



医药生物 医疗器械

2023-06-24

公司点评报告

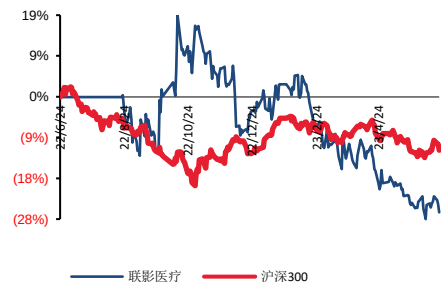
买入/维持

联影医疗(688271)

昨收盘: 133.77

战略增资艾普强，前瞻性加大布局放疗领域

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	824/50
总市值/流通(百万元)	110,248/6,689
12 个月最高/最低(元)	214.88/130.95

相关研究报告:

联影医疗(688271)《联影医疗点评报告:国内市场稳步增长,国际市场取得持续性突破》—2022/11/02
联影医疗(688271)《联影医疗:核心科技全面自主可控,引领影像设备勇攀高峰》—2022/08/08

证券分析师: 谭紫媚

电话: 0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520090001

事件: 近日, 公司发布《关于公开摘牌取得上海艾普强粒子设备有限公司 4.6875% 股权暨关联交易的公告》。

国产质子刀领先企业艾普强, 开发首台上市的国产质子治疗系统

上海艾普强粒子设备有限公司(以下简称“艾普强”)自 2011 年 6 月成立以来, 立足自主创新, 2022 年获批的“质子治疗系统”是首台获准上市的国产质子治疗系统。该产品由加速器系统 and 治疗系统两部分组成。其中加速器系统包括注入器系统、低能传输系统、主加速器系统、高能束流传输系统和辅助电气系统, 治疗系统包括固定束治疗系统、180° 旋转束治疗系统和治疗计划系统。

截至 2022 年 6 月 30 日, 艾普强资产总额 3.96 亿元, 所有者权益 -0.52 亿元, 2022 年 1-6 月营业收入 79.37 万元, 净利润 -1,215.81 万元。联影医疗取得艾普强增资后 4.6875% 股权的最终成交价格为 4,500 万元, 投后估值为 9.60 亿元。

肿瘤粒子治疗具备天然的物理优势, 中长期成长具备确定性

质子治疗系统提供质子束进行放射治疗, 在实现肿瘤部位高剂量的同时, 可降低周围正常组织剂量, 特别是靶区后组织的剂量, 适用于治疗全身实体恶性肿瘤和某些良性疾病。我国已批准质子治疗装置配置许可证 16 个, 截至 2023 年 5 月我国投入运营的质子治疗中心有 5 个。

随着我国首台国产质子治疗系统获准上市, 我们预计质子放疗设备配置数量有望增长, 放疗可及率提升将是未来趋势。因为随着国内的质子设备的获批上市以及后续逐步纳入医保, 可以使得此技术更加成熟和患者可及, 将大大激活肿瘤质子放疗需求。

强强联合, 加强联影诊疗一体化的长远布局

海外医疗设备巨头皆已启动布局放疗板块, 2020 年西门子 164 亿美金收购肿瘤放疗龙头瓦里安, 后者在全球安装了 8000 多套放射治疗系统, 全球放疗市场份额超过 50%; 2022 年 GE Healthcare 携手放疗老牌厂商安科锐 (Accury) 达成全球商业化合作协议。

放疗一直是联影医疗“诊疗一体化”战略发展的重要一环, 也是联影打造全智能医疗大健康生态的关键; 而基于多模态图像引导治疗, 质子治疗也需要配置影像设备 (CT、MR、PET), 这和公司的高端影像设备和 X-射线放疗设备形成互补。两者强强联合, 艾普强有望凭借联

影医疗的渠道资源而不断巩固其先发优势，成长为国产质子设备龙头企业；同时可以与联影医疗在质子中心形成方案解决，带动多种诊断设备的放量销售。

盈利预测与投资评级：基于公司核心业务板块分析，我们预计2023-2025 营业收入分别为 118.14 亿/ 149.27 亿/184.58 亿，同比增速分别为 27.38% / 26.35%/ 23.66%；归母净利润分别为 20.71 亿/25.81 亿/ 32.09 亿，分别增长 25.06%/ 24.62%/ 24.33%；EPS 分别为 2.51 /3.13 / 3.89，按照 2023 年 6 月 21 日收盘价对应 2023 年 53 倍 PE。给予“买入”评级。

风险提示：竞争激烈程度加剧风险，关键核心技术被侵权或技术秘密被泄露的风险，重大客户合作协议到期不能续约的风险，新产品研发失败的风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9238	11814	14927	18458
(+/-%)	27.35	27.88	26.35	23.66
归母净利(百万元)	1656	2071	2581	3209
(+/-%)	16.86	25.06	24.62	24.33
摊薄每股收益(元)	2.01	2.51	3.13	3.89
市盈率(PE)	88.07	53.23	42.72	34.36

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2924	10075	24084	24569	25668	营业收入	7254	9238	11814	14927	18458
应收和预付款项	1187	2227	1793	2410	2999	营业成本	3669	4770	6051	7588	9312
存货	2205	3460	3187	4184	5124	营业税金及附加	43	38	64	76	93
其他流动资产	719	4497	4560	4658	4753	销售费用	1029	1328	1713	2164	2584
流动资产合计	7026	20145	33546	35715	38410	管理费用	319	431	567	717	831
长期股权投资	44	40	40	40	40	财务费用	(24)	(99)	(166)	(239)	(247)
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	25	75	0	0	0
固定资产	2049	2116	1990	2236	2830	投资收益	62	13	20	20	25
在建工程	11	222	1222	3222	5222	公允价值变动	(11)	28	0	0	0
无形资产	608	860	766	668	569	营业利润	1696	1928	2433	3002	3751
长期待摊费用	83	82	82	82	82	其他非经营损益	1	(8)	0	0	0
其他非流动资产	71	145	145	145	145	利润总额	1698	1920	2433	3002	3751
资产总计	10256	24103	38304	42617	47805	所得税	294	270	382	446	573
短期借款	30	16	0	0	0	净利润	1404	1650	2051	2556	3178
应付和预收款项	1237	2193	2478	3226	3967	少数股东损益	(14)	(6)	(20)	(25)	(31)
长期借款	0	0	50	100	150	归母股东净利润	1417	1656	2071	2581	3209
其他长期负债	705	617	617	617	617	预测指标					
负债合计	5223	6629	7762	9520	11529		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	724	824	924	924	924	毛利率	49.42%	48.37%	48.78%	49.17%	49.55%
资本公积	3199	13865	24753	24753	24753	销售净利率	19.35%	17.86%	17.36%	17.12%	17.22%
留存收益	934	2415	4175	6369	9097	销售收入增长率	25.91%	27.36%	27.88%	26.36%	23.65%
归母公司股东权益	5037	17483	30571	33152	36361	EBIT 增长率	43.77%	11.43%	20.59%	30.23%	33.84%
少数股东权益	10	(4)	(10)	(30)	(55)	净利润增长率	56.96%	16.86%	25.06%	24.62%	24.33%
股东权益合计	5034	17474	30541	33098	36276	ROE	28.13%	9.47%	6.77%	7.79%	8.83%
负债和股东权益	10256	24103	38304	42617	47805	ROA	13.80%	6.87%	5.40%	6.05%	6.71%
现金流量表(百万)						ROIC	47.02%	34.43%	55.50%	39.49%	36.01%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS (X)	1.72	2.01	2.51	3.13	3.89
经营性现金流	942	683	4008	2914	4026	PE (X)	0.00	88.07	53.23	42.72	34.36
投资性现金流	(254)	(4689)	(1050)	(2477)	(2974)	PB (X)	0.00	8.34	3.61	3.33	3.03
融资性现金流	(935)	10729	11050	48	46	PS (X)	0.00	15.79	10.46	8.28	6.70
现金增加额	(247)	6723	14009	485	1099	EV/EBITDA (X)	(1.94)	82.17	51.96	39.73	29.07

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。