

联影医疗(688271)

报告日期: 2025 年 05 月 13 日

需求恢复，利润高增可期

——联影医疗 2024 年及 2025 年一季报点评报告

投资要点

公司 2024 年营业收入 103.00 亿元，同比下降 9.7%；归母净利润 12.62 亿元，同比下降 36.1%；扣非归母净利润 10.10 亿元，同比下降 39.3%。其中 Q4 收入 33.46 亿元，同比下降 15.9%（环比增长 106%）；归母净利润 5.91 亿元，同比下降 35.1%；扣非归母净利润 5.46 亿元，同比下降 34.7%。2025 年 Q1 收入 24.78 亿元，同比增长 5.4%；归母净利润 3.70 亿元，同比增长 1.9%；扣非归母净利润 3.79 亿元，同比增长 26.1%。随着院内招标恢复，公司一季度收入增速回正，扣非归母净利润高增。我们认为，2025 年随着国内招投标的恢复，公司利润有望高增。

□ 成长性：院内招标恢复&高端突破，2025 年利润有望高增

（1）院内招标恢复 2025 年 Q1 收入恢复正增长，高端产品市占率有望持续提升。2024 年国内招标放缓下收入短期承压，但公司的市场占有率，尤其是在高端和产品领域，依然稳步提升。2024 年公司整体市占率提升超 3 个百分点，高端产品（128/256 排及以上 CT、3.0T 及以上磁共振、DSA、RT 等产品）市占率同比提升近 5 个百分点。且 2024 年公司创新产品持续推出，uLinacHalosTx 精准放疗系统、uMRMax 新一代 3.0T 磁共振、uAngioAVIVA 智能悬吊 DSA 等新品重磅发布。2025 年 Q1，在院内招标持续恢复等拉动下，公司收入恢复正增长，扣非归母净利润实现高增长。我们认为，2025 年随着院内招标的恢复以及公司在高端产品端持续发力，2025 年收入有望恢复较好增长，利润有望高增长。

（2）海外拓展加速，构建新增长曲线。2024 年公司海外收入 22.20 亿元，同比增长 33.81%；收入占比达 21.55%，收入占比同比提升 6.85pct。截至 2024 年末，公司有 46 款产品获得 CE 认证，49 款产品获得 FDA（510k）许可，uMR Jupiter 5T 更成为目前全球唯一同时具备 NMPA、FDA 以及 CE 许可的全身人体临床超高场磁共振。截至 2024 年末，公司海外业务覆盖超 85 个国家和地区，北美区域美国市场 PET/CT 累计装机超 100 台；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。我们认为，随着公司产品，尤其是中高端产品在海外推广加速、市场认可度逐步提升，有望打开公司收入天花板，拉动整体收入高增长。

□ 盈利能力：规模效应下，2025 年净利率有望提升

（1）毛利率有望提升。2024 年公司毛利率 48.54%，同比提升 0.06pct，公司毛利率较高的维修服务收入占比提升（收入占比 13.2%，同比提升 3.8pct），整体毛利率提升；2025 年 Q1 毛利率 49.94%，同比提升 0.37pct，维持同比提升趋势。我们认为随着公司中高端持续拓展以及维修服务收入占比提升，2025 年毛利率有望持续提升。（2）院内招标恢复，规模效应下 2025 年净利率有望提升。2024 年公司净利率 12.06%，同比下降 5.27pct，收入短期承压下而销售研发等费用投入持续，期间费用率提升。2025 年 Q1 净利率 14.75%，同比下降 0.65pct（但一季度扣非归母净利率提升，扣非归母净利润增速大于收入增速）。我们认为，2025 年随着院内招投标的恢复，规模效应下公司期间费用率有望下降，2025 年净利率提升可期。

□ 盈利预测与估值

我们预计，公司 2025-2027 年营业总收入分别为 122.51/144.78/173.25 亿元，分别同比增长 18.94%、18.18%、19.67%；归母净利润分别为 17.99/21.95/27.05 亿元，分别同比增长 42.59%、22.00%、23.21%，对应 EPS 分别为 2.18/2.66/3.28 元，对应 2025 年 64 倍 PE，维持“增持”评级。

投资评级：增持(维持)

分析师: 司清蕊

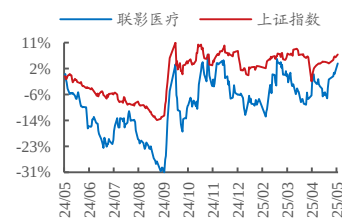
执业证书号: S1230523080006

siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 139.90
总市值(百万元)	115,299.70
总股本(百万股)	824.16

股票走势图



相关报告

- 1 《海外拓展加速，四季度收入恢复可期》 2024.11.10
- 2 《海外拓展持续，收入增长可期》 2024.09.09
- 3 《高端突破&海外拓展，2024 增长可期》 2024.04.29

□ 风险提示

国内外政策变动的风险；新品商业化不及预期的风险；关键核心技术被侵权的风险。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10300.10	12250.65	14477.62	17325.35
(+/-) (%)	-9.73%	18.94%	18.18%	19.67%
归母净利润	1261.87	1799.35	2195.27	2704.84
(+/-) (%)	-36.08%	42.59%	22.00%	23.21%
每股收益(元)	1.53	2.18	2.66	3.28
P/E	91	64	53	43

资料来源：wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	20894	22501	25086	29202
现金	8400	9950	11886	15303
交易性金融资产	1706	1706	1706	1706
应收账款	4360	4768	4782	4725
其它应收款	137	164	193	231
预付账款	196	215	235	298
存货	5528	5294	5836	6466
其他	566	405	447	473
非流动资产	7142	7070	7274	7010
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	188	100	121	136
固定资产	2944	3432	3771	3865
无形资产	1004	982	919	897
在建工程	1770	1447	1298	932
其他	1236	1109	1167	1180
资产总计	28036	29571	32361	36212
流动负债	7076	6285	6880	8004
短期借款	557	194	254	335
应付款项	2608	2654	3026	3831
预收账款	0	0	0	0
其他	3910	3437	3600	3838
非流动负债	1054	1116	1093	1089
长期借款	0	0	0	0
其他	1054	1116	1093	1089
负债合计	8129	7401	7973	9093
少数股东权益	3	18	40	67
归属母公司股东权益	19903	22152	24348	27052
负债和股东权益	28036	29571	32361	36212

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(619)	1544	2441	3457
净利润	1242	1814	2217	2732
折旧摊销	392	502	577	639
财务费用	(112)	(105)	(144)	(178)
投资损失	(98)	(98)	(98)	(98)
营运资金变动	(556)	(943)	284	811
其它	(1486)	375	(396)	(448)
投资活动现金流	(1244)	(184)	(708)	(300)
资本支出	(1652)	(500)	(600)	(200)
长期投资	(114)	87	(20)	(16)
其他	522	228	(88)	(84)
筹资活动现金流	199	190	204	259
短期借款	548	(363)	59	81
长期借款	0	0	0	0
其他	(349)	554	144	178
现金净增加额	(1664)	1550	1937	3417

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10300	12251	14478	17325
营业成本	5300	6228	7295	8622
营业税金及附加	57	68	80	96
营业费用	1823	2038	2305	2653
管理费用	556	612	712	831
研发费用	1761	1838	2172	2599
财务费用	(112)	(105)	(144)	(178)
资产减值损失	127	162	166	214
公允价值变动损益	37	20	17	25
投资净收益	98	98	98	98
其他经营收益	443	541	523	502
营业利润	1366	2070	2530	3115
营业外收支	(15)	(9)	(10)	(10)
利润总额	1352	2061	2520	3105
所得税	110	247	302	373
净利润	1242	1814	2217	2732
少数股东损益	(20)	15	22	27
归属母公司净利润	1262	1799	2195	2705
EBITDA	1645	2447	2947	3557
EPS (最新摊薄)	1.53	2.18	2.66	3.28

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-9.73%	18.94%	18.18%	19.67%
营业利润	-36.20%	51.50%	22.22%	23.11%
归属母公司净利润	-36.08%	42.59%	22.00%	23.21%
获利能力				
毛利率	48.54%	49.16%	49.61%	50.24%
净利率	12.06%	14.81%	15.32%	15.77%
ROE	6.51%	8.55%	9.43%	10.50%
ROIC	5.46%	7.45%	8.27%	9.17%
偿债能力				
资产负债率	29.00%	25.03%	24.64%	25.11%
净负债比率	7.53%	3.34%	3.85%	4.27%
流动比率	2.95	3.58	3.65	3.65
速动比率	2.17	2.74	2.80	2.84
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.43	0.47	0.51
应收账款周转率	2.72	2.65	2.90	3.38
应付账款周转率	2.87	2.90	3.11	3.07
每股指标(元)				
每股收益	1.53	2.18	2.66	3.28
每股经营现金	-0.75	1.87	2.96	4.20
每股净资产	24.15	26.88	29.54	32.82
估值比率				
P/E	91.37	64.08	52.52	42.63
P/B	5.79	5.20	4.74	4.26
EV/EBITDA	57.91	42.70	34.82	27.92

资料来源: wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>