

招投标持续回暖，下半年业绩增速有望显著提升

核心观点

公司 2024 年业绩符合预期，海外市场高增长，国内市场短期承压，主要受医疗行业合规要求提升、医疗设备更新换代政策落地进度相对滞后导致部分医院暂缓医疗设备采购等因素的影响。随着 24Q4 和 25Q1 行业招投标持续改善，公司 25Q1 收入同比增速转正。展望 Q2 及下半年，24Q4 和 25Q1 的部分中标订单有望在 25Q2-Q4 陆续确认收入，同时行业招投标有望延续去年四季度以来的改善趋势，叠加新一轮设备更新政策的落地以及海外市场高增长态势，公司下半年业绩增速在低基数下有望显著提升，全年业绩增速将呈现前低后高的趋势。

事件

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报

公司 2024 年营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 103.00 亿元（-9.73%）、12.62 亿元（-36.09%）和 10.10 亿元（-39.32%），基本每股收益为 1.54 元/股。2024 年度利润分配及资本公积金转增股本预案为：每 10 股派发现金红利人民币 0.80 元（含税），本次利润分配不送红股，不以公积金转增股本。

2025Q1 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 24.78 亿元（+5.42%）、3.70 亿元（+1.87%）和 3.79 亿元（+26.09%），基本每股收益为 0.45 元/股。

简评

2024 年业绩符合预期，25Q1 扣非归母净利润超预期

2024 年公司营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 103.00 亿元（-9.73%）、12.62 亿元（-36.09%）和 10.10 亿元（-39.32%），业绩符合预期，收入下滑主要受国内医疗行业合规要求提升、医疗设备更新换代政策落地进度相对滞后导致部分医院暂缓医疗设备采购等因素的影响；利润下滑幅度大于收入端，主要由于收入规模下降，同时公司持续加大研发投入以及业务拓展，导致研发费用和销售费用同比提升，综合导致净利率有所下滑。

联影医疗 (688271.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

SFC 编号:BUT196

发布日期：2025 年 06 月 15 日

当前股价：131.77 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-3.59/-4.87	0.04/-0.33	8.59/-2.34
12 月最高/最低价 (元)		143.70/92.81
总股本 (万股)		82,415.80
流通 A 股 (万股)		59,329.90
总市值 (亿元)		1,085.99
流通市值 (亿元)		781.79
近 3 月日均成交量 (万)		364.17

主要股东

联影医疗技术集团有限公司	20.33%
--------------	--------

股价表现



2025Q1 公司营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 24.78 亿元（+5.42%）、3.70 亿元（+1.87%）和 3.79 亿元（+26.09%），收入符合预期，扣非归母净利润超预期。25Q1 收入同比实现正增长，主要由于 24Q4 以来国内行业招标活动持续回暖，同时公司收入确认相对滞后，因此收入端尚未出现大幅改善；扣非归母净利润超预期，主要由于公司毛利率同比略有提升而费用管控良好。归母净利润增速低于扣非归母净利润增速，主要系非经常性损益同比下降较多所致（上年同期政府补贴和投资收益基数较高）。

国内业绩短期承压，服务收入和海外收入维持高增长态势

2024 年，公司设备收入为 84.45 亿元（-14.93%）；服务收入为 13.56 亿元（+26.80%），占总体营收比例较上年提升 3.79 个百分点至 13.16%，主要得益于公司全球装机规模的提升以及全球售后服务体系的持续完善。分地区来看，2024 年境内收入为 80.34 亿元（-19.43%），主要由于国内医疗设备行业合规要求提升与设备更新政策节奏所带来的市场需求释放阶段性错配，导致中国市场收入承压；境外收入为 22.66 亿元（+35.07%），占总营收比例达到 22%（创历史新高）。分产品来看，CT、MR、XR、MI、RT 销售收入分别为 30.48 亿元（-25.03%）、31.92 亿元（-2.66%）、5.87 亿元（-22.80%）、12.99 亿元（-16.31%）和 3.19 亿元（+18.05%），销量分别为 1398 台（-22.29%）、585 台（+5.22%）、1034 台（-20.64%）、133 台（+2.31%）、34 台（+9.68%），其中 RT 收入同比实现正增长，主要由于上年同期业绩基数较低以及公司新产品放量驱动国内份额稳步提升。

按照 2024 年国内新增市场金额口径统计，公司是中国市场主要的医学影像及放射治疗设备厂商，2024 年中国影像产品（不含超声和 DSA）综合新增市场占有率排名第一，其中 CT、MI、诊断 XR 产品市占率排名第一，MR 产品市占率排名第二，RT 产品市占率排名第三，介入 XR 产品（含 DSA 和移动 C 型臂）市占率排名第四。

展望 2025 年，国内业绩有望逐步改善，海外业务有望实现高增长

随着 2024 年国内医疗设备更新项目的逐步落地以及部分常规采购需求的释放，公司 24Q4 和 25Q1 招投标和订单改善趋势显著，考虑从订单到收入确认有一定的时间周期，因此 24Q4 和 25Q1 公司收入尚未出现明显的改善。展望 Q2 及下半年，24Q4 和 25Q1 的部分中标订单有望在 25Q2-Q4 陆续确认收入，同时行业招投标有望延续去年四季度以来的改善趋势，叠加新一轮设备更新政策的落地，公司下半年业绩增速在低基数下有望显著提升，全年业绩增速将呈现前低后高的趋势。海外市场方面，随着公司 5.0T MR、uMI Panorama、uAngio AVIVA 等多款高端新产品的放量，以及市场拓展和渠道建设持续加强，海外业务预计将持续高增长，收入占比有望持续提升。

毛利率稳中有升，24 年营销和研发投入持续加大

2024 年公司毛利率为 48.54%，同比增加 0.06pct，维持相对稳定。销售费用率为 17.70%，同比增加 2.19pct；研发费用率为 17.10%，同比增加 1.95pct；管理费用率为 5.40%，同比增加 0.48pct；财务费用率为-1.09%，同比增加 0.21pct。销售费用率和研发费用率同比提升，主要系公司收入规模下降、营销和研发投入持续加大所致。2024 年经营活动产生的现金流净额为-6.19 亿元（上年同期为 1.33 亿元），主要系销售回款减少所致。应收账款周转天数为 132.58 天，同比增加 49.91 天，主要系客户回款放缓所致；存货周转天数为 323.97 天，同比增加 94.48 天，主要系原材料采购及战略备货增加所致。其他财务指标基本正常。

2025 年第一季度，公司毛利率为 49.94%，同比增加 0.37pct。公司费用管控良好，销售费用率为 15.50%，同比增加 0.28pct；研发费用率为 15.29%，同比下降 2.57pct；管理费用率为 5.32%，同比增加 0.16pct；财务费用率为-0.68%，同比增加 1.05pct。经营活动产生的现金流净额为-3.53 亿元（上年同期为-6.57 亿元），主要系销售回款较上年同期有所改善和增加所致。存货周转天数为 427.35 天，同比增加 94.48 天，预计主要系原材料采购

及战略备货增加所致。其他财务指标基本正常。

看好公司长期发展前景和投资价值

公司是国产医学影像设备龙头，长期增长动力强劲。短期来看，在部分 2024 年医疗设备更新项目延缓至 2025 年执行以及 2025 年新一轮医疗设备更新项目落地的驱动下，国内医疗设备行业招投标有望持续改善，公司订单和业绩均有望实现较好的增长；同时，大型医用设备配置证调整政策有助于公司中高端及高端产品需求逐步释放，核心零部件、产品力、品牌、渠道等多方面优势下市场份额有望提升。中期来看，海外市场成长空间广阔，公司海外收入占比持续提升，有望为集团整体增长贡献弹性。长期来看，公司持续加大研发投入，产品持续迭代升级，有望维持行业领先地位。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 125.05 亿元、150.19 亿元和 182.53 亿元，分别同比增长 21%、20%和 22%，预计归母净利润分别为 18.87 亿元、23.45 亿元和 28.80 亿元，分别同比增长 50%、24%和 23%，25 年归母净利润增速预计远高于收入端，主要考虑 24 年利润基数相对较低。维持“买入”评级。

风险提示

由于医疗行业合规要求提升等行业政策因素导致部分地区招标需求受到影响，存在我们给的业绩预测可能达不到的风险；中美关税政策对公司零部件采购和整体业绩影响的风险；2025 年新一轮医疗设备以旧换新政策执行进度不及预期的风险；公司部分产品的核心部件依赖外购，可能产生短期缺货或成本上升风险；市场竞争加剧，公司市场份额下降的风险；关键核心技术被侵权或技术秘密被泄露的风险；政府补助金额波动较大，造成利润增速可能有所波动的风险；如公司研发进度落后或研发成果未能契合临床需求，将产生新产品上市后销售不及预期，市场竞争力下降的风险；人才短缺及流失风险；毛利率水平波动甚至下降的风险；应收账款无法收回的风险；税收优惠影响较大的风险；存货跌价准备损失风险；关联交易风险。

图表1： 预测及比率

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,300	12,505	15,019	18,253
增长率(%)	-10%	21%	20%	22%
归属母公司股东净利润	1,262	1,887	2,345	2,880
增长率(%)	-36%	50%	24%	23%
每股收益(元/股)	1.53	2.29	2.84	3.49
市盈率(P/E)	87	58	46	38

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2025 年6 月 10 日

图表2： 财务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）					
流动资产	20,227.81	20,893.84	23,679.00	28,142.82	33,726.37
现金	7,584.23	8,400.00	11,237.34	13,040.37	15,456.86
应收账款	3,300.27	4,410.12	4,357.23	5,483.85	6,754.91
其他应收款	79.91	137.49	131.31	163.21	203.67
预付账款	147.67	195.78	217.42	258.10	320.45
存货	3,893.42	5,528.38	5,560.83	6,892.51	8,540.25
其他流动资产	5,222.31	2,222.07	2,174.86	2,304.78	2,450.22
非流动资产	5,108.33	7,141.85	6,448.57	5,654.52	4,836.10
长期投资	73.42	187.80	182.80	177.80	172.80
固定资产	2,315.28	3,026.88	2,801.46	2,529.83	2,211.97
无形资产	828.05	1,004.33	882.66	751.85	611.89
其他非流动资产	1,891.58	2,922.83	2,581.65	2,195.04	1,839.44
资产总计	25,336.14	28,035.69	30,127.57	33,797.34	38,562.47
流动负债	5,797.95	7,075.75	7,424.27	8,901.53	10,953.66
短期借款	9.18	557.49	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,918.69	2,607.83	2,779.43	3,363.33	4,172.89
其他流动负债	3,870.08	3,910.43	4,644.84	5,538.20	6,780.76
非流动负债	656.77	1,053.70	1,021.46	991.14	963.70
长期借款	117.28	84.00	51.76	21.44	-6.01
其他非流动负债	539.49	969.70	969.70	969.70	969.70
负债合计	6,454.72	8,129.45	8,445.73	9,892.67	11,917.35
少数股东权益	15.06	3.08	-12.00	-33.12	-61.36
股本	824.16	824.16	824.16	824.16	824.16
资本公积	13,910.40	13,947.48	13,947.48	13,947.48	13,947.48
留存收益	4,131.79	5,131.53	6,922.20	9,166.15	11,934.84
归属母公司股东权益	18,866.35	19,903.17	21,693.84	23,937.78	26,706.48
负债和股东权益	25,336.14	28,035.69	30,127.57	33,797.34	38,562.47
利润表（百万元）					
营业收入	11,410.77	10,300.10	12,505.45	15,018.56	18,252.98
营业成本	5,878.58	5,300.16	6,442.11	7,747.26	9,422.04
营业税金及附加	69.49	56.78	68.51	83.98	101.13
营业费用	1,769.51	1,823.19	1,938.34	2,297.84	2,774.45
管理费用	560.71	555.97	662.79	765.95	930.90
研发费用	1,728.54	1,761.47	2,013.38	2,387.95	2,883.97
财务费用	-148.89	-112.29	-18.95	-40.71	-49.50
资产减值损失	-42.89	13.84	25.01	60.07	91.26
信用减值损失	-58.98	-140.72	-72.53	-52.56	-54.76
其他收益	586.27	444.19	516.25	570.00	630.00

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
公允价值变动收益	-6.06	37.00	30.00	50.00	80.00
投资净收益	110.35	98.07	145.00	125.00	155.00
资产处置收益	0.01	-0.87	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,141.52	1,366.36	2,042.99	2,528.81	3,091.47
营业外收入	10.53	5.55	10.00	15.00	25.00
营业外支出	9.79	20.19	15.18	15.00	13.00
利润总额	2,142.25	1,351.71	2,037.81	2,528.81	3,103.47
所得税	164.50	109.78	165.51	205.39	252.06
净利润	1,977.75	1,241.92	1,872.31	2,323.42	2,851.42
少数股东损益	3.46	-19.95	-15.08	-21.11	-28.24
归属母公司净利润	1,974.29	1,261.87	1,887.38	2,344.54	2,879.66

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	132.51	-619.02	3,380.56	1,773.74	2,336.64
净利润	1,977.75	1,241.92	1,872.31	2,323.42	2,851.42
折旧摊销	357.76	424.35	730.94	786.30	807.69
财务费用	-148.89	-112.29	-18.95	-40.71	-49.50
投资损失	-110.35	-98.07	-145.00	-125.00	-155.00
营运资金变动	-2,179.35	-2,305.19	958.20	-1,183.54	-1,114.93
其他经营现金流	235.58	230.25	-16.94	13.26	-3.04
投资活动现金流	-1,564.84	-1,244.31	124.28	119.49	168.77
资本支出	1,153.80	1,515.52	0.00	0.00	0.00
长期投资	-633.66	591.86	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,084.97	-3,351.69	124.28	119.49	168.77
筹资活动现金流	-662.17	198.97	-667.49	-90.20	-88.91
短期借款	-6.47	548.31	-557.49	0.00	0.00
长期借款	15.51	-33.28	-32.24	-30.32	-27.45
其他筹资现金流	-671.21	-316.05	-77.76	-59.88	-61.47
现金净增加额	-2,095.15	-1,662.78	2,837.34	1,803.03	2,416.49

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

朱琪璋

法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。3 年卖方工作经验，2021 年 11 月加入中信建投证券，主要覆盖医疗器械板块。

李虹达

北京大学金融硕士、理学/经济学双学士。2021 年加入中信建投研究发展部。主要覆盖医疗器械行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk