

万里云引入战投，19年有望扭亏

——万东医疗事件点评

事件：

2019年5月15日，万东医疗、万里云、阿里健康、裕桦及盛宇共同签署《增资协议》、《股东协议》，以万里云投后估值人民币14.50亿元为定价依据，裕桦和盛宇分别增资5,000万元。

● 万里云是国内领先的医学影像服务公司，线上线下协同发展

万里云是公司医学影像业务大闭环中的重要环节，基于线上和线下均衡协同发展的战略思路，公司重点发展远程影像云平台、影像SaaS产品销售和影像中心建设运营三大服务。线下业务：公司已拥有15家影像中心，包括1家独立第三方影像中心及14家合作运营影像中心。线上业务：远程阅片服务依托于万东医疗的基层渠道资源，目前已覆盖4000多家医疗机构，每日流量达到4万以上，目前万里云医生注册数目达到6000以上，合作医联体30个以上，合作阅片医生为1000名左右，远程阅片体量国内第一。在医疗信息化的大背景下，影像云SaaS服务致力于为医疗机构搭建SaaS信息化系统，并提供影像云和云胶片等服务，业务发展迅速。此外，公司与阿里健康、达摩院共同开发医学影像AI产品，助力医学诊断。万里云2018年实现收入4262.84万元，净利润-1430.40万元，19年有望实现收入9000万元，净利润扭亏。

● 引入战略投资者和员工持股有望帮助公司进一步开拓业务

2016年3月公司引入阿里健康2.25亿元战略投资，估值9亿元，本轮融资公司引入裕桦及盛宇1亿元战略投资，估值14.5亿元，同时员工持股平台增资160万元。目前万东医疗股权占比55.86%，阿里健康股权占比23.28%，员工持股平台占比13.96%，裕桦及盛宇占比均为3.45%。新一轮融资将帮助公司进一步开拓影像服务，员工持股也将激励公司业绩增长。

● 投资建议与盈利预测

在政策支持、新品上市和公司销售提振的多重利好下，预计公司19-21年营业收入分别为11.78/13.94/15.75亿元，同比增长23.5%/18.3%/13.0%，归母净利润2.07/2.57/3.13亿元，同比增长34.8%/24.1%/22.1%，EPS为0.38/0.47/0.58元/股，对应PE33/26/20倍，维持目标价17.48元，维持“买入”评级。

● 风险提示

产品销售不及预期；新产品研发上市不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	883.96	954.53	1178.87	1394.46	1575.21
收入同比(%)	8.7	8.0	23.5	18.3	13.0
归母净利润(百万元)	109.12	153.33	206.75	256.52	313.30
归母净利润同比(%)	52.5	40.5	34.8	24.1	22.1
ROE(%)	4.0	5.9	7.8	11.2	12.4
每股收益(元)	0.20	0.28	0.38	0.47	0.58
市盈率(P/E)	79.05	30.61	30.47	24.56	20.11

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

买入|维持

当前价/目标价：11.65元/17.48元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：15.18/6.19

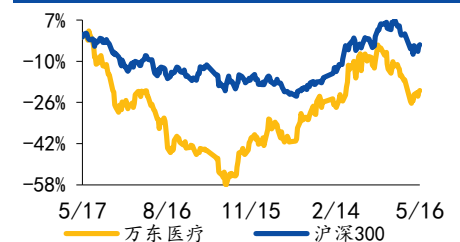
A股流通股(百万股)：540.82

A股总股本(百万股)：540.82

流通市值(百万元)：6300.51

总市值(百万元)：6300.51

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-万东医疗(600055)2018年报&19Q1季报点评：销售提振显著，业绩有望迎来新拐点》2019.04.28

《国元证券公司研究-万东医疗(600055)动态跟踪：DSA和MRI新品上市，强化影像国产替代》2019.04.02

《国元证券公司研究-万东医疗(600055)深度报告：顺政策东风而上，展医学影像之翼》2019.02.26

《国元证券行业研究-医学影像深度：风劲好扬帆，医疗影像替代之路》2018.10.15

报告作者

分析师 金红

执业证书编号 S0020515090001

电话 021-51097188

邮箱 jinhong@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

第一轮融资：

2016 年 3 月 28 日,万里云与阿里健康签署了《增资协议》、《股东协议》，根据《增资协议》的约定，阿里健康以货币资金认购万里云公司 25%的股权，认购价格为人民币 2.25 亿元，估值 9 亿元。

同时《增资协议》及《股东协议》中约定了股权激励机制，即将增资完成后公司持有占万里云股权 15%的部分应用于股权激励万里云核心员工。

第二轮融资：

2019 年 5 月 15 日，万东医疗、万里云、阿里健康、裕桦及盛宇共同签署《增资协议》（以下简称“增资协议”）、《股东协议》。参考行业地位，业务规模，可比交易及未来前景，本次交易各方按万里云投后估值人民币 14.50 亿元为定价依据。根据增资协议的约定，裕桦应支付增资款 5,000 万元（其中 39.5062 万元计入目标公司新增注册资本，其余计入资本公积），盛宇应支付增资款 5,000 万元（其中 39.5062 万元计入目标公司新增注册资本，其余计入资本公积），万里云注册资本由人民币 1,066.6667 万元增加至 1,145.6791 万元。

同时依据第一轮融资相关规定，万里云核心员工与万东医疗拟共同成立员工持股平台，并与万东医疗签署《股权转让协议》，约定万东医疗为履行股权激励承诺，将万东医疗所持有的目标公司 160 万元出资额、占目标公司注册资本 15%的股权转让给员工持股平台。目前员工持股平台正在设立中。

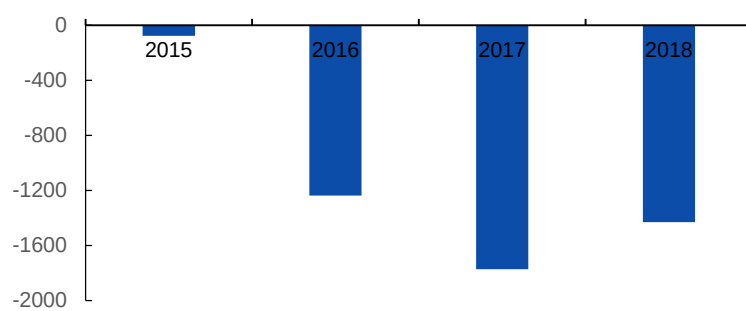
表1. 万里云最新注册资本及其股权比例

股东名称	认缴出资额（万元）	实缴出资额（万元）	出资比例（%）
万东医疗	640	640	55.86
阿里健康	266.6667	266.6667	23.28
员工持股平台	160	160	13.96
裕桦	39.5062	39.5062	3.45
盛宇	39.5062	39.5062	3.45
总计	1,145.68	1,145.68	100

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

万里云实体影像中心业务初期投资大，爬坡期较长，影像云平台业务模式较新，需要较长的市场教育时间和开拓成本，公司目前尚未进入盈利模式。通过近 3 年的投入和成长，目前公司第三方影像中心已进入盈利阶段，远程阅片服务规模达到国内第一，形成一定的规模效应，同时云胶片等业务在国家政策的支持下也快速发展，公司有望于 2020 年起进入收获期。**2018 年公司实现收入 4262.84 万元，净利润 -1430.40 万元，2019 年公司有望实现收入 9000 万，净利润实现扭亏。**

图1. 万里云近年来净利润情况（单位：万）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1591.38	1456.73	1324.44	1573.92	1858.71
现金	538.27	349.85	163.22	337.13	541.56
应收账款	295.18	285.82	300.37	324.74	362.51
其他应收款	33.14	47.33	48.45	54.82	63.61
预付账款	19.07	26.44	29.51	35.89	40.43
存货	175.22	191.79	217.40	243.85	258.11
其他流动资产	530.50	555.50	565.50	577.50	592.50
非流动资产	730.36	982.67	1019.76	1047.20	1077.11
长期投资	14.24	14.34	14.84	15.34	15.84
固定资产	165.75	196.03	215.44	221.52	223.85
无形资产	55.81	44.01	29.30	19.70	14.81
其他非流动资产	494.56	728.29	760.18	790.64	822.61
资产总计	2321.74	2439.39	2344.20	2621.12	2935.82
流动负债	393.26	386.79	414.07	469.35	506.17
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	231.46	218.52	224.58	250.21	262.94
其他流动负债	161.81	168.28	189.49	219.14	243.23
非流动负债	26.71	35.06	35.06	35.06	35.06
长期借款	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20
其他非流动负债	22.51	30.86	30.86	30.86	30.86
负债合计	419.97	421.85	449.13	504.41	541.23
少数股东权益	57.38	53.02	47.46	40.57	32.16
股本	540.82	540.82	515.26	515.26	515.26
资本公积	822.34	822.34	569.55	569.55	569.55
留存收益	481.23	601.36	762.80	991.32	1277.62
归属母公司股东权益	1844.39	1964.52	1847.61	2076.13	2362.43
负债和股东权益	2321.74	2439.39	2344.20	2621.12	2935.82

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-77.70	75.53	193.67	255.12	286.15
净利润	101.10	149.21	201.19	249.63	304.89
折旧摊销	35.59	39.08	30.33	38.55	37.58
财务费用	-1.46	-0.06	0.25	0.25	0.25
投资损失	-24.40	-14.37	-10.00	-12.00	-12.00
营运资金变动	-206.33	-122.68	-15.64	-29.48	-54.82
其他经营现金流	17.78	24.35	-12.46	8.17	10.25
投资活动现金流	-137.13	-241.97	-56.39	-52.96	-54.47
资本支出	-50.38	-42.60	-30.89	-32.46	-33.97
长期投资	-88.23	-199.38	-35.50	-32.50	-32.50
其他投资现金流	1.49	0.00	10.00	12.00	12.00
筹资活动现金流	-65.89	-27.04	-323.91	-28.25	-27.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	154.52	0.00	-25.56	0.00	0.00
资本公积增加	-154.52	0.00	-252.79	0.00	0.00
其他筹资现金流	-65.89	-27.04	-45.56	-28.25	-27.25
现金净增加额	-280.72	-193.48	-186.63	173.91	204.43

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	883.96	954.53	1178.87	1394.46	1575.21
营业成本	518.50	538.33	655.78	773.95	880.48
营业税金及附加	11.39	13.11	15.57	16.45	19.84
营业费用	153.70	148.93	179.19	191.04	200.05
管理费用	74.25	69.59	78.98	83.67	86.64
财务费用	-14.63	-20.01	-7.44	-7.25	-12.93
资产减值损失	24.78	29.17	-11.46	9.17	11.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	24.40	14.37	10.00	12.00	12.00
营业利润	116.84	177.16	231.06	286.92	351.00
营业外收入	3.12	0.00	2.00	2.00	2.00
营业外支出	1.21	4.04	1.00	1.00	1.00
利润总额	118.75	173.12	232.06	287.92	352.00
所得税	17.65	23.91	30.86	38.29	47.12
净利润	101.10	149.21	201.19	249.63	304.89
少数股东损益	-8.01	-4.12	-5.55	-6.89	-8.42
归属母公司净利润	109.12	153.33	206.75	256.52	313.30
EBITDA	100.24	161.75	212.49	295.39	354.90
EPS (元)	0.20	0.28	0.38	0.47	0.58

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	8.7	8.0	23.5	18.3	13.0
营业利润(%)	137.0	51.6	30.4	24.2	22.3
归属母公司净利润(%)	52.5	40.5	34.8	24.1	22.1
获利能力					
毛利率(%)	41.3	43.6	44.4	44.5	44.1
净利率(%)	12.3	16.1	17.5	18.4	19.9
ROE(%)	4.0	5.9	7.8	11.2	12.4
ROIC(%)	3.0	4.1	7.3	10.5	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	15.7	18.1	17.3	19.2	19.2
净负债比率(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
流动比率	5.03	4.05	3.77	3.20	3.35
速动比率	4.55	3.55	3.20	2.60	2.76
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.40	0.49	0.56	0.57
应收账款周转率	3.78	3.29	4.02	4.46	4.58
应付账款周转率	2.56	2.39	2.96	3.26	2.10
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.28	0.38	0.47	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.14	0.14	0.36	0.47	0.53
每股净资产(最新摊薄)	3.41	3.63	3.42	3.84	4.37
估值比率					
P/E	79.05	30.61	30.47	24.56	20.11
P/B	4.68	2.39	3.41	3.03	2.67
EV/EBITDA	80.73	26.89	27.50	19.19	15.40

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

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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间接损失承担任何责任。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，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

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