

2025 年 09 月 04 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
林海霖
SAC: S1350524050002
linhailin@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 09 月 03 日

收盘价 (元)	148.84
一年内最高/最低 (元)	154.06/92.00
总市值 (百万元)	122,667.67
流通市值 (百万元)	122,667.67
总股本 (百万股)	824.16
资产负债率 (%)	27.52
每股净资产 (元/股)	25.23

资料来源：聚源数据

联影医疗 (688271.SH)

——国内业务回暖，创新产品持续突破

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 上半年业绩，25H1 实现营收 60.16 亿元（yoy+12.79%），实现归母净利润 9.98 亿元（yoy+5.03%），实现扣非归母净利润 9.66 亿元（yoy+21.01%）。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%），扣非归母净利润 5.87 亿元（yoy+17.96%）。
- **国内经营回暖，海外维持快速增长。**2025H1 公司医学影像诊断及放射治疗设备业务收入 48.90 亿元（yoy+7.61%），其中 MR、MI 分别收入 19.68 亿（yoy+16.81%）、8.41 亿（yoy+13.15%），CT、RT 分别实现收入 15.15 亿、2.42 亿；维修服务业务实现收入 8.16 亿元（yoy+32.21%），软件收入 0.29 亿（yoy-7.73%）。2025H1，公司实现境内收入 48.73 亿（yoy+10.74%），国内医学影像与放射治疗设备综合市场占有率同比提升 3.4pct，MR、MI、XR 等核心产品持续巩固并扩大优势，RT、DSA 国内市占率分别提升 17.70pct、2pct；同期海外收入 11.42 亿（yoy+22.48%），北美、欧洲、印度、拉丁美洲及新兴市场均实现多笔订单签约。
- **毛利率小幅调整，创新产品获批行业影响力持续提升。**2025H1，公司整体毛利率 47.93%（yoy-2.44pct），其中服务业务毛利率保持在 60% 以上。2024 年公司研发费用 7.66 亿，研发人员总数增至 3391 人，占比超 40%，创新产品持续突破，全球首创双宽体双源 CT uCT SiriuX 正式进入 NMPA 创新医疗器械特别审查程序、国产首款光子计数能谱 CT uCT Ultima 获批上市，公司技术创新能力和组合竞争力持续提升。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 126.04/151.57/182.24 亿元，同比增速分别为 22.37%/20.25%/20.24%，2025-2027 年归母净利润分别为 18.71/22.87/27.86 亿元，增速分别为 48.26%/22.23%/21.85%。当前股价对应的 PE 分别为 66x、54x、44x。基于公司影像设备种类持续丰富，高端产品全球竞争力不断提高，维持“买入”评级。
- **风险提示。**并购整合不及预期风险、海外地缘政治风险、国内政策风险、新品推广不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,411	10,300	12,604	15,157	18,224
同比增长率 (%)	23.52%	-9.73%	22.37%	20.25%	20.24%
归母净利润（百万元）	1,974	1,262	1,871	2,287	2,786
同比增长率 (%)	19.21%	-36.08%	48.26%	22.23%	21.85%
每股收益（元/股）	2.40	1.53	2.27	2.77	3.38
ROE (%)	10.46%	6.34%	8.67%	9.69%	10.69%
市盈率 (P/E)	62.13	97.21	65.57	53.64	44.03

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,400	10,843	11,754	13,042
应收票据及账款	4,410	3,970	4,774	5,741
预付账款	196	224	270	324
其他应收款	137	123	148	178
存货	5,528	5,260	6,226	7,457
其他流动资产	2,222	2,118	2,202	2,302
流动资产总计	20,894	22,538	25,374	29,043
长期股权投资	188	178	168	159
固定资产	3,027	3,051	3,114	3,215
在建工程	1,770	1,835	1,846	1,802
无形资产	1,004	984	1,049	1,191
长期待摊费用	68	115	156	193
其他非流动资产	1,085	1,628	2,030	2,335
非流动资产合计	7,142	7,791	8,364	8,895
资产总计	28,036	30,329	33,738	37,938
短期借款	557	212	178	149
应付票据及账款	2,608	2,766	3,274	3,921
其他流动负债	3,910	4,746	5,671	6,806
流动负债合计	7,076	7,724	9,124	10,877
长期借款	84	78	68	55
其他非流动负债	970	970	970	970
非流动负债合计	1,054	1,047	1,038	1,025
负债合计	8,129	8,771	10,162	11,902
股本	824	824	824	824
资本公积	13,947	13,947	13,947	13,947
留存收益	5,132	6,794	8,827	11,303
归属母公司权益	19,903	21,566	23,598	26,075
少数股东权益	3	-8	-22	-38
股东权益合计	19,906	21,558	23,577	26,037
负债和股东权益合计	28,036	30,329	33,738	37,938

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,242	1,317	1,732	2,228
折旧与摊销	424	494	556	634
财务费用	-112	-13	-28	-33
投资损失	-98	-74	-74	-74
营运资金变动	-2,305	1,791	-490	-600
其他经营现金流	230	555	602	601
经营性现金净流量	-619	4,071	2,298	2,757
投资性现金净流量	-1,244	-1,082	-1,116	-1,151
筹资性现金净流量	199	-547	-270	-318
现金流量净额	-1,663	2,443	911	1,288

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,300	12,604	15,157	18,224
营业成本	5,300	6,491	7,684	9,203
税金及附加	57	66	80	96
销售费用	1,823	1,949	2,325	2,757
管理费用	556	561	671	734
研发费用	1,761	1,922	2,301	2,752
财务费用	-112	-13	-28	-33
资产减值损失	14	-44	-53	-64
信用减值损失	-141	-122	-147	-177
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	98	74	74	74
公允价值变动损益	37	0	0	0
资产处置收益	-1	0	0	0
其他收益	444	537	535	535
营业利润	1,366	2,073	2,532	3,083
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	20	14	14	14
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,352	2,065	2,524	3,076
所得税	110	205	251	306
净利润	1,242	1,860	2,273	2,770
少数股东损益	-20	-11	-14	-17
归属母公司股东净利润	1,262	1,871	2,287	2,786
EPS(元)	1.53	2.27	2.77	3.38

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-9.73%	22.37%	20.25%	20.24%
营业利润增长率	-36.20%	51.69%	22.15%	21.78%
归母净利润增长率	-36.08%	48.26%	22.23%	21.85%
经营现金流增长率	-567.15%	757.64%	-43.56%	20.01%
盈利能力				
毛利率	48.54%	48.50%	49.30%	49.50%
净利率	12.06%	14.75%	15.00%	15.20%
ROE	6.34%	8.67%	9.69%	10.69%
ROA	4.50%	6.17%	6.78%	7.34%
估值倍数				
P/E	97.21	65.57	53.64	44.03
P/S	11.91	9.73	8.09	6.73
P/B	6.16	5.69	5.20	4.70
股息率	0.13%	0.17%	0.21%	0.25%
EV/EBITDA	59	45	38	31

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。