



买入（维持）

所属行业：医药生物/医疗器械
当前价格(元)：103.95

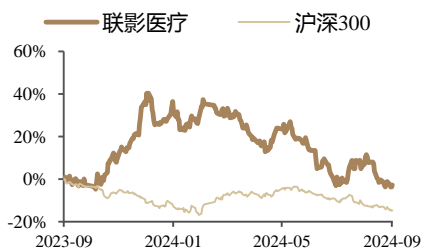
证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001

邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.25	0.59	-14.36
相对涨幅(%)	-4.51	6.05	-4.46

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《——联影医疗 23 年中报点评-联影医疗 (688271.SH)：收入符合预期，结构优化带来稳健增长》，2023.11.3

联影医疗 24 中报点评：国内业绩承压，海外市场快速增长

投资要点

- 事件：**1. 24H1，公司实现营业收入 53.33 亿元 (+1.18%，同比，下同)，实现归母净利润 9.5 亿元 (+1.33%)，实现扣非归母净利润 7.98 亿元 (+1.39%)；2. 24Q2 营业收入 29.83 亿元 (-2.47%)，归母净利润 5.87 亿元 (-3.49%)，扣非归母净利润 4.98 亿元 (-2.47%)。
- 招投标减少致使国内业绩承压，海外业务高速增长。**23H2 以来的行业整顿延续至 24H1，在短期内也使各地的招采流程有所延迟；此外，设备更新政策因总体规模大，时效长，执行环节多等特点，政策落地时间偏长，对 24H1 的市场招投标活动有放缓的影响，市场需求也出现暂时性积压。24H1，公司国内市场实现收入 44.01 亿元 (-3.36%)。我们认为，未来随着设备更新政策的不断落地，积压的市场需求有望释放，带动公司国内业绩恢复正常。海外市场方面，公司进展迅速，订单量和收入同比均保持高速增长态势。在多重因素的共同驱动下，技术创新和产品多样化增强了公司在全球市场的竞争力，促进了订单达成率和转化率，24H1，公司国际市场收入 9.33 亿元 (+29.94%)，国际市场收入占比达 17.5%，同比提升近 4 个百分点。
- 核心产品线保持市场领先地位：**从公司子版块看，24H1，公司各产品线排名均处于行业前列。公司 CT 业务实现收入 16.2 亿元 (-22.73%)，在 40 排以下 CT 市场占有率排名第一；在 41-63 排 CT 市场占有率排名第三；在 64 排-80 排 CT 市场占有率排名第一；在 128 排至 256 排 CT 市场占有率排名第二；在 256 排以上的 CT 市场占有率排名第二。MR 业务实现收入 16.85 亿元 (+12.26%)，在 1.5T 及以下超导 MR 市场，市场占有率排名第一；在 3.0T MR 市场，市场占有率排名第三；在 3.0T 以上超高场 MR 设备市场中，市场占有率排名第一。MI 业务实现收入 7.43 亿元 (+19.07%)，PET/CT 市场占有率排名第一，PET/MR 市场占有率排名暂列第二。XR 实现收入 2.56 亿元 (-20.74%)，诊断 XR 产品(含固定 DR、移动 DR、乳腺 DR)的市场占有率排名第一。介入 XR 新增市场占有率排名第四。RT 业务实现收入 2.42 亿元 (+188.1%)，新增市场市占率排名第三；服务实现收入 6.17 亿元 (+23.84%)。
- 研发投入持续加强，高端产品不断推出：**24H1，公司研发投入 10.17 亿元，同比增长 11.11%，连续多年保持高投入。截至 24H1，公司累计向市场推出创新产品超 120 款，MR 超高场磁共振 uMR Jupiter 5T，已经成功应用于复旦中山医院等近二十家顶尖医院和高校，悬吊 DSA uAngio AVIVA 在今年上半年成功获得 NMPA 注册证书，MI 方面，uMI Panorama 系列产品目前已经获得中国、美国和欧盟的三大市场准入，韩国、日本、新加坡也完成注册。在放疗领域，24 年 8 月，公司的一体化原生 CT 图像引导的环形机 uLinac Halos 获得 NMPA 认证。公司在各个子领域不断推出重磅创新品种，为未来在高端市场不断突破打下坚实的基础。
- 盈利预测与投资评级：**根据上半年经营情况，我们预计公司 24-26 年归母净利润为 23.18/28.16/34.02 亿元，当前市值对应 PE 为 37/30/25 倍，维持“买入”评级
- 风险提示：**招投标恢复不及预期，新产品销售不及预期等，市场竞争加剧风险等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	824.16		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	593.30	营业收入(百万元)	9,238	11,411	12,949	15,525	18,615
52 周内股价区间(元):	101.90-150.08	(+/-)YOY(%)	27.4%	23.5%	13.5%	19.9%	19.9%
总市值(百万元):	85,671.22	净利润(百万元)	1,656	1,974	2,318	2,816	3,402
总资产(百万元):	26,704.52	(+/-)YOY(%)	16.9%	19.2%	17.4%	21.5%	20.8%
每股净资产(元):	23.77	全面摊薄 EPS(元)	2.01	2.40	2.81	3.42	4.13
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	48.4%	48.5%	50.1%	50.4%	50.6%
		净资产收益率(%)	9.5%	10.5%	11.0%	11.9%	12.6%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.40	2.81	3.42	4.13
每股净资产	22.89	25.55	28.80	32.72
每股经营现金流	0.16	2.22	3.20	3.94
每股股利	0.25	0.12	0.14	0.17
价值评估(倍)				
P/E	57.09	36.95	30.42	25.18
P/B	5.99	4.07	3.61	3.18
P/S	7.51	6.62	5.52	4.60
EV/EBITDA	46.98	28.57	22.70	18.14
股息率%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	48.5%	50.1%	50.4%	50.6%
净利润率	17.3%	17.9%	18.1%	18.3%
净资产收益率	10.5%	11.0%	11.9%	12.6%
资产回报率	7.8%	9.1%	9.8%	10.4%
投资回报率	9.1%	10.2%	11.3%	12.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	23.5%	13.5%	19.9%	19.9%
EBIT 增长率	5.6%	25.0%	24.6%	22.3%
净利润增长率	19.2%	17.4%	21.5%	20.8%
偿债能力指标				
资产负债率	25.5%	17.2%	17.5%	17.6%
流动比率	3.5	5.4	5.3	5.4
速动比率	2.7	4.3	4.2	4.2
现金比率	1.3	2.4	2.5	2.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	82.7	71.5	48.4	47.5
存货周转天数	225.2	207.3	181.1	179.9
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	5.3	5.8	7.0	8.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,974	2,318	2,816	3,402
少数股东损益	3	0	0	0
非现金支出	460	413	426	438
非经营收益	-166	-88	-82	-82
营运资金变动	-2,139	-812	-520	-511
经营活动现金流	133	1,831	2,640	3,247
资产	-1,076	-401	-313	-313
投资	-634	0	0	0
其他	145	53	80	80
投资活动现金流	-1,565	-348	-233	-233
债权募资	4	1	0	0
股权募资	10	51	0	0
其他	-677	-186	-119	-144
融资活动现金流	-662	-134	-119	-144
现金净流量	-2,095	1,344	2,288	2,869

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为9月3日
 资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11,411	12,949	15,525	18,615
营业成本	5,879	6,464	7,705	9,197
毛利率%	48.5%	50.1%	50.4%	50.6%
营业税金及附加	69	65	78	93
营业税金率%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	1,770	1,994	2,391	2,792
营业费用率%	15.5%	15.4%	15.4%	15.0%
管理费用	561	570	683	782
管理费用率%	4.9%	4.4%	4.4%	4.2%
研发费用	1,729	2,098	2,329	2,755
研发费用率%	15.1%	16.2%	15.0%	14.8%
EBIT	1,888	2,360	2,941	3,598
财务费用	-149	-160	-120	-100
财务费用率%	-1.3%	-1.2%	-0.8%	-0.5%
资产减值损失	-43	-40	-40	-40
投资收益	110	80	80	80
营业利润	2,142	2,518	3,059	3,696
营业外收支	1	2	2	2
利润总额	2,142	2,520	3,061	3,698
EBITDA	2,246	2,693	3,288	3,955
所得税	164	202	245	296
有效所得税率%	7.7%	8.0%	8.0%	8.0%
少数股东损益	3	0	0	0
归属母公司所有者净利润	1,974	2,318	2,816	3,402

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,584	8,925	11,213	14,082
应收账款及应收票据	3,233	1,943	2,282	2,700
存货	3,893	3,551	4,201	4,989
其它流动资产	5,518	5,837	5,951	5,882
流动资产合计	20,228	20,256	23,647	27,653
长期股权投资	73	73	73	73
固定资产	2,212	2,221	2,225	2,192
在建工程	850	848	838	853
无形资产	828	778	728	678
非流动资产合计	5,108	5,183	5,152	5,109
资产总计	25,336	25,439	28,798	32,762
短期借款	9	9	9	9
应付票据及应付账款	1,919	1,947	2,320	2,769
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,870	1,789	2,097	2,375
流动负债合计	5,798	3,745	4,427	5,153
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	657	624	624	624
非流动负债合计	657	624	624	624
负债总计	6,455	4,369	5,050	5,777
实收资本	824	824	824	824
普通股股东权益	18,866	21,056	23,733	26,970
少数股东权益	15	15	15	15
负债和所有者权益合计	25,336	25,439	28,798	32,762

信息披露

分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济学专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

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执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。