

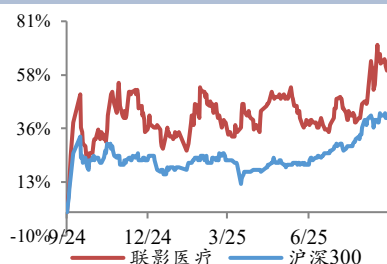
2025Q2 收入提速，市场竞争力持续提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-22

收盘价（元）	145.93
近 12 个月最高/最低（元）	164.50/ 92.61
总股本（百万股）	824
流通股本（百万股）	824
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	1,203
流通市值（亿元）	1,203

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】公司点评联影医疗：海外业务快速拓展，静待市场需求释放 2025-05-03
2. 【华安医药】公司点评联影医疗：业绩短期承压，静待招采复苏 2024-11-05

主要观点：

➤ 事件：

公司近期发布 2025 年半年度报告：2025 年上半年，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%；扣非归母净利润 9.66 亿元，同比增长 21.01%。

其中，公司第二季度实现营业收入 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%；扣非归母净利润 5.87 亿元，同比增长 17.96%。

➤ 事件点评

● 2025Q2 业绩改善，国内外业务均实现正增长

2025Q2，公司营业收入 35.38 亿元，同比增长 18.60%，收入增速较 2025Q1 显著提升，主要系 2025Q2 国内终端招采持续恢复，公司库存去化顺利，设备和服务均实现较快增长。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%）。

2025 年上半年，分产品来看：

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：2025 年 7 月，自主研发的全球首创双宽体双源 CT 系统 uCTSiriuX 纳入创新医疗器械特别审查程序；uCTATLASPro/Elite 等新一代旗舰产品逐步导入市场；2025 年 8 月 25 日，公司自主研发的中国首款光子计数能谱 CTuCTUltima 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 uAngioAVIVA 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。

● 海外市场占比稳步提升，服务收入保持高增长

2025 年上半年，公司海外收入同比增长 22.48%至 11.42 亿元，收入占比达 18.99%，成为带动整体增长的重要引擎。北美、欧洲、印度、拉丁美洲及新兴市场均实现多笔订单签约。目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。

2025 年上半年，公司服务收入达 8.16 亿元，同比增长 32.21%，占总营收比重提升至 13.56%，海外市场的服务收入增速尤为突出。凭借长期合作模式与深度价值服务，公司用户黏性不断增强，服务价值持续提升。随着装机基数扩大和市占率稳步提升，服务业务预计将保持持续增长，并进一步带动整体盈利能力提升，为研发投入、全球布局及战略性资源配置奠定坚实基础。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 121.64/144.88/176.12 亿元，收入增速分别为 18.1%、19.1%、21.6%，2025-2027 年归母净利润分别实现 18.02/24.07/32.60 亿元（2025-2027 年前值预测为 18.02/24.08/32.59 亿元），增速分别为 42.8%、33.6%、35.5%，2025-2027 年 EPS 预计分别为 2.19/2.92/3.96 元，对应 2025-2027 年的 PE 分别为 68x/51x/37x，维持“买入”评级。

● 风险提示

产能投产不及预期风险；
新业务增长不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10300	12164	14488	17612
收入同比 (%)	-9.7%	18.1%	19.1%	21.6%
归属母公司净利润	1262	1802	2407	3260
净利润同比 (%)	-36.1%	42.8%	33.6%	35.5%
毛利率 (%)	48.5%	50.2%	51.3%	52.3%
ROE (%)	6.3%	8.4%	10.1%	12.1%
每股收益 (元)	1.54	2.19	2.92	3.96
P/E	82.08	67.64	50.64	37.39
P/B	5.23	5.65	5.12	4.53
EV/EBITDA	62.49	46.93	36.76	27.83

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20894	22427	25723	30357	营业收入	10300	12164	14488	17612
现金	8400	12574	14554	17432	营业成本	5300	6055	7056	8399
应收账款	4359	3037	3642	4378	营业税金及附加	57	79	91	106
其他应收款	137	102	122	150	销售费用	1823	1849	2188	2642
预付账款	196	190	215	261	管理费用	556	633	753	881
存货	5528	4107	4755	5671	财务费用	-112	-142	-225	-265
其他流动资产	2273	2417	2436	2464	资产减值损失	14	0	0	0
非流动资产	7142	7505	7549	7582	公允价值变动收益	37	0	0	0
长期投资	188	188	188	188	投资净收益	98	12	29	35
固定资产	2944	2944	2936	2919	营业利润	1366	2095	2755	3595
无形资产	1004	1076	1134	1200	营业外收入	6	2	2	10
其他非流动资产	3006	3297	3291	3275	营业外支出	20	20	20	5
资产总计	28036	29932	33272	37939	利润总额	1352	2077	2737	3600
流动负债	7076	7243	8317	9936	所得税	110	270	328	360
短期借款	557	557	557	556	净利润	1242	1807	2409	3240
应付账款	2088	1912	2180	2626	少数股东损益	-20	5	2	-20
其他流动负债	4430	4774	5579	6754	归属母公司净利润	1262	1802	2407	3260
非流动负债	1054	1125	1125	1125	EBITDA	1544	2344	2939	3777
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.54	2.19	2.92	3.96
其他非流动负债	1054	1125	1125	1125					
负债合计	8129	8368	9442	11060					
少数股东权益	3	8	10	-10					
股本	824	824	824	824					
资本公积	13947	13909	13909	13909					
留存收益	5132	6823	9088	12155					
归属母公司股东权益	19903	21556	23821	26888					
负债和股东权益	28036	29932	33272	37939					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-619	5154	2608	3534	成长能力				
净利润	1242	1807	2409	3240	营业收入	-9.7%	18.1%	19.1%	21.6%
折旧摊销	424	408	426	442	营业利润	-36.2%	53.3%	31.5%	30.5%
财务费用	-21	26	26	26	归属于母公司净利润	-36.1%	42.8%	33.6%	35.5%
投资损失	-98	-12	-29	-35	获利能力				
营运资金变动	-2221	2920	-243	-135	毛利率 (%)	48.5%	50.2%	51.3%	52.3%
其他经营现金流	3518	-1109	2669	3370	净利率 (%)	12.3%	14.8%	16.6%	18.5%
投资活动现金流	-1244	-859	-459	-434	ROE (%)	6.3%	8.4%	10.1%	12.1%
资本支出	-1946	-735	-488	-470	ROIC (%)	5.0%	7.6%	9.0%	10.9%
长期投资	592	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	109	-124	29	35	资产负债率 (%)	29.0%	28.0%	28.4%	29.2%
筹资活动现金流	199	-121	-169	-221	净负债比率 (%)	40.8%	38.8%	39.6%	41.1%
短期借款	548	0	0	-2	流动比率	2.95	3.10	3.09	3.06
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.06	2.41	2.41	2.38
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	37	-38	0	0	总资产周转率	0.39	0.42	0.46	0.49
其他筹资现金流	-386	-82	-169	-219	应收账款周转率	2.72	3.29	4.34	4.39
现金净增加额	-1663	4174	1980	2878	应付账款周转率	2.87	3.03	3.45	3.50

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	1.54	2.19	2.92	3.96	P/E	82.08	67.64	50.64	37.39
每股经营现金流	-0.75	6.25	3.16	4.29	P/B	5.23	5.65	5.12	4.53
每股净资产	24.15	26.16	28.90	32.63	EV/EBITDA	62.49	46.93	36.76	27.83

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李婵，医疗行业研究员，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。