

## MR/XR 产品高增长，海外业务稳健推进

联影医疗(688271.SH)

**推荐**(维持评级)

### 核心观点:

- **事件:** 公司发布 2023 年半年报, 公司 2023 年 1-6 月实现营业收入 52.71 亿元 (+26.35%), 归母净利润 9.38 亿元 (+21.19%), 扣非净利润 7.87 亿元 (+14.44%), 经营性现金流-5.11 亿元; 2023 年 Q2 实现营业收入 30.58 亿元 (+21.69%), 归母净利润 6.08 亿元 (+30.03%), 扣非净利润 5.10 亿元 (+21.66%)。
- **业绩符合预期, 国内外布局稳步推进。** 公司国内实现收入 45.54 亿元 (+25.46%), 三甲医院发货量同比增长超 30%。基础医疗发货量同比增长超 100%, 千县工程医院发货量同比超 50%; 公司实现海外收入 7.18 亿元 (+32.29%), 收入占比达 13.62%, 海外装机用户数量增长接近 30%, 海外 MI 订单同比增长近 60%。公司业务在美国、欧洲和韩国都取得稳步进展。数字化 PET/CT 系统 uMI Panorama 正式入驻全美顶级癌症中心之一的 Huntsman Cancer Institute (HCI) Hospital; 装机于韩国顶级急诊医疗服务机构之一的 640 层 CT——uCT 960+ 将提升该院的影像技术水平; 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。公司累计 41 款产品通过 FDA 认证; 累计 39 款产品获得了欧盟 CE 认证。2023 上半年 44 款产品在 21 个国家和地区新获当地产品注册。
- **公司中高端产品高速增长, 其中 MR/XR 产品实现高增长, 产品市占率均保持前列。** 分产品来看, CT 业务线收入 20.94 亿元 (+7.30%); MR 业务线收入 15.01 亿元 (+66.43%); MI 业务线收入 6.24 亿元 (+6.16%); XR 业务线收入 3.23 亿元 (+46.26%); RT 业务线收入 0.84 亿元 (-17.27%); 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 MI、XR 产品市场占有率排名第一, CT、MR、RT 市场占有率排名第三。
- **公司持续高强度研发投入, 研发成果丰硕:** 公司上半年研发投入为 9.15 亿元 (+56.96%), 远高于收入增速, 研发投入占比 17.37%。公司累计提交专利申请数 7,593 项 (发明专利 6,229 项), 累计授权专利数 3,686 项 (发明专利 2,646 项)。公司新增知识产权申请 410 项, 获得 492 项; 公司拥有丰富的产品管线, 累计向市场推出 90 多款产品, 包括首款 5.0T 全身成像高场磁共振 uMR Jupiter 5T 和 uAIFI 平台、PET/CT 系统 uMI Panorama、全新高灵敏度高分辨率脑部 PET 系统: NeuroEXPLORER (NX)。
- **公司发布股权激励计划, 释放公司稳定发展的信心:** 8 月 14 日公司发布自上市以来首份股权激励计划, 拟向激励对象授予 400 万股限制性股票, 计划首次授予激励对象 1,595 人, 此举有利于建立、健全公司长效激励机制, 吸引和留住优秀人才, 充分调动公司员工的积极性; 此外, 公司股东及董监高等自愿延长锁定期, 承诺自 2023 年 8 月 21 日起延长 6 个月, 此举有利于支持公司持续、稳定、健康发展, 并

### 分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

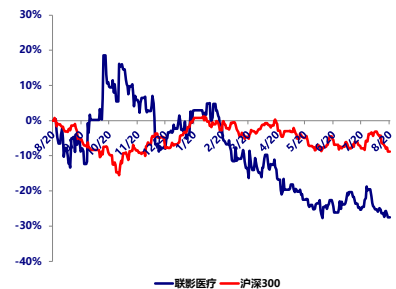
### 市场数据

2023/8/20

A 股收盘价(元)	131.22
A 股一年内最高价(元)	217.68
A 股一年内最低价(元)	129.81
沪深 300	3784.00
市盈率	59.42
总股本(万股)	82415.80
实际流通 A 股(万股)	5000.00
限售的流通 A 股(万股)	77415.80
流通 A 股市值(亿元)	65.61

资料来源: 中国银河研究部整理

### 相对沪深 300 表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 相关研究

【银河医药】公司点评\_22 年报及 23 年一季报  
点评: 高端产品持续突破, 医疗装备龙头前景广阔

增加广大投资者信心。

- **投资建议：**联影医疗作为国产医疗影像设备制造龙头，拥有丰富全面的产品线和先进的产品性能。短期国内市场配置证放宽的政策催化，中长期自下而上的国产替代、广阔的海外市场为公司长期成长提供动力。我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 116.88/149.99/185.37 亿元，归母净利润为 20.65/26.35/32.25 亿元，同比增长 24.70%/27.58%/22.41%，EPS 分别为 2.51/3.20/3.91 元，股价对应 2023-2025 年 PE 为 52/41/34 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**国际化经营及业务拓展不及预期的风险、经销模式下的业务合作的风险

### 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9238.12	11687.61	14999.01	18536.94
收入增长率%	27.36	26.51	28.33	23.59
归母净利润（百万元）	1656.08	2065.20	2634.85	3225.42
利润增速%	16.86	24.70	27.58	22.41
毛利率%	48.37	48.47	48.54	48.53
摊薄 EPS(元)	2.01	2.51	3.20	3.91
PE	65.30	52.37	41.04	33.53
PB	6.19	5.58	4.91	4.28
PS	11.71	9.25	7.21	5.83

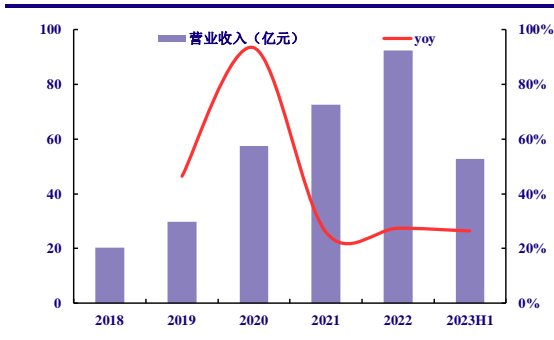
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 一、业绩稳健增长，中高端产品增速显著

2023 年上半年公司实现营收 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 7.87 亿元，同比增长 14.44%，经营性现金流-5.11 亿元；2023 年 Q2 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 5.10 亿元，同比增长 21.66%。

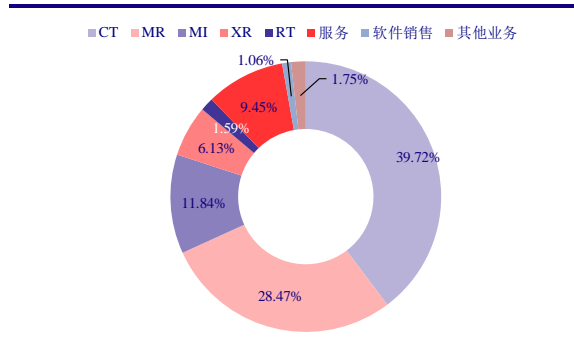
按产品业务条线，CT 业务线收入 20.94 亿元，同比增长 7.30%；MR 业务线收入 15.01 亿元同比增长 66.43%；MI 业务线收入 6.24 亿元，同比增长 6.16%；XR 业务线收入 3.23 亿元，同比增长 46.26%；RT 业务线收入 0.84 亿元，同比减少 17.27%，我们认为 RT 业绩下降的原因是受到季节性波动影响，随着增加放疗设备配置指标政策落地，预计下半年放疗业务会有较好的改善；按 2023 年上半年国内新增市场金额口径统计，公司各产品线排名均处于行业前列，其中 MI、XR 产品市场占有率排名第一，CT、MR、RT 市场占有率排名第三。公司实现服务收入 4.98 亿元，同比增长 40.50%，服务收入占比 9.45%。公司正从单纯的设备销售商向全方位的解决方案提供商转变，实现收入结构的多元化驱动。

图 1 联影医疗营业收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2 2023H1 联影医疗业务收入占比



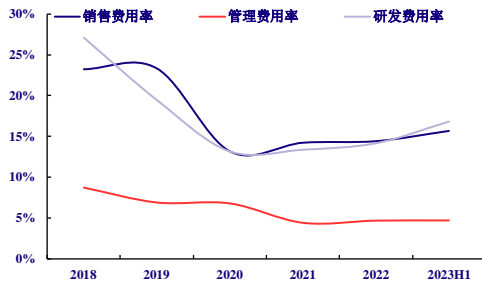
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 二、费用率小幅上涨，中高端产品销售带动毛利率提升

公司 2023 年上半年销售费用为 8.24 亿元，同比增加 55.90%，销售费用率为 15.63%，销售费用上涨主要系销售人力成本及差旅、会务费增加。管理费用为 2.47 亿元，同比增加 48.63 亿元，管理费用率为 4.69%，管理费用的增加主要系人力成本及咨询顾问费增加。研发费用为 8.85 亿元，同比增长 75%，研发费用率为 16.79%，研发费用率上涨主要系公司加大研发投入而带来的研发耗材及人力成本上涨所致。

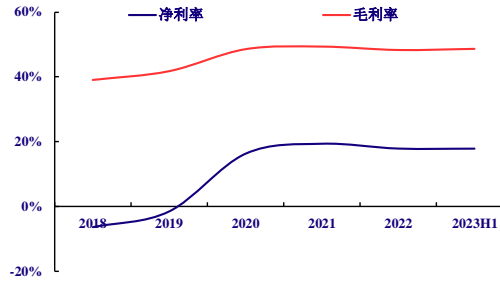
公司 2023 公司实现毛利率 48.7%，同比上升 2.5 个百分点，主要得益于公司高端和超高端产品销售占比的较快提升，公司实现净利率 17.83%，保持稳定。

图 3 2018-2023H1 联影医疗费用率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4 2018-2023H1 联影医疗毛利率与净利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
<b>流动资产</b>	<b>20144.56</b>	<b>23188.01</b>	<b>28460.80</b>	<b>33247.86</b>	营业收入	9238.12	11687.61	14999.01	18536.94
现金	10075.08	12548.83	14448.52	18257.97	营业成本	4770.00	6022.50	7719.15	9540.70
应收账款	2013.05	1924.12	3295.21	3361.20	营业税金及附加	38.35	48.52	62.27	76.95
其它应收款	82.69	181.20	174.13	285.61	营业费用	1327.68	1671.33	2129.86	2613.71
预付账款	197.80	249.74	327.82	414.72	管理费用	430.60	537.63	674.96	815.63
存货	3460.21	3859.90	5736.85	6389.54	财务费用	-98.73	0.00	0.00	0.00
其他	4315.73	4424.22	4478.28	4538.82	资产减值损失	-74.75	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>4059.95</b>	<b>3794.02</b>	<b>3524.49</b>	<b>3265.52</b>	公允价值变动收益	28.50	0.00	0.00	0.00
长期投资	40.03	40.03	40.03	40.03	投资净收益	12.67	23.38	30.00	37.07
固定资产	2116.33	2010.66	1894.09	1768.39	营业利润	1928.24	2402.50	3062.86	3747.48
无形资产	860.24	752.09	643.94	535.79	营业外收入	2.44	2.44	2.44	2.44
其他	1043.35	991.24	946.43	921.31	营业外支出	10.88	10.88	10.88	10.88
<b>资产总计</b>	<b>24204.52</b>	<b>26982.04</b>	<b>31985.29</b>	<b>36513.38</b>	利润总额	1919.80	2394.05	3054.42	3739.03
<b>流动负债</b>	<b>6011.77</b>	<b>6897.23</b>	<b>9275.18</b>	<b>10589.53</b>	所得税	269.71	336.34	429.11	525.29
短期借款	15.65	15.65	15.65	15.65	净利润	1650.09	2057.72	2625.30	3213.74
应付账款	1900.26	1845.47	2869.74	2852.15	少数股东损益	-6.00	-7.48	-9.54	-11.68
其他	4095.86	5036.11	6389.79	7721.73	归属母公司净利润	1656.08	2065.20	2634.85	3225.42
<b>非流动负债</b>	<b>719.24</b>	<b>719.24</b>	<b>719.24</b>	<b>719.24</b>	EBITDA	2076.21	2680.06	3337.39	4004.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	2.01	2.51	3.20	3.91
其他	719.24	719.24	719.24	719.24					
<b>负债合计</b>	<b>6731.01</b>	<b>7616.47</b>	<b>9994.42</b>	<b>11308.76</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	-9.77	-17.25	-26.79	-38.47	营业收入	27.36%	26.51%	28.33%	23.59%
归属母公司股东权益	17483.28	19382.82	22017.66	25243.09	营业利润	13.68%	24.60%	27.49%	22.35%
<b>负债和股东权益</b>	<b>24204.52</b>	<b>26982.04</b>	<b>31985.29</b>	<b>36513.38</b>	归属母公司净利润	16.86%	24.70%	27.58%	22.41%
					毛利率	48.37%	48.47%	48.54%	48.53%
					净利率	17.93%	17.67%	17.57%	17.40%
					ROE	9.47%	10.65%	11.97%	12.78%
					ROIC	8.73%	10.49%	11.78%	12.59%
					资产负债率	27.81%	28.23%	31.25%	30.97%
					净负债比率	38.52%	39.33%	45.45%	44.87%
					流动比率	3.35	3.36	3.07	3.14
					速动比率	2.70	2.74	2.39	2.48
					总资产周转率	0.38	0.43	0.47	0.51
					应收帐款周转率	4.59	6.07	4.55	5.51
					应付帐款周转率	4.86	6.33	5.23	6.50
					每股收益	2.01	2.51	3.20	3.91
					每股经营现金	0.83	3.23	2.32	4.63
					每股净资产	21.21	23.52	26.72	30.63
					P/E	65.30	52.37	41.04	33.53
					P/B	6.19	5.58	4.91	4.28
					EV/EBITDA	65.46	35.72	28.12	22.48
					PS	11.71	9.25	7.21	5.83

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院



### 分析师简介及承诺

**程培**，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系方式

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252612 [liyanyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyanyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐曼羚 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)