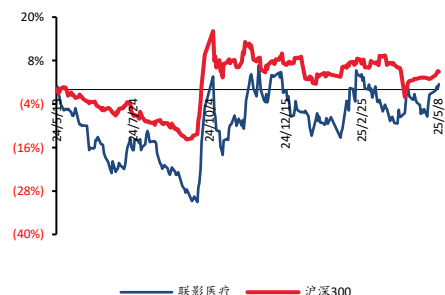


联影医疗点评报告：国内市占率持续提升，海外高速增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	8.24/5.93
总市值/流通(亿元)	1,126/811
12 个月内最高/最低价(元)	152/92

相关研究报告

<<联影医疗点评报告：海外业务表现强劲，国内各产线市占率稳步提升>>--2024-11-08

<<联影医疗点评报告：海内外持续高端突破，毛利率显著提升>>--2023-11-02

<<联影医疗点评报告：配置证放开助力产品高端突破，股权激励彰显公司长期发展信心>>--2023-08-22

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：0755-83683312

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

事件：近日，公司发布 2024 年年度报告：2024 年实现营业收入 103.00 亿元，同比下降 9.73%，主要受设备更新政策落地节奏影响；归母净利润 12.62 亿元，同比下降 36.09%；扣非归母净利润 10.10 亿元，同比下降 39.32%。其中，2024 年第四季度营业收入 33.46 亿元，同比下降 15.90%；归母净利润 5.91 亿元，同比下降 35.09%；扣非归母净利润 5.46 亿元，同比下降 34.67%。

同日，公司发布 2025 年第一季度报告：2025 年一季度实现营业收入 24.78 亿元，同比增长 5.42%，招投标逐步回暖；归母净利润 3.70 亿元，同比增长 1.87%；扣非归母净利润 3.79 亿元，同比增长 26.09%。

国内市占率持续提升，海外高速增长

2024 年公司在国内实现收入 80.34 亿元，由于国内医疗设备行业整顿与设备更新政策节奏所带来的市场需求释放阶段性错配，导致中国市场收入承压。公司国内市占率进一步提升，整体业务新增份额同比增长超 3 个百分点，其中高端产品贡献近 5 个百分点的结构性增长。核心产品线呈现梯度突破态势——超高端 CT (256 排及以上) 跨越 20% 市占率分水岭，3.0T、5.0T 磁共振维持市场优势，放疗装备市占率提升近 8 个百分点。

公司通过纵深推进“高举高打，一核多翼”的全球化战略，2024 年海外市场实现收入 22.66 亿元，同比增长 35.07%，创下占总体营业收入 22.00% 的历史新高，取得高端市场突破与新兴区域渗透的双重战略成果。凭借极具竞争力的技术与解决方案，公司在海外各区域的品牌影响力和市场份额稳步提升。

影像（不含超声、DSA）市占率第一，设备销售与服务创收协同增长

按 2024 年国内新增市场金额口径，公司影像产品（不含超声和 DSA）市占率第一。（1）CT 市占率第一：40 排及以下、64-80 排 CT 第一，128-256 排 CT 第二，256 排以上的 CT 第三。（2）MR 市占率第二：1.5T 及以下超导 MR 第一，3.0T MR 第三，3.0T 以上 MR 第一。（3）MI 市占率第一，PET/CT 连续九年蝉联第一。（4）诊断 XR 产品（含固定 DR、移动 DR、乳腺 DR）市占率第一，其中固定 DR 第一，乳腺 DR 及移动 DR 第二。（5）介入 XR 产品（含 DSA 和移动 C 型臂）市占率第四，其中 DSA 第五，移动 C 型臂第四。（6）RT 产品市占率第三，同比提升近 8 个百分点。

2024 年公司服务收入实现 13.56 亿元，同比增长 26.80%，占比达到 13.16%，同比提升了 3.79 个百分点，形成设备销售与服务创收的协同增长格局。

毛利率维稳，销售费用受海外市场扩展支出增加的影响

2024 年，公司的综合毛利率同比增长 0.06pct 至 48.54%。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 17.70%、5.40%、17.10%、-1.09%，同比变动幅度分别为+2.19pct、+0.49pct、+1.95pct、+0.21pct，销

售费用增加主要因海外市场扩展支出增加。综合影响下，公司整体净利率同比下降 5.27pct 至 12.06%。

2024 年第四季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为 46.74%、13.09%、4.31%、13.27%、-1.54%、17.44%，分别变动-1.40pct、+0.11pct、-0.23pct、+4.25pct、-1.19pct、-5.49pct。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 123.96 亿/146.68 亿/174.30 亿元，同比增速分别为 20%/18%/19%；归母净利润分别为 18.08 亿/23.89 亿/28.95 亿元；分别增长 43%/32%/21%；EPS 分别为 2.19/2.90/3.51，按照 2025 年 5 月 9 日收盘价对应 2025 年 62 倍 PE。维持“买入”评级。

风险提示：贸易战下海外客户订单波动的风险，影像设备竞争环境恶化的风险，新品研发进度不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,300	12,396	14,668	17,430
营业收入增长率(%)	-9.73%	20.35%	18.33%	18.83%
归母净利（百万元）	1,262	1,808	2,389	2,895
净利润增长率(%)	-36.08%	43.28%	32.11%	21.22%
摊薄每股收益（元）	1.54	2.19	2.90	3.51
市盈率（PE）	82.08	62.30	47.16	38.90

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,584	8,400	8,354	9,931	11,697
应收和预付款项	3,380	4,556	4,814	5,068	5,303
存货	3,893	5,528	5,259	5,141	5,607
其他流动资产	5,370	2,410	2,987	3,573	4,178
流动资产合计	20,228	20,894	21,414	23,713	26,785
长期股权投资	73	188	238	288	338
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	2,212	2,944	3,514	4,131	4,792
在建工程	850	1,770	1,820	1,770	1,620
无形资产开发支出	953	1,334	1,597	1,697	1,797
长期待摊费用	75	68	58	48	38
其他非流动资产	21,173	21,732	22,289	24,654	27,792
资产总计	25,336	28,036	29,515	32,588	36,376
短期借款	9	557	407	257	107
应付和预收款项	1,919	2,608	2,108	2,475	2,934
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	4,527	4,964	5,483	6,224	7,141
负债合计	6,455	8,129	7,998	8,957	10,183
股本	824	824	824	824	824
资本公积	13,910	13,947	13,961	13,961	13,961
留存收益	4,637	5,596	7,186	9,288	11,836
归母公司股东权益	18,866	19,903	21,505	23,607	26,155
少数股东权益	15	3	12	24	39
股东权益合计	18,881	19,906	21,517	23,631	26,193
负债和股东权益	25,336	28,036	29,515	32,588	36,376

现金流量表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	133	-619	2,202	3,690	3,952
投资性现金流	-1,565	-1,244	-1,827	-1,647	-1,664
融资性现金流	-662	199	-420	-466	-521
现金增加额	-2,095	-1,663	-46	1,577	1,766

利润表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,411	10,300	12,396	14,668	17,430
营业成本	6,039	5,300	6,323	7,425	8,802
营业税金及附加	69	57	68	81	105
销售费用	1,609	1,823	2,045	2,347	2,754
管理费用	561	556	632	719	872
财务费用	-149	-112	-106	-111	-140
资产减值损失	-43	14	-10	-5	-2
投资收益	110	98	118	139	122
公允价值变动	-6	37	28	19	31
营业利润	2,142	1,366	1,983	2,617	3,175
其他非经营损益	1	-15	-8	-8	-8
利润总额	2,142	1,352	1,975	2,609	3,167
所得税	164	110	158	209	256
净利润	1,978	1,242	1,817	2,401	2,910
少数股东损益	3	-20	9	12	15
归母股东净利润	1,974	1,262	1,808	2,389	2,895

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	47.07%	48.54%	48.99%	49.38%	49.50%
销售净利率	17.30%	12.25%	14.59%	16.28%	16.61%
销售收入增长率	23.52%	-9.73%	20.35%	18.33%	18.83%
EBIT 增长率	5.56%	-40.71%	66.95%	33.68%	21.13%
净利润增长率	19.21%	-36.08%	43.28%	32.11%	21.22%
ROE	10.46%	6.34%	8.41%	10.12%	11.07%
ROA	7.79%	4.50%	6.13%	7.33%	7.96%
ROIC	9.15%	4.99%	7.81%	9.59%	10.55%
EPS(X)	2.40	1.54	2.19	2.90	3.51
PE(X)	57.09	82.08	62.30	47.16	38.90
PB(X)	5.99	5.23	5.24	4.77	4.31
PS(X)	9.90	10.11	9.09	7.68	6.46
EV/EBITDA(X)	46.98	62.49	45.11	34.30	28.17

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。