

联影医疗 (688271 CH)

投资者日要点：国之重器，扬帆出海

联影医疗于11月8日举行投资者日，介绍了公司的全球化业务布局，包括海外业务拓展，全球科研合作以及海外运营体系打造等。公司首次展示了先进的自研超声平台及样机。公司的超声产线旨在实现临床场景的全覆盖，包括中端系列、超高端系列、便携系列和无线掌起，涵盖全身、心脏、妇产和介入等领域。公司的超声系列产品已临近上市，正与多所国内顶尖医院开展合作，目标走向全球市场。

■ **高举高打海外战略成效显著，持续突破海外高端市场。** 凭借强劲的创新能力和比肩全球一流水平的产品力，年初至今，公司的各类高端机型已成功在全球超40个国家接单或装机近300台，覆盖欧美及拉美、非洲、中东、亚太等市场，涉及产品包括uCT960+、uMR Omega、MI、RT等。截至第三季度末，公司销售渠道已覆盖超75个国家，海外装机总数约2,700台。我们预计2024年底，公司海外装机总数有望超过3,000台。

■ **科研合作驱动创新研发，助力拓展全球市场。** 科研合作是联影医疗全球化发展的独特名片。公司与全球顶级临床科研专家合作共创，研发行业的领先技术，并提升公司在国际市场的品牌形象和专业认知。例如，公司与耶鲁大学、UC Davis合作研发的全球首款数字化脑专用PET/CT NeuroEXPLORER (NX)，其扫描得到的大脑图像荣获美国核医学与分子影像学会“2024年度最佳影像”。公司与UT Health合作，把传统基于二维的PET-CT心脏图像拓展到三维，并实现车载应用，不仅提高了心脏成像的分辨率，也助推公司在美国市场实现从高端学术研究机构到广泛地区的延展。全美最大的车载心脏PET集团CII已从公司采购超13台PET设备。我们认为，持续深入的全球科研合作是公司长期保持技术领先和产品创新的重要动力之一，也为公司贯彻高举高打的出海战略奠定坚实基础。

■ **全球化生产布局，锻造全球供应链韧性。** 公司打造了全面的核心零部件自主生产研发能力，具备显著的成本优势和技术壁垒，打破供应链“卡脖子”瓶颈。同时，公司加速全球生产布局和海外供应链网络建设，以应对地缘政治挑战。目前，公司在美国休斯敦的生产基地年产能可达超500台/套，并初步计划在2025-27年在东南亚和拉美等区域建设生产基地。公司持续优化全球物流交付和海外备件库网络，已建成29个海外备件库（含中国香港），在建海外备件库共6个。极具韧性的全球供应链和生产网络，高效的全球物流和售后服务能力是公司快速全球化发展的基石。

■ **维持买入评级。** 我们预期国内公立医院招标活动将从四季度开始强势复苏，公司海外收入持续快速增长，看好公司业绩修复弹性。我们认为，公司超声产品线即将推出，为长期业绩增长再添重要动力。基于9年的DCF模型，维持162.81元人民币的目标价（WACC：8.3%，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	10,852	13,998	17,448
同比增长(%)	27.4	23.5	(4.9)	29.0	24.6
调整后净利润(百万人民币)	1,328	1,665	1,310	2,041	2,577
同比增长(%)	13.9	25.4	-21.3	55.9	26.3
调整后每股收益(人民币)	1.75	2.02	1.59	2.48	3.13
市盈率(倍)	59.6	54.4	69.8	48.8	39.3
净负债比率(%)	(57.5)	(40.2)	(45.2)	(42.2)	(41.4)

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 **162.81 人民币**
潜在升幅 **24.6%**
当前股价 **130.62 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)	98,775.2
3月平均流通量(百万人民币)	500.4
52周内股价高/低(百万人民币)	150.08/92.81
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%

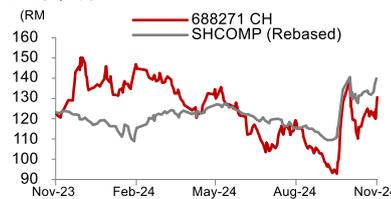
资料来源：上交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-6.4%	-5.4%
3-月	10.6%	-8.1%
6-月	0.4%	-9.0%

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	10,852	13,998	17,448	10,852	13,998	17,448	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	5,365	6,978	8,771	5,365	6,978	8,771	0.00%	0.00%	0.00%
营业利润	1,666	2,382	2,962	1,666	2,382	2,962	0.00%	0.00%	0.00%
归母净利润	1,541	2,204	2,740	1,541	2,204	2,740	0.00%	0.00%	0.00%
基本每股收益(元)	1.87	2.67	3.32	1.87	2.67	3.32	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	49.44%	49.85%	50.27%	49.44%	49.85%	50.27%	Oppt	Oppt	Oppt
营业利润率	15.36%	17.02%	16.98%	15.36%	17.02%	16.98%	Oppt	Oppt	Oppt
净利润率	14.20%	15.74%	15.70%	14.20%	15.74%	15.70%	Oppt	Oppt	Oppt

资料来源: 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	1,507	2,209	2,782	3,535	4,461	5,627	7,071	8,763	10,799
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)	1,394	2,043	2,574	3,269	4,127	5,205	6,541	8,106	9,989
+折旧与摊销	356	427	486	530	560	583	603	622	639
-营运资金变化	1,054	-901	-869	-956	-1,006	-1,049	-1,049	-1,009	-924
-资本支出	-1,000	-1,000	-900	-800	-700	-700	-700	-700	-700
自由现金流	1,804	569	1,291	2,043	2,980	4,039	5,395	7,019	9,004
终值									215,765
永续增长率	4.0%								
加权平均资本成本 WACC	8.3%								
股本成本	11.0%								
债务成本	4.0%								
市场风险系数 β	0.90								
无风险利率	2.0%								
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	104,926								
现值	125,225								
净负债	-8,974								
少数股东权益	15								
股权价值	134,183								
股份数(百万股)	824								
DCF 每股价值(人民币)	162.81								

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 3: 敏感性分析

		WACC				
		7.3%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%
永续增长率	5.0%	296.13	241.00	202.52	174.18	152.46
	4.5%	249.49	209.52	180.08	157.53	139.73
	4.0%	216.81	186.23	162.81	144.33	129.39
	3.5%	192.64	168.31	149.11	133.60	120.81
	3.0%	174.04	154.09	137.98	124.70	113.59

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	13,998	17,448	12,089	14,793	18,289	-10.24%	-5.37%	-4.60%
毛利	5,365	6,978	8,771	5,961	7,345	9,170	-9.99%	-5.00%	-4.35%
营业利润	1,666	2,382	2,962	2,089	2,574	3,246	-20.23%	-7.44%	-8.76%
归母净利润	1,541	2,204	2,740	1,958	2,471	3,169	-21.27%	-10.82%	-13.55%
基本每股收益 (元)	1.87	2.67	3.32	2.79	3.41	4.28	-32.87%	-21.61%	-22.31%
毛利率	49.44%	49.85%	50.27%	49.31%	49.65%	50.14%	+0.13ppt	+0.2ppt	+0.13ppt
营业利润率	15.36%	17.02%	16.98%	17.28%	17.40%	17.75%	-1.92ppt	-0.38ppt	-0.77ppt
净利润率	14.20%	15.74%	15.70%	16.20%	16.70%	17.33%	-1.99ppt	-0.96ppt	-1.63ppt

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	13,998	17,448
销售成本	(3,669)	(4,770)	(5,879)	(5,486)	(7,020)	(8,677)
毛利	3,585	4,468	5,532	5,365	6,978	8,771
运营费用	(1,889)	(2,540)	(3,391)	(3,699)	(4,596)	(5,809)
销售费用	(1,029)	(1,328)	(1,770)	(1,953)	(2,310)	(2,844)
行政费用	(319)	(431)	(561)	(629)	(700)	(855)
研发费用	(968)	(1,306)	(1,729)	(1,736)	(2,100)	(2,582)
其他	428	525	668	620	514	472
运营利润	1,696	1,928	2,142	1,666	2,382	2,962
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	1,666	2,382	2,962
所得税	(294)	(270)	(164)	(125)	(179)	(222)
非控股权益	14	6	(3)	0	0	0
净利润	1,404	1,650	1,978	1,541	2,204	2,740
调整后净利润	1,166	1,328	1,665	1,310	2,041	2,577
资产负债表						
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	7,026	20,145	20,228	20,607	22,054	24,050
现金与现金等价物	2,924	10,075	7,584	8,983	9,003	9,563
应收账款	1,062	2,029	3,233	2,676	3,260	3,824
存货	2,205	3,460	3,893	3,356	4,198	5,071
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	26,300	28,259	30,609
流动负债	4,518	6,012	5,798	5,758	6,283	6,851
短期债务	30	16	9	9	9	9
应付账款	1,237	2,193	1,919	1,879	2,404	2,972
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	6,940	7,508
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	14,914	16,348	18,131
其他	884	2,386	3,720	3,720	3,720	3,720
股东权益总额	5,037	17,483	18,866	19,870	21,304	23,087
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	26,300	28,259	30,609

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	1,541	2,204	2,740
折旧摊销	112	146	262	356	427	486
税款	(294)	(270)	(164)	(125)	(179)	(222)
营运资金变化	(607)	(1,174)	(2,258)	1,054	(901)	(869)
其他	328	331	315	(49)	65	103
净经营现金流	942	683	133	2,778	1,616	2,237
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)	(379)	(596)	(777)
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)	(379)	(596)	(777)
净现金流变动						
年初现金	3,124	2,873	9,626	7,584	8,983	9,003
汇率变动	(4)	31	(1)	0	0	0
年末现金	2,873	9,626	7,531	8,983	9,003	9,563
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%)	29.0%	24.6%
毛利润	28.0%	24.6%	23.8%	(3.0%)	30.1%	25.7%
经营利润	43.6%	13.7%	11.1%	(22.2%)	43.0%	24.3%
净利润	49.8%	17.6%	19.9%	(22.1%)	43.0%	24.3%
调整后净利润	32.8%	13.9%	25.4%	(21.3%)	55.9%	26.3%
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%	50.3%
营业利润率	23.4%	20.9%	18.8%	15.4%	17.0%	17.0%
调整后净利润率	16.1%	14.4%	14.6%	12.1%	14.6%	14.8%
股本回报率	32.5%	14.7%	10.9%	8.0%	10.7%	12.3%
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	3.5	3.5
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	66.6	59.6	54.4	69.8	48.8	39.3
市盈率 (经调)	81.0	74.6	64.5	82.2	52.7	41.8
市帐率	18.8	5.7	5.7	5.4	5.0	4.7
市现率	100.2	144.7	810.9	38.8	66.6	48.1
股息 (%)	0.0	0.2	0.6	0.5	0.7	0.9
企业价值 / 销售额	14.4	10.5	8.8	9.1	7.0	5.6
企业价值 / EBITDA	58.6	49.5	44.3	52.9	37.4	30.0
企业价值 / EBIT	62.5	53.5	50.1	65.4	44.6	35.2

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于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 个月的潜在涨幅在-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。