

基层收入确认周期长，业绩有望修复

——万东医疗 2019H1 点评

事件：

2019年8月23日，公司公告2019半年报，报告期内实现营业收入3.78亿元，较去年同期下降0.60%；归母净利润0.44亿元，同比增长4.20%；扣非归母净利润0.39亿元，较去年同期增长7.67%。

● 基层设备采购、装机流程较长，收入确认延缓，业绩有望修复

2019H1收入略有下滑，Q1和Q2分别实现营收1.61和2.16亿元，较去年同期变动20.37%和-12.07%，主要系公司在一季度末推出新品，尽管DSA配置证已经放开，“五大中心”建设逐步推进，基层设备采购流程较长、前期装机准备以及由于介入人才培养等，导致收入确认有所延缓。“金刚”DSA和“i-space”1.5T超导MRI的已获取订单意向分别超过去年总量和同期总量，销售增速超去年同期。预计到下半年，有望逐步兑现，实现业绩修复。

● 盈利能力仍在提升，设备生产、推广效率改进

2019H1公司毛利率达到46.55%，较去年同期提升2.21pp，主要系公司对产品的核心原材料进行采购调整，把控力提升，生产效率改善。2019H1销售费用为0.71亿元，较去年同期下降1.82%，营收占比为18.73%，同比下降0.23pp，新总裁到任后，销售策略有所调整，效率提升。管理费用为0.34亿元，较去年同期提升0.91%，同收入增速相比，提升影响较弱。整体净利率水平达到11.50%，提升约1.16pp。

● 产品升级换代，打造最适合基层的智能、远程、全面解决方案

上半年，公司升级三大主力品种，发布第四代DSA产品“金刚”、MRI生态圈产品i-space和“one影”平台。DSA“金刚”，以更低的剂量，摆位更智能、高效锁定病灶、满足更多部位。i-space 1.5T MRI生态圈产品，提供从安装、检查、维护、诊断、培训、运营和管理的一站式服务，打造“第一台终极解决方案”。“one影”平台，创新融合智能AI临床功能，搭载“智能临床”、“按图搜索”，快速实现专家级问诊，提高基层医院对疑难病例的诊断能力，提升患者就诊率。三大产品全面升级，切实满足基层痛点。

● 万里云今年有望扭亏，前期业务布局逐步成熟放量

万里云重点发展远程影像云平台、影像SaaS产品销售和影像中心业务。远程阅片服务已覆盖超过4000家医疗机构，日阅片量稳定在5万左右，合作医生数据超过6000个。线下影像中心新建3家，已达到18家，今年有望达到20家。2018年阿里云板块实现收入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。

● 投资建议与盈利预测

随着基层采购资金、设备和人才准备到位，业绩有望修复。我们预计公司19-21年营收为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PE27/22/18倍，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(%)	8.67	7.98	23.50	18.29	12.96
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(%)	52.52	40.52	34.84	24.07	22.14
ROE(%)	5.92	7.81	9.75	10.92	11.89
每股收益(元)	0.20	0.28	0.38	0.47	0.58
市盈率(P/E)	51.59	36.72	27.23	21.95	17.97

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

买入|维持

当前价/目标价：10.41元/17.48元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：14.3/6.19

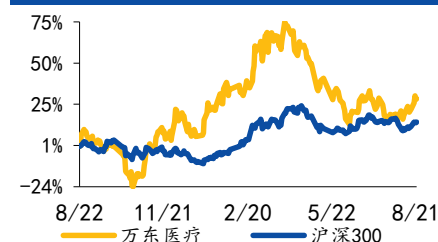
A股流通股(百万股)：540.82

A股总股本(百万股)：540.82

流通市值(百万元)：5629.90

总市值(百万元)：5629.90

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-影像行业深度：风劲好扬帆，国产医疗影像进口替代之路》2018.10.15

《国元证券公司点评-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

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

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	1457	1769	2092	2462
现金	538	350	509	704	964
应收账款	295	286	377	446	504
其他应收款	33	47	60	71	80
预付账款	19	26	30	35	40
存货	175	192	241	285	324
其他流动资产	530	555	551	551	551
非流动资产	730	983	910	880	853
长期投资	14	14	14	14	14
固定资产	166	196	183	168	153
无形资产	56	44	31	18	8
其他非流动资产	495	728	682	679	678
资产总计	2322	2439	2678	2972	3315
流动负债	393	387	479	547	607
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	231	219	295	348	396
其他流动负债	162	168	184	199	211
非流动负债	27	35	30	31	32
长期借款	4	4	4	4	4
其他非流动负债	23	31	26	27	28
负债合计	420	422	509	578	640
少数股东权益	57	53	48	44	40
股本	541	541	541	541	541
资本公积	822	822	822	822	822
留存收益	480	607	759	989	1275
归属母公司股东权益	1844	1965	2121	2350	2635
负债和股东权益	2322	2439	2678	2972	3315

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	-78	76	152	185	245
净利润	101	149	202	252	310
折旧摊销	36	39	32	32	32
财务费用	-15	-20	-17	-25	-34
投资损失	-24	-14	-15	-15	-15
营运资金变动	-207	-114	-76	-82	-69
其他经营现金流	31	35	26	23	21
投资活动现金流	-137	-242	40	12	9
资本支出	51	43	0	0	0
长期投资	88	200	-25	0	0
其他投资现金流	2	1	15	12	9
筹资活动现金流	-66	-27	-33	-3	6
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
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	-33	-3	6
现金净增加额	-279	-193	160	195	260

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	884	955	1179	1394	1575
营业成本	518	538	656	774	880
营业税金及附加	11	13	15	18	19
营业费用	154	149	189	223	250
管理费用	74	70	85	100	102
研发费用	61	62	62	60	58
财务费用	-15	-20	-17	-25	-34
资产减值损失	25	29	20	18	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	24	14	15	15	15
营业利润	117	177	234	291	355
营业外收入	3	0	1	2	3
营业外支出	1	4	2	2	1
利润总额	119	173	234	291	358
所得税	18	24	32	39	48
净利润	101	149	202	252	310
少数股东损益	-8	-4	-5	-4	-4
归属母公司净利润	109	153	207	257	313
EBITDA	138	196	248	298	353
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	32.2	24.2	22.1
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 (%)	5.9	7.8	9.7	10.9	11.9
ROIC (%)	9.5	13.4	18.2	21.8	25.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.1	17.3	19.0	19.4	19.3
净负债比率 (%)	1.00	1.00	0.83	0.73	0.66
流动比率	4.05	3.77	3.70	3.82	4.05
速动比率	3.57	3.23	3.15	3.26	3.47
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.40	0.46	0.49	0.50
应收账款周转率	3	3	3	3	3
应付账款周转率	2.72	2.39	2.55	2.41	2.37
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	0.28	0.34	0.45
每股净资产 (最新摊薄)	3.41	3.63	3.92	4.35	4.87
估值比率					
P/E	51.59	36.72	27.23	21.95	17.97
P/B	3.05	2.87	2.65	2.40	2.14
EV/EBITDA	35	25	20	16	14

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