

联影医疗(688271)

报告日期: 2026年05月08日

海外&高端双驱动, 2026年高增可期

——联影医疗 2025 年报及 2026 年一季报点评报告

投资要点

□ 2025 年, 公司实现营业收入 138.00 亿元, 同比+33.98%, 海外业务快速放量叠加国内高端替代/招投标恢复等拉动下收入高增; 归母净利润 18.69 亿元, 同比+48.14%; 扣非归母净利润 17.70 亿元, 同比+75.18%, 规模效应释放。2026Q1 实现营收 29.08 亿元, 同比+17.34%; 归母净利润约 3.99 亿元, 同比+7.78%, 我们认为, 2026 年在海外持续拉动以及国内高端替代下, 收入利润高增长仍有望持续。

□ 成长性: 高端产品放量&海外拉动, 收入利润持续增长可期

(1) 设备量价双升, 高端产品有望持续放量。2025 年公司医学影像诊断及放射治疗设备收入 113.90 亿元, 同比+35%, 高端产品放量叠加销量增长拉动下各产品收入高增, 其中 CT、MI、MR、XR、RT 收入分别为 30.48/12.99/31.92/5.87/3.19 亿元, 分别同比增长 16%、47%、42%、36%、85%。按照公司披露各板块销售额/销售量计算各板块量价情况, 公司 2025 年各板块产品出厂价均有所提升, 其中 CT、MI、MR、XR、RT 产品出厂均价分别为 2.36、10.90、6.85、0.68、11.59 百万元/台, 均价分别同比+8%、+12%、+26%、+20%、+24%, 充分体现了高端产品占比提升带来的量价增长。2025 年公司磁共振国内市占率同比增长 2.7pct、RT 国内市占率同比增长超 18pct, 首次双双跃居中国市场占有率第一; 40 排 CT、64-80 排 CT、128-160 排 CT、1.5T 磁共振、3.0T 以上超高场磁共振、PET/CT、PET/MR 及乳腺 DR 等细分产品蝉联市场第一; 光子 CT uCT Omega 成为首台国产商业化光子 CT, 2026 年有望进入放量关键期。我们认为, 2026 年公司高端产品有望持续放量, 拉动公司量价增长。

(2) 维修服务收入持续增长, 有望持续贡献利润增量。2025 年维保服务收入 17.08 亿元 (同比+25.96%), 公司全球装机累计超 39000 台, 维保需求有望持续提升, 公司维保利润率较高 (毛利率 61.9%, 大幅高于设备业务约 46.6%) 未来随装机量复合累加, 维保有望成为重要利润来源。

(3) 海外收入高增, 2026 年新增长拉动有望持续。2025 年境外收入 33.93 亿元 (同比+52.81%), 占主营业务收入的 25.79% (2024 年约 21.3%, 占比持续提升)。我们认为, 公司海外高增长有望持续, 主要拉动在于: ①产品力认可度持续提升, PET-CT 等高端产品赢得国际主流高端市场的广泛认可, 品牌影响力持续提升, 有望通过发达国家高端医院辐射全球; ②销售与供应链体系持续强化。公司已在全球 12 个国家和地区建立了区域服务中心, 海外服务驻点数量增至 44 个; 北美休斯顿生产基地完成三倍扩容, 供货能力大幅提升。

□ 盈利能力分析: 利润率长期有望持续提升

(1) 毛利率有望提升。2025 年公司毛利率 47.01% (同比-1.53pct), 虽然均价提升但经济性产品价格承压叠加新品成本较高, 整体毛利率仍略有下滑; 2026 年 Q1 毛利率 47.16%, 同比-2.78pct, 我们认为, 2026 年随着高端新品放量持续, 原材料国产替代下成本下降等, 全年毛利率同比有望稳中略升; (2) 2026 年净利率或持续提升。2025 年公司净利率 13.36%, 规模效应下期间费用率下降, 净利率提升; 2026 年 Q1 净利率 13.50%, 同比-1.25pct, 我们认为 2026 年随着毛利率变化以及规模效应的持续体现, 全年净利率或仍略升, 且公司高端产品放量以及维保有望形成持续拉动, 利润率长期提升可期。

投资评级: 增持(维持)

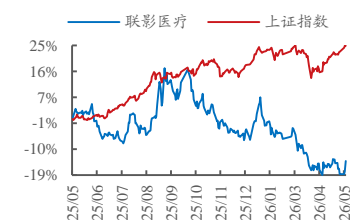
分析师: 王班
执业证书号: S1230525070003
wangban@stocke.com.cn

分析师: 司清蕊
执业证书号: S1230523080006
siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥115.94
总市值(百万元)	95,552.88
总股本(百万股)	824.16

股票走势图



相关报告

- 《Q3 收入高增, 海外高端拓展加速》2025.11.13
- 《需求恢复, 利润高增可期》2025.05.13
- 《海外拓展加速, 四季度收入恢复可期》2024.11.10

□ 盈利预测与估值

综上，我们预计 2026-2028 年收入分别为 169.28/205.03/248.43 亿元，分别同比增长 22.67%、21.12%、21.17%；归母净利润为 23.20/29.56/35.90 亿元，分别同比增长 24.09%、27.43%、21.45%，对应 EPS 为 2.81/3.59/4.36 元，对应 2026 年约 41 倍 PE，维持“增持”评级。

□ 风险提示

国际环境变动的风险、行业政策变化的风险、新产品放量不及预期的风险、汇兑损益变动的风险

财务摘要

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	13800.25	16928.32	20502.98	24843.03
(+/-) (%)	33.98%	22.67%	21.12%	21.17%
归母净利润	1869.30	2319.62	2955.96	3590.00
(+/-) (%)	48.14%	24.09%	27.43%	21.45%
每股收益(元)	2.27	2.81	3.59	4.36
P/E	51	41	32	27

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	22873	26016	30140	34582
现金	5503	7225	9694	12601
交易性金融资产	4927	4927	4927	4927
应收账款	5682	6611	7392	8002
其它应收款	160	197	238	289
预付账款	264	324	388	469
存货	5729	6218	6939	7732
其他	608	515	563	562
非流动资产	9912	10381	10938	11302
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	190	150	176	172
固定资产	3228	4289	5383	6025
无形资产	1513	1516	1603	1731
在建工程	2869	2312	1675	1250
其他	2112	2114	2101	2124
资产总计	32785	36397	41078	45884
流动负债	9280	10136	11910	13164
短期借款	945	945	945	945
应付款项	2769	3544	4518	5159
预收账款	0	0	0	0
其他	5566	5647	6447	7061
非流动负债	1943	1952	1940	1945
长期借款	0	0	0	0
其他	1943	1952	1940	1945
负债合计	11223	12088	13851	15109
少数股东权益	(10)	(32)	(70)	(113)
归属母公司股东权益	21572	24341	27297	30887
负债和股东权益	32785	36397	41078	45884

利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	13800	16928	20503	24843
营业成本	7313	8882	10675	12887
营业税金及附加	71	87	106	128
营业费用	2261	2713	3246	3936
管理费用	627	766	882	1032
研发费用	1842	2251	2665	3230
财务费用	(31)	5	(26)	(66)
资产减值损失	193	199	260	318
公允价值变动损益	(37)	(2)	(1)	(13)
投资净收益	81	81	81	81
其他经营收益	433	399	399	399
营业利润	2000	2502	3174	3845
营业外收支	(19)	(15)	(17)	(17)
利润总额	1981	2487	3156	3829
所得税	137	188	238	281
净利润	1844	2298	2918	3547
少数股东损益	(25)	(21)	(38)	(43)
归属母公司净利润	1869	2320	2956	3590
EBITDA	2462	3064	3849	4622
EPS (最新摊薄)	2.27	2.81	3.59	4.36

主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	33.98%	22.67%	21.12%	21.17%
营业利润	46.40%	25.07%	26.85%	21.17%
归属母公司净利润	48.14%	24.09%	27.43%	21.45%
获利能力				
毛利率	47.01%	47.53%	47.93%	48.13%
净利率	13.36%	13.58%	14.23%	14.28%
ROE	9.02%	10.11%	11.47%	12.38%
ROIC	7.54%	8.42%	9.57%	10.31%

现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2679	2233	3726	4013
净利润	1844	2298	2918	3547
折旧摊销	516	622	769	909
财务费用	(31)	5	(26)	(66)
投资损失	(81)	(81)	(81)	(81)
营运资金变动	343	(319)	611	175
其它	87	(292)	(465)	(472)
投资活动现金流	(3357)	(953)	(1284)	(1172)
资本支出	(1383)	(900)	(1000)	(900)
长期投资	(2)	40	(26)	4
其他	(1973)	(93)	(258)	(276)
筹资活动现金流	153	442	27	66
短期借款	387	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(234)	442	27	66
现金净增加额	(526)	1722	2469	2907

	2025	2026E	2027E	2028E
偿债能力				
资产负债率	34.23%	33.21%	33.72%	32.93%
净负债比率	8.94%	8.28%	7.24%	6.63%
流动比率	2.46	2.57	2.53	2.63
速动比率	1.85	1.95	1.95	2.04
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.49	0.53	0.57
应收账款周转率	2.77	2.74	2.82	3.01
应付账款周转率	3.30	3.37	3.22	3.22
每股指标(元)				
每股收益	2.27	2.81	3.59	4.36
每股经营现金	3.25	2.71	4.52	4.87
每股净资产	26.17	29.53	33.12	37.48
估值比率				
P/E	51.12	41.19	32.33	26.62
P/B	4.43	3.93	3.50	3.09
EV/EBITDA	38.76	28.01	21.65	17.39

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与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收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>