

联影医疗 (688271.SH)

业绩增长显韧性，国际市场持续开拓

增持

核心观点

业绩实现较快增长，彰显发展韧性。2023年公司实现营收114.11亿元(+23.52%)，归母净利润19.74亿元(+19.21%)，扣非归母净利润16.65亿元(+25.38%)。其中23Q4单季营收39.78亿元(+17.72%)，归母净利润9.10亿元(+20.17%)，扣非归母净利润8.36亿元(+37.55%)。在行业整顿背景下，公司2023年业绩实现较快增长，彰显发展韧性。分季度看，三季度由于受到行业整顿的影响，收入和利润规模较二季度环比下降，四季度随着行业整顿影响减弱及配置证放宽政策的逐步落地，业绩实现环比和同比增长。2024年一季度营收23.50亿元(+6.22%)，归母净利润3.63亿元(+10.20%)，扣非归母净利润3.00亿元(+8.52%)，业绩持续稳步增长。

设备销售稳健增长，维修服务和软件业务快速发展。在配置证放宽政策的利好因素影响下，尽管受到一定行业整顿的扰动，设备销售仍取得较好表现，2023年收入99.27亿元(+21.1%)，其中CT/MR/MI/XR/RT产品线收入分别同比+7.8%/+58.5%/+1.4%/+32.8%/+6.9%，MR、XR增长比较突出；维修服务业务快速增长，实现收入10.7亿元(+42.8%)，收入占比达9.4%(+1.3pp)，主要得益于终端装机量的持续提升；软件业务高速增长，收入1.74亿元(+124.85%)，主要得益于数智化的持续赋能以及去年同期基数较低所致。

毛利率有所提升，费用投入加大。2023年公司毛利率48.48%(+0.12pp)，中高端产品收入占比提升、维修服务收入占比提升，毛利率基本维持稳定。销售费用率15.51%(+1.14pp)，管理费用率4.91%(+0.25pp)，研发费用率15.15%(+1.01pp)，财务费用率-1.30%(-0.24pp)，四费率34.26%(+2.16pp)，销售、管理、研发费用率均有所提升，主要系公司持续深化技术和人才储备，强化营销体系建设，不断提升核心竞争力。

投资建议：在行业整顿背景下，公司2023年业绩实现较快增长，彰显发展韧性，下调24、25年盈利预测，新增26年盈利预测，预计2024-2026年营收139.3/168.1/202.5亿元(原24、25年为149.1/184.2亿元)，同比增速22.0%/20.7%/20.5%，归母净利润24.0/29.7/36.0亿元(原24、25年为26.4/31.6亿元)，同比增速21.6%/23.6%/21.3%，当前股价对应PE=46/37/31x，维持“增持”评级。

风险提示：研发失败风险；汇率波动风险；地缘政治风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,238	11,411	13,926	16,806	20,249
(+/-%)	27.4%	23.5%	22.0%	20.7%	20.5%
净利润(百万元)	1,656	1,974	2,400	2,967	3,600
(+/-%)	16.9%	19.2%	21.6%	23.6%	21.3%
每股收益(元)	2.01	2.40	2.91	3.60	4.37
EBIT Margin	14.8%	12.3%	14.3%	15.4%	16.8%
净资产收益率(ROE)	9.5%	10.5%	11.3%	12.3%	13.1%
市盈率(PE)	67.0	56.2	46.2	37.4	30.8
EV/EBITDA	72.3	68.4	51.9	40.2	31.3
市净率(PB)	6.35	5.88	5.24	4.62	4.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

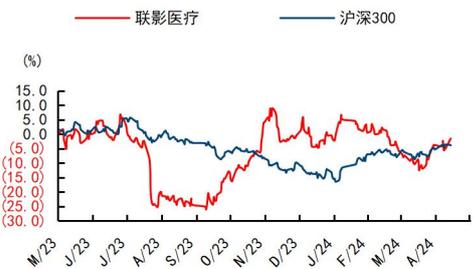
医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 联系人：凌琰
021-60375487 021-60375401
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn
S0980523050001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	135.68元
总市值/流通市值	111822/79956百万元
52周最高价/最低价	159.32/101.36元
近3个月日均成交额	311.33百万元

市场走势



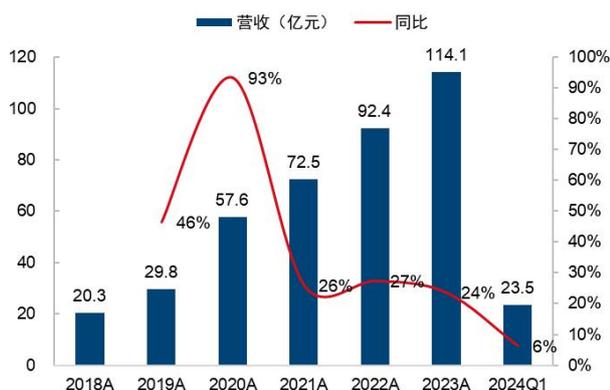
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《联影医疗(688271.SH)-2022年报及2023一季报点评：主营产品营收快速增长，海外营收占比持续提升》——2023-05-04
《联影医疗(688271.SH)-2022年三季报点评：营收同比增长6.66%，研发兑现与海外增长双向前进》——2022-11-01
《联影医疗(688271.SH)-中国大型医疗设备龙头崛起》——2022-10-12

业绩实现较快增长，彰显发展韧性。2023 年公司实现营收 114.11 亿元（+23.52%），归母净利润 19.74 亿元（+19.21%），扣非归母净利润 16.65 亿元（+25.38%）。其中 23Q4 单季营收 39.78 亿元（+17.72%），归母净利润 9.10 亿元（+20.17%），扣非归母净利润 8.36 亿元（+37.55%）。在行业整顿背景下，公司 2023 年业绩实现较快增长，彰显发展韧性。分季度看，三季度由于受到行业整顿的影响，收入和利润规模较二季度环比下降，四季度随着行业整顿影响减弱及配置证放宽政策的逐步落地，业绩实现环比和同比增长。2024 年一季度营收 23.50 亿元（+6.22%），归母净利润 3.63 亿元（+10.20%），扣非归母净利润 3.00 亿元（+8.52%），业绩持续稳步增长。

图1：联影医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



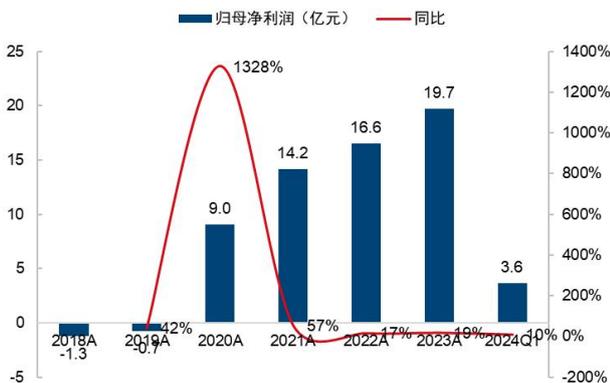
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：联影医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：联影医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：联影医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分产品线看，在配置证放宽政策的利好因素影响下，尽管受到一定行业整顿的扰动，设备销售仍取得较好表现，2023 年收入 99.27 亿元（+21.1%），其中 CT/MR/MI/XR/RT 产品线收入分别同比+7.8%/+58.5%/+1.4%/+32.8%/+6.9%，MR、XR 增长比较突出；维修服务业务快速增长，实现收入 10.7 亿元（+42.8%），收入占比达 9.4%（+1.3pp），主要得益于终端装机量的持续提升；软件业务高增长，收入 1.74 亿元（+124.85%），主要得益于数智化的持续赋能以及去年同期基数较低所致。

表1: 联影医疗分产品线拆分 (亿元)

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
设备销售						
收入	18.59	26.10	52.51	66.24	81.97	99.27
YOY		40.4%	101.2%	26.1%	23.8%	21.1%
毛利率	39.5%	43.2%	49.0%	49.9%	48.5%	47.8%
CT 系列						
收入	7.74	10.17	25.72	34.21	37.72	40.66
YOY		31.4%	152.8%	33.0%	10.3%	7.8%
MR 系列						
收入	6.55	9.10	12.32	15.29	20.69	32.79
YOY		39.0%	35.3%	24.1%	35.3%	58.5%
MI 系列						
收入	1.38	3.10	5.76	10.40	15.32	15.52
YOY		125.2%	86.1%	80.5%	47.2%	1.4%
XR 系列						
收入	2.92	3.63	8.24	4.94	5.72	7.60
YOY		24.3%	126.6%	-40.1%	15.9%	32.8%
RT 系列						
收入		0.09	0.47	1.40	2.52	2.70
YOY			422.2%	195.8%	80.6%	6.9%
提供维修服务						
收入	0.60	1.65	2.84	4.39	7.49	10.69
YOY		173.2%	72.3%	54.9%	70.4%	42.8%
毛利率	28.9%	31.7%	51.4%	48.2%	55.8%	61.7%
软件						
收入				0.84	0.78	1.74
YOY					-7.8%	124.9%
毛利率				46.6%	25.5%	38.4%
营收合计	20.35	29.79	57.61	72.54	92.38	114.11
YOY	0.0%	46.4%	93.4%	25.9%	27.4%	23.5%
毛利率	39.1%	41.8%	48.6%	49.4%	48.4%	48.5%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分地区看, 公司 2023 年国内市场实现收入 97.3 亿元 (+22%), 国际市场收入 16.8 亿元 (+56%), 国际收入占比持续提升至 15%。

国内市场稳步增长, 高端产品快速放量。国内市场方面, 配置证放宽的政策催化下, 公司高端医疗设备持续放量, 其中 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, 例如中高端、超高端 CT 增长显著, 新增装机超 400 台。

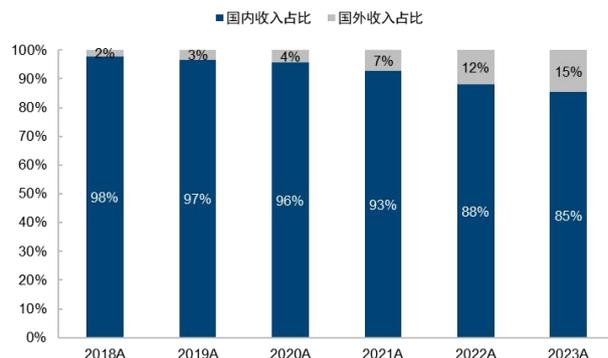
国际市场持续开拓。国际市场方面, 公司专注于“一核多翼, 高举高打, 全线突破”的市场战略, 持续加速创新产品出海, 强化营销体系和服务体系建设, 国际化战略成效显著。全球产品布局不断丰富, 截至 2023 年末, 已有 45 款产品获得 CE 认证, 其中 16 款产品通过了 MDR 认证; 44 款产品通过 51 项 FDA 510(k) 注册认证, 公司业务已覆盖亚洲、美洲、欧洲、大洋洲、非洲超 65 个国家和地区, 销售网络不断延伸, 未来海外业务有望维持快速增长。

图5: 联影医疗国内外收入情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

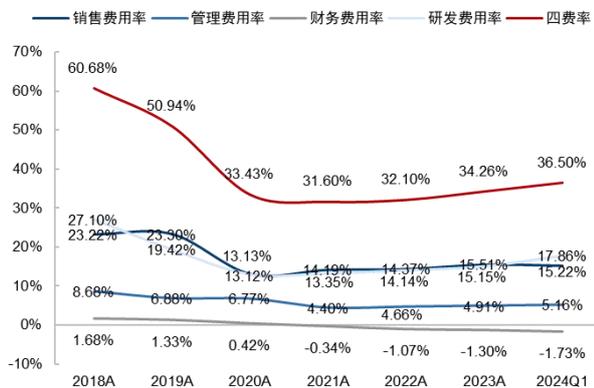
图6: 联影医疗国内外收入占比情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

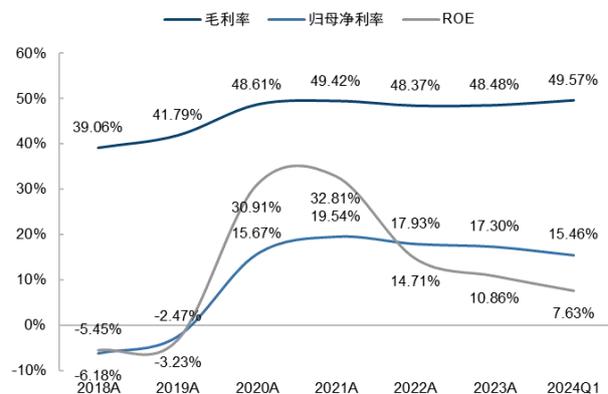
毛利率有所提升，费用投入加大。2023年公司毛利率48.48% (+0.12pp)，中高端产品收入占比提升、维修服务收入占比提升，毛利率基本维持稳定。销售费用率15.51% (+1.14pp)，管理费用率4.91% (+0.25pp)，研发费用率15.15% (+1.01pp)，财务费用率-1.30% (-0.24pp)，四费率34.26% (+2.16pp)，销售、管理、研发费用率均有所提升，主要系公司持续深化技术和人才储备，强化营销体系建设，不断提升核心竞争力。

图7: 联影医疗费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

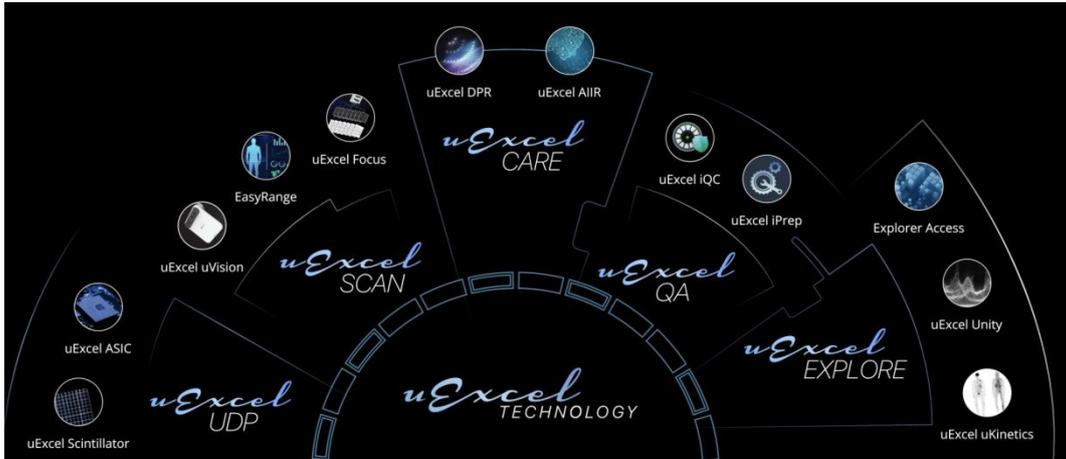
图8: 联影医疗利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

积极推进创新探索，高端产品线持续突破。公司加速垂直创新全链条关键技术的迭代和突破，不断完善优化从经济适用型到高端科研型全产品线的全方位布局，例如2023年推出了全新一代PET/MR uPMR 890、新一代磁共振uMR 585e、长轴向uMI Panorama GS、uCT ATLAS Astound等众多高端医疗设备。此外，公司持续推进数智化赋能产品，全面推进包括uAIFI Technology磁共振类脑平台、uExcel Technology创「芯」无极分子影像技术平台、CT的uSense Technology主动感知技术平台、DSA的uVera Technology智慧仿生技术平台以及All-In-OneSolution一站式放疗平台等全产品线人工智能超级平台的优化升级，推动医疗设备向智能化超级装备的演进。

图9: 联影医疗 uExcel Technology 无极分子影像技术平台



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

投资建议: 在行业整顿背景下, 公司 2023 年业绩实现较快增长, 彰显发展韧性, 下调 24、25 年盈利预测, 新增 26 年盈利预测, 预计 2024-2026 年营收 139.3/168.1/202.5 亿元 (原 24、25 年为 149.1/184.2 亿元), 同比增速 22.0%/20.7%/20.5%, 归母净利润 24.0/29.7/36.0 亿元 (原 24、25 年为 26.4/31.6 亿元), 同比增速 21.6%/23.6%/21.3%, 当前股价对应 PE=46/37/31x, 维持“增持”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/5/13 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG		投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E			
688271.SH	联影医疗	134.67	1,110	2.40	2.91	3.60	4.37	56.22	46.24	37.41	30.83	10.46%	2.09		增持	
300760.SZ	迈瑞医疗	306.93	3,721	9.56	11.53	13.93	16.74	32.13	26.62	22.04	18.33	35.01%	1.29		买入	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10075	7584	10983	11850	13498	营业收入	9238	11411	13926	16806	20249
应收款项	2112	3312	3089	4149	5123	营业成本	4770	5879	6956	8246	9731
存货净额	3460	3893	4602	5589	6447	营业税金及附加	38	69	97	118	142
其他流动资产	379	326	601	632	738	销售费用	1328	1770	2019	2403	2896
流动资产合计	20145	20228	24386	27332	30918	管理费用	431	561	729	873	1046
固定资产	2339	3062	3905	4781	5701	研发费用	1306	1729	2159	2571	3037
无形资产及其他	860	828	795	762	729	财务费用	(99)	(149)	(70)	(84)	0
投资性房地产	821	1145	1145	1145	1145	投资收益	13	110	100	100	100
长期股权投资	40	73	73	73	73	资产减值及公允价值变动	103	37	(30)	(30)	(30)
资产总计	24205	25336	30304	34093	38566	其他收入	(958)	(1287)	(1535)	(1948)	(2414)
短期借款及交易性金融负债	32	61	500	300	200	营业利润	1928	2142	2728	3372	4091
应付款项	2193	1919	2600	3164	3492	营业外净收支	(8)	1	0	0	0
其他流动负债	3787	3819	5537	6226	7181	利润总额	1920	2142	2728	3372	4091
流动负债合计	6012	5798	8637	9691	10873	所得税费用	270	164	327	405	491
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(6)	3	0	0	0
其他长期负债	719	657	457	339	213	归属于母公司净利润	1656	1974	2400	2967	3600
长期负债合计	719	657	457	339	213	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6731	6455	9094	10030	11086	净利润	1656	1974	2400	2967	3600
少数股东权益	(10)	15	15	15	15	资产减值准备	50	(32)	27	14	17
股东权益	17483	18866	21195	24048	27465	折旧摊销	263	314	317	414	498
负债和股东权益总计	24205	25336	30304	34093	38566	公允价值变动损失	(103)	(37)	30	30	30
关键财务与估值指标						财务费用	(99)	(149)	(70)	(84)	0
每股收益	2.01	2.40	2.91	3.60	4.37	营运资本变动	(982)	(2242)	1467	(928)	(766)
每股红利	0.00	0.20	0.09	0.14	0.22	其它	(56)	35	(27)	(14)	(17)
每股净资产	21.21	22.89	25.72	29.18	33.33	经营活动现金流	829	13	4215	2483	3362
ROIC	14.98%	11.42%	13%	16%	17%	资本开支	0	(918)	(1183)	(1302)	(1432)
ROE	9.47%	10.46%	11%	12%	13%	其它投资现金流	(3718)	(993)	0	0	0
毛利率	48%	48%	50%	51%	52%	投资活动现金流	(3713)	(1945)	(1183)	(1302)	(1432)
EBIT Margin	15%	12%	14%	15%	17%	权益性融资	31	10	0	0	0
EBITDA Margin	18%	15%	17%	18%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	27%	24%	22%	21%	20%	支付股利、利息	(1)	(166)	(72)	(113)	(183)
净利润增长率	17%	19%	22%	24%	21%	其它融资现金流	10007	(237)	439	(200)	(100)
资产负债率	28%	26%	30%	29%	29%	融资活动现金流	10036	(559)	367	(313)	(283)
股息率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	现金净变动	7151	(2491)	3398	868	1647
P/E	67.0	56.2	46.2	37.4	30.8	货币资金的期初余额	2924	10075	7584	10983	11850
P/B	6.3	5.9	5.2	4.6	4.0	货币资金的期末余额	10075	7584	10983	11850	13498
EV/EBITDA	72.3	68.4	51.9	40.2	31.3	企业自由现金流	0	(1550)	2359	467	1290
						权益自由现金流	0	(1787)	2992	503	1459

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032