

公司评级 **增持（维持）**
报告日期 2025 年 09 月 12 日

基础数据

09 月 11 日收盘价（元）	154.99
总市值（亿元）	1,277.36
总股本（亿股）	8.24

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证医药】联影医疗：创新引领长期发展，海外延续高增长-2025.04.30

【兴证医药】联影医疗（688271.SH）2024 年三季报点评：短期业绩波动不改长期市场需求-2024.11.07

分析师：黄翰漾

 S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：孙媛媛

 S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：东楠

 S0190521030001
dongnan@xyzq.com.cn

联影医疗(688271.SH)

重回稳健增长轨道，创新引领长期发展

投资要点：

- **事件：**联影医疗发布 2025 年中报。2025 上半年，公司实现营业收入 60.16 亿元，同比增长 12.79%；实现归母净利润 9.98 亿元，同比增长 5.03%；实现扣非归母净利润 9.66 亿元，同比增长 21.01%；实现经营现金流净额 0.49 亿元。
- **经营质效双升，收入结构持续优化。**2025 上半年，公司销售医学影像诊断及放射治疗设备收入 48.90 亿元，同比+7.61%，其中 CT 营收 15.15 亿元，MR 营收 19.68 亿元（同比+16.81%），MI 营收 8.41 亿元（同比+13.15%），XR 营收 3.24 亿元（同比+26.36%），RT 营收 2.42 亿元；提供维修服务收入 8.16 亿元，同比+32.21%；软件收入 0.29 亿元，同比-7.73%；其他业务收入 2.82 亿元，同比+99.02%。公司境内营收 48.73 亿元，同比+10.74%，根据公司中报数据，公司在中国医学影像与放射治疗设备的综合市场占有率同比提升 3.4 个百分点，位列行业第二，市场格局稳健攀升、持续突破；境外营收 11.42 亿元，同比+22.49%，营收占比提升至 18.99%，当前公司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，海外业务将回到更为快速的收入增长区间。
- **创新引领长期发展，公司产品竞争力不断提升。**CT 领域，公司开发的中国首款光子计数 CT 已获批上市，世界首款双宽体双源 CT 已纳入国家创新医疗器械特别审查通道，在成像速度、覆盖范围与能谱精准度等维度实现系统性飞跃，同时突破传统静态 CT 的局限，率先实现对动态结构、血流过程与功能代谢的多维实时观测；MR 领域，公司推出的全球首创的 uMR Ultra 系统以动态高清成像技术提升软组织诊断清晰度，有望显著提升 MR 的临床价值；MI 领域，公司持续保持在全身长轴 PET/CT 领域的全球领先地位，并持续推动 PET/MR 的临床应用与普及；XR 领域，国产首个且目前唯一获得中、美、欧三地准入的零噪声 DSA 系统 uAngio AVIVA 则在低剂量高清图像方向上刷新了行业信噪比的新标准；RT 领域，公司推出了一体化 CT 引导直线加速器，及首个 NMPA 获批人工智能驱动器官及肿瘤勾画软件 uIPW 等软硬件产品，构建了一体化自主可控的放疗全流程解决方案。上述创新研发将有效增强公司的综合竞争力，为公司不断提升行业市占率提供有力保障。此外，公司的超声产线蓄势待发，通过构建超高通道硬件系统与智能算法驱动的成像软件平台，公司形成从超高端设备到掌上无线设备的全线矩阵，覆盖心血管、神经、妇产、重症等多元临床场景，多款新型设备已进入临床验证阶段，有望为公司带来新的业务亮点。
- **盈利预测与评级：公司已重回稳健增长轨道。**受市场环境影响，公司 2024 年业务发生量略有下降，同时公司持续加大业务拓展特别是海外的投入，销售费用同比有所上升，故 2024 年公司净利润下滑幅度较大；2025 上半年，公司已迎来业绩拐点，未来有望延续良好增长态势。医学影像设备是医疗器械行业中技术壁垒较高、市场容量较大的细分板块之一，近年来在相关行业政策的推动下迎来供给与需求端的共振。公司作为国产影像设备龙头企业，国内市场份额有望持续提升，同时我们亦看好公司在海外地区的业务拓展，我们调整了公司的盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 20.07 亿元、24.58 亿元、29.75 亿元，对应 9 月 11 日收盘价，PE 分别为 63.7、52.0、42.9 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业政策变动超预期，产品放量不及预期风险，行业竞争加剧风险，研发风险，海外业务拓展不及预期风险，国际贸易摩擦风险，原材料价格波动风险，核心零部件采购风险，知识产权纠纷风险，联影医疗为我司做市企业等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	10300	12413	14945	17988
同比增长	-9.7%	20.5%	20.4%	20.4%
归母净利润（百万元）	1262	2007	2458	2975
同比增长	-36.1%	59.0%	22.5%	21.0%
毛利率	48.5%	48.6%	49.4%	50.0%
ROE	6.3%	9.4%	10.7%	11.8%
每股收益（元）	1.53	2.43	2.98	3.61
市盈率	101.2	63.7	52.0	42.9

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20894	21381	22857	25496
货币资金	8400	6509	6662	8046
交易性金融资产	1706	2132	1503	364
应收票据及应收账款	4360	5083	5829	6693
预付款项	196	219	241	309
存货	5528	6612	7714	9053
其他	704	826	908	1032
非流动资产	7142	8598	9923	11345
长期股权投资	188	236	301	377
固定资产	2944	3092	3279	3481
在建工程	1770	2758	3789	4869
无形资产	1004	1071	1093	1119
商誉	22	22	22	22
其他	1214	1419	1440	1477
资产总计	28036	29979	32780	36841
流动负债	7076	7558	8655	10668
短期借款	557	5	5	5
应付票据及应付账款	2608	2700	3107	3977
其他	3910	4853	5543	6685
非流动负债	1054	1123	1116	1102
长期借款	0	0	0	0
其他	1054	1123	1116	1102
负债合计	8129	8680	9771	11770
股本	824	824	824	824
未分配利润	5184	6290	7648	9292
少数股东权益	3	-9	-25	-54
股东权益合计	19906	21298	23008	25071
负债及权益合计	28036	29979	32780	36841

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1262	2007	2458	2975
折旧和摊销	424	551	624	681
营运资金的变动	-2221	-938	-976	-509
经营活动产生现金流量	-619	1657	2092	3109
资本支出	-1946	-1975	-1844	-1979
长期投资	592	-464	521	1009
投资活动产生现金流量	-1244	-2436	-1198	-824
债权融资	546	-574	-7	-14
股权融资	94	0	0	0
融资活动产生现金流量	199	-1114	-747	-909
现金净变动	-1663	-1891	153	1383

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10300	12413	14945	17988
营业成本	5300	6380	7560	8998
税金及附加	57	65	84	98
销售费用	1823	1986	2436	2968
管理费用	556	583	717	881
研发费用	1761	1899	2301	2788
财务费用	-112	-116	-89	-96
投资收益	98	85	130	150
公允价值变动收益	37	0	0	0
信用减值损失	-141	-98	-99	-113
资产减值损失	14	-35	-21	-14
营业利润	1366	2222	2678	3244
营业外收支	-15	-7	-7	-10
利润总额	1352	2215	2671	3234
所得税	110	220	229	287
净利润	1242	1995	2442	2947
少数股东损益	-20	-12	-17	-28
归属母公司净利润	1262	2007	2458	2975
EPS(元)	1.53	2.43	2.98	3.61

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-9.7%	20.5%	20.4%	20.4%
营业利润增长率	-36.2%	62.7%	20.5%	21.1%
归母净利润增长率	-36.1%	59.0%	22.5%	21.0%
盈利能力				
毛利率	48.5%	48.6%	49.4%	50.0%
归母净利率	12.3%	16.2%	16.4%	16.5%
ROE	6.3%	9.4%	10.7%	11.8%
偿债能力				
资产负债率	29.0%	29.0%	29.8%	31.9%
流动比率	2.95	2.83	2.64	2.39
速动比率	2.06	1.83	1.63	1.43
营运能力				
资产周转率	38.6%	42.8%	47.6%	51.7%
每股资料(元)				
每股收益	1.53	2.43	2.98	3.61
每股经营现金	-0.75	2.01	2.54	3.77
估值比率(倍)				
PE	101.2	63.7	52.0	42.9
PB	6.4	6.0	5.5	5.1

分析师声明

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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为联影医疗(688271)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn