

淡季环比表现不差，有待业绩确认释放

——万东医疗 2019Q3 点评

事件：

2019年10月29日，公司公告2019三季报，报告期内实现营业收入6.37亿元，较去年同期增长2.79%；归母净利润0.91亿元，同比增长3.05%；扣非归母净利润0.83亿元，较去年同期增长1.99%。

● 三季度为淡季，环比表现不差

公司前三季度实现营收6.37亿元，同比增长2.79%，归母净利润0.91亿元，同比增长3.05%，低于市场预期。经营性现金流-1.18亿元，同比下降49.94%。其中，19Q3单季度公司实现营收2.58亿元，同比增长8.19%，19Q1和Q2单季度分别为20.36%和-12.07%；归母净利润0.47亿元，同比增长1.98%，19Q1和Q2单季度分别为59.80%和-0.90%。三季度通常为公司淡季，2015-2018年Q3环比均呈现下滑，下滑幅度在2.73%~28.05%，而今年三季度环比仍有19.69%增长，预计随着集采和基层订单确认，业绩有望在Q4进行一定修复。

● DR市场较为平淡，基层订单确认和回款周期较长

基层对于DR设备采购需求有所放缓。作为最为基础的影像设备，DR已经进入多数基层医疗机构，从医招采数据来看，医疗资源较为丰富的华东和华南地区在第三季度已经出现较为明显环比下滑，分别达到-24.02%和-29.25%。公司DR线略受影响，且集采中标项目多发生在二季度末和三季度初，合同准备、采购和收入确认流程较长。超导MRI和DSA景气度良好，中高级影像设备对前期建筑准备、装机调试准备、人员培训等要求较高、涉时较长，收入确认有所延缓。

● CT已完成优化，万东百胜超声获批在即，有望带来新增量

CT板块目前占比较小，核心技术问题已完成优化，预计明年有望带来较大增幅。万东百胜超声多款已进入审评阶段，或有望于19年底获批，为明年业绩带来增量。

● 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。根据前三季度业绩情况，我们微调公司业绩，预计19-21年实现营收10.69/12.39/14.31亿元，同比增长12.02%/15.86%/15.54%，归母净利润1.92/2.35/2.88亿元，同比增长25.44%/22.18%/22.69%，EPS为0.36(-0.02)/0.43(-0.04)/0.53(-0.05)元/股，对应PE26/21/17倍，维持“买入”评级并下调目标价至12.90元。

● 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	1069.23	1238.82	1431.36
收入同比(%)	8.67	7.98	12.02	15.86	15.54
归母净利润(百万元)	109.12	153.33	192.35	235.01	288.34
归母净利润同比(%)	52.52	40.52	25.44	22.18	22.69
ROE(%)	5.92	7.81	9.13	10.16	11.20
每股收益(元)	0.20	0.28	0.36	0.43	0.53
市盈率(P/E)	46.19	32.87	26.20	21.45	17.48

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

买入|维持

当前价/目标价：9.32元/12.90元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：14.3/6.7

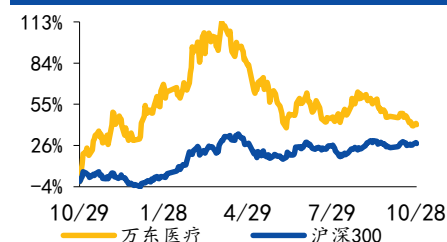
A股流通股(百万股)：540.82

A股总股本(百万股)：540.82

流通市值(百万元)：5040.41

总市值(百万元)：5040.41

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)2019H1点评：基层收入确认周期长，业绩有望修复》2019.08.23

《国元证券公司研究-万东医疗(600055)万里云引入战投，19年有望扭亏》2019.05.22

《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

报告作者

分析师 黄卓

执业证书编号 S0020519080001

电话 021-51097188

邮箱 huangzhuo@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	1717	2004	2354
现金	538	350	526	712	944
应收账款	295	286	342	396	458
其他应收款	33	47	55	63	73
预付账款	19	26	27	31	36
存货	175	192	217	251	292
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	2627	2884	3207
流动负债	393	387	441	494	559
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	231	154	265	307	358
其他流动负债	162	233	176	188	201
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	472	525	591
少数股东权益	57	53	49	45	41
股本	541	541	541	541	541
资本公积	822	822	822	822	822
留存收益	480	607	745	953	1214
归属母公司股东权益	1844	1965	2107	2314	2574
负债和股东权益	2322	2439	2627	2884	3207

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	168	177	217
净利润	101	149	188	231	285
折旧摊销	36	39	32	32	32
财务费用	-15	-20	-18	-25	-34
投资损失	-24	-14	-15	-15	-15
营运资金变动	-207	-114	-33	-64	-73
其他经营现金流	31	35	14	18	22
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	-2	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	-2	6
现金净增加额	-279	-193	176	186	232

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	884	955	1069	1239	1431
营业成本	518	538	590	681	795
营业税金及附加	11	13	14	16	18
营业费用	154	149	171	198	232
管理费用	74	70	77	89	93
研发费用	61	62	62	60	58
财务费用	-15	-20	-18	-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	218	267	327
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	217	267	329
所得税	18	24	29	36	44
净利润	101	149	188	231	285
少数股东损益	-8	-4	-4	-4	-3
归属母公司净利润	109	153	192	235	288
EBITDA	138	196	232	273	325
EPS (元)	0.20	0.28	0.36	0.43	0.53

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	12.0	15.9	15.5
营业利润 (%)	137.0	51.6	23.0	22.3	22.6
归属母公司净利润 (%)	52.5	40.5	25.4	22.2	22.7
获利能力					
毛利率 (%)	41.3	43.6	44.9	45.0	44.5
净利率 (%)	12.3	16.1	18.0	19.0	20.1
ROE (%)	5.9	7.8	9.1	10.2	11.2
ROIC (%)	9.5	13.4	17.4	20.6	24.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.1	17.3	18.0	18.2	18.4
净负债比率 (%)	1.00	1.00	0.89	0.80	0.71
流动比率	4.05	3.77	3.89	4.05	4.21
速动比率	3.57	3.23	3.36	3.50	3.64
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.40	0.42	0.45	0.47
应收账款周转率	3	3	3	3	3
应付账款周转率	2.72	2.79	2.81	2.38	2.39
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.20	0.28	0.36	0.43	0.53
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.14	0.14	0.31	0.33	0.40
每股净资产 (最新摊薄)	3.41	3.63	3.90	4.28	4.76
估值比率					
P/E	46.19	32.87	26.20	21.45	17.48
P/B	2.73	2.57	2.39	2.18	1.96
EV/EBITDA	31	22	19	16	13

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