

高端产品加速放量，海外业务高速增长

—2023 年年报及 2024 年一季报业绩点评

核心观点：

- 事件：**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年实现营业收入 114.11 亿元 (+23.52%)，归母净利润 19.74 亿元 (+19.21%)，扣非净利润 16.65 亿元 (+25.38%)，经营性现金流 1.33 亿元 (-80.59%)。2023Q4 实现营业收入 39.78 亿元 (+17.72%)，归母净利润 9.10 亿元 (+20.17%)，扣非净利润 8.36 亿元 (+37.55%)。2024Q1 实现营业收入 23.50 亿元 (+6.22%)，归母净利润 3.63 亿元 (+10.20%)，扣非净利润 3.00 亿元 (+8.52%)，经营性现金流-6.57 亿元。
- 高端产品加速放量，国内市场占率稳健前列。**2023 年公司医学影像诊断及放射治疗设备销售收入为 99.27 亿元 (+21.10%)，其中：①CT 40.66 亿元 (+7.78%)，销量 1,799 台 (+1.70%)，市场占有率（按 2023 年国内新增市场金额统计，下同）排名第二，其中 40 排以下、41-63 排排名第一；②MR 32.79 亿元 (+58.50%)，销量 556 台 (+30.82%)，市场占有率排名第三，其中 3.0T 以上超高场中排名第一；③MI 15.52 亿元 (+1.35%)，销量 130 台 (+30.00%)，PET/CT 和 PET/MR 市占率连续多年排名第一；④XR 7.60 亿元 (+32.83%)，销量 1,303 台 (+17.18%)，诊断 XR 产品市场占有率排名第一；⑤RT 2.70 亿元 (+6.90%)，销量 31 台 (+24.00%)，市场占有率排名第三。公司在高端影像及放射治疗领域产品种类齐全，与 GE 医疗、西门子、飞利浦医疗等国际厂商基本保持一致，截至 2023 年公司产品已入驻超 1,000 家三甲医院，全国前十医疗机构均为公司用户。2023 年公司境内主营业务实现营业收入 95.12 亿元 (+19.70%)，中高端及超高端产品不断实现快速增长及重要突破。
- 海外业务保持高速增长，全球覆盖率进一步提升。**2023 年公司在境外地区实现营业收入 16.59 亿元 (+53.97%)，占比 14.70% (+2.96pct)，其中高端设备增长迅猛。目前公司业务已覆盖亚洲、美洲、欧洲、大洋洲、非洲超 65 个国家/地区，在 54 个国家/地区累计获证超 700 张，45 款产品获 CE 认证（其中 16 款通过 MDR 认证）并进入欧洲多国医疗及科研机构，44 款产品通过 51 项 FDA 510(k) 认证并获准在美销售（全线影像设备已覆盖美国超 50% 州级行政区）。此外，公司在亚太及新兴国家区域市场加速渗透，实现从超高端、中高端到经济型各影像产品的覆盖，如印度市场已实现累计装机超百台。未来随着新一代产品注册和导入的加速、全球化营销体系的不断完善，公司在国际市场的品牌影响力和竞争实力有望进一步提升，预计收入规模高速增长的态势将得以延续。
- 前沿创新推动行业发展，盈利能力稳中有升。**2023 年公司研发投入占营收比例为 16.81% (+0.94pct)，不断夯实从整机系统到核心部件、关键元器件的沿产业链、创新链研发能力，已累计向市场推出近 120 款产品，产品性能国际领先。此外，公司不断深化产学研医结合，积极构建全球创新生态，深入解决更广泛的医学难题。2023 年公司毛利率为 48.48% (+0.11pct)，预计主要受高端及超高端产品收入占比提升带动，销售费用率（15.51%，+1.14pct）及管理费用率（4.91%，+0.25pct）处于合理水平，略有提升预计主要由于公司相关人员数量增加及海外市场开拓力度进一步加强。2024Q1 公司毛利率 49.57% (-0.69pct)，或为国内招投标节奏放缓对高端产品入院略有影响所致，净利率（15.40%，+0.69pct）有所增长，销售费用率（15.22%，+0.11pct）、管理费用率（5.16%，-0.09pct）及研发费用率（17.86%，-0.79pct）稳中有降。

联影医疗（688271）

推荐（维持）

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

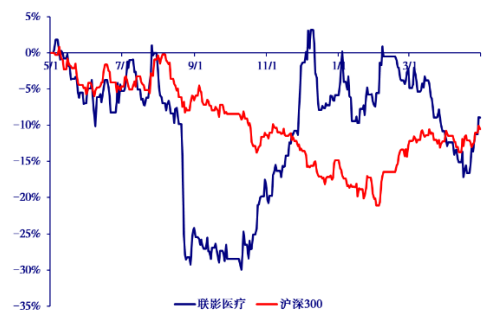
研究助理：孟熙

市场数据

2024-04-30

| | |
|---------------|----------|
| A 股收盘价(元) | 132.56 |
| A 股一年内最高价(元) | 159.32 |
| A 股一年内最低价(元) | 101.36 |
| 沪深 300 | 3604.39 |
| 市盈率 | 54.41 |
| 总股本(万股) | 82415.80 |
| 实际流通 A 股(万股) | 58929.90 |
| 限售的流通 A 股(万股) | 23485.90 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 781.17 |

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河医药】公司点评_联影医疗（688271）：各产品线增长稳健，全球化布局成果丰硕

【银河医药】公司点评_联影医疗（688271）：MRXR 产品高增长，海外业务稳健推进

- **投资建议：**联影医疗是国产医疗影像设备制造龙头，拥有丰富产品线和先进产品性能，有望充分受益医疗新基建及大型设备更新等政策，海外市场前景亦颇为广阔，公司长期发展动力充沛。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 24.22/30.39/37.72 亿元，同比增长 22.67%/25.50%/24.10%，EPS 分别为 2.94/3.69/4.58 元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 45/36/29 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**海外拓展不及预期的风险、政策不确定的风险、招投标活力恢复不及预期的风险。

表1：主要财务指标预测

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 11410.77 | 13748.73 | 17131.27 | 21134.61 |
| 收入增长率% | 23.52 | 20.49 | 24.60 | 23.37 |
| 归母净利润(百万元) | 1974.29 | 2421.84 | 3039.30 | 3771.76 |
| 利润增速% | 19.21 | 22.67 | 25.50 | 24.10 |
| 毛利率% | 48.48 | 54.45 | 54.97 | 55.49 |
| 摊薄 EPS(元) | 2.40 | 2.94 | 3.69 | 4.58 |
| PE | 55.34 | 45.11 | 35.95 | 28.97 |
| PB | 5.79 | 5.04 | 4.42 | 3.83 |
| PS | 9.57 | 7.95 | 6.38 | 5.17 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：
(一) 公司财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 20227.81 | 21527.86 | 25656.53 | 30633.48 | 营业收入 | 11410.77 | 13748.73 | 17131.27 | 21134.61 |
| 现金 | 7584.23 | 9346.49 | 11606.28 | 14329.16 | 营业成本 | 5878.58 | 6262.24 | 7714.36 | 9407.58 |
| 应收账款 | 3227.66 | 2392.13 | 3075.82 | 3912.02 | 营业税金及附加 | 69.49 | 57.08 | 71.12 | 87.74 |
| 其它应收款 | 79.91 | 162.85 | 212.44 | 273.82 | 营业费用 | 1769.51 | 2089.81 | 2586.82 | 3212.46 |
| 预付账款 | 147.67 | 265.95 | 335.33 | 418.34 | 管理费用 | 560.71 | 687.44 | 822.30 | 1035.60 |
| 存货 | 3893.42 | 3892.73 | 4902.54 | 6109.26 | 财务费用 | -148.89 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 5294.92 | 5467.72 | 5524.12 | 5590.88 | 资产减值损失 | -42.89 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产 | 5108.33 | 4883.24 | 4611.90 | 4339.06 | 公允价值变动收益 | -6.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 73.42 | 73.42 | 73.42 | 73.42 | 投资净收益 | 110.35 | 27.50 | 34.26 | 42.27 |
| 固定资产 | 2211.98 | 2083.05 | 1944.99 | 1799.20 | 营业利润 | 2141.52 | 2754.85 | 3418.37 | 4242.18 |
| 无形资产 | 828.05 | 719.90 | 611.75 | 503.60 | 营业外收入 | 10.53 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 1994.88 | 2006.86 | 1981.74 | 1962.83 | 营业外支出 | 9.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 25336.14 | 26411.10 | 30268.43 | 34972.54 | 利润总额 | 2142.25 | 2754.85 | 3418.37 | 4242.18 |
| 流动负债 | 5797.95 | 4076.04 | 4891.03 | 5819.60 | 所得税 | 164.50 | 330.58 | 376.02 | 466.64 |
| 短期借款 | 9.18 | 9.18 | 9.18 | 9.18 | 净利润 | 1977.75 | 2424.27 | 3042.35 | 3775.54 |
| 应付账款 | 1599.69 | 1912.63 | 2313.28 | 2768.76 | 少数股东损益 | 3.46 | 2.42 | 3.04 | 3.78 |
| 其他 | 4189.08 | 2154.23 | 2568.56 | 3041.65 | 归属母公司净利润 | 1974.29 | 2421.84 | 3039.30 | 3771.76 |
| 非流动负债 | 656.77 | 639.34 | 639.34 | 639.34 | EBITDA | 2245.83 | 3071.74 | 3724.70 | 4550.02 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EPS (元) | 2.40 | 2.94 | 3.69 | 4.58 |
| 其他 | 656.77 | 639.34 | 639.34 | 639.34 | | | | | |
| 负债合计 | 6454.72 | 4715.37 | 5530.36 | 6458.93 | 主要财务比率 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 少数股东权益 | 15.06 | 17.49 | 20.53 | 24.30 | 营业收入 | 23.52% | 20.49% | 24.60% | 23.37% |
| 归属母公司股东权益 | 18866.35 | 21678.24 | 24717.54 | 28489.30 | 营业利润 | 11.06% | 28.64% | 24.09% | 24.10% |
| 负债和股东权益 | 25336.14 | 26411.10 | 30268.43 | 34972.54 | 归属母公司净利润 | 19.21% | 22.67% | 25.50% | 24.10% |
| | | | | | 毛利率 | 48.48% | 54.45% | 54.97% | 55.49% |
| 现金流量表(百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 净利率 | 17.30% | 17.62% | 17.74% | 17.85% |
| 经营活动现金流 | 132.51 | 1471.08 | 2260.53 | 2715.62 | ROE | 10.46% | 11.17% | 12.30% | 13.24% |
| 净利润 | 1977.75 | 2424.27 | 3042.35 | 3775.54 | ROIC | 9.15% | 11.08% | 12.21% | 13.16% |
| 折旧摊销 | 357.76 | 316.89 | 306.34 | 307.84 | 资产负债率 | 25.48% | 17.85% | 18.27% | 18.47% |
| 财务费用 | 15.89 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净负债比率 | -39.23% | -42.25% | -46.19% | -49.63% |
| 投资损失 | -110.35 | -27.50 | -34.26 | -42.27 | 流动比率 | 3.49 | 5.28 | 5.25 | 5.26 |
| 营运资金变动 | -2138.65 | -1244.63 | -1053.89 | -1325.49 | 速动比率 | 2.73 | 4.18 | 4.11 | 4.09 |
| 其它 | 30.10 | 2.05 | 0.00 | 0.00 | 总资产周转率 | 0.46 | 0.53 | 0.60 | 0.65 |
| 投资活动现金流 | -1564.84 | -81.22 | -0.74 | 7.27 | 应收帐款周转率 | 4.35 | 4.89 | 6.27 | 6.05 |
| 资本支出 | -1075.70 | -82.27 | -35.00 | -35.00 | 应付帐款周转率 | 3.36 | 3.57 | 3.65 | 3.70 |
| 长期投资 | -633.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 2.40 | 2.94 | 3.69 | 4.58 |
| 其他 | 144.52 | 1.04 | 34.26 | 42.27 | 每股经营现金 | 0.16 | 1.78 | 2.74 | 3.30 |
| 筹资活动现金流 | -662.17 | -21.92 | 0.00 | 0.00 | 每股净资产 | 22.89 | 26.30 | 29.99 | 34.57 |
| 短期借款 | -6.47 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/E | 55.34 | 45.11 | 35.95 | 28.97 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/B | 5.79 | 5.04 | 4.42 | 3.83 |
| 其他 | -655.70 | -21.92 | 0.00 | 0.00 | EV/EBITDA | 46.98 | 32.58 | 26.26 | 20.90 |
| 现金净增加额 | -2095.15 | 1366.56 | 2259.79 | 2722.89 | P/S | 9.57 | 7.95 | 6.38 | 5.17 |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

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。

程培，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+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。

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代自我独立判断。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。

评级标准

| 评级标准 | 评级 | 说明 |
|--|------------------------|-----------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 |
| | | 回避：相对基准指数跌幅5%以上 |
| 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上 | |
| | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 | |
| | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 | |
| | 回避：相对基准指数跌幅5%以上 | |

联系

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：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn