

美亚光电 (002690.SZ)
 /机械设

证券研究报告/公司点评

2023年03月30日

评级：买入(维持)

市场价格：29.36

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@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,813	2,117	2,551	3,011	3,460
增长率 yoy%	21%	17%	20%	18%	15%
净利润(百万元)	511	730	823	977	1,157
增长率 yoy%	17%	43%	13%	19%	18%
每股收益(元)	0.58	0.83	0.93	1.11	1.31
每股现金流量	0.66	0.36	0.60	0.98	1.18
净资产收益率	20%	28%	32%	34%	35%
P/E	50.7	35.5	31.5	26.5	22.4
P/B	10.3	9.8	10.0	9.1	7.8

备注：股价取自 2023 年 03 月 30 日

投资要点

■ **事件：**公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 21.17 亿元，同比增长 16.79%，实现归母净利润 7.30 亿元，同比增长 42.85%，实现扣非归母净利润 7.03 亿元，同比增长 45.63%；单四季度公司实现营业收入 6.18 亿元，同比增长 40.48%，实现归母净利润 1.73 亿元，同比增长 110.56%，实现扣非归母净利润 1.69 亿元，同比增长 128.05%；超市场预期。

■ **2022Q4 收入创历史新高，受疫情挤压的需求加速释放。**

(1) **成长性分析：**2022 年第四季度，公司营收环比增长 3.67%，创单季度收入新高。主要原因是，国内疫情波动延缓口腔设备需求，但公司持续加大对海外市场投入，出口业务回暖明显，2022 年出口收入 3.99 亿元，同比增长 25.08%。

(2) **盈利能力分析：**2022 年，公司销售毛利率为 52.97%，同比增长 1.82pct，主要是因为高毛利色选机出口快速增长，产品结构改善带来综合毛利率提升；销售净利率为 34.48%，同比增长 6.29pct，主要是因为①股权激励费用摊销导致管理费用率微增，②汇兑收益导致财务费用率大幅下降，销售/管理/财务费用率分别为 10.76%、5.06%、-4.58%，同比分别-1.27pct、+0.88pct、-5.24pct。

(3) **营运能力及经营现金流分析：**公司继续维持优秀的营运能力，2022 年公司应收账款周转天数为 46.79 天，同比增长 3.56 天；经营活动产生的现金流量净额为 3.16 亿元，同比下降 45.39%，主要是因为国内疫情波动造成供应链紧张，公司根据业务进度做了充足的材料、配件备货和库存。

(4) **持续维持高强度研发投入：**公司从设计源头抓起，通过标准化、模块化的“绿色设计”和智能化、自动化的“绿色生产”，努力提升产品的性能、稳定性和可靠性，降低成本，提升产品市场竞争力，同时通过清晰的市场布局和定位、精准优势的资源投入，保证行业技术的领先地位。2022 年，公司研发投入为 1.23 亿元，同比持平，研发人员数量达到 539 人，同比增长 0.37%。截至 2022 年底，公司拥有授权有效发明专利 93 件、实用新型专利 270 件、外观设计专利 60 件。

■ **疫情影响 2022 年口腔业务，看好 2023 年疫后修复&种植牙降费加速设备渗透率提升。**

(1) **2022 年口腔行业受疫情冲击大，公司口腔业务仍实现增长。**2022 年公司医疗业务收入为 7.16 亿元，同比增长 9.07%，毛利率为 55.87%，同比下降 3.13pct。

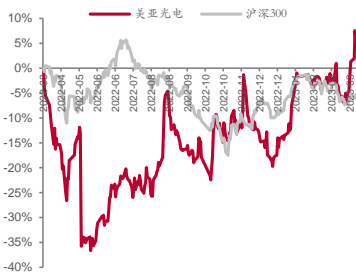
(2) **短期来看，2023 年口腔赛道有望疫后修复。**2022 年公司订单增长良好，6 月团购 1519 台，同比增长 66.37%；10 月团购 1036 台，同比增长 43.69%。我们认为随着疫情防控放松，预计 2023 年国内口腔 CBCT 需求有望快速修复反弹。

(3) **中长期来看，种植牙降费，有望促进口腔 CBCT 需求快速增长。**2022 年 9 月 8 日，《国家医疗保障局关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知》正式公布，三级公立医院单颗常规种植牙、医疗服务价格全流程调控目标为 4500 元。2022 年 12 月至 2023 年 3 月是专项治理的实施阶段，种植体、牙冠、医疗服务等各项价格在各省陆续落地实施。种植牙费用下降，会带来行业需求的快速增加，进而推动相关关键设备——口腔 CBCT 需求增加，对公司有望产生正向影响。

(4) **海外市场方面，公司继续加码医疗海外市场布局；**已具备欧盟、澳大利亚、日本等海外多地准入资质，开始搭建海外经销网络，积极开展海外医疗产品销售推广活动，2023 年 3 月公司携首款工程化口腔 CBCT 等数字化产品，亮相 2023 德国科隆国际牙科

基本状况

总股本(百万股)	882
流通股本(百万股)	432
市价(元)	29.36
市值(百万元)	25,910
流通市值(百万元)	12,693

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 疫情挤压口腔短期需求，汇兑收益增厚 2022Q3 利润
- 2 疫情影响 2022Q1 业绩，看好口腔数字化设备长期成长性
- 3 公司从战略高度重视医疗产业发展，2021 年经营业绩稳步提升
- 4 上海口腔展团购订单 721 台，股权激励夯实快速发展基础
- 5 2021Q3 业绩增速放缓，长期看好口腔数字化设备赛道
- 6 2021H1 业绩符合预期，口腔 CBCT 需求迅速反弹
- 7 2021Q1 业绩高增，看好全年业绩

快速恢复

展，吸引了众多医生和行业从业者驻足，预计口腔 CBCT 出口将加速拓展。

■ **色选机出口表现超预期，工业检测连续保持快速增长。**

(1) 公司色选机新品频发：2022 年，公司发布了基于智能工厂打造的新一代工程化色选机和 AI 履带色选机，新产品采用了最新的工程化设计、全新的数字化电气拓扑结构、多光谱识别技术以及深度学习技术等一系列创新成果，在产品稳定性、可靠性、色选精度、产量方面均取得了明显提升，为客户带来了更好的使用体验。

(2) 色选机出口超增长 25%：2022 年，公司色选机收入达 12.36 亿元，同比增长 17.01%，毛利率为 49.46%，同比增长 3.51pct；其中色选机出口收入为 3.99 亿元，同比增长 25.02%，毛利率为 56.73%，同比增长 3.49pct。

(3) 工业检测产品持续优化：2022 年，公司通过工程化设计、智能化生产不断提升产品技术水平和稳定可靠性，产品的品质和市场竞争力不断增强；工业检测实现收入 0.97 亿元，同比增长 28.74%，毛利率为 51.24%。

■ **维持“买入”评级。**考虑到疫后口腔赛道复苏，叠加种植牙降费带动设备渗透率加速提升，以及公司加快海外拓展；略微上调业绩预期，预计 2023-2025 年公司营收分别为 25.51 亿元、30.11 亿元、34.60 亿元（2023-2024 年前值分别为 25.07 亿元、29.57 亿元），分别同比增长 20.49%、18.04%、14.92%；预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 8.23 亿元、9.77 亿元、11.57 亿元（2023-2024 年前值分别为 7.70 亿元、9.15 亿元），分别同比增长 12.74%、18.74%、18.34%；EPS 分别为 0.93 元、1.11 元、1.31 元；按照 2023 年 3 月 30 日股价，对应 PE 分别为 31.5、26.5、22.4 倍。口腔赛道具备成长属性，公司作为口腔数字化设备龙头，具有确定性溢价，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**新冠疫情防控不及预期；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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,455	1,332	1,575	2,086	营业收入	2,117	2,551	3,011	3,460
应收票据	0	0	0	0	营业成本	996	1,200	1,413	1,594
应收账款	354	426	503	578	税金及附加	17	20	24	27
预付账款	10	12	14	16	销售费用	228	267	306	341
存货	473	570	671	757	管理费用	107	116	134	151
合同资产	0	0	0	0	研发费用	123	148	168	193
其他流动资产	196	208	220	232	财务费用	-97	-43	-42	-47
流动资产合计	2,488	2,547	2,983	3,669	信用减值损失	-8	-8	-8	-8
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-1	0	0	0
固定资产	459	430	503	571	投资收益	11	12	13	18
在建工程	22	122	122	22	其他收益	99	104	114	120
无形资产	58	54	52	49	营业利润	845	951	1,127	1,330
其他非流动资产	288	288	288	288	营业外收入	0	0	-1	0
非流动资产合计	827	894	964	930	营业外支出	7	7	7	7
资产合计	3,315	3,442	3,947	4,599	利润总额	838	944	1,119	1,323
短期借款	0	97	226	335	所得税	108	121	142	166
应付票据	104	126	148	167	净利润	730	823	977	1,157
应付账款	243	293	345	389	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	730	823	977	1,157
合同负债	67	80	95	109	NOPLAT	646	786	941	1,116
其他应付款	67	67	67	67	EPS (按最新股本摊薄)	0.83	0.93	1.11	1.31
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	120	128	143	157	主要财务比率				
流动负债合计	600	790	1,024	1,223	会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E
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	16.8%	20.5%	18.0%	14.9%
其他非流动负债	65	65	65	65	EBIT增长率	24.9%	21.5%	19.6%	18.4%
非流动负债合计	65	65	65	65	归母公司净利润增长率	42.9%	12.7%	18.7%	18.3%
负债合计	666	855	1,089	1,289	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,649	2,585	2,857	3,307	毛利率	53.0%	53.0%	53.1%	53.9%
少数股东权益	0	1	2	3	净利率	34.5%	32.3%	32.5%	33.4%
所有者权益合计	2,649	2,586	2,859	3,310	ROE	27.6%	31.8%	34.2%	34.9%
负债和股东权益	3,315	3,442	3,947	4,599	ROIC	32.7%	39.2%	39.9%	39.1%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	20.1%	24.9%	27.6%	28.0%
					债务权益比	2.5%	6.3%	10.2%	12.1%
会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E	流动比率	4.1	3.2	2.9	3.0
经营活动现金流	316	533	866	1,045	速动比率	3.4	2.5	2.3	2.4
现金收益	662	815	968	1,147	营运能力				
存货影响	-120	-97	-102	-86	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
经营性应收影响	-162	-74	-79	-77	应收账款周转天数	47	55	56	56
经营性应付影响	-50	71	75	63	应付账款周转天数	99	80	81	83
其他影响	-14	-182	3	-2	存货周转天数	149	156	158	161
投资活动现金流	500	-89	-88	16	每股指标 (元)				
资本支出	-69	-102	-103	-3	每股收益	0.83	0.93	1.11	1.31
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	0.36	0.60	0.98	1.18
其他长期资产变化	569	13	15	19	每股净资产	3.00	2.93	3.24	3.75
融资活动现金流	-534	-567	-535	-550	估值比率				
借款增加	0	97	129	109	P/E	35	31	27	22
股利及利息支付	-543	-708	-898	-1,035	P/B	10	10	9	8
股东融资	9	0	0	0	EV/EBITDA	35	29	24	20
其他影响	0	44	234	376					

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。本报告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。

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。