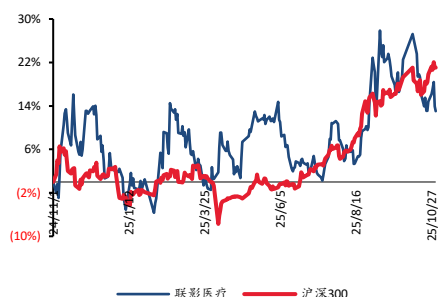


联影医疗：业绩超预期，海外业务持续增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	8.24/8.24
总市值/流通(亿元)	1,153.16/1,153.16
12 个月内最高/最低价(元)	164.5/115.49

相关研究报告

<<联影医疗：Q2 提速明显，创新成果持续兑现>>—2025-09-09

<<联影医疗点评报告：国内市占率持续提升，海外高速增长>>—2025-05-12

<<联影医疗点评报告：海外业务表现强劲，国内各产线市占率稳步提升>>—2024-11-08

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：17717408201

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

事件：2025 年 10 月 30 日，公司发布 2025 年第三季度报告：2025 年前三季度，公司实现营业收入 88.59 亿元，同比增长 27.39%；归母净利润 11.20 亿元，同比增长 66.91%，受益于费用端的优化；扣非归母净利润 10.53 亿元，同比增长 126.94%。

其中，公司第三季度实现营业收入 28.43 亿元，同比增长 75.41%；归母净利润 1.22 亿元，同比增长 143.80%；扣非归母净利润 0.88 亿元，同比增长 126.24%。

国内市场回暖，海外持续高增长

分国内外市场来看，中国市场随着行业政策的落地节奏加快，公司凭借自身产品优势和市场竞争力，中国市场收入实现稳定增长，2025 年前三季度公司在国内市场实现收入 68.66 亿元，同比增长 23.70%，充分反映国内医疗市场的回暖趋势与结构性改善。

海外市场表现则更为突出，进一步保持高增长态势。公司通过产品技术性能优势和供应链优势，国际市场布局不断拓宽，2025 年前三季度公司在海外市场实现营业收入 19.93 亿元，同比增长 41.97%，海外收入占比提升至 22.50%，海外市场成为公司营收持续增长的重要战略驱动力。

设备快速放量，服务业务占比提高

分业务来看，公司持续推进以创新为核心的产品策略，不断推出具有差异化竞争优势的中高端设备，在 MR、CT、MI、XR 及放疗等重点领域实现中高端、高端以及超高端设备的快速放量。多产品线协同发展带动公司整体业务结构持续优化，进一步强化了收入增长的质量与可持续性。

服务业务仍保持强劲增长势头，依托超 37,300 台套全球累计装机所带来的规模效应、成熟供应链体系与涵盖“研发-生产-销售-运营”全流程数字化工具的深度融合，公司整体运营效率持续提升。2025 年前三季度，公司售后服务业务收入同比增长 28.44%至 12.43 亿元，服务收入占比提升至 14.03%。

毛利率小幅下降，费用率优化

2025 年前三季度，公司的综合毛利率同比下降 2.39pct 至 47.02%，受产品结构变化影响。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 17.19%、5.05%、14.11%、-0.49%，同比变动幅度分别为-2.73pct、-0.87pct、-4.84pct、+0.39pct。

其中，2025 年第三季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为 45.09%、20.55%、6.69%、17.02%、0.20%、4.30%，分别变动-1.16pct、-4.92pct、-3.98pct、-3.31pct、-0.07pct、+21.52pct，得益于费用管控与运营效率的提升。

盈利预测及投资评级：我们预计，2025-2027 年公司营业收入分别为

123.96/146.68/174.30 亿元，同比增速为 20.35%/18.33%/18.83%；归母净利润分别为 19.10/23.91/28.98 亿元，同比增速为 51.38%/25.19%/21.20%；EPS 分别为 2.32/2.90/3.52 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 60/48/40 倍。维持“买入”评级。

风险提示：集采降价的风险，产品推广不及预期的风险，产品研发不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,300	12,396	14,668	17,430
营业收入增长率(%)	-9.73%	20.35%	18.33%	18.83%
归母净利（百万元）	1,262	1,910	2,391	2,898
净利润增长率(%)	-36.08%	51.38%	25.19%	21.20%
摊薄每股收益（元）	1.54	2.32	2.90	3.52
市盈率（PE）	82.08	60.37	48.22	39.79

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,584	8,400	8,550	10,130	11,899
应收和预付款项	3,380	4,556	4,814	5,068	5,303
存货	3,893	5,528	5,259	5,141	5,607
其他流动资产	5,370	2,410	3,063	3,648	4,254
流动资产合计	20,228	20,894	21,687	23,988	27,062
长期股权投资	73	188	238	288	338
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	2,212	2,944	3,514	4,131	4,792
在建工程	850	1,770	1,820	1,770	1,620
无形资产开发支出	953	1,334	1,810	1,910	2,010
长期待摊费用	75	68	58	48	38
其他非流动资产	21,173	21,732	22,663	25,030	28,170
资产总计	25,336	28,036	30,102	33,177	36,968
短期借款	9	557	407	257	107
应付和预收款项	1,919	2,608	2,108	2,475	2,934
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	4,527	4,964	5,923	6,664	7,581
负债合计	6,455	8,129	8,438	9,397	10,623
股本	824	824	824	824	824
资本公积	13,910	13,947	13,920	13,920	13,920
留存收益	4,637	5,596	7,387	9,491	12,042
归母公司股东权益	18,866	19,903	21,652	23,756	26,306
少数股东权益	15	3	13	25	39
股东权益合计	18,881	19,906	21,664	23,781	26,346
负债和股东权益	25,336	28,036	30,102	33,177	36,968

现金流量表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	133	-619	2,275	3,693	3,954
投资性现金流	-1,565	-1,244	-2,189	-1,647	-1,664
融资性现金流	-662	199	77	-466	-522
现金增加额	-2,095	-1,663	150	1,580	1,769

利润表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,411	10,300	12,396	14,668	17,430
营业成本	6,039	5,300	6,323	7,425	8,802
营业税金及附加	69	57	68	81	105
销售费用	1,609	1,823	1,934	2,347	2,754
管理费用	561	556	632	719	872
财务费用	-149	-112	-106	-114	-143
资产减值损失	-43	14	-10	-5	-2
投资收益	110	98	118	139	122
公允价值变动	-6	37	28	19	31
营业利润	2,142	1,366	2,095	2,620	3,178
其他非经营损益	1	-15	-8	-8	-8
利润总额	2,142	1,352	2,087	2,612	3,170
所得税	164	110	167	209	257
净利润	1,978	1,242	1,920	2,403	2,913
少数股东损益	3	-20	10	12	15
归母股东净利润	1,974	1,262	1,910	2,391	2,898

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	47.07%	48.54%	48.99%	49.38%	49.50%
销售净利率	17.30%	12.25%	15.41%	16.30%	16.63%
销售收入增长率	23.52%	-9.73%	20.35%	18.33%	18.83%
EBIT 增长率	5.56%	-40.71%	76.91%	26.15%	21.13%
净利润增长率	19.21%	-36.08%	51.38%	25.19%	21.20%
ROE	10.46%	6.34%	8.82%	10.07%	11.02%
ROA	7.79%	4.50%	6.35%	7.21%	7.84%
ROIC	9.15%	4.99%	8.21%	9.52%	10.48%
EPS(X)	2.40	1.54	2.32	2.90	3.52
PE(X)	57.09	82.08	60.37	48.22	39.79
PB(X)	5.99	5.23	5.33	4.85	4.38
PS(X)	9.90	10.11	9.30	7.86	6.62
EV/EBITDA(X)	46.98	62.49	44.06	35.13	28.86

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。