

联影医疗 (688271.SH) 国内市场蓄势待发，海外市场高歌猛进

2025年04月30日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

余汝意（分析师）

石启正（联系人）

yuruyi@kysec.cn

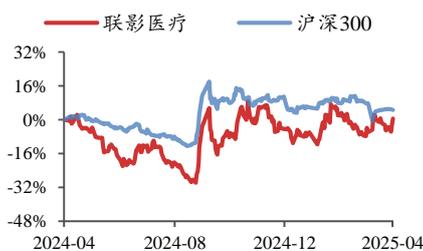
shiqizheng@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790125020004

日期	2025/4/30
当前股价(元)	132.90
一年最高最低(元)	152.00/92.00
总市值(亿元)	1,095.31
流通市值(亿元)	788.49
总股本(亿股)	8.24
流通股本(亿股)	5.93
近3个月换手率(%)	46.1

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《打破医学影像垄断格局，国内市占持续提升+海外装机快速放量驱动业绩强势增长——公司首次覆盖报告》
-2025.3.12

● **国内招采回暖，业绩有望快速放量，海外市场高歌猛进，维持“买入”评级**
2024年实现营业收入103.00亿元(yoy-9.73%)，归母净利润12.62亿元(yoy-36.09%)，扣非净利润10.10亿元(yoy-39.32%)。2025Q1实现营业收入24.78亿元(yoy+5.42%)，归母净利润3.70亿元(yoy+1.87%)，扣非净利润3.79亿元(yoy+26.09%)。分费用，销售费用率17.7% (+2.19pct)，管理费用率5.4% (+0.49pct)，研发费用率17.1% (+1.95pct)。2024年公司业绩下滑系国内设备更新政策滞后、高端新产品爬坡上量，研发及业务拓展投入加大。考虑到国内设备更新政策落地，院端招采回暖，2025Q1国内业绩边际改善显著，海外市场快速拓展，我们维持2025-2026年并新增2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为19.45/25.53/30.26亿元，EPS分别为2.36/3.10/3.67元，当前股价对应P/E分别为54.7/41.7/35.2倍，维持“买入”评级。

● **国内市场强势提升渗透率，海外市场高举高打业绩快速提升**

国内：2024年国内收入76.64亿元(yoy-19.43%)，在行业短期扰动下，公司国内市场份额逆势增长超3个百分点，高端设备市场占有率同比增长近5个百分点。产品市占率持续提升，核心影像设备头部地位稳固，影像产品(不含超声和DSA)综合新增市场占有率排名第一。**海外：**2024年海外收入22.20亿元(yoy+33.81%)，占总体营收比例达22%，业务覆盖超85个国家和地区，实现高端市场突破和新兴市场加速渗透并举。公司全线影像设备覆盖美国超过70%的州级行政区，高端装备进驻顶尖临床与科研机构；欧洲区域实现英法德意西全面破冰，累计覆盖超50%的国家；亚太区域进入印度市场5年以来，已覆盖印度超70%的地区，当地新增市场占有率一跃位居前三。

● **布局全产业链国产化生态，构建强抗风险能力的韧性供应链**

联影医疗沿产业链纵深构建“整机系统—核心部件—底层元器件”体系，构建全链国产化生态，已覆盖原材料层、元器件层到核心零部件层。目前在MR领域，已实现所有核心部件实现100%自主研发；CT领域公司已全面掌握球管、高压发生器、探测器、高速旋转机架、图像重建算法、高速重建平台等技术，其中2-5MHu球管实现全部自主研发及量产，8MHu以上球管研发样管已完成，推动量产落地。全链国产化不仅大幅提升产品竞争力，并构建起具有强抗风险能力的韧性供应链，为公司持续突破高端市场和新兴市场，提升国内外市场占有率奠定基础。

● **风险提示：**产品研发推进不及预期；市场推广不及预期；市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,411	10,300	12,046	14,117	17,013
YOY(%)	23.5	-9.7	17.0	17.2	20.5
归母净利润(百万元)	1,974	1,262	1,945	2,553	3,026
YOY(%)	19.2	-36.1	54.1	31.2	18.6
毛利率(%)	47.1	48.5	51.2	53.2	53.4
净利率(%)	17.3	12.3	16.1	18.1	17.8
ROE(%)	10.5	6.2	8.9	10.5	11.1
EPS(摊薄/元)	2.40	1.53	2.36	3.10	3.67
P/E(倍)	53.9	84.4	54.7	41.7	35.2
P/B(倍)	5.6	5.3	4.9	4.4	3.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20228	20894	22635	27069	31542
现金	7584	8400	9824	11513	13875
应收票据及应收账款	3233	4360	4520	5886	6655
其他应收款	80	137	117	181	178
预付账款	148	196	206	265	302
存货	3893	5528	5659	6927	8189
其他流动资产	5290	2272	2310	2296	2343
非流动资产	5108	7142	7457	7796	8355
长期投资	73	188	178	169	161
固定资产	2212	2944	3568	4141	4823
无形资产	953	1334	1306	1281	1253
其他非流动资产	1869	2677	2405	2205	2118
资产总计	25336	28036	30092	34865	39897
流动负债	5798	7076	7197	9521	11653
短期借款	9	557	1077	2279	4124
应付票据及应付账款	1919	2608	2408	3235	3543
其他流动负债	3870	3910	3712	4007	3986
非流动负债	657	1054	1054	1054	1054
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	657	1054	1054	1054	1054
负债合计	6455	8129	8251	10575	12707
少数股东权益	15	3	-8	-18	-28
股本	824	824	824	824	824
资本公积	13910	13947	13947	13947	13947
留存收益	4637	5596	7431	9811	12662
归属母公司股东权益	18866	19903	21848	24308	27218
负债和股东权益	25336	28036	30092	34865	39897

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	133	-619	1435	1106	1444
净利润	1978	1242	1934	2542	3016
折旧摊销	326	392	411	488	575
财务费用	-149	-112	-120	-141	-170
投资损失	-110	-98	-120	-150	-142
营运资金变动	-2275	-2305	-720	-1693	-1904
其他经营现金流	363	263	50	60	70
投资活动现金流	-1565	-1244	-596	-667	-982
资本支出	1076	1946	735	837	1142
长期投资	-589	602	9	9	9
其他投资现金流	100	99	130	160	152
筹资活动现金流	-662	199	66	48	54
短期借款	-6	548	519	1202	1845
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	45	37	0	0	0
其他筹资现金流	-701	-386	-453	-1154	-1791
现金净增加额	-2095	-1663	905	487	517

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11411	10300	12046	14117	17013
营业成本	6039	5300	5873	6608	7936
营业税金及附加	69	57	66	78	94
营业费用	1609	1823	2108	2400	2892
管理费用	561	556	602	706	851
研发费用	1729	1761	1988	2372	2858
财务费用	-149	-112	-120	-141	-170
资产减值损失	-43	14	15	15	30
其他收益	586	444	490	560	630
公允价值变动收益	-6	37	10	10	10
投资净收益	110	98	120	150	142
资产处置收益	0	-1	0	0	0
营业利润	2142	1366	2104	2761	3285
营业外收入	11	6	8	13	4
营业外支出	10	20	10	10	10
利润总额	2142	1352	2103	2763	3279
所得税	164	110	168	221	262
净利润	1978	1242	1934	2542	3016
少数股东损益	3	-20	-11	-10	-10
归属母公司净利润	1974	1262	1945	2553	3026
EBITDA	2241	1525	2307	3051	3684
EPS(元)	2.40	1.53	2.36	3.10	3.67

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	23.5	-9.7	17.0	17.2	20.5
营业利润(%)	11.1	-36.2	54.0	31.2	19.0
归属于母公司净利润(%)	19.2	-36.1	54.1	31.2	18.6
获利能力					
毛利率(%)	47.1	48.5	51.2	53.2	53.4
净利率(%)	17.3	12.3	16.1	18.1	17.8
ROE(%)	10.5	6.2	8.9	10.5	11.1
ROIC(%)	9.1	4.9	7.3	8.6	8.9
偿债能力					
资产负债率(%)	25.5	29.0	27.4	30.3	31.8
净负债比率(%)	-37.0	-34.3	-35.7	-34.1	-32.3
流动比率	3.5	3.0	3.1	2.8	2.7
速动比率	2.7	2.1	2.3	2.0	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	4.4	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	3.5	2.9	2.9	2.9	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.40	1.53	2.36	3.10	3.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	-0.75	1.74	1.34	1.75
每股净资产(最新摊薄)	22.89	24.15	26.51	29.49	33.03
估值比率					
P/E	53.9	84.4	54.7	41.7	35.2
P/B	5.6	5.3	4.9	4.4	3.9
EV/EBITDA	42.2	64.2	42.0	31.6	26.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn