

专用设备

口腔 CBCT 重归高增长轨道，持续增长可期

2021 年 08 月 26 日

——美亚光电（002690）2021 半年报点评

**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、将随疫情趋势平稳持续恢复增长  
2021.04.08

**核心观点：**

- 1) **第二季度业绩持续保持增长。**公司 2021H1 实现营收及归母净利润分别为 8.2 亿元（同比+59%）及 2.5 亿元（同比+69%）。其中第二季度收入及归母净利润同比增速分别为 31%及 30%，由于基数原因增速低于一季度的 122%及 179%，仍保持较快增长。
- 2) **盈利能力稳定，经营性现金流较好。**公司期间毛利率为 51.9%，同比减少 1.2pct，主要是出口业务毛利率减少所致，其中口腔 CBCT 业务毛利率为 58.8%（-0.3pct）基本稳定；净利率由于费用率下降而同比增加 1.8pct。期间经营性现金流为 1.74 亿元，同比增加 1.69 亿元，表现较好。
- 3) **各项业务板块恢复增长。**随国内口腔行业的快速恢复，公司口腔 CBCT 业务上半年实现收入 3 亿元，同比大增 149%。公司色选机业务期间收入 4.7 亿元（+30.2%），工业检测机业务实现收入 0.42 亿元（+56.3%），也呈恢复增长态势。出口业务营收 1.4 亿元（+20.8%），主要受国外疫情影响而增速低于国内。
- 4) **公司发力高端医疗影像设备领域，持续成长可期。**2021 上半年公司在华南口腔展、北京口腔展的团购活动中分别取得 543 台、913 台订单，虽局部疫情有反复，但公司口腔 CBCT 业务可望持续快速恢复。公司聚焦高端医疗影像领域，除拓展耳鼻 CT，目前也已有多个预研方向，如移动 CT、手术导航等。
- 5) **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 47/39/32 倍。公司口腔 CBCT 业务已重归高增长轨道，色选机及工业检测机也保持稳定增长。公司聚焦高端医疗影像设备领域，积极拓展新产品及海外市场，仍有较大成长空间，维持“买入”评级。
- 6) **风险提示：**市场竞争加剧及毛利率下滑风险；新产品新市场拓展风险。

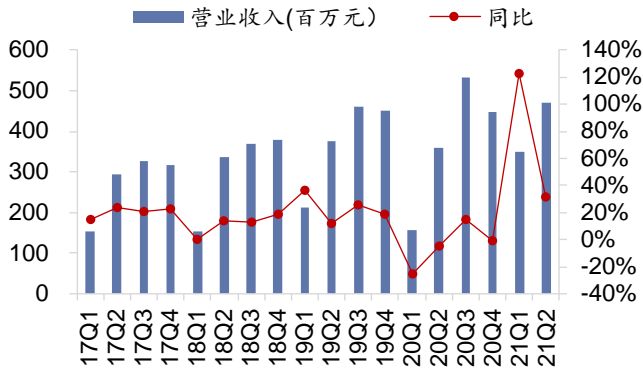
美亚光电（002690）与沪深 300 对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值 (百万)	29,500.64
流通市值 (百万)	14,446.47
总股本 (百万股)	676.00
流通股本 (百万股)	332.54
日成交额 (百万)	195.01
当日换手率 (%)	1.37
第一大股东	田明
<b>请务必阅读文后重要声明及免责条款</b>	

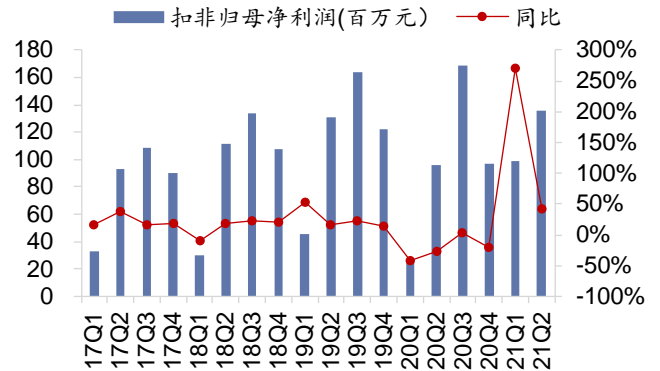
预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1495.97	1942.32	2318.11	2747.35
收入同比	-0.32%	29.84%	19.35%	18.52%
净利润 (百万元)	438.19	627.18	762.19	910.31
净利润同比	-19.5%	43.1%	21.5%	19.4%
毛利率	51.81%	52.11%	52.82%	53.17%
净利率	29.29%	32.29%	32.88%	33.13%
EPS (元)	0.65	0.93	1.13	1.35
PE (倍)	67.3	47.0	38.7	32.4

Figure 1 公司营业收入及增速 (单季度)



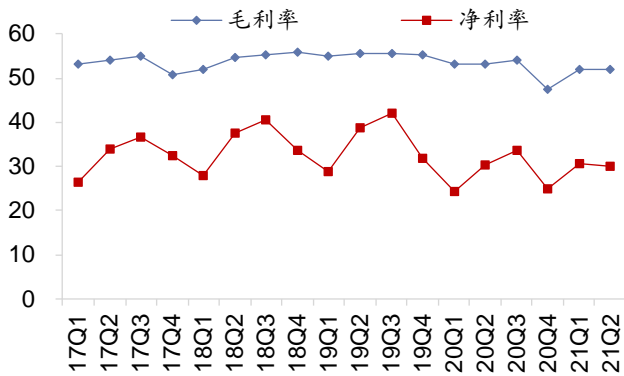
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 公司扣非归母净利润及增速 (单季度)



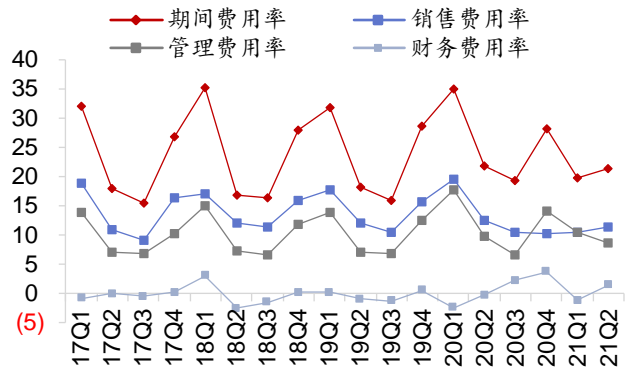
资料来源: wind、世纪证券研究所

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 19.4/23.2/27.5 亿元，同比增速分别为 29.8%/19.3%/18.5%，分业务如下

#### 口腔 CBCT 业务：

随着国内口腔业务的恢复，公司口腔 CBCT 销售也恢复了高增长态势。2021 上半年公司在华南口腔展、北京口腔展的团购活动中分别取得 543 台、913 台订单，虽局部疫情有反复，但公司口腔 CBCT 业务可望持续快速恢复。从长期看，行业渗透率较大提升空间，公司作为国内口腔医疗影像领域的龙头品牌，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，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 50%/35%/30%。

#### 色选机及 X 射线异物检测机业务：

从上半年看，虽然色选机海外市场增速低于国内，但总体受疫情影响相对较小，保持了一定恢复增长。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 20%/10%/10%。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 35%/20%/20%。

#### (2) 毛利率假设

毛利率较高的医疗影像业务重归高增长轨道，营收占比不断提升，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 52.1%/52.8%/53.2%。

#### (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 21%左右，其中研发费用率在 6%左右；综合有效所得税率维持在 13.2%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
<b>营业收入（百万元）</b>									
口腔X射线CT诊断机	75	165	260	371	484	454	681	920	1196
同比		120.2%	57.3%	42.7%	30.5%	-6.2%	50.0%	35.0%	30.0%
色选机	704	680	765	810	938	957	1,149	1,264	1,390
同比		-3.4%	12.5%	5.9%	15.7%	2.1%	20.0%	10.0%	10.0%
X射线异物检测机	43	42	56	46	64	67	90	108	129
同比		-2.1%	32.1%	-17.9%	39.9%	4.3%	35.0%	20.0%	20.0%
其他	19	14	13	13	15	18	22	27	32
同比					18.5%	18.3%	25.0%	20.0%	20.0%
<b>合计收入</b>	<b>841</b>	<b>901</b>	<b>1094</b>	<b>1240</b>	<b>1501</b>	<b>1496</b>	<b>1942</b>	<b>2318</b>	<b>2747</b>
同比		<b>7.2%</b>	<b>21.4%</b>	<b>13.3%</b>	<b>21.1%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>29.8%</b>	<b>19.3%</b>	<b>18.5%</b>
<b>毛利率</b>									
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%	48.5%	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%
<b>综合毛利率</b>	<b>53.2%</b>	<b>52.7%</b>	<b>53.2%</b>	<b>54.9%</b>	<b>55.5%</b>	<b>51.8%</b>	<b>52.1%</b>	<b>52.8%</b>	<b>53.2%</b>

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 19.4/23.2/27.5 亿元；实现的归属母公司净利润分别为 6.3/7.6 亿元和 9.1 亿元，实现的 EPS 分别为 0.93/1.13/1.35 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 47/39/32 倍。公司口腔 CBCT 业务已重归高增长轨道，色选机及工业检测机也保持稳定增长。公司聚焦高端医疗影像设备领域，积极拓展新产品及海外市场，仍有较大成长空间，维持“买入”评级。

## 二、风险提示

### 2.1 市场竞争及毛利率下滑风险

光电识别产业发展迅速，竞争层次也从价格、资源导向转变为技术、服务导向，市场竞争程度愈发激烈。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，则可能面临毛利率降低、销售下滑的风险。市场竞争加剧、大宗商品持续涨价、政策环境变化等，可能会对公司产品毛利润产生一定冲击。如果公司的毛利率出现下滑，将会对公司的盈利能力产生不

利影响。

## 2.2 新产品新市场拓展风险

公司聚焦高端医疗影像设备领域，积极研发新产品拓展新市场。如果公司产品研发滞后，市场拓展不利，将影响公司的成长性。

## 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1496</b>	<b>1942</b>	<b>2318</b>	<b>2747</b>
每股收益	0.65	0.93	1.13	1.35	营业成本	721	930	1094	1287
每股净资产	3.40	3.58	3.82	4.14	毛利率%	51.8%	52.1%	52.8%	53.2%
每股经营现金流	0.61	0.94	1.07	1.30	营业税金及附加	11	15	17	21
每股股利	0.00	0.74	0.89	1.04	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	177	214	255	302
P/E	67.32	47.04	38.71	32.41	营业费用率%	11.8%	11.0%	11.0%	11.0%
P/B	12.85	12.17	11.41	10.55	管理费用	58	66	79	93
P/S	19.72	15.19	12.73	10.74	管理费用率%	3.9%	3.4%	3.4%	3.4%
EV/EBITDA	56.96	38.33	31.53	26.30	研发费用	104	117	139	165
股息率 (%)	<b>0.0%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.4%</b>	研发费用率%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用	24	2	3	5
毛利率	51.8%	52.1%	52.8%	53.2%	财务费用率%	1.6%	0.1%	0.1%	0.2%
净利润率	29.3%	32.3%	32.9%	33.1%	资产减值损失	0	0	0	0
净资产收益率	19.1%	25.9%	29.5%	32.6%	投资收益	<b>43</b>	<b>39</b>	<b>46</b>	<b>55</b>
资产回报率	15.3%	20.7%	23.4%	25.4%	<b>营业利润</b>	<b>509</b>	<b>723</b>	<b>878</b>	<b>1049</b>
投资回报率	18.8%	26.0%	29.6%	32.7%	营业外收支	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					<b>利润总额</b>	<b>505</b>	<b>723</b>	<b>878</b>	<b>1049</b>
营业收入增长率	-0.3%	29.8%	19.3%	18.5%	所得税	66	95	116	138
EBIT 增长率	-13.5%	46.2%	21.6%	19.6%	有效所得税率%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
净利润增长率	-19.5%	43.1%	21.5%	19.4%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>438</b>	<b>627</b>	<b>762</b>	<b>910</b>
资产负债率	19.7%	20.0%	20.6%	21.9%					
流动比率	3.83	3.80	3.70	3.53	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	3.30	3.38	3.29	3.11	货币资金	708	832	942	1105
现金比率	1.37	1.49	1.50	1.50	应收款项	239	294	351	415
<b>经营效率指标 (%)</b>					存货	268	229	255	300
应收帐款周转天数	58.27	54.00	54.00	54.00	其它流动资产	768	769	772	775
存货周转天数	135.55	90.00	85.00	85.00	流动资产合计	1983	2125	2319	2596
总资产周转率	0.52	0.64	0.71	0.77	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.29	5.52	6.45	7.43	固定资产	348	352	359	370
					在建工程	36	61	91	126
					无形资产	56	54	52	51
					非流动资产合计	877	903	939	982
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>2859</b>	<b>3028</b>	<b>3258</b>	<b>3578</b>
净利润	438	627	762	910	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付账款	378	382	419	493
非现金支出	17	16	17	17	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-21	-39	-46	-55	其它流动负债	139	176	207	243
营运资金变动	-19	30	-9	6	流动负债合计	517	559	627	736
<b>经营活动现金流</b>	<b>415</b>	<b>635</b>	<b>723</b>	<b>879</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-92	-50	-60	-70	其它长期负债	46	46	46	46
投资	280	0	0	0	非流动负债合计	46	46	46	46
其他	43	39	46	55	<b>负债总计</b>	<b>563</b>	<b>605</b>	<b>673</b>	<b>782</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>230</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>	<b>-15</b>	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	2423	2585	2796
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-541	-500	-600	-700	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2859</b>	<b>3028</b>	<b>3258</b>	<b>3578</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-541</b>	<b>-500</b>	<b>-600</b>	<b>-700</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>77</b>	<b>124</b>	<b>110</b>	<b>164</b>					

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。