

疫情激增移动 DR 需求，业绩表现亮眼

买入|维持

——万东医疗 2019 年报暨 2020Q1 季报点评

事件：

4月28日，公司公告2019年年报，报告期内实现营业收入9.82亿元，较去年同期增长2.92%；归母净利润1.69亿元，同比增长10.04%；扣非归母净利润1.48亿元，较去年同期增长8.19%。

2020Q1实现营业收入2.5亿元，同比增长54.53%，归母净利润5070万元，同比提升787.21%，扣非归母净利润4776万元，同比提升2584.66%。

● 疫情激增移动 DR 需求，公司一季度表现亮眼

2019年Q1-Q4营收分别为1.61/2.16/2.58/3.45亿元，同比增长20.37%/12.07%/8.19%/3.15%，根据季度设备订单结构不同，收入确认期有所波动导致业绩增长有波动。2020Q1受到疫情影响，移动DR和普通DR需求激增，预计分别达到600台和200台，移动DR预计增幅超过2019年5倍左右，成为一季度重要业绩贡献。公司移动DR具有CE注册证，海外疫情发酵，陆续在二季度支援海外，订单持续景气。其他设备的采购和交付正在有序恢复中，预计随着“新基建”需求，有望带动其他板块增长。从2019年分板块情况来看，DR仍然是主要业务支撑，预计销售台数为1699台，同时MRI、DSA新品推出，积极布局基层，部分地区由于医生培训、机房落地等原因，收入确认或有所延迟。数字胃肠机、乳腺机保持较为稳定状况。苏州百胜完成3个系列，16个超声产品的注册递交，预计2020年超声产品正式上市，有望在2020年开始突破。

● 费用控制良好，公司盈利能力步步提升

2019年和2020Q1公司毛利率分别为46.87%（+3.27pct）和58.23%（+17.79pct），主要系毛利率较高的超导磁共振、移动DR等占比提升影响，同时部分产品元部件突破国产，毛利率有所提升；全年销售费用控制较好，费用率为7.16%（0.13pct），主要系剔除湖南万东并表影响；研发投入继续提升，研发费用率上升0.66pct到7.14%，公司将继续加大对3.0T MRI和新一代DSA的研发；财务费用率为-2.14%；整体净利率为16.80%（+1.17pct），一季度受疫情影响，高毛利产品提升，净利率进一步提到19.53%，盈利能力稳步提升。

● 投资建议与盈利预测

受到疫情影响，移动DR和DR产品需求激增，疫情过后，“新基建”带动下，MRI和DSA有望走进基层，百胜超声产品有望于今年开始突破。我们预计20-22年公司有望实现营收13.29/14.69/15.88亿元，同比增长35.38%/10.50%/8.08%，归母净利润2.53/2.93/3.46亿元，同比增长49.92%/15.74%/17.91%，EPS为0.47/0.54/0.64元/股，对应PE36/31/26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；疫情影响采购恢复不及预期；市场竞争超过预期；价格降幅超过预期等；股东减持影响等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	954.53	982.37	1329.96	1469.65	1588.35
收入同比(%)	7.98	2.92	35.38	10.50	8.08
归母净利润(百万元)	153.33	168.88	253.19	293.06	345.56
归母净利润同比(%)	40.52	10.14	49.92	15.74	17.91
ROE(%)	7.81	8.08	10.58	11.03	11.61
每股收益(元)	0.28	0.31	0.47	0.54	0.64
市盈率(P/E)	59.29	53.83	35.91	31.02	26.31

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价：16.81元

基本数据

52周最高/最低价(元)：17.45/9.25

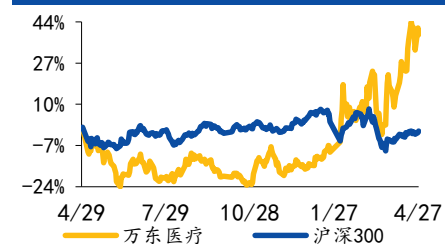
A股流通股(百万股)：540.82

A股总股本(百万股)：540.82

流通市值(百万元)：9091.12

总市值(百万元)：9091.12

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)2019Q3

点评：淡季环比表现不差，有待业绩确认释放》

2019.10.30

《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

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1457	1486	2087	2383	2712
现金	350	503	890	1119	1397
应收账款	286	259	277	306	330
其他应收款	47	18	68	75	81
预付账款	26	25	33	36	38
存货	192	188	269	297	315
其他流动资产	555	494	551	551	551
非流动资产	983	1081	963	959	965
长期投资	14	15	14	14	14
固定资产	196	176	167	156	141
无形资产	44	31	18	5	-5
其他非流动资产	728	860	764	784	816
资产总计	2439	2566	3050	3342	3677
流动负债	387	355	541	572	593
短期借款	0	0	150	150	150
应付账款	154	145	197	218	231
其他流动负债	233	210	194	204	212
非流动负债	35	28	27	28	27
长期借款	4	0	0	0	0
其他非流动负债	31	28	27	28	27
负债合计	422	383	568	600	620
少数股东权益	53	95	89	84	80
股本	541	541	541	541	541
资本公积	822	883	883	883	883
留存收益	607	717	970	1236	1555
归属母公司股东权益	1965	2089	2393	2658	2977
负债和股东权益	2439	2566	3050	3342	3677

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	76	95	61	235	281
净利润	149	165	247	288	342
折旧摊销	39	41	31	32	32
财务费用	-20	-21	-6	-7	-10
投资损失	-14	-17	-15	-18	-20
营运资金变动	-114	-137	-488	-47	-37
其他经营现金流	35	64	291	-13	-26
投资活动现金流	-242	90	121	15	14
资本支出	43	41	0	0	0
长期投资	200	-132	195	0	0
其他投资现金流	1	0	316	15	14
筹资活动现金流	-27	3	206	-21	-16
短期借款	0	0	150	0	0
长期借款	0	-4	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	61	0	0	0
其他筹资现金流	-27	-54	56	-21	-16
现金净增加额	-193	189	387	229	278

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	955	982	1330	1470	1588
营业成本	538	522	731	807	855
营业税金及附加	13	14	17	19	20
营业费用	149	145	206	220	238
管理费用	70	70	96	104	111
研发费用	62	70	62	60	58
财务费用	-20	-21	-6	-7	-10
资产减值损失	-29	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	14	17	15	18	20
营业利润	177	189	288	333	392
营业外收入	0	4	1	2	3
营业外支出	4	2	2	2	1
利润总额	173	191	288	334	394
所得税	24	26	40	46	52
净利润	149	165	247	288	342
少数股东损益	-4	-4	-6	-5	-4
归属母公司净利润	153	169	253	293	346
EBITDA	196	209	314	358	414
EPS (元)	0.28	0.31	0.47	0.54	0.64

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	8.0	2.9	35.4	10.5	8.1
营业利润 (%)	51.6	6.6	52.7	15.6	17.4
归属母公司净利润 (%)	40.5	10.1	49.9	15.7	17.9
获利能力					
毛利率 (%)	43.6	46.9	45.1	45.1	46.2
净利率 (%)	16.1	17.2	19.0	19.9	21.8
ROE (%)	7.8	8.1	10.6	11.0	11.6
ROIC (%)	13.4	20.9	23.6	27.2	31.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.3	14.9	18.6	18.0	16.9
净负债比率 (%)	1.00	0.11	26.40	24.99	24.18
流动比率	3.77	4.19	3.85	4.17	4.57
速动比率	3.23	3.66	3.32	3.60	4.00
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.39	0.47	0.46	0.45
应收账款周转率	3	3	4	4	4
应付账款周转率	3.37	3.50	4.27	3.89	3.81
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.28	0.31	0.47	0.54	0.64
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.14	0.18	0.11	0.43	0.52
每股净资产 (最新摊薄)	3.63	3.86	4.42	4.91	5.50
估值比率					
P/E	59.29	53.83	35.91	31.02	26.31
P/B	4.63	4.35	3.80	3.42	3.05
EV/EBITDA	42	39	26	23	20

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