CBCT 持续放量，色选机稳定增长

——美亚光电 2020 年年报点评

增持|维持

事件：

2021 年 4 月 7 日，公司公告 2020 年年报：报告期内实现营收 14.96 亿元，同比下降 0.32%，归母净利润 4.38 亿元，同比下降 19.53%，扣非后归母净利润 3.89 亿元，同比下降 15.89%。并且公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 8 元。**同时公司公布 2021 年度财务预算报告，预计实现销售收入 17.95 亿元（+20%），净利润 5.48 亿元（25.07%）。**

国元观点：

- **疫情冲击下收入端持平，利润端短期承压，体现公司经营发展可持续性**

新冠疫情冲击下，收入端较去年基本持平，体现经营发展的可持续性。其中 H1 和 H2 分别实现营业收入 5.16 亿元（-12.3%）和 9.80 亿元（+7.4%），上半年受疫情影响较大，下半年随着下游口腔医疗机构逐步恢复经营，公司业务复苏并实现增长。分业务来看，色选机、CBCT、X 射线异物检测机和其他业务分别实现营收 9.57 亿元（+2.1%）、4.54 亿元（-6.2%）、0.67 亿元（+4.3%）和 0.18 亿元（+1.2%）。CBCT 全年销量 2000+，与 2019 年基本持平，**随着疫情常态化发展，CBCT 会有较好恢复。消费升级和海外扩张主力下，色选机作为刚需品种仍将保持稳定增速。**

2020 年销售毛利率为 51.81%（-3.64pct），主要系执行新收入准则调整发货运费及售后服务费所致。全年销售费用率 11.85%（-1.63pct），管理费用率 10.86%（+1.29pct），财务费用率 1.59%（+2.05pct）。利润端受汇兑损失、政府补助和投资收益减少、人员费用增加等方面因素影响，下降 15.89%。从公司 2021 年经营计划看，利润端预计会有一定反弹。

- **口腔数字化趋势下，设备需求旺盛，CBCT 持续放量，口扫增量可期**

口腔数字化必然趋势下，CBCT 可应用在口腔学科各个细分领域，已成为医疗机构的基本配置，需求旺盛。2020 年，存量 CBCT 预计为 24000 台，相较于 84676 台的饱和量，仍有 3-4 倍提升空间，未来 5 年仍然是 CBCT 的黄金发展期。国外品牌主要占据百万元以上的高端市场，**美亚光电作为国产龙头聚焦中高端市场，目前市占率超过 30%。**美亚光电产品与外资品牌参数相同，且更具服务优势，主打中小诊所市场，并逐步加强公立医院推广，未来进口替代潜力大。2020 年口扫“MyScan”上市，有望复制 CBCT 进口替代路径，未来增量可期。

- **投资建议与盈利预测**

疫情后公司收入恢复增长，多板块业务稳健发展，预计公司 2021-2023 年营收分别为 17.95/21.48/25.63 亿元，归母净利润 5.56/6.79/8.21 亿元，EPS 为 0.82/1.00/1.21 元/股，对应 PE50/41/34 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示**

新产品市场推广不及预期；疫情后业务恢复不及预期；产品质量安全风险；政策风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1500.78	1495.97	1795.16	2148.19	2562.97
收入同比（%）	21.06	-0.32	20.00	19.67	19.31
归母净利润(百万元)	544.56	438.19	555.83	678.96	820.94
归母净利润同比(%)	21.58	-19.53	26.85	22.15	20.91
ROE（%）	22.85	19.09	24.08	27.76	28.03
每股收益（元）	0.81	0.65	0.82	1.00	1.21
市盈率(P/E)	51.39	63.87	50.35	41.22	34.09

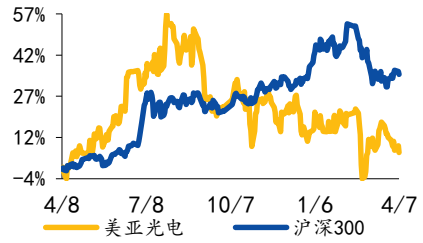
资料来源：Wind,国元证券研究所

当前价　41.40 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	61.4 / 37.6
A 股流通股（百万股）：	331.04
A 股总股本（百万股）：	676.00
流通市值（百万元）：	13704.95
总市值（百万元）：	27986.40

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-美亚光电（002690）2020 年三季报点评：营收回归增长轨道，口腔业务恢复较好》2020.10.28

《国元证券公司研究-美亚光电（002690）2020 年中报点评：Q2 业绩改善显著，口扫有望带量新增量》2020.08.26

《国元证券公司研究-美亚光电（002690）事件点评：口扫新产品获批，业绩新增量可期》2020.07.29

报告作者

分析师　刘慧敏
执业证书编号　S0020520110001
电话　021-51097188
邮箱　liuhuimin@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2357.30	1982.66	2966.00	2048.48	3042.86
现金	604.40	708.15	1200.00	392.90	1200.00
应收账款	227.46	238.84	305.18	365.19	435.71
其他应收款	6.98	7.61	10.77	12.89	15.38
预付账款	0.77	5.67	6.89	7.91	9.48
存货	145.96	267.71	258.50	296.80	355.37
其他流动资产	1371.72	754.68	1184.65	972.78	1026.93
非流动资产	411.67	876.51	944.36	1022.61	987.15
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	199.77	348.45	423.77	499.43	494.41
无形资产	57.48	56.06	53.56	51.06	48.56
其他非流动资产	154.42	472.00	467.04	472.13	444.18
资产总计	2768.97	2859.17	3910.36	3071.10	4030.02
流动负债	343.04	517.23	1555.09	577.67	1053.65
短期借款	0.00	0.00	1046.43	0.00	376.98
应付账款	173.89	273.11	258.50	296.80	355.37
其他流动负债	169.15	244.12	250.16	280.87	321.30
非流动负债	42.41	46.01	47.20	47.20	47.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	42.41	46.01	47.20	47.20	47.20
负债合计	385.45	563.25	1602.29	624.87	1100.85
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	676.00	676.00	676.00	676.00	676.00
资本公积	396.74	396.74	396.74	396.74	396.74
留存收益	1292.91	1190.30	1205.33	1343.49	1826.43
归属母公司股东权益	2383.52	2295.92	2308.07	2446.23	2929.16
负债和股东权益	2768.97	2859.17	3910.36	3071.10	4030.02

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	501.59	415.36	156.52	972.78	775.76
净利润	544.56	438.19	555.83	678.96	820.94
折旧摊销	15.98	17.27	24.53	30.26	33.97
财务费用	-6.92	23.86	20.00	23.16	-1.85
投资损失	-59.13	-42.85	-37.55	-40.00	-40.00
营运资金变动	-1.87	-25.23	-383.08	269.82	-49.75
其他经营现金流	8.96	4.12	-23.21	10.59	12.44
投资活动现金流	223.35	230.50	-146.70	-169.49	-9.49
资本支出	89.78	92.37	110.00	110.00	0.00
长期投资	-254.00	-280.00	-15.24	0.00	0.00
其他投资现金流	59.13	42.87	-51.94	-59.49	-9.49
筹资活动现金流	-483.76	-540.80	482.03	-1610.38	40.83
短期借款	-10.46	0.00	1046.43	-1046.43	376.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-473.30	-540.80	-564.40	-563.96	-336.15
现金净增加额	**2019**	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**

利润表					单位:百万元
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1500.78	1495.97	1795.16	2148.19	2562.97
营业成本	668.57	720.86	861.68	989.34	1184.58
营业税金及附加	11.79	11.48	13.20	16.54	19.73
营业费用	202.27	177.23	198.50	247.04	294.74
管理费用	51.74	58.12	62.33	75.19	89.70
研发费用	91.95	104.31	116.82	130.00	145.00
财务费用	-6.92	23.86	20.00	23.16	-1.85
资产减值损失	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	59.13	42.85	37.55	40.00	40.00
营业利润	629.51	508.70	642.80	784.92	949.06
营业外收入	0.92	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.16	4.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	630.28	504.68	642.80	784.92	949.06
所得税	85.72	66.49	86.97	105.96	128.12
净利润	544.56	438.19	555.83	678.96	820.94
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	544.56	438.19	555.83	678.96	820.94
EBITDA	638.58	549.83	687.34	838.34	981.18
EPS（元）	0.81	0.65	0.82	1.00	1.21

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	21.06	-0.32	20.00	19.67	19.31
营业利润(%)	21.49	-19.19	26.36	22.11	20.91
归属母公司净利润(%)	21.58	-19.53	26.85	22.15	20.91
获利能力					
毛利率(%)	55.45	51.81	52.00	53.95	53.78
净利率(%)	36.29	29.29	30.96	31.61	32.03
ROE(%)	22.85	19.09	24.08	27.76	28.03
ROIC(%)	30.80	88.93	58.64	90.17	105.44
偿债能力					
资产负债率(%)	13.92	19.70	40.98	20.35	27.32
净负债比率(%)	0.00	0.00	65.31	0.00	34.24
流动比率	6.87	3.83	1.91	3.55	2.89
速动比率	6.45	3.32	1.74	3.03	2.55
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.53	0.53	0.62	0.72
应收账款周转率	5.87	5.45	5.59	5.45	5.44
应付账款周转率	4.40	3.23	3.24	3.56	3.63
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.65	0.82	1.00	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.61	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	3.53	3.40	3.41	3.62	4.33
估值比率					
P/E	51.39	63.87	50.35	41.22	34.09
P/B	11.74	12.19	12.13	11.44	9.55
EV/EBITDA	40.94	47.55	38.03	31.18	26.64

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188