

2023年04月28日

内销全线产品销售居前，海外市场积极布局

联影医疗(688271)

事件概述

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报告，2022 年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为 92.38/16.56/13.28 亿元，同比增长 27.36%/16.86%/13.91%；2023 年一季度实现营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为 22.13/3.3/2.77 亿元，同比增长 33.42%/7.68%/3.14%，业绩增长稳健。

►持续创新产品推出，全线产品在新增市场金额和台数占有率均排名前列

截止 2022 年底，公司已累计向市场推出 90 多款产品，2022 年 10 款产品获得国内 NMPA 注册，包括行业首款人体全身磁共振 uMRJupiter5T、业界最高时间分辨率 190 皮秒级的芯无极数字 PET/CTuMIPannoroma；公司产品已入驻全国超 1000 家三甲医院，公司全线产品在新增市场金额和台数占有率均排名前列，中高端以及超高端产品实现重大突破。按 2022 年度国内新增市场金额占有率口径，公司 CT、PET/CT、PET/MR 及 XR 产品均排名行业第一，MR 和 RT 亦属行业前列。

►积极布局全球市场

公司深耕海外市场和服务体系建设，客户群体已覆盖亚洲、美洲、欧洲、大洋洲、非洲等 50 多个国家和地区，境外业务比重已由 2021 年的 7.15% 提升至 11.94%，2022 年 39 款产品获得欧盟 CE 认证，可销往 60 余个国家和地区，37 款产品通过 FDA 认证，销售网络覆盖全球主要发达市场及新兴市场。此外公司在 27 个国家和地区新获当地产品注册，涉及 42 款产品。

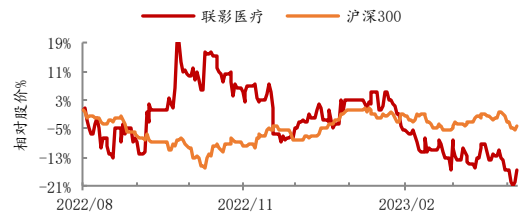
►投资建议

公司是国内医学影像龙头企业，考虑到费用率及产品结构等的变化，我们维持 2023-2024 年营业收入预测下调利润预期，新增 2025 年盈利预测，2023-2025 年实现营业收入为 116.64/144.27/176.57 亿元，分别同比增长 26.3%/23.7%/22.4%，对应归母净利润分别为 21.50/27.13/32.81 亿元（2023-2024 年原来预测为 23.64/28.77 亿元），分别同比增长 29.8%/26.2%/20.9%，对应每股收益分别为 2.61/3.29/3.98 元（2023-2024 年原来预测为 2.87/3.49 元），对应 2023 年 4 月 27 日 151.15 元的收盘价，PE 分别为 58/46/38 倍，维持“增持”评级。

风险提示

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	151.15
股票代码：	688271
52 周最高价/最低价：	218.0/140.5
总市值(亿)	1,245.71
自由流通市值(亿)	75.58
自由流通股数(百万)	50.00



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SACNO：S1120519110002

分析师：陈晨

邮箱：chenchen3@hx168.com.cn

SACNO：S1120521080004

相关研究

1. 【华西医药】联影医疗(688271)深度报告：创新主导核心技术自主可控，海内外双拓打开发展空间

2023.03.31

核心部件缺货或成本上升风险、销售不及预期风险、专利诉讼风险、核心技术被侵权或泄露风险、研发进度不及预期风险或研发成果未能契合临床需求风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,254	9,238	11,664	14,427	17,657
YoY (%)	25.9%	27.4%	26.3%	23.7%	22.4%
归母净利润(百万元)	1,417	1,656	2,150	2,713	3,281
YoY (%)	57.0%	16.9%	29.8%	26.2%	20.9%
毛利率 (%)	49.4%	48.4%	48.5%	48.8%	49.0%
每股收益 (元)	1.96	2.19	2.61	3.29	3.98
ROE	28.1%	9.5%	11.2%	12.4%	13.0%
市盈率	77.12	69.02	57.93	45.92	37.97

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,238	11,664	14,427	17,657	净利润	1,650	2,142	2,703	3,269
YoY (%)	27.4%	26.3%	23.7%	22.4%	折旧和摊销	288	215	218	220
营业成本	4,770	6,007	7,387	9,005	营运资金变动	-1,312	3,828	-4,699	5,273
营业税金及附加	38	52	65	79	经营活动现金流	683	6,192	-1,773	8,768
销售费用	1,328	1,750	2,164	2,649	资本开支	-740	-30	-30	-30
管理费用	431	560	693	848	投资	-3,993	0	0	0
财务费用	-99	-141	-222	-190	投资活动现金流	-4,689	-30	-30	-30
研发费用	1,306	1,691	2,121	2,596	股权募资	10,795	0	0	0
资产减值损失	-75	0	0	0	债务募资	-15	0	0	0
投资收益	13	0	0	0	筹资活动现金流	10,729	-5	-5	-5
营业利润	1,928	2,493	3,145	3,803	现金净流量	6,753	6,156	-1,808	8,732
营业外收支	-8	0	0	0					
利润总额	1,920	2,493	3,145	3,803	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	270	350	442	534	成长能力				
净利润	1,650	2,142	2,703	3,269	营业收入增长率	27.4%	26.3%	23.7%	22.4%
归属于母公司净利润	1,656	2,150	2,713	3,281	净利润增长率	16.9%	29.8%	26.2%	20.9%
YoY (%)	16.9%	29.8%	26.2%	20.9%	盈利能力				
每股收益	2.19	2.61	3.29	3.98	毛利率	48.4%	48.5%	48.8%	49.0%
					净利率	17.9%	18.4%	18.8%	18.6%
					总资产收益率 ROA	6.8%	7.1%	8.8%	8.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	9.5%	11.2%	12.4%	13.0%
货币资金	10,075	15,782	13,974	22,706	偿债能力				
预付款项	198	451	554	675	流动比率	3.35	2.55	3.29	2.56
存货	3,460	3,674	5,099	5,596	速动比率	2.70	2.12	2.55	2.09
其他流动资产	6,411	6,411	7,537	7,709	现金比率	1.68	1.53	1.69	1.59
流动资产合计	20,145	26,318	27,164	36,686	资产负债率	27.8%	36.5%	29.1%	37.4%
长期股权投资	40	40	40	40	经营效率				
固定资产	2,116	1,961	1,801	1,636	总资产周转率	0.53	0.43	0.47	0.50
无形资产	860	859	858	857	每股指标 (元)				
非流动资产合计	4,060	3,875	3,687	3,497	每股收益	2.19	2.61	3.29	3.98
资产合计	24,205	30,192	30,851	40,182	每股净资产	21.21	23.28	26.57	30.55
短期借款	16	16	16	16	每股经营现金流	0.83	7.51	-2.15	10.64
应付账款及票据	2,193	7,067	4,320	9,561	每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	3,803	3,224	3,925	4,748	估值分析				
流动负债合计	6,012	10,306	8,261	14,324	PE	69.02	57.93	45.92	37.97
长期借款	0	0	0	0	PB	8.34	6.49	5.69	4.95
其他长期负债	719	719	719	719					
非流动负债合计	719	719	719	719					
负债合计	6,731	11,026	8,981	15,044					
股本	824	824	824	824					
少数股东权益	-10	-18	-27	-39					
股东权益合计	17,474	19,167	21,870	25,139					
负债和股东权益合计	24,205	30,192	30,851	40,182					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

陈晨：西交大制药工程、经济学复合背景，山大税务硕士，曾就职于渤海证券，2021年8月加入华西证券，主要负责医疗器械领域。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。