

医学影像稀缺标的，全产品线布局前景广阔

投资要点

- **事件:** 2020年1月份国内新型冠状病毒肺炎疫情快速爆发，期间疫情的严重性带动了公司移动DR产品销售增长。
- **国内新冠疫情带动移动DR高速放量，海外疫情爆发有望接力扩大需求。**受到国内新冠疫情的影响，国内DR设备尤其是移动DR的采购需求骤升，公司作为国产DR的龙头企业，在此次疫情期间，预计公司DR销量快速增长，其中移动DR增长更为显著；另外，考虑到海外疫情集中爆发，公司DR设备有望持续快速放量，带动公司Q2业绩继续快速增长。
- **影像产品布局丰富，助力公司中长期成长:** 公司专业从事影像类医疗器械的研发、制造、生产，及影像诊断服务，产品线包括DR、MR、CT、DSA、胃肠机、乳腺机、彩超等一系列产品线，其中传统DR产品较为稳健，移动DR设备高速增长，CT经过两年的市场推广，预计2020年有望实现小规模放量，MR凭借永磁+超导两种机型满足不同需要，预计可实现持续快速增长，此外，DSA等产品受益于基层需求旺盛，正处于快速放量阶段；另外，此次新冠疫情有望加速推动国内基层医疗建设，公司作为医学影像领域全产品线布局的生产企业，有望显著受益，中长期成长空间广阔。
- **百胜彩超国产化落地，预计今年开始形成销售:** 公司2018年底出资1亿元设立全资子公司万东百胜，主要是基于百胜彩超技术研发国产化的彩超设备。今年3月初，万东百胜已拿到三个系列彩超的注册证，预计下半年还有多款产品上市。考虑到百胜彩超的产品质量和口碑，预计万东百胜的彩超有望实现快速放量，分享国内近百亿的市场，进一步打开公司未来成长空间。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司2019-2021年归母净利润分别为1.8亿、2.4亿和3.1亿元。考虑到公司是医学影像设备领域的稀缺标的，未来成长空间广阔，参考行业可比公司，给予公司2020年40倍估值，对应目标价17.94元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业需求大幅下滑，新产品推广或不及预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	954.53	1062.93	1307.90	1578.94
增长率	7.98%	11.36%	23.05%	20.72%
归属母公司净利润(百万元)	153.33	184.31	242.61	311.99
增长率	40.52%	20.20%	31.63%	28.60%
每股收益EPS(元)	0.28	0.34	0.45	0.58
净资产收益率ROE	7.40%	8.32%	10.11%	11.77%
PE	43	36	27	21
PB	3.38	3.13	2.85	2.56

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-58351962
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 刘闯
 执业证号: S1250519060002
 电话: 021-58352031
 邮箱: liuch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	5.41
流通A股(亿股)	5.41
52周内股价区间(元)	9.25-14.97
总市值(亿元)	66.36
总资产(亿元)	24.13
每股净资产(元)	3.69

相关研究

目 录

1 公司概况：经营效率显著改善，利润端快速增长.....	1
2 行业分析：医疗影像设备行业持续扩容.....	2
3 盈利预测与估值.....	3
3.1 盈利预测.....	3
3.2 估值.....	3
4 风险提示	3

图 目 录

图 1：公司 2018 年收入结构情况（百万元）	1
图 2：公司 2018 年毛利结构情况（百万元）	1
图 3：公司 2010 年以来营业收入及增速	1
图 4：公司 2010 年以来归母净利润及增速	1
图 5：国内平板 DR 保有量持续增长	2
图 6：国内 MR 设备保有量持续增长	2
图 7：国内 CT 设备保有量情况	2
图 8：国内彩超设备销量情况	2

表 目 录

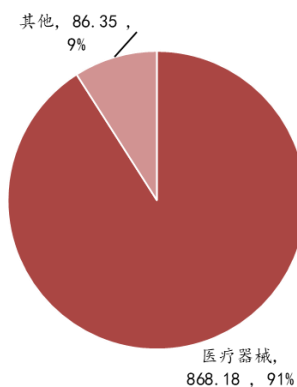
表 1：分业务收入及毛利率	3
表 2：可比公司估值	3
附表：财务预测与估值	4

1 公司概况：经营效率显著改善，利润端快速增长

万东医疗始建于 1955 年，专业从事影像类医疗器械的研发、制造、生产，及影像诊断服务，建有北京、上海等多地研发生产基地，生命事业覆盖大型影像产品（北京万东）、移动影像产品（上海万东）、影像诊断服务（万里云）、X 线管球（杭州万东）和超声诊断产品（万东百胜），具体产品线包括 MR、CT、DR、RF、DSA、乳腺机、超声诊断等。

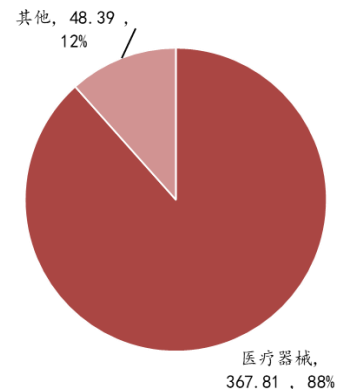
公司主营业务结构：公司 2018 年销售主要来自医疗器械，收入占比 91%，毛利占比 88%，具体产品主要包括 DR 设备、磁共振、DSA 等。

图 1：公司 2018 年收入结构情况（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

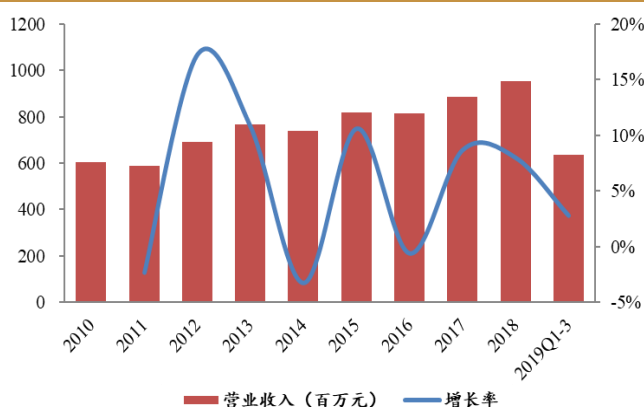
图 2：公司 2018 年毛利结构情况（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

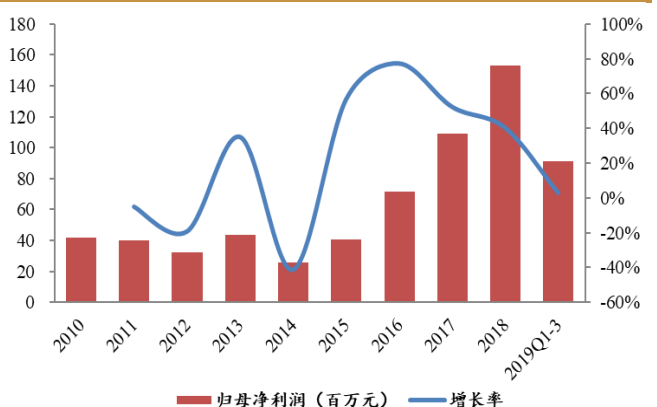
公司业绩状况：公司营业收入和净利润整体保持增长趋势，收入由 2010 年的 6 亿元增长至 2018 年 9.5 亿元，年均复合增长率为 5.9%，归母净利润由 0.4 亿元增长至 1.5 亿元，年均复合增长率为 17.6%，利润增速远高于收入端，主要系公司产品结构改善以及经营效率提升所致。

图 3：公司 2010 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2010 年以来归母净利润及增速



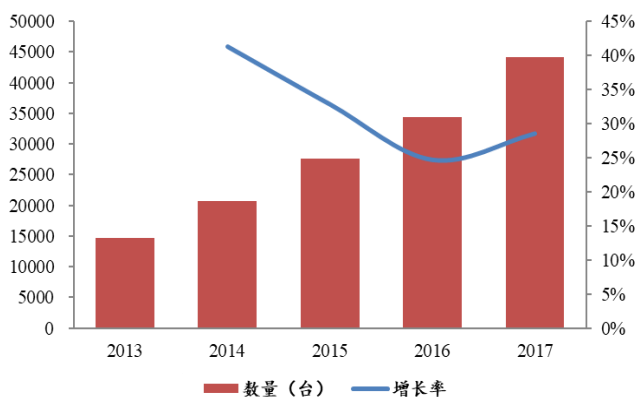
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：医疗影像设备行业持续扩容

国内医疗影像设备领域市场持续扩容，2013 年至 2017 年平板 DR 设备和磁共振均保持快速增长，其中平板 DR 设备保有量由 14678 台增长至 44160 台，年均复合增长率为 32%，MR 设备保有量从 4376 台增长到 8287 台(不含军队)，2017 年比 2016 年保有量增长 13%。

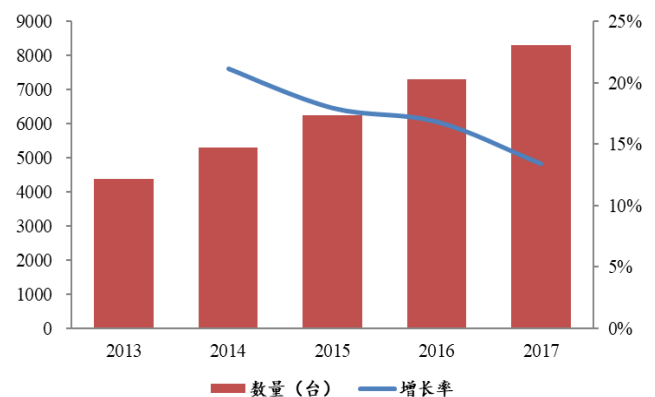
万东医疗作为国产 DR 设备龙头，市占率长期稳定，将持续受益于行业扩容。另外，公司 MR 产品包括永磁和超导两种类型，有望实现快速增长。

图 5：国内平板 DR 保有量持续增长



数据来源：中国医学装备协会，西南证券整理

图 6：国内 MR 设备保有量持续增长

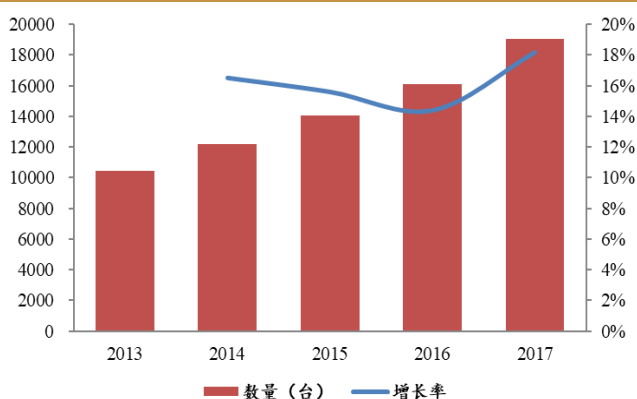


数据来源：中国医学装备协会，西南证券整理

2013 年至 2017 年国内 CT 设备保有量由 10461 台增长至 19027 台，年均复合增长率为 16%，彩超设备销售量由 1.9 万台增长至 2.8 万台，年均复合增长率为 10%。

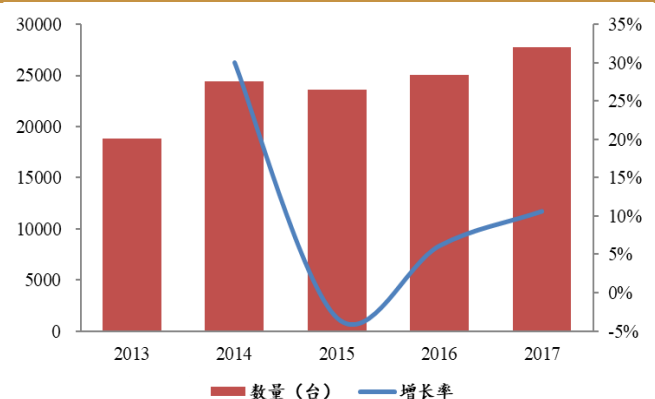
CT 和彩超是公司近两年新开展的两条产品线，其中 CT 经过两年左右的市场推广，预计 2020 年将进入小规模放量阶段。全资子公司万东百胜的彩超已于 2020 年 3 月拿到 3 个系列产品的注册证，预计 2020 年开始贡献收入。

图 7：国内 CT 设备保有量情况



数据来源：中国医学装备协会，西南证券整理

图 8：国内彩超设备销量情况



数据来源：中国医学装备协会，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

核心假设：2019-2020 年核心业务医疗器械销量增长 10%、20%、18%，单价基本持平，毛利率略有提速，分别为 43%、44%和 45%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
医疗器械	收入	868.2	955.0	1146.0	1352.3
	增速	7.4%	10.0%	20.0%	18.0%
	成本	500.4	544.4	641.8	743.8
	毛利率	42%	43%	44%	45%
其他	收入	86.35	107.9	161.9	226.7
	增速	13.7%	25%	50%	40%
	成本	38.0	47.5	68.0	90.7
	毛利率	56%	56%	58%	60%
合计	收入	954.5	1062.9	1307.9	1578.9
	增速	8.0%	11.4%	23.0%	20.7%
	成本	538.3	591.8	709.8	834.4
	毛利率	44%	44%	46%	47%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 10.6、13.1 和 15.8 亿元，归母净利润分别为 1.8、2.4 和 3.1 亿元，当前 66 亿市值对应 PE 分别为 36、27 和 21 倍。

3.2 估值

我们选取了行业中与万东医疗业务相近的两个公司，2020 年两个可比公司的平均 PE 为 44 倍。考虑到万东医疗是医学影像设备领域的稀缺标的，未来成长空间广阔，参考行业可比公司，给予万东医疗 2020 年 40 倍估值，对应目标价 17.94 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
300760	迈瑞医疗	2949	3719.2	4680.7	5700.1	6929.3	79	63	52	43
300206	理邦仪器	70	92.7	131.3	193.2	256.6	76	53	36	27
平均值							77	58	44	35

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

行业需求大幅下滑，新产品推广或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	954.53	1062.93	1307.90	1578.94	净利润	149.21	180.70	240.21	310.44
营业成本	538.33	591.84	709.76	836.84	折旧与摊销	39.08	27.80	27.80	27.80
营业税金及附加	13.11	13.82	17.00	20.53	财务费用	-20.01	-1.06	-1.31	-1.58
销售费用	148.93	164.75	198.80	238.42	资产减值损失	29.17	5.00	5.00	5.00
管理费用	69.59	146.68	173.95	205.26	经营营运资本变动	-50.34	-42.34	-145.75	-148.55
财务费用	-20.01	-1.06	-1.31	-1.58	其他	-71.59	-22.51	-30.34	-14.41
资产减值损失	29.17	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	75.53	147.59	95.62	178.70
投资收益	14.37	15.00	15.00	15.00	资本支出	-20.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-221.37	218.97	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-241.97	218.97	15.00	15.00
营业利润	177.16	156.90	219.70	289.47	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.03	52.00	58.00	69.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	173.12	208.90	277.70	358.47	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	23.91	28.20	37.49	48.04	支付股利	-27.04	-30.67	-36.86	-48.52
净利润	149.21	180.70	240.21	310.44	其他	0.00	6.31	1.31	1.58
少数股东损益	-4.12	-3.61	-2.40	-1.55	筹资活动现金流净额	-27.04	-24.35	-35.55	-46.94
归属母公司股东净利润	153.33	184.31	242.61	311.99	现金流量净额	-193.43	342.20	75.07	146.76
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	349.85	692.05	767.12	913.88	成长能力				
应收和预付款项	357.70	382.02	483.58	577.75	销售收入增长率	7.98%	11.36%	23.05%	20.72%
存货	191.79	214.85	270.45	313.64	营业利润增长率	51.62%	-11.43%	40.02%	31.76%
其他流动资产	557.38	393.55	484.25	584.60	净利润增长率	47.59%	21.10%	32.93%	29.24%
长期股权投资	14.34	14.34	14.34	14.34	EBITDA 增长率	42.39%	-6.41%	34.06%	28.23%
投资性房地产	55.74	55.74	55.74	55.74	获利能力				
固定资产和在建工程	200.99	186.46	171.93	157.40	毛利率	43.60%	44.32%	45.73%	47.00%
无形资产和开发支出	58.56	46.31	34.07	21.82	三费率	20.80%	29.20%	28.40%	28.00%
其他非流动资产	653.03	652.01	650.98	649.96	净利率	15.63%	17.00%	18.37%	19.66%
资产总计	2439.39	2637.33	2932.45	3289.12	ROE	7.40%	8.32%	10.11%	11.77%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.12%	6.85%	8.19%	9.44%
应付和预收款项	332.37	369.62	449.47	531.38	ROIC	16.44%	15.58%	19.75%	22.57%
长期借款	4.20	4.20	4.20	4.20	EBITDA/销售收入	20.56%	17.28%	18.82%	19.99%
其他负债	85.28	90.69	102.61	115.46	营运能力				
负债合计	421.85	464.51	556.28	651.04	总资产周转率	0.40	0.42	0.47	0.51
股本	540.82	541.36	541.36	541.36	固定资产周转率	5.28	5.63	7.51	9.89
资本公积	822.34	821.79	821.79	821.79	应收账款周转率	3.29	3.55	3.68	3.63
留存收益	606.62	760.26	966.01	1229.47	存货周转率	2.74	2.73	2.84	2.82
归属母公司股东权益	1964.52	2123.42	2329.17	2592.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.54%	—	—	—
少数股东权益	53.02	49.40	47.00	45.45	资本结构				
股东权益合计	2017.54	2172.82	2376.17	2638.08	资产负债率	17.29%	17.61%	18.97%	19.79%
负债和股东权益合计	2439.39	2637.33	2932.45	3289.12	带息债务/总负债	1.00%	0.90%	0.76%	0.65%
					流动比率	3.77	3.92	3.85	3.88
					速动比率	3.27	3.42	3.33	3.37
					股利支付率	17.64%	16.64%	15.19%	15.55%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.34	0.45	0.58
					每股净资产	3.63	3.93	4.31	4.79
					每股经营现金	0.14	0.27	0.18	0.33
					每股股利	0.05	0.06	0.07	0.09
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	196.22	183.64	246.19	315.70					
PE	43.28	36.00	27.35	21.27					
PB	3.38	3.13	2.85	2.56					
PS	6.95	6.24	5.07	4.20					
EV/EBITDA	27.93	28.02	20.59	15.59					
股息率	0.41%	0.46%	0.56%	0.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn