

2021 年三季报点评: CBCT 整体需求向好, Q3 盈利能力略有下滑 买入 (维持)

2021 年 10 月 28 日

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,496	1,866	2,225	2,642
同比 (%)	-0.3%	24.8%	19.2%	18.8%
归母净利润 (百万元)	438	575	712	846
同比 (%)	-19.5%	31.3%	23.7%	18.9%
每股收益 (元/股)	0.65	0.85	1.05	1.25
P/E (倍)	65.16	49.63	40.12	33.75

事件: 公司发布 2021 年三季报, 2021 年前三季度公司实现营业收入 13.73 亿元, 同比增长 31.15%, 归母净利润 4.29 亿元, 同比增长 31.20%。

■ CBCT 销量稳步提升, Q3 收入较 2020 年同期略有增长

2021Q3 公司实现营业收入 5.53 亿元, 同比+4.00%, 在 2020 年高基数的背景下, 依然实现一定增长, 基本符合市场预期。分业务来看: ①随着我国口腔行业复苏, 公司 CBCT 需求旺盛, 2021H1 公司在华南和北京口腔展合计获得 CBCT 订单 1456 台, 远高于 2020 年春季的 464 台团购订单, 随着订单陆续确认收入, 我们预计 2021Q3 销售超过 800 台, 高于 2020 年同期 700 台销售数量, CBCT 收入实现了稳定增长, 是公司在收入端正增长的最大驱动力; ②色选机主业 2020Q3 国内需求基数较高, 加上 2021 年海外疫情反复, 我们判断整体业务同比 2020Q3 基本持平。考虑到 2020 年四季度因为产品确认条件发生改变, 对单季度真实收入有一定影响, 以及公司主营产品需求良好, 2021 年收入端仍有望实现快速增长。

■ 原材料涨价挤压毛利率&政府补贴减少, 公司 Q3 盈利能力有所下滑

2021Q3 公司实现归母净利润 1.80 亿元, 同比+0.24%, 略低于市场预期。2021Q3 公司净利率为 32.55%, 同比-1.22pct, 盈利水平有一定下滑。细分来看: ①毛利端: 2021Q3 公司毛利率为 53.22%, 同比-0.92pct, 我们推测主要系上游原材料涨价影响; ②费用端: 2021Q3 公司期间费用率为 19.48%, 同比+0.10pct, 其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+1.60/+0.49/+0.68/-2.67pct, 我们认为销售费用率出现较大上涨主要系公司加大市场开拓力度以及海运运费上涨, 财务费用率明显下降主要系汇兑损失减少, 实现了对销售、管理和研发费用率小幅上涨的对冲, 使得公司期间费用率保持相对稳定。此外, 由于政府补贴减少, 2021Q3 公司其他收益为 0.16 亿元, 同比-33.23pct, 也对净利率产生一定负面影响。

■ 立足口腔设备黄金赛道, 公司长期成长逻辑依旧稳固

不少投资者担心公司 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, 我们预计远期国内民营口腔诊所数量有望超过 20 万家, 本土 CBCT 需求依然有较大的成长空间。2020 年 6 月公司发布口扫新品, 并于 7 月拿到医疗器械注册证。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: 考虑到短期盈利能力下降, 我们调整 2021-2023 年净利润预测为 5.75/7.12/8.46 亿元 (原值为 6.5/7.9/9.4 亿元), 当前股价对应动态 PE 分别为 50/40/34 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、口扫新品需求及口腔数字化发展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.24
一年最低/最高价	36.80/57.59
市净率(倍)	14.24
流通 A 股市值(百万元)	14046.38

基础数据

每股净资产(元)	2.97
资产负债率(%)	18.39
总股本(百万股)	676.00
流通 A 股(百万股)	332.54

相关研究

- 1、《美亚光电 (002690): 2021 年半年报点评: CBCT 重回快速增长, 中报业绩符合预期》2021-08-25
- 2、《美亚光电 (002690): 2021 年中报业绩预告点评: CBCT 需求旺盛, 半年度业绩实现快速增长》2021-07-11
- 3、《美亚光电 (002690): CBCT 团购订单超预期, 首次出口澳洲打开远期空间》2021-06-18

美亚光电三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1983	3280	3441	3670	营业收入	1496	1866	2225	2642
现金	708	1228	1115	1041	减:营业成本	721	896	1056	1249
应收账款	247	281	335	398	营业税金及附加	11	15	13	16
存货	268	184	211	250	营业费用	177	224	256	291
其他流动资产	760	1586	1780	1981	管理费用	359	170	202	240
非流动资产	877	1061	1101	1142	财务费用	24	-39	-29	-38
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	1	1
固定资产	384	570	613	655	加:投资净收益	43	70	100	100
在建工程	36	71	39	31	其他收益	263	12	12	12
无形资产	56	54	52	50	营业利润	509	681	838	996
其他非流动资产	401	366	397	405	加:营业外净收支	-4	1	1	1
资产总计	2859	4340	4543	4812	利润总额	505	682	839	997
流动负债	517	456	507	598	减:所得税费用	66	89	105	125
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	18	22	26
应付账款	378	295	318	376	归属母公司净利润	438	575	712	846
其他流动负债	139	161	189	222	EBIT	528	563	699	849
非流动负债	46	51	56	61	EBITDA	545	595	743	901
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	46	51	56	61					
负债合计	563	507	563	659	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	3	6	10	每股收益(元)	0.65	0.85	1.05	1.25
归属母公司股东权益	2296	2411	2553	2723	每股净资产(元)	3.40	3.57	3.78	4.03
负债和股东权益	2859	4340	4543	4812	发行在外股份(百万股)	676	676	676	676
					ROIC(%)	17.0%	15.7%	18.1%	20.0%
					ROE(%)	19.1%	23.9%	27.9%	31.1%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	51.8%	52.0%	52.5%	52.7%
经营活动现金流	415	487	542	696	销售净利率(%)	29.3%	31.8%	33.0%	33.0%
投资活动现金流	230	493	-85	-94	资产负债率(%)	19.7%	11.7%	12.4%	13.7%
筹资活动现金流	-541	-460	-569	-677	收入增长率(%)	-0.3%	24.8%	19.2%	18.8%
现金净增加额	77	520	-113	-74	净利润增长率(%)	-19.5%	31.3%	23.7%	18.9%
折旧和摊销	17	32	44	52	P/E	65.16	49.63	40.12	33.75
资本开支	-92	-217	-85	-94	P/B	12.44	11.84	11.18	10.49
营运资本变动	-427	-124	-218	-207	EV/EBITDA	53.42	48.83	39.19	32.42

数据来源: Wind, 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>