

业绩持续快速增长，影像设备全产品线布局

投资要点

- **业绩持续快速增长，盈利能力持续提升。**2018 年以来单季度收入增速持续提升，估计与收入占比超过 70%的核心产品 DR 和 MRI 持续放量有关。参照中报 DR 销量收入增长 25%和 MRI 收入增长 50%，估计三季报增速基本相当。DR 主要是受益于公司品牌知名度提升和基层集中采购中标带来销量快速增长，MRI 处在放量阶段，逐步进入新市场新医院，仍将保持快速增长。从盈利能力来看，毛利率提升 0.80pp 至 44.46%，净利率提升 2.91pp 至 13.65%。
- **国内医学影像设备国产化比例低，中低端产品在基层医院逐步突破。**医学影像设备技术复杂研发难度高，市场一直由进口产品垄断，市占率超过 70%。如 CT、MRI、超声等产品国产化比例更是仅在 10%左右。分级诊疗推动基层医疗机构建设，医疗器械集中招标采购项目纷纷落地，对影像设备性能要求低对成本效益更敏感，国产产品凭借价格优势获得中标，在乡镇卫生院、县级医院等基层医疗机构的中低端影像设备配置中获得突破。随着国内技术成熟，有望向三级医院的中高端产品领域进军，逐步实现进口替代。
- **万东医疗影像设备产品线最全，DR 和超声处在领先地位。**公司拥有 X 线（DR、DSA 等）、CT、MRI 产品，并通过并购基金投资参股百胜医疗获得高端彩超和骨骼肌肉 MRI 产品，产品线最丰富。在 DR 领域，公司销量和收入规模都处在行业第一位，具有极强的品牌影响力，过去 2 年中标多个省市的集中采购项目。在超声领域，百胜医疗彩超在全球排名第六位，借助万东渠道有望加快在中国市场扩张步伐。在 MRI 领域，万东拥有全身诊断 MRI，百胜拥有四肢诊断 MRI，产品线协同，而且能够借助双方渠道扩大国内外销售网络，充分发挥产品和渠道协同作用。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.27 元、0.38 元、0.50 元，对应 PE 分别为 32 倍、23 倍、17 倍。参照医疗器械行业平均估值，给予公司 2019 年 31 倍 PE，对应目标价 11.78 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**影像设备销售或不达预期的风险；万里云推进或不达预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	883.96	1067.76	1303.74	1569.53
增长率	8.67%	20.79%	22.10%	20.39%
归属母公司净利润（百万元）	109.12	147.33	202.94	270.35
增长率	52.52%	35.02%	37.74%	33.22%
每股收益 EPS（元）	0.20	0.27	0.38	0.50
净资产收益率 ROE	5.32%	7.00%	9.32%	11.91%
PE	43	32	23	17
PB	2.48	2.42	2.34	2.24

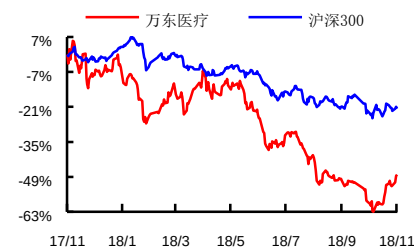
数据来源：Wind，西南证券

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：周平
 执业证号：S1250517080004
 电话：023-67791327
 邮箱：zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.41
流通 A 股(亿股)	4.85
52 周内股价区间(元)	6.19-17.94
总市值(亿元)	47.16
总资产(亿元)	23.28
每股净资产(元)	3.52

相关研究

万东医疗是国内领先的影像设备生产企业，拥有 X 线、CT、MRI 产品，并通过并购基金（万东医疗出资比例 18%，第一大股东鱼跃科技出资比例 17%，第二大股东俞榕控制企业天亿集团出资比例 16%，第三大股东云锋创新实际出资 31%）投资参股百胜医疗获得高端彩超和 MRI 产品。在 X 线市场，万东的平板 DR 市占率排名第一，品牌知名度持续提升，DSA、乳腺、胃肠影像产品都有巨大的成长空间。在 CT 和 MRI 领域，公司最近几年推出的新产品正在高速放量阶段。

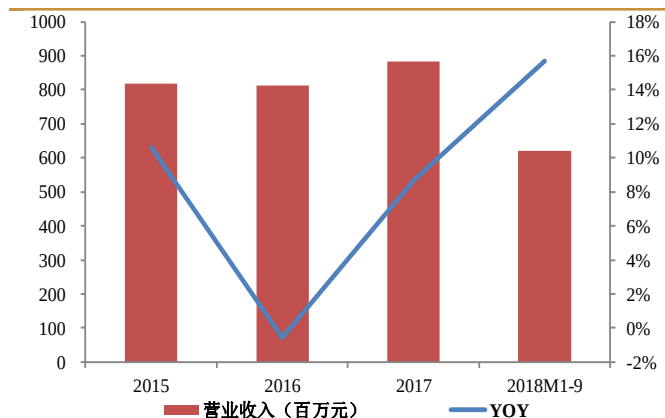
表 1：万东医疗医学影像产品线

类别	产品
X 线	DR
	DSA
	平板胃肠系统
	数字乳腺 X 摄影系统
	移动式 X 射线机
CT	16 排 CT
MRI	超导 MRI
	永磁 MRI
	肌肉骨骼专用 MRI（百胜医疗）
超声	彩超（百胜医疗）

数据来源：万东医疗公告，西南证券整理

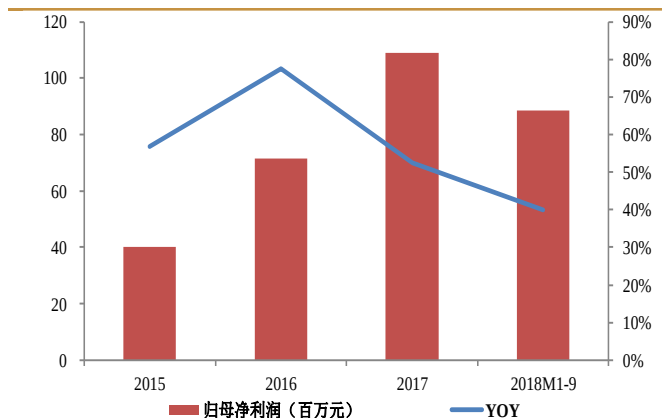
近年来，公司业务保持稳定增长，2015-2017 年收入和归母净利润复合增速分别为 6% 和 62%。2018 年三季报收入增速达到 16%，归母净利润增速达到 40%。

图 1：公司收入增长趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

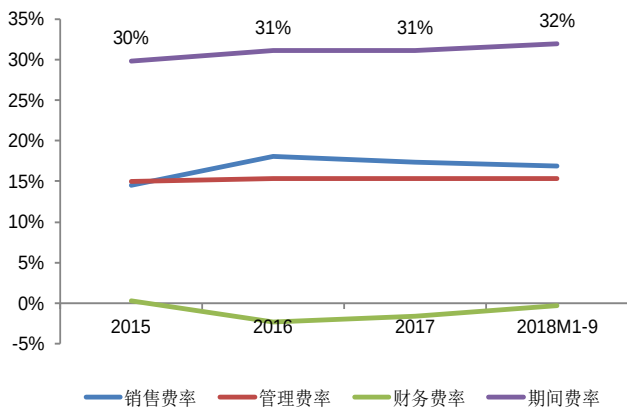
图 2：公司归母净利润增长趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

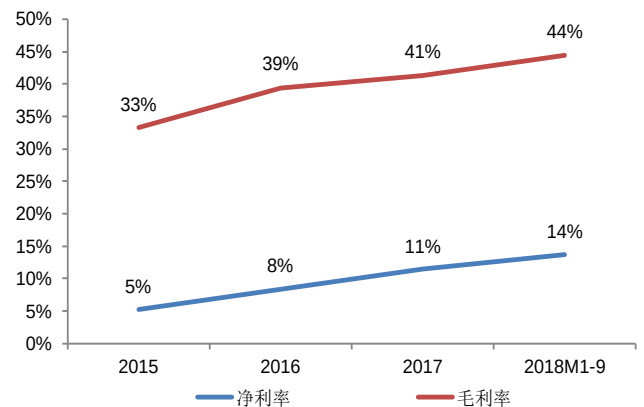
公司期间费用略有提升，销售费率和管理费率比较稳定，财务费用的利息收入略有波动。鱼跃医疗控股以来，公司盈利能力持续改善，毛利率从 2015 年的 33% 提升至 2018 年三季报的 44%，净利率从 2015 年的 5% 提升至 2018 年三季报的 14%。

图 3：公司期间费率变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

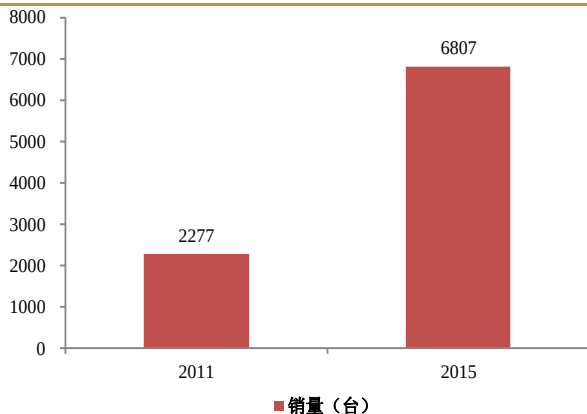
图 4：公司盈利能力变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

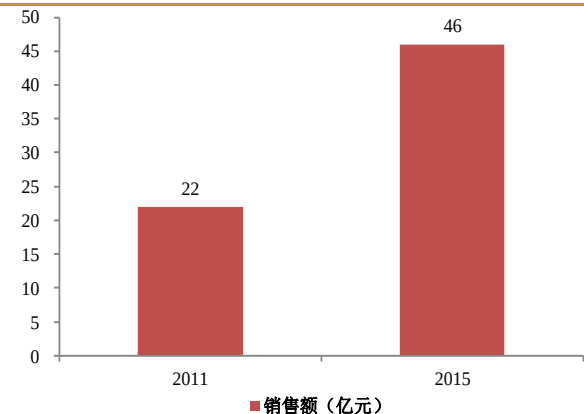
中国医学装备协会发布的报告显示中国平板 DR 销量从 2011 年的 2277 台增长到 2015 年的 6807 台，复合增速高达 31%，销售额从 2011 年的 22 亿元增长到 2015 年的 46 亿元，复合增速高达 20%。

图 5：中国平板 DR 销量增长趋势



数据来源：中国医学装备协会，西南证券整理

图 6：中国平板 DR 销售额增长趋势



数据来源：中国医学装备协会，西南证券整理

随着分级诊疗制度推行，国家大力推行基层医疗机构建设，各省纷纷组织基层医疗机构医疗器械集中采购招标，2017 年万东医疗中标了湖南、宁夏、贵州等省的平板 DR 采购项目，虽然中标单价有所降低，但整体收入和盈利能力都有明显提升。预计其他各省也会陆续开展，万东医疗的平板 DR 属于优秀国产医疗设备目录，技术和品牌知名度都在行业内排名第一，后续有望中标更多项目保持快速放量。

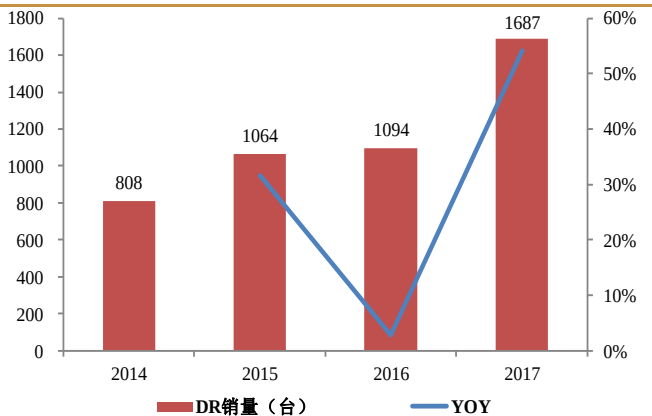
表 2：万东医疗平板 DR 中标情况

时间	省市	中标台数	中标金额 (万元)	中标单价 (万元)
2017	湖南	110	2563	23.3
2017	贵州	399	9835	24.6
2017	宁夏	48	1238	25.8

数据来源：各省招标网站，西南证券整理

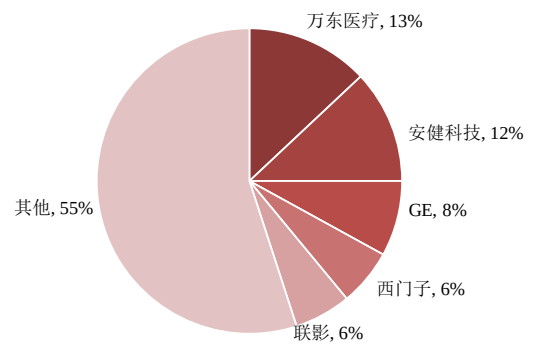
2017 年万东医疗的平板 DR 销量达到 1687 台，收入约 5 亿，销量和销售额都排名第一。

图 7：万东医疗平板 DR 销量增长趋势



数据来源：万东医疗公告，西南证券整理

图 8：中国平板 DR 市场竞争格局



数据来源：中国医学装备协会，西南证券整理

万东医疗通过并购基金参股百胜医疗。百胜医疗是全球领先的医疗器械生产商，位列全球前十大超声设备供应商中第六名，其中在意大利和西班牙占据市场份额第一；在专科 MRI 细分市场方面是全球绝对领导者，占据 30% 的市场份额，在彩超、超声探头、专用 MRI 和医用成像软件等方面拥有 180 余项专利。

表 3：万东医疗通过并购基金参股百胜医疗

并购基金合伙人	出资金额 (万元)	出资比例
上海自贸区股权投资基金管理有限公司	1	0.0006%
万东医疗	28010	18%
鱼跃科技 (控股股东)	26609	17%
天亿集团 (二股东俞熔控股)	24898	16%
云锋麒晖 (三股东云锋新创出资 99%)	47772	31%
上海自贸试验区三期股权投资基金合伙企业	19607	13%
上海康达医疗器械集团股份有限公司	3112	2%
宁波信达华建投资有限公司	5602	4%
合计	155611	100%

数据来源：万东医疗公告，西南证券整理

2016 年百胜医疗实现收入 2.7 亿欧元和净利润 520 万欧元，近年来业务比较稳定。参股百胜医疗能够与万东医疗在产品线和销售渠道上形成双重互补。

产品线互补

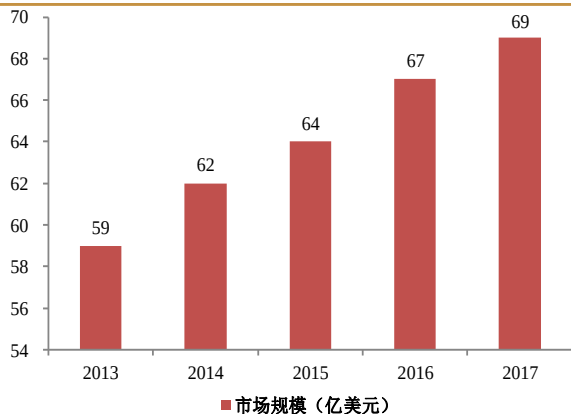
- ✓ 万东医疗拥有大型 MRI 用于全身诊断，百胜医疗专精四肢 MRI；
- ✓ 百胜医疗超声产品在全球排名第 6 位，能够进一步丰富万东医疗的影像设备组合。

渠道互补

- ✓ 百胜医疗主要在全球市场销售，在意大利和西班牙市占率第一，能够帮助万东产品走向国际市场；

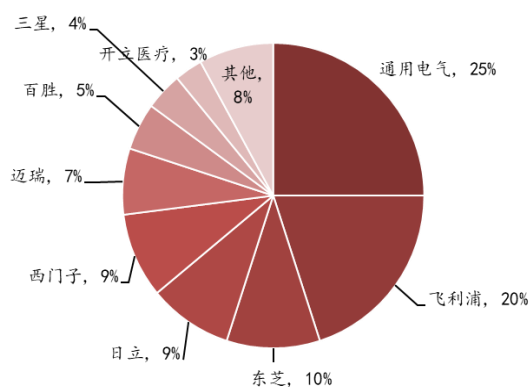
- ✓ 百胜医疗在国内业务较少主要集中在三级医院，万东医疗主要集中在二级和基层医院，双方携手能够实现渠道全覆盖。

图 9：全球超声市场规模增长趋势



数据来源：IHS，西南证券整理

图 10：全球超声市场企业格局



数据来源：中国医学装备协会，西南证券整理

关键假设：

- 假设 1：假设 2018-2020 年 DR 销量增速维持在 20%；
- 假设 2：假设 2018-2020 年 MRI 销量增速分别为 40%、40%、30%。

表 4：公司收入成本分拆表

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
合计				
营业收入	884.0	1067.8	1303.7	1569.5
yoy	9%	20.8%	22.1%	20.4%
毛利率	41%	45.4%	46.3%	47.2%
医疗器械				
收入	808.0	988.0	1220.0	1481.6
yoy	5%	22.3%	23.5%	21.4%
毛利率	40%	45.0%	46.0%	47.0%
医疗器械-DR				
收入	500.0	600.0	720.0	864.0
yoy	39%	20.0%	20.0%	20.0%
医疗器械-MRI				
收入	200.0	280.0	392.0	509.6
yoy	11%	40.0%	40.0%	30.0%
医疗器械-其他医疗器械				
收入	108.0	108.0	108.0	108.0
yoy	-54%	0%	0%	0%
其它				
收入	76.0	79.8	83.7	87.9

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
yoy	220%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	51%	51.0%	51.0%	51.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.27 元、0.38 元、0.50 元，对应 PE 分别为 32 倍、23 倍、17 倍。参照医疗器械行业平均估值，给予公司 2019 年 31 倍 PE，对应目标价 11.78 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值分析

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			归母净利润 YOY			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
300760.SZ	迈瑞医疗	1360	2589	3489	4421	62%	35%	27%	53	39	31
300003.SZ	乐普医疗	573	899	1328	1726	32%	48%	30%	64	43	33
300529.SZ	健帆生物	186	284	392	516	41%	38%	32%	65	47	36
300633.SZ	开立医疗	124	190	266	363	46%	40%	37%	65	47	34
603658.SH	安图生物	260	447	591	777	28%	32%	32%	58	44	34
300326.SZ	凯利泰	71	195	304	305	23%	56%	0%	36	23	23
002901.SZ	大博医疗	137	296	374	485	35%	26%	30%	46	37	28
可比公司平均值									55	40	31

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	883.96	1067.76	1303.74	1569.53	净利润	101.10	136.51	188.03	250.49
营业成本	518.50	582.48	699.83	828.33	折旧与摊销	35.59	17.03	18.13	19.13
营业税金及附加	11.39	12.72	16.03	19.25	财务费用	-14.63	-13.13	-15.65	-18.02
销售费用	153.70	170.84	195.56	219.73	资产减值损失	24.78	20.00	20.00	20.00
管理费用	135.72	160.16	195.56	235.43	经营营运资本变动	-192.33	-67.49	-128.27	-149.50
财务费用	-14.63	-13.13	-15.65	-18.02	其他	-32.22	-48.82	-48.16	-49.95
资产减值损失	24.78	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	-77.70	44.10	34.09	72.16
投资收益	24.40	26.00	29.00	30.00	资本支出	2.44	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-139.56	200.89	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-137.13	180.89	0.00	0.00
营业利润	116.84	160.68	221.41	294.80	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.91	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	118.75	160.68	221.41	294.80	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	17.65	24.17	33.38	44.31	支付股利	-57.94	-88.38	-119.33	-164.36
净利润	101.10	136.51	188.03	250.49	其他	-7.95	12.22	15.65	18.02
少数股东损益	-8.01	-10.82	-14.91	-19.86	筹资活动现金流净额	-65.89	-76.15	-103.68	-146.35
归属母公司股东净利润	109.12	147.33	202.94	270.35	现金流量净额	-279.23	148.83	-69.59	-74.19
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	538.27	687.10	617.51	543.32	成长能力				
应收和预付款项	346.41	344.13	432.02	529.72	销售收入增长率	8.67%	20.79%	22.10%	20.39%
存货	175.22	201.01	242.31	288.40	营业利润增长率	138.11%	37.52%	37.79%	33.15%
其他流动资产	531.48	423.49	517.09	622.51	净利润增长率	47.84%	35.02%	37.74%	33.22%
长期股权投资	14.24	20.24	29.24	39.24	EBITDA 增长率	118.08%	19.43%	36.03%	32.17%
投资性房地产	47.34	47.34	47.34	47.34	获利能力				
固定资产和在建工程	181.41	186.90	191.28	194.66	毛利率	41.34%	45.45%	46.32%	47.22%
无形资产和开发支出	69.58	67.16	64.74	62.33	三费率	31.09%	29.77%	28.80%	27.85%
其他非流动资产	417.79	417.69	417.60	417.50	净利率	11.44%	12.78%	14.42%	15.96%
资产总计	2321.74	2395.07	2559.13	2745.02	ROE	5.32%	7.00%	9.32%	11.91%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.35%	5.70%	7.35%	9.13%
应付和预收款项	347.51	367.96	452.96	541.37	ROIC	12.15%	14.88%	18.11%	20.81%
长期借款	4.20	4.20	4.20	4.20	EBITDA/销售收入	15.59%	15.41%	17.17%	18.85%
其他负债	68.27	73.91	84.27	95.61	营运能力				
负债合计	419.97	446.08	541.42	641.18	总资产周转率	0.39	0.45	0.53	0.59
股本	540.82	540.82	540.82	540.82	固定资产周转率	4.68	6.25	7.28	8.53
资本公积	822.34	822.34	822.34	822.34	应收账款周转率	3.83	3.64	3.95	3.83
留存收益	480.32	539.28	622.89	728.88	存货周转率	3.15	2.95	3.04	3.02
归属母公司股东权益	1844.39	1902.44	1986.05	2092.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.95%	—	—	—
少数股东权益	57.38	46.56	31.65	11.80	资本结构				
股东权益合计	1901.77	1949.00	2017.70	2103.83	资产负债率	18.09%	18.62%	21.16%	23.36%
负债和股东权益合计	2321.74	2395.07	2559.13	2745.02	带息债务/总负债	1.00%	0.94%	0.78%	0.66%
					流动比率	4.05	3.95	3.51	3.23
					速动比率	3.60	3.47	3.04	2.76
					股利支付率	53.10%	59.98%	58.80%	60.80%
					每股指标				
					每股收益	0.20	0.27	0.38	0.50
					每股净资产	3.52	3.60	3.73	3.89
					每股经营现金	-0.14	0.00	0.00	0.00
					每股股利	0.11	0.16	0.22	0.30
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	137.81	164.59	223.89	295.91					
PE	43.22	32.01	23.24	17.44					
PB	2.48	2.42	2.34	2.24					
PS	5.33	4.42	3.62	3.00					
EV/EBITDA	26.29	21.11	15.83	12.23					
股息率	1.23%	1.87%	2.53%	3.49%					

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
增持：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-10%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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@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
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn