深度报告

行业公司研究—专用设备行业—

证券研究报告

美亚光电(002690) 报告日期：2020 年 3 月 26 日

CBCT 在线团购火爆验证行业景气依旧

——美亚光电 2020 年事件点评 3

：李锋 执业证书编号：S1230517080001
：021-80105916
：lifeng1@stocke.com.cn

事件内容

近日美亚医疗官方平台宣布美亚口腔CBCT在春季大型在线团购节三天（3 月 18 日至 3 月 20 日）取得 464 台销售佳绩。

投资要点

❑ 美亚 CBCT 春季在线团购节销量超预期

受新冠疫情影响，原计划 3 月份在广州举办的华南国际口腔展被迫推迟。因此美亚本次团购活动采用线上直播形式进行，三天累计销售 464 台，同比 2019 年 3 月在华南口腔展 362 台销量增长 28.18%。这一销售佳绩打破了市场对新冠疫情影响下 CBCT 需求下滑的担忧，也验证了国内 CBCT 行业景气依旧。

❑ 国内 CBCT 仍处于渗透率快速提升阶段

我们测算 19 年国内 CBCT 销量 5000-6000 台，市场规模约 20 亿元，渗透率接近 14%，同比提升 3.8pct。国内 CBCT 仍处于渗透率快速提升的阶段，但距离发达国家 30%~35%渗透率空间巨大；全球 CBCT 市场规模从 15 年 4.5 亿美元增长至 21 年 8.41 亿美元（约 60 亿元），是国内的 3 倍左右。预计公司进入欧洲市场后 CBCT 将获得更大的成长空间。

❑ 疫情导致需求延迟，不改中长期成长逻辑

新冠疫情虽然会影响公司销售活动和延迟客户需求，但是 Q1 本就是淡季，过去五年 Q1 收入平均仅占全年收入 14%，整体影响可控。考虑到色选机和 CBCT 均具备消费属性，需求呈现刚性，只会延后而不会消失。公司色选机海外增长驱动和以 CBCT 为突破口打造口腔数字化闭环的成长逻辑不会改变。

❑ 盈利预测及估值

预计 19~21 年净利润分别为 5.45 亿、6.82 亿元和 8.41 亿元，同比增长 21.78%、25.08%和 24.39%，对应估值为 46 倍、37 倍和 30 倍。维持买入评级。

股价催化剂： 1）四大口腔展团购销量超预期；2）海外市场取得重大突破；3）口扫上市后爆款

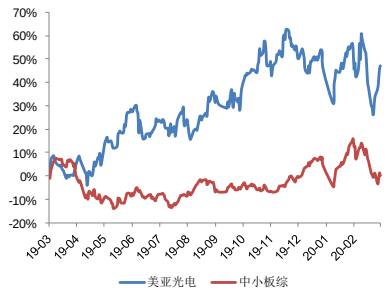
风险提示： 1）美元兑东南亚、南亚等国汇率大幅升值；2）人工成本大幅上升

财务摘要

（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1240	1505	1808	2154
(+/-)	13.33%	21.44%	20.08%	19.14%
净利润	448	545	682	849
(+/-)	22.82%	21.78%	25.08%	24.39%
每股收益（元）	0.66	0.81	1.01	1.26
P/E	56.27	46.21	36.94	29.70

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	￥37.28

单季度业绩	元/股
3Q/2019	0.29
2Q/2019	0.22
1Q/2019	0.09
4Q/2018	0.19



公司简介

专注于光电检测设备和 X 射线检测设备。公司于 2002 年研发出大米色选机，2006 年掌握 X 射线成像技术， 2012 年，公司推出国内首台 3D 口腔 CT 成像系统，布局高端医疗设备领域。

相关报告

1《业绩符合预期，看好中长期增长的持续性——美亚光电 2019 年业绩快报点评》2020.02.26

2《加强塑料污染治理利好色选机销售——美亚光电事件点评》2020.01.20

3《美亚光电 2019 年三季报业绩点评：业绩略超预期，主要经营数据向好》2019.10.23

4《CBCT 爆款将再造一个美亚—美亚光电首次覆盖报告》2019.09.05

报告撰写人：李锋

数据支持人：李锋

表附录：三大报表预测值

资产负债表			单位：百万元	
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2362	2609	3003	3594
现金	374	808	1055	1541
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账项	232	278	306	340
其它应收款	3	5	5	6
预付账款	3	4	5	5
存货	127	153	187	226
其他	1624	1360	1445	1476
非流动资产	349	742	1098	1361
金额资产类	50	50	50	50
长期投资	0	0	0	0
固定资产	212	281	572	903
无形资产	52	58	66	78
在建工程	22	337	398	318
其他	13	15	12	12
资产总计	2712	3351	4102	4956
流动负债	341	435	504	509
短期借款	10	76	101	62
应付款项	221	246	273	298
预收账款	28	35	40	49
其他	82	78	90	100
非流动负债	61	61	61	61
长期借款	0	0	0	0
其他	61	61	61	61
负债合计	402	496	565	570
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2309	2855	3537	4385
负债和股东权益	2712	3351	4102	4956

现金流量表			单位：百万元	
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	423	711	537	747
净利润	448	545	682	849
折旧摊销	15	18	30	51
财务费用	(9)	(8)	(8)	(17)
投资损失	(62)	(59)	(66)	(74)
营运资金变动	(238)	232	(77)	(33)
其它	269	(18)	(24)	(29)
投资活动现金流	(260)	(349)	(324)	(239)
资本支出	(13)	(400)	(380)	(300)
长期投资	0	0	0	0
其他	(246)	51	56	61
筹资活动现金流	(544)	73	34	(21)
短期借款	(206)	65	25	(38)
长期借款	0	0	0	0
其他	(338)	7	8	17
现金净增加额	(380)	434	247	486

利润表			单位：百万元	
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1240	1505	1808	2154
营业成本	559	665	780	903
营业税金及附加	12	15	19	22
营业费用	170	196	222	254
管理费用	51	57	63	69
研发费用	66	76	85	100
财务费用	(9)	(8)	(8)	(17)
资产减值损失	7	7	9	11
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	62	59	66	74
其他经营收益	73	80	90	100
营业利润	518	635	794	986
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	518	635	794	986
所得税	70	90	112	138
净利润	448	545	682	849
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	448	**545**	**682**	**849**
EBITDA	528	647	815	1022
EPS（最新摊薄）	0.66	0.81	1.01	1.26

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	13.33%	21.44%	20.08%	19.14%
营业利润增长率	21.99%	22.63%	24.98%	24.18%
归属于母公司净利润	22.82%	21.78%	25.08%	24.39%
获利能力				
毛利率	54.94%	55.82%	56.86%	58.07%
净利率	36.11%	36.23%	37.74%	39.40%
ROE	19.88%	21.12%	21.35%	21.42%
ROIC	19.01%	18.34%	18.47%	18.73%
偿债能力				
资产负债率	14.84%	14.80%	13.77%	11.51%
净负债比率	2.60%	15.23%	17.83%	10.91%
流动比率	6.93	6.00	5.96	7.06
速动比率	6.56	5.65	5.58	6.61
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.50	0.49	0.48
应收账款周转率	6.00	6.18	6.25	6.61
应付账款周转率	4.74	4.82	5.03	5.24
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.81	1.01	1.26
每股经营现金流(最	0.63	1.05	0.79	1.10
每股净资产(最新摊	3.42	4.22	5.23	6.49
估值比率				
P/E	56.27	46.21	36.94	29.70
P/B	10.91	8.83	7.13	5.75
EV/EBITDA	26.58	37.86	29.77	23.23

资料来源：Wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1、买入 ：相对于沪深 300 指数表现 +20%以上;
2、增持 ：相对于沪深 300 指数表现 +10%～+20%;
3、中性 ：相对于沪深 300 指数表现-10%～+10%之间波动;
4、减持 ：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1、看好 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上;
2、中性 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%～+10%以上;
3、看淡 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层
邮政编码：200127
电话：(8621)80108518
传真：(8621)80106010
浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn