

招投标持续改善，下半年有望高增长

核心观点

展望下半年，今年前三个季度的部分订单有望在下半年陆续确认收入，Q3 业绩在去年同期低基数下有望实现高增长，收入有望实现50%以上的增长，净利润有望实现扭亏为盈，全年业绩增速预计将呈现前低后高的节奏。同时，国内新一轮设备更新政策预计在下半年将逐步落地，行业采购需求有望持续改善。在海外市场，公司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。

事件

公司发布 2025 年中报：

2025H1 公司营收为 60.16 亿元（+13%），归母净利润为 9.98 亿元（+5%），扣非归母净利润为 9.66 亿元（+21%），基本每股收益为 1.21 元/股。2025 年上半年利润分配及资本公积金转增股本预案为：每 10 股派发现金红利人民币 1.3 元（含税），本次利润分配不送红股，不以公积金转增股本。

简评

Q2 业绩略超预期，24Q4 以来国内订单显著改善

2025H1 公司营收为 60.16 亿元（+13%），归母净利润为 9.98 亿元（+5%），扣非归母净利润为 9.66 亿元（+21%）；2025Q2 公司营收为 35.38 亿元（+19%），归母净利润为 6.28 亿元（+7%），扣非归母净利润为 5.87 亿元（+18%），业绩略超预期。Q2 收入环比 Q1 提升 43%，主要由于 2024Q4 以来国内医疗设备更新政策逐步落地，公司国内订单显著改善，部分订单在二季度陆续确认收入。上半年归母净利润增速低于扣非归母净利润增速，主要系去年非经常性损益（政府补助等）基数相对较高所致。

联影医疗 (688271.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

发布日期：2025 年 10 月 13 日

当前股价：151.70 元

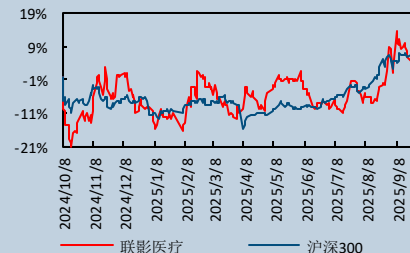
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
6.98/6.34	18.33/4.94	31.96/6.20
12 月最高/最低价 (元)		158.30/110.35
总股本 (万股)		82,415.80
流通 A 股 (万股)		82,415.80
总市值 (亿元)		1,250.25
流通市值 (亿元)		1,250.25
近 3 月日均成交量 (万)		583.64
主要股东		

联影医疗技术集团有限公司	20.33%
--------------	--------

股价表现



国内市占率稳步提升，服务收入维持高增长态势

分产品线来看，上半年 CT 产品收入为 15.15 亿元（-6.37%），其中高端及超高端 CT 全球累计装机超过 700 台；MR 产品收入为 19.68 亿元（+16.81%），其中>3.0T 超高场磁共振中国市场份额同比提升超过 20 个百分点，uMR Jupiter 5T 全国累计装机量突破 40 台，3.0T MR 中国市占率同比提升超 5 个百分点；MI 产品收入为 8.41 亿元（+13.15%），其中 PET-CT 产品中国市场占有率连续十年保持市场第一，累计实现全球 600 多台分子影像设备装机；XR 产品收入为 3.24 亿元（+26.36%），其中 IXR（介入 X 射线机）产品销售收入同比增速超过 190%；RT 产品收入为 2.42 亿元（同比持平），中国市场占有率同比大幅提升近 18 个百分点。上半年服务业务收入同比增长 32.21%至 8.16 亿元，占总收入比重为 13.56%，随着公司产品装机量的增加、售后服务体系的持续完善，未来服务收入占比有望稳步提升。

分地区来看，2025H1 中国市场收入为 48.73 亿元，同比增长 10.74%；根据公司中报，2025H1 公司医学影像与放射治疗设备综合市场占有率同比提升 3.4 个百分点，中国市场占有率位列行业第二。海外市场收入为 11.42 亿元，同比增长 22.48%，占总收入比重提升至 18.99%。

下半年业绩有望实现高增长，国内新一轮设备更新政策将逐步落地，海外收入增长有望提速

在 2024 年国内医疗设备更新项目逐步落地以及部分常规采购需求释放的背景下，国内医疗设备采购需求自 24Q4 以来持续改善，考虑从订单到收入确认有一定的时间周期，公司报表业绩改善相比订单改善存在一定的滞后。展望下半年，今年前三个季度的部分订单有望在下半年陆续确认收入，Q3 业绩在去年同期低基数下有望实现高增长，收入有望实现 50%以上的增长，净利润有望实现扭亏为盈，全年业绩增速预计将呈现前低后高的节奏。同时，国内新一轮设备更新政策预计在下半年将逐步落地，行业采购需求有望持续改善。在海外市场，公司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。此外，公司各产品线中高端产品收入占比均稳步提升，建议关注公司 5.0T MR、uAngio AVIVA、uMI Panorama、光子计数能谱 CT 等高端产品在国内外放量趋势。

现金流显著改善，费用管控良好

2025 年上半年，公司销售毛利率为 47.93%，同比下降 2.45pct，主要和收入结构变化、国内部分地区设备集采等因素有关。期间费用率为 31.79%，同比下降 3.66pct，费用管控良好。其中销售费用率为 15.60%，同比下降 1.12pct；研发费用率为 12.74%，同比下降 2.75pct，维持在行业高位区间，研发费用达到 7.66 亿元，持续聚焦下一代平台技术与关键产品的突破；管理费用率为 4.28%，同比下降 0.20pct；财务费用率为-0.82%，同比增加 0.40pct。经营活动产生的现金流净额为 0.49 亿元（上年同期为-6.25 亿元），主要系公司销售回款显著改善所致。应收账款周转天数为 141.21 天，同比增加 8.88 天；存货周转天数为 333.58 天，同比增加 43.44 天，预计主要系原材料采购及战略备货增加所致。其他财务指标基本正常。

看好公司长期发展前景和投资价值

公司是国产医学影像设备龙头，长期增长动力强劲。短期来看，在 2025 年新一轮设备更新项目落地的驱动下，国内行业招投标有望延续上半年的改善趋势，同时海外收入下半年有望加速增长，下半年整体业绩在低基数下有望实现高增长；同时，国内大型医用设备配置证调整政策有助于公司中高端及高端产品需求逐步释放，核心零部件、产品力、品牌、渠道等多方面优势下市场份额有望提升。中期来看，海外市场成长空间广阔，公司海外收入占比持续提升，有望为集团整体增长贡献弹性。长期来看，公司持续加大研发投入，产品持续迭代升级，有望维持行业领先地位。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 125.05 亿元、150.19 亿元和 182.53

亿元，分别同比增长 21%、20%和 22%，预计归母净利润分别为 19.57 亿元、23.44 亿元和 28.79 亿元，分别同比增长 55%、20%和 23%，25 年归母净利润增速预计远高于收入端，主要考虑 24 年利润基数相对较低。维持“买入”评级。

风险提示

1、行业政策风险：由于医疗行业合规要求提升等行业政策因素导致部分地区招标需求受到影响，以及国内医疗设备采购需求跟政策相关度较高，存在本报告给出的业绩预测可能达不到的风险；国内医疗设备集采造成公司市场份额和毛利率水平下降的风险；中美关税政策对公司零部件采购和整体业绩影响的风险；2025 年新一轮医疗设备以旧换新政策执行进度不及预期的风险。

2、公司部分产品的核心部件依赖外购，可能产生短期缺货或成本上升的风险；关键核心技术被侵权或技术秘密被泄露的风险；人才短缺及流失风险。

3、市场竞争加剧，公司市场份额下降的风险；如公司研发进度落后或研发成果未能契合临床需求，将产生新产品上市后销售不及预期，市场竞争力下降的风险。

4、政府补助金额波动较大，造成利润增速可能有所波动的风险；毛利率水平波动甚至下降的风险；应收账款无法收回的风险；存货跌价准备损失风险。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10300	12505	15019	18253
增长率(%)	-10%	21%	20%	22%
归属母公司股东净利润	1262	1957	2344	2879
增长率(%)	-36%	55%	20%	23%
每股收益(元/股)	1.53	2.37	2.84	3.49
市盈率(P/E)	99	64	53	43

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2025 年9 月 30 日

图表2： 财务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）					
流动资产	20,227.81	20,893.84	23,691.97	28,086.19	33,575.86
现金	7,584.23	8,400.00	11,250.31	12,983.73	15,306.35
应收账款	3,300.27	4,410.12	4,357.23	5,483.85	6,754.91
其他应收款	79.91	137.49	131.31	163.21	203.67
预付账款	147.67	195.78	217.42	258.10	320.45
存货	3,893.42	5,528.38	5,560.83	6,892.51	8,540.25
其他流动资产	5,222.31	2,222.07	2,174.86	2,304.78	2,450.22
非流动资产	5,108.33	7,141.85	6,448.57	5,654.52	4,836.10
长期投资	73.42	187.80	182.80	177.80	172.80
固定资产	2,315.28	3,026.88	2,801.46	2,529.83	2,211.97
无形资产	828.05	1,004.33	882.66	751.85	611.89
其他非流动资产	1,891.58	2,922.83	2,581.65	2,195.04	1,839.44
资产总计	25,336.14	28,035.69	30,140.54	33,740.70	38,411.96
流动负债	5,797.95	7,075.75	7,422.71	8,901.53	10,953.66
短期借款	9.18	557.49	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,918.69	2,607.83	2,779.43	3,363.33	4,172.89
其他流动负债	3,870.08	3,910.43	4,643.28	5,538.20	6,780.76
非流动负债	656.77	1,053.70	1,021.46	991.14	963.70
长期借款	117.28	84.00	51.76	21.44	-6.01
其他非流动负债	539.49	969.70	969.70	969.70	969.70
负债合计	6,454.72	8,129.45	8,444.17	9,892.67	11,917.35
少数股东权益	15.06	3.08	-12.56	-33.67	-61.91
股本	824.16	824.16	824.16	824.16	824.16
资本公积	13,910.40	13,947.48	13,947.48	13,947.48	13,947.48
留存收益	4,131.79	5,131.53	6,937.29	9,110.07	11,784.88
归属母公司股东权益	18,866.35	19,903.17	21,708.92	23,881.70	26,556.52
负债和股东权益	25,336.14	28,035.69	30,140.54	33,740.70	38,411.96
利润表（百万元）					
营业收入	11,410.77	10,300.10	12,505.45	15,018.56	18,252.98
营业成本	5,878.58	5,300.16	6,442.11	7,747.26	9,422.04
营业税金及附加	69.49	56.78	68.51	83.98	101.13
营业费用	1,769.51	1,823.19	1,938.34	2,297.84	2,774.45
管理费用	560.71	555.97	662.79	765.95	930.90
研发费用	1,728.54	1,761.47	1,938.34	2,387.95	2,883.97
财务费用	-148.89	-112.29	-18.97	-40.63	-49.13
资产减值损失	-42.89	13.84	25.01	60.07	91.26
信用减值损失	-58.98	-140.72	-72.53	-52.56	-54.76
其他收益	586.27	444.19	516.25	570.00	630.00

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
公允价值变动收益	-6.06	37.00	30.00	50.00	80.00
投资净收益	110.35	98.07	145.00	125.00	155.00
资产处置收益	0.01	-0.87	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,141.52	1,366.36	2,118.05	2,528.73	3,091.11
营业外收入	10.53	5.55	10.00	15.00	25.00
营业外支出	9.79	20.19	15.18	15.00	13.00
利润总额	2,142.25	1,351.71	2,112.87	2,528.73	3,103.11
所得税	164.50	109.78	171.60	205.38	252.03
净利润	1,977.75	1,241.92	1,941.27	2,323.35	2,851.08
少数股东损益	3.46	-19.95	-15.63	-21.11	-28.24
归属母公司净利润	1,974.29	1,261.87	1,956.90	2,344.47	2,879.32

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	132.51	-619.02	3,447.93	1,775.30	2,336.66
净利润	1,977.75	1,241.92	1,941.27	2,323.35	2,851.08
折旧摊销	357.76	424.35	730.94	786.30	807.69
财务费用	-148.89	-112.29	-18.97	-40.63	-49.13
投资损失	-110.35	-98.07	-145.00	-125.00	-155.00
营运资金变动	-2,179.35	-2,305.19	956.64	-1,181.98	-1,114.93
其他经营现金流	235.58	230.25	-16.94	13.26	-3.04
投资活动现金流	-1,564.84	-1,244.31	124.28	119.49	168.77
资本支出	1,153.80	1,515.52	0.00	0.00	0.00
长期投资	-633.66	591.86	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,084.97	-3,351.69	124.28	119.49	168.77
筹资活动现金流	-662.17	198.97	-721.90	-161.37	-182.82
短期借款	-6.47	548.31	-557.49	0.00	0.00
长期借款	15.51	-33.28	-32.24	-30.32	-27.45
其他筹资现金流	-671.21	-316.05	-132.17	-131.05	-155.37
现金净增加额	-2,095.15	-1,662.78	2,850.31	1,733.42	2,322.62

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

朱琪璋

医疗器械和医疗服务团队分析师，法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖医疗设备、高值耗材板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk