

# 业绩快速增长，中高端占比持续提升

## 联影医疗(688271)

### 事件概述

公司发布 2023 年中报，2023 年上半年实现营业收入 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%。

其中，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%。

### ►业绩快速增长，中高端占比持续提升

分业务看，2023H1 公司影像及放疗设备营收 46.26 亿元 (+22.92%)，其中 CT 收入 20.94 亿元 (+7.30%)，中高端 CT 收入占比持续提升；MR 收入 15.01 亿元 (+66.43%)，3.0T 以上超高场 MR 在国内的新增市场占有率第一；MI 收入 6.24 亿元 (+6.16%)；XR 收入 3.23 亿元 (+46.26%)；RT 收入 0.84 亿元 (-17.27%)。维修服务收入 4.98 亿元 (+40.50%)，服务收入占比 9.45%。

### ►国内各产品线排名前列，国际化进展顺利

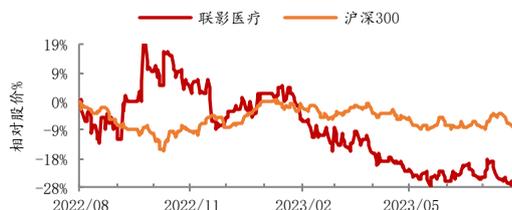
2023H1 国内市场收入 45.54 亿元 (+25.46%)，按上半年国内新增市场金额口径统计，公司各产品线排名均处于行业前列，其中 CT 产品市场占有率排名第三、MR 产品市场占有率排名第三、MI 产品市场占有率排名第一、XR 产品（含固定 DR、移动 DR、乳腺 DR）市场占有率排名第一、RT 产品市场占有率排名第三。2023H1 国际市场收入 7.18 亿元 (+32.29%)，收入占比提升至 13.62%。数字化 PET/CT 系统 uMI Panorama 入驻全美顶级癌症中心之一的 Huntsman Cancer Institute(HCI) Hospital；640 层 CT—uCT 960+ 装机于韩国顶级急诊医疗服务机构之一；欧洲顶级肿瘤诊疗中心 Maria Curie National Institute of Oncology，也引入了公司的数字光导 PET/CT uMI780。

### ►研发投入持续提升，巩固技术优势

2023H1 公司研发投入 9.15 亿元，同比增长 56.96%，研发投入占比 17.37%，同比提升 3.39pp。公司持续加大研发投入巩固了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。2023H1 公司新增知识产权申请 410 项，获得 492 项。截止 2023 年 6 月 30 日，公司累计向市场推出性能指标领先的产品数超 90 款，包括在欧洲放射学年会发布的行业首款 5.0T 全身成像高场磁共振 uMR Jupiter 5T 和 uAIFI 平台，在美国核医学与分子影像学会发布 uMI Panorama 的 PET/CT 系统以及全新高灵敏度高分辨率脑部 PET 系统 NeuroEXPLORER（美国联影与耶鲁大学、加州大学戴维斯分校

### 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：	131.22
股票代码：	688271
52 周最高价/最低价：	218.0/130.0
总市值(亿)	1,081.46
自由流通市值(亿)	773.28
自由流通股数(百万)	589.30



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话：

分析师：王睿

邮箱：wangrui5@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521070002

联系电话：

### 相关研究

1. 【华西医药】联影医疗点评报告：内销全线产品销售居前，海外市场积极布局

2023.04.28

2. 【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

合作)。2023H1 公司牵头的“十四五”国家重点研发计划“诊疗装备与生物医用材料”重点专项——光子计数能谱 CT 研发、磁共振引导的放疗直线加速器系统研发及临床验证项目正式开题启动。我们持续看好公司在高端产品及高端市场突破的潜力。

### 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 2023-2025 年营业收入预测下调利润预期，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 20.82/26.07/32.73 亿元（原预测为 21.50/27.13/32.81 亿元），分别同比增长 25.7%/25.2%/25.6%，对应每股收益分别为 2.53/3.16/3.97 元（原预测为 2.61/3.29/3.98 元），对应 2023 年 8 月 18 日 131.22 元的收盘价，PE 分别为 52/41/33 倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

核心部件缺货或成本上升风险、销售不及预期风险、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	2,082	2,607	3,273
YoY (%)	57.0%	16.9%	25.7%	25.2%	25.6%
毛利率 (%)	49.4%	48.4%	48.6%	49.0%	49.3%
每股收益 (元)	1.96	2.19	2.53	3.16	3.97
ROE	28.1%	9.5%	10.7%	11.8%	12.8%
市盈率	66.95	59.92	51.94	41.48	33.04

资料来源: wind, 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	2,098	2,602	3,275
YoY (%)	27.4%	26.3%	23.7%	22.4%	折旧和摊销	288	311	322	348
营业成本	4,770	5,996	7,356	8,955	营运资金变动	-1,312	1,351	-317	66
营业税金及附加	38	71	78	92	经营活动现金流	683	3,748	2,600	3,697
销售费用	1,328	1,691	2,164	2,649	资本开支	-740	-631	-610	-674
管理费用	431	525	692	822	投资	-3,993	-1	3	2
财务费用	-99	-106	-150	-182	投资活动现金流	-4,689	-697	-535	-605
研发费用	1,306	1,691	2,092	2,539	股权募资	10,795	19	0	0
资产减值损失	-75	-50	-60	-70	债务募资	-15	19	5	5
投资收益	13	58	72	67	筹资活动现金流	10,729	-166	5	4
营业利润	1,928	2,523	3,103	3,886	现金净流量	6,753	2,893	2,070	3,096
营业外收支	-8	-3	-4	-5					
利润总额	1,920	2,520	3,099	3,881	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	270	422	497	606	<b>成长能力</b>				
净利润	1,650	2,098	2,602	3,275	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	2,082	2,607	3,273	净利润增长率	16.9%	25.7%	25.2%	25.6%
YoY (%)	16.9%	25.7%	25.2%	25.6%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	2.19	2.53	3.16	3.97	毛利率	48.4%	48.6%	49.0%	49.3%
					净利率	17.9%	17.8%	18.1%	18.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	6.8%	7.5%	8.1%	8.7%
货币资金	10,075	12,968	15,038	18,134	净资产收益率 ROE	9.5%	10.7%	11.8%	12.8%
预付款项	198	197	265	329	<b>偿债能力</b>				
存货	3,460	3,841	4,823	6,034	流动比率	3.35	3.03	2.97	2.87
其他流动资产	6,411	6,433	7,149	7,929	速动比率	<b>2.70</b>	<b>2.46</b>	<b>2.37</b>	<b>2.27</b>
流动资产合计	20,145	23,439	27,275	32,427	现金比率	1.68	1.68	1.64	1.60
长期股权投资	40	41	38	35	资产负债率	27.8%	30.1%	30.8%	32.0%
固定资产	2,116	2,313	2,354	2,413	<b>经营效率</b>				
无形资产	860	993	1,148	1,328	总资产周转率	0.53	0.45	0.48	0.51
非流动资产合计	4,060	4,463	4,743	5,063	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	24,205	27,902	32,018	37,490	每股收益	2.19	2.53	3.16	3.97
短期借款	16	21	26	31	每股净资产	21.21	23.65	26.88	30.94
应付账款及票据	2,193	2,288	2,890	3,684	每股经营现金流	0.83	4.55	3.15	4.49
其他流动负债	3,803	5,422	6,270	7,596	每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,012	7,731	9,185	11,311	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	59.92	51.94	41.48	33.04
其他长期负债	719	676	676	676	PB	8.34	5.55	4.88	4.24
非流动负债合计	719	676	676	676					
负债合计	6,731	8,407	9,861	11,987					
股本	824	824	824	824					
少数股东权益	-10	6	1	3					
股东权益合计	17,474	19,496	22,158	25,503					
负债和股东权益合计	24,205	27,902	32,018	37,490					

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。

王睿：南京大学硕士，曾就职于华金证券，2021年7月加入华西证券，主要负责医疗器械行业。

### 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。