

联影医疗（688271.SH）

国内招投标回暖，海外业务加速拓展

优于大市

核心观点

2024 年受医疗设备招投标延缓影响业绩承压，25Q1 随市场回暖业绩同比复苏。2024 年公司实现营收 103.00 亿元（-9.73%），归母净利润 12.62 亿元（-36.08%），扣非归母净利润 10.10 亿元（-39.32%），其中 24Q4 单季营收 33.46 亿元（-15.90%），归母净利润 5.91 亿元（-35.09%），扣非归母净利润 5.46 亿元（-34.67%），2024 年业绩有所承压，主要系医疗设备行业整顿与设备更新政策节奏影响，一定程度上延缓了市场招投标活动，市场需求出现暂时性积压。2025 年一季度营收 24.78 亿元（+5.42%），归母净利润 3.70 亿元（+1.87%），扣非归母净利润 3.79 亿元（+26.09%），随着招投标市场回暖，业绩实现同比复苏。

分产品线看，2024 年设备销售收入 84.45 亿元（-14.9%），其中 CT/MR/MI/XR/RT 产品线收入分别同比-25%/-3%/-16%/-23%/+18%，RT 业务实现逆势增长；维修服务业务快速增长，实现收入 13.56 亿元（+26.8%），主要得益于终端装机量的持续提升。

国内市场承压，海外市场增速亮眼。分地区看，公司 2024 年国内市场实现收入 76.6 亿元（-21.3%），主要系受行业整顿和设备更新政策落地时间较长的影响有所承压；海外市场收入 22.2 亿元（+32.3%），增速亮眼，收入占比持续提升至 21.6%（+6.9pp），主要系技术创新和产品多样化增强了公司在全球市场的竞争力，促进了订单达成率和转化率。

毛利率稳定，费用率有所提升。2024 年公司毛利率 48.54%（+0.06pp），基本维持稳定。销售费用率 17.70%（+2.19pp），管理费用率 5.40%（+0.48pp），研发费用率 17.10%（+1.95pp），财务费用率-1.09%（+0.21pp），四费率 39.11%（+4.84pp），销售、研发费用率提升较多，主要系持续加大研发投入以及海外业务拓展。

投资建议：国内招投标回暖带动业绩复苏，全球化战略成效显著。考虑行业整顿以及设备更新政策落地节奏导致招投标延缓的影响，下调 2025、2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年营收 120.4/137.7/155.3 亿元（原 2025、2026 年为 131.6/157.3 亿元），同比增速 16.9%/14.4%/12.8%，归母净利润 17.0/20.8/23.3 亿元（原 2025、2026 年为 23.0/28.1 亿元），同比增速 34.9%/22.0%/12.0%，当前股价对应 PE=64/53/47x，维持“优于大市”评级。

风险提示：研发失败风险；招投标进度不及预期；汇率波动风险；地缘政治风险。

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：彭思宇 0755-81982723
cnpengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

联系人：凌珑
021-60375401
linglong@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市（维持）
合理估值
收盘价 134.25 元
总市值/流通市值 110643/79650 百万元
52 周最高价/最低价 152.00/92.00 元
近 3 个月日均成交额 597.87 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《联影医疗（688271.SH）-招投标放缓致业绩短期承压，海外保持快速增长》——2024-11-07
《联影医疗（688271.SH）——2024 年中报点评：国内销售短暂承压，海外市场增速亮眼》——2024-09-13
《联影医疗（688271.SH）-业绩增长显韧性，国际市场持续开拓》——2024-05-15

盈利预测和财务指标

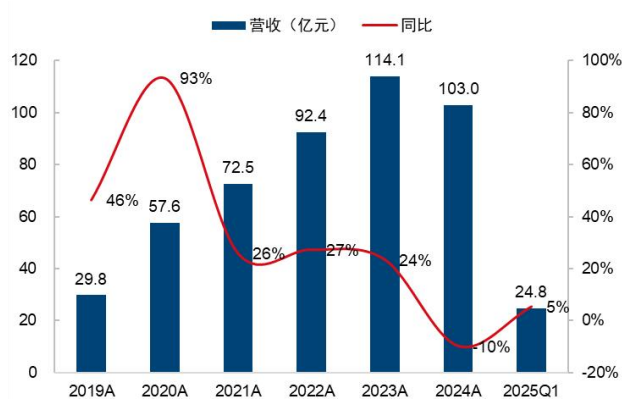
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,411	10,300	12,039	13,768	15,528
(+/-%)	23.5%	-9.7%	16.9%	14.4%	12.8%
净利润(百万元)	1,974	1,262	1,703	2,077	2,327
(+/-%)	19.2%	-36.1%	34.9%	22.0%	12.0%
每股收益(元)	2.40	1.53	2.07	2.52	2.82
EBIT Margin	12.3%	7.8%	11.5%	12.3%	13.2%
净资产收益率 (ROE)	10.5%	6.3%	7.9%	9.0%	9.3%
市盈率 (PE)	55.5	86.8	64.3	52.7	47.1
EV/EBITDA	67.5	99.5	64.7	51.7	43.6
市净率 (PB)	5.81	5.50	5.11	4.72	4.36

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2024 年受医疗设备招投标延缓影响业绩承压，25Q1 随市场回暖业绩同比复苏。2024 年公司实现营收 103.00 亿元（-9.73%），归母净利润 12.62 亿元（-36.08%），扣非归母净利润 10.10 亿元（-39.32%），其中 24Q4 单季营收 33.46 亿元（-15.90%），归母净利润 5.91 亿元（-35.09%），扣非归母净利润 5.46 亿元（-34.67%），2024 年业绩有所承压，主要系医疗设备行业整顿与设备更新政策节奏影响，一定程度上延缓了市场招投标活动，市场需求出现暂时性积压。2025 年一季度营收 24.78 亿元（+5.42%），归母净利润 3.70 亿元（+1.87%），扣非归母净利润 3.79 亿元（+26.09%），随着招投标市场回暖，业绩实现同比复苏。

图1：联影医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



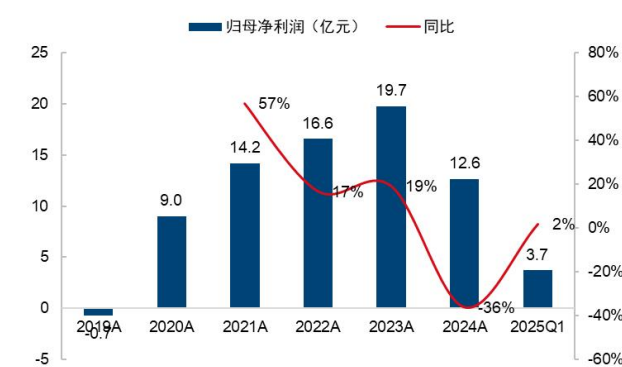
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：联影医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：联影医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：联影医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分产品线看，2024 年设备销售收入 84.45 亿元（-14.9%），其中 CT/MR/MI/XR/RT 产品线收入分别同比-25%/-3%/-16%/-23%/+18%，RT 业务实现逆势增长；维修服务业务快速增长，实现收入 13.56 亿元（+26.8%），收入占比达 13.2%（+3.8pp），主要得益于终端装机量的持续提升。

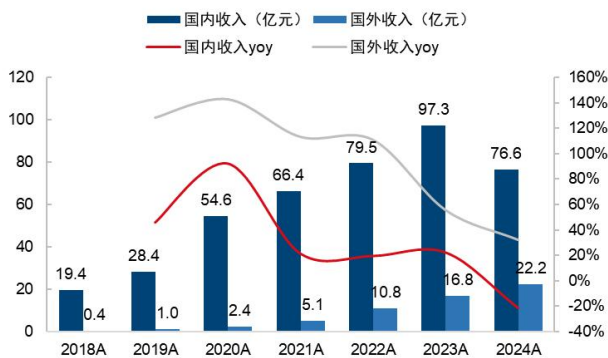
表1: 联影医疗分产品线拆分 (亿元)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
设备销售						
收入	26.10	52.51	66.24	81.97	99.27	84.45
YOY	40.4%	101.2%	26.1%	23.8%	21.1%	-14.9%
毛利率	43.2%	49.0%	49.9%	48.5%	47.8%	47.1%
CT 系列						
收入	10.17	25.72	34.21	37.72	40.66	30.48
YOY	31.4%	152.8%	33.0%	10.3%	7.8%	-25.0%
MR 系列						
收入	9.10	12.32	15.29	20.69	32.79	31.92
YOY	39.0%	35.3%	24.1%	35.3%	58.5%	-2.7%
MI 系列						
收入	3.10	5.76	10.40	15.32	15.52	12.99
YOY	125.2%	86.1%	80.5%	47.2%	1.4%	-16.3%
XR 系列						
收入	3.63	8.24	4.94	5.72	7.60	5.87
YOY	24.3%	126.6%	-40.1%	15.9%	32.8%	-22.8%
RT 系列						
收入	0.09	0.47	1.40	2.52	2.70	3.19
YOY		422.2%	195.8%	80.6%	6.9%	18.1%
提供维修服务						
收入	1.65	2.84	4.39	7.49	10.69	13.56
YOY	173.2%	72.3%	54.9%	70.4%	42.8%	26.8%
毛利率	31.7%	51.4%	48.2%	55.8%	61.7%	63.4%
软件						
收入			0.84	0.78	1.74	0.83
YOY				-7.8%	124.9%	-52.3%
毛利率			46.6%	25.5%	38.4%	59.3%
营收合计	29.79	57.61	72.54	92.38	114.11	103.00
YOY	46.4%	93.4%	25.9%	27.4%	23.5%	-9.7%
毛利率	41.8%	48.6%	49.4%	48.4%	48.5%	48.5%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

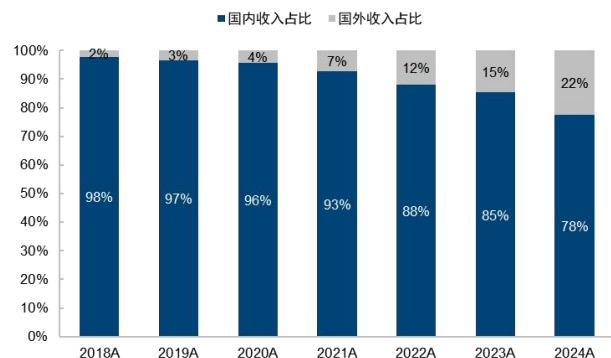
国内市场承压, 海外市场增速亮眼。分地区看, 公司 2024 年国内市场实现收入 76.6 亿元 (-21.3%), 主要系受行业整顿和设备更新政策落地时间较长的影响有所承压; 海外市场收入 22.2 亿元 (+32.3%), 增速亮眼, 收入占比持续提升至 21.6% (+6.9pp), 主要系技术创新和产品多样化增强了公司在全球市场的竞争力, 促进了订单达成率和转化率。

图5: 联影医疗国内外收入情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

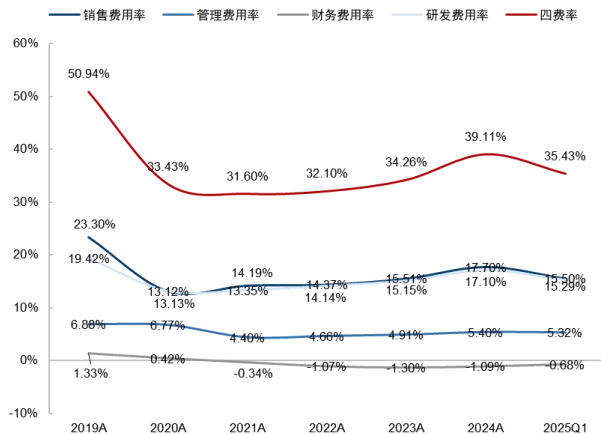
图6: 联影医疗国内外收入占比情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

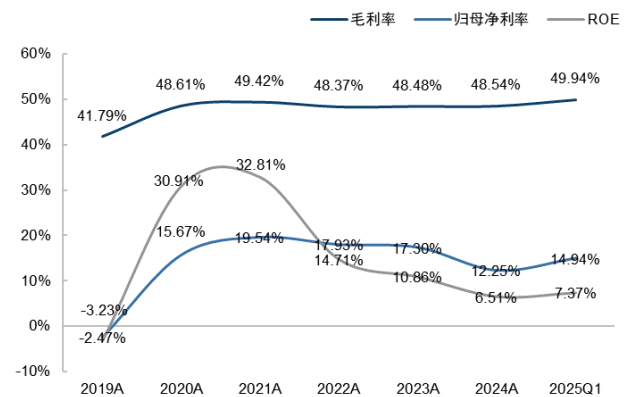
毛利率稳定，费用率有所提升。2024 年公司毛利率 48.54%（+0.06pp），基本维持稳定。销售费用率 17.70%（+2.19pp），管理费用率 5.40%（+0.48pp），研发费用率 17.10%（+1.95pp），财务费用率-1.09%（+0.21pp），四费率 39.11%（+4.84pp），销售、研发费用率提升较多，主要系持续加大研发投入以及海外业务拓展。

图7：联影医疗费用率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：联影医疗利润率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：国内招投标回暖带动业绩复苏，全球化战略成效显著。考虑行业整顿以及设备更新政策落地节奏导致招投标延缓的影响，下调 2025、2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年营收 120.4/137.7/155.3 亿元（原 2025、2026 年为 131.6/157.3 亿元），同比增速 16.9%/14.4%/12.8%，归母净利润 17.0/20.8/23.3 亿元（原 2025、2026 年为 23.0/28.1 亿元），同比增速 34.9%/22.0%/12.0%，当前股价对应 PE=64/53/47x，维持“优于大市”评级。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	2025/4/30 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E		
688271.SH	联影医疗	132.90	1095	1.54	2.07	2.52	2.82	86.80	64.33	52.74	47.07	6.34%	2.84	2.84	优于大市
300760.SZ	迈瑞医疗	219.66	2663	9.64	12.46	14.55	-	22.82	17.63	15.10	-	32.54%	0.77	0.77	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7584	8400	10029	10164	11180	营业收入	11411	10300	12039	13768	15528
应收款项	3312	4497	3835	4798	5712	营业成本	5879	5300	6263	7211	8194
存货净额	3893	5528	4928	5768	6958	营业税金及附加	69	57	60	69	78
其他流动资产	326	472	463	518	631	销售费用	1770	1823	1806	1996	2174
流动资产合计	20228	20894	21252	23245	26478	管理费用	561	556	642	729	786
固定资产	3062	4714	6464	8238	10096	研发费用	1729	1761	1926	2065	2252
无形资产及其他	828	1004	964	924	884	财务费用	(149)	(112)	(60)	(69)	0
投资性房地产	1145	1236	1236	1236	1236	投资收益	110	98	100	100	100
长期股权投资	73	188	188	188	188	资产减值及公允价值变动	37	23	0	0	0
资产总计	25336	28036	30103	33830	38881	其他收入	(1287)	(1431)	(1536)	(1625)	(1811)
短期借款及交易性金融负债	61	612	500	1694	3337	营业利润	2142	1366	1892	2307	2585
应付款项	1919	2608	2591	2853	3445	营业外净收支	1	(15)	0	0	0
其他流动负债	3819	3856	4453	4808	5475	利润总额	2142	1352	1892	2307	2585
流动负债合计	5798	7076	7544	9356	12257	所得税费用	164	110	189	231	259
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	3	(20)	0	0	0
其他长期负债	657	1054	1135	1273	1479	归属于母公司净利润	1974	1262	1703	2077	2327
长期负债合计	657	1054	1135	1273	1479	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	6455	8129	8679	10629	13736	净利润	1974	1262	1703	2077	2327
少数股东权益	15	3	3	3	3	资产减值准备	(32)	(57)	(14)	(7)	(8)
股东权益	18866	19903	21421	23198	25142	折旧摊销	314	380	445	627	781
负债和股东权益总计	25336	28036	30103	33830	38881	公允价值变动损失	(37)	(23)	0	0	0
						财务费用	(149)	(112)	(60)	(69)	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(2242)	(1989)	1919	(1109)	(762)
每股收益	2.40	1.53	2.07	2.52	2.82	其它	35	42	14	7	8
每股红利	0.20	0.37	0.22	0.36	0.46	经营活动现金流	13	(386)	4066	1595	2346
每股净资产	22.89	24.15	25.99	28.15	30.51	资本开支	0	(1843)	(2140)	(2354)	(2590)
ROIC	11.42%	6.13%	7%	8%	8%	其它投资现金流	(993)	3115	0	0	0
ROE	10.46%	6.34%	8%	9%	9%	投资活动现金流	(1027)	1158	(2140)	(2354)	(2590)
毛利率	48%	49%	48%	48%	47%	权益性融资	(1)	94	0	0	0
EBIT Margin	12%	8%	11%	12%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	11%	15%	17%	18%	支付股利、利息	(166)	(304)	(185)	(300)	(383)
收入增长	24%	-10%	17%	14%	13%	其它融资现金流	(1144)	558	(112)	1194	1643
净利润增长率	19%	-36%	35%	22%	12%	融资活动现金流	(1477)	44	(297)	894	1260
资产负债率	26%	29%	29%	31%	35%	现金净变动	(2491)	816	1629	135	1016
股息率	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	货币资金的期初余额	10075	7584	8400	10029	10164
P/E	55.5	86.8	64.3	52.7	47.1	货币资金的期末余额	7584	8400	10029	10164	11180
P/B	5.8	5.5	5.1	4.7	4.4	企业自由现金流	0	(2715)	1467	(1308)	(730)
EV/EBITDA	67.5	99.5	64.7	51.7	43.6	权益自由现金流	0	(2157)	1539	69	1051

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032