

短期业绩受政策扰动，下半年有望逐步改善

核心观点

2024H1 公司业绩短期承压，符合预期，主要受医疗行业合规要求提升、医疗设备更新换代政策尚未落地导致部分医院暂缓设备采购等因素的影响。随着设备更新政策的逐步落地、相关配套资金的逐步到位，医疗设备招采进度有望逐步恢复。展望 Q4 及明年，若设备更新落地范围较广、力度较大，行业设备采购需求有望改善，公司业绩有望取得较好增长。同时，大型医用设备配置证调整政策有助于公司中高端产品需求逐步释放，凭借核心零部件、产品力、品牌、渠道等多方面的优势，国内市场份额有望提升。海外市场方面，随着公司 5.0T MR、uMI Panorama 等多款高端新产品获批，以及市场拓展和渠道建设持续加强，海外业务预计将持续高增长，收入占比有望持续提升。

事件

2024 年 8 月 30 日，公司发布 2024 年半年报

2024H1 公司营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 53.33、9.50 和 7.98 亿元，分别同比增长 1.18%、1.33% 和 1.39%。基本每股收益为 1.16 元/股。利润分配预案：每 10 股派发现金红利人民币 1.20 元（含税），本次利润分配不送红股，不以公积金转增股本。

简评

业绩符合预期，国内招投标短期承压

2024H1 公司营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 53.33 亿元（+1.18%）、9.50 亿元（+1.33%）和 7.98 亿元（+1.39%），业绩符合预期。2024Q2 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 29.83 亿元（-2.47%）、5.87 亿元（-3.49%）、4.98 亿元（-2.47%）。Q2 业绩有所承压，预计主要受医疗行业合规要求提升、医疗设备更新换代政策尚未落地导致部分医院暂缓医疗设备采购等因素的影响。

分地区来看，2024 年上半年境内收入为 44.01 亿元（-3%），国内上半年设备招投标活动有所放缓；境外收入为 9.33 亿元（+30%），境外收入占比进一步提升至 17.5%，其中亚太市场预计实现较高增长。

联影医疗 (688271.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

SFC 编号:BUT196

发布日期：2024 年 09 月 13 日

当前股价：96.36 元

主要数据

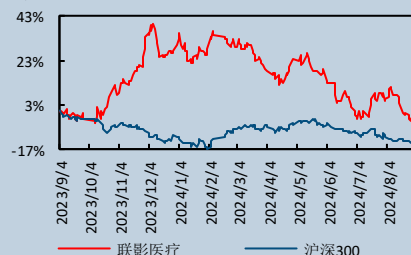
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-16.30/-11.23	-20.50/-10.23	-11.08/2.46
12 月最高/最低价 (元)		150.08/96.36
总股本 (万股)		82,415.80
流通 A 股 (万股)		59,329.90
总市值 (亿元)		794.16
流通市值 (亿元)		571.70
近 3 月日均成交量 (万)		253.54

主要股东

联影医疗技术集团有限公司	20.33%
--------------	--------

股价表现



2024 年上半年，公司设备收入为 45.44 亿元，其中中端及高端产品收入占比大幅提升。按产品来看，CT 收入为 16.18 亿元（-23%），预计主要受市场需求积压未释放的影响，其中中高端及超高端产品收入占比在去年超过 50%的基础上，延续继续增长的势头；MR 收入为 16.85 亿元（+12%），其中高端 3T 采购需求稳定增长，超高端的 5T 产品保持强劲势头；MI 收入为 7.43 亿元（+19%）；XR 收入为 2.56 亿元（-21%），预计主要由于 DR 市场需求相对饱和，叠加设备招投标受行业政策影响有所放缓；RT 收入为 2.42 亿元（+188%），同比大幅增长，主要由于去年同期业绩基数较低以及公司新产品放量。服务收入为 6.17 亿元（+24%），收入占比达到 12%，同比提升 2.12 个百分点，预计主要由于公司存量设备持续增加以及全球售后服务体系持续完善。

国内招投标有望逐步改善，全年海外业务有望实现稳健增长

随着设备更新政策的逐步落地、相关配套资金的逐步到位，医疗设备招采进度有望逐步恢复。展望 Q4 及明年，若设备更新落地范围较广、力度较大，行业设备采购需求有望改善，公司业绩有望取得较好增长。同时，大型医用设备配置证调整政策有助于公司中高端产品需求逐步释放，凭借核心零部件、产品力、品牌、渠道等多方面的优势，国内市场份额有望提升。海外市场方面，随着公司 5.0T MR、uMI Panorama 等多款高端新产品获批，以及市场拓展和渠道建设持续加强，海外业务预计将持续高增长，收入占比有望持续提升。

毛利率略有提升，营销和研发投入持续加大

2024H1 公司毛利率为 50.37%，同比提升 1.66 个百分点，一方面，高毛利率的中高端产品、服务收入占比提升；另一方面，供应链优化管理措施有效降低了成本。销售费用率为 16.71%，同比提升 1.08 个百分点，主要系销售人力成本及差旅、会务费增长所致；管理费用率为 4.48%，同比下降 0.20 个百分点；财务费用率为 -1.23%，同比提升 1.00 个百分点，主要由于国内基准利率下调，资金收益有所降低，以及市场汇率波动导致汇兑收益减少；研发费用率为 15.49%，同比下降 1.31 个百分点，研发投入占营收的比例为 19.07%，同比提升 1.70 个百分点。经营活动产生的现金流量净额为 -6.25 亿元（上年同期为 -5.11 亿元），预计主要系公司经营规模扩大，原料采购、人工支出、税费支出增加所致。应收账款周转天数为 132.33 天，同比增加 55.50 天，预计主要系上半年受整体市场环境的影响，回款速度放缓导致。应付账款周转天数为 136.60 天，同比增加 14.30 天，主要系原材料采购增加所致。其余财务指标基本正常。

国内市场：行业受益于配置证调整、设备更新等政策，公司竞争优势显著，份额有望持续提升

1) 大型医用设备配置许可管理目录调整，利好国产医疗设备龙头：2023 年 3 月和 6 月，国家卫健委先后发布新版《大型医用设备配置许可管理目录（2023）》和《“十四五”大型医用设备配置规划》，与 2018 年版目录相比，PET-MR 调整为乙类，所有 CT、MR 不再需要配置证，同时 PET-CT 等设备配置规划数量显著提升，配置门槛整体降低，准入标准趋于宽松。配置证政策的调整有望带动公司高端 CT 和 MR、PET-CT/PET-MR、RT 产品的需求进一步释放。2) 设备更新政策的催化：设备更新政策有望对未来几年医疗设备采购需求带来增量贡献，建议关注后续政策落地节奏。3) 多维能力构建公司 α 优势：医学影像设备行业门槛较高，联影历经十余年发展已确立国产龙头地位。根据公司财报，按 2024 年上半年度国内新增市场金额口径统计，公司 CT 排名第一（中高端及超高端 CT 市场占有率同比大幅提升），MR 排名第三（3.0T 及以上 MR 增长强劲），MI 排名第一（PET/CT 市场占有率排名第一，PET/MR 中国市场占有率排名暂列第二），诊断 XR 产品（包括固定 DR、移动 DR、乳腺 DR）排名第一，RT 排名第三（产品组合不断丰富，与行业头部厂商的差距进一步缩小）。公司有望凭借核心零部件、产品力、品牌、渠道等多方面的优势持续提升在国内的市占率。

海外市场：成长空间广阔，国际化布局稳步推进

1) 产品布局：公司产品注册稳步推进，截至 2024 年上半年，公司累计有 47 款产品通过 FDA 认证，获准在美国销售；累计 40 款产品获得了欧盟 CE 认证。**2) 渠道建设：**公司针对不同市场差异化布局，持续增强海外销售力量，深耕营销体系网络建设。截至 2024 年上半年，公司全球服务团队已超 1000 人，分布于多个国家和地区，已通过 19 家境外子公司搭建了境外团队。**3) 海外长期潜力巨大：**2024 年上半年，公司境外收入占比为 17.5%，占比仍然较低。长期来看，公司海外成长空间广阔，有望凭借研发与性价比优势占据一席之地，从而带来较大业绩成长弹性。

看好公司长期发展前景和投资价值

公司是国产医学影像设备龙头，长期增长动力强劲。短期来看，随着设备更新政策的逐步落地、相关配套资金的逐步到位，行业设备采购需求有望逐步恢复；同时大型医用设备配置证调整政策有助于公司中高端及高端产品需求逐步释放，核心零部件、产品力、品牌、渠道等多方面优势下市场份额有望提升。中期来看，海外市场成长空间广阔，公司海外收入占比持续提升，有望为集团整体增长贡献弹性。长期来看，公司持续加大研发投入，产品持续迭代升级，有望维持行业领先地位。**考虑医疗行业合规要求提升、设备更新政策下半年落地节奏和体量的不确定性**，我们下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别同比增长 11%、21% 和 24%，预计归母净利润分别同比增长 10%、18% 和 18%。维持“买入”评级。

风险提示

由于医疗行业合规要求提升等行业政策因素导致部分地区招标需求延后，存在我们给的业绩预测可能达不到的风险；医疗设备以旧换新政策执行进度不及预期的风险；公司部分产品的核心部件依赖外购，可能产生短期缺货或成本上升风险；市场竞争加剧，公司市场份额下降的风险；关键核心技术被侵权或技术秘密被泄露的风险；政府补助金额波动较大，造成利润增速可能有所波动的风险。如公司研发进度落后或研发成果未能契合临床需求，将产生新产品上市后销售不及预期，市场竞争力下降的风险；贸易摩擦及地缘政治风险；核心部件采购风险；人才短缺及流失风险；毛利率水平波动甚至下降的风险；应收账款无法收回的风险；税收优惠影响较大的风险；存货跌价准备损失风险；关联交易风险。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11411	12665	15289	18932
增长率(%)	24%	11%	21%	24%
归属母公司股东净利润	1974	2172	2555	3027
增长率(%)	19%	10%	18%	18%
每股收益(元/股)	2.40	2.63	3.10	3.67
市盈率(P/E)	41	38	32	27

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2024 年9月9日

图表2： 财务预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债表（百万元）					
流动资产	20145	20228	23150	26453	30352
现金	10075	7584	10397	11893	14133
应收账款	2013	3228	2523	3373	4537
其他应收款	83	80	156	169	187
预付账款	198	148	199	243	318
存货	3460	3893	4347	5352	6800
其他流动资产	4316	5295	5527	5423	4378
非流动资产	4060	5108	4831	4720	4641
长期投资	40	73	52	53	55
固定资产	2116	2212	2465	2484	2384
无形资产	860	828	901	989	1081
其他非流动资产	1043	1995	1412	1194	1121
资产总计	24205	25336	27981	31172	34993
流动负债	6012	5798	6023	6650	7468
短期借款	16	9	11	11	11
应付账款	1900	1600	2039	2511	3192
其他流动负债	4096	4189	3972	4128	4266
非流动负债	719	657	728	735	710
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	719	657	728	735	710
负债合计	6731	6455	6751	7385	8178
少数股东权益	-10	15	15	17	18
股本	824	824	824	824	824
资本公积	13865	13910	13910	13910	13910
留存收益	2823	4637	6503	9058	12085
归属母公司股东权益	17483	18866	21215	23771	26797
负债和股东权益	24205	25336	27981	31172	34993
利润表（百万元）					
营业收入	9238	11411	12665	15289	18932
营业成本	4770	5879	6512	7882	9804
营业税金及附加	38	69	77	88	112
营业费用	1328	1770	1963	2324	2897
管理费用	431	561	646	795	947
研发费用	1306	1729	1963	2400	2991
财务费用	-99	-149	-367	-457	-534
资产减值损失	-75	-43	-37	-45	-50
公允价值变动收益	28	-6	5	5	3
投资净收益	13	110	115	130	200

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业利润	1928	2142	2453	2855	3377
营业外收入	2	11	8	15	12
营业外支出	11	10	10	10	10
利润总额	1920	2142	2451	2860	3379
所得税	270	164	280	303	351
净利润	1650	1978	2172	2556	3028
少数股东损益	-6	3	0	2	1
归属母公司净利润	1656	1974	2172	2555	3027
现金流量表（百万元）					
经营活动现金流	683	133	2368	908	548
净利润	1650	1978	2172	2556	3028
折旧摊销	273	326	172	194	206
财务费用	-99	-149	-367	-457	-534
投资损失	-13	-110	-115	-130	-200
营运资金变动	-1123	-2179	705	-1293	-1891
其他经营现金流	-6	267	-197	37	-61
投资活动现金流	-4689	-1565	-84	128	1157
资本支出	741	1076	0	0	0
长期投资	3993	589	-26	-2	3
其他投资现金流	46	100	-111	126	1160
筹资活动现金流	10729	-662	528	460	535
短期借款	-14	-6	2	-1	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	100	0	0	0	0
资本公积增加	10666	45	0	0	0
其他筹资现金流	-24	-701	526	461	535
现金净增加额	6753	-2095	2812	1496	2240

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

朱琪璋

法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。3 年卖方工作经验，2021 年 11 月加入中信建投证券，主要覆盖医疗器械板块。

李虹达

北京大学金融硕士、理学/经济学双学士。2021 年加入中信建投研究发展部。主要覆盖医疗器械行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk