

联影医疗：Q2 提速明显，创新成果持续兑现

■ 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)	1,175.58/1,175.58
12 个月内最高/最低价(元)	154.06/92

相关研究报告

<<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

<<联影医疗点评报告：海内外持续高端突破，毛利率显著提升>>—2023-11-02

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：0755-83688835

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

事件：公司近期发布 2025 年半年度报告：2025 年上半年，公司实现营业收入 60.16 亿元，同比增长 12.79%；归母净利润 9.98 亿元，同比增长 5.03%；扣非归母净利润 9.66 亿元，同比增长 21.01%。其中，公司第二季度实现营业收入 35.38 亿元，同比增长 18.60%；归母净利润 6.28 亿元，同比增长 6.99%；扣非归母净利润 5.87 亿元，同比增长 17.96%。

国内实现创新与渗透率的快速突破，国外有望加速增长

(1) 国内业务，上半年收入 48.73 亿元，同比增长 10.74%。根据第三方权威数据，公司在中国医学影像与放射治疗设备综合新增市场占有率同比提升 3.4 个百分点。MR、MI、XR 等核心影像诊断产品线持续巩固并扩大领先优势，从高水平医院到基层医疗机构的全面覆盖。CT 产品线在规模放量同时加速产品创新——全球首创双宽体双源 CT 系统 uCT SiriuX 正式进入 NMPA 创新医疗器械特别审查程序，光子计数 CT uCT Ultra 正式入驻多家医院开启临床测试和临床医学研究。以 RT、DSA 为代表的放疗与介入产品线快速增长，市占率分别同比提升 17.7pct 与 2pct。

(2) 海外业务展现出较强的韧性和稳健的增长态势，公司海外业务收入实现 11.42 亿元，同比增长 22.48%，占总营收比重提升至 18.99%。目前海外项目交付和客户跟进节奏在持续提速，预计下半年随着海外项目的转化进度加快，海外业务将回到更为快速的收入增长区间。

AI 赋能影像全流程，公司处于业内领先地位

公司所有影像诊断设备，从硬件、软件、应用、工作流等多个层面，都实现了 AI 平台的赋能，如 uAIFI 磁共振类脑平台、CT 的 uSense CT 主动感知平台、uExcel 分子影像无极技术平台、uAid 全流程 XR 智慧摄影技术平台等一系列数智化超级技术平台。这些数智化超级平台的持续突破，不仅让公司在当前医疗影像 AI 浪潮中保持领先地位，也将为未来推出行业领先、填补技术空白的创新产品提供强大助力。根据 FDA 发布的 AI 赋能医疗设备清单数据显示，放射学为全球 AI 赋能设备最集中的领域，其中公司 AI 赋能设备获批数量超过 20 个，位居行业领先地位。

毛利水平维稳，费用端同比有所改善

2025 年上半年，公司的综合毛利率同比下降 2.44pct 至 47.93%。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 15.60%、4.28%、12.74%、-0.82%，同比变动幅度分别为 -1.11pct、-0.20pct、-2.75pct、+0.41pct。

其中，2025 年第二季度的综合毛利率、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 46.52%、15.66%、3.54%、10.96%、-0.92%、17.75%，分别变动 -4.49pct、-2.23pct、-0.40pct、-2.66pct、-0.09pct、-1.93pct。

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 19.10/23.89/28.95 亿元，同比增速为 51.38%/25.05%/21.22%；EPS 分别为 2.32/2.90/3.51 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 62/49/41 倍。维持“买入”评级。

风险提示：集采降价风险，招投标落地节奏慢的风险，全球贸易波动的风险。

■ 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	2,389	2,895
净利润增长率(%)	-36.08%	51.38%	25.05%	21.22%
摊薄每股收益（元）	1.54	2.32	2.90	3.51
市盈率（PE）	82.08	61.54	49.22	40.60

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	8,351	9,929	11,695
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	3,074	3,660	4,265
流动资产合计	20,228	20,894	21,499	23,798	26,870
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	1,669	1,769	1,869
长期待摊费用	75	68	58	48	38
其他非流动资产	21,173	21,732	22,460	24,824	27,962
资产总计	25,336	28,036	29,758	32,831	36,619
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	5,566	6,307	7,224
负债合计	6,455	8,129	8,081	9,040	10,266
股本	824	824	824	824	824
资本公积	13,910	13,947	13,909	13,909	13,909
留存收益	4,637	5,596	7,399	9,501	12,049
归母公司股东权益	18,866	19,903	21,664	23,766	26,314
少数股东权益	15	3	13	25	39
股东权益合计	18,881	19,906	21,677	23,791	26,353
负债和股东权益	25,336	28,036	29,758	32,831	36,619

现金流量表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	133	-619	2,272	3,690	3,952
投资性现金流	-1,565	-1,244	-2,041	-1,647	-1,664
融资性现金流	-662	199	-279	-466	-521
现金增加额	-2,095	-1,663	-49	1,577	1,766

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	-111	-140
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	2,617	3,174
其他非经营损益	1	-15	-8	-8	-8
利润总额	2,142	1,352	2,087	2,609	3,166
所得税	164	110	167	209	256
净利润	1,978	1,242	1,920	2,401	2,910
少数股东损益	3	-20	10	12	15
归母股东净利润	1,974	1,262	1,910	2,389	2,895

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%	16.28%	16.61%
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%	25.05%	21.22%
ROE	10.46%	6.34%	8.82%	10.05%	11.00%
ROA	7.79%	4.50%	6.42%	7.28%	7.91%
ROIC	9.15%	4.99%	8.21%	9.52%	10.48%
EPS(X)	2.40	1.54	2.32	2.90	3.51
PE(X)	57.09	82.08	61.54	49.22	40.60
PB(X)	5.99	5.23	5.43	4.95	4.47
PS(X)	9.90	10.11	9.48	8.01	6.74
EV/EBITDA(X)	46.98	62.49	45.06	35.94	29.54

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或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和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。