

## 强于大市

收盘价 (2024年5月13日): RMB134.67 (CSI300: 3,665)

### 证券分析师

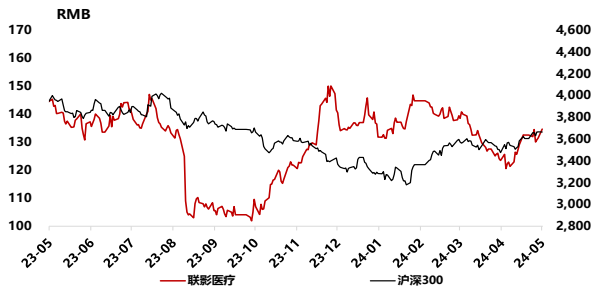
张海涛 Phoenix Zhang

phoenix.zhang@dbssecurities.com.cn +86 21 38562896

SAC 执业登记编号: S1800521070003

SFC CE Ref: BRS733

### 股价表现



### 盈利预测及估值

FY Dec (百万元)	2023A	2024F	2025F	2026F
营业收入	11,411	14,426	18,308	23,420
EBITDA	2,301	2,688	3,205	3,759
税前利润	2,142	2,561	3,096	3,657
净利润	1,974	2,367	2,857	3,377
归母净利润 (核心净利润)	1,974	2,367	2,857	3,377
归母净利润增长率 (%)	19.2	19.9	20.7	18.2
每股收益 (元)	2.4	2.9	3.5	4.1
每股收益增长率 (%)	19.2	19.9	20.7	18.2
稀释每股收益 (元)	2.4	2.9	3.5	4.1
每股股利 (元)	0.3	0.3	0.4	0.5
每股账面价值 (元)	22.9	26.1	29.1	32.7
市盈率 (倍)	56.2	46.9	38.8	32.9
市现率 (倍)	49.8	47.5	40.0	34.1
股价与自由现金流比率 (倍)	(187.8)	41.7	60.0	80.4
EV/EBITDA (倍)	43.7	35.5	29.3	24.6
净股息收益率 (%)	0.2	0.2	0.3	0.4
市净率 (倍)	5.9	5.2	4.6	4.1
净负债权益比 (倍)	CASH	CASH	CASH	CASH
ROAE (%)	10.9	11.7	12.6	13.3
EPS 一致预期 (元)		2.85	3.49	4.26
其他券商推荐		B: 15	S: 0	H: 3

此页所有数据来源: 公司公告、星展证券、彭博

## 业绩符合预期, 高端市场持续突破

### 投资新要点

**公司发布2023年年报及2024年一季度报。**2023年实现营业收入114亿元, 同比增长23.5%, 实现归母净利润19.7亿元, 同比增长19.2%, 基本符合预期。2024年Q1实现营业收入24亿元, 同比增长6.2%, 实现归母净利润3.6亿元, 同比增长10.2%。

**国内外市场均稳步拓展。**在国内市场公司围绕“顶天立地”医疗新格局, 积极助力各级医疗机构的发展与转型以及高质量建设。截至2023年底, 公司已入驻全国超1,000家三甲医院, 获得各级临床机构的广泛认可。公司境内PET/CT、PET/MR及XR产品按2023年度国内新增市场金额口径, 均排名行业第一, CT、MR及RT产品亦排名行业前列, 中高端以及超高端产品实现快速增长及重要突破。国际市场方面, 公司业务已覆盖亚洲、美洲、欧洲、大洋洲、非洲超65个国家和地区。2023年公司境外营业收入占总收入比重同比提升了2.96个百分点, 其中高端设备增长迅猛。

**全球化运营能力不断提升。**公司不断提升客户服务覆盖范围, 客户服务点遍布全球各地, 全球服务团队已超1,000人, 分布于多个国家和地区。截至2023年底, 公司累计完成57场客户服务工程师培训, 参与人次达743人, 培训总时长达3,177.5小时。服务体系方面, 公司全球服务网络建设覆盖达到60余个国家/地区, 全球中心库房所在国家/地区数同比增加100%, 全面海外服务次数(不含工作站)超5,000次, 海外服务运营能力不断提升。

### 估值

我们预计公司2024-2026年营收为144亿元、183亿元及234亿元; 同时, 预计公司2024-2026年归母净利润为23.7亿元、28.6亿元及33.8亿元, 当前股价对应24年PE为47倍, 维持“强于大市”评级。

### 风险提示

集中采购的政策风险; 关键核心技术被侵权或技术秘密被泄露的风险; 国际化经营及业务拓展风险。

### 摘要

已发行股本 (百万股)	824
市值 (百万元)	110,989
主要股东 (%)	
联影医疗技术集团有限公司	20.33
上海联合投资有限公司	16.38
上海影升投资合伙企业 (有限合伙)	7.30

全球行业分类标准: 医疗保健/医疗保健设备与服务

## 联影医疗

### 损益表 (百万元)

FY Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
营收	9,238	11,411	14,426	18,308	23,420
销货成本	(4,770)	(5,879)	(7,347)	(9,360)	(12,144)
<b>毛利润</b>	<b>4,468</b>	<b>5,532</b>	<b>7,079</b>	<b>8,948</b>	<b>11,276</b>
其他经营 (支出) / 营收	(3,093)	(4,147)	(5,094)	(6,428)	(8,200)
<b>经营利润</b>	<b>1,375</b>	<b>1,385</b>	<b>1,985</b>	<b>2,520</b>	<b>3,076</b>
其他非经营 (支出) / 营收	464	605	451	416	400
对联营企业和合营企业的投资收益	(8)	(16)	(9)	(11)	(12)
净利息 (支出) / 营收	89	168	134	170	193
股息营收	0	0	0	0	0
额外收益 / (损失)	0	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>1,920</b>	<b>2,142</b>	<b>2,561</b>	<b>3,096</b>	<b>3,657</b>
所得税费用	(270)	(164)	(197)	(238)	(281)
少数股东损益	6	(3)	2	(1)	1
优先股利	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>1,656</b>	<b>1,974</b>	<b>2,367</b>	<b>2,857</b>	<b>3,377</b>
归母净利润	1,656	1,974	2,367	2,857	3,377
EBITDA	2,103	2,301	2,688	3,205	3,759
<b>增长率</b>					
营收增长率 (%)	27.4	23.5	26.4	26.9	27.9
EBITDA 增长率 (%)	9.5	9.4	16.9	19.2	17.3
经营利润增长率 (%)	12.0	0.7	43.3	26.9	22.1
净利润增长率 (%)	16.9	19.2	19.9	20.7	18.2
<b>利润率与比率</b>					
毛利率 (%)	48.4	48.5	49.1	48.9	48.1
经营利润率 (%)	14.9	12.1	13.8	13.8	13.1
净利润率 (%)	17.9	17.3	16.4	15.6	14.4
ROAE (%)	14.7	10.9	11.7	12.6	13.3
ROA (%)	9.6	8.0	8.7	9.3	9.6
ROCE (%)	9.8	6.8	8.8	9.9	10.8
分红率 (%)	10.0	10.4	10.4	11.5	12.2
净利息覆盖率 (倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源: 公司公告、星展证券

## 联影医疗

## 资产负债表 (百万元)

FY Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
净固定资产	2,116	2,212	2,291	2,342	2,355
对联营企业和合营企业的投资收益	0	0	0	0	0
其他长期资产	1,944	2,896	2,330	2,188	2,042
现金和短期投资	10,075	7,584	10,740	12,475	13,685
存货	3,460	3,893	4,746	6,165	8,174
应收账款	2,029	3,233	3,078	3,577	4,948
其他流动资产	558	598	825	1,075	1,252
<b>资产总计</b>	<b>24,205</b>	<b>25,336</b>	<b>28,929</b>	<b>32,742</b>	<b>37,375</b>
短期借款	16	9	12	11	12
应付账款	2,193	2,334	2,573	3,351	4,469
其他流动负债	3,803	3,454	4,123	4,658	5,217
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	719	657	737	709	701
股本	17,483	18,866	21,471	23,998	26,963
少数股权	(10)	15	13	14	13
<b>权益和负债总计</b>	<b>24,205</b>	<b>25,336</b>	<b>28,929</b>	<b>32,742</b>	<b>37,375</b>
非现金营运资金	51	1,935	1,952	2,808	4,688
净现金/ (债务)	14,082	12,494	15,647	17,384	18,592
应收账款周转率 (天)	61.1	84.2	79.8	66.3	66.4
应付账款周转率 (天)	139.2	148.8	126.4	119.1	120.4
存货周转率 (天)	229.9	241.7	222.5	219.3	220.8
资产周转率 (倍)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
流动比率 (倍)	3.4	3.5	3.6	3.5	3.4
速动比率 (倍)	2.7	2.7	2.8	2.6	2.4

资料来源: 公司公告、星展证券

## 联影医疗

## 现金流量表 (百万元)

FY Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
税前利润	1,920	2,142	2,561	3,096	3,657
折旧与摊销	273	326	261	279	294
已付所得税	(270)	(164)	(197)	(238)	(281)
对联营企业和合营企业的投资收益	0	0	0	0	0
出售固定资产产生现金流	(13)	(110)	(62)	(62)	(78)
营运资金变化	(1,068)	(2,097)	383	(850)	(1,801)
其他经营活动产生现金流量	(159)	36	(228)	(303)	(337)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>683</b>	<b>133</b>	<b>2,719</b>	<b>1,922</b>	<b>1,455</b>
净资本支出	(279)	(723)	(54)	(72)	(74)
其他投资	13	110	62	62	78
对联营企业和合营企业的投资	0	0	0	0	0
来自联营企业和合营企业股息	0	0	0	0	0
其他投资活动产生现金流量	(4,423)	(952)	79	(19)	(35)
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>(4,689)</b>	<b>(1,565)</b>	<b>86</b>	<b>(30)</b>	<b>(32)</b>
已付股息	(166)	(206)	(247)	(330)	(412)
总债务变化	(14)	(6)	(9)	(12)	(11)
发行股票所得款项	100	0	0	0	0
其他融资活动产生现金流量	(24)	(701)	359	(145)	(203)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>10,563</b>	<b>(868)</b>	<b>103</b>	<b>(487)</b>	<b>(626)</b>
汇率差异的影响	0	0	0	0	0
现金净增加	6,557	(2,301)	2,908	1,406	797
每股经营现金流 (元)	2.12	2.70	2.83	3.36	3.95
每股自由现金流 (元)	0.49	(0.72)	3.23	2.24	1.67

资料来源：公司公告、星展证券

星展证券的推荐评级基于相对收益评级系统，定义如下：

**公司评级**

**强于大市：**预期未来 12 个月内总收益\*表现相对于同期基准指数涨幅 10%以上

**中性：**预期未来 12 个月内总收益表现相对于同期基准指数变动幅度介于-10%~10%之间

**弱于大市：**预期未来 12 个月内总收益表现相对于同期基准指数跌幅 10%以上

**行业评级**

**强于大市：**预期未来 12 个月内表现优于同期基准指数

**中性：**预期未来 12 个月内表现与同期基准指数基本持平

**弱于大市：**预期未来 12 个月内表现弱于同期基准指数

评级说明：投资评级基于报告发布日后 12 个月内公司股价或行业指数相对同期基准指数的表现

其中 A 股市场以沪深 300 为基准，港股市场以恒生指数为基准，美股市场以纳斯达克综合指数为基准，新加坡市场以海峡时报指数为基准

\*股价升值+股息

自 2022 年 6 月 30 日起由绝对收益评级系统切换至相对收益评级系统。

除非另行标注，否则所有表格及图表均来自于星展证券。

**一般披露/免责声明**

该报告由星展证券（中国）有限公司（“星展证券”）（已获得中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作。该报告仅供星展证券、星展银行有限公司（“星展银行新加坡”）、星展银行（香港）有限公司（“星展银行香港”）、星展唯高达（新加坡）私人有限公司（简称“星展唯高达新加坡”）、星展唯高达（香港）有限公司（简称“星展唯高达香港”）及各自关联公司及附属公司客户使用。星展证券不会仅因接收人仅收到本研究报告而视其为客户。任何人不得擅自（1）以任何形式或方法抄袭、影印或是复制本研究报告的内容；或（2）在未经星展证券事先书面同意的情况下转发给任何其他人。

本研究报告中的信息均来源于公认可靠的已公开资料，但星展证券（连同星展银行新加坡、星展银行香港、星展唯高达新加坡及星展唯高达香港及各自关联公司、附属公司、董事、高级管理人员、员工和/或代理（统称“星展集团”））对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在不作事先通知的情况下，本研究报告所述观点可能会在日后不时调整。本研究报告用于统一发行目的。本研究报告所含任何推荐并未考虑到特定获取本研究报告人员的投资目标、财务状况或特别要求。本研究报告仅供投资者参考，不得取代投资者独立作出投资决策，投资者应自行获取独立的法律、金融、税务、投资等建议。星展集团不承担任何因使用、依赖本研究报告或针对本报告所进行的进一步沟通而引起的直接、间接和/或相应的损失（包括索赔利益损失）。本研究报告不得被视为任何证券的出售要约或购买要约邀请。星展集团和其附属公司以及/或在上述机构工作的人员有时会与该报告中提及的证券有利益关系。星展集团可能持有并交易本研究报告提及的证券，并有可能为上述公司提供或寻求为上述公司提供经纪服务、投资银行服务以及其他等金融服务。

本研究报告所载的任何估值、观点、估算、预测、评级或风险评估仅为本研究报告出具日的判断，星展证券不能保证未来的结果或者事件与该等估值、观点、估算、预测、评级或风险评估一致。该报告中的信息如有变化，概不通知，且星展证券并不能保证该等信息的准确性。本研究报告中提及的资料可能是不完全的或被精简的，并且可能不包含关于某一公司（或某些公司）的所有重大信息。星展集团没有义务对本研究报告中的信息进行更新。

本研究报告未经中国、新加坡或其他国家或地区的监管部门授权或审核，并且没有为任何发行人定期按时更新研究报告的计划。

该报告中的估值、观点、估算、预测、评级或风险评估基于某些估算和假设，因此本质上受制于重大不确定事项以及偶然因素。做出报告中的估值、观点、估算、预测、评级或风险评估所基于的一个或多个假设可能不会实现或者与实际结果相差甚远，因此不应依赖于该报告所包括的估值、观点、预计、预测、评级或风险评估，并不应将其作为星展集团（和/或任何与上述实体相关的个人）的如下陈述和/或保证：

1. 该估值、观点、预计、预测、评级或风险评估或其潜在的假设将实现，及
2. 保证未来结果或事件与所提及的估值、观点、预计、预测、评级或风险评估相一致。

如想了解估值方法及与报告所涉及的公司格目标价相关的假设，请与本研究报告第一作者联系。

本研究报告中作出关于大宗商品的假设，仅以对上述某一公司（或某些公司）作出预测为目的，不得被视为对本研究报告提及的大宗商品实物交易或期货交易合同的推荐。

**联影医疗****分析师声明**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询职业资格并注册为分析师，以勤勉的职业态度，独立客观地出具本研究报告，本研究报告清晰准确地反映了本人的研究观点，本人不曾，也将不会因本研究报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

无论是对研究报告的整体还是部分负主要责任的分析师保证其关联方<sup>1</sup>不担任本研究报告所提及发行人或首次公开发行股票并上市申请人的董事、监事或高级管理人员（包括房地产投资基金的管理公司董事、监事和高级人员，而对其他实体，则指证券发行人或首次公开发行股票并上市申请人内部负责管理证券发行或首次公开发行股票并上市申请的董事、监事和高级管理人员或具相同工作性质的人员）。对研究报告内容负主要责任的分析师及其关联方与本研究报告提及的发行人或首次公开发行股票并上市申请人没有任何经济利益<sup>2</sup>联系。星展集团以设立相关程序以消除、避免或处理与研究报告相关或因此产生的潜在利益冲突。负责该研究报告的分析师团队与星展集团投资银行部门是分开独立运作的。星展集团拥有相关程序确保研究部门与投资银行部门各自的机密信息得到妥善处理。该分析师团队所获来自星展集团的报酬与星展集团投资银行部门具体业务没有直接联系。

**公司相关披露/法定披露**

- 截至 2024 年 5 月 10 日，星展证券、星展银行新加坡、星展银行香港、星展唯高达新加坡及其子公司和/或其他关联公司未持有本研究报告推荐的证券。
- 星展证券或星展银行新加坡或星展银行香港并非报告中提及的发行人或公司的证券做市商。
- 先前投资推荐的披露**

星展证券、星展银行、星展唯高达新加坡、星展银行香港、其子公司和/或星展唯高达美国的关联公司可能在之前 12 个月的时间内对本研究报告推荐的同一证券/投资工具发表过不同的投资建议。请联系相关报告首页内列出的首席分析员了解之前 12 个月星展证券、星展银行、星展银行香港、星展唯高达新加坡、其子公司和/或星展唯高达美国的关联公司发表过的投资建议。

星展证券（中国）有限公司

上海市黄浦区中山东二路 600 号 1 幢 29 层 01、02、03、04、05、06、07 单元电话：86-21-38562888，传真 86-21-63151070

<sup>1</sup> 关联方指分析师的配偶、子女、父母。

<sup>2</sup> 经济利益指任何通常为人所知的财务权益，例如对证券发行人或首次公开发行股票并上市申请人的证券进行了投资，或证券发行人或首次公开发行股票并上市申请人与公司或分析员之间存在财务通融安排。但不包括根据正常交易关系而作出的商业贷款，或对任何投资了证券发行人或首次公开发行股票并上市申请人的证券的集体投资计划的投资。