

联影医疗（688271.SH）

25Q1 扣非业绩增速亮眼，首创类+超声等重磅新品持续加码

投资要点：

➤ **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，24 全年实现收入 103.0 亿（同比-9.7%），归母净利润 12.6 亿（同比-36.1%），扣非归母净利润 10.1 亿（同比-39.3%）；25Q1：实现收入 24.8 亿（同比+5.4%），归母净利润 3.7 亿（同比+1.9%），扣非归母净利润 3.8 亿（同比+26.9%）。

➤ **国内招投标趋势加速、25Q1 业绩修复性增长：**随着政策落地及市场回暖，众成数科数据显示，24M12-25M3 影像招标快速提升，25 年一季度公司收入及利润端均实现恢复性增长，随着装机加速，报表端有望持续兑现。

➤ **海外加速高端渗透、新兴市场加速落地：**2024 年海外营收 22 亿元（同比+34%），高端机型在全球接单近 300 台（海外毛利率 47%，显著同比提升 6.2pct），欧美加深高端渗透；南亚印度市场 24 年数字化 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，新兴市场提供有力业绩支撑。

➤ **24 年收入整体受行业增速放缓影响、但公司市占率逆袭进一步提升：**在 24 年国内行业整体增速放缓下，公司整体市占率+超 3pct，高端产品同比+5pct，构筑“高端突破+基盘稳固”的双轮驱动格局。分产品来看，CT 收入 30.4 亿（同比-25%），MR 收入 31.9 亿（同比-2.7%），MI 收入 13.0 亿（同比-16.3%），XR 收入 5.9 亿（同比-22.8%），RT 收入 3.2 亿（同比+18.1%）。维修收入 13.56 亿（同比+26.80%），维修收入实现高速增长，凸显其服务长期现金流价值。

➤ **首创类+超声等重磅新品持续加码及上市在即、AI+设备商业闭环加速渗透。**1) 首款人体全身磁共振 uMR Jupiter 5T、首款一体化 CT 环形直线加速器 uLinac HalosTx、放疗模拟定位及引导介入穿刺于一体的超大孔径 CT 系统 uCT 610 Sim，创新引领行业。2) 24 年 7 月增资玖源源粒子一体化布局加强分子影像竞争力；3) 超声领域深耕四年，产品临近上市。4) 增资全栈全谱 AI 影像子公司联影智能，设备+AI 商业闭环打开新一轮行业渗透空间。

➤ **盈利预测与估值。**考虑到公司发布 2024 年年报，我们调整未来盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入为 125/150/175 亿元，对应同比增速为 21%、21%、16%（前值为 124/149/-亿元）；预计 2025-2027 年公司归母净利润为 19/24/29 亿元，对应同比增速为 48%、26%、22%（前值为 19/24/-亿元）。考虑到公司业绩随装机落地加速向上，预计业绩端有望修复性增长，维持“持有”评级。

风险提示

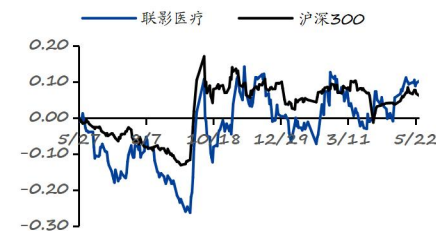
关键核心技术被侵权的风险、研发失败或无法产业化的风险、实施集中采购的政策风险、国际化经营及业务拓展风险。

持有（维持评级）

基本数据

日期	2025-05-26
收盘价:	138.68 元
总股本/流通股本(百万股)	824.16/593.30
流通 A 股市值(百万元)	82,278.70
每股净资产(元)	24.61
资产负债率(%)	29.69
一年内最高/最低价(元)	152.00/92.00

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：王艳(S0210524040001)
wy30524@hfzq.com.cn
研究助理：黄冠群(S0210124040019)
hgq30485@hfzq.com.cn

相关报告

1、国产医学影像设备龙头，创新出海“再造联影”
——2025.03.25

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,411	10,300	12,479	15,042	17,514
增长率	24%	-10%	21%	21%	16%
净利润（百万元）	1,974	1,262	1,870	2,356	2,871
增长率	19%	-36%	48%	26%	22%
EPS（元/股）	2.40	1.53	2.27	2.86	3.48
市盈率（P/E）	57.9	90.6	61.1	48.5	39.8
市净率（P/B）	6.1	5.7	5.3	4.8	4.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,400	6,673	6,532	6,711
应收票据及账款	4,360	5,191	6,161	7,117
预付账款	196	218	260	286
存货	5,528	4,800	6,004	7,106
合同资产	50	101	101	112
其他流动资产	2,410	2,391	2,411	2,578
流动资产合计	20,894	19,272	21,368	23,798
长期股权投资	188	188	188	188
固定资产	2,944	2,988	3,027	3,264
在建工程	1,770	2,370	2,970	3,370
无形资产	1,004	1,163	1,275	1,420
商誉	22	22	22	22
其他非流动资产	1,214	1,228	1,251	1,273
非流动资产合计	7,142	7,959	8,733	9,536
资产合计	28,036	27,231	30,101	33,334
短期借款	557	0	0	0
应付票据及账款	2,608	2,315	2,811	3,298
预收款项	0	0	0	0
合同负债	2,139	225	271	315
其他应付款	677	677	677	677
其他流动负债	1,094	1,230	1,394	1,477
流动负债合计	7,076	4,447	5,153	5,768
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,054	1,054	1,054	1,054
非流动负债合计	1,054	1,054	1,054	1,054
负债合计	8,129	5,501	6,207	6,821
归属母公司所有者权益	19,903	21,722	23,878	26,488
少数股东权益	3	9	16	25
所有者权益合计	19,906	21,731	23,894	26,513
负债和股东权益	28,036	27,231	30,101	33,334

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-619	-160	880	1,464
现金收益	1,521	2,065	2,583	3,145
存货影响	-1,635	728	-1,204	-1,102
经营性应收影响	-1,189	-863	-1,022	-992
经营性应付影响	951	-293	496	487
其他影响	-267	-1,797	28	-75
投资活动现金流	-1,244	-1,125	-989	-1,161
资本支出	-2,220	-1,173	-1,139	-1,183
股权投资	-114	0	0	0
其他长期资产变化	1,090	48	150	22
融资活动现金流	199	-442	-31	-125
借款增加	551	-557	0	0
股利及利息支付	-304	-212	-262	-321
股东融资	94	0	0	0
其他影响	-142	327	231	196

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,300	12,479	15,042	17,514
营业成本	5,300	6,342	7,542	8,730
税金及附加	57	68	80	98
销售费用	1,823	1,934	2,286	2,627
管理费用	556	661	790	841
研发费用	1,761	2,053	2,437	2,715
财务费用	-112	-182	-169	-136
信用减值损失	-141	-50	-40	-30
资产减值损失	14	10	10	10
公允价值变动收益	37	20	17	25
投资收益	98	74	94	89
其他收益	444	444	444	444
营业利润	1,366	2,099	2,601	3,176
营业外收入	6	5	5	5
营业外支出	20	20	20	20
利润总额	1,352	2,084	2,586	3,161
所得税	110	208	222	281
净利润	1,242	1,876	2,364	2,880
少数股东损益	-20	6	7	9
归属母公司净利润	1,262	1,870	2,357	2,871
EPS（按最新股本摊薄）	1.53	2.27	2.86	3.48

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	-9.7%	21.2%	20.5%	16.4%
EBIT 增长率	-37.8%	53.5%	27.0%	25.2%
归母公司净利润增长率	-36.1%	48.2%	26.0%	21.8%
获利能力				
毛利率	48.5%	49.2%	49.9%	50.2%
净利率	12.1%	15.0%	15.7%	16.4%
ROE	6.3%	8.6%	9.9%	10.8%
ROIC	6.8%	9.8%	11.2%	12.5%
偿债能力				
资产负债率	29.0%	20.2%	20.6%	20.5%
流动比率	3.0	4.3	4.1	4.1
速动比率	2.2	3.3	3.0	2.9
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	133	138	136	136
存货周转天数	320	293	258	270
每股指标（元）				
每股收益	1.53	2.27	2.86	3.48
每股经营现金流	-0.75	-0.19	1.07	1.78
每股净资产	24.15	26.36	28.97	32.14
估值比率				
P/E	91	61	49	40
P/B	6	5	5	4
EV/EBITDA	57	41	33	27

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn