

联影医疗 (688271 CH)

高端市场持续拓展，国际化战略快速推进

2023年公司实现营业收入114.1亿元，同比增长23.5%；归母净利润19.7亿元，同比增长19.2%，毛利率略微提升至48.5% (+0.1ppts)，我们认为主要得益于中高端产品和服务收入占比的提高，以及生产、物流等环节运营效率的提升。归母净利润率下降0.6个百分点，主要是由于公司积极拓展海外业务并持续加大研发投入，销售费用率和研发费用率有所上升。1Q24，公司保持稳健增长，实现营业收入23.5亿元，同比增长6.2%；归母净利润3.6亿元，同比增长10.2%。

■ **设备销售稳步增长，中高端产品表现亮眼。**2023年公司设备销售收入99.3亿元，同比增长21.1%，各产线收入和销量均实现增长。1) CT: 2023年产线收入同比增长7.8%，中高端及超高端CT显著增长，新增装机超400台。若以产品收入及销量估算其出厂单价(ASP,下同)，2023年公司CT产品ASP同比提升6.0%。2) MR: 2023年产线收入实现同比58.5%的高速增长，3.0T及以上MR产品增长强劲，带动MR产品ASP同比大幅提升21.2%。在国内3.0T以上MR市场中，公司凭借uMR Jupiter 5T市场份额排名第一。近日，uMR Jupiter 5T已获得FDA认证。

■ **服务收入快速增长，服务业务毛利率持续改善。**2023年服务收入同比增长42.8%至10.7亿元，服务收入占比提升至9.4% (+1.3ppt)。服务业务的毛利率上升至61.7% (+5.9ppts)。我们认为，由于维保服务通常由工程师负责，因此服务业务的快速拓展使得单位人工成本下降，带动服务业务毛利率提升。随着公司装机量的增长，服务收入有望持续快速增长。

■ **海外业务延续强劲增长势头。**2023年公司海外业务收入同比增长54.7%至16.8亿元，海外收入占比提升至14.7% (+1.1ppt)，其中亚太区域收入同比增长78.6%，占海外收入的46.9%，欧美区域收入同比增长约43.0%，占海外收入约44.9%。截至目前，公司已分别有49款和44款产品获得CE及FDA认证，业务覆盖超65个国家/地区。公司的全球服务体系也在不断完善，截至2023年底，公司全球服务网络建设覆盖超60个国家/地区，带动公司2023年海外服务收入同比增长超100%。公司1Q24海外业务收入同比增长近50%，海外收入占比超15%。我们预计，2024年联影医疗的海外业务有望继续保持同比超50%的快速增长。

■ **维持买入评级，目标价160.39元人民币。**我们认为，尽管公司在1Q24面临国内医院招标活动延迟以及1Q23基数较高的挑战，但“十四五”配置证规划及国务院推动设备以旧换新行动方案的陆续执行都将刺激国内大型医疗设备需求的释放。我们预计23-26E公司收入和净利润将保持年复合超20%的增长，基于9年的DCF模型，给予160.39元的目标价(WACC: 9.3%，永续增长率: 4.0%)

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	13,848	16,913	20,628
同比增长(%)	27.4	23.5	21.4	22.1	22.0
归母净利润(百万人民币)	1,656	1,974	2,350	2,857	3,507
同比增长(%)	16.9	19.2	19.0	21.6	22.7
调整后净利润(百万人民币)	1,328	1,665	2,021	2,529	3,178
调整后每股收益(人民币)	1.75	2.02	2.45	3.07	3.86
市盈率(倍)	58.9	53.8	45.3	37.2	30.3
净负债比率(%)	(57.5)	(40.2)	(41.8)	(41.3)	(42.2)

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	160.39人民币
(此前目标价)	161.42人民币
潜在升幅	24.2%
当前股价	129.10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)	97,625.8
3月平均流通量(百万人民币)	332.0
52周内股价高/低(百万人民币)	151.15/101.90
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%

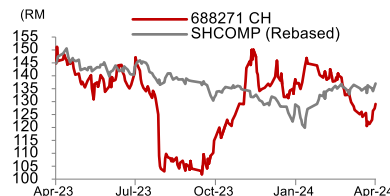
资料来源: 上交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.8%	-5.6%
3-月	-5.8%	-11.3%
6-月	10.8%	7.2%

资料来源: FactSet

股份表现



资料来源: FactSet

图 1: 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	13,848	16,913	20,628	14,516	18,285	22,640	-4.60%	-7.50%	-8.89%
毛利	6,824	8,429	10,399	7,270	9,297	11,705	-6.13%	-9.34%	-11.15%
营业利润	2,541	3,089	3,791	2,704	3,366	4,228	-6.04%	-8.23%	-10.34%
归母净利润	2,350	2,857	3,507	2,431	3,026	3,801	-3.32%	-5.57%	-7.75%
基本每股收益 (元)	2.85	3.47	4.25	2.95	3.67	4.61	-3.32%	-5.57%	-7.75%
毛利率	49.28%	49.84%	50.41%	50.08%	50.85%	51.70%	-0.8ppt	-1.01ppt	-1.29ppt
营业利润率	18.35%	18.27%	18.38%	18.63%	18.41%	18.68%	-0.28ppt	-0.14ppt	-0.30ppt
净利润率	16.97%	16.90%	17.00%	16.75%	16.55%	16.79%	+0.23ppt	+0.35ppt	+0.21ppt

资料来源: 联影医疗, 招银国际环球市场预测

图 2: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
息税前利润	2,386	2,918	3,602	4,483	5,601	7,005	8,703	10,823	13,461
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)	2,207	2,699	3,332	4,147	5,181	6,480	8,050	10,011	12,451
+折旧与摊销	426	497	556	573	604	626	647	665	682
-营运资金变化	-99	-801	-889	-962	-1,065	-1,133	-1,214	-1,258	-1,263
-资本支出	-1,000	-1,000	-900	-800	-700	-700	-700	-700	-700
自由现金流	1,534	1,395	2,099	2,958	4,020	5,273	6,783	8,719	11,170
终值									219,713

永续增长率	4.0%
加权平均资本成本	9.3%
股本成本	12.0%
债务成本	5.0%
市场风险系数 β	0.90
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	10.0%
目标负债率	35.0%
有效公司税率	15.0%

终值	98,792
现值	123,669
净负债	-8,534
少数股东权益	15
股权价值	132,188
股份数 (百万股)	824
DCF 每股价值 (人民币)	160.39

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 3: 敏感性分析

		WACC			
		8.3%	8.8%	9.3%	10.3%
永续增长率	5.0%	253.73	217.46	189.77	150.38
	4.5%	224.94	196.19	173.55	140.26
	4.0%	202.87	179.36	160.39	131.75
	3.5%	185.40	165.71	149.51	124.50
	3.0%	171.25	154.42	140.36	118.24

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 4: 招银国际与市场预测

人民币 百万元	招银国际全球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	13,848	16,913	20,628	14,490	18,106	22,326	-4.43%	-6.59%	-7.60%
毛利	6,824	8,429	10,399	7,208	8,903	10,812	-5.33%	-5.32%	-3.82%
营业利润	2,541	3,089	3,791	2,743	3,360	4,248	-7.38%	-8.06%	-10.76%
归母净利润	2,350	2,857	3,507	2,446	3,058	3,474	-3.92%	-6.56%	0.94%
基本每股收益 (元)	2.85	3.47	4.25	2.94	3.58	3.93	-2.94%	-3.26%	8.27%
毛利率	49.28%	49.84%	50.41%	49.75%	49.17%	48.43%	-0.47ppt	+0.67ppt	+1.98ppt
营业利润率	18.35%	18.27%	18.38%	18.93%	18.56%	19.03%	-0.58ppt	-0.29ppt	-0.65ppt
净利润率	16.97%	16.90%	17.00%	16.88%	16.89%	15.56%	+0.09ppt	+0.01ppt	+1.44ppt

资料来源: 彭博, 招银国际全球市场预测

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	13,848	16,913	20,628
销售成本	(3,669)	(4,770)	(5,879)	(7,024)	(8,484)	(10,229)
毛利润	3,585	4,468	5,532	6,824	8,429	10,399
运营费用	(1,889)	(2,540)	(3,391)	(4,284)	(5,340)	(6,608)
销售费用	(1,029)	(1,328)	(1,770)	(2,050)	(2,503)	(3,053)
行政费用	(319)	(431)	(561)	(679)	(820)	(990)
研发费用	(968)	(1,306)	(1,729)	(2,126)	(2,588)	(3,135)
其他	428	525	668	570	571	570
运营利润	1,696	1,928	2,142	2,541	3,089	3,791
其他收入	10	2	11	0	0	0
其他	1	(8)	1	0	0	0
税前利润	1,698	1,920	2,142	2,541	3,089	3,791
所得税	(294)	(270)	(164)	(191)	(232)	(284)
非控股权益	14	6	(3)	0	0	0
净利润	1,404	1,650	1,978	2,350	2,857	3,507
调整后归母净利润	1,166	1,328	1,665	2,021	2,529	3,178

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	21,772	23,731	26,369
货币资金	2,924	10,075	7,584	8,543	9,201	10,353
应收票据及应收账款	1,062	2,029	3,233	3,415	3,939	4,521
存货	2,205	3,460	3,893	4,297	5,074	5,977
预付款项	124	198	148	148	148	148
其他流动资产	710	4,382	5,370	5,370	5,370	5,370
非流动资产	3,336	4,060	5,108	5,580	5,981	6,223
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	704	580	455
商誉	22	22	22	22	22	22
其他非流动资产	387	742	1,647	1,501	1,355	1,209
总资产	10,362	24,205	25,336	27,352	29,712	32,592
流动负债	4,518	6,012	5,798	6,285	6,785	7,382
短期债务	30	16	9	9	9	9
应付票据及应付账款	1,237	2,193	1,919	2,405	2,905	3,503
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	6,942	7,441	8,039
股本	724	824	824	824	824	824
盈余公积	230	408	412	412	412	412
资本公积	3,199	13,865	13,910	15,440	17,300	19,582
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	20,396	22,256	24,538
少数股东权益	(4)	(10)	15	15	15	15
所有者权益	5,034	17,474	18,881	20,411	22,271	24,553
总负债和股东权益	10,362	24,205	25,336	27,352	29,712	32,592

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	2,350	2,857	3,507
折旧摊销	112	146	262	426	497	556
税款	(294)	(270)	(164)	(191)	(232)	(284)
营运资金变化	(607)	(1,174)	(2,258)	(99)	(801)	(889)
其他	328	331	315	137	162	197
净经营现金流	942	683	133	2,625	2,485	3,087
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)	(666)	(827)	(1,035)
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)	(666)	(827)	(1,035)
净现金流变动						
年初现金	3,124	2,873	9,626	7,584	8,543	9,201
汇率变动	(4)	31	(1)	0	0	0
年末现金	2,873	9,626	7,531	8,543	9,201	10,353
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%	21.4%	22.1%	22.0%
毛利润	28.0%	24.6%	23.8%	23.4%	23.5%	23.4%
经营利润	43.6%	13.7%	11.1%	18.6%	21.6%	22.7%
净利润	49.8%	17.6%	19.9%	18.8%	21.6%	22.7%
调整后净利润	32.8%	13.9%	25.4%	21.4%	25.1%	25.7%
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%	49.3%	49.8%	50.4%
营业利润率	23.4%	20.9%	18.8%	18.3%	18.3%	18.4%
调整后净利润率	16.1%	14.4%	14.6%	14.6%	15.0%	15.4%
股本回报率	32.5%	14.7%	10.9%	12.0%	13.4%	15.0%
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)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
流动比率 (倍)	1.6	3.4	3.5	3.5	3.5	3.6
应收账款周转天数	43.7	61.1	84.2	90.0	85.0	80.0
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	65.9	58.9	53.8	45.3	37.2	30.3
市净率	18.5	5.6	5.6	5.2	4.8	4.3
股息 (%)	0.0	0.2	0.6	0.8	0.9	1.2
企业价值 / 销售额	14.2	10.4	8.6	7.1	5.7	4.6
企业价值 / EBITDA	57.9	48.9	43.7	34.7	28.4	28.4
企业价值 / EBIT	61.7	52.8	49.5	40.9	33.2	33.2

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。

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策。

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策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策。

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。