

联影医疗 (688271.SH)

国内市场稳健增长，海外市场表现亮眼，AI 赋能战略坚定推进

联影医疗发布 2025 年半年度报告。2025H1 公司实现营业收入 60.16 亿元，同比增长 12.79%；归母净利润 9.98 亿元，同比增长 5.03%；扣非后归母净利润 9.66 亿元，同比增长 21.01%。分季度看，2025Q2 实现营业收入 35.38 亿元，同比增长 18.60%；归母净利润 6.28 亿元，同比增长 6.99%；扣非后归母净利润 5.87 亿元，同比增长 17.96%。

观点：招采需求稳步复苏，设备与服务协同增长，MR、XR 等产品增长靓丽，重点产品线海内外市场均有所突破。海外市场高速增长，高端市场与新兴市场均有所突破。AI 已赋能至各产品线，助力产品力提升，国产医学影像龙头强者恒强。

招采需求逐步复苏，公司业绩稳健增长，服务业务表现亮眼。2025H1 公司实现设备收入 48.90 亿元（同比+7.61%），服务收入 8.16 亿元（同比+32.21%），随着招采活动稳步恢复，设备与服务协同驱动公司业绩稳健增长。分产品线来看：

- **MR**：收入 19.68 亿元（同比+16.81%），市场份额持续稳健提升。1）5.0T：全国累计装机量突破 40 台，中国市场份额同比提升超过 20pct，增长势头强劲。2）3.0T：中国市场占有率同比提升超 5pct。
- **CT**：收入 15.15 亿元（同比-6.37%），公司高端 CT 产品不断取得突破：1）2025 年 7 月，自主研发的全球首创双宽体双源 CT 系统 uCT SiriuX 纳入创新医疗器械特别审查程序；2）uCT ATLAS Pro/Elite 等新一代旗舰产品逐步导入市场；3）2025 年 8 月 25 日，公司自主研发的中国首款光子计数能谱 CT uCT Ultima 获批上市，成为全球范围内首家实现光子计数能谱 CT 商业化落地的中国企业。
- **MI**：收入 8.41 亿元（同比+13.15%），截至 2025H1，公司累计实现全球 600 多台分子影像设备装机，覆盖中国、美国、日本、意大利、德国、法国等近 30 个国家和地区，其中美国市场 PET/CT 累计装机超 150 台，全球长轴 PET/CT 装机量居首。
- **XR**：收入 3.24 亿元（同比+26.36%），2025 年 5 月 uAngio AVIVA 系统获得美国 FDA 认证、6 月取得欧盟 CE 认证，成为首个且唯一同时获得 NMPA、CE 及 FDA 三重权威认证的国产 DSA 系统。
- **RT**：收入 2.42 亿元（同比持平），中国市场占有率同比提升约 18pct。

海内外双轮驱动成长，重点市场进展顺利。2025H1 年国内收入 48.73 亿元（同比+10.74%），海外收入 11.42 亿元（同比+22.49%），海外重点市场推进顺利。**北美市场**：高端影像设备已覆盖美国超过 70% 的州级行政区，累计装机超过 400 台/套，其中 PET/CT 设备部署超过 150 台。**欧洲市场**：销售、服务和运营体系加速完善，本地团队规模不断扩大，南欧及北欧稳步推进本地团队搭建。**新兴市场**：拉丁美洲与东南亚市场订单与收入均实现显著增长，首台 5T Jupiter 磁共振订单落在土耳其。海外各重点市场均取得积极进展，实现高端市场突破与新兴区域渗透的双重成果。

押注 AI 医疗，赋能全产品线实现提质增效。在 AI 医疗的时代浪潮下，公司所有影像诊断设备均实现了 AI 赋能，根据 FDA 发布的 AI 赋能医疗设备清单数据显示，联影医疗 AI 赋能设备获批数量超过 20 个，位居行业领先地位。**MR 领域**，uMR Jupiter 5T 通过 AI 赋能使成像速度提升 40%。**MI 领域**，uMI Panvivo 搭载了行业首款 AI 多核素迭代重建算法 uExcel DPR 2.0，将全身扫描时间缩短至 1 分钟，还通过 3.9 倍的信噪比提升强化了诊断信心。**XR 领域**，uDR Aurora 构建了从影像采集到诊断、质控的全链路 AI 闭环，实现了摄影效率提升 60%、辐射剂量降低 40% 以上的突破。坚定推进 AI 赋能战略，为公司在全球医学影像行业的长期领导地位提供了坚实支撑。

盈利预测与投资建议。我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 123.20、149.33、180.44 亿元，分别同比增长 19.6%、21.2%、20.8%；归母净利润分别为 19.12、25.05、31.69 亿元，分别同比增长 51.5%、31.0%、26.5%。

风险提示：研发失败风险；产业化不及预期风险；国际化开拓不及预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,411	10,300	12,320	14,933	18,044
增长率 yoy (%)	23.5	-9.7	19.6	21.2	20.8
归母净利润（百万元）	1,974	1,262	1,912	2,505	3,169
增长率 yoy (%)	19.2	-36.1	51.5	31.0	26.5
EPS 最新摊薄（元/股）	2.40	1.53	2.32	3.04	3.85
净资产收益率 (%)	10.5	6.3	8.8	10.4	11.7
P/E (倍)	62.1	97.2	64.2	49.0	38.7
P/B (倍)	6.5	6.2	5.7	5.1	4.5

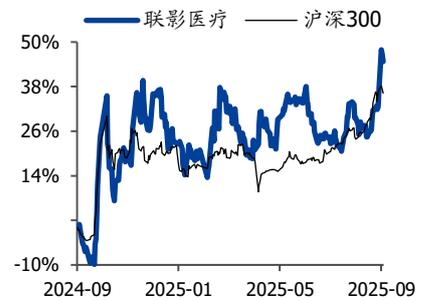
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 09 月 03 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	医疗器械
前次评级	买入
09 月 03 日收盘价（元）	148.84
总市值（百万元）	122,667.67
总股本（百万股）	824.16
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	5.98

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjinyang@gszq.com

分析师 杨芳

执业证书编号：S0680522030002

邮箱：yangfang@gszq.com

分析师 王震

执业证书编号：S0680525040002

邮箱：wangzhen1@gszq.com

相关研究

- 《联影医疗（688271.SH）：推出新一期股权激励计划，彰显长期发展信心》 2025-06-14
- 《联影医疗（688271.SH）：Q1 业绩迎来复苏，海外高端与新兴市场取得双重突破》 2025-05-05
- 《联影医疗（688271.SH）：投资联影智能，积极拥抱 AI 医疗革命》 2024-12-22

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20228	20894	23208	26741	31782
现金	7584	8400	11637	12651	14412
应收票据及应收账款	3233	4360	3804	5054	6438
其他应收款	80	137	120	150	199
预付账款	148	196	215	240	308
存货	3893	5528	5038	6245	8006
其他流动资产	5290	2272	2394	2402	2418
非流动资产	5108	7142	7377	7377	7377
长期投资	73	188	188	188	188
固定资产	2212	2944	2944	2944	2944
无形资产	828	1004	1004	1004	1004
其他非流动资产	1995	3006	3241	3241	3241
资产总计	25336	28036	30585	34118	39159
流动负债	5798	7076	7765	8949	11028
短期借款	9	557	557	557	557
应付票据及应付账款	1919	2608	2650	3089	3964
其他流动负债	3870	3910	4557	5302	6506
非流动负债	657	1054	1125	1125	1125
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	657	1054	1125	1125	1125
负债合计	6455	8129	8889	10074	12153
少数股东权益	15	3	-8	-25	-55
股本	824	824	824	824	824
资本公积	13910	13947	13947	13947	13947
留存收益	4637	5596	7400	9765	12758
归属母公司股东权益	18866	19903	21704	24070	27062
负债和股东权益	25336	28036	30585	34118	39159

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	133	-619	3533	1031	1798
净利润	1978	1242	1900	2488	3139
折旧摊销	358	424	0	0	0
财务费用	16	-21	0	0	0
投资损失	-110	-98	-84	-130	-151
营运资金变动	-2139	-2221	1724	-1335	-1201
其他经营现金流	30	55	-7	8	11
投资活动现金流	-1565	-1244	-240	122	140
资本支出	-1076	-1946	-244	-8	-11
长期投资	-634	592	0	0	0
其他投资现金流	145	109	4	130	151
筹资活动现金流	-662	199	-56	-140	-177
短期借款	-6	548	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	45	37	0	0	0
其他筹资现金流	-701	-386	-56	-140	-177
现金净增加额	-2095	-1663	3237	1013	1762

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11411	10300	12320	14933	18044
营业成本	6039	5300	6263	7517	8968
营业税金及附加	69	57	65	84	99
营业费用	1609	1823	2119	2539	3031
管理费用	561	556	641	747	884
研发费用	1729	1761	2033	2434	2905
财务费用	-149	-112	-183	-253	-275
资产减值损失	-43	14	0	0	0
其他收益	586	444	651	734	873
公允价值变动收益	-6	37	0	0	0
投资净收益	110	98	84	130	151
资产处置收益	0	-1	0	-1	-1
营业利润	2142	1366	2118	2729	3455
营业外收入	11	6	6	7	6
营业外支出	10	20	14	15	16
利润总额	2142	1352	2110	2722	3445
所得税	164	110	210	234	306
净利润	1978	1242	1900	2488	3139
少数股东损益	3	-20	-11	-17	-30
归属母公司净利润	1974	1262	1912	2505	3169
EBITDA	2246	1544	1927	2468	3170
EPS (元/股)	2.40	1.53	2.32	3.04	3.85

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	23.5	-9.7	19.6	21.2	20.8
营业利润(%)	11.1	-36.2	55.0	28.9	26.6
归属母公司净利润(%)	19.2	-36.1	51.5	31.0	26.5
获利能力					
毛利率(%)	47.1	48.5	49.2	49.7	50.3
净利率(%)	17.3	12.3	15.5	16.8	17.6
ROE(%)	10.5	6.3	8.8	10.4	11.7
ROIC(%)	9.1	5.0	7.8	9.1	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	25.5	29.0	29.1	29.5	31.0
净负债比率(%)	-39.2	-38.7	-50.5	-49.8	-50.9
流动比率	3.5	3.0	3.0	3.0	2.9
速动比率	2.7	2.1	2.2	2.2	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	4.4	2.7	3.0	3.4	3.1
应付账款周转率	3.5	2.9	2.9	3.2	3.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.40	1.53	2.32	3.04	3.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	-0.75	4.29	1.25	2.18
每股净资产(最新摊薄)	22.89	24.15	26.34	29.20	32.84
估值比率					
P/E	62.1	97.2	64.2	49.0	38.7
P/B	6.5	6.2	5.7	5.1	4.5
EV/EBITDA	47.0	62.5	58.0	44.8	34.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年09月03日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com