

联影医疗 (688271.SH)

强烈推荐 (维持)

业绩拐点已至，创新驱动持续突破

公司发布 2025 年半年度报告：2025 年上半年实现营业收入 60.16 亿元 (+12.79%)，归母净利润 9.98 亿元 (+5.03%)，扣非净利润 9.66 亿元 (+21.01%)。

其中，2025Q2 实现营业收入 35.38 亿元 (+18.60%)，归母净利润 6.28 亿元 (+6.99%)，扣非归母净利润 5.87 亿元 (+17.96%)。

□ **高端产品持续突破，市占率进一步提升。**分产品线看，1)MR: 实现收入 19.68 亿元 (+16.81%)，市场份额稳健提升，uMR Jupiter 5T 保持强劲增长势头，中国市场份额同比提升超 20 个百分点；2)CT: 实现收入 15.15 亿元 (-6.32%)，业务保持稳健发展，高端市场在技术创新驱动下取得阶段性突破，2025 年 8 月，公司自主研发的中国首款光子计数能谱 CT uCT Ultima 获得 NMPA 批准；3)MI: 实现收入 8.41 亿元 (+13.15%)，公司 PET/CT 国内市占率连续十年保持市场第一，截至上半年公司累计实现全球 600 多台分子影像设备装机，覆盖近 30 多个国家和地区；4)RT: 实现收入 2.42 亿元 (-0.05%)，中国市占率同比大幅提升近 18 个百分点，与 DSA 形成集诊断介入与治疗一体的第二增长曲线。

□ **国内需求逐步回暖，海外保持快速增长。**分地区来看：1)国内：实现收入 48.73 亿元 (+10.74%)，根据第三方权威数据，公司医学影像与放射治疗设备综合市占率同比提升 3.4 个百分点，中国市场占有率位列行业第二。MR、MI、XR 等核心影像诊断产品线持续巩固并扩大领先优势，从高水平医院到基层医疗机构的全面覆盖。2)海外：实现收入 11.42 亿元 (+22.48%)，目前海外项目交付和客户跟进节奏在持续提速，预计下半年随着海外项目的转化进度加快，海外业务将会加速。

□ **盈利预测与投资建议：**随着医院设备更新需求的逐步释放以及区域集采政策的持续推进，我们调整公司 2025-2027 年营业收入分别为 124.25/149.31/179.34 亿元，同比增速分别为 21%/20%/20%；归母净利润分别为 20.98/25.04/29.97 亿元，分别增长 66%/19%/20%，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：**关键核心技术被侵权或技术秘密被泄露的风险、经销模式下的业务合作风险、国际化经营及业务拓展风险、财务风险、市场竞争风险、宏观环境风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11411	10300	12425	14931	17934
同比增长	24%	-10%	21%	20%	20%
营业利润(百万元)	2142	1366	2399	2864	3428
同比增长	11%	-36%	76%	19%	20%
归母净利润(百万元)	1974	1262	2098	2504	2997
同比增长	19%	-36%	66%	19%	20%
每股收益(元)	2.40	1.53	2.55	3.04	3.64
PE	63.5	99.3	59.8	50.1	41.8
PB	6.6	6.3	5.7	5.2	4.7

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/生物医药

目标估值：NA

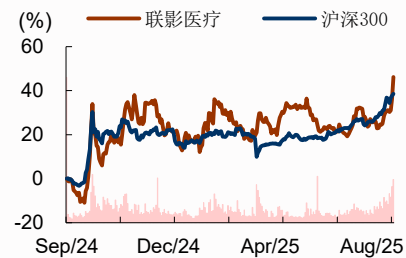
当前股价：152.1 元

基础数据

总股本(百万股)	824
已上市流通股(百万股)	824
总市值(十亿元)	125.4
流通市值(十亿元)	125.4
每股净资产(MRQ)	25.2
ROE(TTM)	6.3
资产负债率	27.5%
主要股东	联影医疗技术集团有限公司
主要股东持股比例	20.33%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	2	38
相对表现	-5	-14	1



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《联影医疗 (688271) 一国之重器：医学影像设备创新引领者》
2025-08-12

梁广楷 S1090524010001

✉ lianguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

郭子娴 S1090525060002

✉ guozixian@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	20228	20894	22742	25584	29126
现金	7584	8400	7940	8201	8648
交易性投资	4919	1706	1706	1706	1706
应收票据	5	1	1	2	2
应收款项	3228	4359	5258	6318	7589
其它应收款	80	137	166	199	239
存货	3893	5528	6748	8052	9615
其他	518	762	922	1105	1326
非流动资产	5108	7142	7650	8109	8521
长期股权投资	73	188	188	188	188
固定资产	2212	2944	3602	4193	4724
无形资产商誉	976	1356	1220	1098	988
其他	1847	2654	2641	2630	2621
资产总计	25336	28036	30392	33693	37647
流动负债	5798	7076	7541	8692	10072
短期借款	9	557	0	0	0
应付账款	1919	2608	3183	3798	4536
预收账款	2280	2139	2611	3116	3721
其他	1590	1771	1746	1778	1816
长期负债	657	1054	1054	1054	1054
长期借款	0	0	0	0	0
其他	657	1054	1054	1054	1054
负债合计	6455	8129	8595	9745	11126
股本	824	824	824	824	824
资本公积金	13426	13498	13498	13498	13498
留存收益	4616	5581	7506	9695	12316
少数股东权益	15	3	(30)	(70)	(117)
归属于母公司所有者权益	18866	19903	21828	24017	26638
负债及权益合计	25336	28036	30392	33693	37647

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	133	(619)	590	841	1088
净利润	1978	1242	2065	2464	2950
折旧摊销	326	392	448	499	544
财务费用	16	(21)	(112)	(112)	(112)
投资收益	(110)	(98)	(579)	(579)	(579)
营运资金变动	(1998)	(2097)	(1231)	(1430)	(1714)
其它	(78)	(37)	0	0	0
投资活动现金流	(1565)	(1244)	(377)	(377)	(377)
资本支出	(1076)	(1946)	(957)	(957)	(957)
其他投资	(489)	701	579	579	579
筹资活动现金流	(662)	199	(673)	(202)	(263)
借款变动	(142)	(74)	(612)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(439)	72	0	0	0
股利分配	(166)	(305)	(173)	(315)	(376)
其他	85	506	112	112	112
现金净增加额	(2094)	(1664)	(460)	261	447

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11411	10300	12425	14931	17934
营业成本	5879	5300	6470	7719	9218
营业税金及附加	69	57	68	82	99
营业费用	1770	1823	1963	2344	2798
管理费用	561	556	532	624	732
研发费用	1729	1761	1584	1889	2251
财务费用	(149)	(112)	(112)	(112)	(112)
资产减值损失	(102)	(128)	(100)	(100)	(100)
公允价值变动收益	(6)	37	37	37	37
其他收益	586	444	444	444	444
投资收益	110	98	98	98	98
营业利润	2142	1366	2399	2864	3428
营业外收入	11	6	6	6	6
营业外支出	10	20	20	20	20
利润总额	2142	1352	2385	2849	3414
所得税	164	110	320	385	464
少数股东损益	3	(20)	(33)	(40)	(47)
归属于母公司净利润	1974	1262	2098	2504	2997

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	24%	-10%	21%	20%	20%
营业利润	11%	-36%	76%	19%	20%
归母净利润	19%	-36%	66%	19%	20%
获利能力					
毛利率	48.5%	48.5%	47.9%	48.3%	48.6%
净利率	17.3%	12.3%	16.9%	16.8%	16.7%
ROE	10.9%	6.5%	10.1%	10.9%	11.8%
ROIC	10.0%	5.8%	9.3%	10.3%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	25.5%	29.0%	28.3%	28.9%	29.6%
净负债比率	0.2%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.5	3.0	3.0	2.9	2.9
速动比率	2.8	2.2	2.1	2.0	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.6	1.1	1.1	1.0	1.0
应收账款周转率	4.3	2.7	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	2.9	2.3	2.2	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	2.40	1.53	2.55	3.04	3.64
每股经营净现金	0.16	-0.75	0.72	1.02	1.32
每股净资产	22.89	24.15	26.48	29.14	32.32
每股股利	0.25	0.20	0.38	0.46	0.55
估值比率					
PE	63.5	99.3	59.8	50.1	41.8
PB	6.6	6.3	5.7	5.2	4.7
EV/EBITDA	53.8	79.5	43.0	36.1	30.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。