（%）	21.6%	-19.0%	48.4%	21.0%
每股收益（元/股）	0.81	0.65	0.97	1.17
P/E（倍）	46.99	57.97	39.07	32.29

事件：公司发布 2020 年业绩快报。

### ■ CBCT 下半年恢复明显，2020 收入端较 19 年持平

2020 年公司实现营业收入 14.99 亿元，与 2019 年基本持平，其中 2020 年上、下半年分别实现营业收入 5.16 亿元和 9.83 亿元，分别同比-12.26% 和+7.68%，下半年营收端有所改善：①主要 CBCT 上半年受疫情影响较大，出现下滑，2020Q3 下游口腔诊所相关业务呈现良好恢复势头，例如通策医疗 5 月中旬种植等口腔业务开始恢复，2020Q3 通策单季度收入同比+24.49%，国内口腔业务的持续复苏，对口腔 CT 需求起到提振作用，带动公司 CBCT 业务快速恢复，下半年公司在上海 CDS 口腔展、华南国际口腔展和上海 DTC 口腔展合计获取 CBCT 团队订单超过 1100 台，对下半年收入增速转正起到重要推动作用。②色选机需求较为刚性，且公司色选机海外业务不断推进，受疫情影响相对较小。

此外，2020 年公司会计准则调整，收入确认条件发生一定改变，对 2020 年公司表现营业收入产生一定负面影响。

### ■ 多因素叠加，2020 年公司利润端承压明显

2020 年公司实现归属于上市公司股东的净利润 4.41 亿元，较 2019 年下降 18.98%，降幅大于收入端降幅，盈利能力下滑较多主要原因有：2020 年下半年人民币升值导致汇兑损失，受此影响 2020Q3 公司财务费用增加了 1000 多万元，以此估算，汇兑损失对公司全年利润的影响超过 2000 万元。此外，政府补助和投资收益减少、人员费用增加等因素进一步压制了 2020 年公司利润释放。

随着国内疫情控制常态化，各项业务持续恢复，尤其 CBCT 相比 2020Q1 的大幅改善，我们预计公司 2021Q1 业绩有望实现较大幅度增长。

### ■ 立足口腔影像设备黄金赛道，公司长期成长逻辑依然存在

目前不少市场投资者担心公司 CBCT 已经过了黄金时期，收入很快达天花板，我们认为现阶段不论是国内民营口腔数量还是 CBCT 渗透率与欧美发达国家仍有差距，CBCT 需求依然有较大的成长空间。此外，公司 CBCT 持续突破，产品已经渗透到公立医院，向高端市场拓展，进一步打开成长空间。

2020 年 6 月公司发布了口扫新品，并于 7 月拿到医疗器械注册证。口扫是公司在高端医疗影像领域推出的最新产品，丰富了公司医疗影像领域产品线。伴随着未来国内口腔的市场整合，口腔数字化将成为行业的发展趋势，口扫作为椅旁系统的重要组成部分，口扫的推出有助于公司口腔数字化布局持续推进，公司长期的成长逻辑依然存在。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 EPS 分别为 0.65、0.97、1.17 元，当前股价对应动态 PE 分别为 58 倍、39 倍、32 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情出现反复导致 CBCT 出货量不及预期、色选机海外出口出现波动、口扫新品需求以及口腔数字化发展不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	37.85
一年最低/最高价	31.21/62.10
市净率(倍)	11.78
流通 A 股市值(百万元)	12438.64

### 基础数据

每股净资产(元)	3.21
资产负债率(%)	18.90
总股本(百万股)	676.00
流通 A 股(百万股)	328.63

### 相关研究

1、《美亚光电 (002690)：Q3 收入端恢复增长，汇兑损失压制当期利润》2020-10-28

2、《美亚光电 (002690)：疫情导致半年业绩承压，口扫新品进一步打开成长空间》2020-08-27

美亚光电三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>2357</b>	<b>2313</b>	<b>2608</b>	<b>2915</b>	<b>营业收入</b>	<b>1501</b>	<b>1499</b>	<b>1836</b>	<b>2190</b>
现金	604	669	700	750	减:营业成本	669	703	811	963
应收账款	234	226	277	330	营业税金及附加	12	11	12	14
存货	146	144	162	193	营业费用	202	202	220	241
其他流动资产	1372	1274	1469	1643	管理费用	144	181	203	220
<b>非流动资产</b>	<b>477</b>	<b>640</b>	<b>682</b>	<b>726</b>	财务费用	-7	-22	-12	-12
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	1	1
固定资产	291	479	523	568	加:投资净收益	59	42	100	100
在建工程	92	88	44	33	其他收益	89	58	75	75
无形资产	57	56	55	53	<b>营业利润</b>	<b>630</b>	<b>522</b>	<b>775</b>	<b>938</b>
其他非流动资产	36	17	61	72	加:营业外净收支	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>2834</b>	<b>2953</b>	<b>3290</b>	<b>3641</b>	<b>利润总额</b>	<b>630</b>	<b>523</b>	<b>776</b>	<b>939</b>
<b>流动负债</b>	<b>343</b>	<b>367</b>	<b>565</b>	<b>749</b>	减:所得税费用	86	68	101	122
短期借款	0	0	166	280	少数股东损益	0	14	20	25
应付账款	221	231	245	290	<b>归属母公司净利润</b>	<b>545</b>	<b>441</b>	<b>655</b>	<b>792</b>
其他流动负债	122	136	154	178	EBIT	566	459	664	827
<b>非流动负债</b>	<b>42</b>	<b>47</b>	<b>52</b>	<b>57</b>	EBITDA	582	482	700	871
长期借款	0	0	0	0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
其他非流动负债	42	47	52	57	每股收益(元)	0.81	0.65	0.97	1.17
<b>负债合计</b>	<b>385</b>	<b>414</b>	<b>617</b>	<b>806</b>	每股净资产(元)	3.53	3.66	3.85	4.08
少数股东权益	0	2	5	9	发行在外股份(百万股)	676	676	676	676
归属母公司股东权益	2384	2472	2603	2761	ROIC(%)	20.5%	14.2%	19.3%	22.0%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2834</b>	<b>2953</b>	<b>3290</b>	<b>3641</b>	ROE(%)	22.8%	17.9%	25.2%	28.7%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	毛利率(%)	55.5%	53.1%	55.8%	56.0%
经营活动现金流	502	628	469	658	销售净利率(%)	36.3%	30.4%	36.8%	37.3%
投资活动现金流	223	-210	-80	-89	资产负债率(%)	13.9%	14.0%	18.8%	22.1%
筹资活动现金流	-484	-353	-358	-519	收入增长率(%)	21.1%	-0.1%	22.5%	19.3%
现金净增加额	244	65	31	50	净利润增长率(%)	21.6%	-19.0%	48.4%	21.0%
折旧和摊销	15	23	36	45	P/E	46.99	57.97	39.07	32.29
资本开支	-90	-210	-80	-89	P/B	10.73	10.35	9.83	9.27
营运资本变动	157	160	-226	-183	EV/EBITDA	44.63	53.89	37.44	30.29

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>