

抗疫 DR 表现亮眼，毛利率提升明显

——万东医疗 2020 半年报点评

买入|维持

事件：

2020年8月21日，公司公告2020半年报：1H20实现收入5.03亿元，同比增长33.03%，归母净利润1.05亿元，同比增长137.25%，扣非后归母净利润0.99亿元，同比增长152.64%。

国元观点：

● 疫情驱动 DR 类产品需求激增，下半年集采继续贡献销量

从单季度看，公司Q2营收和归母净利润分别为2.53亿元和0.54亿元，同比增长16.94%和41.08%。疫情期间抗疫类产品表现出色，其中移动DR实现收入1.85亿元，预计1H20实现移动DR销量为400-500台之间，同比实现数倍增长，主要系国内外疫情影响，提升移动DR采购意愿。常规DR需求量保持稳定，上半年预计实现800+台，预计随着下半年新基建和集采来临，常规DR采购有望维持稳定成长。

● 毛利率提升明显，现金流大幅改善

公司1H20毛利率为55.99%，同比增长9.12pct，预计主要系毛利率相对较高的移动DR产品销量增加所致。销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为18.51%(-0.22pct)、7.37%(-1.71pct)和-0.61%(+0.12pct)，成本控制良好，预计主要系疫情期间差旅费用、推广费用等减少所致。经营现金流净额为1.45亿元，同比大幅增加214.02%，现金流改善明显，主要系销售贷款增加所致。

● MRI、DSA 等产品销售恢复良好，万里云实现净利润 127 万元

MRI、DSA等产品预计Q2已逐步恢复。其中DSA在配置证取消叠加县级医院升级的驱动下，预计全年有望实现销量的稳定增长。超声产品方面，苏州百胜已完成3个系列、16个产品的注册，其中3个产品已获批，预计下半年有望再获批3个，进一步丰富产品管线，贡献业绩新增量。万里云业务进展顺利，扭亏为盈，上半年实现净利润为127万元。

● 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PE为33/29/25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	253.05	292.76	345.26
归母净利润同比(%)	40.52%	10.14%	49.84%	15.70%	17.93%
ROE(%)	7.81%	8.08%	10.70%	11.13%	11.71%
每股收益(元)	0.28	0.31	0.47	0.54	0.64
市盈率(P/E)	55.23	50.15	33.47	28.93	24.53

资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价：15.67元

基本数据

52周最高/最低价(元)：19.3/9.25

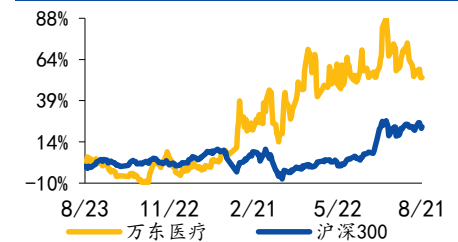
A股流通股(百万股)：540.82

A股总股本(百万股)：540.82

流通市值(百万元)：8474.59

总市值(百万元)：8474.59

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1457	1486	2059	2355	2684
现金	350	503	862	1091	1368
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	966
长期投资	14	15	14	14	14
固定资产	196	176	168	156	142
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	3023	3314	3650
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	943	1209	1527
归属母公司股东权益	1965	2089	2365	2630	2949
负债和股东权益	2439	2566	3023	3314	3650

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	76	95	60	235	281
净利润	149	165	247	288	341
折旧摊销	39	41	31	32	32
财务费用	-20	-21	-6	-6	-9
投资损失	-14	-17	-15	-18	-20
营运资金变动	-114	-137	-395	-47	-37
其他经营现金流	35	64	197	-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	179	-22	-17
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	29	-22	-17
现金净增加额	-193	189	360	228	278

利润表

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
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	-6	-9
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	391
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	333	394
所得税	24	26	40	46	52
净利润	149	165	247	288	341
少数股东损益	-4	-4	-6	-5	-4
归属母公司净利润	153	169	253	293	345
EBITDA	196	209	314	359	414
EPS (元)	0.28	0.31	0.47	0.54	0.64

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
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%	52.6%	15.6%	17.5%
归属母公司净利润(%)	40.5%	10.1%	49.8%	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%	21.7%
ROE(%)	7.8%	8.1%	10.7%	11.1%	11.7%
ROIC(%)	13.4%	20.9%	23.6%	27.2%	31.9%
偿债能力					
资产负债率(%)	17.3%	14.9%	18.8%	18.1%	17.0%
净负债比率(%)	1.00%	0.11%	26.40%	24.99%	24.18%
流动比率	3.77	4.19	3.80	4.12	4.53
速动比率	3.23	3.61	3.26	3.55	3.95
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.39	0.48	0.46	0.46
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	4.37	4.86	5.45
估值比率					
P/E	55.23	50.15	33.47	28.93	24.53
P/B	4.31	4.05	3.58	3.22	2.87
EV/EBITDA	39	36	24	21	18

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告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