

2024年07月29日

## 联影医疗 (688271.SH)

—— 投资玖谊源，核医学综合诊疗能力提升

买入 (首次覆盖)

## 证券分析师

刘闯  
S1350524030002  
[liuchuang@huayuanstock.com](mailto:liuchuang@huayuanstock.com)林海霖  
S1350524050002  
[linhailin@huayuanstock.com](mailto:linhailin@huayuanstock.com)

## 市场表现:



## 相关研究

## 投资要点:

- 事件:** 2024年7月25日, 上海联影医疗科技股份有限公司拟以自有资金投资四川玖谊源粒子科技有限公司, 交易金额1.20亿元, 联影医疗取得玖谊源10%股权, 本轮融资投前估值10亿元, 联影医疗有权委派1名董事进入董事会, 本次投资有望促进联影医疗在分子影像领域综合竞争力提升。
- 粒子加速器稀缺企业, 赋能核医学诊疗。** 玖谊源为国内回旋加速器生产企业, 产品覆盖7MeV、11MeV、20MeV等不同能级, 主要用于制备PET设备用正电子放射同位素, 是核医学诊疗重要设备之一。玖谊源产品的推出, 打破进口品牌垄断的医用回旋加速器市场, 对于PET产品在肿瘤、冠心病及神经精神病等领域诊疗的推广, 具有较大意义。公司2023年和2024上半年, 玖谊源收入分别为4,683.37万元和47.06万元(未经审计), 同期净利润分别为-995.50万元和-1,339.62万元(未经审计)。
- 配置证调整有望带动需求提升。** 2023年3月, 国家卫生健康委发布大型医用设备配置许可管理目录(2023)的通知, 推动部分设备由甲类管理目录改为乙类, 或由乙类调出目录, 其中正电子发射型磁共振成像系统(PET/MR)由甲类调整为乙类, 常规放射治疗类设备(包括医用直线加速器、螺旋断层放射治疗系统、伽玛射线立体定向放射治疗系统)统一纳入乙类管理, 分子影像、放疗类产品配置证降级, 有望带动产品在各类医疗机构普及程度提升, 行业整体或迎来扩容。
- 产品矩阵持续丰富, 分子影像综合竞争力提升。** 联影医疗是国内少数取得PET/CT注册并实现整机量产企业, 在闪烁体、探测器等方面掌握多项核心技术, 并围绕肿瘤、神经、心脏相关疾病的临床诊疗持续打磨产品, 先后推出行业多款领先产品, 如TOF PET/CT产品uMI 780, 一体化PET/MR产品uPMR 790等, 2023年公司分子影像设备收入(MI)为15.52亿元, 同比增长1.35%, 占比约为13.60%。通过投资玖谊源, 公司分子影像产品矩阵进一步丰富, 实现核医学诊疗闭环。
- 盈利预测与估值。** 我们预计2024-2026年公司总营收分别为138.24/167.98/206.00亿元, 增速分别为21.15%/21.51%/22.63%; 2024-2026年归母净利润分别为23.81/28.83/35.23亿元, 增速分别为20.62%/21.08%/22.18%。当前股价对应的PE分别为40x、33x、27x。选取澳华内镜、迈瑞医疗作为可比公司, 可比公司2024年平均PE为38倍, 基于公司影像设备种类持续丰富, 高端产品全球竞争力不断提高, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示。** 并购整合不及预期风险、海外地缘政治风险、国内政策风险、新品推广不及预期风险。

## 股票数据: 2024年07月26日

收盘价(元) 116.25  
一年内最高/最低(元) 158.95/101.12  
总市值(亿元) 958

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	9238.12	11410.77	13824.46	16798.36	20600.06
同比增长率(%)	27.36%	23.52%	21.15%	21.51%	22.63%
毛利率(%)	48.37%	48.48%	49.80%	50.20%	50.50%
归母净利润(百万元人民币)	1656.08	1974.29	2381.43	2883.48	3523.01
同比增长率(%)	16.86%	19.21%	20.62%	21.08%	22.18%
每股收益(元人民币/股)	2.01	2.40	2.89	3.50	4.27
ROE(%)	9.47%	10.46%	11.29%	12.13%	13.02%
市盈率	58	49	40	33	27

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,238.12	11,410.77	13,824.46	16,798.36	20,600.06
营业成本	4,770.00	5,878.58	6,939.88	8,365.58	10,197.03
营业税金及附加	38.35	69.49	74.59	90.64	111.15
销售费用	1,327.68	1,769.51	1,938.19	2,366.89	2,886.07
管理费用	430.60	560.71	713.34	843.28	986.74
研发费用	1306.28	1728.54	1965.84	2371.93	2892.25
财务费用	-98.73	-148.89	-27.60	-39.84	-51.22
资产减值损失	-74.75	-42.89	-70.61	-85.80	-105.22
公允价值变动收益	28.50	-6.06	0.00	0.00	0.00
其他	592.37	586.27	601.22	629.58	626.12
<b>营业利润</b>	<b>1,928.24</b>	<b>2,141.52</b>	<b>2,729.32</b>	<b>3,304.26</b>	<b>4,036.65</b>
营业外净收益	-8.45	0.74	-2.10	-2.10	-2.10
<b>利润总额</b>	<b>1,919.80</b>	<b>2,142.25</b>	<b>2,727.22</b>	<b>3,302.16</b>	<b>4,034.55</b>
所得税	269.71	164.50	354.98	429.82	525.15
<b>净利润</b>	<b>1,650.09</b>	<b>1,977.75</b>	<b>2,372.24</b>	<b>2,872.35</b>	<b>3,509.40</b>
少数股东损益	-6.00	3.46	-9.20	-11.13	-13.60
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,656.08</b>	<b>1,974.29</b>	<b>2,381.43</b>	<b>2,883.48</b>	<b>3,523.01</b>

资料来源: ifind, 华源证券研究

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,650.09	1,977.75	2,372.24	2,872.35	3,509.40
折旧摊销	287.64	357.76	837.55	955.69	1,087.40
财务费用	-98.73	-148.89	-27.60	-39.84	-51.22
营运资金变动	-1,122.81	-2,179.35	1,379.91	-119.04	-153.55
其它	-20.71	235.58	752.19	689.23	685.77
<b>经营活动现金流</b>	<b>682.81</b>	<b>132.51</b>	<b>4,677.73</b>	<b>3,697.16</b>	<b>4,419.59</b>
资本支出	828.87	1,153.80	850.21	920.25	973.29
长期投资	-3,993.09	-633.66	0.00	0.00	0.00
其他	133.15	222.63	-15.45	-19.15	-18.70
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4688.81</b>	<b>-1564.84</b>	<b>-865.66</b>	<b>-939.40</b>	<b>-991.99</b>
短期借款	-14.07	-6.47	-9.18	0.00	0.00
长期借款	-3.77	15.51	-23.17	-24.51	-26.50
普通股增加	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	10666.17	45.35	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-19.81	-716.57	-134.13	-155.98	-188.04
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>10728.50</b>	<b>-662.17</b>	<b>-166.48</b>	<b>-180.49</b>	<b>-214.54</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>6753.07</b>	<b>-2095.15</b>	<b>3645.58</b>	<b>2577.27</b>	<b>3213.06</b>

资料来源: ifind, 华源证券研究

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,075.08	7,584.23	11,229.81	13,807.08	17,020.14
应收账款+票据	2,102.81	3,300.27	3,119.97	3,791.14	4,649.12
预付账款	197.80	147.67	237.31	288.36	353.62
存货	3,460.21	3,893.42	4,600.62	5,545.75	6,759.86
其他	4,225.97	5,222.31	5,455.09	5,570.33	5,717.65
<b>流动资产合计</b>	<b>20,144.56</b>	<b>20,227.81</b>	<b>24,789.78</b>	<b>29,181.26</b>	<b>34,719.41</b>

长期股权投资	40.03	73.42	64.56	55.70	46.85
固定资产	2,199.83	2,315.28	2,169.29	2,215.40	2,420.45
在建工程	222.36	850.21	1,275.31	1,463.71	1,380.72
无形资产	860.24	828.05	619.76	407.98	192.72
其他非流动资产	655.82	966.85	854.63	833.73	812.82
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,059.95</b>	<b>5,108.33</b>	<b>5,020.82</b>	<b>4,976.52</b>	<b>4,853.55</b>
<b>资产总计</b>	<b>24,204.52</b>	<b>25,336.14</b>	<b>29,810.59</b>	<b>34,157.78</b>	<b>39,572.96</b>
短期借款	15.65	9.18	0.00	0.00	0.00
应付账款+票据	2,193.37	1,918.69	2,598.49	3,132.32	3,818.07
其他	3,802.75	3,870.08	5,486.58	6,647.92	8,133.72
<b>流动负债合计</b>	<b>6,011.77</b>	<b>5,797.95</b>	<b>8,085.07</b>	<b>9,780.24</b>	<b>11,951.78</b>
长期带息负债	2,193.37	1,918.69	2,598.49	3,132.32	3,818.07
其他	3,802.75	3,870.08	5,486.58	6,647.92	8,133.72
<b>非流动负债合计</b>	<b>719.24</b>	<b>656.77</b>	<b>633.60</b>	<b>609.08</b>	<b>582.58</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,731.01</b>	<b>6,454.72</b>	<b>8,718.67</b>	<b>10,389.33</b>	<b>12,534.36</b>
少数股东权益	-9.77	15.06	5.87	-5.27	-18.87
股本	824.16	824.16	824.16	824.16	824.16
资本公积	13,865.05	13,910.40	13,910.40	13,910.40	13,910.40
留存收益	2,794.07	4,131.79	6,351.50	9,039.16	12,322.91
<b>股东权益合计</b>	<b>17,473.51</b>	<b>18,881.42</b>	<b>21,091.93</b>	<b>23,768.45</b>	<b>27,038.60</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24,204.52</b>	<b>25,336.14</b>	<b>29,810.59</b>	<b>34,157.78</b>	<b>39,572.96</b>

资料来源：ifind，华源证券研究

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yang yang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数