

DR 产品国内份额保持领先，下半年收入有望实现稳健增长

核心观点

展望下半年，公司收入有望实现 20% 或以上的增长。在国内市场，随着新一轮设备更新政策逐步落地，行业招投标有望持续改善，公司 DR 等优势品类国内市场份额有望保持领先，CT 和 MR 市场份额有望逐步提升，其中 3.0T MR、64 排 CT 等新产品有望快速放量；在海外市场，公司收入体量仍然较低，在产品销售品类不断丰富、空白市场持续开拓、本地化销售和服务体系逐步完善的驱动下，有望维持高增长态势。

事件

公司发布 2025 年半年报

2025 年上半年公司实现收入 8.43 亿元，同比增长 20%；归母净利润 0.51 亿元，同比下降 39%；扣非归母净利润 0.36 亿元，同比下降 56%。基本每股收益为 0.07 元/股。此外，公司发布股份回购公告，回购金额为 3000-6000 万元，回购股份价格不超过 25 元/股，用于员工持股计划或股权激励。

简评

业绩符合预期，净利润短期有所承压，DR 产品收入实现高增长

2025 年上半年，公司营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 8.43 亿元（+20%）、0.51 亿元（-39%）和 0.36 亿元（-56%），业绩符合预期。2025Q2 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 4.70 亿元（+20%）、0.16 亿元（-68%）、0.12 亿元（-75%）。

公司收入实现稳健增长，主要由于国内 DR 产品在集采项目中中标数量较多，带动国内 DR 产品收入实现高增长，同时海外市场延续去年的高增长态势。净利润下滑幅度较大，一方面由于毛利率受产品结构变化、集采项目中标等因素影响有所下降，另一方面由于公司加大市场和研发等费用投入，导致期间费用率有所增加，进而导致净利率显著下降。

万东医疗 (600055.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 14 日

当前股价：17.70 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
-3.07/-5.42	2.31/-9.25	21.23/1.65
12 月最高/最低价 (元)		18.90/13.20
总股本 (万股)		70,306.11
流通 A 股 (万股)		70,306.11
总市值 (亿元)		124.44
流通市值 (亿元)		124.44
近 3 月日均成交量 (万)		815.06
主要股东		

美的集团股份有限公司 45.46%

股价表现



展望下半年，公司收入有望延续上半年的增长态势

展望下半年，公司收入有望实现 20%或以上的增长。在国内市场，随着新一轮设备更新政策逐步落地，行业招投标有望持续改善，公司 DR 等优势品类国内市场份额有望保持领先，CT 和 MR 市场份额有望逐步提升，其中 3.0T MR、64 排 CT 等新产品有望快速放量；在海外市场，公司收入体量仍然较低，在产品销售品类不断丰富、空白市场持续开拓、本地化销售和服务体系逐步完善的驱动下，有望维持高增长态势。

公司产品结构向中高端突破，海外业务潜力较大

在国内市场，公司智慧医共体解决方案累计交付 1200 套，县域覆盖率提升至 85%，服务网络深入 22 省基层医疗机构。2025 年上半年，公司 DR 产品市占率稳居国内第一，小于 64 排 CT 市场份额突破 20%；公司将会持续推进高端 DR、高端 CT、高端 MR 等新产品的研发，丰富产品矩阵，逐步提高公司在国内高端医疗影像市场的地位。在海外市场，上半年公司新突破泰国、印尼、阿根廷、墨西哥、法国等 20+ 空白市场，开辟新客户 60+ 个，战略品类 DR、CT 实现同比翻倍增长；公司持续深化本地化运营能力，布局巴西、意大利、摩洛哥本地 SKD 制造，筹备全球 5 大区域性服务中心，本地外籍人员比例进一步提升至 30%。未来随着海外市场持续开拓以及产品销售品类逐渐增加，海外市场有望维持高增长态势，长期成长潜力较大。此外，公司持续打造“设备+AI+远程诊断”平台，覆盖基层医疗机构超 7000 家，日均处理远程影像诊断 6 万例，实现商业模式从硬件销售向服务化转型。

毛利率受产品结构变化、集采的影响有所下降，市场和研发投入持续加大

2025 年上半年，公司毛利率为 35.16%，同比下降 4.38 个百分点，主要受产品结构变化、集采产品降价等因素的影响。销售费用率为 13.86%，同比下降 0.42 个百分点，销售费用同比增加 16.90%，主要系市场投入加大所致；管理费用率为 6.38%，同比提升 0.94 个百分点，主要系公司推动管理力量输入及强化人员激励所致；财务费用率为-2.67%，同比提升 2.33 个百分点，主要系利率下调，导致利息收入减少所致；研发费用率为 12.72%，同比提升 1.44 个百分点，主要系公司持续加大研发投入所致。公司经营活动产生的现金流量净额为-3.35 亿元（上年同期为 110 万元），主要系销售回款减少，购买商品接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金增加所致；投资活动产生的现金流量净额为-4.85 亿元（上年同期为-3.24 亿元），主要系公司使用暂时闲置资金购买理财产品期末尚未到期收回所致。应收账款周转天数为 114.06 天，同比增加 35.79 天，主要系公司产品销售结构升级及信用政策调整所致。其余财务指标基本正常。

看好公司长期发展前景和投资价值

公司是国产医学影像领域头部企业之一，近年来逐渐从普放向 CT、MR、DSA 等大放产品突破，产品矩阵逐渐丰富。短期来看，随着新一轮设备更新政策逐步落地，行业招投标有望持续改善，公司 DR 等优势品类国内市场份额有望保持领先，叠加公司 3.0T MR、64 排 CT 等新产品的放量以及海外市场的高增长，全年收入有望实现 20%或以上的增长。中长期来看，公司 CT、MR、DSA 等品类国内市占率仍然较低，随着中高端产品矩阵逐步完善，份额有望稳步提升；同时，公司持续发力海外市场，未来成长潜力较大；此外，控股股东美的集团在研发等方面有望对公司长期赋能。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 18.58 亿元、23.25 亿元、29.72 亿元，分别同比增长 22%、25%和 28%，预计归母净利润分别为 1.33 亿元、2.19 亿元、3.67 亿元，同比增速分别为-16%、65%和 68%。维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 产品研发和创新不及预期的风险：(1) 低端市场萎缩：传统低端产品（如 1.5T 以下 MR、基础 DR）需求下降，企业需向高端设备（如 3.0T MR、光子计数 CT）转型，但面临研发投入高、周期长的挑战，存在研发进度不及预期的风险。(2) 设备迭代加速：新型成像技术（如光声成像、量子计算）快速涌现，企业需持续创新以保持竞争力，否则可能面临竞争力下降的风险。
- 2) 技术依赖与数据伦理挑战的风险：(1) 模型泛化能力不足：AI 模型依赖历史数据，对罕见病或非典型病例的泛化能力有限，需多中心数据进行验证，且结果需医生复核以避免误诊风险。(2) 数据隐私与伦理问题：需严格遵循医疗数据隐私保护规范，处理患者信息需符合法律和伦理要求，防范数据泄露风险。
- 3) 国际拓展与资源分配矛盾的风险：(1) 海外市场门槛高：发达国家医疗器械市场认证严格（如 FDA、CE），国产设备需突破技术标准和品牌认知壁垒。(2) 资源分配限制：国产企业需平衡中低端市场（发展中国家）的规模化需求与高端市场的技术攻坚，可能面临资金和人才分配矛盾。
- 4) 行业政策和地缘政治风险：部分行业政策具有不可预测性，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。
- 5) 其他风险：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；市场竞争加剧，公司市场份额下降的风险。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1524	1858	2325	2972
增长率(%)	23%	22%	25%	28%
归属母公司股东净利润	157	133	219	367
增长率(%)	-17%	-16%	65%	68%
每股收益(元/股)	0.22	0.19	0.31	0.52
市盈率(P/E)	80	95	58	34

资料来源: Wind, 中信建投 收盘日期截至 2025 年09 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	4,403.87	4,451.37	4,827.32	5,201.44	5,715.11
现金	3,437.25	3,586.38	3,622.21	3,696.26	3,794.66
应收账款	269.85	385.17	464.43	581.24	742.99
其他应收款	24.66	26.31	35.88	44.91	57.40
预付账款	31.28	12.52	15.27	19.11	24.43
存货	377.80	214.94	330.47	410.57	521.23
其他流动资产	263.03	226.05	359.06	449.36	574.41
非流动资产	992.46	1,019.12	982.40	906.80	838.44
长期投资	16.40	14.84	13.97	13.09	12.21
固定资产	190.61	244.02	207.45	170.57	133.38
无形资产	12.43	26.77	27.05	26.38	24.76
其他非流动资产	773.01	733.48	733.93	696.76	668.09
资产总计	5,396.33	5,470.49	5,809.72	6,108.24	6,553.55
流动负债	525.54	534.75	814.33	1,011.13	1,282.23
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	274.01	325.29	475.18	590.36	749.48
其他流动负债	251.53	209.46	339.15	420.77	532.75
非流动负债	50.16	57.75	53.03	48.64	44.89
长期借款	11.19	14.33	9.61	5.22	1.46
其他非流动负债	38.97	43.42	43.42	43.42	43.42
负债合计	575.70	592.50	867.36	1,059.77	1,327.12
少数股东权益	109.15	110.44	110.47	110.52	110.61
股本	703.06	703.06	703.06	703.06	703.06
资本公积	2,778.39	2,770.45	2,770.45	2,770.45	2,770.45
留存收益	1,230.03	1,294.04	1,358.37	1,464.44	1,642.32
归属母公司股东权益	4,711.47	4,767.55	4,831.88	4,937.95	5,115.83
负债和股东权益	5,396.33	5,470.49	5,809.72	6,108.24	6,553.55
利润表（百万元）					
营业收入	1,236.67	1,524.35	1,857.97	2,325.27	2,972.34
营业成本	712.58	967.14	1,206.20	1,498.57	1,902.48
营业税金及附加	11.86	14.85	20.27	25.37	32.43
营业费用	223.26	219.40	241.54	279.03	312.10
管理费用	80.77	69.60	83.61	88.36	104.03
研发费用	157.56	165.23	222.96	255.78	282.37
财务费用	-80.01	-74.75	-12.03	-12.45	-12.95
资产减值损失	-2.11	-4.04	-1.86	-2.33	-2.97
信用减值损失	-7.45	-25.43	-9.29	-11.63	-14.86
其他收益	49.66	26.29	38.00	40.00	45.00

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
公允价值变动收益	34.59	-3.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.29	6.52	19.12	19.12	19.12
资产处置收益	-0.30	0.12	-0.66	-0.66	-0.66
营业利润	213.33	163.34	140.76	235.12	397.52
营业外收入	0.87	6.34	6.00	6.00	6.00
营业外支出	0.86	2.82	1.27	1.27	1.27
利润总额	213.33	166.86	145.49	239.85	402.25
所得税	22.52	8.22	12.65	20.85	34.97
净利润	190.81	158.64	132.84	219.00	367.27
少数股东损益	2.27	1.29	0.03	0.05	0.08
归属母公司净利润	188.54	157.35	132.81	218.95	367.19

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	208.22	218.25	82.96	165.02	265.10
净利润	190.81	158.64	132.84	219.00	367.27
折旧摊销	40.36	42.56	73.47	74.72	67.48
财务费用	-80.01	-74.75	-12.03	-12.45	-12.95
投资损失	-8.29	-6.52	-19.12	-19.12	-19.12
营运资金变动	1.23	3.65	-60.54	-103.28	-144.17
其他经营现金流	64.12	94.67	-31.65	6.15	6.58
投资活动现金流	59.97	-1,535.67	14.02	13.85	13.42
资本支出	22.40	34.16	0.00	0.00	0.00
长期投资	66.01	-1,498.34	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-28.44	-71.50	14.02	13.85	13.42
筹资活动现金流	-86.78	-96.31	-61.15	-104.83	-180.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-4.48	3.14	-4.72	-4.39	-3.76
其他筹资现金流	-82.31	-99.45	-56.44	-100.44	-176.37
现金净增加额	183.06	-1,410.09	35.83	74.05	98.40

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