

联影医疗 (688271 CH, 买入, 目标价: RMB185.31)

买入

持有

卖出

2H25 经营业绩迎拐点, 2026 年医疗设备行业高景气有望延续

目标价: RMB185.31 当前股价: RMB127.45

股价上行/下行空间 +45%

52 周最高/最低价 (RMB) 164.50/117.10

市值 (US\$mn) 15,296

当前发行数量(百万股) 824

三个月平均日交易额 (US\$mn) 109

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

联影集团 20

上海联和 16

上海影升 7

按 2026 年 2 月 25 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (RMB)	185.31	195.73	-5%
2025E EPS (RMB)	2.31	2.84	-19%
2026E EPS (RMB)	3.50	3.90	-10%
2027E EPS (RMB)	4.76	5.25	-9%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	12,457 (+11%)	14,913 (+13%)
EPS (RMB)	2.27 (+2%)	2.83 (+24%)

注: 所示市场预测来源于 Wind, 正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

- 受益国内市场恢复和海外市场扩张, 2H25 公司经营业绩进入拐点。
- 我们预计, 2026 年医疗设备行业市场规模同比增速将保持双位数增长, 而国产产品的市场份额会显著增加。
- 维持买入评级, 下调 DCF (WACC 8.4%) 目标价至 185.31 元。

2H25 公司经营业绩进入拐点: 根据公司 2025 年业绩快报, 联影医疗预计实现营业收入 138.2 亿元, 同比增长 34.2%; 归母净利润 18.9 亿元, 同比增长 49.6%; 每股收益 (EPS) 为 2.29 元。我们预计 4Q25 公司实现收入和净利润 49.6 亿元和 7.7 亿元, 同比分别增长 48.2%和 30.3%。分季度看, 2025 年 1-3 季度公司实现收入和净利润增速分别为 5.4%/ 18.6%/ 75.4%和 1.9%/ 7.0%/ 143.8%。根据公司业绩快报, 公司 2025 年业绩增长主要受公司创新产品持续推出、高端产品市场认可度不断提升、全球营销及服务进一步体系完善、海外业务快速增长、管理运营质量持续优化、国内设备更新政策逐步常态化落地等多重因素推动。

2025 年中国医疗设备行业规模回升明显: 根据公司业绩快报, 中国市场在大规模医疗设备更新政策于 2025 年进入常态化、专业化实施阶段的背景下, 高端医学影像、放疗及基层诊疗能力建设相关设备需求持续释放, 行业整体规模较上年同期明显回升。我们上调了 2025E-2027E 公司收入预测 1.7%/ 1.6%/ 1.5%, 考虑到设备集采对价格的影响, 我们下调了 2025E-2027E 毛利率预测 2.08ppts/ 1.75ppts/ 1.68ppts, 导致 2025E-2027E 的公司净利润预测下调 18.7%/ 10.3%/ 9.3%。

我们对 2026 年中国医疗设备行业保持乐观: 根据高端医械院数据中心报告, 2025 年全国医疗设备集采体现政策向基层医疗倾斜的普惠导向, 也反映核心医疗机构对高端设备的升级需求。我们认为, 在国家推动医疗领域设备以旧换新和紧密型县域医疗卫生共同体建设深入推进, 2026 年医疗设备行业市场规模同比增速将保持双位数增长, 而国产产品的市场份额预计会显著增加。

维持买入评级, 下调 DCF (WACC 8.4%) 目标价至 185.31 元: 我们的目标价对应 2026 年 P/E 约 53x, 高于可比公司均值 45x。我们认为, 公司高端设备持续放量, 服务与海外业务快速增长, 数字化应用不断拓展, 为中长期成长提供有力支撑, 维持“买入”评级。

风险提示: 核心部件采购风险; 研发进度不及预期风险; 市场竞争加剧销售不及预期风险; 国际化经营风险; 中国医疗政策风险。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	11,411	10,300	13,829	16,831	19,652
毛利润 (RMBmn)	5,532	5,000	6,411	7,948	9,377
归母净利润 (RMBmn)	1,974	1,262	1,905	2,882	3,920
每股收益 (RMB)	2.40	1.53	2.31	3.50	4.76
市盈率 (x)	59.0	81.2	57.8	36.4	26.8

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得, 华兴证券预测

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

风险提示

- **核心部件采购风险：**联影医疗高端医疗设备（如 CT、MRI、PET-CT 等）的关键部件（如高精度探测器、高压发生器、超导磁体等）高度依赖进口供应商，存在显著的供应链风险。未来若是供应链断裂或是成本波动将显著影响公司产品制造、销售和利润。
- **研发进度不及预期风险：**研发高投入、长周期，极易遇到技术瓶颈导致产品延迟。同时，政策变化如临床试验求提高也会影响进度，导致产品过时或竞品先上市等不利条件，影响公司市场机会。
- **市场竞争加剧销售不及预期风险：**国内政策或行业格局变化都可能会削弱公司竞争优势，影响公司产品的销售。
- **国际化经营风险：**公司海外经营涉及地缘贸易因素，面临政治、合规、本地化运营的多维度挑战。
- **医疗行业政策风险：**2023 年 6 月，中国进一步强化医疗反腐政策，推动建立更为严格的医疗设备采购和使用监管体系。企业若涉及不当行为，将面临严厉的法律责任和声誉损失。同时，医疗反腐政策变动可能导致企业运营成本增加。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
设备销售	8,445	11,512	14,014	16,327
维修服务	1,356	1,763	2,203	2,644
软件	83	96	110	127
其他收入	416	458	503	554
营业收入	10,300	13,829	16,831	19,652
营业成本	(5,300)	(7,417)	(8,883)	(10,274)
毛利润	5,000	6,411	7,948	9,377
管理及销售费用	(4,141)	(4,591)	(5,133)	(5,404)
其中: 研发支出	(1,761)	(1,798)	(2,020)	(2,162)
其中: 市场营销支出	(1,823)	(2,213)	(2,440)	(2,555)
其中: 管理支出	(556)	(581)	(673)	(688)
息税前利润	1,239	2,044	3,094	4,201
息税折旧及摊销前利润	1,664	2,427	3,512	4,658
利息收入	0	0	0	0
利息支出	(6)	(6)	(6)	(6)
税前利润	1,352	2,041	3,087	4,199
所得税	(110)	(166)	(251)	(341)
净利润	1,262	1,905	2,882	3,920
基本每股收益 (RMB)	1.53	2.31	3.50	4.76

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20,894	29,854	34,506	40,252
货币资金	8,400	9,825	11,943	15,473
应收账款	0	4,925	5,533	5,922
存货	50	5,080	5,354	5,630
其他流动资产	225	225	225	225
非流动资产	7,142	6,265	6,354	6,454
固定资产	7,142	6,265	6,354	6,454
无形资产	1,004	763	730	697
商誉	22	22	22	22
其他	97	97	97	97
资产	28,036	36,120	40,860	46,707
流动负债	7,076	7,055	8,052	9,087
短期借款	557	9	9	9
预收账款	0	0	0	0
应付账款	2,608	3,048	3,894	4,785
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	1,054	6,880	7,895	8,944
负债	8,129	13,935	15,947	18,031
股份	824	824	824	824
资本公积	13,947	13,947	13,947	13,947
未分配利润	5,184	7,012	9,741	13,503
归属于母公司所有者权益	19,903	22,182	24,910	28,673
少数股东权益	3	3	3	3
负债及所有者权益	28,036	36,120	40,860	46,707

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,262	1,905	2,882	3,920
折旧摊销	424	383	418	457
利息 (收入) / 支出	(21)	3	7	2
其他非现金科目	2	(0)	(3)	(9)
其他	276	698	165	184
营运资本变动	(2,342)	(1,308)	(990)	(630)
经营活动产生的现金流量	(619)	1,501	2,272	3,687
资本支出	(490)	(539)	(593)	(652)
收购及投资	(9)	0	0	0
处置固定资产及投资	658	0	0	0
其他	(1,403)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(1,244)	(539)	(593)	(652)
股利支出	(304)	(76)	(153)	(157)
债务筹集 (偿还)	9	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	493	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	199	(76)	(153)	(157)
现金及现金等价物净增加额	(1,663)	1,425	2,118	3,530
自由现金流	(2,681)	522	1,798	2,753

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率 (%)	48.5	46.4	47.2	47.7
销售费用率 (%)	17.7	16.0	14.5	13.0

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	(9.7)	34.3	21.7	16.8
毛利润	(9.6)	28.2	24.0	18.0
息税折旧及摊销前利润	(29.2)	45.8	44.7	32.6
净利润	(36.1)	51.0	51.3	36.0
稀释每股调整收益	(36.1)	51.0	51.3	36.0
盈利率 (%)				
毛利率	48.5	46.4	47.2	47.7
息税折旧摊销前利润率	16.2	17.5	20.9	23.7
息税前利润率	12.0	14.8	18.4	21.4
净利率	12.3	13.8	17.1	19.9
净资产收益率	6.3	8.6	11.6	13.7
总资产收益率	4.5	5.3	7.1	8.4
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.0	4.2	4.3	4.4
速动比率	2.9	3.5	3.6	3.8
估值比率 (x)				
市盈率	81.2	57.8	36.4	26.8
市净率	124.3	133.5	127.5	127.5
市销率	10.2	7.6	6.2	5.3

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。