

联影医疗 (688271 CH, 买入, 目标价: RMB194.39)

买入

持有

卖出

全球化扩张与技术领先驱动业绩增长；首次覆盖给予买入评级

目标价: RMB194.39 当前股价: RMB126.54

股价上行/下行空间 +54%

52 周最高/最低价 (RMB) 152.00/92.00

市值 (US\$mn) 14,408

当前发行数量(百万股) 824

三个月平均日交易额 (US\$mn) 72

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 2025 年 3 月 17 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	N/A	N/A
目标价 (RMB)	194.39	N/A	N/A
2024E EPS (RMB)	1.52	N/A	N/A
2025E EPS (RMB)	2.62	N/A	N/A
2026E EPS (RMB)	3.50	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2024E	2025E
营收 (RMBmn)	10,300 (-0%)	13,475 (+2%)
EPS (RMB)	1.53 (-1%)	2.54 (+3%)

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。

- 在技术创新和海外市场带动下, 2025 年开始公司业绩有望进入复苏通道;
- 随着政策支持以及需求增长双轮驱动下, 公司各产品线有望实现快速增长;
- 首次覆盖给予“买入”评级, DCF 目标价为 194.39 元

凭借齐全的医疗影像产品线挑战进口品牌在中国市场的主导地位: 联影医疗丰富的医疗影像产品线, 涵盖了计算机断层扫描 (CT)、磁共振成像 (MR)、X 射线成像 (XR)、分子成像 (MI) 以及放射治疗 (RT) 等多个领域。根据公司 2023 年年报, 联影医疗在中国医学影像多个曾经长期被跨国公司垄断的细分市场的份额位列前茅。公司的 CT 产品线 (占 2023 年收入的 41%), 覆盖了从低端到高端的广泛市场, 我们预计将受益于国产替代加速, 高端技术与医疗资源下沉的趋势。我们认为, 依靠核心技术自研和全市场覆盖战略, MR 产品 (占 2023 年收入的 33%) 将成为未来推动收入增长的关键力量。同时, 我们预期公司的其他产品线 (MI、XR 和 RT) 在国产替代、智能化升级等进程的推动下, 也将实现稳步增长。尽管我们预计 2024 年公司业绩将面临短暂的政策影响, 我们相信公司业绩将从 2025 年开始恢复增长势头, 预计 2023-2026E 年的收入 CAGR 为 14.2%, 我们估算公司 CT/ MR/ XR/ MI/ RT 产品线在 2023-2026E 年的收入 CAGR 分别为 -4.6%/ 24.4%/ 14.1%/ 26.4%/ 26.5%。

全球扩张和技术创新将推动公司业绩进一步增长: 联影医疗利用其技术领先优势和创新产品建立全球销售网络, 并建立起强大的售后服务和技术支持系统。根据 1H24 财报, 公司海外业务收入达到 9.33 亿元人民币, 同比增长 29.9%, 占总营收的 17.5%。凭借在国内同行中的先发优势, 我们认为联影医疗有望进一步扩大其在国际市场的影响力。在研发方面, 公司在 2024 年推出的开创性的产品, 包括全球首台 5T 全身临床超高场 MR, 以及创新的集成 CT 环形直线加速器等。

首次覆盖给予“买入”评级, DCF 目标价为 194.39 元 (WACC: 9.0%): 我们的目标价对应公司 2025 年 74xPE 估值, 高于行业平均 61xPE 估值水平以及公司自上市以来平均估值 (67x)。我们看好公司未来发展前景, 主要原因: 1) 受益于技术进步与政策支持, 行业需求增长; 2) 公司产品线全面, 中高端及超高端产品市占率提升; 3) 海外业务潜力大, 国际市场认可度提高, 助力业绩增长。

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	9,238	11,411	10,263	13,796	16,984
毛利润 (RMBmn)	4,468	5,532	5,091	6,992	8,730
归母净利润 (RMBmn)	1,656	1,974	1,255	2,158	2,884
每股收益 (RMB)	2.01	2.40	1.52	2.62	3.50
市盈率 (x)	91.0	59.0	81.6	48.3	36.2

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

目录

全球化扩张与技术领先驱动业绩增长；首次覆盖给予买入评级.....	1
焦点图表.....	3
投资概述.....	6
中国医学影像设备市场：受益于政策与需求双轮驱动	8
医学影像设备简介.....	8
中国医学影像市场 2019-2023 年增速 CAGR 为 10.9%.....	8
联影医疗：多元布局各产品线，市占率持续跃升	11
CT：稳守双端市场，品质拓展前路.....	12
MR：份额攀升强劲，自研奠定优势	13
XR：多元布局奠基，创新驱动超越.....	14
MI：量产规模领航，技术赋能前行	16
RT：技术革新引领，聚焦创新突破.....	17
全方位布局出海塑造国际形象	18
研发创新驱动公司全面发展	19
盈利预测.....	21
营收和利润分析	21
毛利率和净利率分析.....	23
各项费用分析.....	23
经营性现金流.....	24
估值	24
风险提示.....	27
附录 I：公司概况.....	28

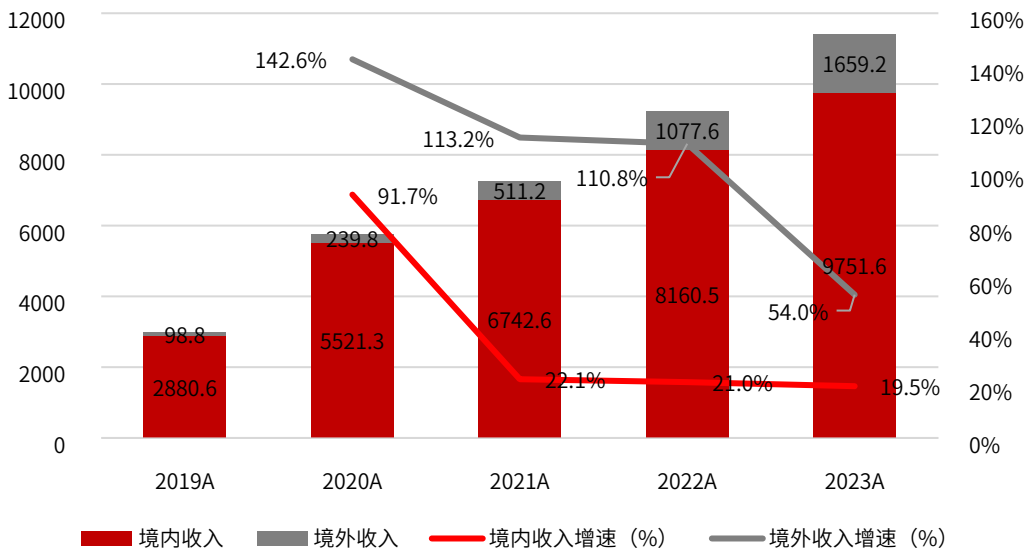
焦点图表

图表 1: 各产品线行业竞争格局

设备种类	联影医疗	GE 医疗	西门子医疗	飞利浦医疗	医科达	万东医疗	东软医疗
CT 产品							
320 排/640 层	✓						
256 排/512 层		✓	✓				✓
128 排及以下	✓	✓	✓	✓		✓	✓
MR 产品							
5.0T 及以上	✓	✓	✓				
3.0T	✓	✓	✓	✓			✓
1.5T 及以下	✓	✓	✓	✓		✓	✓
XR 产品							
大 C(DSA)	✓	✓	✓	✓		✓	✓
Mammo	✓	✓	✓			✓	✓
常规/移动 DR	✓	✓	✓	✓		✓	✓
中小 C	✓	✓	✓	✓		✓	✓
MI 产品							
PET/CT							
AFOV>120cm	✓						
AFOV50-120cm	✓	✓	✓				
AFOV<50cm	✓	✓	✓	✓			✓
PET/MR	✓	✓	✓				
超声产品		✓	✓	✓		✓	✓
RT 产品							
直线加速器	✓		✓		✓		✓
图像引导直加	✓		✓		✓		✓
生命科学仪器	✓						

资料来源: 公司年报, 华兴证券整理

图表 2：2019-2023 年联影医疗境内外收入变化（单位：百万元）



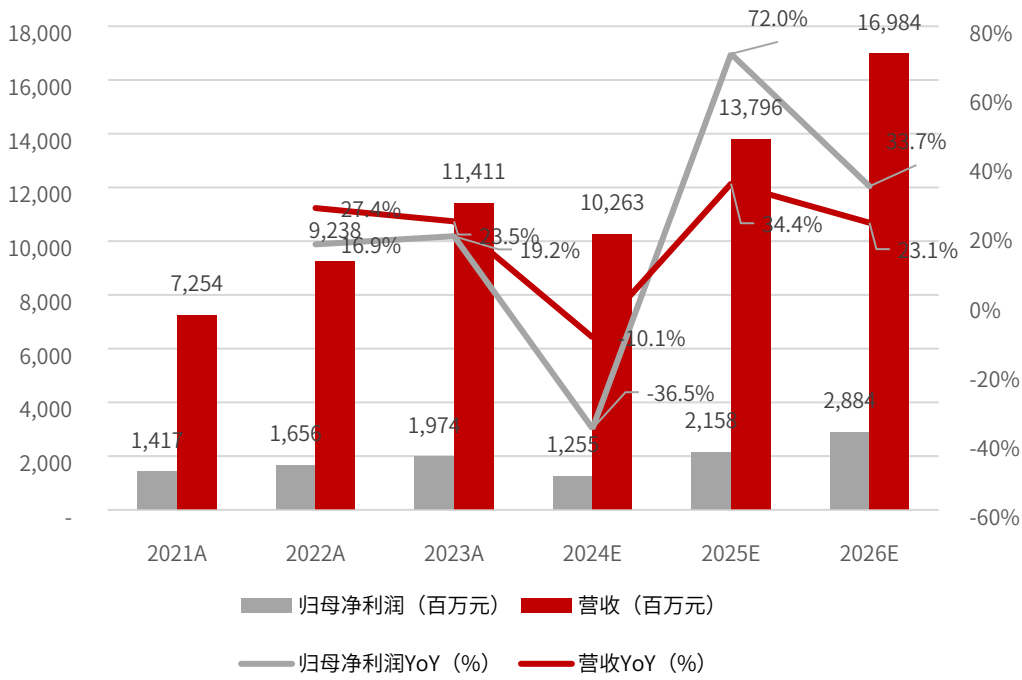
数据来源：公司年报，华兴证券整理

图表 3：联影医疗核心竞争力



资料来源：华兴证券整理

图表 4：联影医疗—营收和净利润（百万元）及增长，2021-2026E



数据来源：公司年报、华兴证券整理

投资概述

产品线全面覆盖医学影像各领域，国内市场份额持续攀升

联影医疗在医学影像设备领域实现了广泛的产品布局，包括计算机断层扫描（CT）、磁共振成像（MR）、X 射线成像（XR）、分子影像系统（MI）和放射治疗系统（RT）等关键类别。全面的产品线覆盖使联影医疗能满足各类医疗机构和临床场景的需求，从基层医疗机构的基础影像检查到大型三甲医院的高端诊断与科研。据公司 1H24 年财报，按 2024 年上半年度国内新增市场金额口径统计，公司 CT 产品市场占有率综合排名第一。在其他众多细分市场中，公司的市场地位举足轻重，与曾在中国市场占据主导地位的跨国企业展开了直接的竞争。展望 2025 年，我们预计公司销售收入将迎来强劲复苏，我们预测公司 2023-2026E 年净利润 CAGR 为 13.5%，我们首次覆盖公司给予买入评级，以及 194.39 元目标价。

全影像产品线拓展中国本地市场

- CT 设备目前是公司的销售设备收入的重要组成部分（2023 年占销售设备收入 41%）。根据我们的研究，CT 设备行业目前竞争激烈，国产化进程加快，需求下沉明显，市场逐步向中高端过渡。我们认为，基于公司 CT 产品对低端和高端市场的全面覆盖，具有长期的市场潜力，未来销售收入将保持稳健增长。我们预测公司 CT 产品 24E-26E 收入增长 YoY 分别为 -35.4%/18.2%/13.6%。
- MR 设备作为公司销售设备收入另一重要组成部分（2023 年占销售设备收入 33%），目前市场表现出强劲的增长势头，联影医疗目前已经实现了覆盖从 1.5T 到 5.0T 的多种 MR 产品，满足市场不同需求。基于公司对该设备核心零部件的自主研发、生产的掌握，以及最新 5.0T 产品的突破，我们认为尽管 2024 年市场增速放缓，但预计 2025 年及未来几年，联影医疗的 MR 产品线销售收入将呈现稳中向好趋势，24E-26E 收入增长 YoY 为 -0.1%/53.7%/25.2%。
- MI, XR, RT 设备是公司销售设备收入的另外三个组成部分。我们预计随着国产替代进程推进和技术进步，MI 产品线有望在市场竞争中获得更多份额；随着基层医疗市场发展和智能化升级需求释放，XR 产品线有望保持稳定增长；随着国产放疗设备认可度提高和产品技术成熟，RT 产品线有望实现快速增长，缩小与前部厂商差距。我们预计联影 24E-26E MI 产品线销售收入增长 YoY 为 -1.0%/25.0%/20.0%；XR 产品线销售收入增长 YoY 分别为 21.0%/32.0%/26.5%；RT 产品线销售收入增长 YoY 分别为 23.6%/33.9%/22.4%。

由于直到 4Q24 我国各地方政府补贴政策才真正实现落地，同时叠加医疗反腐的影响，导致 24 年前三季度大部分医院停止了正常招标进程，市场需求被挤压直至 4Q24，从而影响了行业的正常发展。在经历 2024 年收入增速下滑后，我们预计公司业绩从 2025 年开始将显著复苏。我们预计公司 2024E-26E 年的营收将为 102.6 亿元/137.9 亿元/169.8 亿元，同比增长 -10.1%/34.4%/23.1%，2023-2026E CAGR 为 14.2%；我们预计 2024-26 年公司净利润将达到 12.6 亿元/ 21.6 亿元/ 28.8 亿元，同比增长 -36.5%/ 72.0%/ 33.7%，2023-2026E CAGR 为 13.5%。

积极拓展全球市场，境外业务收入显著增长

在全球化市场拓展方面，联影医疗积极响应“一带一路”倡议，秉持“高举高打，全线突破”的市场策略，以高端技术和产品为切入点，构建覆盖全球的销售网络、售后服务及技术支持体系。据公司报告，目前，公司已在全球建立了超过 30 个区域总部和 20 个全球中心库房，业务遍及 65 个国家/地区。境外业务收入占总营业收入比重从 2019 年的 3.4%稳步增长至 2023 年的 14.9%，2023 年境外主营业务收入达到 16.6 亿元，同比增长 54.0%；2024 年上半年，境外业务收入为 9.3 亿元，同比增长 29.9%，占公司业务收入的 17.5%，显示出强劲的增长势头，未来有望凭借相对国内企业的先发优势进一步扩大海外市场份额。

技术创新引领公司发展

联影医疗以研发创新为核心驱动力，构建了涵盖高端医学影像设备、放射治疗产品和生命科学仪器的丰富产品线，实现了从临床前科研到疾病诊断与治疗的全流程覆盖。公司凭借深厚的技术积淀和精准的市场需求洞察，不断推出领先技术产品，如 2024 年推出的全球首创全身临床超高场磁共振设备 uMR Jupiter 5T 和一体化 CT 环形直线加速器 uLinac HalosTx。

通过垂直化研发体系和平台化研发模式，联影医疗实现了核心部件的自研自产，保障了技术自主性和快速迭代能力。公司在上海和美国休斯顿设立未来实验室，布局前瞻性研究，并通过全球化研发梯队和高强度研发投入（2024 年前三季度达 16.4 亿元）推动技术创新。通过技术创新、全球布局和优质服务，联影医疗在医疗行业中发挥着重要支撑作用，引领行业发展方向。

首次覆盖给予“买入”评级，DCF 目标价为 194.39 元（WACC: 9.0%）

我们的目标价对应公司 74x2025E PE 估值，高于行业平均 61x2025E PE 估值水平。我们认为，受行业政策调整影响，公司业绩有望从 2025 年开始复苏；同时，考虑到公司医学影像设备领先的技术水平以及国际化布局的发展潜力，联影医疗的估值理应享受一定的溢价。

虽然公司目标价对应的估值也高于公司自上市以来（2022 年 8 月）的平均估值（67x）。我们认为，从公司未来发展前景来看：1) 因技术进步和政策支持，医学影像市场需求大幅增加，联影医疗作为行业领先企业，受益于行业整体增长；2) 公司产品线覆盖全面，中高端产品及超高端产品收入快速增长，市占率大幅提升；3) 公司的海外业务增长潜力大，国际市场认可度提高，有望为公司业绩增长带来新的驱动力，我们首次覆盖给予联影医疗买入评级。

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。

中国医学影像设备市场：受益于政策与需求双轮驱动

医学影像设备简介

上海联影医疗科技股份有限公司隶属于医学影像设备行业，是医疗器械行业中技术壁垒最高的细分市场。医学影像设备作为现代医疗诊断与治疗的关键支撑，利用多种物理信号，如可见光、X 射线、超声波和强磁场等，对人体进行探测，记录下人体反馈的信号强度分布，进而形成图像。这些图像使医生能够解读人体结构和病变信息，从而进行诊断或治疗引导。根据不同的应用目的，医学影像设备可以分为两大类：

- **诊断影像设备**包括凭借 X 射线多角度扫描、计算机重建的计算机断层扫描设备（CT），利用磁场与射频脉冲成像的磁共振成像设备（MR），基于 X 射线穿透成像的 X 射线成像设备（XR），以及聚焦分子水平代谢信息呈现的分子影像系统（MI）等。
- **治疗影像设备**则主要包括数字减影血管造影设备（DSA）和定向放射设备，比如用于肿瘤精准放射治疗的放射治疗系统（RT）等。这些设备各具特色，协同构建起全方位、多层次的医学影像体系。

图表 5：联影医疗公司主要业务介绍

业务	产品线	工作原理	举例
销售医学影像诊断设备及放射治疗设备	计算机断层扫描（CT）	球管发出 X 射线穿透人体组织，用数字信号形成断面或立体图像以发现病变。	uCT 520/528（经济型 CT） uCT 860（中高端型 CT）
	磁共振成像系统（MR）	利用强磁场和射频脉冲激发体内的氢原子核，并接收其弛豫信号来重建人体内部结构图像	uMR Jupiter 5T（5.0T） uMR 790（3.0T） uMR 570（1.5T）
	X 射线成像（XR）	球管发出 X 射线穿透人体组织，探测器接收生成影像	uAngio 960、uMammo 890i
	分子影像系统（MI）	利用分子成像技术，对生物学行为定性和定量研究。	uMI 780
	放射治疗系统（RT）	利用放射性同位素射线和治疗机、加速器产生的射线治疗肿瘤。	uRT-linac 506c
提供维修及技术服务、劳务		为产品提供的一年期的质量保证为保证类质量保证；超过一年期的质量保证为服务类质量保证	
软件销售收入		企业将开发完成的软件产品直接销售给客户所取得的收入	颅内动脉瘤 CT 血管造影图像辅助检测软件（型号：uAI-CTA-HeadNeckVessels）

资料来源：公司年报，华兴证券整理

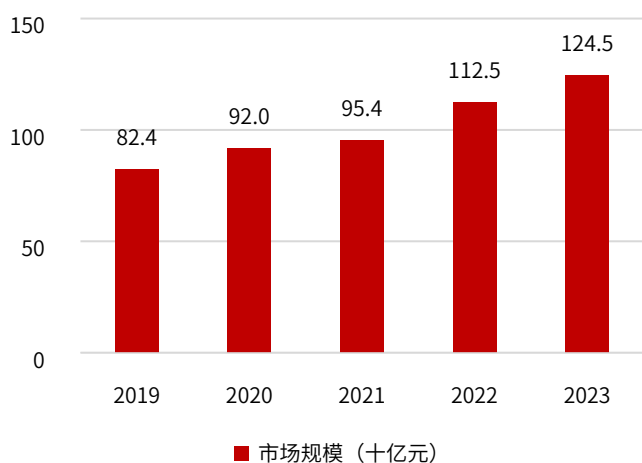
中国医学影像市场 2019-2023 年增速 CAGR 为 10.9%

根据中商产业研究院 2024 年 8 月发布的《2024-2030 年中国医学影像设备市场调查与行业前景预测专题研究报告》（以下称报告）显示，在多种有利因素的共同推动下，2023 年中国医学影像设备市场规模已经达到 1245 亿元。

根据中国情报网，2023 年，CT 市场规模在整个中国医学影像设备市场中占据首位，占比达 32%；XR、超声设备、MR、PET/CT 市场规模占比分别为 23%、19%、17%、2%。中国情报网预计 2019-2023 年中国医学影像设备市场收入增速 CAGR 为 10.9%。

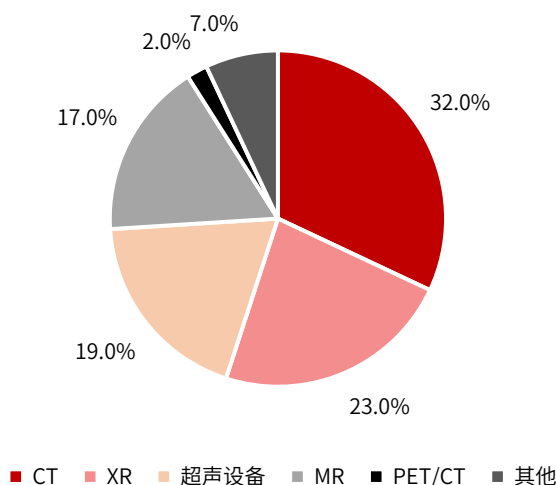
- CT 设备以其扫描时间短、图像清晰的特点，可用于多种疾病的检查，在全球医院实现了广泛配置，在中国更是成为医疗机构临床诊断中不可或缺的重要工具。无论是大型三甲医院，还是基层医疗机构，对 CT 设备的需求都较为旺盛，这使得 CT 市场规模一直处于领先地位。
- XR 作为现代医疗基础性的诊断设备，可以广泛应用于临床诊断，其设备根据使用特性可分为通用 X 射线机和介入 X 射线机。其中，通用 X 射线机包含常规 DR、移动 DR 等，它们都通过 X 射线摄影进行诊断检查疾病。随着我国分级诊疗政策的推行，XR 设备普及率逐步上升，基层医疗设备市场得到释放，其市场规模也在稳步增长。
- 超声设备具有操作简便、价格相对较低、无辐射等优点，在妇产科、心血管科、腹部检查等领域应用广泛，是临床上常用的检查设备之一。其在基层医疗机构和体检中心的大量普及，使得超声设备市场规模占据了较大的比重。
- MR 设备利用磁场和射频脉冲对人体进行成像，能够提供高分辨率、多方位的图像，对于软组织的诊断具有独特的优势，在神经系统、腹部、四肢关节等部位的检查中发挥着重要作用。虽然 MR 设备价格昂贵，但其在高端诊断和科研领域的不可或缺性，使得其市场规模也保持着稳定的增长。
- PET/CT 则是一种先进的影像学检查技术，融合了 PET 和 CT 的优势，能够在分子水平上反映人体的生理和病理变化，对于肿瘤的早期诊断、分期和治疗方案的制定具有重要意义。尽管目前 PET/CT 设备的装机量相对较少，2023 年市场规模占比仅为 2%，但其在肿瘤专科医院和大型综合医院的高端诊断中具有不可替代的作用，未来发展潜力巨大。

图表 6：2019-2023 年中国医学影像设备市场规模趋势



数据来源：中国情报网，华兴证券整理

图表 7：中国医学影像设备市场销售占比情况（2023 年）



数据来源：中国情报网，华兴证券整理

我们从需求、资金和政策因素总结中国医学设备市场驱动要素如下：

1) 需求端：人口结构改变，市场需求迅猛增长

全球人口老龄化趋势加剧，老年人口对医疗保健的需求不断增加。老年人常见病包括多种慢性疾病，这些慢性疾病往往具有病程长、病情易反复的特点，需要长期的医疗监测和治疗。在这样的医疗需求背景下，高端医学影像设备的需求必然将持续增长。

同时，随着人口老龄化的加剧和慢性病人群的不断增加，人们对自身健康状况的担忧也日益加深，健康意识有了很大的提高。为了更好地应对可能出现的健康问题，越来越多的年轻人开始重视疾病

的早期筛查和精准诊断，希望能够在疾病早期就发现并进行有效的治疗，避免病情的恶化和并发症的发生。在这种需求的推动下，高端影像设备以及分子诊断设备都得到了迅猛的发展。

2) 资金端：设备更新投入带动行业快速发展

2024 年 3 月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》提及，到 2027 年度，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上。根据财政部 24 年 12 月的消息，1500 亿元的设备更新资金已按项目下达至地方，其中医疗设备领域有望实现近 600 亿元采购规模。中国人民银行及发改委也发布了相应的措施来支持大规模设备更新，涉及资金规模庞大，为医疗设备更新提供了强有力的政策和资金保障，这将极大地推动医疗设备行业的发展。

同时，各省市医疗设备更新落地措施相继出台。据医装数胜的统计，截至 9M24，医疗设备更新批复项目已超过 1000 个。表明各地对医疗设备更新的积极性很高，市场需求巨大，这将有助于提升我国医疗机构的整体设备水平，更好地满足人民群众的医疗需求。然而，由于直到 4Q24 我国地方政府补贴政策才真正实现落地，同时叠加医疗反腐的影响，导致 24 年前三季度大部分医院停止了正常招标进程，市场需求被挤压直至 4Q24，从而影响了行业的正常发展。

3) 政策端：配置规划保障国产替代进程

2023 年 6 月，国家卫健委公布“十四五”期间，全国规划配置大型医用设备 3645 台，其中甲类 117 台，乙类 3528 台。配置规划将按年度实施，为社会办医配置预留合理空间。据各省份、地区已公布信息。根据我们统计，截至 2024 年 9 月，甲类大型医用设备配置证还剩余 74 张未发放，乙类大型医用设备配置证还有 3076 张未发放，剩余额度充足，为医疗设备的持续更新和合理配置提供了保障。

在国家政策的推动下，医疗机构更新设备的意愿和能力增强，医学影像、放射治疗、手术机器人等设备的更新需求被释放，吸引了更多企业参与竞争，包括国内企业和外资企业。在设备更新过程中，国产设备的性价比优势将更加凸显，医疗机构优先采购国产创新医疗器械的趋势将进一步加强，这将为联影医疗等国产企业提供更多的机会，加速国产替代进程。

图表 8：近年来相关医疗设备扶持政策

颁发机构	政策名称
全国人大	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》
工业和信息化部等	《“十四五”医疗装备产业发展规划》
国家卫生健康委	《关于发布“十四五”大型医用设备配置规划》
国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》
国家发改委	《产业结构调整指导目录（2024 年本）》
国家药监局	《健全支持人工智能和医学影像医疗器械相应产业创新发展机制》

资料来源：各部委网站，华兴证券整理

联影医疗：多元布局各产品线，市占率持续跃升

联影医疗在高端医学影像诊断产品和放射治疗产品方面，产品线覆盖全面，涵盖了 CT、MR、XR、MI、超声及 RT 等多个类别和细分领域，与国际巨头 GE 医疗（GEHC US，未覆盖）、西门子医疗（SIR GR，未覆盖）、飞利浦医疗（PHIA NA，未覆盖）在产品线广度上有一定可比性。在高端产品布局上，联影医疗已涉足 5.0T 及以上 MR、320 排/640 层 CT 等高端领域，彰显了其战略方向的积极进取与技术实力的显著提升。

国际巨头凭借先进技术和长期市场积累、全球网络，在高端医疗设备市场具有高品牌溢力，占有大量市场份额，但高价格使其在价格敏感市场面临压力。国内同行中，上海医科达（未上市）在细分领域深耕，专注放疗相关产品，医学影像诊断产品覆盖窄；万东医疗（600055 CH，未覆盖）和东软医疗（未上市）在部分产品线上有布局，但高端产品缺失，在中低端市场靠成本和渠道优势满足特定需求。

图表 9：联影各产品线行业竞争格局

设备种类	联影医疗	GE 医疗	西门子医疗	飞利浦医疗	医科达	万东医疗	东软医疗
CT 产品							
320 排/640 层	✓						
256 排/512 层		✓	✓				✓
128 排及以下	✓	✓	✓	✓		✓	✓
MR 产品							
5.0T 及以上	✓	✓	✓				
3.0T	✓	✓	✓	✓			✓
1.5T 及以下	✓	✓	✓	✓		✓	✓
XR 产品							
大 C(DSA)	✓	✓	✓	✓		✓	✓
Mammo	✓	✓	✓			✓	✓
常规/移动 DR	✓	✓	✓	✓		✓	✓
中小 C	✓	✓	✓	✓		✓	✓
MI 产品							
PET/CT							
AFOV>120cm	✓						
AFOV50-120cm	✓	✓	✓				
AFOV<50cm	✓	✓	✓	✓			✓
PET/MR	✓	✓	✓				
超声产品		✓	✓	✓		✓	✓
RT 产品							
直线加速器	✓		✓		✓		✓
图像引导直加	✓		✓		✓		✓
生命科学仪器	✓						

资料来源：公司年报，华兴证券整理

按产品线来分，公司销售医学影像诊断及放射治疗设备业务中主要可以分为 CT 产品线、MR 产品线、MI 产品线、XR 产品线以及 RT 产品线。根据 2023 年公司年报，公司销售医学影像设备收入 992.7 亿元，同比上升 21.1%；其中，CT 产品线、MR 产品线、MI 产品线、XR 产品线以及 RT 产品线收入分别为 406.6 亿元/327.9 亿元/155.2 亿元/76 亿元/27 亿元，占销售总收入比例分别为 41.0%/33.0%/15.6%/7.7%/2.7%，YoY 分别为 7.8%/28.8%/20.8%/32.8%/6.9%。

据联影医疗 1H24 财报，按 2024 年上半年度国内新增市场金额口径统计，公司 CT（X 射线计算机断层扫描成像）产品市场占有率综合排名第一，MR（磁共振成像）设备市场占有率排名第三。在分子影像（MI）设备领域，公司 PET（正电子发射计算机断层扫描）/CT 市场占有率排名第一，PET/MR 中国市场占有率排名暂列第二。公司在诊断 XR 产品（含固定 DR、移动 DR、乳腺 DR）的市场占有率排名第一。其中固定 DR 市场占有率排名第一，移动 DR 产品市场占有率排名第三，乳腺 DR 市场占有率排名第四；公司 RT 产品市场占有率排名第三。

CT：稳守双端市场，品质拓展前路

联影 X 射线计算机断层扫描成像（Computed Tomography，简称 CT）产品作为一种重要的医学成像设备，通过球管发出 X 射线，射线穿透人体组织，探测器接收并将其转化为数字信号，随后计算机对这些信号进行转换和处理，最终生成被检查部位的断面或立体图像，辅助医生检测疾病、制定治疗方案。

目前国内 CT 市场竞争激烈，国际巨头（比如 GE、飞利浦、西门子）在高端市场占据优势，拥有先进的技术和较高的品牌知名度。随着国产 CT 设备技术日益成熟，凭借性价比优势，在国内市场份额逐步提升，加速进口替代进程。根据《2024 年度中国 CT 市场洞察》，3Q24，在 64 排及以下 CT 市场，联影和 GE 医疗市场份额稳居前二，其中 CR4（市场份额排名前四的厂商：西门子、联影、GE、飞利浦）达到 76.4%，同比减少了 3%左右；在 64 排以上 CT 市场，联影和 GE 医疗市场份额稳居前二，并且联影市场 3Q24 份额大幅增长，其中 CR4 达到 89.9%，同比增加了 11%左右。在政策推动医疗资源下沉的背景下，市场空间拓展，促使基层医疗市场对 CT 设备需求增加；随着技术进步，高端 CT 设备不断涌现，如能谱 CT、双源 CT 等，能满足更多临床需求，也推动着市场进一步增长。

在中低端 CT 设备市场，联影医疗通过优化产品性能和成本控制，在性能和功能上满足基层医疗机构的基本 CT 诊断需求。在中低端 CT 产品中，联影 CT 在成像质量、扫描速度等方面也具备一定的水准，能帮助医生进行准确的诊断。部分型号还配备了如智能天眼 AI 全智能扫描系统等先进功能，提高了检查效率和便捷性，可广泛应用于基层医疗机构常见疾病的诊断。在国家大力推进分级诊疗和基层医疗建设的政策背景下，基层医疗机构对医疗设备的需求不断增加，联影医疗的中低端 CT 产品能够更好地满足这部分市场需求，获得更多的政策支持和市场机会。

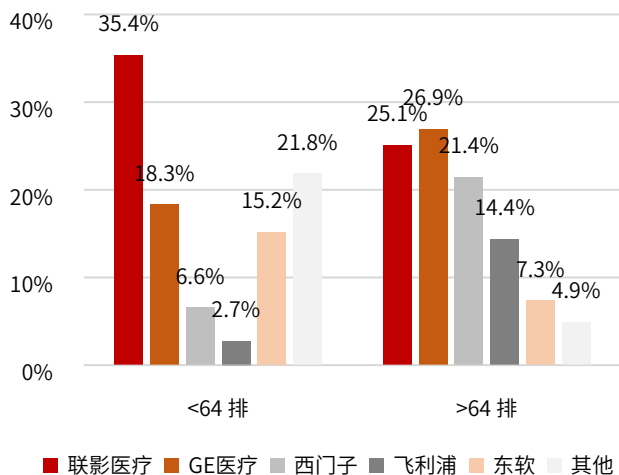
随着医疗技术的进步和市场需求的分化，高等级医院对 CT 设备的要求越来越高，需要具备高精度、先进功能的高端设备以满足复杂疾病的诊断和科研需求。公司在 CT 技术创新方面持续投入，不断提升产品性能并在高端市场具备技术领先优势。例如，公司推出国产首款 320 排超高端 CT 产品 uCT 960+，uCT 960+ 一圈扫描最快只需 0.25 秒，就能完成 16 厘米的成像，还配备了天眼 AI 全智能扫描系统、卒中 AI、骨折 AI 等智能分析软件，技术水平处于国际前沿。高端联影 CT 产品可广泛应用于呼吸系统、心血管系统、神经系统、骨关节系统疾病的诊断，能够在短时间内完成大范围的扫描和高分辨率成像，为急诊患者的快速诊断和治疗提供了有力支持，在临床应用方面具有显著优势。此外，联影医疗还提供配套的全面的技术支持和服务包括设备维护、操作培训等，推动医疗技术的升级。

根据公司业绩会介绍，疫情期间，医疗机构加大了 CT 的装机力度，而 CT 设备的使用周期在 10-15 年，短期市场需求被透支，导致目前市场对 CT 设备的新增需求降低。同时，在医疗反腐、医疗设备以旧换新具体细则的推迟落地，以及地方政府补贴延迟发放的共同影响下，2022-2024 年联影医疗 CT 的销售收入增速持续放缓。尤其是政府补贴的延迟发放在一定程度上影响了市场的正常招标进程，继而压缩了市场需求，影响了 2024 年 CT 设备的销售。考虑到联影 CT 产品在市场的技术领

先优势，加之 CT 设备作为影像诊断的基础设施，在基层与公共卫生系统中的不可替代性，我们仍然对联影 CT 产品的长期增长保持信心。

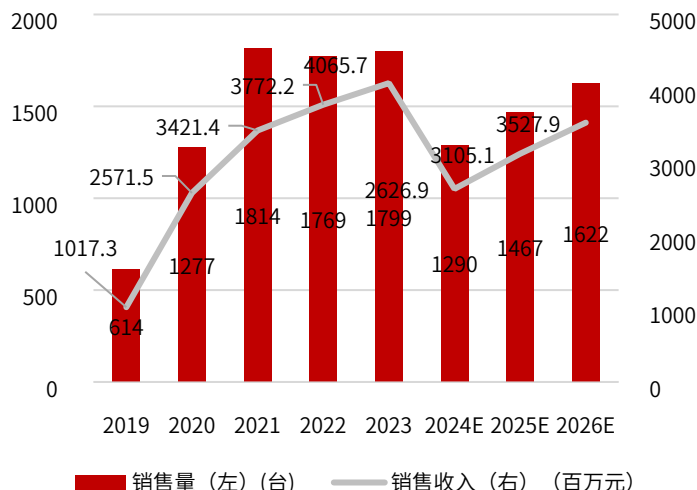
我们预计公司 CT 产品线未来销售收入将保持稳健增长，由于市场成熟度较高且竞争格局基本稳定，我们预测公司 CT 产品 24E-26E 收入增长 YoY 分别为-35.4%/18.2%/13.6%。

图表 10：2023 年我国 CT 设备行业竞争格局



数据来源：医招采、华兴证券整理

图表 11：2019-2026E 年联影医疗 CT 销售变化 (单位：百万元)



数据来源：公司年报、华兴证券预测

MR：份额攀升强劲，自研奠定优势

联影磁共振成像设备 (Magnetic Resonance Imaging, 简称 MR) 主要是氢质子受到激励而发生磁共振现象，在停止脉冲后，原子核在弛豫过程中产生 MR 信号，通过对 MR 信号的接收、空间编码和图像重建等处理过程，最终处理成图像信息。

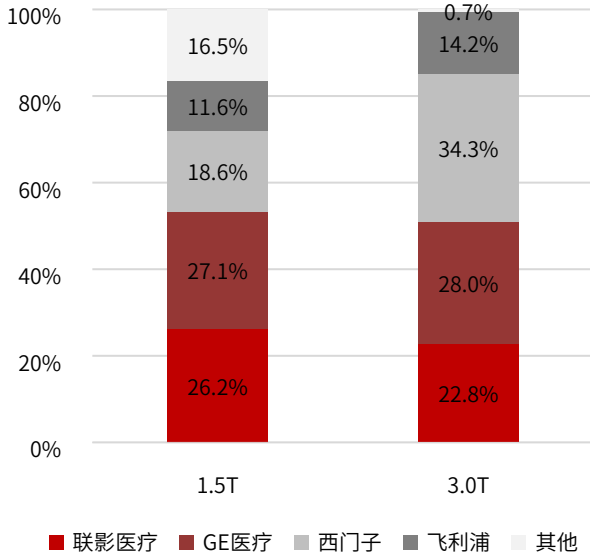
根据医招采统计数据，2023 年，西门子医疗依然稳居国内 MR 市场的领导地位；联影医疗市场份额大幅提升 (+6.3% YoY)，使其排名跃升至第二，且与西门子医疗的市场份额差距显著缩小。西门子医疗、联影医疗、GE 医疗和飞利浦四大品牌的市场集中度 (CR4) 从 2022 年的 88.8% 上升至 2023 年的 93.3%，显示出市场集中度进一步上升。

此外，高场强磁共振设备的应用逐渐增多，功能成像技术不断成熟，在神经科学等领域应用更为广泛，带来新的市场增长点。智能化和便捷化的发展，提高了检查效率和舒适度，进一步增加了市场需求，MR 行业规模呈上升态势。

根据医招采数据，2023 年，在国内 3.0TMR 市场中，四大品牌的市场份额排名保持不变，其中联影医疗的市场份额表现出明显增长 (+3.4 pts)，CR4 达到了 98.0%，表明市场高度集中；在国内 1.5TMR 市场中，前五大品牌的市场份额排名保持稳定，联影医疗的市场份额大幅增加 (+6.9 pts)，CR4 达到了 89.9%；而在超高端 MR 市场中，联影医疗和西门子依然是国内仅有的两大品牌。

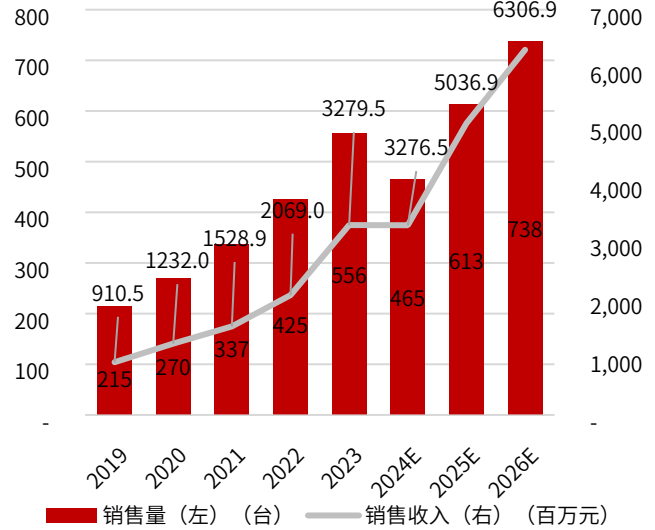
尽管西门子医疗仍然在市场中占据主导地位，联影医疗凭借其技术创新、卓越的性价比和精准的市场定位，正在逐步改变行业格局。市场集中度的提高表明市场竞争加剧，其背后联影医疗的快速崛起是市场竞争和自身创新推动的共同结果。

图表 12：2023 年我国 MR 设备行业竞争格局



数据来源：医招采、华兴证券整理

图表 13：2019-2026E 年联影 MR 销售变化 (单位：百万元)



数据来源：公司年报、华兴证券预测

据公司 2023 年报告，联影医疗是国产品牌中唯一掌握核心技术，在 MR 产品线上实现核心零部件的自主研发与生产，并具备整机生产能力的公司。公司对产品从研发到生产的全流程拥有高度掌控力，在磁体、梯度线圈等关键部件的研发上，凭借自身技术的行业领先优势，能打造出性能卓越的产品。同时，其整机生产能力可优化各部件间的协同工作，保障成像质量与设备稳定性。这不仅降低了生产成本，也减少了对外部供应商的依赖。联影医疗不断推出创新性技术，公司推出的 5.0T 级别设备 uMR Jupiter 5.0T，代表了磁共振成像技术的最新突破，其具备更高场强、更先进的成像能力，能更清晰地显示细微的解剖结构和病变，显著拓展了医学领域的应用范围，顺应国内对神经类诊断和脑研究的旺盛需求，有望引领 MR 市场变革，推动其向更高水平发展。

联影医疗的 MR 产品系列实现了覆盖从基础临床诊断到高端科研等多个细分市场，且其中多款产品为行业首创或国产首款，在市场竞争中占据有利地位。我们相信，未来几年，联影凭借自身科技优势和不断创新的能力结合 MR1.5T 以上产品配置证的放开等利好政策驱动，将会进一步在 MR 产品上表现出良好的增长潜力，MR 产品将成为未来拉动公司收入增长的主要驱动力。虽然 24 年受市场环境的影响，增速放缓，我们预计 MR 产品线 25 年及未来销售收入将呈现稳中向好趋势，24E-26E 收入增长 YoY 为-0.1%/53.7%/25.2%。

XR：多元布局奠基，创新驱动超越

根据临床用途不同，联影诊断 X 射线成像系统 (X-ray, 简称 XR) 产品可分为数字化医用 X 射线成像系统 (Digital Radiography, 简称 DR)、数字乳腺 X 射线成像系统 (Mammo)、移动式 C 形臂 X 射线成像系统 (移动 C 臂)、血管造影 X 射线成像系统 (DSA) 等。其中，DR 广泛应用于常规体检与临床疾病诊断，是临床应用最广泛的放射影像设备；Mammo 主要用于各种乳腺疾病的筛查与诊断；移动 C 臂多用于为外科手术提供影像引导，DSA 多用于心脏、神经、肿瘤等各类介入手术的影像引导。

数字化和智能化升级，提高了图像质量和诊断效率，满足了不同临床需求，XR 设备市场应用场景不断拓展。远程诊断与云平台应用的发展，使基层医疗机构对 XR 设备需求增加。我们认为，在国内设备不断发展和市场普及度提高的情况下，XR 行业规模将持续扩大。

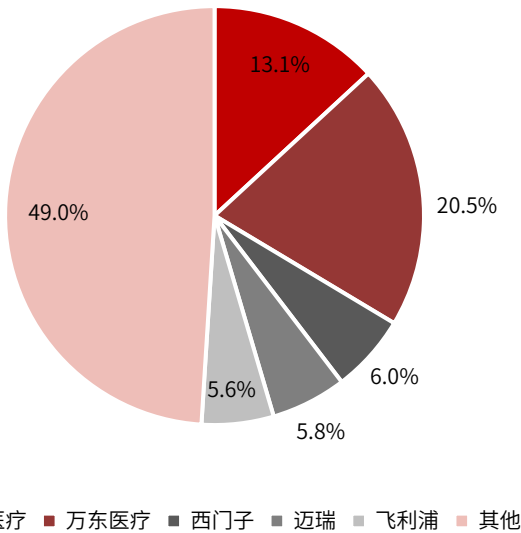
根据公司业绩会介绍，在 XR 设备各细分领域中，DR 市场竞争激烈，国产厂商如联影、万东、普爱（未上市）等表现突出，逐渐占据更多市场份额。乳腺机和 DSA 市场中，国际品牌仍占据一定优势，但国产替代趋势明显。C 型臂市场中，国产厂商通过技术创新和产品优化，逐渐打破进口品牌的垄断。根据公司年报，2023 年，按照国内新增市场金额口径统计，公司在诊断 XR 产品（含固定 DR、移动 DR、乳腺 DR）的市场占有率排名第一。其中固定 DR 及乳腺 DR 产品市场占有率排名第一，移动 DR 市场占有率排名第二。

联影在 XR 市场的竞争力，首先体现在产品多元化方面。能满足从基础诊断到高端介入治疗等不同临床需求，无论是大型综合医院的多科室应用，还是基层医疗机构的基础影像检查，都能提供合适的设备。同时，联影注重自主创新，投入了大量资源进行技术研发，在 XR 领域掌握了一系列核心技术并达到了部分零部件自产。例如联影在探测器技术方面取得突破，能捕捉更细微的人体组织信息；公司不断优化图像处理算法，减少噪声和伪影，为医生提供更准确的诊断依据。

2023 年初，联影医疗推出业界首款智慧仿生微创介入手术系统（DSA）uAngio 960，新产品推出后公司在 DSA 市场份额增长明显。在 2024 年初公司正式推出高端悬吊式 DSA 产品 uAngio AVIVA 后，根据医装数胜统计，1H24 公司市场份额同比上升 3.2 个百分点，跻身市场前五行列。

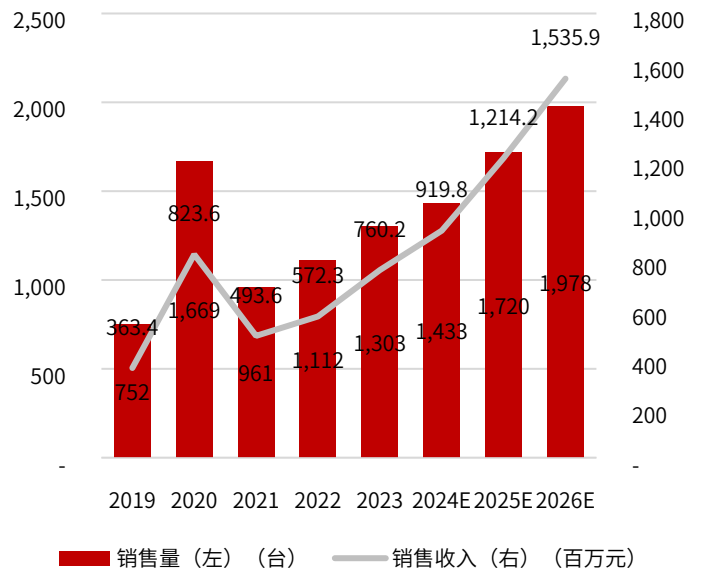
我们认为，随着基层医疗市场的不断发展，伴随诊断 XR 产品智能化升级需求持续释放，公司凭借 AI 深度融合的 XR 产品以及高性价比基础 XR 设备，有望加速实现国产替代，探索高端市场同时扩大中低端 XR 产品市占率，XR 产品线的销售收入有望保持稳定增长。我们预测公司 XR 产品 24E-26E 销售收入增长 YoY 分别为 21.0%/30.2%/26.5%。

图表 14: 2024 年上半年我国数字化 X 射线诊断系统 (DR) 的主要品牌市场占比情况 (按金额)



数据来源：医装数胜、华兴证券整理

图表 15: 2019-2026E 年联影医疗 XR 销售变化 (单位: 百万元)



数据来源：公司年报、华兴证券预测

MI：量产规模领航，技术赋能前行

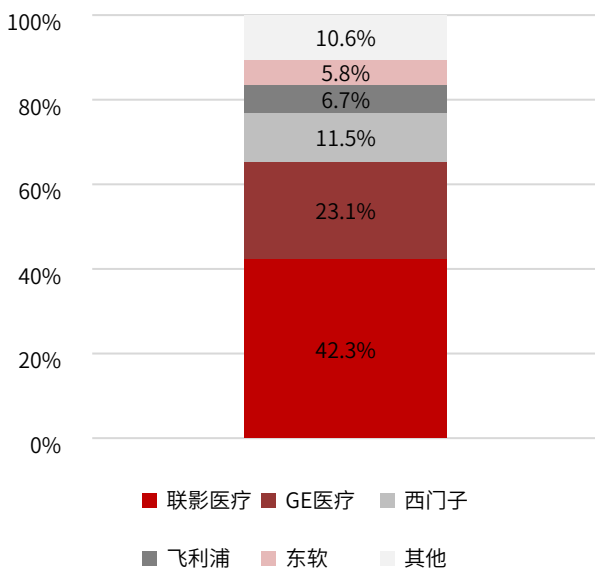
联影医疗的分子影像系统（Molecular Imaging，简称 MI）通过探测引入人体的放射性示踪剂所发出的信号，生成人体代谢和功能图像，帮助医生精准检测疾病、评估病情。

多模态融合成像系统的发展，为肿瘤等疾病的诊断提供更精准信息，市场需求不断增加。新型示踪剂的研发加速，进一步提升了分子影像的诊断价值，拓展了临床应用领域，促使更多医疗机构引入 MI 设备。我们认为，在政策支持和技术创新的推动下，MI 行业将迎来快速发展，市场规模有望迅速扩大。

分子影像设备行业，尤其是 PET/CT 和 PET/MR 领域，技术壁垒极高。飞利浦、西门子、GE 医疗等国际知名品牌凭借雄厚的技术积累、强大的品牌影响力和丰富的产品线，长期占据高端市场主导地位。然而，以联影医疗为代表的国产厂商正在迅速崛起，市场份额不断增加，特别是联影医疗的 PET/CT 产品在新增销售数量上多年位居国内第一，在 PET/MR 领域更是国内唯一的生产厂家。根据医招采数据，2023 年联影中标数量占比 22.31%，仅次于 GE 和西门子。

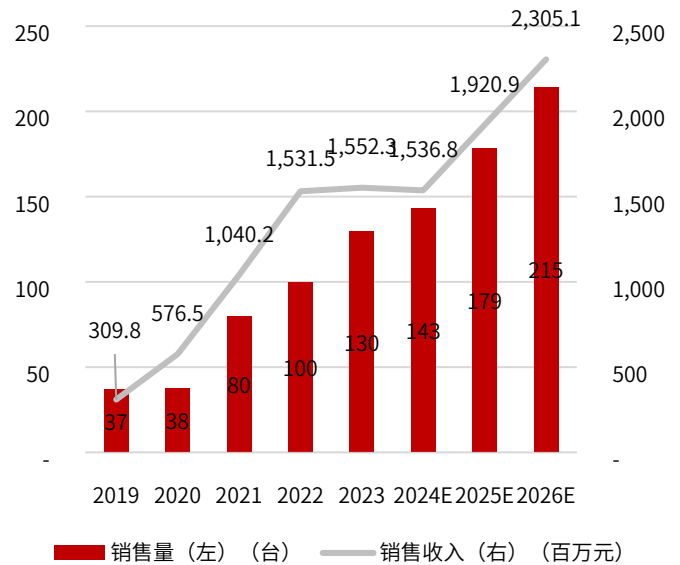
联影医疗是国内少数几家获得 PET/CT 产品注册并实现整机量产的企业，公司的高性能探测器技术、快速成像技术、多模态融合技术水准均处于行业领先地位。公司在探测器技术上成果显著，高灵敏度与分辨率探测器助力微小病灶精准检测。快速成像技术缩短检查时间，提升设备效率。多模态融合技术让 PET 与 CT 或 MR 图像精确融合，为诊断提供丰富信息。凭借这些创新技术，联影医疗构建起强大的竞争优势。随着国产替代进程的推进，以及 MI 正式下调为乙类设备将促使其快速放量，叠加公司产品技术的不断进步，MI 产品线有望在市场竞争中获得更多份额。2024 年，即使由于国内市场收入大幅下滑，但据公司介绍，海外销售收入增速可观，有效抵御了国内市场的风险。我们

图表 16：2023 年我国 PET-CT 设备市场规模



数据来源：医工研习社，华兴证券整理

图表 17：2019-2026E 年联影 MI 销售变化（单位：百万元）



数据来源：公司年报，华兴证券预测

预计 24E-26E 公司 MI 产品线销售收入增长 YoY 为-1.0%/25.0%/20.0%。

RT：技术革新引领，聚焦创新突破

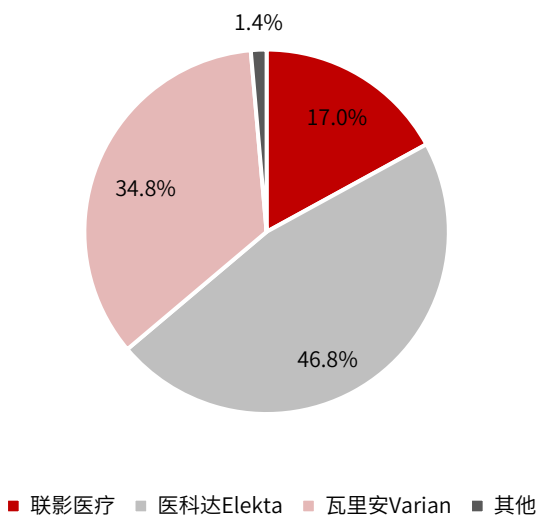
联影医疗放射治疗系统（Radiation Therapy，简称 RT）能产生高能 X 射线或电子束，精准照射肿瘤组织，利用射线能量破坏肿瘤细胞 DNA，抑制其生长与分裂，达到治疗目的。治疗时，借助锥形束 CT 等先进影像引导技术，实时监测肿瘤位置与形态变化，让射线准确击中肿瘤，最大程度减少对正常组织的损伤，提升治疗精准度与效果。

放疗与影像融合技术的进步，提高了放疗的精准性和疗效，增加了对 RT 设备的需求。人工智能辅助放疗的应用，进一步提升了放疗的质量和效率，推动 RT 设备市场进一步发展。在肿瘤发病率上升和对放疗需求增加的背景下，RT 行业市场规模将随着精准放疗技术的发展而不断壮大。

目前国内放疗设备市场长期被以医科达（EKTAB SS，未覆盖）、瓦里安（VAR US，未覆盖）为代表的外资厂商主导，这些厂商起步早，技术积累深厚，在市场教育和品牌认知方面具有先发优势。近年来，国产放疗设备厂商逐渐崛起，根据华经产业研究院，2020 年，国产厂商如新华医疗（600587 CH，未覆盖）在高能放疗设备市场占据约 2% 的份额（以新增台数口径），低能放疗设备市场的 CR5（前五大企业市场集中度）为 98.6%，其中新华医疗市场占比 36.8%，排名第一。

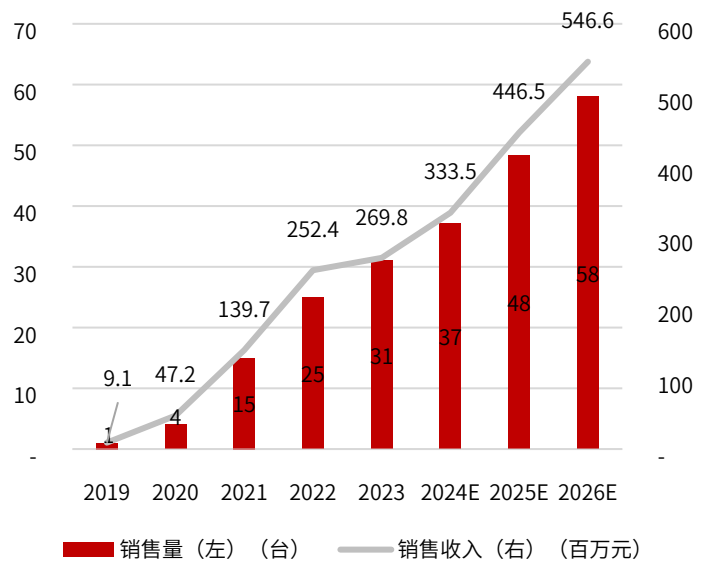
联影医疗在 RT 设备领域凭借卓越的技术与创新能力，逐渐缩小 RT 市场前部品牌的差距，为未来 RT 设备销售收入的增长筑牢根基。随着国产放疗设备的认可度不断提高和公司产品技术的不断成熟而产生的产业结构中高端产品占比不断提高，我们认为，公司的 RT 产品线有望实现快速增长，联影医疗有望在放疗设备市场中逐渐打破进口品牌垄断、扩大市场份额的趋势。我们预计，24E-26E 公司 RT 销售收入增长 YoY 分别为 23.6%/33.9%/22.4%。

图表 18：2024 年前三季度直线加速器设备中标品牌市占率



数据来源：医招采、华兴证券整理

图表 19：2019-2026E 年联影 RT 销售变化图（单位：百万元）

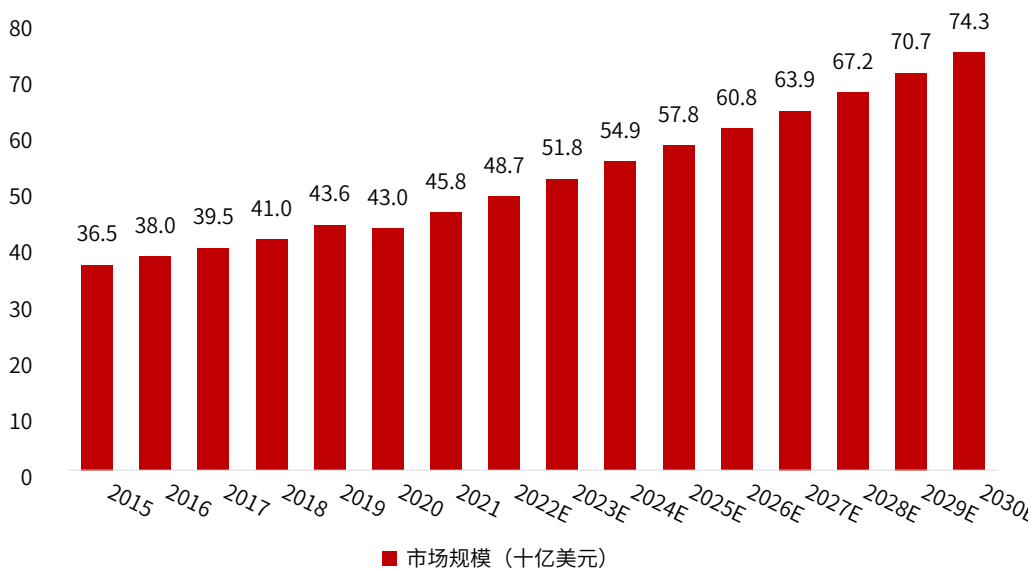


数据来源：公司年报、华兴证券整理

全方位布局出海塑造国际形象

联影增长战略的一个关键支柱是其在海外市场的扩张，使公司在中国以外的收入来源多样化，并在国际上加强其品牌营销力。根据灼识咨询，预计到 2030 年，全球医疗器械市场规模将增长至 743.3 亿美元，2015-2021 年复合增长率为 3.9%，2021-2030E CAGR 为 6.4%，市场规模保持稳健增长态势。灼识咨询认为，全球市场发展的主要驱动因素包括：全球人口老龄化，慢性病增加，新技术的不断进步和创新以及新兴经济体崛起。

图表 20：全球医学影像设备市场规模（单位：十亿美元）



数据来源：灼识咨询（2021）、华兴证券整理

根据灼识咨询，中国以外的海外市场占医学影像设备市场规模比例达到 80% 左右。面对空间巨大且蓬勃发展的海外市场，联影医疗积极响应“一带一路”政策以及“走出去”号召。公司秉持“高举高打，全线突破”的市场战略，坚持“一核多翼”的全球化市场策略。以核心技术为立足根本，凭借高端产品和高端技术为突破口，带动全线产品渗透，扩大公司在目标区域的认可度和影响力，成功拓展海外业务领域。

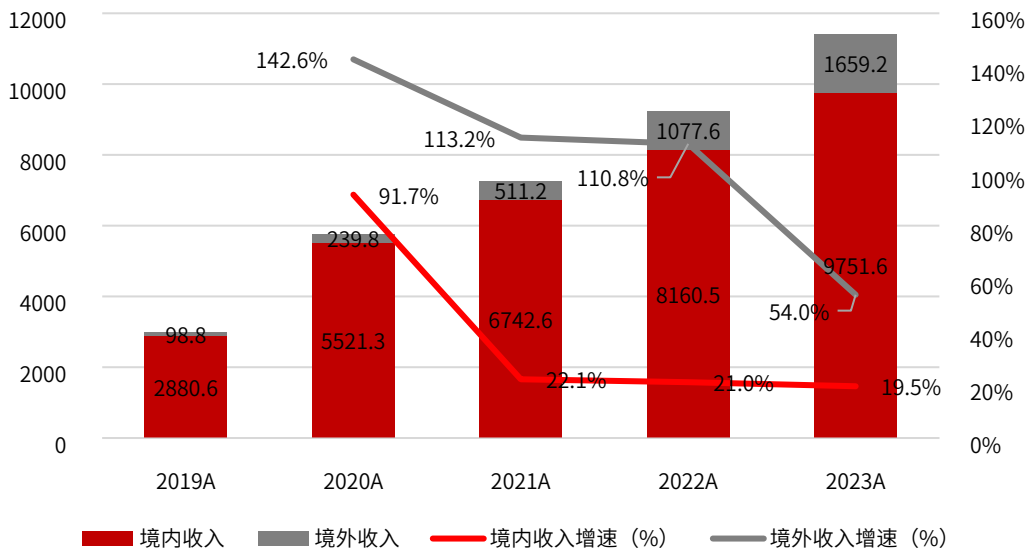
联影医疗根据市场特性，实施定制化战略并坚持本土化运营，筹备生产基地和供应商体系，旨在降低成本和提高供应效率。公司还与当地经销商合作，设立子公司、专业团队，并布局备件库和服务中心，确保客户得到迅速专业的服务。公司出海产品线广泛，包括 CT、MR、XR、MI 等，通过多元化合作，建立了全球销售与服务网络。根据公司 2023 年报告，联影医疗在全球设立了 30 多个区域总部和 20 多个中心库房，业务覆盖 65 个国家和地区。在 54 个国家和地区获得了超过 700 张产品注册和质量体系认证，多款产品通过了 CE 和 FDA 认证，实现了欧洲市场的全面覆盖，并在拉美获得认可。

根据公司 2023 年报告，自 2018 年以来，联影医疗的境外业务收入持续上升，2023 年达到 16.6 亿元，同比增长 54.0%，占比提升至 14.9%。2024 年上半年，境外业务收入为 9.3 亿元，同比增长 30.0%，占比 17.5%。尽管 1H24 增速有所减缓，但仍保持强劲增长。

凭借先进技术和产品性能，联影医疗在全球市场获得认可。随着国际销售与服务网络的扩展和产品认证的增加，公司海外市场地位更加稳固。利用新兴市场的潜力，联影医疗有望继续扩大其全球市

市场份额。展望未来，我们预计其海外销售收入将持续高速增长，推动出海业务进入更加辉煌的发展阶段。

图表 21：2019-2023 年联影医疗境内外收入变化（单位：百万元）



数据来源：公司年报，华兴证券整理

研发创新驱动公司全面发展

凭借深厚的技术底蕴和对医疗需求的深刻理解，联影医疗不断推出行业领先的创新产品。根据公司 1H24 报告，24 年 1 月公司推出全球首台全身临床超高场磁共振设备 uMR Jupiter 5T，获得 FDA 批准，打破 3.0T 磁共振成像系统作为全身临床最高场强长达 20 年的世界纪录，突破超高场磁共振仅能进行神经系统扫描的局限。根据公司 3Q24 报告，2024 年 9 月，公司全新推出一体化 CT 环形直线加速器 uLinac HalosTx，将环形机架与大孔径 CT 创新整合，首创“影像剂量双感知”理念，可同时观测患者“解剖信息”与“剂量信息”，并在临床应用方面开启“精准高效”放疗新纪元。

公司建立了垂直化研发体系，核心部件自主研发，保障技术自主性，快速响应市场需求。公司创立的平台化研发模式通过通用软硬件平台，促进技术交流和产品迭代。联影医疗在上海和休斯顿设立未来实验室，布局前瞻性研究，同时与市场紧密连接，快速推进技术创新。根据公司 2023 年年报，公司研发人员占比 39.73%，为创新提供人才支持。根据 3Q24 年报告，公司研发投入达 16.35 亿元，支撑创新成果转化。根据 3Q24 年报告，公司推出超 120 款国际领先产品，专利申请总数达 8998 项，为产品创新提供保障。

联影医疗探索产学研深度融合创新模式，形成全方位科技支撑的创新体系，打通基础研究到产业转化的全流程。公司采用创新的营销战略，建立全球化营销网络，结合直销与经销，覆盖全球医疗机构和科研院校。联影医疗建立了完善的客户服务体系，提供全流程综合服务，利用国际市场配合 25 个全球备件中心库房，快速响应售后需求。

图表 22：联影医疗核心竞争力



资料来源：公司 2023 年报告，华兴证券整理

盈利预测

营收和利润分析

联影医疗的营收按板块可以分为销售医学影像诊断及放射治疗设备、提供维保服务、软件、其他业务；其中销售设备，按产品类型主要可以分为 CT、MR、MI、XR 和 RT。销售设备收入目前是公司最主要的收入来源，从 2021 年的 91.2% 略微下降至 2023 年的 87.0%，依旧是公司营收的主要驱动力。

同时，公司维保服务收入占比在不断提高，从 2021 年的 6.1% 提升至 2023 年的 9.4%。我们认为，这一方面源于客户对设备长期稳定运行的维护需求日益增长，一方面也得益于公司售后服务体系的不断完善与能力的不断增强。我们预计这一收入 24E-26E 占公司收入比重将不断提升，分别为 10.9%/11.4%/13.0%。

销售设备收入中，CT 产品收入占据重要地位，但其收入贡献占比有所下降，从最初的 51.7%（2021 年）降至 41.0%（2023 年）。与之相对，MR 产品收入占比贡献呈上升态势，从 23.1%（2021 年）提升至 33.0%（2023 年），展现出良好的增长势头。MI 产品占比波动相对较小，在 15%-19% 区间浮动（2021-2023 年）。这反映出公司产品结构在市场需求和技术发展推动下的正动态调整。

随着医学影像市场招投标的复苏，我们预计公司 2024E-26E 年的营收将为 102.6 亿元/137.9 亿元/169.8 亿元，同比增长-10.1%/34.4%/23.1%，2023-2026E CAGR 为 14.2%，分产品看：

- 1) CT：2023 年，CT 市场竞争激烈，国产替代加速，高端技术发展与医疗资源下沉成趋势，联影 CT 稳守双端市场，虽短期增速受影响，但凭产品优势和市场潜力，我们预计 2024E-26E 年，其收入增长为-35.4%/ 18.2%/ 13.6%。
- 2) MR：联影凭借核心技术自研和全市场覆盖，市场份额攀升强劲，未来有望成公司收入增长主驱动力。叠加 MR 行业规模上升趋势，我们预计，2024E-26E 年，其收入增长为-0.1%/ 53.7%/ 25.2%。
- 3) MI：随着国产替代进程推进和产品技术进步，我们预计，2024E-26E 年，其收入增长为 -1.0%/ 25.0%/ 20.0%。
- 4) XR：联影通过产品多元化和自主创新，智能化升级，在各细分领域表现突出。我们预计，2024E-26E 年，其收入增长为 21.0%/ 32.0%/ 26.5%。
- 5) RT：公司依托技术与创新能力，正逐步缩小与头部品牌差距，有望打破进口垄断。我们预计，2024E-26E 年，其收入增长为 23.6%/ 33.9%/ 22.4%。

我们预计 2024-26 年公司净利润将达到 12.6 亿元 / 21.6 亿元 / 28.8 亿元，同比增长-36.5%/72.0%/33.7%，2023-2026E CAGR 为 13.5%。

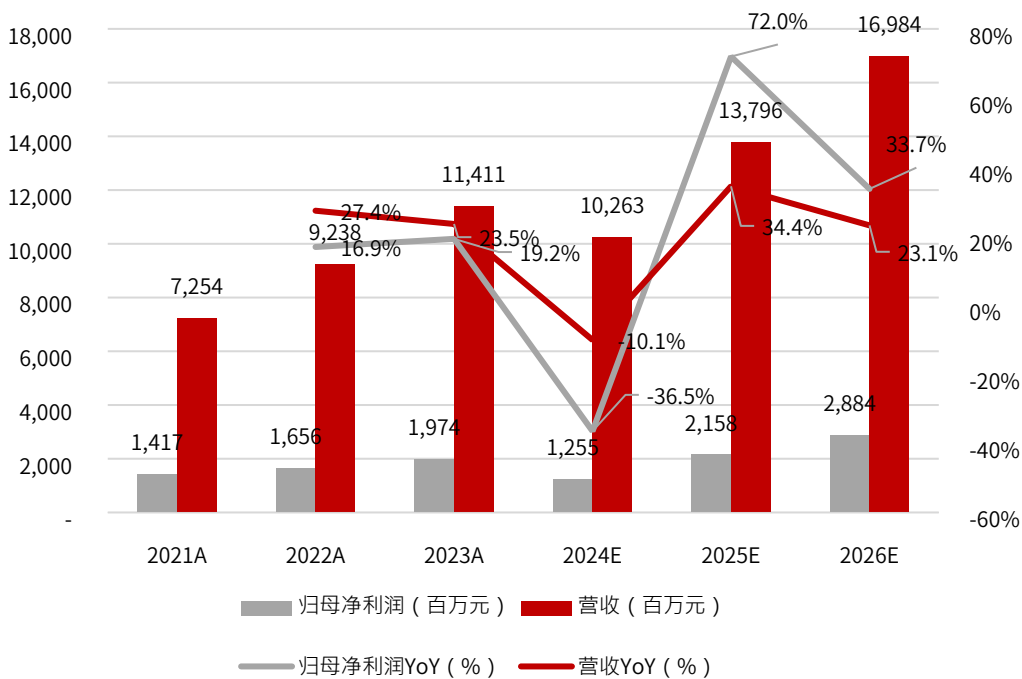
图表 23：联影医疗—2021-2026E 分产品营收预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入 (百万元)	7254	9238	11411	10263	13796	16984
YoY	25.9%	27.4%	23.5%	-10.1%	34.4%	23.1%
按产品拆分 (百万元)						
销售医学影像诊断及放射治疗设备						
CT	6624	8197	9927	8693	11724	14222
MR	3421	3772	4066	2627	3105	3528
MI	1529	2069	3279	3276	5037	6307
MI	1040	1532	1552	1537	1921	2305
XR	494	572	760	920	1214	1536

RT	140	252	270	333	447	547
提供维修服务	439	749	1069	1123	1572	2201
软件	84	78	174	183	211	242
其他业务	106	214	240	263	290	319
YoY(%)						
销售医学影像诊断及放射治疗设备	26.1%	23.8%	21.1%	-12.4%	34.9%	21.3%
CT	33.0%	10.3%	7.8%	-35.4%	18.2%	13.6%
MR	24.1%	35.3%	58.5%	-0.1%	53.7%	25.2%
MI	80.5%	47.2%	1.4%	-1.0%	25.0%	20.0%
XR	-40.1%	15.9%	32.8%	21.0%	32.0%	26.5%
RT	195.8%	80.6%	6.9%	23.6%	33.9%	22.4%
提供维修服务	54.8%	70.4%	42.8%	5.0%	40.0%	40.0%
软件	-47.9%	-7.8%	124.9%	5.0%	15.0%	15.0%
其他行业	64.1%	101.3%	11.9%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司年报、华兴证券预测

图表 24：联影医疗—营收和净利润（百万元）及增长，2021-2026E



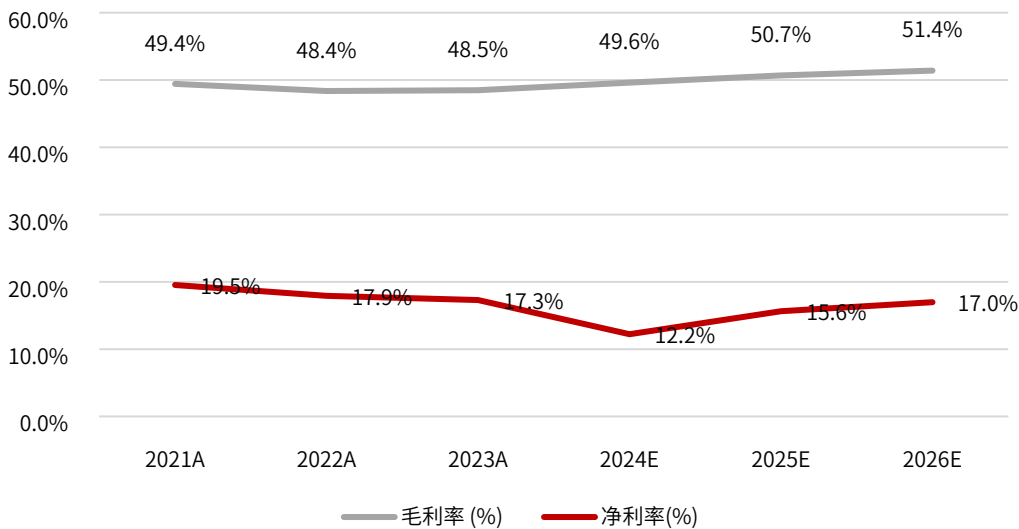
资料来源：公司年报、华兴证券预测

毛利率和净利率分析

2021-2023 年，公司的销售毛利率维持在 48%-49%之间。1H24，公司毛利率上升到了 50.4%，其中主要原因是公司产品结构调整，中高端产品销售占比提升，致使产品均价提升，以及维保服务这一毛利较高业务占公司营收比重提升。

我们预计 2024E/ 25E/ 26E 年公司的毛利率为 49.6%/ 50.7%/ 51.4%，公司净利率为 12.2%/15.6%/17.0%。受益于产品结构调整导致的产品均价上涨，我们预计公司医疗设备销售 2024E/ 25E/ 26E 的毛利率为 49.0%/ 50.0%/50.5%。我们预计公司的净利率水平将在 2024 年短暂下跌后缓慢回升，主要由于公司 24 年受政策影响收入下跌而各费用绝对值基本维持稳定所致。

图表 25：联影医疗毛利率及净利率，2021-2026E



资料来源：公司年报、华兴证券预测

各项费用分析

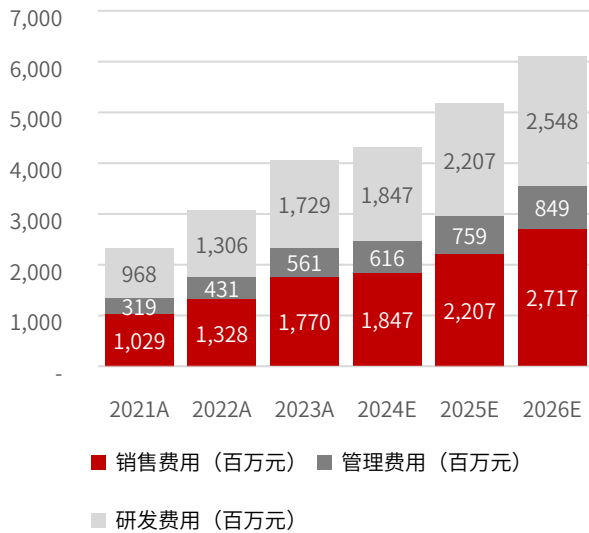
因 2024 年公司收入受政策影响较前年减少的缘故，24 年公司的各项费用率均因基数缩小而显示出较大的同比增幅。

公司的销售费用率自 2021 年以后保持稳定增长，为 14.2%/14.4%/15.5%。我们预计，随着新产品的不断的进入市场，2024E-2026E 年销售费用将保持增长趋势，对应的销售费用率为 18.0%/16.0%/16.0%。

在管理费用方面，随着公司的经营管理效率持续提升，公司的管理费用率保持基本稳定。我们预计，2024E-2026E 年管理费用将保持增长趋势，对应的 2024E-26E 年公司的管理费用率为 6.0%/ 5.5%/ 5.0%。

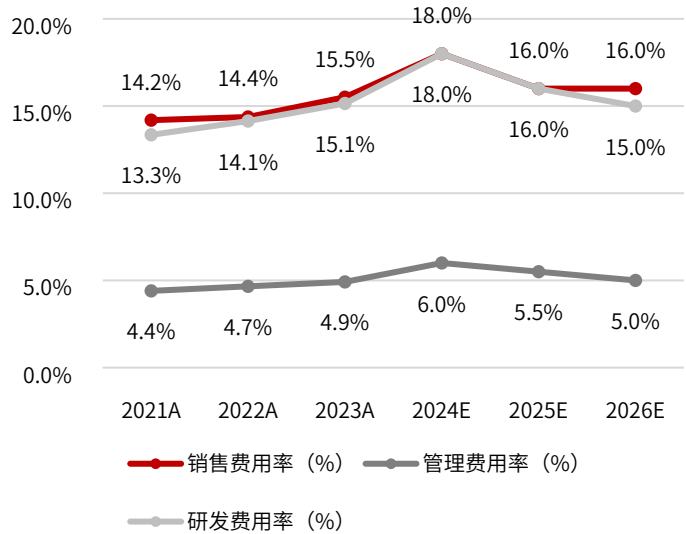
我们预计公司的研发费用将保持稳定增长趋势，对应的研发费用率 2024E-26E 年将为 18.0%/16.0%/15.0%。

图表 26: 公司主要运营费用支出 (单位: 百万元), 2021-2026E



数据来源: 公司年报、华兴证券预测

图表 27: 公司费用率情况, 2021-2026E

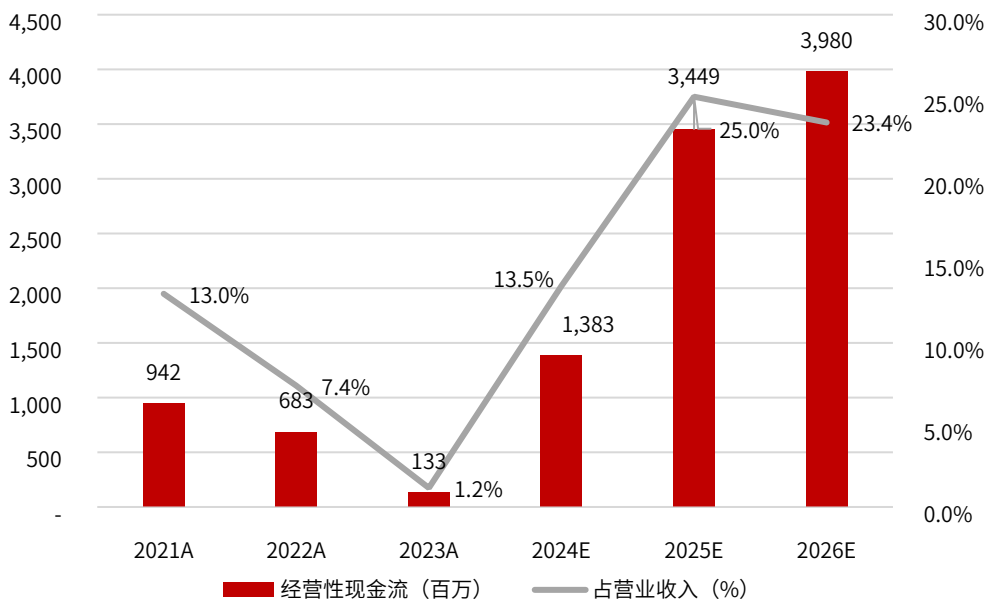


数据来源: 公司年报、华兴证券预测

经营性现金流

2023 年, 联影医疗经营性现金流达到 1.3 亿元。随着产品销售收入增长, 公司整体收益增加, 公司经营性现金流状况良好。我们预计公司的经营性现金流净额将快速增长后保持稳定, 2024E-2026E 分别为 13.8 亿元/ 34.5 亿元/ 39.8 亿元, 占营收比例为 13.5%/ 25.0%/ 23.4%。

图表 28: 经营现金流净额 (百万元) 及其营业收入占比 (%), 2021-2026E



资料来源: 公司年报、华兴证券预测

估值

首次覆盖给予“买入”评级，DCF 目标价为 194.39 元

我们使用两阶段的 DCF 模型对联影医疗进行估值：第一阶段从 2025 年至 2030 年，第二阶段是以 2031 为起始的永续期。我们使用的 WACC 为 9.0%，永续增长率为 4.0%。我们的 WACC 估算基于以下假设：2.5% 的无风险利率；6.5% 的股权风险溢价；1.00 的贝塔系数；4.7% 的债务成本；25.0% 的边际税率；3.5% 的债务/总资本比率。

我们得出 DCF 目标价为 194.39 元，相较于 3 月 18 日最新收盘价 127.50 元有 52% 的上升空间。联影医疗目标价对应 74x2025E P/E，高于同行业可比公司平均水平 61x 的估值。进一步考察可比公司当前的估值，我们注意到澳华内镜深耕细分领域，专注技术创新（与联影医疗相同），他的 118x2025E PE 估值受到高端市场定位和产品线专业化的支持，处于行业领先水平。我们认为，受行业政策调整影响，公司业绩有望从 2025 年开始复苏；同时，考虑到联影医疗医学影像设备领先的技术水平以及国际化布局的发展潜力，联影医疗的估值理应享受一定的溢价。

目标价对应的估值也高于公司自上市以来平均估值（67x）。我们认为，从公司未来发展前景来看：1) 因技术进步和政策支持，医学影像市场需求大幅增加，联影医疗作为行业领先企业，受益于行业整体增长；2) 公司产品线覆盖全面，中高端产品及超高端产品收入快速增长，市占率大幅提升；3) 公司的海外业务增长潜力大，国际市场认可度提高，有望为公司业绩增长带来新的驱动力，我们首次覆盖给予联影医疗买入评级。

图表 29：联影医疗-DCF 估值

百万元，除每股外	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
税前利润	1,155	1,698	1,920	2,142	1,366	2,350	3,141	5,154	6,412	7,594	8,839
财务费用	-24	-24	-99	-149	2	3	5	-2	-5	-10	-17
EBIT	1,131	1,673	1,821	1,993	1,368	2,353	3,146	5,152	6,406	7,584	8,822
EBIT*(1-t)	912	1,379	1,551	1,829	1,259	2,165	2,895	4,740	5,893	6,977	8,115
固定资产折旧	212	233	256	282	310	341	375	-	-	-	-
无形资产摊销	72	98	112	136	139	150	162	175	190	205	223
营运资本变动	1,978	-752	-1,174	-2,258	-227	902	667	718	850	875	998
资本开支	-703	-347	-741	-1,076	-490	-539	-593	-652	-717	-789	-867
自由现金流	2,472	611	4	-1,086	991	3,019	3,506	4,981	6,216	7,268	8,468
贴现因子						-	1	2	3	4	5
自由现金流现值						3,019	3,506	4,981	6,216	7,268	8,468

估值简介	2025年底
自由现金流现值 (2025E-30E)	33,460
永续现金流现值	114,481
企业价值	147,941
(-) 净负债	-12,281
(-) 少数股东权益	15
股权价值	160,207
总股本 (百万)	824
目标价 (元)	RMB194.39
最新收盘价	RMB127.50
上行/(下行)空间 %	52%
2025E EPS (RMB)	2.62
目标价对应P/E	74

WACC计算	
无风险利率	2.5%
股权风险溢价	6.5%
贝塔系数	1.00
权益成本	9.0%
债务成本	4.7%
边际税率	25.0%
税后债务成本	3.5%
债务/总资本比例	0.0%
WACC	9.0%
永续增长率	4.0%

目标价 (人民币)	敏感性分析对应永续增长率和WACC				
	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
3.5%	216.32	196.94	181.15	168.07	157.07
3.8%	226.20	204.74	187.46	173.25	161.39
4.0%	237.30	213.41	194.39	178.90	166.07
4.3%	249.89	223.10	202.05	185.09	171.16
4.5%	264.28	234.01	210.56	191.90	176.70

资料来源：Wind，公司公告，华兴证券预测

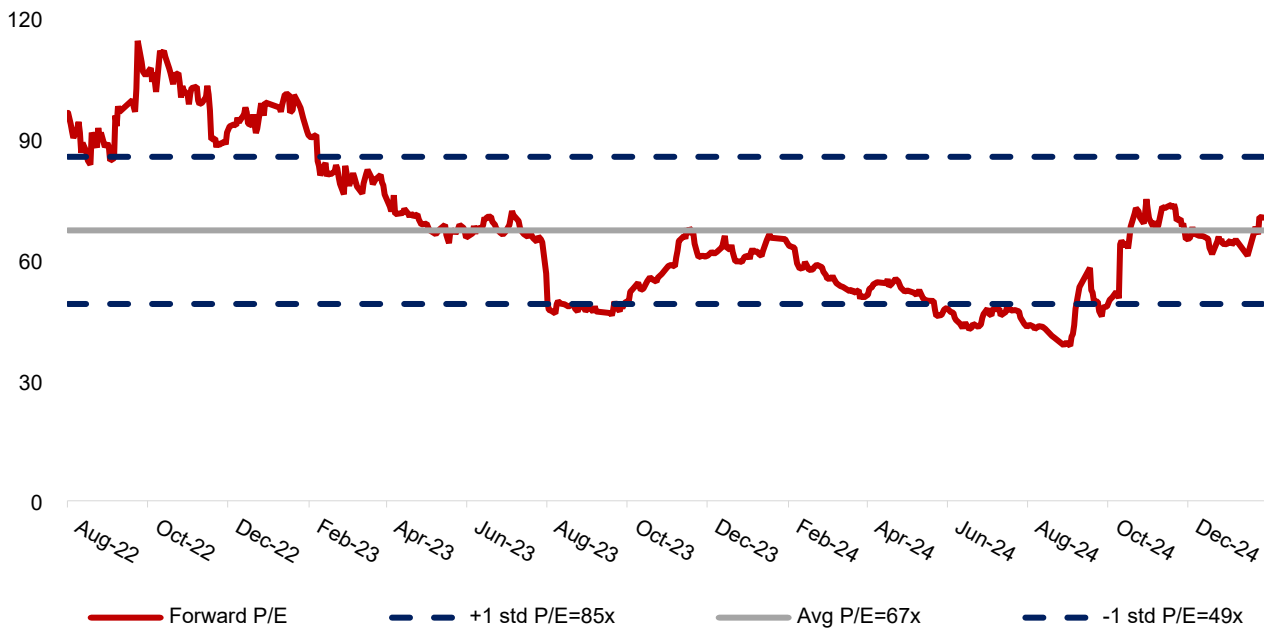
图表 30：联影医疗-行业可比公司估值比较

公司	代码	目标价 (RMB)	收盘价 2025/3/18	市值 (百万元)	EPS			PE			
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
澳华内镜	688212	CH	N/A	41.31	5,563	0.58	0.46	0.35	72	90	118
开立医疗	300633	CH	N/A	29.14	12,609	1.12	0.53	0.82	26	55	36
理邦仪器	300206	CH	N/A	12.65	7,333	0.46	0.36	0.45	27	35	28
平均值									42	60	61
联影医疗*	688271	CH	194.39	127.50	105,080	2.40	1.52	2.62	53	84	49

资料来源：万得，华兴证券整理

注：非覆盖公司的销售额预测值采取万得的一致性预期。覆盖公司（*）的销售额预测采取华兴证券预测值。股票价格截至 2025 年 3 月 18 日。

图表 31：联影医疗-动态市盈率及平均值



资料来源：万得，华兴证券整理

风险提示

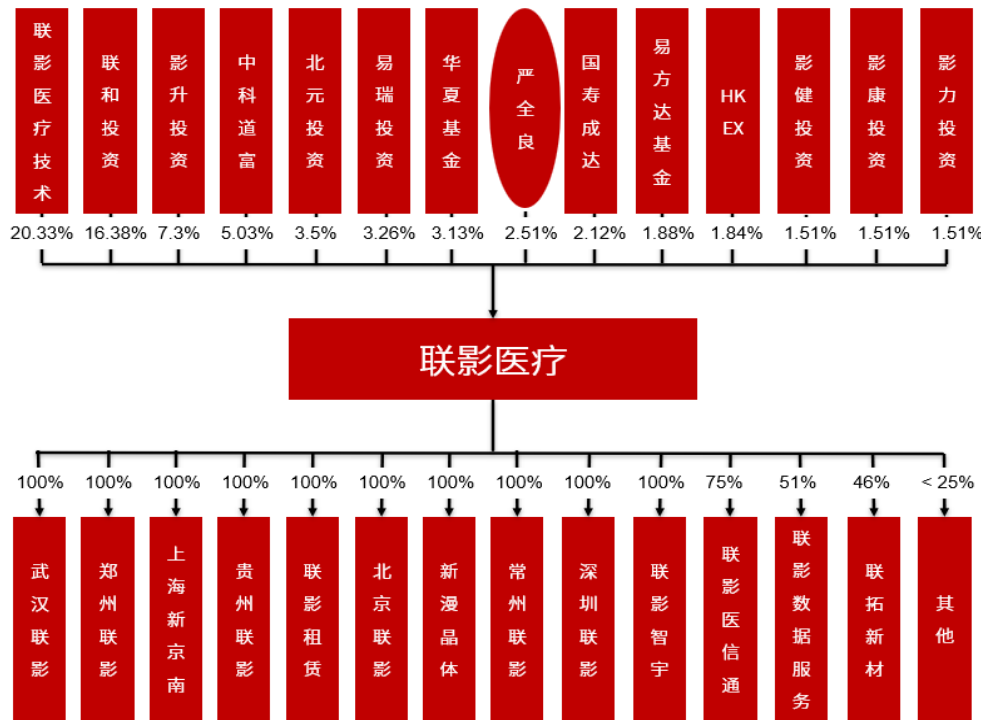
- **核心部件采购风险：**联影医疗高端医疗设备（如 CT、MRI、PET-CT 等）的关键部件（如高精度探测器、高压发生器、超导磁体等）高度依赖进口供应商，存在显著的供应链风险。未来若是供应链断裂或是成本波动将显著影响公司产品制造、销售和利润。
- **研发进度不及预期风险：**研发高投入、长周期，极易遇到技术瓶颈导致产品延迟。同时，政策变化如临床试验求提高也会影响进度，导致产品过时或竞品先上市等不利条件，影响公司市场机会。
- **市场竞争加剧销售不及预期风险：**国内政策或行业格局变化都可能会削弱公司竞争优势，影响公司产品的销售。
- **国际化经营风险：**公司海外经营涉及地缘贸易因素，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。

附录 I：公司概况

联影医疗是中国高端医疗设备领域的领军企业，成立于 2011 年，总部位于上海，专注于研发、生产及销售高端医学影像诊断与治疗设备、生命科学仪器及医疗数字化解决方案。

联影医疗产品线覆盖医学影像设备（CT、MR、MI、XR、PET/CT 等）、放疗设备（直线加速器）、生命科学仪器（动物影像设备）及医疗 AI 平台，其核心技术包括超导磁体、高分辨率探测器、高端影像链算法等，多项技术填补国内空白，打破国际巨头长期垄断。公司在国内高端医学影像设备市场份额名列前茅，并加速全球化拓展，产品进驻美国、日本、欧洲等 50 多个国家和地区。

图表 32：联影医疗-公司股权结构图（1H24）



资料来源：公司 1H24 财报、华兴证券整理

图表 33：联影医疗-主要管理层情况

姓名	年龄	职务	工作经历
张强	56	董事长,董事,联席首席执行官	曾先后任职于上海交通大学、Unisys Corporation（美国优利系统公司）上海办事处、Siemens Medical Solution USA, Inc.（美国西门子医疗系统公司）、西门子（中国）有限公司上海分公司；2011 年至 2020 年，历任联影有限总经理、董事；2020 年至 2022 年，任联影医疗董事长、总经理、首席执行官，2022 年至今，任联影医疗董事长、联席首席执行官。
JUNBAO	60	董事，总裁	曾先后任职于上海交通大学图像处理与模式识别研究所、Siemens Medical Solutions USA, Inc.（美国西门子医疗系统公司）；2013 年至 2020 年，历任联影有限 MI 事业部 CEO、诊断治疗事业群联席 CEO 及 CT&MI 事业部 CEO；2020 年至 2022 年，任联影医疗高级副总裁；2022 年至今，任联影医疗董事及总裁。
GUOSHENG TAN	62	董事，总经理，联席首席执行官	曾先后任职于 Medical College of Wisconsin（威斯康辛医学院）、General Electric Company（通用电气公司）；2013 年至 2020 年，历任联影有限医疗软件事业部 CEO、诊断治疗事业群联席 CEO、MR 事业部 CEO；2020 年 2022 年，

任联影医疗董事、总裁，2022 年至今，任联影医疗董事、总经理及联席首席执行官。

曾先后任职于柯达（中国）有限责任公司、善达新技术开发公司、Spinnaker Partners LLC、青云创业投资管理（中国香港）有限公司、Vimicro Corporation。（中星微电子集团公司）、A-Power Energy Generation Systems ,Ltd.（第一能源系统有限公司）、China Biotics Inc.（中国生物股份有限公司）、北京圣康达健康科技发展有限公司、Power Environmental & Energy Research Institute（加州能源环境研究院）；2016 年至 2020 年，任联影有限高级副总裁、首席投资官；2020 年至 2022 年，任联影医疗董事会秘书、首席投资官；2022 年至今，任联影医疗董事、首席财务官、董事会秘书、首席投资官及财务负责人。

TAOCAI

53

董事，董事会秘书，首席投资官

王建保

-

财务负责人，首席财务官

历任普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计员、经理、总监、合伙人，2023 年至今，任联影医疗战略规划部副总裁。

HONGDILI

58

高级副总裁，首席技术官

曾先后任职于中国香港科技大学、University of Texas, MD Anderson Cancer Center（美国德州大学安德森癌症中心）；2013 年至今，任美国联影 CEO；2020 年至今，任联影医疗高级副总裁、首席技术官。

资料来源：公司公告、华兴证券整理

附：财务报表

年结：12月

利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
设备销售	9,927	8,693	11,724	14,222
维修服务	1,069	1,123	1,572	2,201
软件	174	183	211	242
其他收入	240	263	290	319
营业收入	11,411	10,263	13,796	16,984
营业成本	(5,879)	(5,172)	(6,804)	(8,255)
毛利润	5,532	5,091	6,992	8,730
管理及销售费用	(4,059)	(4,310)	(5,174)	(6,114)
其中：研发支出	(1,729)	(1,847)	(2,207)	(2,548)
其中：市场营销支出	(1,770)	(1,847)	(2,207)	(2,717)
其中：管理支出	(561)	(616)	(759)	(849)
息税前利润	1,993	1,368	2,353	3,146
息税折旧及摊销前利润	2,351	1,719	2,735	3,564
利息收入	0	0	0	0
利息支出	(7)	(6)	(6)	(6)
税前利润	2,142	1,366	2,350	3,141
所得税	(165)	(109)	(188)	(251)
净利润	1,974	1,255	2,158	2,884
基本每股收益 (RMB)	2.40	1.52	2.62	3.50

资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	20,228	19,754	25,065	30,587
货币资金	7,584	8,927	12,291	16,119
应收账款	3,233	2,366	3,181	3,916
存货	3,893	3,034	4,096	4,992
其他流动资产	111	111	111	111
非流动资产	5,108	4,951	5,029	5,117
固定资产	5,108	4,951	5,029	5,117
无形资产	828	796	763	730
商誉	22	22	22	22
其他	165	165	165	165
资产	25,336	24,704	30,093	35,705
流动负债	5,798	5,541	6,266	6,836
短期借款	9	9	9	9
预收账款	0	0	0	0
应付账款	1,919	1,755	2,378	2,858
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	657	(1,417)	1,174	3,482
负债	6,455	4,124	7,440	10,319
股份	824	824	824	824
资本公积	13,910	13,910	13,910	13,910
未分配利润	4,225	5,439	7,512	10,245
归属于母公司所有者权益	18,866	20,566	22,638	25,371
少数股东权益	15	15	15	15
负债及所有者权益	25,336	24,704	30,093	35,705

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)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,974	1,255	2,158	2,884
折旧摊销	358	351	383	418
利息（收入）/支出	16	2	3	5
其他非现金科目	5	(2)	(5)	(10)
其他	202	140	155	172
营运资本变动	(2,258)	(227)	902	667
经营活动产生的现金流量	133	1,383	3,449	3,980
资本支出	(1,076)	(490)	(539)	(593)
收购及投资	(13)	0	0	0
处置固定资产及投资	41	0	0	0
其他	(517)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(1,565)	(490)	(539)	(593)
股利支出	(166)	(40)	(86)	(152)
债务筹集（偿还）	13	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(509)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(662)	(40)	(86)	(152)
现金及现金等价物净增加额	(2,095)	1,343	3,364	3,828
自由现金流	(1,086)	991	3,019	3,506

关键假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率 (%)	48.5	49.6	50.7	51.4
销售费用率 (%)	15.5	18.0	16.0	16.0

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	23.5	(10.1)	34.4	23.1
毛利润	23.8	(8.0)	37.3	24.8
息税折旧及摊销前利润	11.5	(26.9)	59.1	30.3
净利润	19.2	(36.5)	72.0	33.7
稀释每股调整收益	19.2	(36.5)	72.0	33.7
盈利率 (%)				
毛利率	48.5	49.6	50.7	51.4
息税折旧摊销前利润率	20.6	16.7	19.8	21.0
息税前利润率	17.5	13.3	17.1	18.5
净利率	17.3	12.2	15.6	17.0
净资产收益率	10.5	6.1	9.5	11.4
总资产收益率	7.8	5.1	7.2	8.1
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.5	3.6	4.0	4.5
速动比率	2.8	3.0	3.3	3.7
估值比率 (x)				
市盈率	59.0	81.6	48.3	36.2
市净率	141.3	124.3	126.5	126.5
市销率	9.1	10.2	7.6	6.1

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%。