

万东医疗

600055

审慎增持 (维持)

DR 类产品需求贯穿全年，常规产品业绩逐步回暖

2020 年 11 月 2 日

市场数据

市场数据日期	2020-10-30
收盘价(元)	12.15
总股本(百万股)	540.82
流通股本(百万股)	540.82
总市值(百万元)	6570.92
流通市值(百万元)	6570.92
净资产(百万元)	2307.03
总资产(百万元)	2766.12
每股净资产	4.09

相关报告

《万东医疗(600055)2019 年年报及 2020 年一季报点评: 抗疫产品 Q1 高增长, 产品结构持续升级》2020-05-05

《万东医疗(600055)2019 年中报点评: DR 短期承压, 产品结构持续升级》2019-08-27

《万东医疗(600055)2018 年年报及 2019 年一季报点评: 一季度收入增速显著提升, 有望迎来经营拐点》2019-04-29

分析师:

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	982	1088	1214	1418
同比增长(%)	2.9%	10.7%	11.6%	16.8%
净利润(百万元)	169	218	232	277
同比增长(%)	10.1%	29.4%	6.2%	19.3%
毛利率(%)	46.9%	50.5%	48.6%	49.7%
净利润率(%)	17.2%	20.1%	19.1%	19.5%
每股收益(元)	0.31	0.40	0.43	0.51
每股经营现金流(元)	0.18	0.83	0.28	0.44
市盈率	38.91	30.08	28.32	23.75
市净率	3.15	2.82	2.56	2.31

投资要点

- 近日, 万东医疗发布了 2020 年三季报。报告期内, 公司实现营业收入 7.36 亿元, 同比增长 15.59%; 实现归母净利润 1.48 亿元, 同比增长 62.51%; 实现扣非归母净利润 1.39 亿元, 同比增长 66.87%。
- **盈利预测与评级:** 公司产品线持续升级, 中高端产品占比不断提升; 通过在线远程读片中心及线下实体影像中心的相关投入, 公司由设备制造商向服务提供商的转型途经较为清晰, 也符合相关的政策导向; 在新冠疫情影响下, 公司移动 DR 和 DR 产品销量爆发式增长。我们调整对于公司的盈利预测, 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.40、0.43、0.51 元, 2020 年 10 月 30 日股价对应 PE 分别为 30X、28X、24X, 维持“审慎增持”评级。

- **风险提示:** 疫情进展不确定性风险, 产品销售低于预期, 新产品研发进度慢于预期, 新模式拓展低于预期, 内部整合低于预期。



报告正文

事件

- **事件:** 近日,万东医疗发布了2020年三季报。报告期内,公司实现营业收入7.36亿元,同比增长15.59%;实现归母净利润1.48亿元,同比增长62.51%;实现扣非归母净利润1.39亿元,同比增长66.87%。

点评

- **DR及移动DR需求贯穿全年,常规产品业绩逐步回暖。**报告期内,公司实现营业收入7.36亿元,同比增长15.59%;实现归母净利润1.48亿元,同比增长62.51%;实现扣非归母净利润1.39亿元,同比增长66.87%。Q3单季度,公司实现营业收入2.33亿元,同比下降9.89%;实现归母净利润4284.55万元,同比下降8.37%;实现扣非归母净利润3937.02万元,同比下降10.09%。分产品线来看,DR为公司第一支柱产品线,估计前三季度销量超1000台;移动DR销量超500台。展望全年,我们认为在国家大力推动传染病医院以及ICU建设的背景下,加之海外疫情蔓延产生了一定的订单,DR及移动DR的需求将持续贯穿全年。常规产品中,如核磁、DSA等一季度受到疫情影响未贡献销售收入,二季度开始逐步回暖,下半年起部分产品的市场需求开始释放,订单逐步增加,我们预计从四季度起会逐步实现业绩兑现。推测DSA的订单恢复较快,预计全年装机量可实现双位数增长;核磁类产品受疫情影响仍较大,其中永磁订单需求仍偏低,超导需求量逐步恢复,订单量趋于去年同期水平。此外,公司控股子公司万里云2019年完成B轮融资,已经形成线上影像诊断、SAAS影像云和线下影像中心的三大业务板块日渐成熟。线上医院数量4600余家,继续保持同行业第一。与阿里健康、达摩院等合作的影像AI日均调阅量近2万例,以体检辅助筛查和基层医疗辅助诊断为主。未来万里云将继续加大SAAS影像云、AI影像诊断技术等技术领域研发投入,为分级诊疗、远程诊断、医联体、医共体等提供全面的医疗信息化和运营服务解决方案。全资子公司万东百胜取得医疗器械生产许可证,用于临床超声诊断检查,未来将继续深耕介入超声和微创领域,帮助公司构建医疗影像完整版图。
- **财务指标:** 报告期内,公司毛利率为54.19%(同比+8.80pp),净利率为19.99%(同比+5.69pp),主要系疫情相关的移动DR等产品毛利较高所致。销售费用为1.27亿元(同比+18.49%),销售费用率为17.2%(同比+0.42pp);管理费用为5418.31万元(同比+4.72%),管理费用率为7.36%(同比-0.76pp);研发费用为6362.63万元(同比+26.01%),研发费用率为8.64%(同比+0.71pp);财务费用为-384.32万元(同比+1.09%),财务费用率为-0.52%(同比+0.09pp)。经营性净现金流为2.03亿元,同比增长277.45%,主要为报告期内销售货款增加所致。

- **盈利预测与评级:** 公司产品线持续升级, 中高端产品占比不断提升; 通过在线远程读片中心及线下实体影像中心的相关投入, 公司由设备制造商向服务提供商的转型途经较为清晰, 也符合相关的政策导向; 在新冠疫情影响下, 公司移动 DR 和 DR 产品销量爆发式增长。我们调整对于公司的盈利预测, 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.40、0.43、0.51 元, 2020 年 10 月 30 日股价对应 PE 分别为 30X、28X、24X, 维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 疫情进展不确定性风险, 产品销售低于预期, 新产品研发进度慢于预期, 新模式拓展低于预期, 内部整合低于预期。

表1 万东医疗分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	19-3Q	19-4Q	20-1Q	20-2Q	20-3Q	QOQ	2019-09	2020-09	YOY
营业收入	259	345	250	253	233	-9.9%	637	736	15.6%
营业成本	146	174	104	117	116	-20.5%	348	337	-3.1%
毛利	113	171	146	136	117	3.8%	289	399	38.0%
销售费用	36	38	48	45	34	-6.9%	107	127	18.5%
管理费用	17	19	19	18	17	-1.6%	52	54	4.7%
财务费用	-1	-17	-1	-2	-1	-	-4	-4	-
资产减值	0	-4	0	0	0	-	0	0	-
公允价值	0	2	-0	0	0	-	0	0	-
投资收益	3	5	4	4	3	-15.4%	12	11	-9.1%
营业利润	58	77	58	66	58	-0.8%	112	182	62.9%
利润总额	58	81	58	66	58	-0.6%	110	182	65.7%
净利润	47	78	51	54	43	-8.4%	91	148	62.5%
EPS	0.087	0.144	0.094	0.101	0.079	-8.4%	0.168	0.274	62.5%
销售费用率	14.0%	11.1%	19.1%	17.9%	14.5%	0.5%	16.8%	17.2%	0.4%
管理费用率	6.7%	5.4%	7.7%	7.1%	7.3%	0.6%	8.1%	7.4%	-0.8%
财务费用率	-0.4%	-5.0%	-0.4%	-0.8%	-0.3%	0.1%	-0.6%	-0.5%	0.1%
所得税率	18.3%	9.0%	16.4%	15.4%	26.3%	8.1%	17.1%	19.2%	2.1%
毛利率	43.7%	49.6%	58.2%	53.8%	50.3%	6.6%	45.4%	54.2%	8.8%
净利润率	18.1%	22.5%	20.3%	21.5%	18.4%	0.3%	14.3%	20.1%	5.8%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1486	1913	2003	2216
货币资金	503	1091	1114	1232
交易性金融资产	234	0	0	0
应收账款	259	306	336	392
其他应收款	18	39	40	45
存货	188	191	223	254
非流动资产	1081	918	1090	1195
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	15	14	14	14
投资性房地产	64	64	64	64
固定资产	176	304	424	530
在建工程	16	28	29	24
油气资产	0	0	0	0
无形资产	31	-4	-38	-73
资产总计	2566	2831	3093	3411
流动负债	355	410	427	479
短期借款	0	4	4	4
应付票据	70	72	84	96
应付账款	145	149	173	198
其他	140	185	166	181
非流动负债	28	1	20	16
长期借款	0	0	0	0
其他	28	1	20	16
负债合计	383	411	447	495
股本	541	541	541	541
资本公积	883	883	883	883
未分配利润	571	739	946	1194
少数股东权益	95	88	81	73
股东权益合计	2184	2420	2646	2916
负债及权益合计	2566	2831	3093	3411

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	169	218	232	277
折旧和摊销	41	42	51	61
资产减值准备	-4	14	12	19
无形资产摊销	23	22	22	22
公允价值变动损失	2	1	1	1
财务费用	-21	-4	1	6
投资损失	-17	-17	-17	-17
少数股东损益	-4	-7	-7	-8
营运资金的变动	-315	-2	73	66
经营活动产生现金流量	218	450	151	240
投资活动产生现金流量	-63	106	-128	-117
融资活动产生现金流量	-27	32	-1	-6
现金净变动	128	589	23	117
现金的期初余额	350	503	1091	1114
现金的期末余额	478	1091	1114	1232

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	982	1088	1214	1418
营业成本	522	538	624	714
营业税金及附加	14	15	17	20
销售费用	145	174	182	213
管理费用	70	146	157	182
财务费用	-21	-4	1	6
资产减值损失	-4	-7	-10	-8
公允价值变动	2	1	1	1
投资收益	17	17	17	17
营业利润	189	245	261	311
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	2	3	3	2
利润总额	191	245	261	311
所得税	26	33	36	43
净利润	165	211	225	269
少数股东损益	-4	-7	-7	-8
归属母公司净利润	169	218	232	277
EPS(元)	0.31	0.40	0.43	0.51

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	2.9%	10.7%	11.6%	16.8%
营业利润增长率	6.6%	29.5%	6.6%	19.1%
净利润增长率	10.1%	29.4%	6.2%	19.3%
盈利能力(%)				
毛利率	46.9%	50.5%	48.6%	49.7%
净利率	17.2%	20.1%	19.1%	19.5%
ROE	8.1%	9.4%	9.0%	9.7%

资产负债率	14.9%	14.5%	14.4%	14.5%
流动比率	4.19	4.66	4.70	4.63
速动比率	3.61	4.16	4.13	4.05
营运能力(次)				
资产周转率	0.39	0.40	0.41	0.44
应收帐款周转率	2.82	2.97	2.91	3.00
每股资料(元)				
每股收益	0.31	0.40	0.43	0.51
每股经营现金	0.18	0.83	0.28	0.44
每股净资产	3.86	4.31	4.74	5.26
估值比率(倍)				
PE	38.91	30.08	28.32	23.75
PB	3.15	2.82	2.56	2.31

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn