



拓展超声产品线, 政策受益明显

投资要点

- **事件:** 拟出资 1 亿元设立全资子公司万东百胜(苏州)医疗科技有限公司, 产品线拓展至超声领域。
- **百胜技术+万东生产有望推动超声国产化放量。** 公司通过并购基金参股百胜, 出资比例为 18%, 第一至第三大股东合计出资 64%。百胜是全球领先的彩超生产企业, 收入和净利润分别约为 20 亿元和 0.4 亿元, 在全球彩超市场排名第七位, 市占率略低于迈瑞医疗。百胜彩超技术先进, 拥有 180 多超声探头、医用成像软件等专利。中国彩超市场规模约为 100 亿元, 市场增速 15-20%, 随着新一轮医疗机构设备采购需求释放将持续保持快速增长。彩超市场由进口产品主导, 市占率超过 70%。百胜在中国市场销售的彩超属于进口产品, 主要市场为大型医院, 定价也较高。此次万东设立的万东百胜有望引入百胜技术实现国产化, 采用百胜的现金技术, 借助万东国内平台生产从而降低成本, 切入万东具有销售渠道优势和品牌影响力的中低端市场, 在彩超市场实现快速放量。
- **万东医疗影像设备产品线最全, 多项产品处在领先地位。** 公司拥有 X 线(DR、DSA 等)、CT、MRI 产品, 并通过并购基金投资参股百胜医疗获得高端彩超和骨骼肌肉 MRI 产品, 产品线最丰富。在 DR 领域, 公司销量和收入规模都处在行业第一位, 具有极强的品牌影响力, 过去 2 年中标多个省市的集中采购项目。在超声领域, 百胜医疗彩超在全球排名第六位, 通过万东百胜实现国产化后有望快速放量。在 MRI 领域, 万东的全身诊断 1.5T MRI 在国内品牌中排名前三, 近年来实现翻倍增长, 市场认可度明显提升; 百胜拥有四肢诊断 MRI, 双方产品线和渠道协同有望推动收入快速增长。
- **医院器械采购需求将集中市场, 政府鼓励优先使用国产设备。** 未来 3 年医疗器械市场将迎来从三级到县级到乡镇/社区的器械采购需求集中释放。1) 配置证管理权限下放将推动三级医院对 CT、MRI 等大型医疗器械的采购需求释放; 2) 到 2020 年 500 家县级医院将升级为三级医院水平, 相当于三级医院数量增加 21%; 3) 各省加大乡镇卫生院和社区服务中心医疗服务能力建设, 超声、DR 等产品集中采购项目将陆续落地。国家和地方层面都大力支持医疗机构优先采购国产医疗设备, 浙江、湖北等约 10 个省已出台具体措施。万东作为国内影像设备龙头企业, 产品质量好且品牌影响力强, 多个产品入选优秀国产医疗设备, 核心产品 1.5T MRI 和 DR(合计收入占比超过 60%) 都受益于本轮医疗器械采购, 万东百胜未来开发的彩超将赶上各省集中采购, 政策受益最明显。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.27 元、0.38 元、0.50 元, 对应 PE 分别为 35 倍、26 倍、19 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 影像设备销售或不达预期的风险; 万里云推进或不达预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	883.96	1067.76	1303.74	1569.53
增长率	8.67%	20.79%	22.10%	20.39%
归属母公司净利润(百万元)	109.12	147.33	202.94	270.35
增长率	52.52%	35.02%	37.74%	33.22%
每股收益 EPS(元)	0.20	0.27	0.38	0.50
净资产收益率 ROE	5.32%	7.00%	9.32%	11.91%
PE	48	35	26	19
PB	2.75	2.68	2.59	2.49

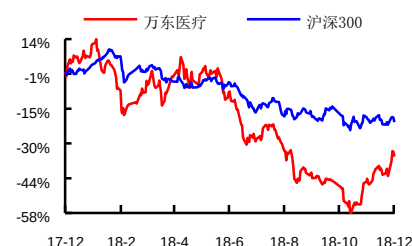
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 周平
执业证号: S1250517080004
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.41
流通 A 股(亿股)	4.85
52 周内股价区间(元)	6.19-16.98
总市值(亿元)	52.30
总资产(亿元)	23.28
每股净资产(元)	3.52

相关研究

1. 万东医疗(600055): 业绩持续快速增长, 影像设备全产品线布局 (2018-11-15)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	883.96	1067.76	1303.74	1569.53	净利润	101.10	136.51	188.03	250.49
营业成本	518.50	582.48	699.83	828.33	折旧与摊销	35.59	17.03	18.13	19.13
营业税金及附加	11.39	12.72	16.03	19.25	财务费用	-14.63	-13.13	-15.65	-18.02
销售费用	153.70	170.84	195.56	219.73	资产减值损失	24.78	20.00	20.00	20.00
管理费用	135.72	160.16	195.56	235.43	经营营运资本变动	-192.33	-67.49	-128.27	-149.50
财务费用	-14.63	-13.13	-15.65	-18.02	其他	-32.22	-48.82	-48.16	-49.95
资产减值损失	24.78	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	-77.70	44.10	34.09	72.16
投资收益	24.40	26.00	29.00	30.00	资本支出	2.44	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-139.56	200.89	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-137.13	180.89	0.00	0.00
营业利润	116.84	160.68	221.41	294.80	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.91	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	118.75	160.68	221.41	294.80	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	17.65	24.17	33.38	44.31	支付股利	-57.94	-88.38	-119.33	-164.36
净利润	101.10	136.51	188.03	250.49	其他	-7.95	12.22	15.65	18.02
少数股东损益	-8.01	-10.82	-14.91	-19.86	筹资活动现金流净额	-65.89	-76.15	-103.68	-146.35
归属母公司股东净利润	109.12	147.33	202.94	270.35	现金流量净额	-279.23	148.83	-69.59	-74.19
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	538.27	687.10	617.51	543.32	成长能力				
应收和预付款项	346.41	344.13	432.02	529.72	销售收入增长率	8.67%	20.79%	22.10%	20.39%
存货	175.22	201.01	242.31	288.40	营业利润增长率	138.11%	37.52%	37.79%	33.15%
其他流动资产	531.48	423.49	517.09	622.51	净利润增长率	47.84%	35.02%	37.74%	33.22%
长期股权投资	14.24	20.24	29.24	39.24	EBITDA 增长率	118.08%	19.43%	36.03%	32.17%
投资性房地产	47.34	47.34	47.34	47.34	获利能力				
固定资产和在建工程	181.41	186.90	191.28	194.66	毛利率	41.34%	45.45%	46.32%	47.22%
无形资产和开发支出	69.58	67.16	64.74	62.33	三费率	31.09%	29.77%	28.80%	27.85%
其他非流动资产	417.79	417.69	417.60	417.50	净利率	11.44%	12.78%	14.42%	15.96%
资产总计	2321.74	2395.07	2559.13	2745.02	ROE	5.32%	7.00%	9.32%	11.91%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.35%	5.70%	7.35%	9.13%
应付和预收款项	347.51	367.96	452.96	541.37	ROIC	12.15%	14.88%	18.11%	20.81%
长期借款	4.20	4.20	4.20	4.20	EBITDA/销售收入	15.59%	15.41%	17.17%	18.85%
其他负债	68.27	73.91	84.27	95.61	营运能力				
负债合计	419.97	446.08	541.42	641.18	总资产周转率	0.39	0.45	0.53	0.59
股本	540.82	540.82	540.82	540.82	固定资产周转率	4.68	6.25	7.28	8.53
资本公积	822.34	822.34	822.34	822.34	应收账款周转率	3.83	3.64	3.95	3.83
留存收益	480.32	539.28	622.89	728.88	存货周转率	3.15	2.95	3.04	3.02
归属母公司股东权益	1844.39	1902.44	1986.05	2092.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.95%	—	—	—
少数股东权益	57.38	46.56	31.65	11.80	资本结构				
股东权益合计	1901.77	1949.00	2017.70	2103.83	资产负债率	18.09%	18.62%	21.16%	23.36%
负债和股东权益合计	2321.74	2395.07	2559.13	2745.02	带息债务/总负债	1.00%	0.94%	0.78%	0.66%
					流动比率	4.05	3.95	3.51	3.23
					速动比率	3.60	3.47	3.04	2.76
					股利支付率	53.10%	59.98%	58.80%	60.80%
					每股指标				
					每股收益	0.20	0.27	0.38	0.50
					每股净资产	3.52	3.60	3.73	3.89
					每股经营现金	-0.14	0.00	0.00	0.00
					每股股利	0.11	0.16	0.22	0.30
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	137.81	164.59	223.89	295.91					
PE	47.93	35.50	25.77	19.34					
PB	2.75	2.68	2.59	2.49					
PS	5.92	4.90	4.01	3.33					
EV/EBITDA	30.02	24.23	18.12	13.96					
股息率	1.11%	1.69%	2.28%	3.14%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn