

# 联影医疗（688271.SH）——2024年中报点评

## 国内销售短暂承压，海外市场增速亮眼

优于大市

### 核心观点

**市场招投标活动放缓影响下，业绩表现稳健。**2024上半年公司实现营收53.33亿元（+1.18%），归母净利润9.50亿元（+1.33%），扣非归母净利润7.98亿元（+1.39%），其中24Q2单季营收29.83亿元（-2.47%），归母净利润5.87亿元（-3.49%），扣非归母净利润4.98亿元（-2.47%）。公司2024上半年业绩表现稳健，24Q2业绩小幅下滑，主要系受行业整顿影响，以及设备更新政策落地延迟，一定程度上延缓了市场招投标活动，市场需求出现暂时性积压，对24Q2业绩影响较大。

**国内市场略有承压，海外市场增速亮眼。**分地区看，公司2024H1国内市场实现收入44.0亿元（-3.4%），主要系受行业整顿和设备更新政策落地时间影响有所承压；海外市场收入9.3亿元（+29.9%），增速亮眼，收入占比持续提升至17.5%（+3.9pp），主要系技术创新和产品多样化增强了公司在全球市场的竞争力，促进了订单达成率和转化率。

**投资玖谊源，拓展放疗领域布局。**2024年7月，公司以自有资金投资玖谊源，取得其增资后10%的股权。玖谊源是目前为数不多的回旋加速器生产企业之一，主要产品有7MeV、11MeV、20MeV等不同能级的加速器。医用回旋加速器主要用于制备PET用正电子放射性同位素，是核医学诊疗必备核心设备之一。玖谊源成功研发了我国首台国产化医用回旋加速器并推向市场，打破了国内市场长期被国外产品垄断的局面。这也是继2023年6月公司投资参股艾普强，拓展放疗领域布局后的又一重要举措，进一步巩固了公司在分子影像解决方案领域的优势。

**投资建议：**考虑行业整顿以及设备更新政策落地时间导致招投标延缓的影响，下调盈利预测，预计2024-2026年营收亿元133.7/167.7/201.9亿元（原为139.3/168.1/202.5亿元），同比增速17.1%/25.4%/20.4%，归母净利润23.3/29.6/35.9亿元（原为24.0/29.7/36.0亿元），同比增速18.3%/26.8%/21.4%，当前股价对应PE=34/27/22x，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**研发失败风险；招投标进度不及预期；汇率波动风险；地缘政治风险。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,238	11,411	13,367	16,767	20,186
(+/-%)	27.4%	23.5%	17.1%	25.4%	20.4%
净利润(百万元)	1,656	1,974	2,335	2,961	3,594
(+/-%)	16.9%	19.2%	18.3%	26.8%	21.4%
每股收益(元)	2.01	2.40	2.83	3.59	4.36
EBIT Margin	14.8%	12.3%	14.4%	15.4%	16.8%
净资产收益率 (ROE)	9.5%	10.5%	11.0%	12.3%	13.1%
市盈率 (PE)	48.0	40.2	34.0	26.8	22.1
EV/EBITDA	52.9	50.0	39.3	29.8	23.3
市净率 (PB)	4.54	4.21	3.76	3.31	2.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

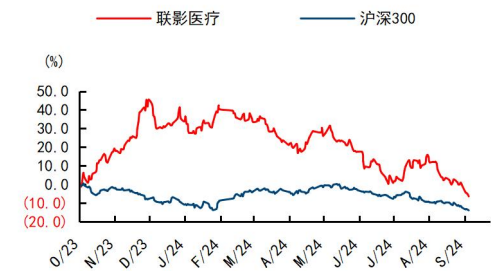
#### 医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 联系人：凌珑  
021-60375487 021-60375401  
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn  
S0980523050001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	96.36元
总市值/流通市值	79416/57170百万元
52周最高价/最低价	159.32/96.17元
近3个月日均成交额	280.04百万元

#### 市场走势



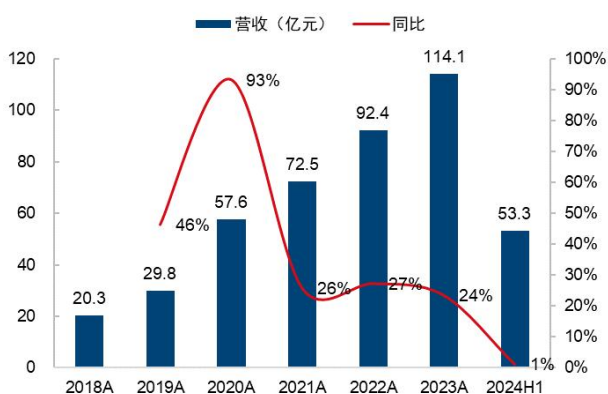
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《联影医疗（688271.SH）-业绩增长显韧性，国际市场持续开拓》——2024-05-15
- 《联影医疗（688271.SH）-2022年报及2023一季报点评：主营产品营收快速增长，海外营收占比持续提升》——2023-05-04
- 《联影医疗（688271.SH）-2022年三季报点评：营收同比增长6.66%，研发兑现与海外增长双向前进》——2022-11-01
- 《联影医疗（688271.SH）-中国大型医疗设备龙头崛起》——2022-10-12

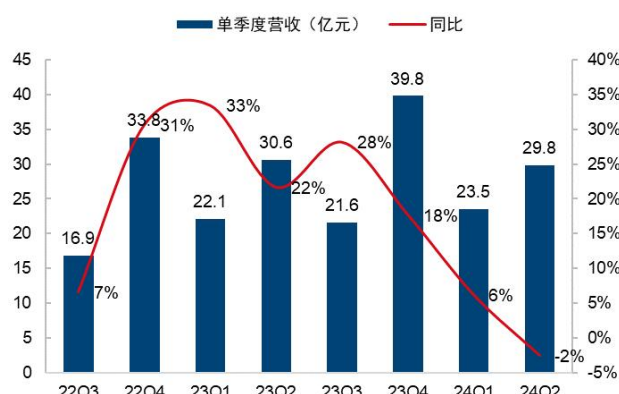
市场招投标活动放缓影响下，业绩表现稳健。2024 上半年公司实现营收 53.33 亿元(+1.18%), 归母净利润 9.50 亿元(+1.33%), 扣非归母净利润 7.98 亿元(+1.39%), 其中 24Q2 单季营收 29.83 亿元(-2.47%), 归母净利润 5.87 亿元(-3.49%), 扣非归母净利润 4.98 亿元(-2.47%)。公司 2024 上半年业绩表现稳健, 24Q2 业绩小幅下滑, 主要系受行业整顿影响, 以及设备更新政策落地时间偏长, 一定程度上延缓了市场招投标活动, 市场需求出现暂时性积压, 对 24Q2 业绩影响较大。

图1: 联影医疗营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 联影医疗单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 联影医疗归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 联影医疗单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分产品线看, 24H1 设备销售收入 45.44 亿元(-1.8%), 其中 CT/MR/MI/XR/RT 产品线收入分别同比-23%/+12%/+19%/-21%/+189%, RT 增长强劲, MR 与 MI 增长稳健; 维修服务业务快速增长, 实现收入 6.17 亿元(+23.8%), 收入占比达 11.6%(+2.1pp), 主要得益于终端装机量的持续提升。

表1: 联影医疗分产品线拆分 (亿元)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
设备销售						
收入	26.10	52.51	66.24	81.97	99.27	45.44
YOY	40.4%	101.2%	26.1%	23.8%	21.1%	-1.8%
毛利率	43.2%	49.0%	49.9%	48.5%	47.8%	
CT 系列						

收入	10.17	25.72	34.21	37.72	40.66	16.18
YOY	31.4%	152.8%	33.0%	10.3%	7.8%	-22.7%
<b>MR 系列</b>						
收入	9.10	12.32	15.29	20.69	32.79	16.85
YOY	39.0%	35.3%	24.1%	35.3%	58.5%	12.3%
<b>MI 系列</b>						
收入	3.10	5.76	10.40	15.32	15.52	7.43
YOY	125.2%	86.1%	80.5%	47.2%	1.4%	19.1%
<b>XR 系列</b>						
收入	3.63	8.24	4.94	5.72	7.60	2.56
YOY	24.3%	126.6%	-40.1%	15.9%	32.8%	-20.7%
<b>RT 系列</b>						
收入	0.09	0.47	1.40	2.52	2.70	2.42
YOY		422.2%	195.8%	80.6%	6.9%	188.7%
<b>提供维修服务</b>						
收入	1.65	2.84	4.39	7.49	10.69	6.17
YOY	173.2%	72.3%	54.9%	70.4%	42.8%	23.8%
毛利率	31.7%	51.4%	48.2%	55.8%	61.7%	
<b>软件</b>						
收入			0.84	0.78	1.74	0.31
YOY				-7.8%	124.9%	-44.6%
毛利率			46.6%	25.5%	38.4%	
营收合计	29.79	57.61	72.54	92.38	114.11	53.33
YOY	46.4%	93.4%	25.9%	27.4%	23.5%	1.2%
毛利率	41.8%	48.6%	49.4%	48.4%	48.5%	50.4%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

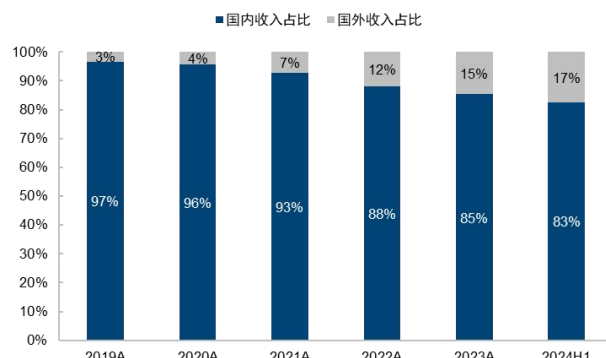
**国内市场略有承压，海外市场增速亮眼。**分地区看，公司 2024H1 国内市场实现收入 44.0 亿元（-3.4%），主要系受行业整顿和设备更新政策落地时间较长的影响有所承压；海外市场收入 9.3 亿元（+29.9%），增速亮眼，收入占比持续提升至 17.5%（+3.9pp），主要系技术创新和产品多样化增强了公司在全球市场的竞争力，促进了订单达成率和转化率。

图5：联影医疗国内外收入情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

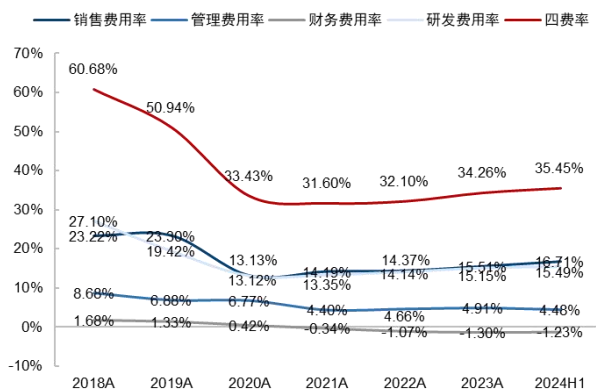
图6：联影医疗国内外收入占比情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

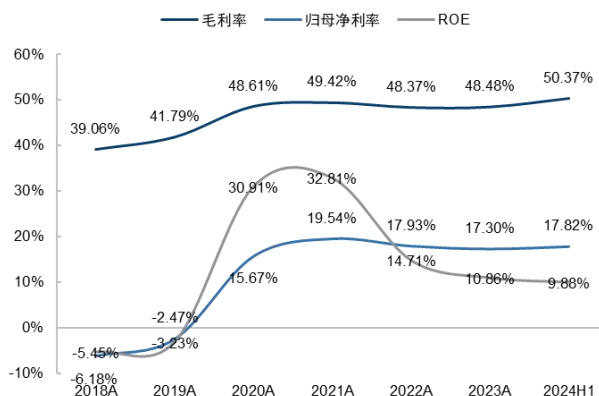
**毛利率有所提升，费用率基本稳定。**2023 年公司毛利率 50.37%（+1.66pp），中高端产品收入占比提升、维修服务收入占比提升，毛利率有所提升。销售费用率 16.71%（+1.08pp），管理费用率 4.48%（-0.20pp），研发费用率 15.49%（-1.31pp），财务费用率-1.23%（+1.00pp），四费率 35.45%（+0.58pp），公司持续优化供应链和管理效率，费用率基本维持稳定。

图7: 联影医疗费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 联影医疗利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**推出股权激励, 彰显发展信心。**公司推出 2024 年限制性股票激励计划, 拟授予 262.19 万股限制性股票, 约占公司总股本的 0.32%, 其中首次授予覆盖 833 名员工, 业绩目标为: 以 2023 年为基数, 2024-2026 年营收增长率不低于 16.00%/34.56%/56.09% (触发值) 或不低于 20.00%/44.00%/72.80%。

**投资玖谊源, 拓展放疗领域布局。**2024 年 7 月, 公司以自有资金投资玖谊源, 取得其增资后 10% 的股权。玖谊源是目前为数不多的回旋加速器生产企业之一, 主要产品有 7MeV、11MeV、20MeV 等不同能级的加速器。医用回旋加速器主要用于制备 PET 用正电子放射性同位素, 是核医学诊疗必备核心设备之一。玖谊源成功研发了我国首台国产化医用回旋加速器并推向市场, 打破了国内市场长期被国外产品垄断的局面。这也是继 2023 年 6 月公司投资参股艾普强, 拓展放疗领域布局后的又一重要举措, 进一步巩固了公司在分子影像解决方案领域的优势。

**投资建议:** 考虑行业整顿以及设备更新政策落地时间导致招投标延缓的影响, 下调盈利预测, 预计 2024-2026 年营收亿元 133.7/167.7/201.9 亿元 (原为 139.3/168.1/202.5 亿元), 同比增速 17.1%/25.4%/20.4%, 归母净利润 23.3/29.6/35.9 亿元 (原为 24.0/29.7/36.0 亿元), 同比增速 18.3%/26.8%/21.4%, 当前股价对应 PE=34/27/22x, 维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/9/12 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E	
688271.SH	联影医疗	96.36	794	2.40	2.83	3.59	4.36	40.22	34.01	26.82	22.10	10.46%	1.54	优于大市
300760.SZ	迈瑞医疗	232.13	2,814	9.56	11.38	13.67	16.19	24.30	20.39	16.99	14.33	35.01%	1.06	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10075	7584	10919	11783	13426	营业收入	9238	11411	13367	16767	20186
应收款项	2112	3312	2965	4140	5107	营业成本	4770	5879	6669	8227	9697
存货净额	3460	3893	4404	5576	6424	营业税金及附加	38	69	94	117	141
其他流动资产	379	326	577	631	736	销售费用	1328	1770	1938	2398	2887
<b>流动资产合计</b>	<b>20145</b>	<b>20228</b>	<b>23977</b>	<b>27240</b>	<b>30804</b>	管理费用	431	561	701	871	1042
固定资产	2339	3062	3905	4781	5701	研发费用	1306	1729	2072	2565	3028
无形资产及其他	860	828	795	762	729	财务费用	(99)	(149)	(67)	(84)	0
投资性房地产	821	1145	1145	1145	1145	投资收益	13	110	100	100	100
长期股权投资	40	73	73	73	73	资产减值及公允价值变动	103	37	(30)	(30)	(30)
<b>资产总计</b>	<b>24205</b>	<b>25336</b>	<b>29895</b>	<b>34002</b>	<b>38453</b>	其他收入	(958)	(1287)	(1449)	(1942)	(2405)
短期借款及交易性金融负债	32	61	500	300	200	营业利润	1928	2142	2653	3365	4084
应付款项	2193	1919	2488	3157	3479	营业外净收支	(8)	1	0	0	0
其他流动负债	3787	3819	5303	6212	7156	<b>利润总额</b>	<b>1920</b>	<b>2142</b>	<b>2653</b>	<b>3365</b>	<b>4084</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6012</b>	<b>5798</b>	<b>8292</b>	<b>9668</b>	<b>10835</b>	所得税费用	270	164	318	404	490
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(6)	3	0	0	0
其他长期负债	719	657	457	339	213	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1656</b>	<b>1974</b>	<b>2335</b>	<b>2961</b>	<b>3594</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>719</b>	<b>657</b>	<b>457</b>	<b>339</b>	<b>213</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>6731</b>	<b>6455</b>	<b>8749</b>	<b>10008</b>	<b>11048</b>	净利润	1656	1974	2335	2961	3594
少数股东权益	(10)	15	15	15	15	资产减值准备	50	(32)	27	14	17
股东权益	17483	18866	21131	23979	27390	折旧摊销	263	314	317	414	498
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24205</b>	<b>25336</b>	<b>29895</b>	<b>34002</b>	<b>38453</b>	公允价值变动损失	(103)	(37)	30	30	30
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(99)	(149)	(67)	(84)	0
每股收益	2.01	2.40	2.83	3.59	4.36	营运资本变动	(982)	(2242)	1468	(926)	(764)
每股红利	0.00	0.20	0.09	0.14	0.22	其它	(56)	35	(27)	(14)	(17)
每股净资产	21.21	22.89	25.64	29.09	33.23	<b>经营活动现金流</b>	<b>829</b>	<b>13</b>	<b>4150</b>	<b>2479</b>	<b>3358</b>
ROIC	14.98%	11.42%	13%	16%	17%	资本开支	0	(918)	(1183)	(1302)	(1432)
ROE	9.47%	10.46%	11%	12%	13%	其它投资现金流	(3718)	(993)	0	0	0
毛利率	48%	48%	50%	51%	52%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(3713)</b>	<b>(1945)</b>	<b>(1183)</b>	<b>(1302)</b>	<b>(1432)</b>
EBIT Margin	15%	12%	14%	15%	17%	权益性融资	31	10	0	0	0
EBITDA Margin	18%	15%	17%	18%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	27%	24%	17%	25%	20%	支付股利、利息	(1)	(166)	(70)	(113)	(183)
净利润增长率	17%	19%	18%	27%	21%	其它融资现金流	10007	(237)	439	(200)	(100)
资产负债率	28%	26%	29%	29%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>10036</b>	<b>(559)</b>	<b>369</b>	<b>(313)</b>	<b>(283)</b>
股息率	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	<b>现金净变动</b>	<b>7151</b>	<b>(2491)</b>	<b>3335</b>	<b>864</b>	<b>1643</b>
P/E	48.0	40.2	34.0	26.8	22.1	货币资金的期初余额	2924	10075	7584	10919	11783
P/B	4.5	4.2	3.8	3.3	2.9	货币资金的期末余额	10075	7584	10919	11783	13426
EV/EBITDA	52.9	50.0	39.3	29.8	23.3	企业自由现金流	0	(1550)	2297	463	1286
						权益自由现金流	0	(1787)	2928	497	1453

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032