

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

联影医疗 (688271)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

国内海外双轮驱动，研发支出同比增长 58%

2023 年 11 月 06 日

事件: 2023 年 10 月 27 日，公司发布 2023 年三季度报告，2023 年前三季度公司实现收入 74.32 亿元，同比+26.86%；实现归母净利润 10.64 亿元，同比+18.41%；实现扣非归母净利润 8.29 亿元，同比+15.11%。2023Q3 单季度公司实现收入 21.61 亿元，同比+28.14%；归母净利润 1.27 亿元，同比+1.23%；扣非归母净利润 0.42 亿元，同比+29.46%。

点评:

- **加码研发，23 年前三季度研发支出同比增长 57%，新产品陆续获批上市。**作为国内医学影像设备的龙头企业，联影医疗聚焦高端医疗设备市场。持续加大研发投入，不断技术创新，保持市场优势，扩大市场份额。2023 前三季度公司研发投入合计 13.70 亿元，同比+57.79%。2023 年 9 月，联影医疗携全新一代 uMI Panorama 家族产品、世界首款 Total-body PET-CT uEXPLORER 探索者、以及全球首台数字化脑专用 PET-CT NeuroEXPLORER (NX) 重磅登陆 2023 年欧洲核医学年会 (EANM)。联影医疗市占率在国内市场保持领先状态，其旗下 CT、MR、RT 产品市占率排名第三，MI、XR 产品市占率排名第一。
- **海外业务逐步拓展，智能新品入驻海外知名医疗机构。**目前联影医疗产品已成功进入美国、日本、韩国、新西兰、意大利等 60 余个海外国家和地区。2023 年，美国顶级癌症中心 Huntsman Cancer Institute 和欧洲顶级肿瘤诊疗中心 Maria Curie National Institute of Oncology 分别引入了公司的高端分子影像设备 uMI Panorama 和数字光导 PET/CT uMI780。10 月 17 日-18 日，联影医疗与哈萨克斯坦顶尖医科高等院校阿斯塔纳医科大学于一带一路高峰论坛签署合作协议；同时，联影医疗与埃塞俄比亚华盛顿医院签署合作协议。联影医疗海外市场布局效果显著，全球品牌影响力持续提升。
- **盈利预测与投资评级:** 预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 11865、14831、18539 百万元，同比增长 28.4%、25.0%、25.0%，EPS 分别为 2.27、3.18、3.97 元，现价对应 PE 为 53、38、30 倍。
- **风险因素:** 创新技术与产品的研发风险；经营渠道管理风险；产品质量及潜在责任风险；市场竞争风险；汇率波动风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7,254	9,238	11,865	14,831	18,539
增长率 YoY %	25.9%	27.4%	28.4%	25.0%	25.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,417	1,656	1,874	2,622	3,270
增长率 YoY%	57.0%	16.9%	13.2%	39.9%	24.7%
毛利率%	49.4%	48.4%	48.0%	50.0%	50.0%
净资产收益率 ROE%	28.1%	9.5%	9.8%	12.0%	13.0%
EPS(摊薄)(元)	1.72	2.01	2.27	3.18	3.97
市盈率 P/E(倍)	70.33	60.19	53.18	38.02	30.48
市净率 P/B(倍)	19.79	5.70	5.19	4.57	3.97

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 11 月 6 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	7,026	20,145	20,419	23,521	27,892	
货币资金	2,924	10,075	12,506	14,661	17,898	
应收票据	15	16	22	27	34	
应收账款	1,048	2,013	1,481	1,850	2,311	
预付账款	124	198	221	277	348	
存货	2,205	3,460	1,714	2,060	2,575	
其他	710	4,382	4,475	4,646	4,726	
非流动资产	3,336	4,060	4,096	4,136	4,146	
长期股权投资	44	40	40	39	38	
固定资产(合计)	2,049	2,116	2,133	2,127	2,099	
无形资产	608	860	790	852	902	
其他	635	1,043	1,134	1,118	1,108	
资产总计	10,362	24,205	24,516	27,656	32,038	
流动负债	4,518	6,012	4,273	4,937	6,163	
短期借款	30	16	96	176	256	
应付票据	170	293	360	412	515	
应付账款	1,066	1,900	771	927	1,159	
其他	3,251	3,803	3,046	3,422	4,233	
非流动负债	811	719	1,063	924	815	
长期借款	0	0	400	200	100	
其他	811	719	663	724	715	
负债合计	5,328	6,731	5,336	5,861	6,978	
少数股东权益	-4	-10	-8	-14	-19	
归属母公司股东权益	5,037	17,483	19,188	21,809	25,079	
负债和股东权益	10,362	24,205	24,516	27,656	32,038	
重要财务指标						单位:百万元
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	7,254	9,238	11,865	14,831	18,539	
同比(%)	25.9%	27.4%	28.4%	25.0%	25.0%	
归属母公司净利润	1,417	1,656	1,874	2,622	3,270	
同比	57.0%	16.9%	13.2%	39.9%	24.7%	
毛利率(%)	49.4%	48.4%	48.0%	50.0%	50.0%	
ROE%	28.1%	9.5%	9.8%	12.0%	13.0%	
EPS(摊薄)(元)	1.72	2.01	2.27	3.18	3.97	
P/E	70.33	60.19	53.18	38.02	30.48	
P/B	19.79	5.70	5.19	4.57	3.97	
EV/EBITDA	-1.48	65.46	37.11	26.56	20.77	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	7,254	9,238	11,865	14,831	18,539	
营业成本	3,669	4,770	6,170	7,416	9,270	
营业税金及附加	43	38	64	75	93	
销售费用	1,029	1,328	1,780	2,225	2,781	
管理费用	319	431	712	890	1,112	
研发费用	968	1,306	1,780	2,225	2,781	
财务费用	-24	-99	-138	-166	-203	
减值损失合计	-25	-75	0	0	0	
投资净收益	62	13	0	0	0	
其他	410	526	710	910	1,137	
营业利润	1,696	1,928	2,207	3,077	3,841	
营业外收支	1	-8	0	0	0	
利润总额	1,698	1,920	2,207	3,077	3,841	
所得税	294	270	331	462	576	
净利润	1,404	1,650	1,876	2,615	3,265	
少数股东损益	-14	-6	2	-6	-5	
归属母公司净利润	1,417	1,656	1,874	2,622	3,270	
EBITDA	1,879	2,076	2,365	3,219	3,960	
EPS(当年)(元)	1.96	2.19	2.27	3.18	3.97	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	942	683	2,563	2,582	3,615	
净利润	1,404	1,650	1,876	2,615	3,265	
折旧摊销	258	288	296	309	321	
财务费用	-4	-20	13	21	17	
投资损失	-58	-13	0	0	0	
营运资金变动	-703	-1,312	393	-365	10	
其它	46	90	-15	2	2	
投资活动现金流	-254	-4,689	-378	-348	-332	
资本支出	-342	-740	-238	-350	-333	
长期投资	43	-3,993	0	1	1	
其他	45	44	-140	0	0	
筹资活动现金流	-935	10,729	240	-79	-46	
吸收投资	43	10,795	-14	0	0	
借款	30	17	480	-120	-20	
支付利息或股息	-8	-1	-179	-21	-17	
现金流净增加额	-252	6,753	2,430	2,155	3,237	



研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

宋丹，团队成员，中山大学中山医学院基础医学硕士，2年证券从业经验，2年创新药研发产业工作经验，曾任职于方正证券研究所、强生研发部。2023年加入信达证券，负责创新药板块行业研究。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。