

联影医疗 (688271 CH)

拥抱 AI，与联影智能深入协同

联影智能是联影医疗控股股东联影集团旗下的 AI 医疗公司，联影集团持股 24.1%。联影智能以全栈全谱的医学影像 AI 赋能临床、科研及影像设备。联影医疗与联影智能深入协同合作，已在全线设备产品中融入 AI 应用，通过高效的诊断辅助和数据处理能力，优化医疗设备的使用体验，并提升影像和放疗设备性能及成像质量。我们认为，依托与联影智能的业务协同，联影医疗正从传统设备制造商转型为智慧影像解决方案提供商。联影医疗将凭借“设备+AI”的领先优势进一步巩固行业龙头地位，构建更强的竞争壁垒。

■ **全栈全谱 AI 布局，多维度赋能医疗场景。** 联影智能的全栈全谱医学影像 AI 能力贯穿成像、筛查、随访、诊断、治疗的完整 workflows，覆盖 XR、CT、MR、MI 等多模态场景。联影智能的业务分为三个方向：1) 赋能临床：业务占比约 60-70%，利用 AI 帮助医生进行临床任务和决策，目前主要在影像科落地。截至 2024 年底，联影智能已推出超 100 款医疗 AI 产品，共获得 12 张 NMPA 三类证，21 张 NMPA 二类证，13 款应用获 CE 认证，15 款应用获 FDA 认证。2) 赋能科研：业务占比约 20%，即协助医生进行科研工作。3) 赋能设备：业务占比约 10%，即与联影医疗合作，助力影像设备的智能化升级与性能提升。目前，在国内影像 AI 的应用方面，联影智能具备较强的先发优势，其获证数量远超 GPS 等国际同行。

■ **软硬件协同创新，共建“设备+AI”一体化竞争力。** 联影医疗和联影智能形成了软硬件协同创新优势，引领全球“医疗设备+AI”的技术创新。例如，联影智能将 AI 算法直接嵌入联影医疗的影像设备，实现患者智能摆位、扫描参数智能优化、图像重建加速等功能，提升成像效率和质量。我们认为，AI 可加强影像设备竞争力与议价能力，“影像诊疗+AI”带来的市场增量将一部分体现在联影医疗的设备收入中。目前，AI 及智能化应用已覆盖联影医疗的全产品线。凭借与联影智能的协同合作，联影医疗已形成“设备+AI”一体化竞争力。在政策驱动设备更新与 AI 应用渗透率提升的背景下，联影医疗的收入有望持续快速增长。

■ **维持“买入”评级，目标价 168.08 元人民币。** 我们看好联影医疗在“设备+AI”协同的一体化竞争力。随着国内设备招标活动持续复苏，我们预期公司在 2025 年将展现良好业绩修复弹性。基于 9 年的 DCF 模型，给予 168.08 元人民币的目标价 (WACC: 9.0%，永续增长率: 4.1%)。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	9,238	11,411	10,852	13,194	16,097
同比增长 (%)	27.4	23.5	(4.9)	21.6	22.0
净利润 (百万人民币)	1,650.1	1,977.8	1,573.1	2,123.9	2,611.4
同比增长 (%)	17.6	19.9	(20.5)	35.0	23.0
调整后净利润 (百万人民币)	1,328	1,665	1,342	1,962	2,449
调整后每股收益 (人民币)	1.75	2.02	1.63	2.38	2.97
市盈率 (倍)	64.2	58.6	73.6	54.5	44.3
净负债比率 (%)	(57.5)	(40.2)	(46.0)	(44.4)	(44.1)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价 **168.08 人民币**
(此前目标价 162.81 人民币)
潜在升幅 **19.6%**
当前股价 **140.52 人民币**

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

王云逸

(852) 3916 1729

cathywang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	106,261.6
3 月平均流通量(百万人民币)	530.7
52 周内股价高/低(人民币)	143.70/92.81
总股本 (百万)	756.2

资料来源：FactSet

股东结构

联影医疗技术集团有限公司	20.3%
上海联和投资有限公司	16.4%

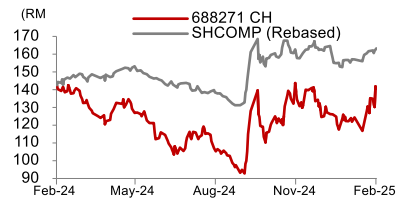
资料来源：上交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	15.7%	11.0%
3 - 月	1.3%	1.1%
6 - 月	33.5%	12.8%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

联影智能成立于 2017 年，致力于全栈全谱的医学影像 AI 的研发和应用，赋能临床、科研和影像设备。全栈，即覆盖影像诊疗全流程，包含成像、筛查、随访、诊断、治疗等环节的智能化贯通；全谱，即支持 XR、CT、MR、MI 等多模态医学影像数据，并覆盖肿瘤、神经等多疾病谱。

截至 2024 年底，联影智能的 AI 应用已获得 12 张 NMPA 三类证，21 张 NMPA 二类证，13 款应用获 CE 认证，15 款应用获 FDA 认证。这些智能诊疗平台可与任一品牌的 DICOM 设备连接，支持临床的医疗影像分析、数据管理等工作，并提供智能诊断辅助。联影智能还推出了一站式科研平台 uAI Research Portal，打造医学影像 AI 共享平台与生态系统，赋能医院进行科学研究。

此外，联影智能的 AI 算法与联影医疗的设备产品深度结合，提升设备性能和图像质量。如 uAI Vision 天眼 AI 全智能扫描导航系统，赋能联影医疗的 CT、MR、MI 等设备，可智能识别患者身高、体型等信息，自动识别病人摆位，实时监测患者运动，并智能感知扫描间环境防止扫描碰撞。uAIFI ACS 新一代智能光梭成像应用于 MR 设备，可大幅减少扫描时间，uAIFI DeepRecon™ 智能深度重建可大幅提升图像信噪比和分辨率，优化图像质量。

图 1: 联影智能已获批 NMPA 医疗器械注册证产品梳理

领域	获证类型	产品名称	型号	获批时间	用途
CT	III 类	骨折 CT 影像辅助检测软件	uAI-BoneCare R001	2020.11	用于读取分析符合 DICOM 标准格式的胸部 CT 平扫图像，辅助培训合格的医师对成人外伤患者进行肋骨骨折检测。
		肺结节 CT 影像辅助检测软件	uAI-ChestCare R001	2021.06	用于胸部 CT 影像的显示、处理、测量和分析，可对 4mm 及以上肺结节进行自动识别。
		肺炎 CT 影像辅助分诊与评估软件	uAI-Discover-NCP R001	2021.08	用于肺部 CT 影像的显示、处理、测量和肺炎病灶识别，可辅助用于成年的新型冠状病毒肺炎疑似患者的分诊提示以及确诊患者的病情评估。
		颅内出血 CT 影像辅助分诊软件	uAI-HematomaCare R002	2022.03	可对颅脑 CT 平扫影像进行显示、处理、测量和分析，用于对超急性期、急性期颅内出血患者的分诊提示。
		冠状动脉 CT 造影图像血管狭窄辅助评估软件	uAI-CoronaryCTA 3.0	2023.08	用于冠状动脉 CT 血管造影图像的显示、处理、分析，可对冠状动脉血管是否存在 50% 及以上狭窄进行辅助分诊评估。
		肺结节 CT 图像辅助检测软件	uAI-PioneerChest 1.1	2023.11	用于胸部 CT 图像的显示、处理、测量和分析，可对 4mm 及以上肺结节进行自动识别。
		冠状动脉 CT 血流储备分数计算软件	uAI-FFRCT 1.0	2024.04	基于冠脉 CT 血管影像计算获得 CT 血流储备分数，在进行冠脉血管造影检查之前，辅助培训合格的医技人员评估稳定性冠心病（SCAD）患者的功能性心肌缺血症状。
		颅内动脉瘤 CT 血管造影图像辅助检测软件	uAI-CTA-HeadNeckVessels 2.2	2024.09	用于头颈动脉 CT 血管造影图像的显示、处理、测量和分析，可对颅内 3mm 及以上动脉瘤进行辅助检测，供经培训合格的医师使用，不能单独用作临床诊疗决策依据。
		肺栓塞 CT 血管造影图像辅助分诊软件	uAI-PulmonaryEmbolism 1.0	2024.09	用于肺动脉 CT 血管造影图像的显示、处理、测量和分析，可对成人疑似急性肺栓塞的病例进行分诊提示。
		主动脉夹层 CT 血管造影图像辅助分诊软件	uAI-AorticDissection 1.0	2024.11	用于成人主动脉 CT 血管造影图像的显示、处理、分析，可对疑似急性主动脉夹层阳性的病例进行分诊提示。
II 类		胸部 CT 影像处理软件	uAI-OncologyImaging	2020.02	用于对符合 DICOM 3.0 标准的胸部 CT 医学影像进行显示、浏览、后处理及结果导出。
		胸部 CT 影像处理软件	uAI-OncologyImaging	2020.02	用于对符合 DICOM 3.0 标准的胸部 CT 医学影像进行显示、浏览、处理（缩放/平移、图像还原、正负片、窗宽窗位调节、配准）病灶随访及结果导出。
		冠脉 CT 造影影像处理软件	uAI-CoronaryImaging	2021.09	对符合 DICOM3.0 标准的冠状动脉 CT 血管造影影像数据进行处理，其主要功能包括影像导入、处理（冠脉分割、图像重建、平移、缩放、恢复窗宽/窗位、预设窗宽/窗位、适应窗口显示）、显示、冠脉信息标记、根据标记信息显示影像所见、图像归档及胶片打印，不包括辅助诊断功能。

		脑灌注 CT 影像处理软件	uAI-CerebralPerfusion	2022.09	对符合 DICOM3.0 标准的脑灌注 CT 影像数据进行导入、处理（TDC 曲线生成、tMIP 图和灌注参数图重建）、显示、基本编辑操作，不包含自动诊断功能。
		肺动脉 CT 造影影像处理软件	uAI-PulmonaryArteryImaging	2023.03	支持对符合 DICOM3.0 标准的肺动脉 CT 造影影像数据进行导入、处理（包括肺动脉分割、图像三维重建、平移、缩放、测量、调节窗宽/窗位）、显示。
		冠脉 CT 影像处理软件	uAI-CalciumScore 1.0	2023.08	对符合 DICOM3.0 标准的冠脉 CT 平扫影像数据进行导入、处理（包括平移、缩放、测量、调节窗宽/窗位、钙化积分）、显示。
		肺部影像处理软件	uAI-LungImaging	2023.11	用于对符合 DICOM 标准的医学 CT 胸部扫描图像进行浏览、显示、图像处理和报告。
		CT 医学影像处理软件	uAI-CTMIPS 1.0	2023.12	对符合 DICOM3.0 标准的心肌 CT 灌注影像（CTP）和 CT 延迟强化影像（CT-LIE）数据进行导入、处理（CTP 和 CT-LIE 序列的多平面重建、CTP 序列的 TAC 曲线及牛眼图生成、灌注参数图重建）和显示。
		骨密度 CT 图像辅助检测软件	uAI-DiscoverBMD	2024.08	基于符合 DICOM3.0 标准的胸部 CT 平扫图像，检测成人第 11 胸椎、第 12 胸椎、第 1 腰椎、第 2 腰椎、第 3 腰椎的骨密度值。
		QCT 骨密度辅助检测软件	uAI-DiscoverQCT 1.0	2024.11	基于符合 DICOM3.0 标准的成人 CT 平扫图像和体模图像，进行脊柱的骨密度评估。
MR	II 类	头部磁共振影像处理软件	uAI-BrainImaging-MRI	2020.03	用于对符合 DICOM 3.0 标准的头部 MRI 影像数据进行显示、浏览、处理（窗宽窗位调节、透明度调节、画笔、橡皮擦）、估算脑组织和脑肿瘤体积。
		骨关节磁共振影像处理软件	uAI-JointImaging-MRI	2020.03	对符合 DICOM 3.0 标准的骨关节 MRI 影像数据进行显示、浏览、处理（窗宽窗位调节、快捷键操作、透明度调节、画笔、橡皮擦）、估算骨关节的体积。
		腹部磁共振影像处理软件	uAI-AbdomenImaging-MRI	2020.03	用于对符合 DICOM 3.0 标准的腹部 MRI 影像数据进行显示、浏览、处理（窗宽窗位调节、RAI 方向矫正、透明度调节、画笔、橡皮擦、快捷键操作）、估算前列腺和肾脏体积。
		医学成像增强软件	uAI-ACA-MR 1.0	2024.12	适用于常规扫描序列采集的全身各部位磁共振图像，对符合 DICOM3.0 标准的磁共振图像进行降噪处理，改善图像质量。
MI	II 类	头部磁共振影像处理软件	uAI-BrainImaging-MRI	2020.03	对符合 DICOM3.0 的 PET-CT 影像数据进行导入、显示、PET 序列的 MIP 重建和 PET-CT 融合 MPR 重建处理。
	III 类	乳腺 X 射线图像辅助检测软件	uAI-MammoCare 1.1	2024.10	用于成年女性乳腺 X 射线图像的显示、处理、测量和分析，可辅助检测部分乳腺病灶（可疑钙化、肿块、结构扭曲）位置。
XR	II 类	乳腺数字 X 射线图像处理软件	uAI-MammoView R001	2022.08	对符合 DICOM3.0 标准的乳腺 X 射线图像数据进行处理，其主要功能包括图像导入、显示、基本编辑操作，不包括辅助诊断功能。
		儿童手部 X 射线图像处理软件	uAI-BoneAge 1.1	2023.06	对符合 DICOM3.0 标准的 4-15 岁儿童手部 X 射线图像数据进行导入、显示及处理，不包含自动诊断功能。
		X 射线影像处理软件	uAI-XRImaging	2020.03	用于对符合 DICOM 3.0 标准的 DR 医学影像进行显示、浏览、处理（平移、缩放、灰度翻转、左右翻转、窗宽窗位调节）以及长度、矩形面积和心胸比计算。
RT	III 类	放射治疗轮廓勾画软件	uAI-Contour R001	2024.01	用于放射治疗计划制定之前的肿瘤及相关器官、组织的轮廓勾画。
		数字病理图像处理软件	uAI-Pathology	2021.11	供临床医生对病理显微图像进行浏览，数据统计，报告撰写，由医生手动标注感兴趣区域，供医生诊断参考。不含自动诊断功能。
其他	II 类	医学影像处理软件	uAI-CloudPortal	2021.11	可在云端和局域网络上对符合 DICOM 3.0 标准的医学影像数据（DR、CT、MR、PET）进行导入、存储、查询、显示和手动标注，支持 CT、MR、PET 图像的 MPR 重建及头颈 CTA 数据的三维可视化重建，不包含自动诊断功能。
		三维医学图像处理软件	uAI-Pioneer-3D	2022.08	对符合 DICOM3.0 标准的 CT、MR、PET 图像进行处理，主要功能包括图像导入与显示、二维图像分割、三维重建与显示、三维处理。

资料来源：国家药监局，招银国际环球市场

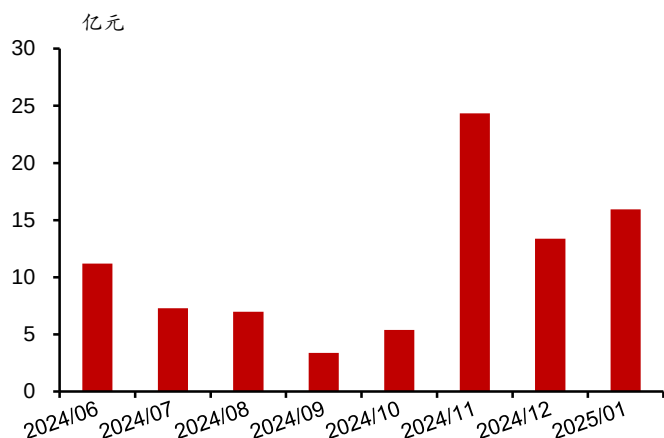
2024 年 12 月，联影医疗发布公告，拟以自有资金投资联影智能，取得其增资后 0.2849% 的股权，交易价格为 2,848.72 万元。我们认为，联影智能与联影医疗可充分发挥协同效应并在“影像设备+AI”领域形成合力。相比传统设备厂商的内部组建的 AI 研发团队以及独立的 AI 医疗公司，联影医疗与联影智能的合作可兼具独立性与协同性，形成独特的人才壁

垒和技术壁垒。联影智能的核心团队吸引了一批来自顶尖互联网和科技大厂的人工智能科学家，能及时感知人工智能行业变革并创新，同时也吸引了一批优秀的医疗行业专家，形成“AI+医疗”的复合型人才队伍。联影医疗作为中国医疗影像设备龙头，拥有深厚的硬件技术积累，而联影智能的 AI 技术可以深入赋能联影医疗的设备产品，如联影智能将 AI 算法直接嵌入联影医疗的影像设备，实现扫描参数智能优化、图像重建加速等功能，提升成像效率和质量。

2024 年 11 月，国家医保局印发《放射检查类价格项目立项指南（试行）》，指南中将“人工智能辅助诊断”纳入扩展项，即医院利用人工智能进行辅助诊断的，执行与主项目相同的价格水平，但不与主项目重复收费。我们认为，国家医保局将“人工智能辅助诊断”列为扩展项体现了其对影像 AI 临床应用的支持。尽管 AI 目前在影像诊疗领域难以单独收费，但 AI 应用可以帮助医院及医生提高临床效率并支持精准医疗决策，因此搭载 AI 应用的设备往往更具备竞争力，也拥有定价优势。GE 医疗在 4Q23 的业绩电话会里曾提到 AI 解决方案可提高设备产品价格，带来更高的毛利率。因此，“影像诊疗+AI”带来的市场增量将一部分体现在设备市场中。目前，AI 及智能化应用已覆盖联影医疗的全产品线。凭借与联影智能的协同合作，联影医疗已形成“设备+AI”一体化竞争力。在政策驱动设备更新与 AI 应用渗透率提升的背景下，联影医疗的收入有望持续快速增长。

全国大规模设备更新加速落地，设备招标活动持续复苏。根据医装数胜的数据，2025 年 1 月中国医学影像设备市场规模同比增长 47.82%。2024 年 11 月以来医疗领域设备更新招标预算金额也显著增长，据众成医械统计，截至 1 月 19 日，我国医疗领域设备更新招标公告已披露的预算总金额达 95 亿元。根据众成数科估计，项目采购意向至招标采购的周期一般是 2-3 个月。我们预计医疗设备更新的相关订单将在 1H25 开始陆续落地，推动全国医疗设备市场复苏。考虑到联影医疗在 2024 年的业绩基数较低，我们预计公司将受益于招标活动的复苏和设备更新政策带来的市场扩容，将在 2025 年展现良好的业绩修复弹性。

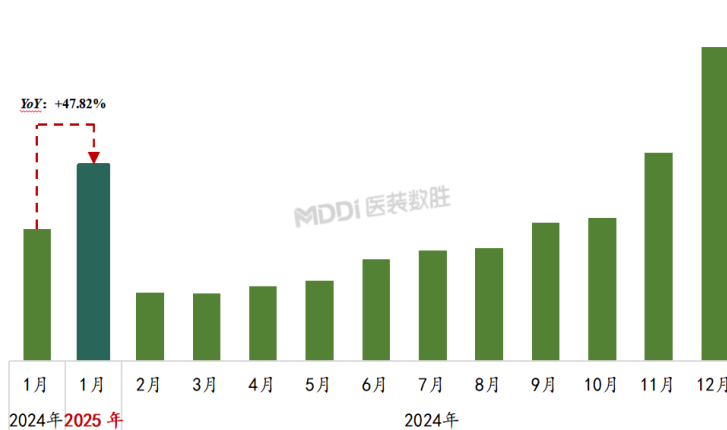
图 2: 医疗领域设备更新招标公告已披露的预算总金额



资料来源：众成医械，招银国际环球市场

注：2025 年 1 月数据截至 2025 年 1 月 19 日。

图 3: 2024-2025 年 1 月中国医学影像设备市场规模月度变化



资料来源：医装数胜，招银国际环球市场

图 4: 盈利预测调整

人民币百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	10,852	13,194	16,097	10,852	13,998	17,448	0.00%	-5.75%	-7.74%
毛利	5,365	6,588	8,113	5,365	6,978	8,771	0.00%	-5.59%	-7.50%
营业利润	1,701	2,296	2,823	1,666	2,382	2,962	2.06%	-3.63%	-4.68%
归母净利润	1,573	2,124	2,611	1,541	2,204	2,740	2.06%	-3.63%	-4.68%
基本每股收益 (元)	1.91	2.58	3.17	1.87	2.67	3.32	2.06%	-3.63%	-4.68%
毛利率	49.44%	49.93%	50.40%	49.44%	49.85%	50.27%	0ppt	+0.08ppt	+0.13ppt
营业利润率	15.67%	17.40%	17.54%	15.36%	17.02%	16.98%	+0.32ppt	+0.38ppt	+0.56ppt
净利率	14.50%	16.10%	16.22%	14.20%	15.74%	15.70%	+0.29ppt	+0.35ppt	+0.52ppt

资料来源：招银国际环球市场预测

图 5: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
息税前利润	2,116	2,634	3,318	4,151	5,192	6,508	8,086	10,053	12,495
税率	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
息税前利润*(1-税率)	1,958	2,436	3,069	3,839	4,803	6,020	7,480	9,299	11,558
+折旧与摊销	427	486	530	560	583	603	622	639	654
- 营运资金变化	-576	-659	-732	-791	-806	-833	-846	-835	-783
- 资本支出	-1,000	-900	-800	-700	-700	-700	-700	-700	-700
自由现金流	809	1,364	2,067	2,909	3,880	5,090	6,556	8,403	10,728
终值									228,387

永续增长率	4.1%
加权平均资本成本 WACC	9.0%
股本成本	12.0%
债务成本	4.0%
市场风险系数 β	1.00
无风险利率	2.5%
市场风险溢价	9.5%
目标负债率	35.0%
有效公司税率	15.0%

终值	105,243
现值	129,103
净负债	-9,436
少数股东权益	15
股权价值	138,524
股份数 (百万股)	824
DCF 每股价值 (人民币)	168.08

资料来源：招银国际环球市场预测

图 6: 敏感性分析

		WACC				
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
永续增长率	5.1%	279.13	235.06	202.45	177.37	157.52
	4.6%	243.21	209.35	183.31	162.69	145.99
	4.1%	216.53	189.49	168.08	150.74	136.42
	3.6%	195.92	173.69	155.68	140.81	128.35
	3.1%	179.53	160.82	145.38	132.44	121.45

资料来源：招银国际环球市场预测

图 7: 招银国际与市场预测对比

人民币 百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	10,852	13,194	16,097	11,025	13,499	16,460	-1.57%	-2.26%	-2.21%
毛利	5,365	6,588	8,113	5,444	6,747	8,320	-1.45%	-2.36%	-2.49%
营业利润	1,701	2,296	2,823	1,515	2,159	2,737	12.26%	6.35%	3.15%
归母净利润	1,573	2,124	2,611	1,457	2,014	2,560	7.97%	5.45%	2.01%
基本每股收益 (元)	1.91	2.58	3.17	2.01	2.64	3.26	-4.94%	-2.35%	-2.77%
毛利率	49.44%	49.93%	50.40%	49.38%	49.98%	50.55%	+0.06ppt	-0.05ppt	-0.15ppt
营业利润率	15.67%	17.40%	17.54%	13.74%	15.99%	16.63%	+1.93ppt	+1.41ppt	+0.91ppt
净利润率	14.50%	16.10%	16.22%	13.22%	14.92%	15.55%	+1.28ppt	+1.18ppt	+0.67ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	7,254	9,238	11,411	10,852	13,194	16,097
销售成本	(3,669)	(4,770)	(5,879)	(5,486)	(6,606)	(7,984)
毛利	3,585	4,468	5,532	5,365	6,588	8,113
运营费用	(1,889)	(2,540)	(3,391)	(3,665)	(4,292)	(5,290)
销售费用	(1,029)	(1,328)	(1,770)	(1,953)	(2,177)	(2,608)
行政费用	(319)	(431)	(561)	(597)	(660)	(789)
研发费用	(968)	(1,306)	(1,729)	(1,736)	(1,979)	(2,382)
其他	428	525	668	622	524	489
运营利润	1,696	1,928	2,142	1,701	2,296	2,823
其他	1	(8)	1	0	0	0
税前利润	1,698	1,920	2,142	1,701	2,296	2,823
所得税	(294)	(270)	(164)	(128)	(172)	(212)
非控股权益	14	6	(3)	0	0	0
净利润	1,404	1,650	1,978	1,573	2,124	2,611
调整后净利润	1,166	1,328	1,665	1,341	1,962	2,449

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	7,026	20,145	20,228	20,628	21,881	23,698
现金与现金等价物	2,924	10,075	7,584	9,152	9,446	10,133
应收账款	1,062	2,029	3,233	2,527	2,892	3,308
存货	2,205	3,460	3,893	3,356	3,951	4,666
预付款项	124	198	148	148	148	148
其他流动资产	710	4,382	5,370	5,445	5,445	5,445
非流动资产	3,336	4,060	5,108	5,692	6,205	6,559
物业及厂房及设备 (净额)	2,049	2,116	2,212	2,954	3,625	4,137
递延税项	271	319	399	399	399	399
无形资产	608	860	828	738	648	558
商誉	22	22	22	22	22	22
其他非流动资产	387	742	1,647	1,579	1,511	1,443
总资产	10,362	24,205	25,336	26,320	28,086	30,257
流动负债	4,518	6,012	5,798	5,758	6,142	6,613
短期债务	30	16	9	9	9	9
应付账款	1,237	2,193	1,919	1,879	2,262	2,734
应付税款	336	424	399	399	399	399
其他流动负债	2,915	3,379	3,471	3,471	3,471	3,471
非流动负债	811	719	657	657	657	657
长期债务	0	0	0	0	0	0
递延收入	673	579	514	514	514	514
其他非流动负债	137	140	143	143	143	143
总负债	5,328	6,731	6,455	6,415	6,798	7,270
股本	724	824	824	824	824	824
资本盈余	230	408	412	412	412	412
资本公积	3,199	13,865	13,910	14,934	16,316	18,016
其他	884	2,386	3,720	3,720	3,720	3,720
归属于母公司所有者权益总额	5,037	17,483	18,866	19,890	21,272	22,972
少数股东权益	(4)	(10)	15	15	15	15
总负债和股东权益	10,362	24,205	25,336	26,320	28,086	30,257

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	1,404	1,650	1,978	1,573	2,124	2,611
折旧摊销	112	146	262	356	427	486
税款	(294)	(270)	(164)	(128)	(172)	(212)
营运资金变化	(607)	(1,174)	(2,258)	1,203	(576)	(659)
其他	328	331	315	(48)	53	82
净经营现金流	942	683	133	2,956	1,855	2,309
投资现金流						
资本开支	(347)	(741)	(1,076)	(1,000)	(1,000)	(900)
收购与投资	0	0	(45)	0	0	0
处理短期投资所得现金	10,266	7,164	25,308	0	0	0
其他	(10,174)	(11,111)	(25,752)	0	0	0
净投资现金流	(254)	(4,689)	(1,565)	(1,000)	(1,000)	(900)
融资现金流						
已支付股息	(8)	(1)	(166)	(388)	(562)	(722)
净借贷	(556)	(15)	4	0	0	0
发行股票所得现金	43	10,795	10	0	0	0
其他	(415)	(51)	(511)	0	0	0
净融资现金流	(935)	10,729	(662)	(388)	(562)	(722)
净现金流变动						
年初现金	3,124	2,873	9,626	7,584	9,152	9,446
汇率变动	(4)	31	(1)	0	0	0
年末现金	2,873	9,626	7,531	9,152	9,446	10,133
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	25.9%	27.4%	23.5%	(4.9%)	21.6%	22.0%
毛利润	28.0%	24.6%	23.8%	(3.0%)	22.8%	23.1%
经营利润	43.6%	13.7%	11.1%	(20.6%)	35.0%	23.0%
净利润	49.8%	17.6%	19.9%	(20.5%)	35.0%	23.0%
调整后净利润	32.8%	13.9%	25.4%	(19.4%)	46.2%	24.9%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	49.4%	48.4%	48.5%	49.4%	49.9%	50.4%
营业利润率	23.4%	20.9%	18.8%	15.7%	17.4%	17.5%
调整后净利润率	16.1%	14.4%	14.6%	12.4%	14.9%	15.2%
股本回报率	32.5%	14.7%	10.9%	8.1%	10.3%	11.8%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.6)	(0.6)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.4)
流动比率 (倍)	1.6	3.4	3.5	3.6	3.6	3.6
应收账款周转天数	43.7	61.1	84.2	85.0	80.0	75.0
存货周转天数	197.3	216.8	228.3	223.3	218.3	213.3
应付帐款周转天数	112.7	131.2	127.7	125.0	125.0	125.0
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	71.7	64.2	58.6	73.6	54.5	44.3
市盈率 (摊薄)	71.7	64.2	58.6	73.6	54.5	44.3
市帐率	20.2	6.1	6.1	5.8	5.4	5.0
市现率	107.8	155.6	872.3	39.2	62.4	50.1
股息 (%)	0.0	0.1	0.6	0.5	0.6	0.8
企业价值 / 销售额	15.5	11.4	9.5	9.8	8.0	6.6
企业价值 / EBITDA	63.1	53.7	47.9	56.2	41.7	33.8
企业价值 / EBIT	67.4	57.9	54.2	69.2	50.2	40.1

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。