

公司研究

25Q1 恢复增长，海外业务持续拓展

——联影医疗（688271.SH）2024 年报和 2025 年一季报点评

要点

事件：

公司发布 24 年年报和 25 年一季报：24 年实现营业收入 103.00 亿元，同比减少 9.7%；归母净利润 12.62 亿元，同比减少 36.1%；扣非归母净利润为 10.10 亿元，同比减少 39.3%。25Q1：实现营业收入 24.78 亿元，同比增长 5.4%，实现归母净利润 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 26.1%。业绩符合市场预期。

点评：

行业变化拖累设备销售，维保业务快速增长：受国内设备更新政策落地节奏影响，公司 24 年设备收入达到 84.40 亿元，同比减少 14.93%，分业务线收入看，CT 业务线 30.48 亿元，同比减少 25.03%；MR 业务线 31.92 亿元，同比减少 2.66%；MI 业务线 12.99 亿元，同比减少 16.31%；XR 业务线 5.87 亿元，同比减少 22.80%；RT 业务线 3.19 亿元，同比增长 18.05%；公司 24 年提供维修服务收入 13.56 亿元，同比增长 26.80%。

研发投入持续强劲，国际业务发展迅速。公司 24 年研发投入 22.61 亿元，占收入比重达 21.95%。公司产品性能国际领先，助力高效医疗服务体系打造。24 年公司战略性创新产品相继推出，uLinacHalosTx 精准放疗系统、uMR Max 新一代 3.0T 磁共振、uAngio AVIVA 智能悬吊 DSA 等新品重磅发布。公司在重点国家已建立起立体的营销网络和完善的售后服务体系，24 年公司境外收入 22.20 亿元，同比增长 33.81%，收入占比 22.46%。公司以中高端产品开路，高举高打拓宽国际化市场，未来有望引领全球医学影像设备创新浪潮。

盈利预测、估值与评级：公司是国内医学影像设备龙头，持续研发投入和技术创新，具备全球竞争力，综合考虑费用投入、设备更新换代政策推进等因素，我们下调 2025~2026 年归母净利润预测至 19.66/22.81 亿元（较前次预测分别下调 33.9%/39.5%），新增 27 年归母净利润预测为 28.17 亿元。考虑到公司的装机量攀升、在研产品梯队有序，维持“买入”评级。

风险提示：需求回落风险、供应链风险、市场竞争加剧风险、研发进度不及预期风险、新股股价波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,411	10,300	11,863	14,286	17,390
营业收入增长率	23.52%	-9.73%	15.17%	20.43%	21.73%
归母净利润（百万元）	1,974	1,262	1,966	2,281	2,817
归母净利润增长率	19.21%	-36.08%	55.82%	16.03%	23.47%
EPS（元）	2.40	1.53	2.39	2.77	3.42
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.46%	6.34%	12.12%	9.62%	10.67%
P/E	55	87	56	48	39

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

买入（维持）

当前价：132.90 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebsecn.com

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001

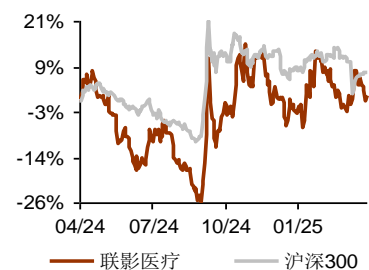
021-52523697

wujiqing@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.24
总市值(亿元):	1095.31
一年最低/最高(元):	91.91/151.86
近 3 月换手率:	33.19%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.51	14.45	-2.05
绝对	4.50	13.80	1.03

资料来源：Wind

相关研报

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,411	10,300	11,863	14,286	17,390
营业成本	5,879	5,300	6,026	7,252	8,814
折旧和摊销	314	380	345	427	500
税金及附加	69	57	95	100	122
销售费用	1,770	1,823	1,779	2,143	2,609
管理费用	561	556	534	643	783
研发费用	1,729	1,761	2,017	2,400	2,869
财务费用	-149	-112	-13	-14	-15
投资收益	110	98	98	98	98
营业利润	2,142	1,366	2,176	2,575	3,176
利润总额	2,142	1,352	2,162	2,561	3,162
所得税	164	110	176	256	316
净利润	1,978	1,242	1,986	2,304	2,845
少数股东损益	3	-20	20	23	28
归属母公司净利润	1,974	1,262	1,966	2,281	2,817
EPS(元)	2.40	1.53	2.39	2.77	3.42

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	133	-619	608	1,798	1,295
净利润	1,974	1,262	1,966	2,281	2,817
折旧摊销	314	380	345	427	500
净营运资金增加	3,235	1,688	2,645	2,271	3,798
其他	-5,390	-3,948	-4,348	-3,181	-5,819
投资活动产生现金流	-1,565	-1,244	-673	-977	-952
净资本支出	-1,076	-1,946	-671	-1,000	-1,000
长期投资变化	73	188	0	0	0
其他资产变化	-563	514	-3	23	48
融资活动现金流	-662	199	-928	344	1,519
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	29	-57	-612	435	1,627
无息负债变化	-305	1,123	79	935	1,061
净现金流	-2,095	-1,663	-994	1,165	1,863

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	48.5%	48.5%	49.2%	49.2%	49.3%
EBITDA 率	20.7%	15.8%	20.3%	20.2%	20.5%
EBIT 率	17.8%	12.0%	17.4%	17.2%	17.6%
税前净利润率	18.8%	13.1%	18.2%	17.9%	18.2%
归母净利润率	17.3%	12.3%	16.6%	16.0%	16.2%
ROA	7.8%	4.4%	6.8%	7.0%	7.5%
ROE (摊薄)	10.5%	6.3%	12.1%	9.6%	10.7%
经营性 ROIC	14.3%	7.0%	9.8%	9.9%	10.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	25%	29%	26%	27%	31%
流动比率	3.49	2.95	3.27	3.08	2.76
速动比率	2.82	2.17	2.33	2.13	1.90
归母权益/有息债务	310.82	32.52	-	54.48	12.81
有形资产/有息债务	393.52	42.77	-	70.15	17.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	25,336	28,036	29,159	32,728	38,139
货币资金	7,584	8,400	7,406	8,572	10,434
交易性金融资产	4,919	1,706	1,706	1,706	1,706
应收账款	3,228	4,359	5,338	5,714	6,956
应收票据	5	1	0	0	0
其他应收款 (合计)	80	137	237	286	348
存货	3,893	5,528	6,285	7,564	9,194
其他流动资产	111	225	225	225	225
流动资产合计	20,228	20,894	21,729	24,647	29,506
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	73	188	188	188	188
固定资产	2,212	2,944	3,368	3,708	3,978
在建工程	850	1,770	1,590	1,455	1,354
无形资产	828	1,004	1,379	1,716	2,019
商誉	22	22	22	22	22
其他非流动资产	165	97	97	97	97
非流动资产合计	5,108	7,142	7,429	8,081	8,633
总负债	6,455	8,129	7,596	8,966	11,654
短期借款	9	557	0	435	2,062
应付账款	1,600	2,088	2,374	2,856	3,472
应付票据	319	520	591	711	865
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	152	134	134	134	134
流动负债合计	5,798	7,076	6,637	8,007	10,695
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	531	958	958	958	958
非流动负债合计	657	1,054	960	960	960
股东权益	18,881	19,906	21,563	23,762	26,485
股本	824	824	824	824	824
公积金	14,322	14,360	1,696	1,696	1,696
未分配利润	4,225	5,184	7,084	9,260	11,954
归属母公司权益	18,866	19,903	21,540	23,716	26,410
少数股东权益	15	3	23	46	74

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	15.51%	17.70%	15.00%	15.00%	15.00%
管理费用率	4.91%	5.40%	4.50%	4.50%	4.50%
财务费用率	-1.30%	-1.09%	-0.11%	-0.10%	-0.08%
研发费用率	15.15%	17.10%	17.00%	16.80%	16.50%
所得税率	8%	8%	8%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.25	0.08	0.13	0.15	0.18
每股经营现金流	0.16	-0.75	0.74	2.18	1.57
每股净资产	22.89	24.15	19.69	28.78	32.05
每股销售收入	13.85	12.50	14.39	17.33	21.10

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	55	87	56	48	39
PB	5.8	5.5	6.8	4.6	4.1
EV/EBITDA	44.3	65.8	44.6	37.4	30.8
股息率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP