

订单确认进度影响上半年业绩，产品结构持续优化看好长期发展

——万东医疗中报点评

半年报点评

崔文亮(分析师)

010-83561311

cuiwenliang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518120002

●多因素导致中报业绩低于预期，下半年收入增长有望提速

上半年，公司收入 3.8 亿元 (-0.61%)，净利润 0.44 亿元 (+4.2%)，扣非净利润 0.39 亿元 (+7.67%)，低于市场预期。单季度看，Q2 单季度收入 2.2 亿元 (-12.1%)，单季度净利润 0.39 亿元 (-0.9%)，Q2 单季度毛利率 51.1%，同比提升 6.5 个百分点，环比提升 10.7 个百分点，我们判断，一方面，随着 1.5T MRI 销量增长，规模优势和采购核心零部件超导磁体阶梯降价带来毛利率提升，同时，毛利率较高的 DSA 增长也较快，而毛利率较低的来自政府集采的 DR 销售占比进一步下降，导致公司毛利率显著提升。我们认为，公司上半年收入增长不佳，主要因素：1、收入占比接近 40% 的 DR 销量下滑，预计幅度在 15%~20%，一方面 2018 年同期基数较高、另一方面 2019 年上半年政府集采和医院采购进度均低于预期，其中云南和湖南合计中标 DR250 台左右的订单下半年才能确认收入；2、上半年 1.5T MRI 和 DSA 销售订单和销售态势实现了高速增长，但由于从订单到产品交付确认收入有一定周期，预计上半年上述两大产品确认收入增速 20%~30%，实际上是低估了两大产品真实增长趋势。综上，公司上半年整体收入仅基本保持持平。但展望全年，我们预计，随着政府采购项目和医院采购医疗设备加快及确认收入、DSA 和 1.5T MRI 确认收入，我们预计公司全年有望实现 20% 以上收入增速。

●公司产品结构持续优化，看好公司中长期发展

虽然表观看，公司上半年收入和利润表现不佳，但实际上公司产品结构和业务结构正在发生显著积极变化：1、针对基层市场和细分市场的需求变化，公司推出多款 DR 新产品，不断丰富 DR 产品线；2、针对县域市场的升级需求，公司完成新款 1.5T MRI 和新款 DSA 的注册，新款 1.5T MRI 扫描速度和图像质量均显著提高，实现抑脂成像、磁敏感成像、腹部弥散成像等高级功能，满足县级及以上医院的临床要求，新款 DSA 也优化了成像剂量和图像质量；3、16 排 CT 已经解决了产品稳定性和重建图像质量改进，下半年可小批量上市；4、自有品牌超声已经完成针对基层医院、县级医院的多款产品样机，并已开始递交 CFDA 注册受理，完成了生产场地、生产人员、销售和售后团队的前期组建准备工作。考虑到上半年经营状况，我们下调盈利预测，预计 2019~2021 年收入同比增长 20% (-10%)/26%/24% (-1%)，净利润 2.0 (-0.18)/2.70 (-0.15)/3.51 (-0.17) 亿元，同比增长 30% (-12%)/35% (+4%)/30% (+1%)，当前 PE 28/21/16 倍，万里云业务上半年已经开始盈利，产品结构持续优化，后续有百胜彩超业务注入预期，维持“强烈推荐”评级

●风险提示：产品销售低于预期；新产品和彩超上市进度低于预期

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	884	955	1,145	1,443	1,790
增长率(%)	8.7	8.0	20.0	26.0	24.0
净利润(百万元)	109	153	200	270	351
增长率(%)	52.5	40.5	30.2	35.3	29.9
毛利率(%)	41.3	43.6	47.3	48.6	49.5
净利率(%)	12.3	16.1	17.4	18.7	19.6
ROE(%)	5.3	7.4	8.9	11.1	12.8
EPS(摊薄/元)	0.20	0.28	0.37	0.50	0.65
P/E(倍)	51.6	36.7	28.2	20.8	16.1
P/B(倍)	3.1	2.9	2.7	2.4	2.1

强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.08.22
收盘价(元):	10.41
一年最低/最高(元):	5.88/14.55
总股本(亿股):	5.41
总市值(亿元):	56.3
流通股本(亿股):	5.41
流通市值(亿元):	56.3
近 3 月换手率:	52.88%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	9.04	-11.31	16.58
绝对	8.35	-8.18	30.26

相关报告

《一季度收入增速创过去十年新高，产品+营销驱动公司快速成长》2019-04-28

《财政拨款落地开始兑现医疗设备集采逻辑，DR 和彩超均有望获益》2019-03-01

《政策利好与销售改善两大因素驱动公司保持快速增长》2019-01-03

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1591	1457	1377	1584	1863
现金	538	350	525	629	854
应收票据及应收账款合计	295	286	0	0	0
其他应收款	33	47	49	72	78
预付账款	19	26	28	41	45
存货	175	192	220	286	330
其他流动资产	530	555	555	555	555
非流动资产	730	983	1007	1050	1094
长期投资	14	14	14	13	13
固定资产	166	196	228	278	333
无形资产	70	59	51	42	30
其他非流动资产	481	714	715	716	718
资产总计	2322	2439	2385	2633	2957
流动负债	393	387	195	229	265
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	231	219	0	0	0
其他流动负债	162	168	195	229	265
非流动负债	27	35	34	34	33
长期借款	4	4	4	3	2
其他非流动负债	23	31	31	31	31
负债合计	420	422	229	263	299
少数股东权益	57	53	45	37	27
股本	541	541	541	541	541
资本公积	822	822	822	822	822
留存收益	480	607	718	860	1075
归属母公司股东权益	1844	1965	2110	2333	2631
负债和股东权益	2322	2439	2385	2633	2957

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-78	76	252	188	319
净利润	101	149	192	262	341
折旧摊销	36	39	20	25	30
财务费用	-15	-20	-11	-21	-24
投资损失	-24	-14	-11	-11	-10
营运资金变动	-207	-114	61	-68	-18
其他经营现金流	31	35	-0	-0	-0
投资活动现金流	-137	-242	-34	-57	-65
资本支出	51	43	25	43	44
长期投资	-88	-200	1	0	0
其他投资现金流	-175	-400	-8	-14	-20
筹资活动现金流	-66	-27	-43	-27	-29
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	-1	-1	-1
普通股增加	155	0	0	0	0
资本公积增加	-155	0	0	0	0
其他筹资现金流	-66	-27	-43	-26	-28
现金净增加额	-279	-193	175	104	225

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	884	955	1145	1443	1790
营业成本	518	538	604	742	904
营业税金及附加	11	13	14	17	21
营业费用	154	149	184	231	281
管理费用	136	70	97	111	130
研发费用	0	62	74	90	107
财务费用	-15	-20	-11	-21	-24
资产减值损失	25	29	22	27	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	38	50	46	45	45
投资净收益	24	14	11	11	10
营业利润	117	177	218	301	393
营业外收入	3	0	5	3	2
营业外支出	1	4	0	0	0
利润总额	119	173	223	304	395
所得税	18	24	31	42	55
净利润	101	149	192	262	341
少数股东损益	-8	-4	-8	-8	-10
归属母公司净利润	109	153	200	270	351
EBITDA	138	202	230	312	403
EPS(元)	0.20	0.28	0.37	0.50	0.65

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	8.7	8.0	20.0	26.0	24.0
营业利润(%)	138.1	51.6	22.9	38.4	30.5
归属于母公司净利润(%)	52.5	40.5	30.2	35.3	29.9
获利能力					
毛利率(%)	41.3	43.6	47.3	48.6	49.5
净利率(%)	12.3	16.1	17.4	18.7	19.6
ROE(%)	5.3	7.4	8.9	11.1	12.8
ROIC(%)	8.1	11.7	15.5	19.2	23.7
偿债能力					
资产负债率(%)	18.1	17.3	9.6	10.0	10.1
净负债比率(%)	-26.9	-15.6	-22.7	-25.1	-30.8
流动比率	4.0	3.8	7.1	6.9	7.0
速动比率	2.2	1.8	2.9	3.1	3.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	3.8	3.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.6	2.4	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.28	0.37	0.50	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.14	0.16	0.47	0.35	0.59
每股净资产(最新摊薄)	3.41	3.63	3.90	4.31	4.87
估值比率					
P/E	51.6	36.7	28.2	20.8	16.1
P/B	3.1	2.9	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	37.4	26.6	22.5	16.3	12.0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

崔文亮，9年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、中信证券、方正证券、安信证券等，2018年11月加入新时代证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>