

2025 年 03 月 03 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

155

联影医疗(688271.SZ)

买进 (Buy)

24Q4 环比已有恢复, 继续看好 2025 年的业绩恢复

公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2025/2/28)	134.95
上证指数(2025/2/28)	10611.24
股价 12 个月高/低	151.86/91.91
总发行股数(百万)	824.16
A 股数(百万)	593.30
A 市值(亿元)	800.66
主要股东	联影医疗技术集团有限公司
	(20.33%)
每股净值(元)	24.15
股价/账面净值	5.59
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	8.8 -3.6 -3.3

近期评等

日期	收盘价	评级
2025-01-23	122.32	买进

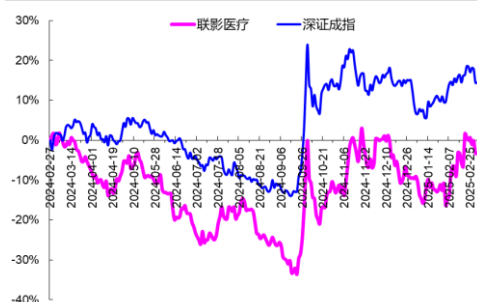
产品组合

销售医学影像诊断设备及放射治疗设备	87.8%
维保服务	9.5%
软件业务	1.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0%
一般法人	0%

股价相对大盘走势



结论及建议:

➤ **公司业绩:** 公司发布业绩快报, 2024 全年共实现营收 103.0 亿元, 同比下降 9.7%; 归母净利润 12.6 亿元, 同比下降 36.1%, 扣非后同比下降 39.3%, 公司业绩符合预期。其中 Q4 单季度实现营收 33.5 亿元, 同比下降 18.5%, 但已有缩窄 (24Q3 营收 YOY-25%); 净利润约 5.9 亿元, 同比下降 35.1%, 扣非后同比下降 34.7%, 季度环比扭亏 (24Q3 单季度亏损 2.8 亿元)。

➤ **药政影响 2024 年招采, 已有恢复迹象:** 公司 2024 年营收下降主要是在医疗反腐下大背景, 国内设备更新政策落地延迟, 行业整体规模较上年同期有较大收缩, 公司亦受到影响。而公司持续加大研发投入及海外市场开拓力度, 研发费用及销售费用同比均有增长, 进一步影响了净利端增速。但我们也注意到招采在 2024 年 11 月开始已经有恢复迹象, 并且从公司 24Q4 营收及净利端表现来看, 也可验证恢复的迹象, 我们看好 2025 年的继续恢复 (公司 24Q4 营收端 YOY-15%, 环比缩窄约 10 个百分点, 净利端扭亏)。

➤ **国产替代有望加速:** 我们认为国产替代进程也将加速, 2/14 国家发布了《进口不予免税的重大技术装备和产品目录 (2025 年版)》新增了正电子发射及 X 射线计算机断层成像扫描系统、单光子发射断层成像扫描系统等生物医疗装备, 我们认为 3/1 日执行后国产设备性价比的优势将会更加凸显。而公司高端产品具有很强的竞争力: (1) 公司是全球仅有的三家可以生产 5.0T 以上的高端核磁共振影像设备 (MR) 的设备商 (另外两家为 GE 医疗和西门子医疗); (2) X 射线计算机断层成像扫描设备 (CT) 设备也全面覆盖 16 排至 320 排产品, 高端产品对标西门子、GE 及飞利浦; (3) 分子影像系统 (MI) 也已陆续推出多款行业领先产品, 包括行业首款具有 4D 全身动态扫描的 PRT/CT 产品 uEXPLORER, 业界最高 190ps 量级 TOF 分辨率 PET/CT 产品 uMI Panorama; (4) 放射治疗设备 (RT) 也已开发出行业首款一体化 CT 引导直线加速器 uRT-linac 506c。公司各领域设备全面对标行业龙头, 产品性能极具竞争力, 我们认为公司将在国产替代的进程中受益。

➤ **AI 赋能, 产品力提升:** 此外, 公司积极投身 AI 赋能。经过多年的布局, 公司已成功打造了跨产品线的完整数智化超级平台, 各产品线均已完成了智能化技术平台的开发和搭载。在 MR 领域, AI 应用主要体现在成像加速、病灶检测和检查流程优化, 公司磁共振设备的快速成像技术行业领先, 搭载 uAIFI 技术平台的 MR 可以实现 0.5 秒/期快速动态高清成像; 在 CT 领域, AI 技术实现低剂量扫描、影像分析和快速图像重建, 提升了图像质量、提高了检查效率; 在 MI 领域, AI 应用主要集中在放射性示踪剂分析和图像配准, 未来将进一步推动分子标志物发现和治疗反应监测的发展。在 RT 领域, AI 的应用可以协助靶区勾画、自动化分

..... 接续下页

割图像，提高治疗的同质化和可及性，从而有利于解决放疗质量参差不齐、人才稀缺等问题。

- **盈利预计及投资建议：**我们预计公司 2025-2026 年分别实现净利润 16.3 亿元、20.0 亿元，yoy 分别+29.1%、+22.6%，折合 EPS 分别为 2.0 元、2.4 元。当前股价对应的 PE 分别为 68 倍、56 倍。公司作为高端医疗设备龙头，AI 赋能提升产品力，国内业务恢复在即，海外市场积极开拓，我们维持“买进”的投资建议。

风险提示：关税政策变化影响；国内采购进度变化影响；行业监管政策影响

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1656	1974	1262	1629	1997
同比增减	%	16.86	19.21	-36.08	29.05	22.61
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.19	2.40	1.53	1.98	2.42
同比增减	%	11.73	9.59	-36.20	29.05	22.61
市盈率(P/E)	X	61.62	56.23	88.13	68.29	55.70
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.25	0.23	0.30	0.36
股息率 (Yield)	%	0.15	0.19	0.17	0.22	0.27

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间≥ 35%
买进 (Buy)	15%≤潜在上涨空间<35%
区间操作 (Trading Buy)	5%≤潜在上涨空间<15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等
	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	9238	11411	10300	12692	15013
经营成本	4770	5879	5232	6267	7388
营业税金及附加	38	69	59	72	92
销售费用	1328	1770	1880	2158	2477
管理费用	431	561	572	698	826
财务费用	-99	-149	-78	-127	-150
投资收益	13	110	118	120	120
营业利润	1928	2142	1366	1713	2144
营业外收入	2	11	4	28	28
营业外支出	11	10	18	2	2
利润总额	1920	2142	1352	1739	2170
所得税	270	164	101	127	163
少数股东损益	-6	3	-11	-16	10
归母净利润	1656	1974	1262	1629	1997

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	10075	7584	6826	7850	8792
应收账款	2013	3228	3550	4261	4814
存货	3460	3893	4361	5146	5763
流动资产合计	20145	20228	22655	25374	28419
长期股权投资	40	73	77	81	85
固定资产	2116	2212	2345	2462	2585
在建工程	222	850	1700	2211	2763
非流动资产合计	4060	5108	5211	5315	5421
资产总计	24205	25336	27866	30688	33840
流动负债合计	6012	5798	6378	7016	7717
非流动负债合计	719	657	624	636	649
负债合计	6731	6455	7002	7652	8366
少数股东权益	-10	15	16	17	17
股东权益合计	17483	18866	20848	23020	25456
负债及股东权益合计	24205	25336	27866	30688	33840

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动所得现金净额	683	133	113	134	154
投资活动所用现金净额	-4689	-1565	-682	1134	1087
融资活动所得现金净额	10729	-662	-189	-244	-300
现金及现金等价物净增加额	6753	-2095	-758	1024	942

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会因使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。