

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

联影医疗 (688271)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业联席首席分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师

执业编号: S1500523080011

邮箱: caojialin@cindasc.com

相关研究

“高端化+全球化+智能化”三擎驱动，打造医疗影像领军者

国内海外双轮驱动，数智化产品引领高质量发展

国内海外双轮驱动，研发支出同比增长 58%

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编: 100031

收入增长逐季提速，AI 赋能驱动智能跃升

2025 年 09 月 02 日

事件：公司发布 2025 年中期报告，2025 年上半年实现营业收入 60.16 亿元（yoy+12.79%），归母净利润 9.98 亿元（yoy+5.03%），扣非归母净利润 9.66 亿元（yoy+21.01%），经营活动产生的现金流量净额 0.49 亿元。其中 2025Q2 实现营业收入 35.38 亿元（yoy+18.60%），归母净利润 6.28 亿元（yoy+6.99%）。

点评：

- **国产替代+海外拓展，收入增长逐季提速。**2025 年上半年公司实现营业收入 60.16 亿元（yoy+12.79%），其中境内市场随着大规模设备更新逐步落地，医疗机构采购需求逐步复苏，公司抓住国产替代机会，境内收入实现 48.73 亿元（yoy+10.74%），保持稳定增长，其中中国市场占有率位列行业第二，市场格局稳健攀升；境外市场公司凭借着产品技术性能优势，在全球市场布局拓宽拓深，品牌影响力持续跃升，2025H1 境外收入实现同比增长 22.49%至 11.42 亿元。分季度来看，公司 2025Q1、Q2 分别实现收入 24.78 亿元（yoy+5.42%）、35.38 亿元（yoy+18.60%），收入增长呈现逐季提速态势。分产品来看，MR 和 MI 引领增长，分别实现收入 19.68 亿元（yoy+16.81%）、8.41 亿元（yoy+13.15%），XR 实现收入 3.24 亿元，CT 实现收入 15.15 亿元，保持稳定。我们认为随着全球本地化能力不断提高、创新产品的快速导入、客户基础持续夯实，公司海内外业务均有望保持较快增长态势。
- **盈利能力有望增强，AI 赋能驱动智能跃升。**从公司盈利能力来看，2025H1 销售毛利率为 47.93%，较 2024 年末下降 0.61pp，我们认为主要因国内部分产品价格内卷及集采影响所致，未来随着公司创新驱动战略持续落地，磁共振、CT、分子影像等产品线中中高端设备占比有望持续提升，叠加高毛利服务业务收入随着装机增多，收入占比持续提升（2025H1 收入同比增速超 30%，高于设备收入增速），有望驱动公司毛利率持续提升。在 AI 赋能方面，公司持续推动“设备+AI”在医学影像诊疗和治疗场景的加速落地，全线产品均实现了从硬件、软件、应用、工作流等多个层面的 AI 平台赋能，超 20 个 AI 赋能设备获 FDA 批准，在行业处于领先地位，我们认为 AI 赋能有望驱动公司的医疗影像技术迈向智能化、精准化的新高度。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 120.62、141.56、166.57 亿元，同比增速分别为 17.1%、17.4%、17.7%，实现归母净利润为 18.03、22.77、28.77 亿元，同比分别增长 42.9%、26.2%、26.4%，对应 2025 年 9 月 1 日的股价，PE 分别为 70、55、44 倍，维持公司“买入”投资评级。
- **风险因素：**市场竞争风险；境外市场拓展不及预期风险；汇率波动风险；技术创新能力风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11,411	10,300	12,062	14,156	16,657
增长率 YoY %	23.5%	-9.7%	17.1%	17.4%	17.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,974	1,262	1,803	2,277	2,877
增长率 YoY%	19.2%	-36.1%	42.9%	26.2%	26.4%
毛利率%	47.1%	48.5%	49.2%	50.1%	50.9%
净资产收益率ROE%	10.5%	6.3%	8.3%	9.5%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	2.40	1.53	2.19	2.76	3.49
市盈率 P/E(倍)	63.49	99.34	69.51	55.06	43.58
市净率 P/B(倍)	6.64	6.30	5.76	5.21	4.66

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 9 月 1 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20,228	20,894	22,926	26,304	30,625	营业总收入	11,411	10,300	12,062	14,156	16,657
货币资金	7,584	8,400	10,938	13,325	16,337	营业成本	6,039	5,300	6,124	7,071	8,176
应收票据	5	1	5	6	7	营业税金及附加	69	57	66	79	92
应收账款	3,228	4,359	4,523	4,915	5,552	销售费用	1,609	1,823	1,990	2,293	2,665
预付账款	148	196	184	219	259	管理费用	561	556	627	722	850
存货	3,893	5,528	4,763	5,303	5,905	研发费用	1,729	1,761	1,870	2,194	2,582
其他	5,370	2,410	2,513	2,536	2,565	财务费用	-149	-112	-97	-135	-171
非流动资产	5,108	7,142	7,285	7,220	7,100	减值损失合计	-43	14	-50	-50	-50
长期股权投资	73	188	188	188	188	投资净收益	110	98	99	126	146
固定资产(合计)	2,212	2,944	3,182	3,454	3,661	其他	521	340	442	466	565
无形资产	828	1,004	897	784	667	营业利润	2,142	1,366	1,974	2,474	3,125
其他	1,995	3,006	3,018	2,794	2,585	营业外收支	1	-15	-8	-9	-10
资产总计	25,336	28,036	30,210	33,525	37,725	利润总额	2,142	1,352	1,965	2,465	3,116
流动负债	5,798	7,076	7,351	8,394	9,766	所得税	164	110	176	209	267
短期借款	9	557	557	557	557	净利润	1,978	1,242	1,789	2,256	2,848
应付票据	319	520	471	565	670	少数股东损益	3	-20	-14	-21	-28
应付账款	1,600	2,088	2,154	2,484	2,931	归属母公司净利润	1,974	1,262	1,803	2,277	2,877
其他	3,870	3,910	4,169	4,787	5,607	EBITDA	2,246	1,544	2,465	2,999	3,669
非流动负债	657	1,054	1,125	1,125	1,125	EPS(当年)(元)	2.40	1.54	2.19	2.76	3.49
长期借款	0	0	0	0	0	现金流量表					
其他	657	1,054	1,125	1,125	1,125	单位:百万元					
负债合计	6,455	8,129	8,476	9,519	10,891	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	15	3	-11	-32	-60	经营活动现金流	133	-619	3,354	3,039	3,680
归属母公司股东权益	18,866	19,903	21,746	24,038	26,895	净利润	1,978	1,242	1,789	2,256	2,848
负债和股东权益	25,336	28,036	30,210	33,525	37,725	折旧摊销	358	424	598	670	725
重要财务指标						财务费用	16	-21	29	29	29
单位:百万元						投资损失	-110	-98	-99	-126	-146
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	营运资金变动	-2,139	-2,221	893	51	64
营业总收入	11,411	10,300	12,062	14,156	16,657	其它	30	55	144	160	161
同比(%)	23.5%	-9.7%	17.1%	17.4%	17.7%	投资活动现金流	-1,565	-1,244	-731	-489	-470
归属母公司净利润	1,974	1,262	1,803	2,277	2,877	资本支出	-1,076	-1,946	-750	-615	-616
同比	19.2%	-36.1%	42.9%	26.2%	26.4%	长期投资	-634	592	0	0	0
毛利率(%)	47.1%	48.5%	49.2%	50.1%	50.9%	其他	145	109	19	126	146
ROE%	10.5%	6.3%	8.3%	9.5%	10.7%	筹资活动现金流	-662	199	-84	-163	-199
EPS(摊薄)(元)	2.40	1.53	2.19	2.76	3.49	吸收投资	10	94	0	0	0
P/E	63.49	99.34	69.51	55.06	43.58	借款	-6	548	0	0	0
P/B	6.64	6.30	5.76	5.21	4.66	支付利息或股息	-166	-304	-135	-163	-199
EV/EBITDA	46.98	62.49	46.68	37.58	29.90	现金流净增加额	-2,095	-1,663	2,538	2,387	3,012

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。