



医药生物 医疗器械

2023-10-30

公司点评报告

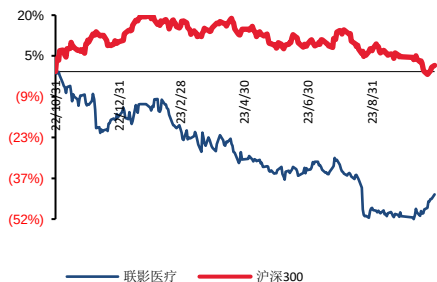
买入/维持

联影医疗(688271)

昨收盘: 119.99

海内外持续高端突破, 毛利率显著提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	824/589
总市值/流通(百万元)	98,891/70,710
12 个月最高/最低(元)	210.50/101.90

相关研究报告:

联影医疗(688271)《联影医疗点评报告: 配置证放开助力产品高端突破, 股权激励彰显公司长期发展信心》--2023/08/21

联影医疗(688271)《联影医疗点评报告: 战略增资艾普强, 前瞻性加大布局放疗领域》--2023/06/25

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

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 2023 年前三季度报告: 2023 年前三季度公司实现营业收入 74.32 亿元, 同比增长 26.86%; 归母净利润 10.64 亿元, 同比增长 18.41%; 扣非归母净利润 8.29 亿元, 同比增长 15.11%。

其中, 2023 年第三季度公司实现营收 21.61 亿元, 同比增长 28.14%; 归母净利润 1.27 亿元, 同比增长 1.23%; 扣非归母净利润 0.42 亿元, 同比增长 29.46%。

海内外突破持续进行, 服务收入占比继续提升

(1) 按收入类型划分: 2023 年前三季度, 公司设备产品收入同比增长 24.2%, 服务收入同比增长 40.5%。CT、MR、XR、RT 等产品线均呈不同程度的增长趋势; 同时, 各产品线的结构也发生了较大改变, 如中高端 CT 产品的收入占比持续提升, 增速超 100%; 3.0T 及以上 MR 产品实现了收入与毛利率的双高速增长, 收入增速超 100%。受益于中高端产品结构的改善, 2023 年前三季度的综合毛利率较去年同期提升 2.87pct。

(2) 按经营地区划分: 2023 年前三季度, 公司实现国内市场收入 64.0 亿元, 同比增长 25.0%, 保持稳定增长; 国际市场实现收入 10.3 亿元, 同比增长 39.7%, 国际市场收入占比达到 13.8%。我们估计今年第三季度, 海外收入同比增长约 60%。

高端设备加速市场覆盖, 全球影响力日益提升

2023 年前三季度, 公司各产品线在国内排名均处于行业前列, 高端及超高端产品市场覆盖率持续提升。

按国内新增市场订单金额口径统计, 公司的 CT 排名第三; MR 排名第三; MI 排名第一; 诊断 XR 产品(包括固定 DR、移动 DR、乳腺 DR)排名第一; RT 排名第三。

按国内新增市场订单台数口径统计, 公司的 CT 排名第一; MR 排名第三; MI 排名第一; 诊断 XR 产品(包括固定 DR、移动 DR、乳腺 DR)排名第一; RT 排名第三。

全球市场方面, 公司也在持续加大国际市场的营销服务体系建设, 一批重磅产品进驻全球顶尖临床机构。同时公司持续深化行业交流合作, 在 9 月份参加了欧洲核医学学会年会(EANM), 以及韩国放射学年会(KCR 2023), 不断提升公司品牌的全球影响力。

高端产品及服务收入占比提高带动公司综合毛利率提升

2023 年前三季度，公司的综合毛利率同比提升 2.87pct 至 48.67%。我们认为，这主要得益于高端产品以及毛利率更高的服务收入占比提升。费用率方面，公司 2023 年前三季度的销售费用率、研发费用率、管理费用率、财务费用率分别为 16.86%、18.43%、5.11%、-1.81%，同比变化分别为+1.96pct、+3.61pct、+0.46pct、-0.43pct。期间费用率整体提升 5.60pct，主要系公司加大研发投入和销售投入。综合影响下，公司整体净利率同比降低 0.67pct 至 14.34%。

其中，2023 年第三季度的综合毛利率、销售费用率、研发费用率、管理费用率、财务费用率、净利率分别为 48.55%、19.86%、22.41%、6.17%、-0.80%、5.82%，同比变化分别为+3.63pct、-0.57pct、+0.94pct、-0.13pct、+2.75pct、-1.37pct。

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 年公司营业收入分别为 117.94/144.92/178.98 亿元，同比增速分别为 27.66%/22.88%/23.50%；归母净利润分别为 20.66/25.84/32.46 亿元，同比增速分别为 24.74%/25.08%/25.62%；EPS 分别为 2.51/3.14/3.94 元/股，按照 2023 年 10 月 30 日收盘价对应 2023 年 47.87 倍 PE。维持“买入”评级。

风险提示：医疗反腐活动影响医院招标进度的风险，市场竞争激烈程度加剧的风险，关键核心技术被侵权或技术机密被泄露的风险，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	11794	14492	17898
(+/-%)	27.35	27.67	22.88	23.50
归母净利(百万元)	1656	2066	2584	3246
(+/-%)	16.86	24.74	25.08	25.62

摊薄每股收益(元)	2.19	2.51	3.14	3.94
市盈率(PE)	80.81	47.87	38.27	30.47

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	2,924	10,075	10,737	12,904	15,962	营业收入	7,254	9,238	11,794	14,492	17,898
应收和预付款项	1,187	2,227	2,893	3,644	4,599	营业成本	3,669	4,770	5,981	7,275	8,931
存货	2,205	3,460	4,954	5,696	6,599	营业税金及附加	43	38	49	60	74
其他流动资产	710	4,382	4,557	4,608	4,672	销售费用	1,029	1,328	1,710	2,101	2,595
流动资产合计	7,026	20,145	23,142	26,852	31,833	管理费用	319	431	519	652	805
长期股权投资	44	40	34	29	24	财务费用	(24)	(99)	(166)	(177)	(213)
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	(25)	(75)	(30)	(33)	(36)
固定资产	2,049	2,116	2,149	2,169	2,176	投资收益	62	13	51	60	69
在建工程	11	222	334	495	631	公允价值变动	(11)	28	11	13	15
无形资产开发支出	648	865	1,056	1,264	1,451	营业利润	1,696	1,928	2,395	2,995	3,763
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	7,526	20,879	24,023	27,764	32,789	利润总额	1,698	1,920	2,395	2,995	3,763
资产总计	10,362	24,205	27,677	31,803	37,153	所得税	294	270	336	421	529
短期借款	30	16	13	10	7	净利润	1,404	1,650	2,058	2,575	3,234
应付和预收款项	1,237	2,193	2,394	2,980	3,705	少数股东损益	(14)	(6)	(7)	(9)	(12)
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	1,417	1,656	2,066	2,584	3,246
其他负债	4,062	4,522	5,859	6,827	8,221						
负债合计	5,328	6,731	8,265	9,817	11,932						
股本	724	824	824	824	824						
资本公积	3,199	13,865	13,901	13,901	13,901						
留存收益	1,165	2,823	4,728	7,312	10,558						
归母公司股东权益	5,037	17,483	19,429	22,013	25,259						
少数股东权益	(4)	(10)	(17)	(27)	(38)						
股东权益合计	5,034	17,474	19,412	21,986	25,221						
负债和股东权益	10,362	24,205	27,677	31,803	37,153						
现金流量表 (百万)						预测指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	942	683	1,598	2,833	3,677	毛利率	49.42%	48.37%	49.29%	49.80%	50.10%
投资性现金流	(254)	(4,689)	(760)	(663)	(616)	销售净利率	19.54%	17.93%	17.52%	17.83%	18.14%
融资性现金流	(935)	10,729	(180)	(3)	(3)	销售收入增长率	25.91%	27.36%	27.66%	22.88%	23.50%
现金增加额	(252)	6,753	662	2,166	3,059	EBIT 增长率	38.43%	10.31%	24.62%	26.45%	25.96%
						净利润增长率	56.96%	16.86%	24.74%	25.08%	25.62%
						ROE	28.13%	9.47%	10.63%	11.74%	12.85%
						ROA	13.68%	6.84%	7.46%	8.12%	8.74%
						ROIC	25.86%	8.73%	9.80%	10.95%	12.04%
						EPS(X)	1.96	2.19	2.51	3.14	3.94
						PE(X)	0.00	80.81	47.87	38.27	30.47
						PB(X)	0.00	8.34	5.09	4.49	3.92
						PS(X)	0.00	15.79	8.38	6.82	5.53
						EV/EBITDA(X)	(1.48)	65.46	34.90	27.44	21.40

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
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@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	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@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	郑丹璇	15099958914	zhengdx@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。