

海外业务快速拓展，静待市场需求释放

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-03

主要观点：

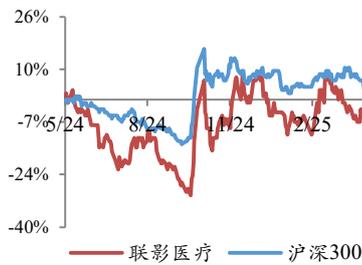
● 事件：

收盘价 (元)	132.90
近 12 个月最高/最低 (元)	152.00/92.00
总股本 (百万股)	824
流通股本 (百万股)	593
流通股比例 (%)	71.99
总市值 (亿元)	1,095
流通市值 (亿元)	788

公司发布 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告，2024 年公司实现营业收入 103.00 亿元 (yoy-9.73%)，归母净利润 12.62 亿元 (yoy-36.09%)，扣非归母净利润 10.10 亿元 (yoy-39.32%)。

2024Q4 单季度实现营业收入 33.46 亿元 (yoy-15.90%)，归母净利润 5.91 亿元 (yoy-35.09%)，扣非归母净利润 5.46 亿元 (yoy-34.67%)。2025Q1 单季度实现收入 24.78 亿元 (yoy+5.42%)，归母净利润 3.70 亿元 (yoy+1.87%)，扣非归母净利润 3.79 亿元 (yoy+26.09%)。

公司价格与沪深 300 走势比较



● 点评

● 国内市场业绩承压，海外市场积极拓展，盈利能力稳步提升

受国内设备更新政策落地节奏的影响，行业整体规模同比有较大收缩，RT 业务线逆势增长。按照产品线拆分，2024 年公司 CT 业务线设备销售收入 30.48 亿元 (yoy-25.03%)，MR 业务线设备销售收入 31.92 亿元 (yoy-2.66%)，MI 业务线设备销售收入 12.99 亿元 (yoy-16.31%)，XR 业务线设备销售收入 5.87 亿元 (yoy-22.80%)，RT 业务线设备销售收入 3.19 亿元 (yoy-14.93%)。

公司深耕国内市场的同时，积极拓展海外新兴市场，截至 2024 年 12 月 31 日，公司已在美国、英国、新加坡、日本、韩国、澳大利亚、新西兰、南非等全球多个国家及地区建立销售网络，公司产品已成功进驻美国、日本、韩国等 85 个国家和地区。2024 年，公司实现境内市场收入 76.64 亿元，同比减少 19.43%，毛利率 50.10%，同比提升 1.37pct；境外市场收入 22.20 亿元，同比增长 33.81%，毛利率 47.01%，同比提升 6.21pct。

● 影像技术破界，诊疗全域革新，持续夯实自主创新核心驱动力

2024 年公司研发投入 22.61 亿元，研发投入占比达 21.95%，研发人员超 3200 名，研发人员占比 40.02%，累计专利申请量突破 9,300 项，其中发明专利申请超过 80%，累计专利授权超 4,600 项，覆盖“核心部件-整机系统-智能平台”的全技术链，现已形成“研发-转化-商业化”的闭环创新体系。

在各业务领域，公司自主技术成果不断涌现：MR 领域，已实现超导磁体/梯度、射频/谱仪、射频/梯度功率放大器、序列/重建/临床应用、系统集成的全面自主可控，所有核心部件实现 100% 自主研发，整体技术水平国际领跑；CT 领域，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，其中高压发生器已实现从 42KW 到 100kW 高中低配置的全部自主研发；2-

分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

联系人：刘洪飞

执业证书号：S0010123080001

邮箱：liuhongfei@hazq.com

相关报告

- 【华安医药】公司点评联影医疗：业绩短期承压，静待招采复苏 2024-11-05
- 【华安医药】公司深度联影医疗：国产医疗影像设备先驱，创新引领志在全球发展 20240910 2024-09-19

5MHu 球管已实现全部自主研发及量产；8MHu 以上球管研发样管已完成，正持续优化工艺提升良品率；MI 领域，PET 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，并全面掌握探测器芯片与 PET 专用晶体技术，全球领先；RT 领域，从放疗核心部件(如加速管、多叶光栅、全固态高压调制器等)，到放疗软件系统 (TPS 放射治疗计划系统、PWS 放射治疗轮廓勾画系统、OIS 放疗信息化系统、QA 放射治疗质控系统)，已形成贯穿“核心部件到软硬一体”全链条自主可控创新解决方案；DXR 领域，公司基于全链条自主研发的高压发生器等核心部件，结合行业领先的图像重建算法，构建了完全自主知识产权的 XR 技术体系；IXR 领域，依托自主研发的高压发生器、多自由度机架、高精度复杂机电控制系统等核心部件，深度融合图像重建算法，打造系统化 DSA 解决方案，大幅提升产品竞争力的同时也构建起具有强抗风险能力的韧性供应链。

● **投资建议：维持“买入”评级**

我们增加公司 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司收入分别为 121.64/144.88/176.12 亿元，收入增速分别为 18.1%、19.1%、21.6%，2025-2027 年归母净利润分别实现 18.02/24.08/32.59 亿元，增速分别为 42.8%、33.6%、35.3%，2025-2027 年 EPS 预计分别为 2.19/2.92/3.95 元，对应 2025-2027 年的 PE 分别为 61x/45x/34x，鉴于公司为国产医疗影像设备领军企业，产品竞争力强，研发壁垒高，维持“买入”评级。

● **风险提示**

集中采购政策风险；经销模式下的业务合作风险；国际化经营及业务拓展风险；贸易摩擦及地缘政治风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10300	12164	14488	17612
收入同比 (%)	-9.7%	18.1%	19.1%	21.6%
归属母公司净利润	1262	1802	2408	3259
净利润同比 (%)	-36.1%	42.8%	33.6%	35.3%
毛利率 (%)	48.5%	50.2%	51.3%	52.3%
ROE (%)	6.3%	8.4%	10.2%	12.3%
每股收益 (元)	1.54	2.19	2.92	3.95
P/E	82.08	60.78	45.48	33.61
P/B	5.23	5.10	4.65	4.15
EV/EBITDA	62.49	41.61	32.58	24.64

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20894	22427	25555	29956	营业收入	10300	12164	14488	17612
现金	8400	12662	14473	17119	营业成本	5300	6055	7056	8399
应收账款	4359	3037	3642	4378	营业税金及附加	57	79	91	106
其他应收款	137	102	122	150	销售费用	1823	1849	2188	2642
预付账款	196	190	215	261	管理费用	556	633	753	881
存货	5528	4107	4755	5671	财务费用	-112	-142	-227	-263
其他流动资产	2273	2330	2348	2377	资产减值损失	14	0	0	0
非流动资产	7142	7347	7391	7424	公允价值变动收益	37	0	0	0
长期投资	188	188	188	188	投资净收益	98	12	29	35
固定资产	2944	2944	2936	2919	营业利润	1366	2095	2757	3594
无形资产	1004	1076	1134	1200	营业外收入	6	2	2	10
其他非流动资产	3006	3139	3133	3117	营业外支出	20	20	20	5
资产总计	28036	29774	32946	37380	利润总额	1352	2077	2739	3599
流动负债	7076	7237	8311	9930	所得税	110	270	329	360
短期借款	557	557	557	556	净利润	1242	1807	2410	3239
应付账款	2088	1912	2180	2626	少数股东损益	-20	5	2	-20
其他流动负债	4430	4768	5573	6748	归属母公司净利润	1262	1802	2408	3259
非流动负债	1054	1047	1047	1047	EBITDA	1544	2344	2939	3777
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.54	2.19	2.92	3.95
其他非流动负债	1054	1047	1047	1047					
负债合计	8129	8284	9359	10977					
少数股东权益	3	8	10	-10					
股本	824	824	824	824					
资本公积	13947	13961	13961	13961					
留存收益	5132	6697	8792	11628					
归属母公司股东权	19903	21482	23577	26413					
负债和股东权益	28036	29774	32946	37380					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-619	5186	2610	3532
净利润	1242	1807	2410	3239
折旧摊销	424	408	426	442
财务费用	-21	26	26	26
投资损失	-98	-12	-29	-35
营运资金变动	-2221	2920	-243	-135
其他经营现金流	3518	-1077	2671	3368
投资活动现金流	-1244	-645	-459	-434
资本支出	-1946	-662	-488	-470
长期投资	592	0	0	0
其他投资现金流	109	17	29	35
筹资活动现金流	199	-279	-339	-451
短期借款	548	0	0	-2
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	37	13	0	0
其他筹资现金流	-386	-292	-339	-450
现金净增加额	-1663	4262	1811	2647

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-9.7%	18.1%	19.1%	21.6%
营业利润	-36.2%	53.3%	31.6%	30.3%
归属于母公司净利	-36.1%	42.8%	33.6%	35.3%
获利能力				
毛利率 (%)	48.5%	50.2%	51.3%	52.3%
净利率 (%)	12.3%	14.8%	16.6%	18.5%
ROE (%)	6.3%	8.4%	10.2%	12.3%
ROIC (%)	5.0%	7.6%	9.1%	11.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	29.0%	27.8%	28.4%	29.4%
净负债比率 (%)	40.8%	38.6%	39.7%	41.6%
流动比率	2.95	3.10	3.07	3.02
速动比率	2.06	2.42	2.40	2.35
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.42	0.46	0.50
应收账款周转率	2.72	3.29	4.34	4.39
应付账款周转率	2.87	3.03	3.45	3.50
每股指标 (元)				
每股收益	1.54	2.19	2.92	3.95
每股经营现金流	-0.75	6.29	3.17	4.29
每股净资产	24.15	26.07	28.61	32.05
估值比率				
P/E	82.08	60.78	45.48	33.61
P/B	5.23	5.10	4.65	4.15
EV/EBITDA	62.49	41.61	32.58	24.64

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师: 李婵, 医药行业研究员, 主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

联系人: 刘洪飞, 医药行业研究员, 华中科技大学生物信息学本科、中国人民大学经济学硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。