



专用设备

将随疫情趋势平稳持续恢复增长

2021年04月08日

——美亚光电（002690）2020年报点评

公司评级：买入(维持)

分析师：赵晓闯

执业证书：S1030511010004

电话：0755-23602217

邮箱：zhaoxc@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1、美亚光电（002690）深度报告：拓展医疗影像领域打开成长空间-20200103

2、美亚光电（002690）2020年中报点评：疫情影响短期业绩，下半年可望反弹-20200826

3、美亚光电（002690）2020年三季度报点评：业绩逐季改善，医疗影像设备空间大-20201029

核心观点：

- 1) 第四季度业绩恢复稍低于预期。公司2020年实现营收及归母净利润分别为15.0亿元（同比-0.3%）及4.4亿元（同比-19.5%），收入基本同比持平，利润同比下滑主要是汇兑损失（同比-0.3亿元）、政府补贴（同比-0.28亿元）、投资收益（同比-0.16亿元）减少，以及综合毛利率减少所致（同比减少3.6pct）。其中第四季度收入及归母净利润同比增速分别为-0.44%及-22.3%，相比第三季度的15%及-7.8%，恢复速度放缓。
- 2) 色选机业务相对稳定，口腔CBCT业务将随疫情好转持续恢复增长。公司色选机业务受疫情影响相对较小，期间收入9.6亿元（同比+2.1%），保持平稳。公司口腔CBCT业务由于下游应用特性，受疫情影响较大，年度收入4.5亿元（同比-6.2%），其中上半年同比下滑37%，下半年开始恢复增长，同比增长24%。随着疫情态势的稳定，下游需求将持续恢复，预计口腔CBCT业务将保持恢复增长态势。
- 3) 公司发力高端医疗影像设备领域，持续成长可期。公司的口内扫描仪已通过审批注册并开始销售，与口腔CBCT业务渠道重叠形成协同，将打开成长空间。公司也已正式取得“耳鼻部X射线影像诊断用”注册文件，CBCT适用范围正式由口腔拓展至耳鼻部，进一步拓展了产品线，提升了公司的竞争力。
- 4) 盈利预测与投资评级。根据我们的盈利预测，公司2021/2022/2023年动态市盈率分别为50.5/42.1/35.2倍。公司口腔X射线CT诊断机业务正随疫情形势好转持续恢复增长，同时，口腔扫描设备开始销售有望成为新的增长点，耳鼻喉CT及骨科CT产品都在推进中，高端医疗影像设备领域成长空间打开，维持“买入”评级。
- 5) 风险提示：行业竞争加剧及新产品拓展不力；疫情影响持续。

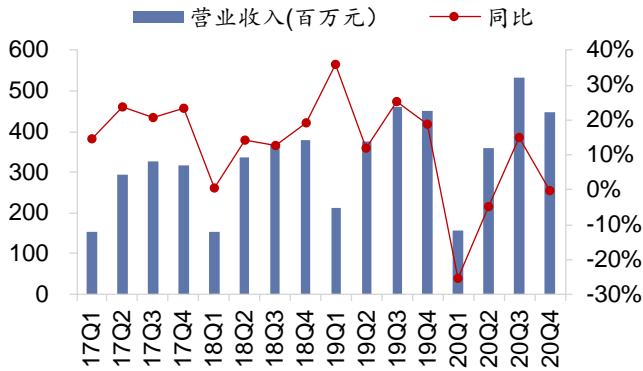
美亚光电（002690）与沪深300对比表现



| 公司数据 | Wind 资讯 |
|------------------|-----------|
| 总市值（百万） | 27,986.40 |
| 流通市值（百万） | 13,605.27 |
| 总股本（百万股） | 676.00 |
| 流通股本（百万股） | 328.63 |
| 日成交额（百万） | 86.08 |
| 当日换手率（%） | 0.63 |
| 第一大股东 | 田明 |
| 请务必阅读文后重要声明及免责条款 | |

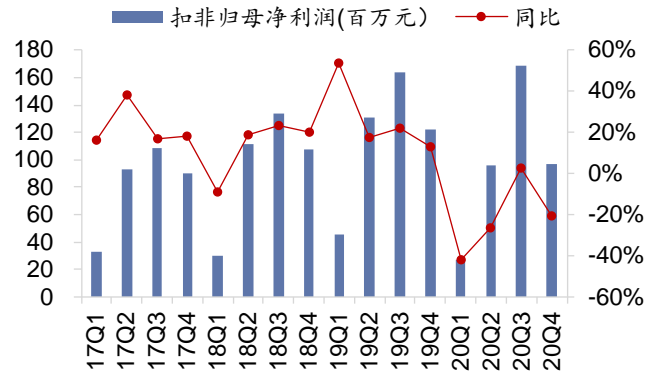
| 预测指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1495.97 | 1814.55 | 2148.68 | 2532.59 |
| 收入同比 | -0.32% | 21.30% | 18.41% | 17.87% |
| 净利润（百万元） | 438.19 | 553.71 | 664.55 | 795.51 |
| 净利润同比 | -19.5% | 26.4% | 20.0% | 19.7% |
| 毛利率 | 51.81% | 52.27% | 52.59% | 52.96% |
| 净利率 | 29.29% | 30.51% | 30.93% | 31.41% |
| EPS（元） | 0.65 | 0.82 | 0.98 | 1.18 |
| PE（倍） | 63.9 | 50.5 | 42.1 | 35.2 |

Figure 1 公司营业收入及增速 (单季度)



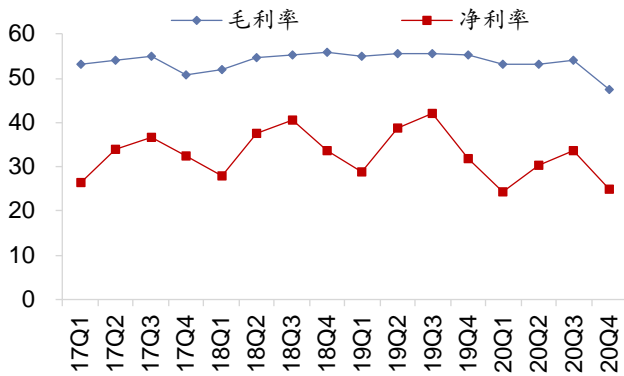
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 公司扣非归母净利润及增速 (单季度)



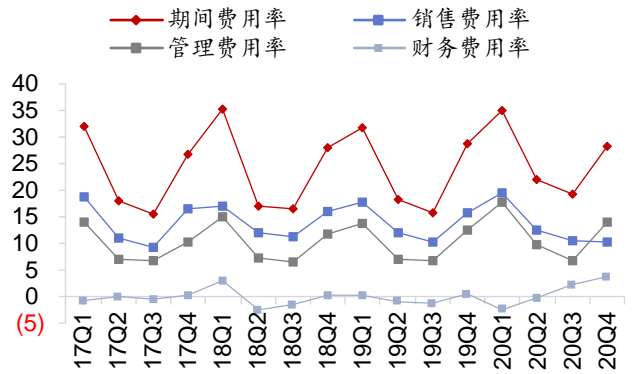
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 3 公司毛利率及净利率情况 (%)



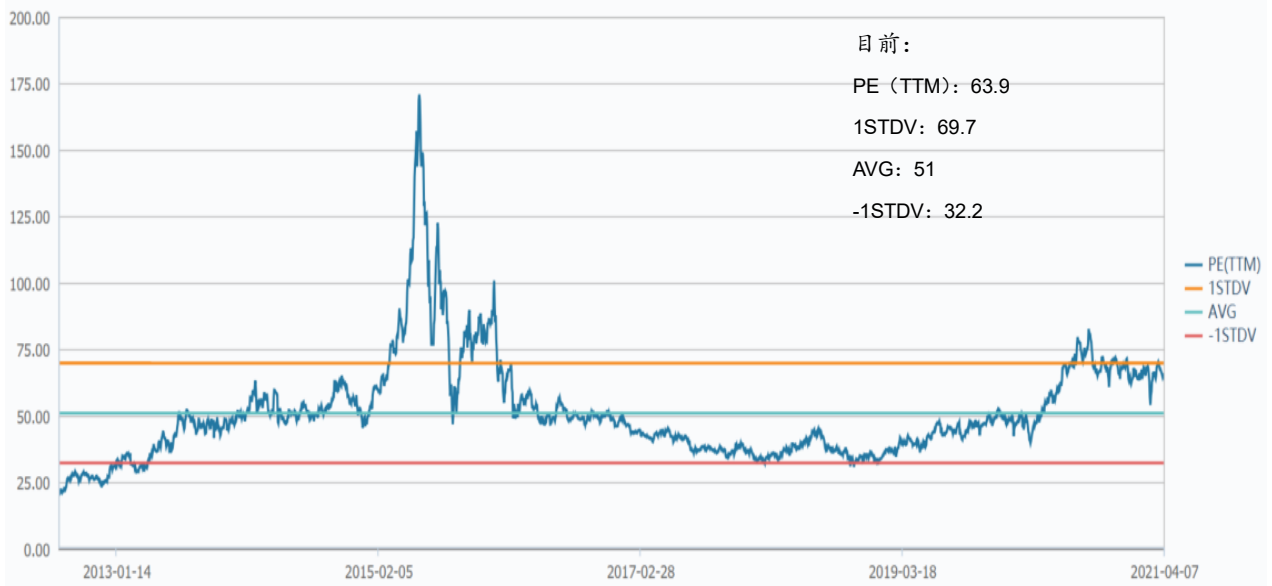
资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 公司费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、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

1.1 主要假设:

(1) 收入增长假设

我们预计公司 2021/2022/2023 营业总收入分别为 18.2/21.5/25.3 亿元, 同比增速分别为 21.3%/18.4%/17.9%, 分业务如下

口腔 X 射线 CT 诊断机业务:

由于口腔医疗服务的特性, 下游需求受疫情影响明显, 公司 2020 年口腔 CBCT 业务增速也出现放缓, 但随着疫情趋势平稳, 已经在下半年开始恢复增长。口腔影像诊断设备收入增速放缓。公司于 2020 年 9、10 月份分别参加了上海 GDS 口腔展、华南口腔展和上海 DTC 口腔展, 同期开展了两次团购活动, 分别取得了 671 台和 490 台的订单。未来, 公司预计口腔 CT 业务将继续保持恢复性增长态势。同时, 从长期看, 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 已获得欧盟 CE 认证和通过澳大利亚 TGA 注册, 在国内市场方兴未艾的情况下, 也打开了海外市场空间。我们预计公司 2021/2022/2023 年, 口腔 X 射线 CT 诊断机业务收入增速分别为 35%/30%/30%。

色选机及 X 射线异物检测机业务:

短期看, 色选机业务需求平稳, 受疫情影响相对较小。中长期看, 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 2021/2022/2023 年收入增速分别为 15%/12%/10%。公司的 X 射线异物检测机业务目前收入规模约 0.7 亿元, 占比不大, 长期看, 工业光电检测应用领域有望持续拓展, 我们预测公司 X 射线异物检测机业务 2021/2022/2023 年收入增速分别为 20%/20%/20%。

(2) 毛利率假设

毛利率较高的医疗影像业务占比不断提升, 同时公司正不断丰富产品线, 产品附加值较高, 竞争力强, 综合毛利率可望稳中趋升。我们预测公司 2021/2022/2023 年综合毛利率分别为 52.3%/52.6%/53%。

(3) 税费假设

公司整体经营稳定, 我们假定公司综合营业费用率维持在 22.5%左右, 其中

研发费用率在 6.3%左右；综合有效所得税率维持在 13.5%左右。

Figure 6 公司业务收入及毛利率假设

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入（百万元） | | | | | | | | | |
| 口腔X射线CT诊断机 | 75 | 165 | 260 | 371 | 484 | 454 | 613 | 797 | 1037 |
| 同比 | | 120.2% | 57.3% | 42.7% | 30.5% | -6.2% | 35.0% | 30.0% | 30.0% |
| 色选机 | 704 | 680 | 765 | 810 | 938 | 957 | 1,101 | 1,233 | 1,357 |
| 同比 | | -3.4% | 12.5% | 5.9% | 15.7% | 2.1% | 15.0% | 12.0% | 10.0% |
| X射线异物检测机 | 43 | 42 | 56 | 46 | 64 | 67 | 80 | 96 | 115 |
| 同比 | | -2.1% | 32.1% | -17.9% | 39.9% | 4.3% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 其他 | 19 | 14 | 13 | 13 | 15 | 18 | 20 | 22 | 25 |
| 同比 | | | | | 18.5% | 18.3% | 15.0% | 10.0% | 10.0% |
| 合计收入 | 841 | 901 | 1094 | 1240 | 1501 | 1496 | 1815 | 2149 | 2533 |
| 同比 | | 7.2% | 21.4% | 13.3% | 21.1% | -0.3% | 21.3% | 18.4% | 17.9% |
| 毛利率 | | | | | | | | | |
| 口腔X射线CT诊断机 | 56.8% | 56.9% | 58.0% | 59.7% | 60.0% | 58.2% | 58.0% | 58.0% | 58.0% |
| 色选机 | 51.5% | 50.5% | 51.5% | 51.5% | 51.9% | 48.7% | 49.0% | 49.0% | 49.0% |
| X射线异物检测机 | 69.0% | 63.3% | 45.8% | 64.7% | 63.3% | 59.7% | 60.0% | 60.0% | 60.0% |
| 其他 | 65.3% | 77.1% | 91.0% | 99.4% | 94.7% | 26.2% | 26.0% | 26.0% | 26.0% |
| 综合毛利率 | 53.2% | 52.7% | 53.2% | 54.9% | 55.5% | 51.8% | 52.3% | 52.6% | 53.0% |

资料来源：wind、世纪证券研究所

1.2 盈利预测

根据假设条件，我们预测公司 2021/2022/2023 实现营业收入分别为 18.2/21.5/25.3 亿元；实现的归属母公司净利润分别为 5.5/6.7 亿元和 8.0 亿元，实现的 EPS 分别为 0.82/0.98/1.18 元。

1.3 投资评级

根据我们的盈利预测，公司 2021/2022/2023 年动态市盈率分别为 50.5/42.1/35.2 倍。公司色选机业务龙头地位稳固，增长平稳；口腔 X 射线 CT 诊断机业务正随疫情形势恢复增长，长期空间较大；同时，口腔扫描设备开始销售可望成为新的增长点，耳鼻喉 CT 及骨科 CT 产品都在推进中，高端医疗影像设备领域成长空间打开，维持“买入”评级。

二、风险提示

2.1 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。

2.2 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

| 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 1496 | 1815 | 2149 | 2533 |
| 每股收益 | 0.65 | 0.82 | 0.98 | 1.18 | 营业成本 | 721 | 866 | 1019 | 1191 |
| 每股净资产 | 3.40 | 3.44 | 3.62 | 3.93 | 毛利率% | 51.8% | 52.3% | 52.6% | 53.0% |
| 每股经营现金流 | 0.61 | 0.83 | 1.02 | 1.13 | 营业税金及附加 | 11 | 14 | 16 | 19 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.77 | 0.81 | 0.89 | 营业税金率% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 177 | 218 | 258 | 304 |
| P/E | 63.87 | 50.54 | 42.11 | 35.18 | 营业费用率% | 11.8% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| P/B | 12.19 | 12.03 | 11.44 | 10.54 | 管理费用 | 58 | 64 | 75 | 89 |
| P/S | 18.71 | 15.42 | 13.02 | 11.05 | 管理费用率% | 3.9% | 3.5% | 3.5% | 3.5% |
| EV/EBITDA | 66.23 | 49.25 | 41.16 | 34.52 | 研发费用 | 104 | 114 | 135 | 160 |
| 股息率 (%) | 0.0% | 1.9% | 2.0% | 2.1% | 研发费用率% | 7.0% | 6.3% | 6.3% | 6.3% |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用 | 24 | 16 | 17 | 16 |
| 毛利率 | 51.8% | 52.3% | 52.6% | 53.0% | 财务费用率% | 1.6% | 0.9% | 0.8% | 0.6% |
| 净利润率 | 29.3% | 30.5% | 30.9% | 31.4% | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净资产收益率 | 19.1% | 23.8% | 27.2% | 30.0% | 投资收益 | 43 | 42 | 49 | 58 |
| 资产回报率 | 15.3% | 18.8% | 20.9% | 22.8% | 营业利润 | 509 | 640 | 768 | 920 |
| 投资回报率 | 16.0% | 20.0% | 22.8% | 25.1% | 营业外收支 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 盈利增长 (%) | | | | | 利润总额 | 505 | 640 | 768 | 920 |
| 营业收入增长率 | -0.3% | 21.3% | 18.4% | 17.9% | 所得税 | 66 | 86 | 104 | 124 |
| EBIT 增长率 | -10.6% | 27.2% | 19.7% | 19.3% | 有效所得税率% | 13.2% | 13.5% | 13.5% | 13.5% |
| 净利润增长率 | -19.5% | 26.4% | 20.0% | 19.7% | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 438 | 554 | 665 | 796 |
| 资产负债率 | 19.7% | 21.2% | 22.9% | 24.0% | | | | | |
| 流动比率 | 3.83 | 3.53 | 3.27 | 3.15 | 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 速动比率 | 3.30 | 3.11 | 2.93 | 2.81 | 货币资金 | 708 | 638 | 676 | 749 |
| 现金比率 | 1.37 | 1.10 | 0.99 | 0.94 | 应收款项 | 239 | 298 | 353 | 416 |
| 经营效率指标 (%) | | | | | 存货 | 268 | 237 | 223 | 261 |
| 应收帐款周转天数 | 58.27 | 60.00 | 60.00 | 60.00 | 其它流动资产 | 768 | 869 | 971 | 1074 |
| 存货周转天数 | 135.55 | 100.00 | 80.00 | 80.00 | 流动资产合计 | 1983 | 2042 | 2224 | 2501 |
| 总资产周转率 | 0.52 | 0.61 | 0.68 | 0.72 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产周转率 | 4.29 | 5.07 | 5.74 | 6.36 | 固定资产 | 348 | 358 | 374 | 398 |
| | | | | | 在建工程 | 36 | 56 | 76 | 96 |
| | | | | | 无形资产 | 56 | 60 | 63 | 65 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 877 | 910 | 949 | 995 |
| 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 资产总计 | 2859 | 2952 | 3173 | 3496 |
| 净利润 | 438 | 554 | 665 | 796 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款 | 378 | 411 | 483 | 565 |
| 非现金支出 | 17 | 16 | 18 | 19 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | -21 | -42 | -49 | -58 | 其它流动负债 | 139 | 168 | 197 | 230 |
| 营运资金变动 | -19 | 32 | 58 | 11 | 流动负债合计 | 517 | 579 | 680 | 795 |
| 经营活动现金流 | 415 | 560 | 691 | 767 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -92 | -27 | -27 | -27 | 其它长期负债 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| 投资 | 280 | -100 | -100 | -100 | 非流动负债合计 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| 其他 | 43 | 42 | 49 | 58 | 负债总计 | 563 | 625 | 726 | 841 |
| 投资活动现金流 | 230 | -85 | -78 | -69 | 实收资本 | 676 | 676 | 676 | 676 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 2296 | 2327 | 2447 | 2656 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -541 | -520 | -550 | -600 | 负债和所有者权益合计 | 2859 | 2952 | 3173 | 3496 |
| 融资活动现金流 | -541 | -520 | -550 | -600 | | | | | |
| 现金净流量 | 77 | -70 | 38 | 73 | | | | | |

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、数量化方法、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。