

联影医疗(688271)

报告日期: 2023年08月19日

高端突破持续, 海外占比稳升

——联影医疗 2023 年中报点评

投资要点

□ 业绩概况:

2023H1, 公司实现营业收入 52.71 亿元, 同比增长 26.35%; 归母净利润 9.38 亿元, 同比增长 21.19%; 扣非净利润为 7.87 亿元, 同比增长 14.44%。

2023Q2, 公司实现营业收入 30.58 亿元, 同比增长 21.69%; 归母净利润 6.08 亿元, 同比增长 30.03%; 扣非净利润为 5.10 亿元, 同比增长 21.66%。

□ 成长能力: 高端突破持续, MR 及 XR 表现亮眼

业务结构: 公司实现设备收入 46.26 亿元, 同比增长 22.92%, 设备收入占比 87.75%。其中, CT 业务线 20.94 亿元, 同比增长 7.30%, 其中中高端 CT 收入占比持续提升; MR 业务线 15.01 亿元, 同比增长 66.43%, 其中 3.0T 以上超高场 MR 在国内的新增市场占有率第一; MI 业务线 6.24 亿元, 同比增长 6.16%, 国内新增市场占有率保持领先态势; XR 业务线 3.23 亿元, 同比增长 46.26%; RT 业务线 0.84 亿元, 同比下降 17.27%; 此外, 公司服务收入 4.98 亿元, 同比增长 40.50%, 服务收入占比 9.45%。

渠道结构: 国内市场收入 45.54 亿元, 同比增长 25.46%。按 2023 年上半年国内新增市场金额口径统计, 公司各产品线排名均处于行业前列, 其中 CT 产品市场占有率排名第三、MR 产品市场占有率排名第三、MI 产品市场占有率排名第一、XR 产品(含固定 DR、移动 DR、乳腺 DR)市场占有率排名第一、RT 产品市场占有率排名第三。此外, 公司在基础医疗市场发货量同比增长超 100%, 千县工程医院发货量同比增长超 50%。国际市场收入 7.18 亿元, 同比增长 32.29%, 收入占比持续提升, 达 13.62%。值得注意的是, 公司高端化产线 MI 海外订单同比增长近 60%, 我们预计在高端产品的带动下, 其他产线在海外市场中也将有望得到较快发展。

研发持续: 2023H1 研发投入 9.15 亿元, 同比增长 56.96%, 研发投入占比 17.37% (同比提升 3.39pct)。医疗影像技术壁垒高筑, 公司持续注重研发投入以巩固公司在技术上的积累和优势, 为公司的创新突破和全球化发展提供了有力的保障, 我们持续看好公司在高端产品及高端市场突破的潜力。

我们认为, 作为国内医学影像领域最大的平台型企业, 联影医疗在高端设备上已拥有较强的技术储备, 其众多核心零部件均已实现自产自研, 并在该领域拥有较强的领先优势, 具有一定的稀缺性。随着高端新产品的持续推出, 公司国内市占率提升以及海外市场拓展已进入加速阶段, 考虑到贴息贷款以及配置证放宽等政策催化, 公司业绩有望持续保持高速增长, 我们看好在政策引导国产替代大环境下公司的长期成长空间。

□ 盈利能力: 毛利率提升明显, 费用率略有提升

2023H1, 公司销售毛利率为 48.71%, 同比提升 2.56pct, 我们预计主要与高毛利率的高端产品占比快速提升有关, 展望 2023H2, 我们认为公司毛利率提升趋势或将延续; 公司销售净利率为 17.83%, 同比下降 0.34pct。从费用端来看, 公司销售费用率 15.63%, 同比提升 2.96pct, 管理费用 4.68%, 同比提升 0.70pct, 研发费用率 16.79%, 同比提升 4.67pct。销售费用率提升主要系今年上半年诊疗复苏, 销售活动增加所致。整体来看, 我们预计 2023 年公司经营费用率基本稳定, 研发费用率仍旧有望维持较高水平。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 刘明
 执业证书号: S1230523080009
 liuming01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 131.22
总市值(百万元)	108,146.01
总股本(百万股)	824.16

股票走势图



相关报告

1 《谋局全球化的影像龙头》
 2023.06.21

经营质量: 2023H1, 公司经营性现金流净额为-5.11 亿元, 去年同期为-7.80 亿元, 已有小幅改善, 占经营活动净收益比例为-69.92%, 同比提升明显(2022 年中报-118.89%)。据公司 2023 年中报披露, 主要系报告期内公司业务增长, 各项经营活动现金收支均比去年同期有所增加, 净流出减少主要系销售回款增多所致。

□ 盈利预测与估值:

我们认为联影医疗在医疗影像领域拥有较强的领先优势, 且具有一定的稀缺性, 同时考虑到 2022 年底贴息贷款以及 2023 年初大型设备配置证放宽政策推动, 公司 2023-2025 业绩兑现有望超预期, 我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.47、3.17、3.83 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 53.2X、41.4X、34.3X, 维持“增持”评级。

□ 风险提示

关键核心技术被侵权的风险; 研发失败或无法产业化的风险; 实施集中采购的政策风险; 贸易摩擦及地区政治风险; 核心部件采购风险等。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9238.12	11773.82	14891.79	18527.85
(+/-)(%)	27.36%	27.45%	26.48%	24.42%
归母净利润	1656.08	2031.89	2611.73	3157.02
(+/-)(%)	16.86%	22.69%	28.54%	20.88%
每股收益(元)	2.01	2.47	3.17	3.83
P/E	65.30	53.22	41.41	34.26

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	20145	22471	25538	29432
现金	10075	12465	14220	16725
交易性金融资产	4022	4022	4022	4022
应收账款	2029	1708	2036	2373
其它应收款	83	35	59	98
预付账款	198	196	267	335
存货	3460	3581	4449	5470
其他	277	465	484	409
非流动资产	4060	4103	4251	4400
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	40	45	43	43
固定资产	2116	2133	2178	2228
无形资产	860	838	820	807
在建工程	222	282	388	458
其他	821	805	822	863
资产总计	24205	26574	29789	33833
流动负债	6012	6255	6844	7723
短期借款	16	16	16	16
应付款项	2193	2387	2595	3191
预收账款	0	0	0	0
其他	3803	3852	4233	4517
非流动负债	719	814	827	835
长期借款	0	0	0	0
其他	719	814	827	835
负债合计	6731	7069	7672	8558
少数股东权益	(10)	(10)	(10)	(10)
归属母公司股东权益	17483	19515	22127	25284
负债和股东权益	24205	26574	29789	33833

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	683	2689	2041	2676
净利润	1650	2032	2612	3157
折旧摊销	273	334	361	390
财务费用	(99)	(173)	(206)	(237)
投资损失	(13)	(35)	(36)	(28)
营运资金变动	314	583	59	225
其它	(1443)	(52)	(748)	(832)
投资活动现金流	(4689)	(472)	(493)	(407)
资本支出	(279)	(300)	(400)	(400)
长期投资	4	(5)	2	0
其他	(4414)	(167)	(95)	(8)
筹资活动现金流	10729	173	206	237
短期借款	(14)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	10743	173	206	237
现金净增加额	6723	2390	1755	2505

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9238	11774	14892	18528
营业成本	4770	5968	7416	9116
营业税金及附加	38	49	62	77
营业费用	1328	1766	2189	2724
管理费用	431	530	670	834
研发费用	1306	1825	2234	2779
财务费用	(99)	(173)	(206)	(237)
资产减值损失	169	116	170	244
公允价值变动损益	28	28	28	28
投资净收益	13	35	36	28
其他经营收益	592	610	620	630
营业利润	1928	2367	3042	3678
营业外收支	(8)	(3)	(4)	(5)
利润总额	1920	2364	3039	3673
所得税	270	332	427	516
净利润	1650	2032	2612	3157
少数股东损益	(6)	0	0	0
归属母公司净利润	1656	2032	2612	3157
EBITDA	2042	2530	3201	3833
EPS (最新摊薄)	2.01	2.47	3.17	3.83

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	27.36%	27.45%	26.48%	24.42%
营业利润	13.68%	22.73%	28.55%	20.89%
归属母公司净利润	16.86%	22.69%	28.54%	20.88%
获利能力				
毛利率	48.37%	49.31%	50.20%	50.80%
净利率	17.86%	17.26%	17.54%	17.04%
ROE	14.72%	10.99%	12.55%	13.32%
ROIC	8.62%	9.60%	10.95%	11.63%
偿债能力				
资产负债率	27.81%	26.60%	25.75%	25.30%
净负债比率	0.47%	0.44%	0.41%	0.36%
流动比率	3.35	3.59	3.73	3.81
速动比率	2.78	3.02	3.08	3.10
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.46	0.53	0.58
应收账款周转率	6.04	6.23	7.45	7.39
应付账款周转率	3.22	2.99	3.44	3.68
每股指标(元)				
每股收益	2.01	2.47	3.17	3.83
每股经营现金	0.83	3.26	2.48	3.25
每股净资产	21.21	23.68	26.85	30.68
估值比率				
P/E	65.30	53.22	41.41	34.26
P/B	6.19	5.54	4.89	4.28
EV/EBITDA	64.60	36.28	28.13	22.84

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>