

美亚光电 (002690.SZ)
 /机械设备

证券研究报告/公司点评

2024年04月25日

评级：买入(维持)

市场价格：18.68

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

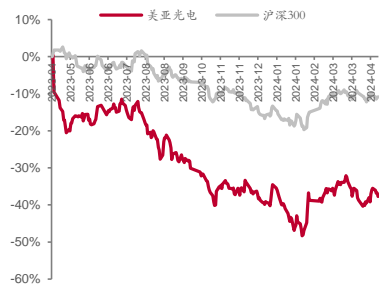
分析师：郑雅梦

执业证书编号：S0740520080004

Email: zhengym@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	882
流通股本(百万股)	433
市价(元)	18.68
市值(百万元)	16,482
流通市值(百万元)	8,090

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 2023Q4 收入加速增长 24.39%，医疗影像新品储备多
- 2 2023Q3 收入加速增长，毛利率稳步提升
- 3 2023Q2 收入稳健增长，看好种植牙降费后需求加速释放
- 4 2023Q1 业绩稳定增长，看好口腔 CBCT 设备渗透率提升
- 5 口腔设备加速国内渗透&海外出口，高端医疗布局清晰
- 6 2022Q4 业绩大增 110.56%，看好种植牙降费设备渗透率加速提升
- 7 疫情挤压口腔短期需求，汇兑收益

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,117	2,425	2,815	3,252	3,684
增长率 yoy%	17%	15%	16%	16%	13%
净利润(百万元)	730	745	897	1,038	1,206
增长率 yoy%	43%	2%	20%	16%	16%
每股收益(元)	0.83	0.84	1.02	1.18	1.37
每股现金流量	0.36	0.77	0.76	1.04	1.22
净资产收益率	28%	27%	32%	33%	33%
P/E	22.6	22.1	18.4	15.9	13.7
P/B	6.2	6.0	5.8	5.2	4.5

备注：股价取自 2024 年 04 月 25 日

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年一季报，实现营业收入 3.31 亿元，同比下降 18.57%，实现归母净利润 1.01 亿元，同比下降 19.30%，实现扣非归母净利润 0.96 亿元，同比下降 21.97%；低于市场预期。

- **2024Q1 收入承压，合同负债表现良好支撑后续业绩。**

(1) 成长性分析：2024 年第一季度，公司实现营业收入 3.31 亿元，同比下降 18.57%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比下降 19.30%；主要是因为经营时间影响，公司设备销售一季度是淡季，2024 年 2 月下旬过完年回来公司开始旺季经营，实际经营时间有限，历史上 2 月过年都有不同程度的影响，比如 2013Q1、2015Q1、2018Q1 收入分别-10.17%、-4.08%、+0.43%。公司订单增长良好，2024 年一季度末合同负债达 8120.48 万元，较年初增长 64.34%，同比增长 17.10%，为二季度业绩提供有力支撑。

(2) 盈利能力分析：2024 年第一季度，公司销售毛利率为 51.09%，同比下降 2.70pct，环比增长 1.22pct，主要是因为去年二季度以来，口腔行业竞争压力下，公司产品有所降价，导致今年一季度价格同比承压；销售净利率为 30.45%，同比下降 0.27pct，保持相对高位。从近几年看，毛利率和净利率水平都处在公司平均水平，产品依然很有竞争力，净利率远高于同行。2024 年第一季度，销售/管理/财务费用率分别为 10.08%、7.31%、-6.95%，同比分别+3.51pct、+2.01pct、-7.91pct，财务费用率下降多主要是因为公司汇兑收益增加。

(3) 营运能力及经营现金流分析：公司 2023 年存货周转天数为 250.00 天，同比增加 17.86 天，应收账款周转天数为 149.58 天，同比增加 68.01 天，主要是因为口腔行业竞争压力下，账期较长的色选机收入占比提升，影响短期营运能力，总体来说公司有着远高于同行的优秀营运能力；经营性现金流量净额为-5655.98 万元，同比转负，主要是因为销售收入减少、采购付款增加、职工支付现金增加；预计二季度收入业绩释放后，有望快速回正。

(4) 持续加强研发投入：2024 年一季度，公司研发投入 2497.07 万元，同比增长 3.69%，占营业收入比重为 7.53%，同比增长 1.61pct。截至 2023 年底，公司拥有授权有效发明专利 112 件（其中 3 件国外授权发明专利）、实用新型专利 242 件、外观设计专利 50 件。高强度研发投入下，公司各业务板块新品迭出，有效增强产品市场竞争力。

- **口扫仪海外“四证齐发”，移动 CT 闪耀 CMEF 展。**

(1) 口腔领域，公司口扫仪 MyScan3 采用最新的光学技术和图像处理算法，能够快速、准确地获取患者口腔的三维数据，为医生提供全面、细致的诊断依据。4 月 22 日，公司发布口扫仪已成功取得多个海外区域注册证，包括美国 FDA 列名、欧盟 I 类产品注册证、英国市场准入许可、哥伦比亚市场准入许可，表明公司产品质量获得国际市场认可，也为公司海外业务开拓提供有效助力。

(2) 公司不仅在口腔领域持续突破，还将技术延伸至骨科、神经外科、耳鼻喉科等多个科室。4 月 11-14 日，第 89 届中国国际医疗器械博览会 (CMEF) 在上海召开；公司移动式头部 CT 成为现场关注焦点，该产品专为医学影像检查场景前移而设计，可应用于急诊科、神经外科、耳鼻喉科等科室，旨在减少患者转运风险，降低二次伤害的可能性，具有移动便捷、辐射安全和快速成像的显著优势；同样受到关注的是脊柱外科手术机器人，主要用于术中手术器械和植入物的精准导航定位，推动手术朝微创化、精准化方向发展，该产品各项临床表现均达到行业一流水平。

增厚 2022Q3 利润

- **维持“买入”评级。**考虑到国内经济环境承压，口腔市场竞争激烈，我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 28.15 亿元、32.52 亿元、36.84 亿元，分别同比增长 16%、16%、13%；归母净利润分别为 8.97 亿元、10.38 亿元、12.06 亿元，分别同比增长 20%、16%、16%；EPS 分别为 1.02 元、1.18 元、1.37 元；按照 2024 年 4 月 25 日股价，对应 PE 分别为 18.4、15.9、13.7 倍。口腔赛道具备成长属性，种植牙降费有望长期带动设备渗透率加速提升，公司作为国内口腔设备龙头，加快海外拓展，具有确定性溢价，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品检测行业发展不及预期；海外业务发展不及预期；国内口腔 CBCT 行业发展不及预期；国内口腔 CBCT 市场竞争加剧的风险；椅旁修复系统发展不及预期；汇兑损益对公司业绩的不确定性影响；其他经营收益对公司业绩的不确定性影响。

图表 1: 美亚光电盈利预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,420	1,424	1,715	2,261	营业收入	2,425	2,815	3,252	3,684
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,177	1,324	1,542	1,719
应收账款	568	660	762	863	税金及附加	18	21	24	28
预付账款	4	5	5	6	销售费用	283	320	360	397
存货	413	465	542	604	管理费用	104	106	119	132
合同资产	0	0	0	0	研发费用	149	173	193	218
其他流动资产	274	286	299	313	财务费用	-50	-44	-54	-58
流动资产合计	2,680	2,839	3,324	4,047	信用减值损失	-16	-16	-16	-16
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-1	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	476	444	515	581	投资收益	0	1	2	6
在建工程	0	100	100	0	其他收益	95	100	110	115
无形资产	57	54	51	48	营业利润	824	999	1,160	1,353
其他非流动资产	212	212	212	212	营业外收入	37	37	38	37
非流动资产合计	745	810	878	841	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	3,425	3,649	4,202	4,887	利润总额	861	1,036	1,198	1,390
短期借款	0	97	226	335	所得税	116	139	160	184
应付票据	82	92	107	119	净利润	745	897	1,038	1,206
应付账款	281	316	368	411	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	745	897	1,038	1,206
合同负债	49	57	66	75	NOPLAT	701	860	992	1,156
其他应付款	45	45	45	45	EPS (按最新股本摊薄)	0.84	1.02	1.18	1.37
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	155	158	172	184	主要财务比率				
流动负债合计	612	765	984	1,168	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	14.6%	16.1%	15.5%	13.3%
其他非流动负债	53	53	53	53	EBIT增长率	9.4%	22.4%	15.3%	16.4%
非流动负债合计	53	53	53	53	归母公司净利润增长率	2.0%	20.5%	15.7%	16.2%
负债合计	666	818	1,038	1,222	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,759	2,830	3,162	3,663	毛利率	51.5%	53.0%	52.6%	53.3%
少数股东权益	0	1	2	3	净利率	30.7%	31.9%	31.9%	32.8%
所有者权益合计	2,759	2,831	3,164	3,666	ROE	27.0%	31.7%	32.8%	32.9%
负债和股东权益	3,425	3,649	4,202	4,887	ROIC	32.2%	37.2%	36.5%	35.5%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	19.4%	22.4%	24.7%	25.0%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	1.9%	5.3%	8.8%	10.6%
经营活动现金流	675	670	914	1,081	流动比率	4.4	3.7	3.4	3.5
现金收益	728	891	1,020	1,187	速动比率	3.7	3.1	2.8	2.9
存货影响	60	-52	-77	-62	营运能力				
经营性应收影响	-208	-90	-102	-100	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
经营性应付影响	-6	45	67	54	应收账款周转天数	68	79	79	79
其他影响	101	-124	6	2	应付账款周转天数	80	81	80	82
投资活动现金流	-86	-100	-100	4	存货周转天数	136	119	118	120
资本支出	-28	-103	-103	-2	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.84	1.02	1.18	1.37
其他长期资产变化	-58	3	3	6	每股经营现金流	0.77	0.76	1.04	1.23
融资活动现金流	-620	-566	-523	-539	每股净资产	3.13	3.21	3.58	4.15
借款增加	0	97	129	109	估值比率				
股利及利息支付	-618	-708	-907	-1,009	P/E	22.1	18.4	15.9	13.7
股东融资	0	0	0	0	P/B	6.0	5.8	5.2	4.5
其他影响	-2	45	255	361	EV/EBITDA	31	25	22	19

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。