

美亚光电 (002090)

公司点评

# 最差时候或已过去，口腔数字化闭环战略持续推进

——美亚光电中报点评

行业公司研究  
机械设各行业  
证券研究

证券研究报告

## □ 上半年净利同比下降 29%，Q2 净利润和现金流降幅收窄

2020 年上半年公司实现营收 5.2 亿元，同比减少 12.3%。实现归母净利润 1.5 亿元，同比减少 28.7%。Q2 单季度实现净利润 1.1 亿元，同比下滑 25.3%；单季度实现经营活动产生净现金流 1.1 亿元，环比由负转正，同比减少 3.8%，Q2 净利润和现金流降幅均收窄，最差的时候或已过去。

## □ Q2 色选机率先恢复，CBCT 需求延后；海外营收逆势增长，占比达 22%

1) 上半年色选机、口腔 X 射线 CT 诊断机分别实现营收 3.6/1.2 亿元，同比减少 0.6%/37.8%。色选机需求刚性，且海外市场主要集中在受疫情影响较小的东南亚，二季度生产经营率先恢复，呈现增长态势。口腔 CBCT 受新冠疫情反复，口腔机构停业影响，业绩短期承压。但我们认为 CBCT 需求只会延后不会消失，后续随着口腔机构业务逐步恢复，公司未来 CBCT 业绩释放是大概率事件。

2) 从区域结构来看，上半年国内市场主营业务收入 4.1 亿，同比减少 16.2%，营收占比降低 3.8pct 至 78%。国内市场因为疫情原因，口腔 CBCT 需求被抑制，营收占比略有下降。海外市场营业收入 1.13 亿，同比上升 6.6%，营收占比提升 3.8pct 至 22%。公司出口业务以色选机为主，且出口主要国家地区受疫情影响较小，海外业务营收逆势增长。

## □ 上半年毛利率略有下滑，费用率同比上升主要是研发和管理费用刚性所致

上半年综合毛利率 53.1%，同比减少 2.3pct，各业务板块整体毛利率均略有下滑，但未因收入减少受到较大冲击。Q2 公司期间费用率 22%，同比上升 3.7pct，环比降低 13pct，改善显著。其中销售费用同比减少 2%，管理费用同比增长 27%，研发费用同比增长 33%，财务费用因为汇兑收益增加同比减少 72%。

## □ 口扫推出和 CBCT 开启全球化，口腔数字化闭环战略继续推进

7 月 28 日，公司新产品口腔数字印模仪获得注册证。美亚口腔 CBCT 目前市场保有量超过 6000 台，是国产品牌市占率第一，与 6000+ 口腔机构形成良好的合作关系。目前进口品牌口扫价格在 20-30 万/台之间，国产品牌价格大都在 10 万/台以下。未来只要美亚定价合理，凭借其 CBCT 积累良好口碑和渠道资源，我们认为公司口扫未来大概率会爆款。CBCT 获得欧盟 CE 认证，开启全球化新篇章。今年年初美亚口腔 CBCT 获得国际知名认证机构 TÜV SÜD 颁发的医疗器械 CE 认证，正式取得进入欧盟市场的通行证。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，将开启全球化新篇章。

## □ 盈利预测

考虑到新冠疫情上半年对公司口腔 CT 的正常销售活动造成一定影响，我们下调公司 2020 年盈利预测。预计 2020~2022 年净利润分别为 6.1/7.6/9.3 亿元，同比增长 11.8%/25.4%/22.2%，对应的估值分别为 66/52/43 倍。我们认为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长期成长逻辑不会改变。维持买入评级。

## □ 风险提示

1) 新冠疫情全球蔓延超预期；2) 国内疫情反复导致 CBCT 出货不及预期；3) 美元汇率大幅波动风险

## 评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 59.25

## 单季度业绩

元/股

2Q/2020

0.16

1Q/2020

0.06

4Q/2019

0.21

3Q/2019

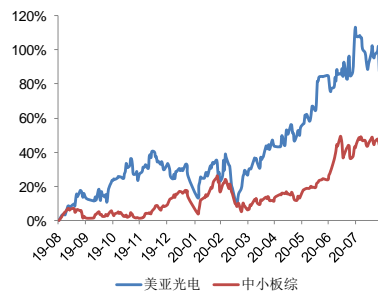
0.29

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：李锋

执业证书号：S1230517080001  
lifeng1@stocke.com.cn



## 相关报告

**财务摘要**

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	1501	1676	2056	2451
(+/-)	21.1%	11.7%	22.7%	19.2%
净利润	544	609	764	933
(+/-)	21.5%	11.8%	25.4%	22.2%
每股收益(元)	0.8	0.9	1.1	1.4
P/E	74	66	52	43
ROE	23.2%	22.6%	22.6%	22.1%
PB	17	13	11	9

## 1. 疫情影响上半年业绩短期承压，最差时候或已过去

2020年上半年公司实现营收5.2亿元，同比减少12.3%。上半年实现归母净利润1.5亿元，同比减少28.7%。其中二季度实现营收3.6亿元，同比减少4.9%，归母净利1.1亿，同比减少25.3%，二季度业绩降幅收窄，疫情影响最差时候或已过去。

图 1：上半年公司营收 5.2 亿元，同比降低 12%

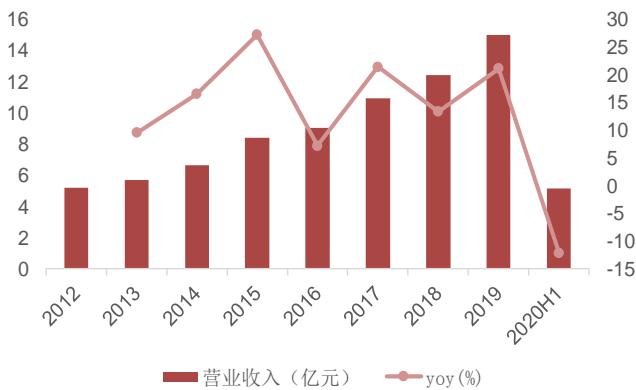
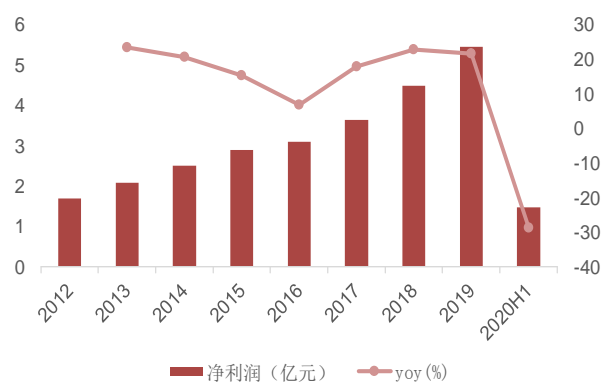


图 2：上半年公司归母净利润 1.5 亿元，同比降低 29%

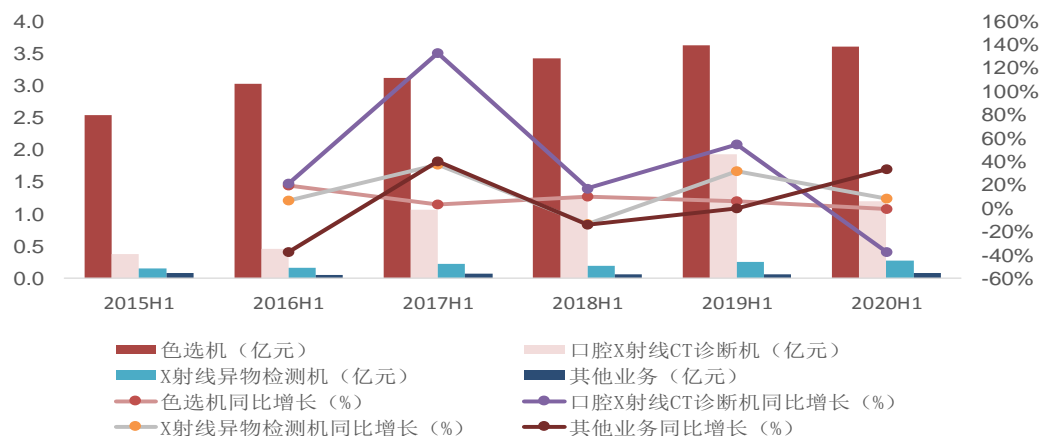


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

从产品结构来看，色选机收入仍占主导。2020年上半年色选机、口腔 X 射线 CT 诊断机、X 射线异物检测机、其他业务营收分别为 3.6、1.2、0.3、0.1 亿元，同比增长-0.6%、-37.8%、8.0%、33.3%。色选机需求刚性，且海外市场主要集中在受疫情影响较小的东南亚，二季度生产经营率先恢复，呈现增长态势。口腔 X 射线 CT 诊断机受新冠疫情反复的影响，销售出现较大幅度下滑，恢复速度较慢。主要原因是口腔科诊疗过程中，新冠病毒容易通过飞沫和气溶胶传播，疫情期间口腔机构部分或全部业务暂停营业所致。尽管 CBCT 需求与口腔机构业务开展关联性大，但是我们认为需求只会延后不会消失。国内口腔行业正处于快速发展时期，后续随着口腔机构逐步恢复营业，公司未来 CBCT 业绩释放是大概率事件。未来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。

图 3：业务整体保持稳定，口腔 CBCT 营收因为疫情影响，短期承压

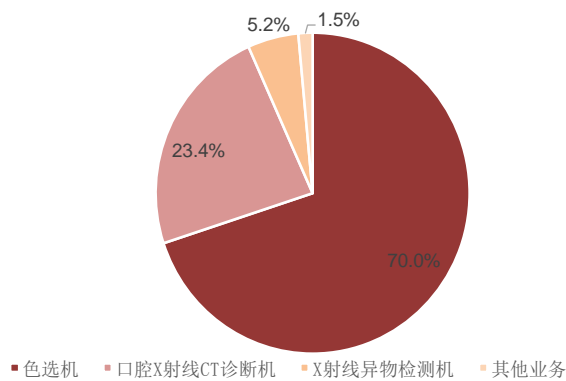


资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

从各业务营收占比来看，色选机因为需求刚性，且海外需求受疫情影响小，需求率先恢复，营收占比同比提升 8.1pct，达到 70%。口腔 X 射线 CT 诊断机受疫情反复影响，口腔机构采购需求延后，营收占比下降 9.6pct 至 23.4%。X 射线异物检测机营收比重同比上升 1pct 至 5.2%，其他业务营收比重上升 0.5pct 至 1.5%

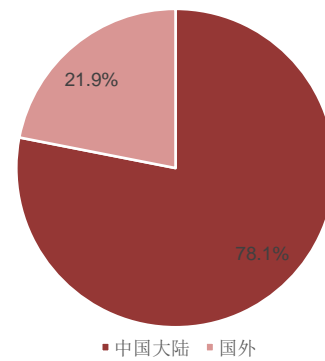
从区域结构来看，2020 年上半年国内市场主营业务收入 4.1 亿，同比减少 16.2%，营收占比为 78%，同比降低 3.8pct。国内市场因为疫情原因，口腔 CBCT 需求被大幅压制，导致营收占比略有下降。海外市场营业收入 1.13 亿，同比上升 6.6%，营收占比为 22%，同比提升 3.8pct。公司出口业务以色选机为主，且出口主要国家地区受疫情影响较小，海外业务营收逆势增长。

图 4：上半年色选机收入占比 70%，同比提升 8pct



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 5：上半年公司国内市场主营业务收入 4 亿，占比 78%



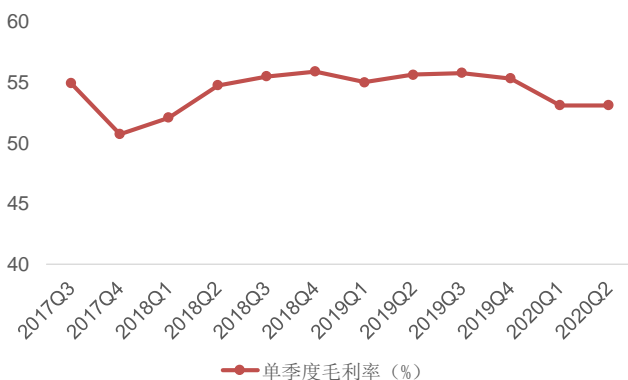
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2. Q2 期间费用率环比改善显著，毛利率整体保持稳定

上半年综合毛利率为 53.1%，同比减少 2.3pct。上半年公司营收同比减少 12%，营业成本同比减少 8%。其中 Q2 单季度毛利率为 53.1%，同比下滑 2.5pct，环比保持不变。Q2 公司实现营收 3.6 亿元，同比减少 5%，实现营业成本 2.5 亿元，同比增长 6.4%。

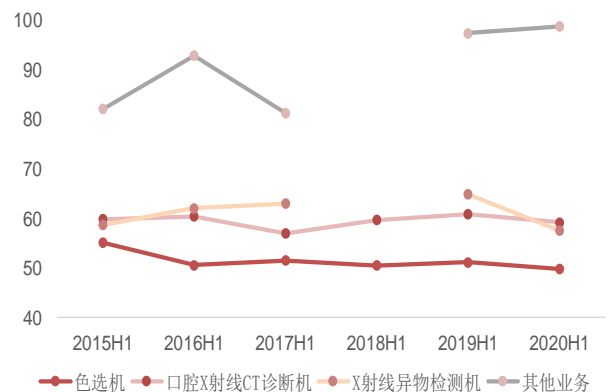
分产品毛利率来看上半年色选机毛利率 49.8%，同比降低 1.4pct；口腔 X 射线 CT 诊断机毛利率 59.2%，同比降低 1.7pct；X 射线异物检测机毛利率 57.6%，同比降低 7.3pct，其他业务毛利率 98.8%，同比增加 1.4pct。各业务板块整体毛利率保持稳定，未因为收入下滑受到较大冲击。

图 6：2020 年 Q2 毛利率同比降低 2.5pct，环比保持不变



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

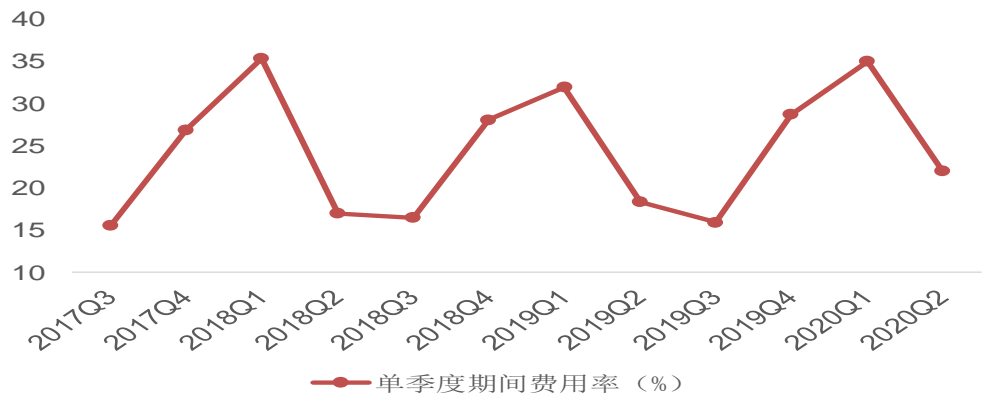
图 7：色选机毛利率下滑 1.4pct，CT 毛利率下滑 1.7pct



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

Q2 单季度期间费用率环比改善显著，同比有所提升，主要受收入减少、研发费用和管理费用增长影响。2020 年 Q2 公司期间费用率为 22%，同比上升 3.7pct，环比降低 13pct。其中 Q2 销售费用同比减少 2%，管理费用同比增长 27%，研发费用同比增长 33%，财务费用因为汇兑收益增加同比减少 72%。Q2 期间整体费用率提升主要受收入减少、研发费用和管理费用增长影响。

图 8：2020 年 Q2 期间费用率同比提升 3.7pct，环比降低 13pct



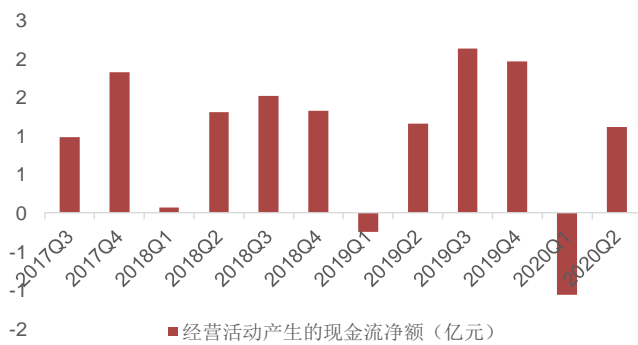
资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

### 3. Q2 实现经营活动净现金流 1.1 亿，同比降幅大幅收窄

2020 年上半年公司实现经营性活动产生净现金流 0.05 亿，同比减少 94.5%。其中 Q2 单季度实现 1.1 亿元，环比由负转正，同比减少 3.8%，降幅大幅收窄。说明公司二季度业务开展已逐渐恢复。

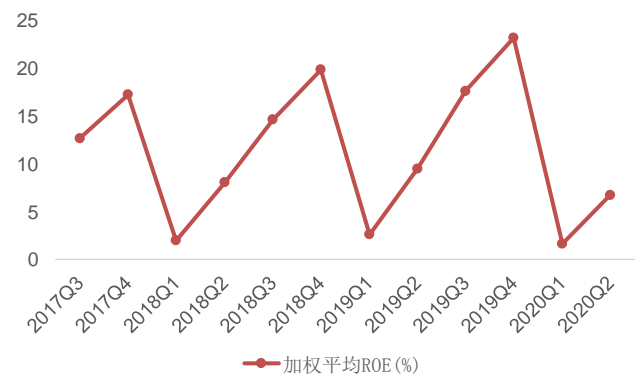
公司 2020H1 加权 ROE 为 6.7%，同比减少 2.8pct。具体拆分来看，主要受净利率下降影响，2020H1 净利率 28.6%，同比下滑 6.5pct，资产周转率 0.2 次，小幅下滑 0.03，权益乘数为 1.17，基本维持不变。

图 9：Q2 单季度实现经营活动净现金流 1.1 亿，同比减少 3.8%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

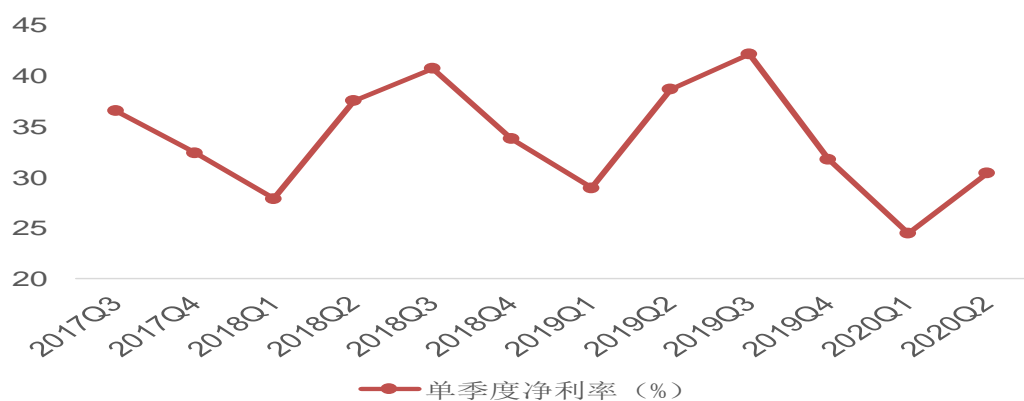
图 10：半年度加权平均 ROE 6.7%，同比减少 2.8pct



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

Q2 净利率 30.4%，同比下降 8.3pct，环比增加 6pct。公司二季度业绩恢复良好，Q2 净利率触底反弹。

图 11：2020 年 Q2 净利率同比减少 8.3pct，环比增加 6pct



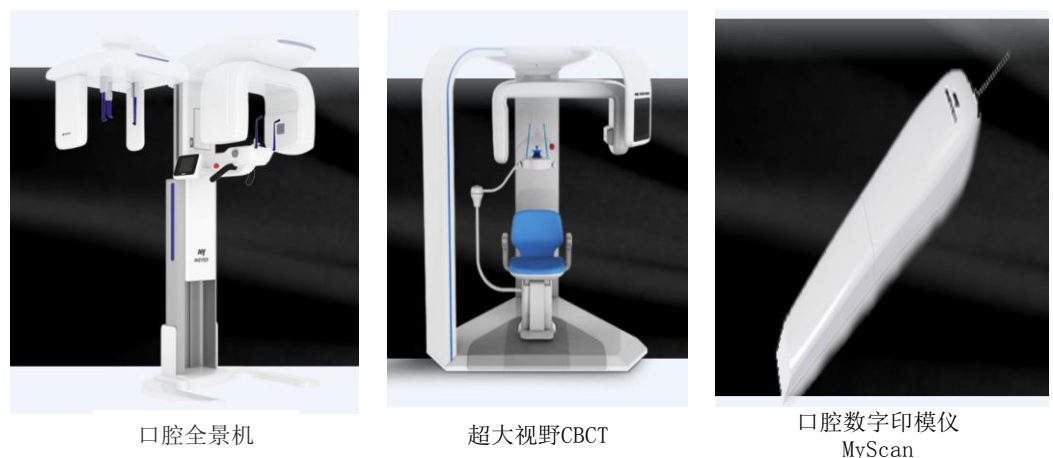
资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

## 4. 口扫推出和 CBCT 开启全球化，口腔数字化闭环战略推进

公司上半年在各业务领域推出了多款新产品，产品矩阵不断完善。色选机方面有搭载 AI 四摄的 2020 款臻系列尊享版人工智能大米色选机、基于 MAGA 架构的“大臻”系列人工智能大米色选机等。口腔领域发布口内扫描仪 MyScan，新产品设计独特、性能优异、应用广泛。工业检测设备领域推出了最新一代 XM 系列 X 光异物检测机。公司产品矩阵不断完善，市场竞争力持续提升。

**口扫新产品获得注册证，口腔数字化闭环再添利器。**2020 年 7 月 28 日，公司新产品口腔数字印模仪通过了安徽省药品监督管理局的审批注册，收到《中华人民共和国医疗器械注册证》。美亚口扫 MyScan 历经三代精琢细磨，产能性能不输进口品牌。整个口扫重量仅 255 克，扫描精度优于 15 μm，全口扫描时间 3min，并且融合了全新 AI 技术，能够实现图像智能处理，应用智能追踪技术，任意位置快速复位。扫描头支持多种消毒方式，能够自动加热防雾。性能上涵盖了市场中主流功能模块，是一款没有明显短板、品质不输进口品牌的口腔扫描仪。

图 12：口扫新产品获得注册证，口腔数字化闭环再添利器



资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

**CBCT 获得欧盟 CE 认证，开启全球化新篇章。**今年年初美亚口腔 CBCT 获得国际知名认证机构 TÜV SÜD 颁发的医疗器械 CE 认证，正式取得进入欧盟市场的通行证。预计南亚、东南亚以及北美等市场将陆续取得突破，CBCT 将开启全球化新篇章。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。

## 5. 投资建议及盈利预测

考虑到新冠疫情上半年对公司口腔 CT 的销售活动造成一定影响，我们下调公司 2020 年盈利预测。预计 2020~2022 年净利润分别为 6.1/7.6/9.3 亿元，同比增长 11.8%/25.4%/22.2%，对应的估值分别为 66/52/43 倍。我们认为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。维持买入评级。

## 6. 风险提示

1) 新冠疫情全球蔓延超预期; 2) 国内疫情反复导致 CBCT 出货不及预期; 3) 美元汇率大幅波动风险



**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2357	2965	3581	4403
现金	604	1083	1587	2384
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	227	254	289	311
其它应收款	7	5	7	9
预付账款	1	4	3	3
存货	146	170	214	262
其他	1372	1449	1482	1434
<b>非流动资产</b>	412	552	710	866
金融资产类	0	33	28	20
长期投资	0	0	0	0
固定资产	200	288	391	497
无形资产	57	65	75	83
在建工程	92	137	182	225
其他	63	28	33	41
<b>资产总计</b>	2769	3517	4291	5269
<b>流动负债</b>	343	470	483	530
短期借款	0	76	29	35
应付款项	221	267	303	324
预收账款	32	36	44	52
其他	90	92	107	119
<b>非流动负债</b>	42	54	53	50
长期借款	0	0	0	0
其他	42	54	53	50
<b>负债合计</b>	385	525	535	580
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2384	2992	3756	4689
<b>负债和股东权益</b>	2769	3517	4291	5269
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	502	523	642	869
净利润	544	609	764	933
折旧摊销	16	18	25	32
财务费用	(7)	(10)	(20)	(29)
投资损失	(59)	(63)	(66)	(74)
营运资金变动	254	(52)	(15)	57
其它	(247)	21	(45)	(50)
<b>投资活动现金流</b>	223	(130)	(111)	(108)
资本支出	(57)	(150)	(170)	(180)
长期投资	50	(33)	6	7
其他	231	54	54	65
<b>筹资活动现金流</b>	(484)	86	(27)	35
短期借款	(10)	76	(47)	6
长期借款	0	0	0	0
其他	(473)	10	20	29
<b>现金净增加额</b>	241	478	504	797

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1501	1676	2056	2451
营业成本	669	741	891	1046
营业税金及附加	12	16	19	22
营业费用	202	215	257	301
管理费用	52	54	62	69
研发费用	92	97	113	130
财务费用	(7)	(10)	(20)	(29)
资产减值损失	0	5	6	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	59	63	66	74
其他经营收益	99	85	90	100
<b>营业利润</b>	629	706	884	1081
营业外收支	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	630	707	885	1082
所得税	86	98	121	149
<b>净利润</b>	544	609	764	933
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	544	609	764	933
EBITDA	637	714	892	1086
EPS (最新摊薄)	0.8	0.9	1.1	1.4
<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	21.1%	11.7%	22.7%	19.2%
营业利润	21.4%	12.2%	25.2%	22.3%
归属母公司净利润	21.5%	11.8%	25.4%	22.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	55.5%	55.8%	56.7%	57.3%
净利率	36.3%	36.3%	37.1%	38.1%
ROE	23.2%	22.6%	22.6%	22.1%
ROIC	22.4%	19.5%	19.7%	19.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	13.9%	14.9%	12.5%	11.0%
净负债比率	0.0%	14.4%	5.4%	6.0%
流动比率	6.9	6.3	7.4	8.3
速动比率	6.4	5.9	7.0	7.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转率	6.8	7.0	7.6	8.1
应付帐款周转率	4.4	4.3	4.9	5.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.8	0.9	1.1	1.4
每股经营现金	0.7	0.8	1.0	1.3
每股净资产	3.5	4.4	5.6	6.9
<b>估值比率</b>				
P/E	74	66	52	43
P/B	17	13	11	9
EV/EBITDA	41	55	43	35

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

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>