

增持

——维持

日期：2019年04月30日

行业：医药制造业



分析师：魏燮

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号：S0870513090001

研究助理：黄施齐

Tel: 021-53686139

E-mail: huangshiqi@shzq.com

执业证书编号：S0870119030007

基本数据 (2018Q4)

报告日股价 (元)	13.25
12mth A 股价格区间 (元)	6.19-15.32
总股本 (百万股)	540.82
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	71.66
每股净资产 (元)	3.52
PBR (X)	3.76
DPS (Y2017, 元)	10 派 0.50

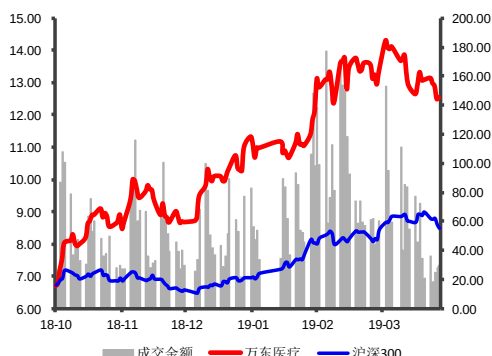
主要股东 (2018Q4)

江苏鱼跃科技发展有限公司	26.72%
俞熔	22.0%
上海云锋科创股权投资中心(有限合伙)	2.35%

收入结构 (2018Y)

医疗器械	90.95%
其他主营业务	3.47%
其他	5.58%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



万东医疗 (600055)

证券研究报告/公司研究/公司动态

DR 业务地位稳固，新产品带来业绩增厚

■ 公司动态事项

公司发布2018年年度报告。

■ 事项点评

业绩增速保持平稳，毛利率提升推动利润增长

公司2018全年实现营业收入9.55亿元，同比增长7.98%；归母净利润1.53亿元，同比增长40.52%，净利润的快速增长主要受益于公司产品销售增幅较大，且产品毛利率稳步提升；扣非后归母净利润1.37亿元，同比增长59.56%。2018年，公司整体毛利率达到43.60%，相较2017年增长2.26pct，主要是由于公司已实现部分产品部件的自主规模生产，有效提升产品平均毛利率。在期间费用方面，公司的销售费用和管理费用分别为1.49亿元和0.70亿元，销售费用率和管理费用率分别为15.60%和13.77%，销售费用率和管理费用率分别同比下降1.79pct和1.58pct，销售费用率降低主要受益于报告期内公司对于线下渠道的优化拓展，以及新媒体品牌宣传的推动。

DR 业务龙头地位稳固，MRI 和 DSA 产品提高业绩增速

从细分业务板块来看，目前公司核心业务仍为DR产品的生产销售。2018年，公司DR产品的销售量达到1722台，同比增长2.07%，维持国内销量第一的位置。在DR产品的销售策略上，公司正逐步由基层医疗机构向上进行推广，报告期内，公司DR产品在二级及以上医疗机构的销售占比显著提高，达到30%，零售渠道拓展已初显成效。此外，在巩固DR产品龙头地位的同时，公司在报告期内逐步推进平板数字胃肠、MRI磁共振系统、DSA血管造影系统等管线的研发及销售。2018年公司MRI设备实现了较大的销量提升，按销售台数统计，公司MRI设备销量达到108台，同比增长31.71%，位于在国内品牌中销量第二，其中1.5T MRI产品销量超过40台，与2017年销售情况相比接近翻倍；受益于血管介入治疗产品配置证的取消以及医疗资源下沉政策的推进，公司CGO-2100C型DSA设备的销量在2018年实现翻倍，进一步增厚公司业绩。

产品创新提高竞争实力，万里云平台业绩可期

为推进公司产品的更新换代，从而提升其行业竞争力，公司持续加大对于研发投入的支持力度。2018年，公司研发投入达到0.69亿元，占营收比例达到7.29%，同比增长15.87%，主要用于推进高端数字影像的产品研发以及万里云远程诊断平台的构建，并已取得初步成果。

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

在产品研发上，公司已于2019年一季度推出了1.5T i-Space MRI与全新DSA介入系统，分别在核心技术上实现进一步突破：1) 全新DSA系统相较旧款新增AICS低剂量智能算法和低噪音定制芯片，能够有效缩短操作流程、减少30%的噪声比，并降低X射线剂量，从而减少射线为患者和医生带来的额外伤害，同时使图像更为清晰；2) 1.5T i-Space MRI具备全数字化16通道光纤传输，是目前业界最全面的6大线圈，能够降低传输信号中面临的干扰及衰减，有效提高信噪比38%，实现核心技术突破。因此，两款全新产品的成功上市能够更好的满足各级医疗机构的临床诊疗需求，成为细分市场领域的有力竞品，利好公司业绩成长。

在远端诊断服务上，公司的万里云平台已完成15家影像中心的建设，全年累计线上阅片量超过1000万张，现已成为同行业第一。虽然报告期内，万里云平台仍然亏损0.14亿元，但伴随影像人工智能的逐步发展以及平台运营模式的多样化，远端诊疗服务的业务量将实现高速增长，有望在2019年内扭转亏损，提升公司业绩表现。

■ 风险提示

行业监管政策变化风险；产品推广不及预期风险；产品研发风险；市场竞争加剧风险

■ 投资建议

未来六个月，维持“增持”评级

预计公司19、20年EPS至0.36、0.45元，对应动态PE分别为34.60倍和27.72倍。我们认为，公司作为国内医疗器械细分领域的龙头企业，多年深耕基层医疗机构市场，已具备丰富推广渠道及市场基础，因此，伴随政策不断驱动基层机构释放购买需求，公司将有望充分受益于产品市场规模的迅速提升以及国产设备的份额提高，业绩具备明确成长性。此外，为更好的满足各层级客户的更新换代及产品普及需求，公司长期注重创新投入，不断完善产品覆盖面以及实现核心技术突破，因此，未来伴随公司产品管线持续拓展以及万里云平台收入改善，公司业绩将有望持续增厚。未来六个月，维持公司“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	955	1,188	1,455	1,749
年增长率	7.98%	24.51%	22.42%	20.22%
归属于母公司的净利润	153	196	245	299
年增长率	40.52%	27.92%	24.83%	22.25%
每股收益 (元)	0.28	0.36	0.45	0.55
PER (X)	44.26	34.60	27.72	22.67

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	350	590	725	996
存货	192	258	285	357
应收账款及票据	331	382	426	526
其他	584	577	584	592
流动资产合计	1,457	1,807	2,021	2,470
长期股权投资	14	14	14	14
固定资产	196	179	163	146
在建工程	5	5	5	5
无形资产	59	40	22	4
其他	709	530	570	599
非流动资产合计	983	769	775	769
资产总计	2,439	2,576	2,795	3,239
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	273	401	412	549
其他	114	151	149	193
流动负债合计	387	552	561	742
长期借款和应付债券	4	0	0	0
其他	31	29	27	29
非流动负债合计	35	29	27	29
负债合计	422	580	589	771
少数股东权益	53	43	31	19
股东权益合计	2,018	1,995	2,207	2,468
负债和股东权益总计	2,439	2,576	2,795	3,239

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	153	196	245	299
折旧和摊销	39	35	35	35
营运资本变动	(124)	78	(85)	8
经营活动现金流	76	278	162	307
资本支出	11	0	0	0
投资收益	14	19	17	18
投资活动现金流	(242)	172	(9)	(16)
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	(4)	0	0
股息支出	0	(69)	(49)	(55)
融资活动现金流	(27)	(211)	(17)	(20)
净现金流	(193)	240	136	271

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	955	1,188	1,455	1,749
营业成本	538	660	796	941
营业税金及附加	13	14	18	21
营业费用	149	175	207	254
管理费用	70	107	138	171
财务费用	(20)	(2)	(4)	(5)
资产减值损失	29	35	44	52
投资收益	14	19	17	18
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	177	219	273	335
营业外收支净额	(4)	(4)	(4)	(5)
利润总额	173	215	269	330
所得税	24	28	36	44
净利润	149	187	233	287
少数股东损益	(4)	(10)	(12)	(13)
归属母公司股东净利润	153	196	245	299

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	7.98%	24.51%	22.42%	20.22%
EBITDA 增长率	108.72%	20.97%	20.91%	20.01%
EBIT 增长率	164.18%	27.56%	24.27%	22.59%
净利润增长率	40.52%	27.92%	24.83%	22.25%
毛利率	35.31%	35.46%	35.52%	35.48%
EBITDA/总收入	21.76%	21.15%	20.89%	20.85%
EBIT/总收入	17.79%	18.22%	18.50%	18.86%
净利润率	16.06%	16.50%	16.83%	17.11%
资产负债率	17.29%	22.54%	21.05%	23.79%
流动比率	3.77	3.27	3.60	3.33
速动比率	3.27	2.81	3.09	2.85
总资产回报率 (ROA)	6.12%	7.25%	8.32%	8.86%
净资产收益率 (ROE)	7.81%	10.05%	11.25%	12.22%
EV/营业收入	8.5	3.7	4.6	3.7
EV/EBITDA	16.8	21.9	17.5	13.7
PE	44.3	34.6	27.7	22.7
PB	3.5	3.5	3.1	2.8

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

魏贇 黄施齐

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。