

联影医疗（688271）

2023 年三季报点评:业绩符合预期,海外收入提速

买入（维持）

2023 年 10 月 31 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

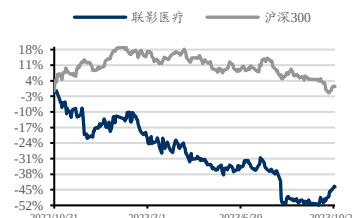
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	9,238	11,540	14,483	17,849
同比	27%	25%	26%	23%
归属母公司净利润（百万元）	1,656	2,007	2,503	2,991
同比	17%	21%	25%	19%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.01	2.44	3.04	3.63
P/E（现价&最新股本摊薄）	59.40	49.01	39.31	32.89

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 2023 年前三季度,公司实现营业收入 74.3 亿元(+26.86%, 同比,下同),实现归母净利润 10.64 亿元(+18.41%),实现扣非归母净利润 8.29 亿元(+15.11%)。业绩符合我们预期。
- **高端市场占有率不断提升,毛利显著提升:** 2023 年前三季度销售毛利率为 48.67%(+2.87pp),我们认为,主要系公司中高端及高端产品的收入明显提速。以 MR 为例,2023 年上半年收入同比增长 66.4%,其中 3.0T 及以上的 MR 产品的收入增速同比超过 100%。同时,公司近年来不断推出具备竞争力的新品,如 23H1 推出的分子影像产品 uMI Panorama 等不断获得市场的认可,这些新进推出的产品单价和毛利都较高,同样对公司毛利率的提升作出贡献。此外,公司服务收入占比进一步提升,截至 2023 年中报,服务收入达到 5 亿元,同比增长 40.5%。随着装机数量的增加,服务收入占营收的比重持续增长,2023H1 达到 9.5%,较 22 年同期同比提升了 1 个百分点。
- **管理能力持续加强,研发投入进一步扩大:** 2023 年前三季度,公司继续深化技术和人才的储备,加强营销体系的建设,三大费率较上年同比均有所增长,其中 2023Q1-Q3 销售费率为 16.9%,主要为业务人员的增加以及为海外市场开拓,持续提升品牌国际影响力,参加国际重磅展会和学术年会等。2023Q1-Q3 研发费率为 18.4%,较上年同比增加 3.6 个 pct,稳步提升的研发投入为公司源源不断的推出极具竞争力的产品提供了坚实的基础。2023Q1-Q3 管理费用率 5.1%,较上年同比增加 0.5 个 pct。
- **国际化战略稳步推进,产品不断突破海外顶级医疗机构:** 2023H1,公司多款高端产品在海外顶级医疗机构持续突破,如数字化 PET/CT 系统 uMI Panorama 正式入驻全美顶级癌症中心之一的 Huntsman Cancer Institute(HCI) Hospital 等。此外,截至 2023 中报,公司累计 41 款产品通过 FDA 认证,获准在美国销售;累计 39 款产品获得了欧盟 CE 认证,可销往 60+国家和地区。2023H1 国际市场实现收入 7.18 亿元(+32.29%),收入占比持续提升,达 13.62%(2022 年海外收入占比为 11.67%)。我们预计 Q3 海外收入占比将进一步提升。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司业务覆盖区域逐步扩大,费用端需要加大投入,我们将公司 23-25 年盈利预测由 20.27/25.77/31.53 亿元略微下调至 20.07/25.03/29.91 亿元,当前市值对应 PE 为 49/39/33 倍,同时考虑到公司作为国产高端影像设备的龙头企业,长期成长空间十足,我们维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销售不及预期,新品研发不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	119.36
一年最低/最高价	101.36/217.86
市净率(倍)	5.47
流通 A 股市值(百万元)	70,338.73
总市值(百万元)	98,371.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.83
资产负债率(% ,LF)	25.80
总股本(百万股)	824.16
流通 A 股(百万股)	589.30

相关研究

《联影医疗(688271): 2023 年中报点评: 业绩符合预期, 国际化战略持续推进》

2023-08-21

《联影医疗(688271): 2022 年及 2023 年一季报点评: 业绩符合我们预期, 看好国内外市场稳步推进》

2023-04-29

联影医疗三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	20,145	32,149	35,406	36,722	营业总收入	9,238	11,540	14,483	17,849
货币资金及交易性金融资产	14,097	25,869	24,336	26,576	营业成本(含金融类)	4,770	5,773	7,269	8,921
经营性应收款项	2,227	890	2,947	1,788	税金及附加	38	69	87	107
存货	3,460	2,763	5,046	4,543	销售费用	1,328	1,870	2,390	2,945
合同资产	74	162	203	250	管理费用	431	577	724	892
其他流动资产	286	2,465	2,874	3,565	研发费用	1,306	2,020	2,534	3,088
非流动资产	4,060	6,162	8,205	10,188	财务费用	(99)	(402)	(655)	(609)
长期股权投资	40	40	40	40	加:其他收益	592	623	724	892
固定资产及使用权资产	2,200	3,063	3,912	4,722	投资净收益	13	115	98	134
在建工程	222	311	356	378	公允价值变动	28	0	0	0
无形资产	860	1,960	3,060	4,160	减值损失	(169)	(55)	(65)	(75)
商誉	22	22	22	22	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	82	132	182	232	营业利润	1,928	2,317	2,891	3,455
其他非流动资产	634	634	634	634	营业外净收支	(8)	5	5	5
资产总计	24,205	38,311	43,611	46,910	利润总额	1,920	2,322	2,896	3,460
流动负债	6,012	6,002	8,812	9,135	减:所得税	270	325	405	484
短期借款及一年内到期的非流动负债	32	32	32	32	净利润	1,650	1,997	2,490	2,976
经营性应付款项	2,193	1,382	3,120	2,406	减:少数股东损益	(6)	(10)	(12)	(15)
合同负债	2,388	2,886	3,489	4,015	归属母公司净利润	1,656	2,007	2,503	2,991
其他流动负债	1,399	1,702	2,171	2,683	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.01	2.44	3.04	3.63
非流动负债	719	719	719	719	EBIT	1,789	1,881	2,233	2,823
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,076	2,228	2,640	3,290
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	48.37	49.98	49.81	50.02
租赁负债	102	102	102	102	归母净利率(%)	17.93	17.39	17.28	16.75
其他非流动负债	617	617	617	617	收入增长率(%)	27.36	24.92	25.50	23.24
负债合计	6,731	6,722	9,531	9,855	归母净利润增长率(%)	16.86	21.21	24.68	19.49
归属母公司股东权益	17,483	31,609	34,112	37,103					
少数股东权益	(10)	(20)	(32)	(47)					
所有者权益合计	17,474	31,590	34,080	37,055					
负债和股东权益	24,205	38,311	43,611	46,910					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	683	3,783	1,264	5,002	每股净资产(元)	21.21	38.35	41.39	45.02
投资活动现金流	(4,689)	(4,130)	(2,797)	(2,761)	最新发行在外股份(百万股)	824	824	824	824
筹资活动现金流	10,729	12,118	(1)	(1)	ROIC(%)	13.49	6.56	5.82	6.80
现金净增加额	6,753	11,772	(1,533)	2,240	ROE-摊薄(%)	9.47	6.35	7.34	8.06
折旧和摊销	288	348	407	467	资产负债率(%)	27.81	17.54	21.85	21.01
资本开支	(740)	(2,395)	(2,395)	(2,395)	P/E(现价&最新股本摊薄)	59.40	49.01	39.31	32.89
营运资本变动	(1,312)	1,503	(1,596)	1,622	P/B(现价)	5.63	3.11	2.88	2.65

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>