2025 年 05 月 04 日

海外快速增长，国内市占率稳步提升

联影医疗(688271)

事件概述

公司发布 2024 年报和 2025 年一季报，2024 年公司实现营业收入 103.00 亿元，同比下滑 9.73%；归母净利润 12.62 亿元，同比下滑 36.09%；扣非归母净利润 10.10 亿元，同比下滑 39.32%)。

2025Q1 公司实现收入 24.78 亿元，同比增长 5.42%；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 26.09%。

▶ 设备收入短期承压，维保业务表现亮眼

2024 年，公司设备业务收入 84.45 亿元（-14.93%），其中 CT 收入 30.48 亿元（-25.03%），MR 收入 31.92 亿元（-2.66%），MI 收入 12.99 亿元（-16.31%），XR 收入 5.87 亿元（-22.80%），RT 收入 3.19 亿元（+18.05%）。维修服务业务实现收入 13.56 亿元（+26.80%），软件收入 0.83 亿（-52.32%）。

▶ 国内市占率稳步提升，海外快速增长

2024 年公司国内收入 76.64 亿元（-19.43%），在市场需求释放阶段性错配下，公司凭借差异化竞争策略实现结构性突破，中国业务增量份额持续提升，整体业务新增份额同比增长超 3 个百分点，其中高端产品矩阵贡献近 5 个百分点的结构性增长。核心产品线呈现梯度突破态势——超高端 CT（256 排及以上）跨越 20%市占率分水岭，3.0T、5.0T 磁共振以技术代差维持市场优势，放疗装备则以近 8 个百分点增幅实现高端放疗设备市场的位次重构，标志着国产高端医疗装备的实质性破局。2024 年海外收入 22.66 亿元（+35.07%），占总体营收比例达 22%。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；欧洲区域完成英、法、德、意、西五大西欧经济体商业化布局，覆盖欧盟半数以上国家；新兴区域中在印度公司数字化 PET/CT 与 1.5T 磁共振分列印度新增市场占有率第一，综合产品新增市场占有率排名第二；成功开辟土耳其、墨西哥、巴西等战略新兴市场并完成多台设备装机，其中与巴西头部医疗集团构建的深度合作生态，也将强化拉丁美洲区域的辐射能力，同步推进的中东、非洲及东南亚市场布局。

▶ 持续强化研发布局，构建韧性供应链

2024 年公司研发投入 22.61 亿，营收占比 21.95%。公司沿产业链纵深构建“整机系统—核心部件—底层元器件”三级技术攻坚体系与创新生态，逐步建立起涵盖磁体、射频和功率放大器、球管、高压发生器及探测器等核心零部件在内的完整自研体系。目前在 MR 领域，已实现所有核心部件实现 100%自主研

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	132.9
股票代码：	688271
52 周最高价/最低价：	152.0/92.0
总市值(亿)	1,095.31
自由流通市值(亿)	788.49
自由流通股数(百万)	593.30

分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

分析师：王睿
邮箱：wangrui5@hx168.com.cn
SAC NO：S1120521070002
联系电话：

相关研究

1.【华西医药】联影医疗（688271）点评：各业务线蓬勃发展，海外高速增长
2024.05.06

2.【华西医药】联影医疗点评：业绩稳健增长，高端市场持续扩容
2023.10.30

3.【华西医药】联影医疗点评：业绩快速增长，中高端占比持续提升
2023.08.20

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。截至 24 年底，公司累计推出超过 140 款创新产品，其中 49 款通过 FDA 注册许可，3.0T 磁共振 uMRSagitta、96 环光导 PET/CT、uMIPanvivo 等重磅产品持续夯实公司在行业领先地位。

投资建议

我们调整盈利预测，预计 2025-2027 实现营业收入分别为 120.65/143.33/170.98 亿元（原预测 167.99/213.21/NA 亿元），归母净利润分别为 18.39/22.99/27.28 亿元（原预测 28.95/37.25/NA 亿元），对应每股收益分别为 2.23/2.79/3.31 元（原预测 3.51/4.52/NA 元），对应 2025 年 4 月 30 日 132.9 元的收盘价，PE 分别为 60/48/40 倍，维持“买入”评级。

风险提示

地缘政治风险，核心部件缺货或成本上升风险，销售不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,411	10,300	12,065	14,333	17,098
YoY（%）	23.5%	-9.7%	17.1%	18.8%	19.3%
归母净利润(百万元)	1,974	1,262	1,839	2,299	2,728
YoY（%）	19.2%	-36.1%	45.8%	25.0%	18.7%
毛利率（%）	47.1%	48.5%	48.6%	48.7%	48.9%
每股收益（元）	2.40	1.54	2.23	2.79	3.31
ROE	10.5%	6.3%	8.4%	9.5%	10.1%
市盈率	55.38	86.30	59.55	47.65	40.15

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,300	12,065	14,333	17,098
YoY(%)	-9.7%	17.1%	18.8%	19.3%
营业成本	5,300	6,204	7,359	8,739
营业税金及附加	57	63	81	93
销售费用	1,823	1,991	2,365	2,736
管理费用	556	603	688	769
财务费用	-112	-70	-109	-109
研发费用	1,761	1,991	2,365	2,821
资产减值损失	14	-50	-60	-70
投资收益	98	83	124	143
营业利润	1,366	2,039	2,508	2,975
营业外收支	-15	-9	-10	-10
利润总额	1,352	2,030	2,498	2,965
所得税	110	202	214	263
净利润	1,242	1,828	2,283	2,702
归属于母公司净利润	1,262	1,839	2,299	2,728
YoY(%)	-36.1%	45.8%	25.0%	18.7%
每股收益	1.54	2.23	2.79	3.31

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,400	10,924	10,907	11,317
预付款项	196	213	235	300
存货	5,528	4,990	6,114	7,802
其他流动资产	6,770	6,148	7,306	8,615
流动资产合计	20,894	22,275	24,561	28,034
长期股权投资	188	236	301	377
固定资产	2,944	3,134	3,373	3,674
无形资产	1,004	1,137	1,229	1,362
非流动资产合计	7,142	8,229	9,335	10,578
资产合计	28,036	30,504	33,896	38,612
短期借款	557	562	567	572
应付账款及票据	2,608	2,625	3,025	3,863
其他流动负债	3,910	4,473	5,119	6,219
流动负债合计	7,076	7,661	8,711	10,655
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,054	1,047	1,047	1,047
非流动负债合计	1,054	1,047	1,047	1,047
负债合计	8,129	8,708	9,758	11,702
股本	824	824	824	824
少数股东权益	3	-8	-23	-49
股东权益合计	19,906	21,795	24,138	26,910
负债和股东权益合计	28,036	30,504	33,896	38,612

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,242	1,828	2,283	2,702
折旧和摊销	424	425	464	490
营运资金变动	-2,221	1,754	-1,259	-1,124
经营活动现金流	-619	4,012	1,446	2,017
资本开支	-1,946	-1,502	-1,517	-1,667
投资	592	-48	-65	-76
投资活动现金流	-1,244	-1,463	-1,457	-1,600
股权募资	94	13	0	0
债务募资	546	-17	5	5
筹资活动现金流	199	-25	-6	-6
现金净流量	-1,663	2,524	-17	410

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	-9.7%	17.1%	18.8%	19.3%
净利润增长率	-36.1%	45.8%	25.0%	18.7%
盈利能力				
毛利率	48.5%	48.6%	48.7%	48.9%
净利润率	12.3%	15.2%	16.0%	16.0%
总资产收益率 ROA	4.5%	6.0%	6.8%	7.1%
净资产收益率 ROE	6.3%	8.4%	9.5%	10.1%
偿债能力				
流动比率	2.95	2.91	2.82	2.63
速动比率	**2.06**	**2.15**	**2.02**	**1.81**
现金比率	1.19	1.43	1.25	1.06
资产负债率	29.0%	28.5%	28.8%	30.3%
经营效率				
总资产周转率	0.39	0.41	0.45	0.47
每股指标（元）				
每股收益	1.54	2.23	2.79	3.31
每股净资产	24.15	26.45	29.32	32.71
每股经营现金流	-0.75	4.87	1.75	2.45
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	86.30	59.55	47.65	40.15
PB	5.23	5.02	4.53	4.06

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。