

2025年01月23日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

147

联影医疗(688271.SZ)

买进 (Buy)

高端医疗设备龙头，看好国内业务恢复及海外业务拓展

公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2025/1/22)	122.32
上证指数(2025/1/22)	3213.62
股价 12 个月高/低	151.86/91.91
总发行股数(百万)	824.16
A 股数(百万)	593.30
A 市值(亿元)	725.72
主要股东	联影医疗技术集团有限公司 (20.33%)
每股净值(元)	23.33
股价/账面净值	5.24
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-3.7 -1.2 -8.6

近期评等

日期	收盘价	评级
----	-----	----

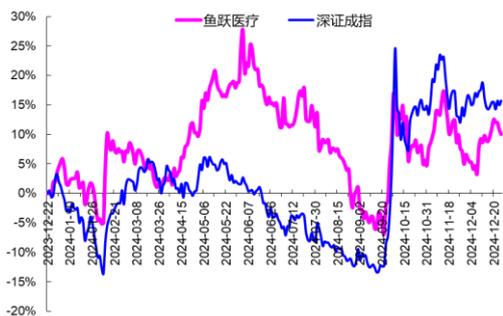
产品组合

销售医学影像诊断及放射治疗设备	87.8%
维保服务	9.5%
软件业务	1.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0%
一般法人	0%

股价相对大盘走势



结论及建议:

➤ **高端医疗器械龙头，研发立足，产品国际领先:** 联影医疗成立于 2011 年，是国内高端医疗器械龙头，产品涉及 CT、MR、MI（分子影像系统）、XR 等影像检测设备以及 RT（医用直线加速器）放射治疗设备，与国际三巨头（GE 医疗、西门子医疗、飞利浦医疗，后续合并简称“GPS”）产品线基本一致。公司管理层大多来自国际三巨头公司，公司也以研发立足，2023 年研发人员占比高达 40%，2020-2023 年研发投入 CAGR 超过 30%，2024 年前三季度研发投入占营收比重高达 19%，高于“GPS”三巨头，并且，公司多核心部件自研，2023 年综合毛利率高达 48%，高于“GPS”（同年 GE 医疗为 41%、西门子医疗为 36%、飞利浦医疗为 41%）。公司目前是全球少数几家可以掌握 5.0T 及以上高场技术的企业，可生产 320 排 640 层的超高端 CT uCT 960+、行业首款超高场全身成像核磁共振 uMR Jupiter 5T，行业首款具有 4D 全身动态扫描功能的 PET/CT 产 uEXPLORER（Total-body PET/CT），行业首款诊断级 CT 引导的一体化放疗加速器 uRT-linac 一体化 CT 直线加速器，产品技术已达国际领先水平。

➤ **国内业务短期受影响，看好后续恢复增长:** 公司目前营收主要来自于国内市场，2024 年前三季度国内营收占比达 80%。公司产品竞争力较强，国产替代下市占率快速提升。按销售额统计，公司 2023 年 CT、MR、DR 市场份额分别达到 24%、22%、15%，相较 2019 年的 8%、8%、7%有明显提升。近年医疗行业整顿使得采购进度有所放缓，受此影响公司 2024 年前三季度营收 69.5 亿元，YOY-6.4%，归母净利润 6.7 亿元，YOY-36.9%，但从 2024 年 11 月以来的招标来看，已现恢复迹象，叠加 2023 版大型医用设备配额许可管理目录管控宽松，超长期国债推动的设备更新政策逐步落地，我们认为公司国内业务将在 2025 年得到恢复。

➤ **国际业务积极开拓，增长潜力较大:** 公司在积极开拓国际市场，2024 年前三季度国外营收同比增长 37%，收入占比已达 20%。截止 24H1，公司已有 40 款产品通过了 CE 认证，47 款通过了美国 FDA 501(k)，已有 3.1 万台/套产品入驻全球超 1.3 万家医疗及科研机构，覆盖超过 75 个国家和地区，公司通过高端产品成功破冰美国、日本、欧洲等发达国家和地区，通过中端及性价比产品抢占新兴市场，产品认可度较高，我们看好公司国际业务的快速增长。

➤ **维保服务收入占比提升，将持续拉动毛利率提升:** 2024 年前三季度维修服务营收 9.7 亿元，YOY+27%，营收占比为 14%，主要受益于装机量的不断提升。但对比行业巨头“GPS”约 45%的营收占比，还有明显的提升空间。由于维保服务毛利率较高（2024H1 公司维保服务毛利率为 62%），我们认为随着后续装机量的上升，维保收入占比也将不断扩大，高毛利率将拉动公司综合毛利率的提升。

➤ **盈利预计及投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年分别实现净利润 12.1 亿元、16.1 亿元、19.7 亿元，yoy 分别-38.8%、+33.0%、+22.6%，折合 EPS 分别为 1.5 元、2.0 元、2.4 元。当前股价对应的 PE 分别为 84 倍、63 倍、51 倍，公司作为高端医疗设备龙头，国内业务恢复在即，海外市场积极开拓，我们给予“买进”的投资建议。

风险提示: 关税政策变化影响；国内采购进度变化影响；行业监管政策影响

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1656	1974	1209	1608	1972
同比增减	%	16.86	19.21	-38.77	33.04	22.61
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.19	2.40	1.47	1.95	2.39
同比增减	%	11.73	9.59	-38.88	33.04	22.61
市盈率 (P/E)	X	55.85	50.97	83.39	62.68	51.12
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.25	0.22	0.29	0.36
股息率 (Yield)	%	0.16	0.20	0.18	0.24	0.29

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	9238	11411	10323	12677	14997
经营成本	4770	5879	5244	6259	7380
营业税金及附加	38	69	59	72	91
销售费用	1328	1770	1891	2155	2474
管理费用	431	561	614	697	825
财务费用	-99	-149	-78	-127	-150
投资收益	13	110	94	100	95
营业利润	1928	2142	1299	1692	2117
营业外收入	2	11	4	28	28
营业外支出	11	10	11	2	2
利润总额	1920	2142	1291	1718	2143
所得税	270	164	94	125	161
少数股东损益	-6	3	-12	-16	10
归母净利润	1656	1974	1209	1608	1972

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	10075	7584	6826	7850	8792
应收账款	2013	3228	3550	4261	4814
存货	3460	3893	4361	5146	5763
流动资产合计	20145	20228	22655	25374	28419
长期股权投资	40	73	77	81	85
固定资产	2116	2212	2345	2462	2585
在建工程	222	850	1700	2211	2763
非流动资产合计	4060	5108	5211	5315	5421
资产总计	24205	25336	27866	30688	33840
流动负债合计	6012	5798	6378	7016	7717
非流动负债合计	719	657	624	636	649
负债合计	6731	6455	7002	7652	8366
少数股东权益	-10	15	16	17	17
股东权益合计	17483	18866	20848	23020	25456
负债及股东权益合计	24205	25336	27866	30688	33840

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动所得现金净额	683	133	113	134	154
投资活动所用现金净额	-4689	-1565	-690	1131	1084
融资活动所得现金净额	10729	-662	-181	-241	-296
现金及现金等价物净增加额	6753	-2095	-758	1024	942

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。

1