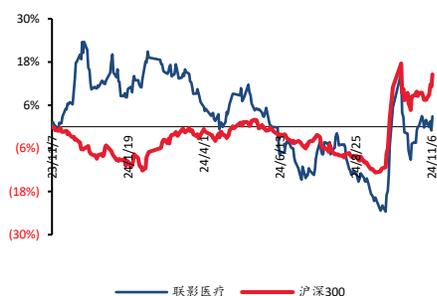


## 联影医疗点评报告：海外业务表现强劲，国内各产线市占率稳步提升

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	8.24/5.93
总市值/流通(亿元)	1,030.03/741.51
12个月内最高/最低价(元)	159.32/92

### 相关研究报告

<<联影医疗点评报告：海内外持续高端突破，毛利率显著提升>>—2023-11-02

<<联影医疗点评报告：配置证放开助力产品高端突破，股权激励彰显公司长期发展信心>>—2023-08-22

<<联影医疗点评报告：战略增资艾普强，前瞻性加大布局放疗领域>>—2023-06-25

### 证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

**事件：**10月31日，公司发布2024年第三季度报告：2024年前三季度实现营业收入69.54亿元，同比下降6.43%；归母净利润6.71亿元，同比下降36.94%；扣非归母净利润4.64亿元，同比下降44.00%。

其中，2024年第三季度营业收入16.21亿元，同比下降25.00%；归母净利润-2.79亿元，同比下降320.57%，主要系受市场环境影响，2024年第三季度业务发生量略有下降，同时公司持续加大业务拓展，特别是海外的投入，销售费用同比有所上升；扣非归母净利润-3.34亿元，同比下降899.46%。

### 海外市场表现持续强劲，各区域业务进展顺利

2024年前三季度，实现海外营业收入14.04亿元，同比增长36.49%，主要受益于MR和MI产品的强劲增长、技术创新所带来的国际需求的推动，且区域间的市场布局和资源配置愈加优化。其中，海外售后服务收入同比增长超过100%，得益于设备的高可服务性、灵活的售后定价策略和精益化的成本控制。海外收入占比突破20%，同比提升6.35pct。

2024年前三季度，公司海外业务分区域来看：①在北美市场，多项高端设备订单顺利落地；②在欧洲市场，特别是西欧核心国家获得了订单和收入的双重增长；③在亚太市场，东南亚项目的加速落地和印度市场的高需求增长，为该区域的收入贡献了重要份额；④在新兴市场，中东、拉丁美洲、非洲等区域成为国际业务的重要支撑点。随着公司国际业务的稳步推进，公司在全球市场的品牌影响力和渗透率进一步提升，预计公司海外收入将延续增长势头。

### 各产线国内市占率稳步提升，为未来业绩复苏奠定坚实基础

2024年前三季度，受行业整顿、设备更新等因素影响，市场需求量同比有所放缓，公司国内业务实现收入55.50亿元，同比下降13.33%，但CT、MR、MI等核心产品线的市占率仍保持了稳步提升，尤其在高端和超高端产品领域取得了突破性进展。在整体市场环境和政策变化的影响下，公司仍然保持了灵活应对的态势，积极优化业务结构，为未来的稳健增长奠定基础。

### 公司加大营销及研发投入，净利率暂时承压

2024年前三季度，公司的综合毛利率同比提升0.74pct至49.41%。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为19.92%、5.92%、18.95%、-0.88%，同比变动幅度分别为+3.06pct、+0.81pct、+0.52pct、+0.93pct。综合影响下，公司整体净利率同比下降4.87pct至9.47%。

其中，2024年第三季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为46.25%、30.47%、10.67%、30.33%、0.27%、-17.66%，分别变动-2.30pct、+10.61pct、+4.50pct、+7.92pct、+1.07pct、-23.48pct。其中，我们认为毛利率的变动系会计准则变动

的影响；销售费用率增幅较大，主要系公司持续加大业务拓展，特别是海外的投入所致；研发费用率增幅较大，主要系公司加大研发投入而带来的研发耗材及人力成本上涨所致。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 104.89 亿/126.01 亿/152.11 亿元，同比增速分别为-8%/20%/21%；归母净利润分别为 13.12 亿/ 19.04 亿/25.38 亿元；分别增长-34%/45%/33%；EPS 分别为 1.59 /2.31 /3.08，按照 2024 年 11 月 6 日收盘价对应 2024 年 76 倍 PE。维持“买入”评级。

**风险提示：**设备招投标不及预期的风险，产品研发进度不及预期的风险，国际化业务拓展风险，汇率波动的风险，地缘政治风险。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11,411	10,489	12,601	15,211
营业收入增长率(%)	23.52%	-8.08%	20.14%	20.71%
归母净利（百万元）	1,974	1,312	1,904	2,538
净利润增长率(%)	19.21%	-33.57%	45.17%	33.28%
摊薄每股收益（元）	2.40	1.59	2.31	3.08
市盈率（PE）	57.09	75.51	52.01	39.02

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,075	7,584	5,980	6,638	8,019
应收和预付款项	2,227	3,380	5,058	5,725	6,491
存货	3,460	3,893	4,476	4,948	5,470
其他流动资产	4,382	5,370	4,497	4,506	4,554
流动资产合计	20,145	20,228	20,010	21,816	24,534
长期股权投资	40	73	183	183	183
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	2,116	2,212	2,794	2,963	3,106
在建工程	222	850	1,300	1,450	1,600
无形资产开发支出	865	953	1,167	1,217	1,267
长期待摊费用	82	75	70	65	60
其他非流动资产	20,879	21,173	20,837	22,621	25,315
资产总计	24,205	25,336	26,352	28,500	31,532
短期借款	16	9	0	0	0
应付和预收款项	2,193	1,919	2,434	2,279	2,511
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	4,522	4,527	4,137	4,927	5,694
负债合计	6,731	6,455	6,572	7,206	8,205
股本	824	824	824	824	824
资本公积	13,865	13,910	13,991	13,991	13,991
留存收益	2,823	4,637	5,478	7,001	9,031
归母公司股东权益	17,483	18,866	19,780	21,303	23,333
少数股东权益	-10	15	1	-9	-6
股东权益合计	17,474	18,881	19,780	21,294	23,327
负债和股东权益	24,205	25,336	26,352	28,500	31,532

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	683	133	-527	1,698	2,528
投资性现金流	-4,689	-1,565	-588	-643	-625
融资性现金流	10,729	-662	-477	-397	-523
现金增加额	6,753	-2,095	-1,605	658	1,381

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,238	11,411	10,489	12,601	15,211
营业成本	4,770	5,879	5,311	6,310	7,532
营业税金及附加	38	69	63	76	91
销售费用	1,328	1,770	1,836	2,079	2,434
管理费用	431	561	577	655	761
财务费用	-99	-149	-86	-64	-74
资产减值损失	-75	-43	50	-10	-10
投资收益	13	110	73	88	106
公允价值变动	28	-6	1	-2	1
营业利润	1,928	2,142	1,410	2,051	2,750
其他非经营损益	-8	1	-5	1	1
利润总额	1,920	2,142	1,405	2,052	2,751
所得税	270	164	108	158	211
净利润	1,650	1,978	1,297	1,895	2,540
少数股东损益	-6	3	-14	-9	3
归母股东净利润	1,656	1,974	1,312	1,904	2,538

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	48.37%	48.48%	49.37%	49.92%	50.48%
销售净利率	17.93%	17.30%	12.50%	15.11%	16.68%
销售收入增长率	27.36%	23.52%	-8.08%	20.14%	20.71%
EBIT 增长率	10.31%	5.56%	-30.14%	50.74%	34.64%
净利润增长率	16.86%	19.21%	-33.57%	45.17%	33.28%
ROE	9.47%	10.46%	6.63%	8.94%	10.88%
ROA	6.84%	7.79%	4.98%	6.68%	8.05%
ROIC	8.73%	9.15%	6.11%	8.57%	10.54%
EPS(X)	2.19	2.40	1.59	2.31	3.08
PE(X)	80.81	57.09	75.51	52.01	39.02
PB(X)	8.34	5.99	5.01	4.65	4.24
PS(X)	15.79	9.90	9.44	7.86	6.51
EV/EBITDA(X)	65.46	46.98	54.22	38.89	29.45

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。