

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

联影医疗 (688271)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业联席首席分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师

执业编号: S1500523080011

邮箱: caojialin@cindasc.com

相关研究

收入增长逐季提速, AI 赋能驱动智能跃升

“高端化+全球化+智能化”三擎驱动, 打造医疗影像领军者

国内海外双轮驱动, 数智化产品引领高质量发展

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

海外收入增长超 40%, 内生增长动能强劲

2025 年 11 月 03 日

事件: 公司发布 2025 年三季报, 2025 年前三季度实现营业收入 88.59 亿元 (yoy+27.39%), 归母净利润 11.20 亿元 (yoy+66.91%), 扣非归母净利润 10.53 亿元 (yoy+126.94%), 经营活动产生的现金流量净额 1.07 亿元。其中 2025Q3 实现营业收入 28.43 亿元 (yoy+75.41%), 归母净利润 1.22 亿元。

点评:

- **海外拓展成效凸显, 营收增长超 40%。** 2025 年前三季度实现营业收入 88.59 亿元 (yoy+27.39%), 分区域来看, 国内市场得益于招采复苏, 实现收入 68.66 亿元 (yoy+23.70%), 保持稳定增长; 海外市场随着市场拓展成效逐步凸显, 实现收入 19.93 亿元 (yoy+41.97%), 收入占比提升至 22.50%, 成为公司增长的核心引擎, 其中北美收入同比增长超 50%, 欧洲收入同比增长超 100%, 亚太市场实现双位数增长, 新兴市场同比增长近 30%。我们认为公司全球化布局逐步进入收获期, 随着海外品牌影响力不断提升, 北美、欧洲及亚太核心项目均进入集中落地阶段, 订单向收入的转化效率有望进一步提升, 海外业务有望保持高速增长态势。
- **盈利能力显著提升, 展现出强劲的内生增长动能。** 从费用率来看, 公司在销售与研发领域保持战略性投入, 随着收入规模扩大, 费率同比均有不同程度下降, 展现出良好的管控能力。2025 年前三季度销售费用率为 17.19% (yoy-0.83pp), 管理费用率为 5.05% (yoy-0.87pp), 研发费用率为 14.11% (yoy-4.84pp), 随着三费持续优化, 公司经营质量不断提升, 2025 年前三季度销售净利率同比提升 2.97 个百分点至 12.44%。我们认为在高端产品结构优化、费用率下降及运营效率提升等因素的多重驱动下, 公司盈利能力有望持续提升, 利润弹性有望释放。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 124.70、150.11、179.86 亿元, 同比增速分别为 21.1%、20.4%、19.8%, 实现归母净利润为 19.00、23.14、29.42 亿元, 同比分别增长 50.6%、21.8%、27.1%, 对应 2025 年 11 月 3 日的股价, PE 分别为 60、49、39 倍, 维持公司“买入”投资评级。
- **风险因素:** 市场竞争风险; 境外市场拓展不及预期风险; 汇率波动风险; 技术创新能力风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11,411	10,300	12,470	15,011	17,986
增长率 YoY %	23.5%	-9.7%	21.1%	20.4%	19.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,974	1,262	1,900	2,314	2,942
增长率 YoY%	19.2%	-36.1%	50.6%	21.8%	27.1%
毛利率%	47.1%	48.5%	48.9%	49.5%	50.2%
净资产收益率ROE%	10.5%	6.3%	8.7%	9.7%	11.0%
EPS(摊薄)(元)	2.40	1.53	2.31	2.81	3.57
市盈率 P/E(倍)	57.48	89.93	59.72	49.04	38.57
市净率 P/B(倍)	6.01	5.70	5.23	4.74	4.25

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 11 月 3 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20,228	20,894	22,464	25,590	29,604
货币资金	7,584	8,400	5,966	7,071	8,636
应收票据	5	1	5	6	7
应收账款	3,228	4,359	5,369	6,338	7,494
预付账款	148	196	287	318	358
存货	3,893	5,528	6,279	7,258	8,463
其他	5,370	2,410	4,558	4,599	4,646
非流动资产	5,108	7,142	8,470	8,678	8,820
长期股权投资	73	188	188	188	188
固定资产(合计)	2,212	2,944	3,279	3,547	3,748
无形资产	828	1,004	1,190	1,261	1,317
其他	1,995	3,006	3,813	3,682	3,568
资产总计	25,336	28,036	30,933	34,268	38,424
流动负债	5,798	7,076	7,755	8,902	10,319
短期借款	9	557	657	657	657
应付票据	319	520	490	606	734
应付账款	1,600	2,088	2,122	2,482	2,887
其他	3,870	3,910	4,486	5,156	6,039
非流动负债	657	1,054	1,474	1,474	1,474
长期借款	0	0	0	0	0
其他	657	1,054	1,474	1,474	1,474
负债合计	6,455	8,129	9,229	10,375	11,792
少数股东权益	15	3	-12	-33	-62
归属母公司股东权益	18,866	19,903	21,716	23,926	26,694
负债和股东权益	25,336	28,036	30,933	34,268	38,424
重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,411	10,300	12,470	15,011	17,986
同比(%)	23.5%	-9.7%	21.1%	20.4%	19.8%
归属母公司净利润	1,974	1,262	1,900	2,314	2,942
同比	19.2%	-36.1%	50.6%	21.8%	27.1%
毛利率(%)	47.1%	48.5%	48.9%	49.5%	50.2%
ROE%	10.5%	6.3%	8.7%	9.7%	11.0%
EPS(摊薄)(元)	2.40	1.53	2.31	2.81	3.57
P/E	57.48	89.93	59.72	49.04	38.57
P/B	6.01	5.70	5.23	4.74	4.25
EV/EBITDA	46.98	62.49	41.82	34.08	27.25

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,411	10,300	12,470	15,011	17,986
营业成本	6,039	5,300	6,367	7,574	8,961
营业税金及附加	69	57	68	84	100
销售费用	1,609	1,823	2,058	2,462	2,914
管理费用	561	556	636	766	917
研发费用	1,729	1,761	1,871	2,252	2,698
财务费用	-149	-112	-95	-57	-73
减值损失合计	-43	14	-50	-50	-50
投资净收益	110	98	102	133	158
其他	521	340	461	500	618
营业利润	2,142	1,366	2,079	2,514	3,196
营业外收支	1	-15	-8	-9	-10
利润总额	2,142	1,352	2,070	2,505	3,186
所得税	164	110	186	212	273
净利润	1,978	1,242	1,885	2,293	2,913
少数股东损益	3	-20	-15	-21	-29
归属母公司净利润	1,974	1,262	1,900	2,314	2,942
EBITDA	2,246	1,544	2,590	3,146	3,876
EPS(当年)(元)	2.40	1.54	2.31	2.81	3.57

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	133	-619	1,243	2,174	2,679
净利润	1,978	1,242	1,885	2,293	2,913
折旧摊销	358	424	614	697	763
财务费用	16	-21	31	33	33
投资损失	-110	-98	-102	-133	-158
营运资金变动	-2,139	-2,221	-1,331	-875	-1,033
其它	30	55	146	160	161
投资活动现金流	-1,565	-1,244	-3,921	-781	-758
资本支出	-1,076	-1,946	-1,991	-915	-916
长期投资	-634	592	-1,935	0	0
其他	145	109	5	133	158
筹资活动现金流	-662	199	256	-287	-356
吸收投资	10	94	0	0	0
借款	-6	548	100	0	0
支付利息或股息	-166	-304	-240	-287	-356
现金流净增加额	-2,095	-1,663	-2,434	1,105	1,564

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。