

联影医疗 (688271.SH)

增持
2022 年报及 2023 一季报点评：主营产品营收快速增长，海外营收占比持续提升

核心观点

2022 营收端稳健增长，利润端增速略放缓。2022 年营收 92.38 亿元 (+27.36%)，归母净利润 16.56 亿元 (+16.86%)，扣非归母净利润 13.28 亿元 (+13.91%)，毛利率 48.37% (-1.05pp)，净利率 17.86% (-1.49pp)。销售费用率 14.37% (+0.18pp)，研发费用率 14.14% (+0.79pp)，管理费用率 4.66% (+0.26pp)。利润端增速放缓主要系研发高支出及全球疫情供应链问题外购原材料价格波动所致。

2022 主营产品持续快速增长，产品组合优势逐步凸显。从营收结构看设备产品受益于公司不断加大研发投入，各业务线均保持双位数增长。2022 年 CT/MR/MI/XR/RT 收入分别同比增长 10.26%/35.33%/47.23%/15.95%/80.62%，其中 MI、MR 及 RT 业务线的同比增速均超 30%。维修服务收入同比增长 70.44%，主要获益于公司装机量不断累加使得服务收入呈高速增长趋势，产品组合效应优势逐步凸显。

2023Q1 营收端快速增长，研发费用率继续提升。2023 一季度营收 22.13 亿元 (+33.42%)，归母净利润 3.3 亿元 (+7.68%)，扣非归母净利润 2.77 亿元 (+3.14%)，毛利率 50.26% (+0.73pp)，净利率 14.71% (-3.48pp)，销售费用率 15.11% (+0.08pp)，研发费用率 18.64% (+5.05pp)，管理费用率 5.24% (+0.43pp)。

持续维持高研发投入，多款重磅产品推出。公司 2022 年研发投入高达 14.66 亿元，同比增长 39.89%，研发投入占比达 15.87%，研发人员占比达 42.29%。公司 2022 年共 10 款产品获批 NMPA 注册：包含行业首款人体全身磁共振 uMR Jupiter 5T，行业首款最高时间分辨率全芯无极数字 PET/CT uMI Panorama，智慧仿生微创介入手术系统 uAngio 960；共 39 款产品获批 CE；37 款产品获批 FDA；在 27 个国家和地区新获当地产品注册，涉及 42 款产品。

海外营收持续高增长，营收占比持续提升。2022 年境内收入 79.46 亿元 (+26.32%)，境外收入 10.78 亿元 (+110.83%)，海外收入占比由 7.15% 提升至 11.94%，疫情扰动下国际化持续快速推进。

风险提示：汇率波动的风险；研发进度不及预期的风险；外购部件受国际贸易摩擦供应不及预期的风险；海外业务经营的风险。

投资建议：维持“增持”评级。略微下调 23-24 年盈利预测、新增 25 年盈利预测。预计未来三年营收 117.88/149.10/184.19 亿元（增速 27.6%/26.5%/23.5%），原 23-24 年预测为 116.92/147.70 亿元，归母净利润 20.99/26.39/31.57 亿元（增速 26.7%/25.7%/19.6%），原 23-24 年预测为 22.97/28.91 亿元。当前股价对应 PE 分别为 57/45/38x 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,254	9,238	11,788	14,910	18,419
(+/-%)	25.9%	27.4%	27.6%	26.5%	23.5%
净利润(百万元)	1417	1656	2099	2639	3157
(+/-%)	57.0%	16.9%	26.7%	25.7%	19.6%
每股收益(元)	1.96	2.01	2.55	3.20	3.83
EBIT Margin	17.6%	18.5%	15.3%	15.4%	15.5%
净资产收益率 (ROE)	28.1%	9.5%	10.7%	11.9%	12.5%
市盈率 (PE)	74.5	72.5	57.2	45.5	38.0
EV/EBITDA	73.2	64.2	63.1	50.4	41.4
市净率 (PB)	20.95	6.87	6.14	5.41	4.74

公司研究 · 财报点评

医药生物 · 医疗器械

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyingling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	145.72 元
总市值/流通市值	120096/7286 百万元
52 周最高价/最低价	218.00/140.50 元
近 3 个月日均成交额	254.82 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

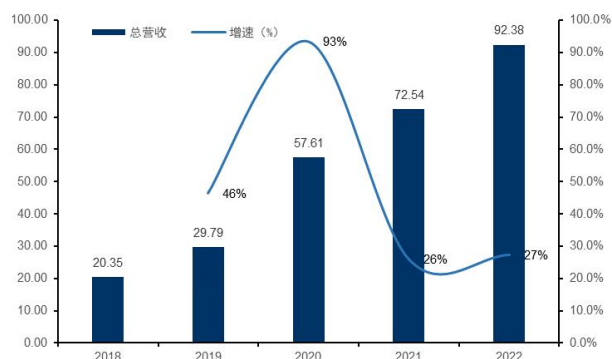
《联影医疗 (688271.SH) - 2022 年三季报点评：营收同比增长 6.66%，研发兑现与海外增长双向前进》——2022-11-01
 《联影医疗 (688271.SH) - 中国大型医疗设备龙头崛起》——2022-10-12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

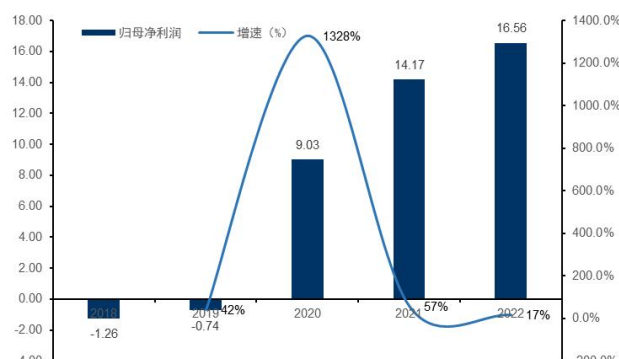
- ◆ **2022 营收端稳健增长，利润端增速略放缓。**2022 年营收 92.38 亿元（+27.36%），归母净利润 16.56 亿元（+16.86%），扣非归母净利润 13.28 亿元（+13.91%），毛利率 48.37%（-1.05pp），净利率 17.86%（-1.49pp）。销售费用率 14.37%（+0.18pp），研发费用率 14.14%（+0.79pp），管理费用率 4.66%（+0.26pp）。利润端增速放缓主要系全球疫情供应链问题及汇率导致的外购原材料价格波动以及高研发支出所致。
- ◆ **2022 主营产品持续快速增长，产品组合优势逐步凸显。**从营收结构看设备产品受益于公司不断加大研发投入，各业务线均保持双位数增长。2022 年 CT/MR/MI/XR/RT 收入分别同比增长 10.26%/35.33%/47.23%/15.95%/80.62%，其中 MI、MR 及 RT 业务线的同比增速均超 30%。维修服务收入同比增长 70.44%，主要获益于公司装机量不断累加使得服务收入呈高速增长趋势，产品组合效应优势逐步凸显。

图1：联影医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



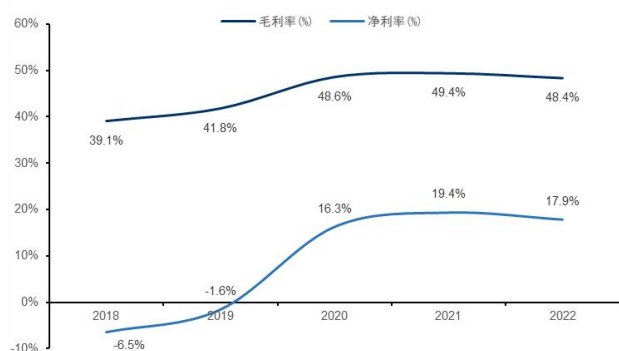
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：联影医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



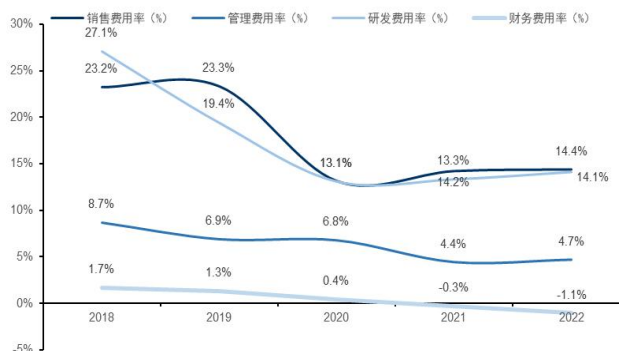
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：联影医疗毛利率与净利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：联影医疗销售、管理、研发、财务费用率（%）

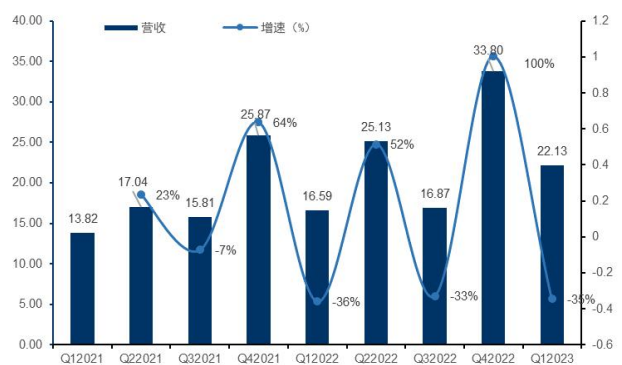


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

- ◆ **2023Q1 营收端快速增长，研发费用率继续提升。**2023 一季度营收 22.13 亿元（+33.42%），归母净利润 3.3 亿元（+7.68%），扣非归母净利润 2.77 亿元（+3.14%），毛利率 50.26%（+0.73pp），净利率 14.71%（-3.48pp），销售费用率 15.11%（+0.08pp），研发费用率 18.64%（+5.05pp），管理费用率 5.24%（+0.43pp）。

- ◆ **持续维持高研发投入，多款重磅产品推出。**公司 2022 年研发投入高达 14.66 亿元，同比增长 39.89%，研发投入占比达 15.87%，研发人员占比达 42.29%。公司 2022 年共 10 款产品获批 NMPA 注册：包含行业首款人体全身磁共振 uMR Jupiter 5T，行业首款最高时间分辨率全芯无极数字 PET/CT uMI Pannoroma，智慧仿生微创介入手术系统 uAngio 960；共 39 款产品获批 CE；37 款产品获批 FDA；在 27 个国家和地区新获当地产品注册，涉及 42 款产品。

图5：联影医疗单季度营业收入及环比增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：联影医疗单季度归母净利润及环比增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

- ◆ **海外营收持续高增长，营收占比持续提升。**2022 年境内收入 79.46 亿元（+26.32%），境外收入 10.78 亿元（+110.83%），海外收入占比由 7.15% 提升至 11.94%，疫情扰动下国际化持续快速推进。

- ◆ **投资建议：**预计未来三年营收 117.88/149.10/184.19 亿元（增速 27.6%/26.5%/23.5%），归母净利润 20.99/26.39/31.57 亿元（增速 26.7%/25.7%/19.6%）。当前股价对应 PE 分别为 57/45/38x 倍，维持“增持”评级。

◆ 风险提示

汇率波动的风险；研发进度不及预期的风险；外购部件受国际贸易摩擦供应不及预期的风险；海外业务经营的风险。

风险提示

经营风险

部分核心部件外购产生短期缺货或成本上升风险。公司部分产品芯片外购为主，若供应链出现问题可能导致公司短期内无法及时、稳定向客户交付产品；若全球贸易摩擦进一步加剧，其他国家或地区贸易保护主义抬头，中国可能采取对部分进口核心部件加征关税的反制措施，提高进口部件采购价格。汇率波动因素也会一定程度上提高进口核心部件的价格，从而增加公司产品的生产成本，给公司产品的市场竞争力带来负面影响。

行业竞争加剧的风险：公司多款产品已在国际、国内市占率较高，随着行业竞争加剧，若公司未来不能持续维持竞争优势，提高自身竞争力，在更加激烈的市场竞争中，公司将面临市场份额下降的风险。

贸易保护主义和贸易摩擦风险：公司产品海外营收逐年增长、部分核心部件外购，若贸易摩擦进一步加剧，境外供应商可能影响部件供应、客户可能会减少订单、要求公司降价或者承担相应关税，进而对公司的经营业绩形成不利影响。

境外经营的风险：公司与史赛克合作紧密，面临各国法律及税收的监管要求。如果未来境外子公司所在国家或地区法律及税收的监管要求发生不利变化，同时公司实际控制人、管理层缺少相应的管理经验和能力，将增加公司管理协调的难度，带来经营管理风险，从而对公司业绩造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2924	10075	14231	16790	20087	营业收入	7254	9238	11788	14910	18419
应收款项	1062	2112	1679	2124	2624	营业成本	3669	4770	6083	7693	9504
存货净额	2205	3460	3581	4319	5075	营业税金及附加	43	38	71	89	111
其他流动资产	434	379	484	612	756	销售费用	1029	1328	1703	2162	2689
流动资产合计	7026	20145	24094	27963	32660	管理费用	1234	1390	2127	2666	3258
固定资产	2060	2339	3059	3991	5131	财务费用	(24)	(99)	(122)	(155)	(184)
无形资产及其他	608	860	826	791	757	投资收益	62	13	78	90	110
投资性房地产	624	821	821	821	821	资产减值及公允价值变动	15	103	15	44	54
长期股权投资	44	40	40	40	40	其他收入	316	2	508	589	596
资产总计	10362	24205	28840	33607	39409	营业利润	1696	1928	2527	3178	3802
短期借款及交易性金融负债	44	32	0	0	423	营业外净收支	1	(8)	1	1	1
应付款项	1237	2193	2035	2468	2791	利润总额	1698	1920	2528	3179	3803
其他流动负债	3237	3787	6534	8253	10181	所得税费用	294	270	437	550	658
流动负债合计	4518	6012	8568	10721	13396	少数股东损益	(14)	(6)	(8)	(10)	(12)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1417	1656	2099	2639	3157
其他长期负债	811	719	719	719	719						
长期负债合计	811	719	719	719	719	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	5328	6731	9287	11440	14115	净利润	1417	1656	2099	2639	3157
少数股东权益	(4)	(10)	(18)	(27)	(39)	资产减值准备	19	50	28	32	39
股东权益	5037	17483	19570	22194	25333	折旧摊销	237	263	247	311	388
负债和股东权益总计	10362	24205	28840	33607	39409	公允价值变动损失	(15)	(103)	(15)	(44)	(54)
						财务费用	(24)	(99)	(122)	(155)	(184)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(710)	(982)	2823	874	890
每股收益	1.96	2.01	2.55	3.20	3.83	其它	(32)	(56)	(36)	(42)	(51)
每股红利	0.01	0.00	0.01	0.02	0.02	经营活动现金流	915	829	5146	3770	4370
每股净资产	6.96	21.21	23.75	26.93	30.74	资本开支	(689)	(342)	(946)	(1196)	(1478)
ROIC	26%	17%	11%	12%	12%	其它投资现金流	(342)	(3718)	0	0	0
ROE	28%	9%	11%	12%	12%	投资活动现金流	(1024)	(4055)	(946)	(1196)	(1478)
毛利率	49%	48%	48%	48%	48%	权益性融资	43	10795	0	0	0
EBIT Margin	18%	19%	15%	15%	16%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	21%	17%	18%	18%	支付股利、利息	(8)	(1)	(12)	(15)	(18)
收入增长	26%	27%	28%	26%	24%	其它融资现金流	(193)	(415)	(32)	0	423
净利润增长率	57%	17%	27%	26%	20%	融资活动现金流	(166)	10378	(44)	(15)	405
资产负债率	51%	28%	32%	34%	36%	现金净变动	(275)	7151	4156	2559	3297
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	3198	2924	10075	14231	16790
P/E	74.5	72.5	57.2	45.5	38.0	货币资金的期末余额	2924	10075	14231	16790	20087
P/B	20.9	6.9	6.1	5.4	4.7	企业自由现金流	(105)	411	3675	1966	2258
EV/EBITDA	73.2	64.2	63.1	50.4	41.4	权益自由现金流	(298)	(4)	3748	2099	2839

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032