

联影医疗 (688271.SH)

招投标放缓致业绩短期承压，海外保持快速增长

优于大市

核心观点

市场招投标活动放缓影响下，24Q3 出现亏损。2024 前三季度公司实现营收 69.54 亿元 (-6.43%)，归母净利润 6.71 亿元 (-36.94%)，扣非归母净利润 4.64 亿元 (-44.00%)。其中 24Q3 单季营收 16.21 亿元 (-25.00%)，归母净利润 -2.79 亿元 (-320.57%)，扣非归母净利润 -3.34 亿元 (-899.46%)。公司前三季度业绩承压，其中单三季度利润端出现亏损，主要系受行业整顿影响，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，同时公司仍持续加大海外市场建设等方面的投入力度，利润端承压更明显。

服务收入快速增长，占比持续提升。分产品线看，2024 年前三季度设备销售收入 57.05 亿元，同比下滑 11.53%；维修服务业务快速增长，实现收入 9.67 亿元，同比增长 27.27%，占总收入的 13.91%，同比提升 3.68pp，主要得益于终端装机量的持续提升。

国内市场承压，海外市场表现持续强劲。分地区看，海外市场前三季度订单量和收入均保持高速增长，实现收入 14.04 亿元，同比增长 36.49%，收入占比突破 20%。国内受行业整顿、设备更新政策落地缓慢等因素影响，市场需求量同比有所放缓，实现收入 55.50 亿元，同比下降 13.33%。

毛利率略有提升，销售费用率提升较多。2024 年前三季度公司毛利率 49.41% (+0.74pp)，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 19.92% (+3.06pp)，管理费用率 5.92% (+0.81pp)，研发费用率 18.95% (+0.52pp)，财务费用率 -0.88% (+0.94pp)，四费率 43.91% (+5.33pp)，各项费用率均有所提升，其中销售费用率提升较多，主要系公司加大海外市场投入，特别是销售体系建立。

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 104.4/131.6/157.3 亿元（原为 133.7/167.7/201.9 亿元），同比增速 -8.5%/26.0%/19.6%，归母净利润 14.2/23.0/28.1 亿元（原为 23.3/29.6/35.9 亿元），同比增速 -28.0%/62.1%/21.9%，当前股价对应 PE=72/44/36x，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	10,442	13,155	15,735
(+/-%)	27.4%	23.5%	-8.5%	26.0%	19.6%
净利润(百万元)	1,656	1,974	1,421	2,303	2,807
(+/-%)	16.9%	19.2%	-28.0%	62.1%	21.9%
每股收益(元)	2.01	2.40	1.72	2.79	3.41
EBIT Margin	14.8%	12.3%	11.7%	15.2%	16.8%
净资产收益率 (ROE)	9.5%	10.5%	7.0%	10.3%	11.2%
市盈率 (PE)	61.4	51.5	71.5	44.1	36.2
EV/EBITDA	66.5	62.9	70.6	45.4	35.2
市净率 (PB)	5.81	5.39	5.02	4.52	4.04

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

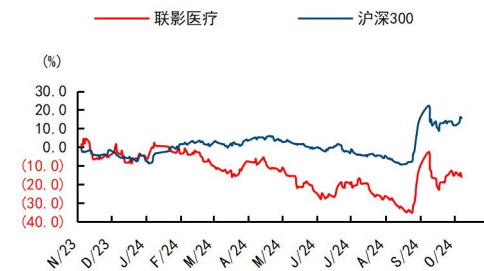
医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 联系人：凌琰
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	120.16 元
总市值/流通市值	99031/71291 百万元
52 周最高价/最低价	159.32/92.00 元
近 3 个月日均成交额	475.61 百万元

市场走势

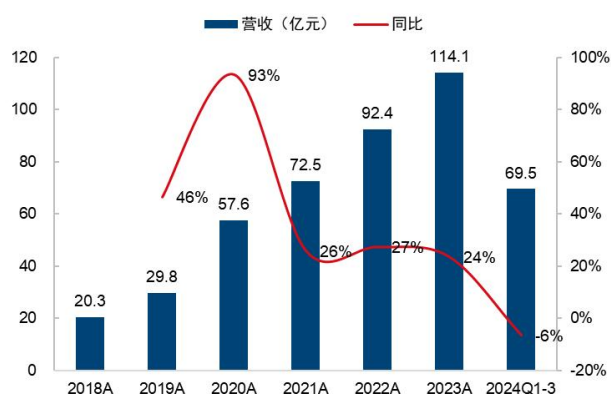


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

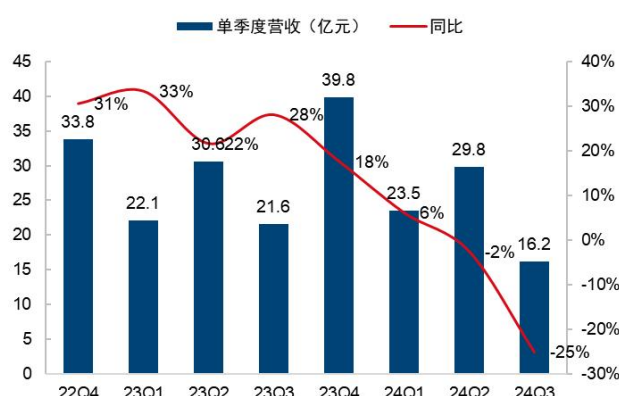
- 《联影医疗 (688271.SH) ——2024 年中报点评：国内销售短暂承压，海外市场增速亮眼》——2024-09-13
- 《联影医疗 (688271.SH) ——业绩增长显韧性，国际市场持续开拓》——2024-05-15
- 《联影医疗 (688271.SH) ——2022 年报及 2023 一季报点评：主营产品营收快速增长，海外营收占比持续提升》——2023-05-04

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、%)



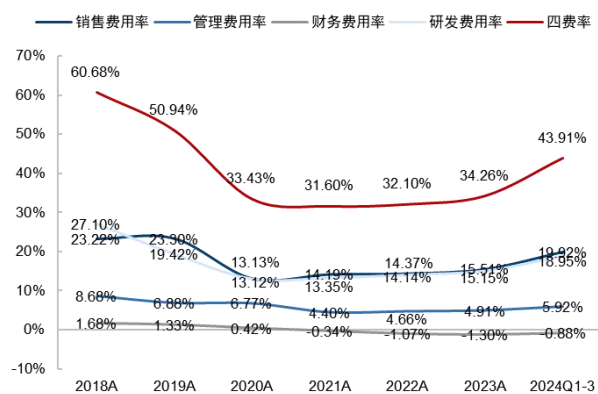
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 联影医疗单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



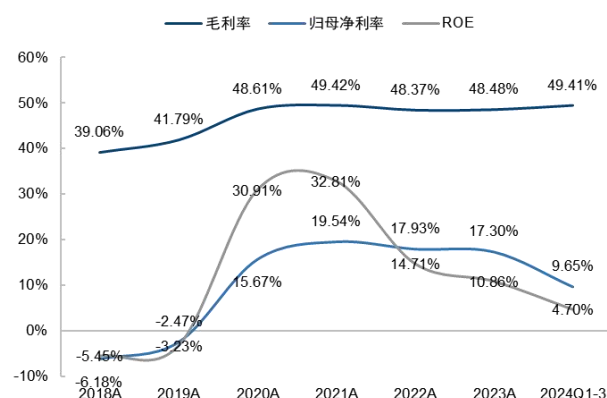
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 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6: 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

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/11/5 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	123.28	1016	2.40	1.72	2.79	3.41	51.46	71.51	44.13	36.20	10.46%	5.75	优于大市	
300760.SZ	迈瑞医疗	278.91	3382	9.56	11.38	13.67	16.19	29.20	24.50	20.41	17.22	35.01%	1.27	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	10192	10461	11496	营业收入	9238	11411	10442	13155	15735
应收款项	2112	3312	2316	3248	3981	营业成本	4770	5879	5179	6428	7558
存货净额	3460	3893	3377	4298	4937	营业税金及附加	38	69	73	92	110
其他流动资产	379	326	451	495	574	销售费用	1328	1770	1775	1908	2250
流动资产合计	20145	20228	21448	23614	26099	管理费用	431	561	555	691	820
固定资产	2339	3062	3905	4781	5701	研发费用	1306	1729	1671	2039	2360
无形资产及其他	860	828	795	762	729	财务费用	(99)	(149)	(52)	(66)	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)
资产总计	24205	25336	27366	30375	33747	其他收入	(958)	(1287)	(1368)	(1556)	(1877)
短期借款及交易性金融负债	32	61	500	300	200	营业利润	1928	2142	1615	2617	3189
应付款项	2193	1919	1908	2434	2674	营业外净收支	(8)	1	0	0	0
其他流动负债	3787	3819	4241	4828	5522	利润总额	1920	2142	1615	2617	3189
流动负债合计	6012	5798	6649	7562	8396	所得税费用	270	164	194	314	383
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	归属于母公司净利润	1656	1974	1421	2303	2807
长期负债合计	719	657	457	339	213	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	6731	6455	7106	7901	8609	净利润	1656	1974	1421	2303	2807
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	20244	22459	25123	折旧摊销	263	314	317	414	498
负债和股东权益总计	24205	25336	27366	30375	33747	公允价值变动损失	(103)	(37)	30	30	30
						财务费用	(99)	(149)	(52)	(66)	0
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(982)	(2242)	1627	(888)	(626)
每股收益	2.01	2.40	1.72	2.79	3.41	其它	(56)	35	(27)	(14)	(17)
每股红利	0.00	0.20	0.05	0.11	0.17	经营活动现金流	829	13	3395	1859	2709
每股净资产	21.21	22.89	24.56	27.25	30.48	资本开支	0	(918)	(1183)	(1302)	(1432)
ROIC	14.98%	11.42%	8%	12%	13%	其它投资现金流	(3718)	(993)	0	0	0
ROE	9.47%	10.46%	7%	10%	11%	投资活动现金流	(3713)	(1945)	(1183)	(1302)	(1432)
毛利率	48%	48%	50%	51%	52%	权益性融资	31	10	0	0	0
EBIT Margin	15%	12%	12%	15%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	15%	15%	18%	20%	支付股利、利息	(1)	(166)	(43)	(88)	(143)
收入增长	27%	24%	-8%	26%	20%	其它融资现金流	10007	(237)	439	(200)	(100)
净利润增长率	17%	19%	-28%	62%	22%	融资活动现金流	10036	(559)	397	(288)	(243)
资产负债率	28%	26%	26%	26%	26%	现金净变动	7151	(2491)	2608	269	1035
股息率	0.0%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	货币资金的期初余额	2924	10075	7584	10192	10461
P/E	61.4	51.5	71.5	44.1	36.2	货币资金的期末余额	10075	7584	10192	10461	11496
P/B	5.8	5.4	5.0	4.5	4.0	企业自由现金流	0	(1550)	1837	(18)	761
EV/EBITDA	66.5	62.9	70.6	45.4	35.2	权益自由现金流	0	(1787)	2460	(6)	892

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