

需求复苏驱动业绩修复，海外突破深化增长动能

—— 2024 年年报及 2025 年一季报业绩点评

2025 年 4 月 29 日

- 事件：**公司发布 2024 年年度报告及 2025 年一季度报告。2024 年实现营业收入 103.00 亿元（-9.73%），归母净利润 12.62 亿元（-36.09%），扣非净利润 10.10 亿元（-39.32%），经营性现金流-6.19 亿元。2024Q4 实现营业收入 33.5 亿元（-15.90%），归母净利润 5.91 亿元（-35.09%），扣非净利润 5.46 亿元（-34.67%）。2025Q1 实现营业收入 24.78 亿元（+5.42%），归母净利润 3.70 亿元（+1.87%），扣非净利润 3.79 亿元（+26.09%），经营性现金流-3.53 亿元。
- 2024 年：国内业务阶段性承压，海外拓展持续取得新突破。**公司销售医学影像诊断及放射治疗设备业务实现收入 84.45 亿元（-14.93%），毛利率为 47.05%（+0.87pct），其中 CT/MR/MI/XR/RT 产品分别实现销售收入 30.48/31.92/12.99/5.87/3.19 亿元，同比-25.03%、-2.66%、-16.31%、-22.80%、+18.05%；维修服务业务实现收入 13.56 亿元（+26.80%）。分地区来看，**1）境内：**实现收入 76.64 亿元（-19.43%），收入同比下降主要因院端招采活动复苏延迟，且设备更新政策商机落地仍需一段时间。尽管如此，公司在国内业务增量份额持续提升（新增份额同比增长超 3 个百分点），高端装备板块加速渗透技术门槛较高的细分市场（高端产品矩阵贡献近 5 个百分点的结构性增长）。**2）海外：**实现收入 22.66 亿元（+35.07%），占总体营收比例达 22%，得益于公司在高端市场突破和新兴区域渗透均取得战略成果：全线影像设备覆盖美国超 70% 州级行政区、高端医疗装备已完成欧盟 27 国中超半数成员国的市场渗透、数字化 PET/CT 与 1.5T 磁共振在印度新增市场占有率第一。
- 2025Q1：盈利水平实现稳步修复，需求复苏驱动持续改善。**公司 2025 年 Q1 收入及利润均同比回正，预计主要是医疗设备更新需求逐步释放，国内医疗设备招投标活力企稳复苏。公司 2025Q1 毛利率为 49.94%（同比+0.37pct，环比+3.20pct），预计主要得益于收入结构改善及供应链优化。2025Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 15.50%、5.32%、15.29%，同比+0.28pct、+0.16pct、-2.57pct。此外，2025Q1 公司持有的金融资产/金融负债公允价值变动损益为-0.19 亿元、财务费用收益同比减少 0.24 亿元、信用减值损失同比增加 0.12 亿元，均对表观利润产生了一定负面影响。随着设备更新政策持续落地，院端招采活力复苏带动订单质量改善，我们认为公司业务或已迎来拐点，业绩有望企稳并逐季显著回升。
- 高举高打高筑核心壁垒，稳扎稳打稳固全球布局。**公司持续加大研发投入，2024 年公司研发投入为 22.61 亿元（占营收比例为 21.95%），2025Q1 研发投入为 5.68 亿元（占营收比例为 22.92%）。基于高水平的研发投入，公司自主技术成果不断涌现，并在多领域达到全球领先水平。例如，MR：已实现超导磁体/梯度、射频/谱仪、射频/梯度功率放大器全面自主可控；CT：全面掌握球管、高压发生器、探测器等技术；MI：ET 探测器、电子控制部件、高压发生器、高速旋转机架、图像重建算法、高速重建平台完全自研；RT：从放疗核心部件到放疗软件系统已形成贯穿一体的自主解决方案。公司在国内形成“高端攻坚+全域渗透”的双轮驱动模式，不断以全面产品矩阵巩固全谱系竞

联影医疗（股票代码：688271）

推荐 维持

分析师

程培

☎：021-2025-7805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

孟熙

✉：mengxi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070003

市场数据

2025-04-28

股票代码	688271.SH
A 股收盘价(元)	124.69
上证指数	3288.41
总股本(万股)	82415.80
实际流通 A 股(万股)	59329.90
流通 A 股市值(亿元)	739.78

相对沪深 300 表现图

2025-04-28



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 1.【银河医药】公司点评_联影医疗（688271）：24H1 业绩略有承压，静待招采需求释放；
- 2.【银河医药】公司点评_联影医疗（688271）_2023 年年报及 2024 年一季报业绩点评：高端产品加速放量，海外业务高速增长；
- 3.【银河医药】公司点评_联影医疗（688271）：各产品线增长稳健，全球化布局成果丰硕；
- 4.【银河医药】公司点评_联影医疗（688271）：MRXR 产品高速增长，海外业务稳健推进；

争优势，CT 设备累计交付量突破万台，IXR 介入诊疗与 RT 放疗设备快速打开增长极；在海外市场，公司通过深化本地化运营与精准区域策略推动业务发展，目前公司全球服务网络已可覆盖超 85 个国家/地区的 200 多个城市，通过多个战略备件中心有效支撑超 3.45 万台/套设备的运维需求。

- **投资建议：**联影医疗是国产医疗影像设备制造龙头，拥有丰富产品线和先进产品性能，有望充分受益医疗新基建及大型设备更新等政策，海外市场前景亦颇为广阔，公司长期发展动力丰沛。考虑到国内招采活力仍有待进一步恢复，我们调整并预测公司 2025-2027 年归母净利润至 18.60/24.24/31.41 亿元，同比增长 47.41%/30.32%/29.57%，EPS 分别为 2.26/2.94/3.81 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 55/42/33 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**海外拓展不及预期的风险、政策不确定的风险、招投标活力恢复不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10300.10	12403.41	14892.68	17811.64
收入增长率%	-9.73	20.42	20.07	19.60
归母净利润（百万元）	1261.87	1860.10	2424.17	3141.08
利润增速%	-36.08	47.41	30.32	29.57
毛利率%	48.54	52.36	53.25	54.14
摊薄 EPS(元)	1.53	2.26	2.94	3.81
PE	81.44	55.25	42.39	32.72
PB	5.16	4.78	4.35	3.90
PS	9.98	8.29	6.90	5.77

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20893.84	22873.81	26492.98	30923.78
现金	8400.00	9978.95	11917.50	14471.00
应收账款	4358.81	4823.55	5584.75	6431.98
其它应收款	137.49	155.04	186.16	222.65
预付账款	195.78	206.80	243.70	285.90
存货	5528.38	5416.23	6254.85	7191.24
其他	2273.38	2293.23	2306.02	2321.02
非流动资产	7141.85	6980.48	6639.60	6282.37
长期投资	187.80	187.80	187.80	187.80
固定资产	2944.03	3043.77	3068.58	3029.19
无形资产	1004.33	827.07	649.82	472.56
其他	3005.68	2921.84	2733.40	2592.83
资产总计	28035.69	29854.29	33132.59	37206.16
流动负债	7075.75	7285.07	8454.02	9794.44
短期借款	557.49	557.49	557.49	557.49
应付账款	2087.82	2133.67	2475.64	2858.96
其他	4430.44	4593.92	5420.90	6377.99
非流动负债	1053.70	1047.30	1047.30	1047.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1053.70	1047.30	1047.30	1047.30
负债合计	8129.45	8332.37	9501.32	10841.74
少数股东权益	3.08	3.08	3.08	3.08
归属母公司股东权益	19903.17	21518.84	23628.19	26361.34
负债和股东权益	28035.69	29854.29	33132.59	37206.16

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-619.02	2184.01	2403.90	3141.89
净利润	1241.92	1860.10	2424.17	3141.08
折旧摊销	424.35	529.76	565.88	582.23
财务费用	-20.99	0.00	0.00	0.00
投资损失	-98.07	-62.02	-74.46	-44.53
营运资金变动	-2220.99	-160.91	-511.68	-536.89
其它	54.76	17.08	0.00	0.00
投资活动现金流	-1244.31	-331.00	-150.54	-180.47
资本支出	-1945.65	-388.06	-225.00	-225.00
长期投资	591.86	0.00	0.00	0.00
其他	109.48	57.06	74.46	44.53
筹资活动现金流	198.97	-273.48	-314.82	-407.92
短期借款	548.31	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-349.34	-273.48	-314.82	-407.92
现金净增加额	-1662.78	1578.96	1938.55	2553.49

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10300.10	12403.41	14892.68	17811.64
营业成本	5300.16	5908.61	6962.73	8168.47
营业税金及附加	56.78	62.02	74.46	89.06
营业费用	1823.19	2046.56	2263.69	2582.69
管理费用	555.97	644.98	729.74	854.96
财务费用	-112.29	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	13.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	37.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	98.07	62.02	74.46	44.53
营业利润	1366.36	2066.78	2754.74	3569.41
营业外收入	5.55	0.00	0.00	0.00
营业外支出	20.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	1351.71	2066.78	2754.74	3569.41
所得税	109.78	206.68	330.57	428.33
净利润	1241.92	1860.10	2424.17	3141.08
少数股东损益	-19.95	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1261.87	1860.10	2424.17	3141.08
EBITDA	1543.86	2596.54	3320.62	4151.63
EPS (元)	1.53	2.26	2.94	3.81

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-9.73%	20.42%	20.07%	19.60%
营业利润	-36.20%	51.26%	33.29%	29.57%
归属母公司净利润	-36.08%	47.41%	30.32%	29.57%
毛利率	48.54%	52.36%	53.25%	54.14%
净利率	12.25%	15.00%	16.28%	17.63%
ROE	6.34%	8.64%	10.26%	11.92%
ROIC	4.99%	8.38%	9.97%	11.62%
资产负债率	29.00%	27.91%	28.68%	29.14%
净负债比率	-38.70%	-43.24%	-47.58%	-52.34%
流动比率	2.95	3.14	3.13	3.16
速动比率	2.06	2.29	2.29	2.33
总资产周转率	0.39	0.43	0.47	0.51
应收账款周转率	2.72	2.70	2.86	2.96
应付账款周转率	2.87	2.80	3.02	3.06
每股收益	1.53	2.26	2.94	3.81
每股经营现金	-0.75	2.65	2.92	3.81
每股净资产	24.15	26.11	28.67	31.99
P/E	81.44	55.25	42.39	32.72
P/B	5.16	4.78	4.35	3.90
EV/EBITDA	62.49	35.99	27.56	21.43
P/S	9.98	8.29	6.90	5.77

分析师承诺及简介

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。

程培，医药行业首席分析师。上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+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。

孟熙，新加坡国立大学数量金融硕士，2022年加入中国银河证券研究院，主要从事医药行业研究工作。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

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：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

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

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn