联影医疗(688271)

报告日期：2024 年 11 月 09 日

海外拓展加速，四季度收入恢复可期

——联影医疗 2024 年三季报点评报告

投资要点

公司发布 2024 年三季报，2024 年前三季度收入 69.5 亿元，同比下滑 6.4%；归母净利润 6.7 亿元，同比下滑 36.9%。其中 Q3 公司收入 16.2 亿元，同比下滑 25%；归母净利润-2.8 亿元，单季度亏损，院内招投标放缓下公司收入利润承压。我们认为，Q4 随着国内招投标的陆续恢复以及公司海外市场的持续拓展，四季度收入有望环比高增长。

- **成长性：高端突破&海外拓展持续，四季度收入有望环比高增**

（1）院内招标放缓压力下单季度收入承压，但产品力提升有望带来公司中高端以及超高端市占率持续提升。2024 年前三季度公司国内收入 55.5 亿元，国内装机放缓下收入短期承压，但公司的市场占有率，尤其是在高端和超高端产品领域，依然稳步提升。2024Q1-3 公司研发投入持续增长，占营业收入比例 18.9%，同比增长 0.5pct，截至 2024Q3，公司累计向市场推出 120 多款产品。其中 2024Q3 公司有多款产品获得 NMPA 注册许可，包括搭载首创“影像剂量双感知技术”的一体化 CT 环形直线加速器、放射治疗模拟定位以及影像引导介入穿刺手术于一体的全新超大孔径 CT 系统，以及面向民营和基础医疗市场推出的新一代 40 层智能化质控 CT 系统等，我们认为，即使院内招投标情况可能短期影响收入增长，但在公司持续创新带来中高端产品力持续提升以及国产替代等政策驱动下，公司国内收入有望长期持续发力。

（2）海外拓展加速，构建新增长曲线。2024 年前三季度海外市场收入 14.04 亿元，同比增长 36.49%；国际市场收入占比达 20.19%，收入占比同比提升 6.35pct。截至 2024Q3，公司有 42 款产品获得 CE 认证，47 款产品获得 FDA（510k）许可。以代表产品看，业界首创全身临床超高场磁共振 uMR Jupiter 5T 既 NMPA 获批后，于 2024 年 5 月成功获批 FDA 510（k），刷新了 3.0T 磁共振成像系统作为全身临床最高场强长达 20 年的世界纪录。我们认为，随着公司产品，尤其是中高端产品在海外推广加速、市场认可度逐步提升，有望打开公司收入天花板，拉动整体收入高增长。

- **盈利能力：新品研发&海外推广持续，净利率或将略降**

（1）2024-2026 年毛利率有望提升。2024Q1-3 公司毛利率 49.4%，同比提升 0.74pct，公司毛利率较高的维修服务收入占比提升（收入占比 13.9%，同比提升 3.7pct），整体毛利率略有提升。2024-2026 年我们认为随着公司中高端持续拓展以及维修服务收入占比提升，有望拉动整体毛利率提升。（2）研发投入&海外推广持续，2024 年净利率或略降。2024Q1-3 公司净利率 9.5%，同比下降 4.9pct，收入短期承压下而销售研发等费用投入持续，期间费用率提升。我们认为，2024 年随着公司研发推进与海外拓展持续期间费用率或仍将有所提升，净利率或将略降。

- **盈利预测与估值**

综合考虑院内招采恢复趋势，我们下调公司 2024 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业总收入分别为 106.53/127.26/151.96 亿元，分别同比增长-6.64%、19.46%、19.41%；归母净利润分别为 14.74/17.94/22.68 亿元，分别同比增长-25.36%、21.73%、26.41%，对应 EPS 分别为 1.79/2.18/2.75 元，对应 2025 年 60 倍 PE，维持“增持”评级。

- **风险提示**

投资评级：增持(维持)

分析师：孙建
执业证书号：S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师：司清蕊
执业证书号：S1230523080006
siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥130.62
总市值(百万元)	107,651.52
总股本(百万股)	824.16

股票走势图

相关报告

1 《海外拓展持续，收入增长可期》 2024.09.09
2 《高端突破&海外拓展，2024 增长可期》 2024.04.29
3 《收入稳健，结构优化》 2023.10.28

国内外政策变动的风险；新品商业化不及预期的风险；关键核心技术被侵权的风险。

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11410.77	10653.21	12725.99	15195.50
(+/-) (%)	23.52%	-6.64%	19.46%	19.41%
归母净利润	1974.29	1473.65	1793.84	2267.66
(+/-) (%)	19.21%	-25.36%	21.73%	26.41%
每股收益(元)	2.40	1.79	2.18	2.75
P/E	55	73	60	47

资料来源：wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	20228	21318	23089	25155
现金	7584	6871	8200	9769
交易性金融资产	4919	4919	4919	4919
应收账项	3233	4152	4176	4108
其它应收款	80	75	89	106
预付账款	148	184	214	230
存货	3893	4664	5125	5625
其他	371	453	367	397
非流动资产	5108	5704	6075	6882
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	73	53	55	60
固定资产	2212	2798	3446	4190
无形资产	828	784	760	785
在建工程	850	1100	800	800
其他	1145	969	1013	1047
资产总计	25336	27022	29164	32037
流动负债	5798	5440	5818	6424
短期借款	9	0	0	0
应付款项	1919	1833	2156	2512
预收账款	0	0	0	0
其他	3870	3607	3662	3911
非流动负债	657	739	707	703
长期借款	0	0	0	0
其他	657	739	707	703
负债合计	6455	6179	6525	7126
少数股东权益	15	18	21	25
归属母公司股东权益	18866	20825	22619	24886
负债和股东权益	25336	27022	29164	32037

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	133	(243)	1873	2751
净利润	1978	1476	1797	2272
折旧摊销	326	398	487	592
财务费用	(149)	(101)	(98)	(124)
投资损失	(110)	(110)	(110)	(110)
营运资金变动	(1549)	(1276)	93	456
其它	(363)	(630)	(296)	(335)
投资活动现金流	(1565)	(1028)	(651)	(1300)
资本支出	(723)	(1100)	(700)	(1200)
长期投资	(33)	21	(3)	(5)
其他	(808)	51	51	(95)
筹资活动现金流	(662)	558	107	119
短期借款	(6)	(9)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(656)	567	107	119
现金净增加额	(2094)	(713)	1328	1570

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11411	10653	12726	15195
营业成本	5879	5488	6406	7500
营业税金及附加	69	65	78	93
营业费用	1770	1662	1956	2332
管理费用	561	586	713	862
研发费用	1729	1918	2163	2507
财务费用	(149)	(101)	(98)	(124)
资产减值损失	102	119	163	166
公允价值变动损益	(6)	(6)	(6)	(6)
投资净收益	110	110	110	110
其他经营收益	586	580	500	500
营业利润	2142	1602	1950	2462
营业外收支	1	(3)	(3)	(2)
利润总额	2142	1599	1946	2461
所得税	164	123	149	189
净利润	1978	1476	1797	2272
少数股东损益	3	3	3	4
归属母公司净利润	1974	1474	1794	2268
EBITDA	2355	1892	2323	2921
EPS（最新摊薄）	2.40	1.79	2.18	2.75

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	23.52%	-6.64%	19.46%	19.41%
营业利润	11.06%	-25.21%	21.73%	26.30%
归属母公司净利润	19.21%	-25.36%	21.73%	26.41%
获利能力				
毛利率	48.48%	48.49%	49.66%	50.64%
净利率	17.33%	13.86%	14.12%	14.95%
ROE	10.86%	7.42%	8.25%	9.54%
ROIC	9.83%	6.57%	7.44%	8.58%
偿债能力				
资产负债率	25.48%	22.87%	22.37%	22.24%
净负债比率	0.94%	0.55%	0.65%	0.54%
流动比率	3.49	3.92	3.97	3.92
速动比率	2.82	3.06	3.09	3.04
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.41	0.45	0.50
应收账款周转率	4.35	2.85	2.92	3.37
应付账款周转率	3.36	3.50	3.85	3.85
每股指标(元)				
每股收益	2.40	1.79	2.18	2.75
每股经营现金	0.16	-0.29	2.27	3.34
每股净资产	22.89	25.27	27.44	30.20
估值比率				
P/E	54.53	73.05	60.01	47.47
P/B	5.71	5.17	4.76	4.33
EV/EBITDA	42.73	50.76	40.78	31.89

资料来源：wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn