

高端产品持续突破，医疗装备龙头前景广阔

——联影医疗（688271.SH）2022年报及一季报点评

核心观点：

- **事件：**公司发布2022年报及23年一季报。2022年实现收入92.38亿元（+27.36%），归母净利润16.56亿元（+16.86%），扣非净利润13.28亿元（+13.91%），经营性现金流6.83亿元（-27.55%）。2023年Q1实现营业收入22.13亿元（+33.42%）；归母净利润3.30亿元（+7.68%）；扣非净利润2.77亿元（+3.14%）。
- **国内外业务统筹兼顾，持续取得突破性进展。**公司已入驻全国超1,000家三甲医院，在中国权威排行榜中，排名前50医院中有49家公司产品的用户；公司CT、PET/CT、PET/MR及XR产品均排名行业第一，MR和RT亦属行业前列；公司海外客户群体已覆盖亚洲、美洲、欧洲、大洋洲、非洲等50多个国家和地区，主营业务收入中境外占比由上年同期的7.15%提升至11.94%。
- **多项注册证获批进一步丰富产品矩阵，国际组织认证打开海外市场：**截至2022年末，公司累计向市场推出90多款产品，多款软件产品获证推向市场。2022年公司共有10款产品获得国内NMPA注册，包括行业首款人体全身磁共振uMR Jupiter 5T、全芯无极数字PET/CT uMI Pannoroma、智慧仿生微创介入手术系统uAngio 960。此外，公司获得多个国际组织认证，可在多个国家和地区销售。截至2022年末，公司39款产品获得欧盟CE认证，可销往60余个国家和地区；37款产品通过FDA认证，获准在美国销售，销售网络覆盖全球主要发达市场及新兴市场。2022年公司在27个国家和地区新获当地产品注册，涉及42款产品。
- **高研发投入推动公司持续创新，知识产权布局进一步完善：**公司高度重视研发的投入和顶尖人才的培养。2022年公司研发投入13.06亿元（+34.90%）。截至2022年末，公司共有员工7,302名，其中研发人员3,088名，占公司员工总数的42.29%。专利布局方面，截至2022年末，公司以专利为主的各项知识产权申请数量超过8,600多项，其中发明专利申请占全部专利申请数超过80%，公司累计获得超过4,300项的知识产权授权，其中发明专利授权超过2,300项。
- **2023年一季度业绩符合预期，研发投入占比持续提高：**2023Q1公司实现收入22.13亿元（+33.42%），归母净利润3.30亿元（+7.68%），扣非净利润2.77亿元（+3.14%）。主营业务保持较高增速，主要系公司不断推出新产品，扩张海外新市场，销售规模不断增长所致。研发投入合计4.30亿元（+68.51%），研发投入占营业收入比例19.45%（增加4.05个百分点）。主要系公司加大研发投入，研发人员增加，人力成本增长所致。

联影医疗（688271.SH）

推荐（首次评级）

合理估值区间：150.6-175.7元

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

特此鸣谢：姚书远

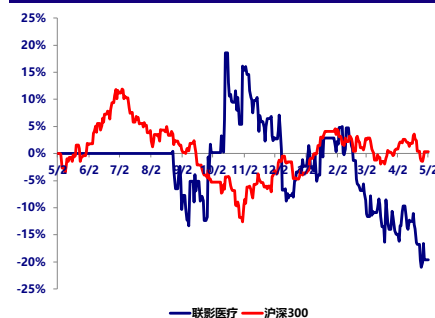
市场数据

2023/4/28

A股收盘价(元)	145.72
A股一年内最高价(元)	218.00
A股一年内最低价(元)	140.50
沪深300	4029.09
市盈率	71.50
总股本(万股)	82415.80
实际流通A股(万股)	5000.00
限售的流通A股(万股)	77415.80
流通A股市值(亿元)	72.86

资料来源：中国银河研究部整理

相对沪深300表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

- **投资建议：**联影作为国内医疗影像行业龙头，国内市场自下而上的国产替代及广阔的海外市场为公司长期成长提供动力。我们预计公司2023-2025年营业收入为116.88/149.99/185.37亿元，归母净利润为20.65/26.35/32.25亿元，同比增长24.70%/27.58%/22.41%，EPS分别为2.51/3.20/3.91元，股价对应2023-2025年PE为60/47/39倍，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**国际化经营及业务拓展不及预期的风险、经销模式下的业务合作的风险

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9238.12	11687.61	14999.01	18536.94
收入增长率%	27.36	26.51	28.33	23.59
归母净利润（百万元）	1656.08	2065.20	2634.85	3225.42
利润增速%	16.86	24.70	27.58	22.41
毛利率%	48.37	48.47	48.54	48.53
摊薄 EPS(元)	2.01	2.51	3.20	3.91
PE	75.22	60.32	47.28	38.62
PB	7.13	6.37	5.62	4.90
PS	13.48	10.66	8.31	6.72

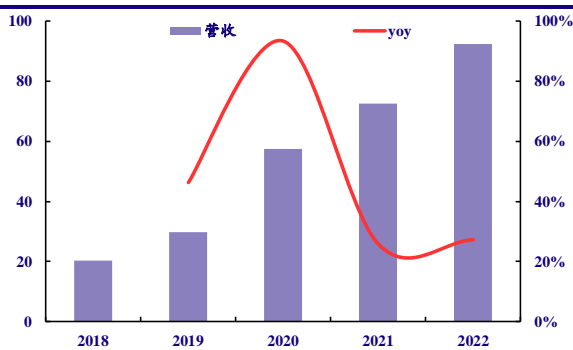
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、业绩稳健增长，产品市占率持续提升

公司经营业绩稳健增长，2022 年实现营业收入 92.38 亿 (+27.36%)，归母净利润 16.56 亿 (+16.86%)，扣非归母净利润 (+11.66%)，经营性现金流 6.83 亿 (-27.55%)。CT 销售占比公司营收 40.83%，是公司销售规模最大的品类。

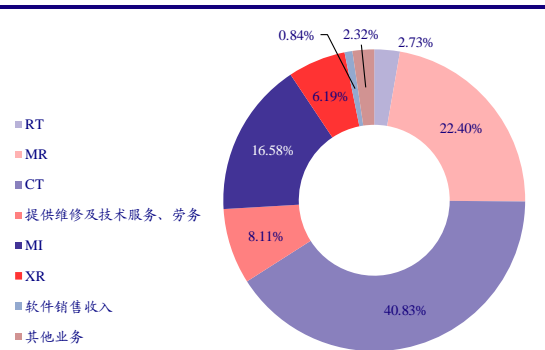
公司已入驻全国超 1,000 家三甲医院，获得各级临床机构的广泛认可，根据复旦大学医院管理研究所发布的“2021 中国医院排行榜-全国综合排行榜”，其中全国排名前 10 的医疗机构均为公司用户，排名前 50 的医疗机构中，公司用户达 49 家。公司全线产品在新增市场金额和台数占有率均排名前列，中高端以及超高端产品实现重大突破。按 2022 年度国内新增市场金额占有率口径，公司 CT、PET/CT、PET/MR 及 XR 产品均排名行业第一，MR 和 RT 亦属行业前列。

图 1：联影医疗近年公司营收（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：2022 年联影医疗营收各业务占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、聚焦研发创新，加速核心技术突破

公司高度重视研发投入，2022 年研发费用达 13.06 亿 (+34.9%)，研发投入占比 15.87%，较去年同期增长 1.42 个百分点。2022 年公司 10 款产品获得国内 NMPA 注册，包括行业首款人体全身磁共振 uMR Jupiter 5T；全芯无极数字 PET/CT uMI Pannoroma；智慧仿生微创介入手术系统 uAngio 960。截至 2022 年末，公司 39 款产品获得欧盟 CE 认证，可销往 60 余个国家和地区；37 款产品通过 FDA 认证，获准在美国销售，销售网络覆盖全球主要发达市场及新兴市场。2022 年间公司在 27 个国家和地区新获当地产品注册，涉及 42 款产品。

知识产权方面，截至 2022 年末，公司知识产权累计申请 8,677 项，累计获得 4,357 项；报告期内，公司新增知识产权申请 1,442 项，获得 899 项，其中发明专利申请 946 项，发明专利授权 533 项。

表 1: 2022 年知识产权列表

	本年新增		累计数量	
	申请数(个)	获得数(个)	申请数(个)	获得数(个)
发明专利	946	533	5,914	2,309
实用新型专利	141	189	1,032	793
外观设计专利	69	60	313	239
软件著作权	20	14	287	281
其他	266	103	1,131	735
合计	1,442	899	8,677	4,357

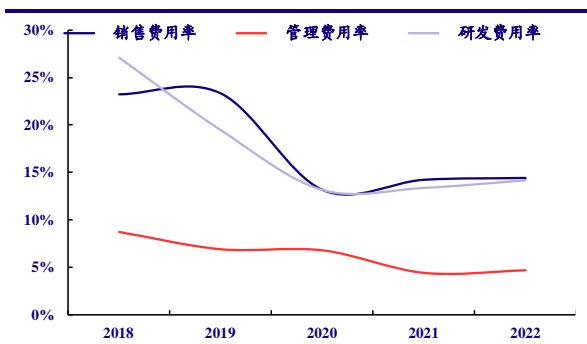
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

三、费用率维持稳定, 研发投入增加使利润短期承压

公司 2022 年销售费用为 13.28 亿元 (+29.06%), 销售费用率为 14.38% (较去年提升 0.19 个百分点); 管理费用为 4.31 亿元 (+35.11%), 管理费用率 4.67% (较去年提升 0.27 个百分点), 主要系人员增加带来的人力成本上涨所致; 研发费用支出为 13.06 亿元 (+34.92%), 研发费用率为 14.14% (较去年提升 0.79 个百分点), 主要系公司加大研发投入, 在研项目及研发人员均有较大增加, 从而带来的研发耗材及研发人力成本上涨较快。2023 年 Q1 公司销售费用/管理费用/研发费用分别为 3.34/1.16/4.12 亿元, 同比增加 34.12%/45.49%/83.06%, 对应费用率分别为 15.11%/5.24%/18.64%, 较去年同期费用率上浮 0.08%/0.43%/5.05%。销售费用增加因为销售人员和市场活动增加所致; 管理费用增加主要因为管理人员数量增加和薪资上涨; 研发费用率的上涨主要系公司加大对研发人才的招募。

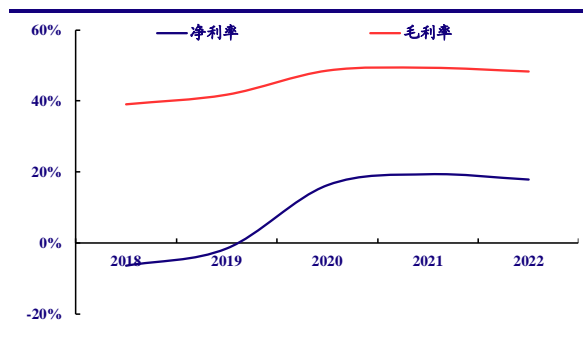
2022 年公司实现毛利 44.68 亿元 (+24.63%), 毛利率为 48.37% (较去年减少 1.05 个百分点), 净利润 16.50 亿元 (+17.52%), 净利润率为 17.86% (较去年减少 1.49 个百分点)。2023 年 Q1 公司实现毛利 11.12 亿元 (+35.28%), 毛利率 50.26% (较去年同期提升 0.71%), 净利润 3.26 亿元 (+7.95%), 净利润率 14.73% (较去年同期下滑 3.47 个百分点)。利润增速较慢主要系三大费用增长较快, 特别是研发费用增幅显著。

图 3: 联影医疗近年费用率情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 4: 2022 年联影医疗利润率变化情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252612 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫄玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn