

联影医疗 (688271.SH)

高端化与全球化战略成果显著，海外收入增速亮眼

优于大市

核心观点

2025年业绩高增长，高端化与全球化双轮驱动增长。2025年公司实现营收138.00亿元(+33.98%)，归母净利润18.69亿元(+48.14%)，扣非归母净利润17.70亿元(+75.18%)，25Q4单季营收49.41亿元(+47.69%)，归母净利润7.49亿元(+26.81%)，扣非归母净利润7.17亿元(+31.19%)，2025年业绩高增长主要受益于国内医疗设备更新政策推动招投标复苏、高端产品市场认可度提升及海外业务快速增长等多重因素。2026年一季度公司实现营收29.08亿元(+17.34%)，归母净利润3.99亿元(+7.78%)，扣非归母净利润3.72亿元(-1.75%)，实现稳健开局。

毛利率基本稳定，费用率显著优化。2025年公司毛利率为47.01%，同比略有下降。费用端，得益于收入体量跃升释放的规模红利及精益化管理的全面深化，各项费用率均实现优化。销售费用率16.39%(-1.31pp)，管理费用率4.54%(-0.85pp)，研发费用率13.35%(-3.75pp)，财务费用率-0.22%(0.87pp)。经营效率持续提升，盈利能力显著增强。

高端化与全球化战略成果显著，多产品线市占率取得历史性突破。公司持续推进高强度研发投入，2025年研发投入合计26.21亿元，占营收比例达18.99%，驱动高端产品矩阵不断完善。国内市场，公司龙头地位持续巩固，全线产品新增市场占有率排名第一。全球化战略加速推进，海外业务正式迈入高质量收获期，2025年实现收入34.31亿元，同比大幅增长51.39%，收入占比提升至24.86%。北美、欧洲、亚太等重点区域均保持高速增长，高端产品成功进入多家全球顶尖临床科研机构。

投资建议：公司高端化、全球化战略成效显著，国内龙头地位稳固，海外市场打开广阔成长空间。上调2026、2027年盈利预测，新增2028年盈利预测，预计2026-2028年营收160.8/184.1/211.1亿元（原2026、2027年为145.1/169.4亿元），同比增速16.5%/14.5%/14.7%，2026-2028年归母净利润24.3/28.0/33.0亿元（原2026、2027年为23.7/27.7亿元），同比增速30.1%/15.2%/18.0%，当前股价对应PE=37/32/27x，维持“优于大市”评级。

风险提示：研发失败风险；招投标进度不及预期；汇率波动风险；地缘政治风险。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,300	13,800	16,079	18,405	21,114
(+/-%)	-9.7%	34.0%	16.5%	14.5%	14.7%
净利润(百万元)	1,262	1,869	2,432	2,801	3,305
(+/-%)	-36.1%	48.1%	30.1%	15.2%	18.0%
每股收益(元)	1.53	2.27	2.95	3.40	4.01
EBIT Margin	7.8%	12.2%	12.9%	12.8%	14.3%
净资产收益率(ROE)	6.3%	8.7%	10.3%	10.8%	11.4%
市盈率(PE)	71.8	48.5	37.3	32.4	27.4
EV/EBITDA	83.5	46.5	40.0	34.6	28.4
市净率(PB)	4.55	4.20	3.83	3.48	3.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：彭思宇 0755-81982723
cnpengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

证券分析师：凌珑 021-60375401
linglong@guosen.com.cn
S0980525070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	109.95元
总市值/流通市值	90616/90616百万元
52周最高价/最低价	164.50/109.01元
近3个月日均成交额	532.13百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《联影医疗(688271.SH)-25Q3收入增速亮眼，海外占比持续提升》——2025-11-05
- 《联影医疗(688271.SH)-25Q2营收同比增长19%，国内业务稳步复苏》——2025-09-02
- 《联影医疗(688271.SH)-乘政策东风，以创新突破，拓全球市场》——2025-08-20
- 《联影医疗(688271.SH)-国内招投标回暖，海外业务加速拓展》——2025-05-07
- 《联影医疗(688271.SH)-招投标放缓致业绩短期承压，海外保持快速增长》——2024-11-07

2025 年业绩高增长，高端化与全球化双轮驱动增长。2025 年公司实现营收 138.00 亿元（+33.98%），归母净利润 18.69 亿元（+48.14%），扣非归母净利润 17.70 亿元（+75.18%），25Q4 单季营收 49.41 亿元（+47.69%），归母净利润 7.49 亿元（+26.81%），扣非归母净利润 7.17 亿元（+31.19%），2025 年业绩高增长主要受益于国内医疗设备更新政策推动招投标复苏、高端产品市场认可度提升及海外业务快速增长等多重因素。2026 年一季度公司实现营收 29.08 亿元（+17.34%），归母净利润 3.99 亿元（+7.78%），扣非归母净利润 3.72 亿元（-1.75%），实现稳健开局。

图1：联影医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：联影医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：联影医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

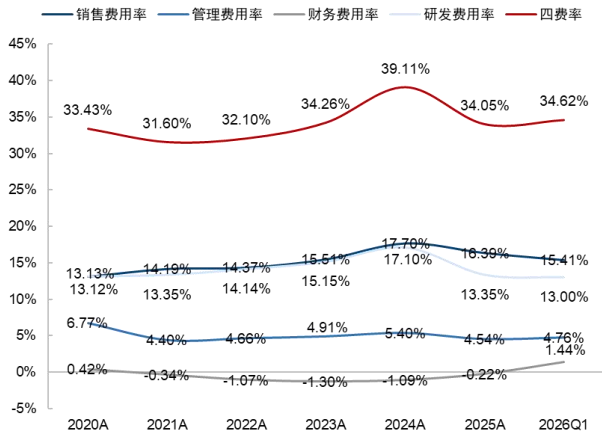
图4：联影医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

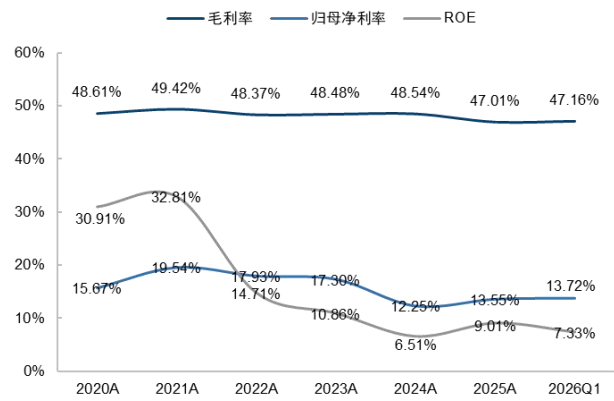
毛利率基本稳定，费用率显著优化。2025 年公司毛利率为 47.01%，同比略有下降。费用端，得益于收入体量跃升释放的规模红利及精益化管理的全面深化，各项费用率均实现优化。销售费用率 16.39%（-1.31pp），管理费用率 4.54%（-0.85pp），研发费用率 13.35%（-3.75pp），财务费用率-0.22%（0.87pp）。经营效率持续提升，盈利能力显著增强。

图5：联影医疗费用率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：联影医疗利润率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

高端化与全球化战略成果显著，多产品线市占率取得历史性突破。公司持续推进高强度研发投入，2025 年研发投入合计 26.21 亿元，占营收比例达 18.99%，驱动高端产品矩阵不断完善。国内市场，公司龙头地位持续巩固，全线产品新增市场占有率排名第一。全球化战略加速推进，海外业务正式迈入高质量收获期，2025 年实现收入 34.31 亿元，同比大幅增长 51.39%，收入占比提升至 24.86%。北美、欧洲、亚太等重点区域均保持高速增长，高端产品成功进入多家全球顶尖临床科研机构。

投资建议：公司高端化、全球化战略成效显著，国内龙头地位稳固，海外市场打开广阔成长空间。上调 2026、2027 年盈利预测，新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年营收 160.8/184.1/211.1 亿元（原 2026、2027 年为 145.1/169.4 亿元），同比增速 16.5%/14.5%/14.7%，，2026-2028 年归母净利润 24.3/28.0/33.0 亿元（原 2026、2027 年为 23.7/27.7 亿元），同比增速 30.1%/15.2%/18.0%，当前股价对应 PE=37/32/27x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	2026/4/30 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	25A	26E	
688271.SH	联影医疗	109.95	906	2.28	2.95	3.40	4.01	48.48	37.27	32.35	27.42	8.67%	1.78	优于大市
300760.SZ	迈瑞医疗	168.40	2042	6.71	6.87	7.78	8.87	25.10	24.52	21.66	18.98	21.36%	2.51	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	8400	5503	6878	9429	12616	营业收入	10300	13800	16079	18405	21114
应收款项	4497	5842	5945	6553	7228	营业成本	5300	7313	8461	9764	11223
存货净额	5528	5729	6686	7376	8188	营业税金及附加	57	71	80	92	106
其他流动资产	472	547	482	552	633	销售费用	1823	2261	2412	2669	2956
流动资产合计	20894	22873	25243	29162	33917	管理费用	556	627	864	981	1074
固定资产	4714	6097	7219	7852	8393	研发费用	1761	1842	2251	2540	2745
无形资产及其他	1004	1513	1452	1392	1331	财务费用	(112)	(31)	(80)	(92)	0
投资性房地产	1236	2112	2112	2112	2112	投资收益	98	81	100	100	100
长期股权投资	188	190	190	190	190	资产减值及公允价值变动	23	(38)	0	0	0
资产总计	28036	32785	36216	40708	45943	其他收入	(1431)	(1600)	(1741)	(1979)	(2184)
短期借款及交易性金融负债	612	1003	500	300	200	营业利润	1366	2000	2702	3112	3672
应付款项	2608	2769	3322	3791	4357	营业外净收支	(15)	(19)	0	0	0
其他流动负债	3856	5507	5908	6883	7889	利润总额	1352	1981	2702	3112	3672
流动负债合计	7076	9280	9730	10974	12447	所得税费用	110	137	270	311	367
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(20)	(25)	0	0	0
其他长期负债	1054	1943	2833	3723	4612	归属于母公司净利润	1262	1869	2432	2801	3305
长期负债合计	1054	1943	2833	3723	4612	现金流量表 (百万元)					
负债合计	8129	11223	12563	14696	17059	净利润	1262	1869	2432	2801	3305
少数股东权益	3	(10)	(10)	(10)	(10)	资产减值准备	(57)	13	(1)	(0)	(0)
股东权益	19903	21572	23664	26022	28895	折旧摊销	380	504	510	684	775
负债和股东权益总计	28036	32785	36216	40708	45943	公允价值变动损失	(23)	38	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(112)	(31)	(80)	(92)	0
每股收益	1.53	2.27	2.95	3.40	4.01	营运资本变动	(1989)	218	847	965	894
每股红利	0.37	0.21	0.41	0.54	0.52	其它	42	(35)	1	0	0
每股净资产	24.15	26.17	28.71	31.57	35.06	经营活动现金流	(386)	2606	3788	4450	4974
ROIC	6.13%	10.14%	11%	13%	15%	资本开支	0	(1647)	(1570)	(1256)	(1256)
ROE	6.34%	8.67%	10%	11%	11%	其它投资现金流	3115	(3256)	0	0	0
毛利率	49%	47%	47%	47%	47%	投资活动现金流	3000	(4904)	(1570)	(1256)	(1256)
EBIT Margin	8%	12%	13%	13%	14%	权益性融资	2	12	0	0	0
EBITDA Margin	11%	16%	16%	17%	18%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-10%	34%	17%	14%	15%	支付股利、利息	(304)	(176)	(339)	(443)	(432)
净利润增长率	-36%	48%	30%	15%	18%	其它融资现金流	(1193)	(259)	(503)	(200)	(100)
资产负债率	29%	34%	35%	36%	37%	融资活动现金流	(1798)	(599)	(843)	(643)	(532)
股息率	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	现金净变动	816	(2897)	1375	2551	3187
P/E	71.8	48.5	37.3	32.4	27.4	货币资金的期初余额	7584	8400	5503	6878	9429
P/B	4.6	4.2	3.8	3.5	3.1	货币资金的期末余额	8400	5503	6878	9429	12616
EV/EBITDA	83.5	46.5	40.0	34.6	28.4	企业自由现金流	0	644	1651	2517	3124
						权益自由现金流	0	385	1256	2484	3262

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032