

联影医疗（688271）深度研究报告

国产高端医学影像龙头全线突破，创新智造引领全球

- ❖ **国产高端医学影像龙头，重塑 GPS 垄断格局。**公司围绕高端医学影像设备形成了丰富的产品线。随着营收在 2019-2023 年间以 39.9% 的 CAGR 快速增长，2024 年公司的 MR、CT、MI、常规 DR 在国内市占率分别位居第二、第一、第一、并列第二，重新塑造了以往由“GPS”垄断的国内医学影像市场格局。在海外市场，公司高举高打，2019-2023 年，公司海外收入 CAGR 达 102%。
- ❖ **研发为基，塑造核心竞争力。**医学影像设备是医疗器械行业中技术壁垒最高的细分市场之一，公司保持高强度的研发投入，研发费用率维持在 13% 以上的高水平。公司形成了架构完善的高效率研发平台，助力产品线完善程度比肩“GPS”，并且 uMR Jupiter 5T、uMR Omega、uEXPLORER (Total-body PET/CT) 等产品已具备行业领先水准。为补国产影像设备上游零部件的短板，公司构建了垂直化研发体系，围绕各产品线核心部件开展核心技术研发，目前公司自研比例位居行业前列。此外公司增资联影智能，加强其 AI 技术支持能力。
- ❖ **从四个方面看未来成长空间。**
 - 1) 国内：25 年医学影像市场有望迎来拐点，高端国产替代和县域基层市场潜力巨大。**自 24Q4 开始，设备更新落地明显改善，25 年市场有望迎来拐点，公司作为国内龙头也将受益。我国人均影像资源仍有较大提升空间，配置证放开进一步刺激增长，预计未来国产企业在高端和基层市场仍有较大发展潜力。
 - 2) 海外：广阔海外市场任驰骋，高举高打树立出海新范式。**全球医学影像市场规模是中国的 5 倍，并持续增长。不同于日系厂家，公司高举高打树立出海新范式。公司以具备领先性能的 PET/CT 在高端客户群打响品牌，带动全线产品出海，并强化科研合作、国际服务和供应链网络建设，完善海外配套能力。
 - 3) 超声：厚积薄发跨入超声领域，打开向上空间。**24 年全球超声市场规模近百亿美元，空间广阔；国内中低端超声市场国产替代已有较大突破，高端市场仍为进口主导。公司凭借在影像领域强大的研发能力自研跨入超声领域，预计产品上市后能够借力已有渠道基础快速放量，进一步打开成长空间。
 - 4) 维保：收入占比持续提高，改善盈利能力。**维保服务等经常性收入是“GPS”收入的重要部分，且毛利率更高。公司起步晚，目前维保占比较低，随着装机数量增加，未来有望达到 30-40% (参考 GPS)，成为新增量，并改善盈利能力。
- ❖ **投资建议：**公司是全线突破的国产高端医学影像龙头，多年投入打造出强大的影像设备平台化技术实力和垂直创新能力。短期国内市场 25 年有望在设备更新、反腐边际改善下有明显好转；长期来看国内基层、高端市场仍有较大潜力，海外空间广阔，公司“高举高打”的出海战略已经卓有成效；此外公司高毛利率的维保占比不断提高，未来超声业务亦将贡献新增量。我们预计 24-26 年公司归母净利润分别为 12.6、18.9、23.1 亿元，同比增速分别为 -36.1%、49.4%、22.8%。考虑以上因素，参考可比公司估值，结合公司较高的历史 PE 中枢，给予 2025 年 68X PE，对应目标价约 156 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**1、国内医疗设备集采风险；2、海外拓展受地缘政治因素影响；3、高端产品研发/推广不及预期；4、设备更新政策落地不及预期。

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	11,411	10,300	12,552	15,188
同比增速(%)	23.5%	-9.7%	21.9%	21.0%
归母净利润(百万)	1,975	1,262	1,885	2,314
同比增速(%)	19.2%	-36.1%	49.4%	22.8%
每股盈利(元)	2.40	1.53	2.29	2.81
市盈率(倍)	56	88	59	48
市净率(倍)	5.9	5.6	5.1	4.7

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2025 年 3 月 3 日收盘价

推荐（首次）

目标价：156 元

当前价：134.79 元

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：李婵娟

邮箱：lichajuan@hcyjs.com

执业编号：S0360520110004

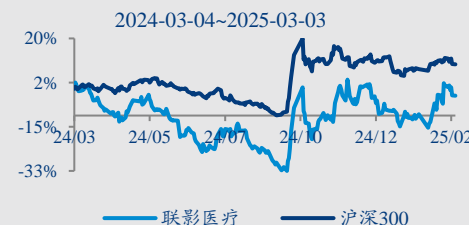
联系人：张良龙

邮箱：zhanglianglong@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	82,415.80
已上市流通股(万股)	59,329.90
总市值(亿元)	1,110.88
流通市值(亿元)	799.71
资产负债率(%)	26.10
每股净资产(元)	23.33
12 个月内最高/最低价	143.70/92.81

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

本篇报告深入剖析了公司如何将研发能力打造为核心竞争力，并以此形成在国内外有竞争力的产品体系。再从国内/海外两个市场区域、维保/超声两个业务新增量阐述公司未来的成长空间。

投资逻辑

研发为基，塑造核心竞争力。医学影像设备是医疗器械行业中技术壁垒最高的细分市场之一，公司保持高强度的研发投入，研发费用率维持在13%以上的高水平。公司形成了架构完善的高效率研发平台，助力产品线完善程度比肩“GPS”，并且 uMR Jupiter 5T、uMR Omega、uEXPLORER(Total-body PET/CT)、uMI Panorama 等产品已具备行业领先水准。为补全国产影像设备上游零部件的短板，公司构建了垂直化研发体系，围绕各产品线核心部件开展核心技术研发。目前公司自研比例位居行业前列，为公司实现全线产品及关键技术自主可控、提升创新自由度奠定坚实基础。

从四个方面看未来成长空间。

1) 国内：25 年医学影像市场有望迎来拐点，高端国产替代和县域基层市场潜力巨大。自 24Q4 开始，设备更新落地明显改善，25 年市场有望迎来拐点，公司作为国内龙头也将受益。我国人均影像资源仍有较大提升空间，配置证放开进一步刺激增长，预计未来国产企业在高端和基层市场仍有较大发展潜力。

2) 海外：广阔海外市场任驰骋，高举高打树立出海新范式。全球医学影像市场规模是中国的 5 倍，并持续增长。不同于日系厂家，公司高举高打树立出海新范式。公司以具备领先性能的 PET/CT 在高端客户群打响品牌，带动全线产品出海，并强化科研合作、国际服务和供应链网络建设，完善海外配套能力。

3) 超声：厚积薄发跨入超声领域，打开向上空间。24 年全球超声市场规模近百亿美元，空间广阔；国内中低端超声市场国产替代已有较大突破，高端市场仍为进口主导。公司凭借在影像领域强大的研发能力自研跨入超声领域，预计产品上市后能够借力已有渠道基础快速放量，进一步打开成长空间。

4) 维保：收入占比持续提高，改善盈利能力。维保服务等经常性收入是“GPS”收入的重要部分，且毛利率更高。公司起步晚，目前维保占比较低，随着装机数量增加，未来有望达到 30-40%（参考 GPS），成为新增量，并改善盈利能力。

投资建议：公司是全线突破的国产高端医学影像龙头，多年投入打造出强大的影像设备平台化技术实力和垂直创新能力。短期国内市场 25 年有望在设备更新、反腐边际改善下有明显好转；长期来看国内基层、高端市场仍有较大潜力，海外空间广阔，公司“高举高打”的出海战略已经卓有成效；此外公司高毛利率的维保占比不断提高，未来超声业务亦将贡献新增量。我们预计 24-26 年公司归母净利润分别为 12.6、18.9、23.1 亿元，同比增速分别为 -36.1%、49.4%、22.8%。考虑以上因素，参考可比公司估值，结合公司较高的历史 PE 中枢，给予 2025 年 68X PE，对应目标价约 156 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、 国产高端医学影像龙头，重塑 GPS 垄断格局	6
（一） 全线突破的国产高端医学影像龙头	6
（二） 收入跨越式增长，重塑国内“GPS”垄断格局.....	11
（三） 高举高打，加速全球扩张	12
二、 研发为基，塑造核心竞争力	13
（一） 医学影像设备技术壁垒高筑，公司保持研发高投入	13
（二） 产品体系比肩国际厂商，多个高端产品对标国际标准	15
（三） 垂直化研发体系，补全上游零部件短板	17
三、 从四个方面看未来成长空间	19
（一） 国内：25 年医学影像市场有望迎来拐点，高端国产替代和县域基层市场潜力巨大	19
（二） 海外：广阔海外市场任驰骋，高举高打树立出海新范式	22
（三） 超声：厚积薄发跨入超声领域，打开向上空间	24
（四） 维保：收入占比持续提高，改善盈利能力	25
四、 盈利预测及估值	26
五、 风险提示	28

图表目录

图表 1	联影医疗产品历史	6
图表 2	联影医疗营收和归母净利润变化	6
图表 3	联影医疗各业务收入占比	7
图表 4	联影医疗各业务毛利率	7
图表 5	联影医疗费用率	7
图表 6	联影医疗毛利率及净利率	7
图表 7	联影医疗股权结构及部分参控股子公司	8
图表 8	联影医疗管理层及核心成员	8
图表 9	联影医疗 2024 年股权激励考核目标	11
图表 10	联影医疗各类设备收入变化（亿元）	11
图表 11	2024 年国内 MR 采购金额市占率	12
图表 12	2024 年国内 CT 采购金额市占率	12
图表 13	2023 年国内 PET-CT 采购数量市占率	12
图表 14	2024 年国内常规 DR 采购金额市占率	12
图表 15	联影医疗海外收入及增速（亿元）	13
图表 16	联影医疗境内外收入占主营收入比例	13
图表 17	医学影像设备分类	14
图表 18	联影医疗研发费用	14
图表 19	联影医疗与 GE 医疗、西门子医疗研发费用率对比	14
图表 20	联影医疗研发架构	15
图表 21	联影医疗与行业主要参与者的产品线覆盖	15
图表 22	AI 对医学影像诊疗全流程赋能	17
图表 23	CT 业务核心零部件占成本比例	18
图表 24	XR 业务核心零部件占成本比例	18
图表 25	联影医疗各产品系列的核心零部件种类及生产方式（截至 2021 年末）	18
图表 26	23H1-24H1 县级医院医疗设备采购额和增速	19
图表 27	申万医疗设备板块营收同比	19
图表 28	2024 医疗领域大规模设备更新招标预算金额（亿元）	20
图表 29	2024-2025 年 1 月国内医学影像设备市场规模月度变化	20
图表 30	中国医学影像设备市场规模（亿元）	20
图表 31	2023 年中国与日本、美国每百万人均医学影像设备装机量	21
图表 32	2024 年国内 3T MR 采购金额市占率	21
图表 33	2024 年国内 64 排以上 CT 采购金额市占率	21

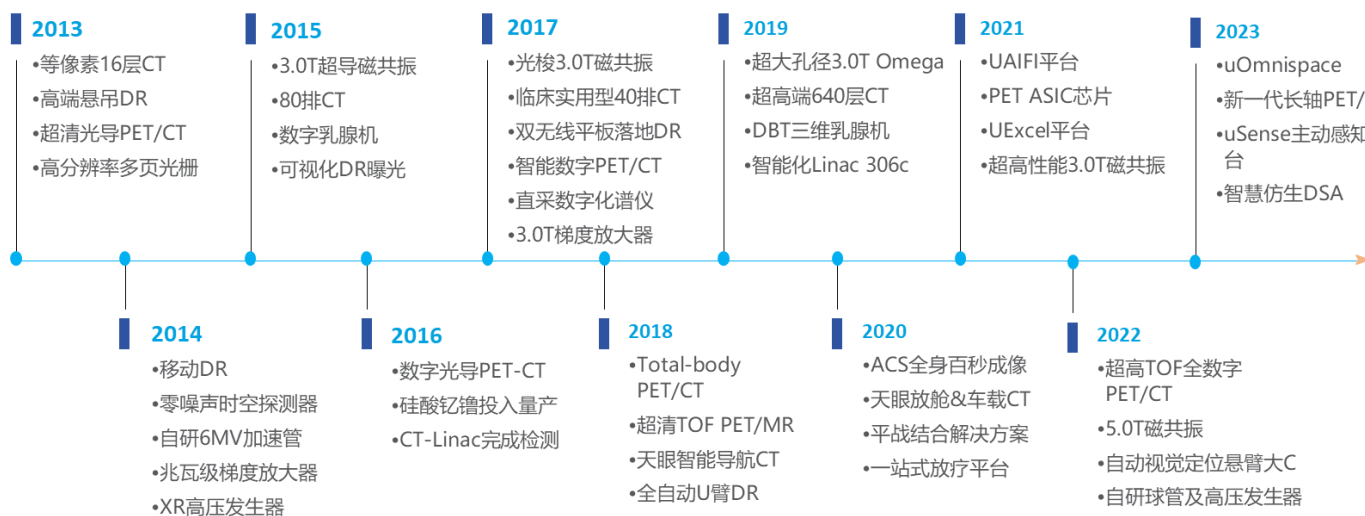
图表 34	2024 年国内 DSA 采购金额市占率	22
图表 35	2020 年各等级医院数量占比和医学影像服务次数占比	22
图表 36	联影医疗与西门子医疗、GE 医疗海外收入占比变化	23
图表 37	全球医学影像设备市场规模（亿美元）	23
图表 38	1996 年全球医学影像市场格局	23
图表 39	2023 年全球医学影像市场格局	23
图表 40	联影产品合作发表文献数量（篇）	24
图表 41	全球超声市场规模（亿美元）	25
图表 42	2024 年国内彩超中标品牌市占率（按金额）	25
图表 43	联影和“GPS”经常性收入占比	25
图表 44	联影医疗和 GE 医疗的不同业务毛利率对比（2023 年）	26
图表 45	联影医疗营收预测	27
图表 46	可比公司估值	28
图表 47	联影医疗历史 PE	28

一、国产高端医学影像龙头，重塑 GPS 垄断格局

（一）全线突破的国产高端医学影像龙头

联影医疗成立于 2011 年，自成立以来致力于为全球客户提供高性能医学影像设备、放射治疗产品、生命科学仪器及医疗数字化、智能化解决方案。经过多年持续的高强度研发投入，公司围绕高端医学影像设备形成了丰富的产品线，产品涵盖 MR、CT、XR、PET/CT、PET/MR 等诊断产品，常规 RT、CT 引导的 RT 等放射治疗产品和动物 MR、动物 PET/CT 等生命科学仪器，可满足从临床前科研到诊断再到治疗的需求。

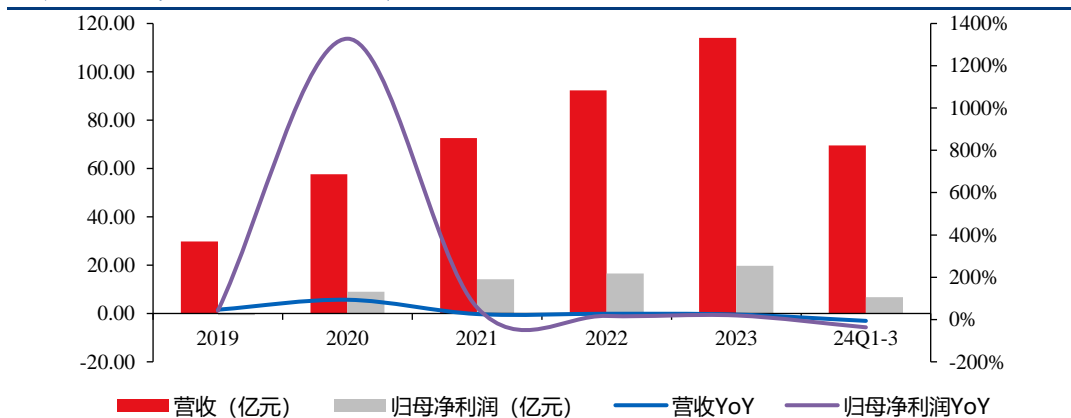
图表 1 联影医疗产品历史



资料来源：公司投关材料，华创证券

2019-2023 年间业绩增长迅猛，2024 年前三季度短暂受到外部因素压制。公司营收在 2019-2023 年间以 39.9% 的 CAGR 增长；公司在 2020 年扭亏为盈，当年盈利 9.03 亿元，之后归母净利润以 29.8% 的 CAGR 增长至 2023 年的 19.74 亿元。2024Q1-3 由于医疗合规化行动和设备更新落地延迟，导致公司国内收入承压，前三季度总营收为 69.54 亿元，同比下降 6.43%。此外由于公司维持费用投入，导致归母净利润同比下降 36.94%。

图表 2 联影医疗营收和归母净利润变化

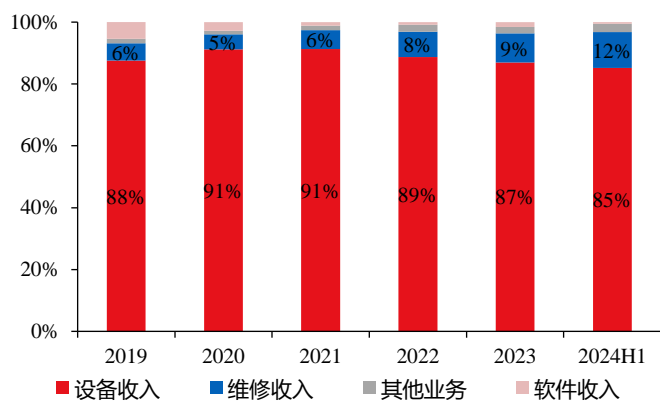


资料来源：Wind，华创证券

设备是核心收入来源，维修收入占比逐渐提高。截至 2024H1，公司营收中的设备收入占比维持在 85%，医学影像及放疗设备是主要收入来源。设备业务的毛利率在 2019-2023 年

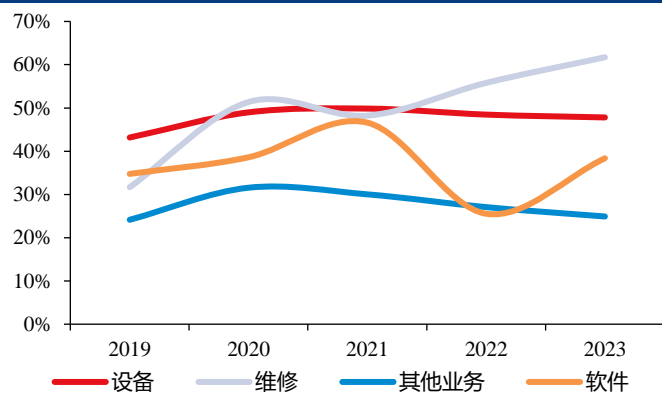
间从 43.2%提高至 47.8%，公司不断打开高端设备市场，规模效应逐渐体现，预计设备业务的毛利率还有望继续提高。由于公司累计装机数量的增多，维修业务收入占比提高显著，已从 2019 年的 6%提高至 2024H1 的 12%，并且维修业务的毛利率也从 2019 年的 31.7%提高到 2023 年的 61.7%，高于公司总体毛利率。随着公司累计装机量持续攀升，维修业务占比预计将继续提高，并带动公司整体盈利能力提高。

图表 3 联影医疗各业务收入占比



资料来源: Wind, 华创证券

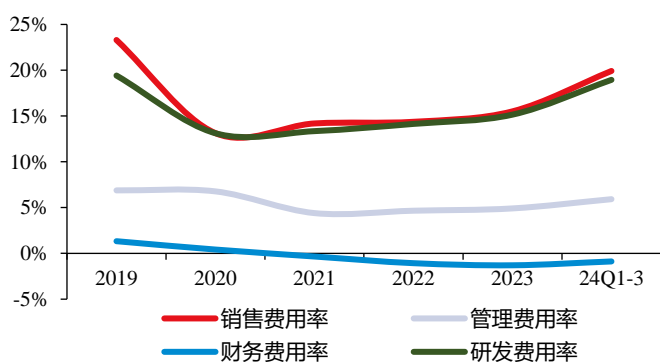
图表 4 联影医疗各业务毛利率



资料来源: Wind, 华创证券

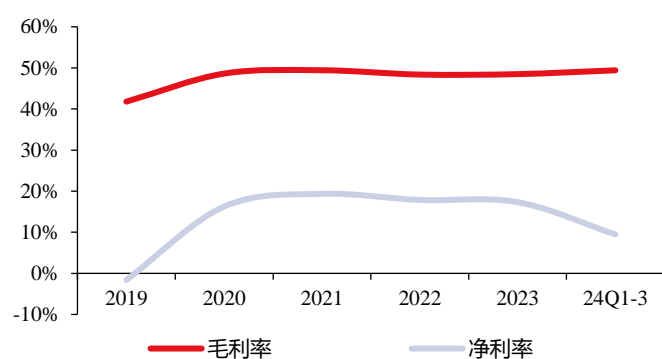
持续加大销售、研发费用投入，盈利能力仍有较大提升空间。2020 年，随着公司营收的大幅提高，销售、研发费用率显著下降。此后公司业绩仍处于快速增长阶段，为拓展国内外市场和研发新品，持续加大销售研发投入，对应费用率逐渐回升。2024Q1-3 由于外部因素导致公司营收下滑，费用率有较大提高，净利率下滑。我们预计随着短期外部干扰因素出清和业绩恢复增长，公司产品结构优化和规模效应将逐渐带动毛利率提高和销售/研发费用率回到正常水平，公司盈利能力仍有较大提升空间。

图表 5 联影医疗费用率



资料来源: Wind, 华创证券

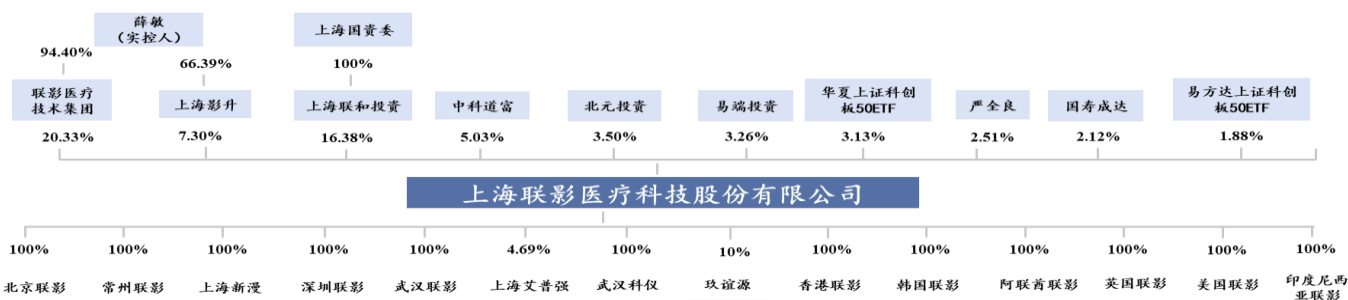
图表 6 联影医疗毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华创证券

股权相对集中，国内外子公司分工明确。公司实控人薛敏通过联影医疗技术集团和上海影升间接控制公司 27.63%的股份，上海国资委旗下的上海联合投资持有公司 16.38%的股份，股权相对集中，其余股份持股比例均较低。国内外子公司分工明确，北京联影、常州联影、深圳联影、武汉联影等控股子公司负责公司国内研发、销售等业务；公司还在国内参股了上海艾普强、四川玖谊源、联影智能等企业，以加强在放疗、核医学、AI 医疗业务的布局；公司在北美、欧洲、亚太、中东等多个地区设立子公司以加强海外业务布局。

图表 7 联影医疗股权结构及部分参控股子公司



资料来源: Wind, 华创证券 (截至 2024/09/30, 子公司包括直接或间接持股)

管理层行业背景深厚。公司管理层主要成员专业背景深厚，大多具有“GPS”等国际影像巨头的工作经历，具备大型医学影像企业的管理经验。实控人薛敏先生曾任 CCF 研究院医学影像研究中心高级研究员、西门子核磁共振有限公司（中国）总经理等，在医学影像领域有深厚的行业资源及影响力。

图表 8 联影医疗管理层及核心成员

姓名	公司职位	主要工作经历
薛敏	实控人	1982 年毕业于复旦大学物理系。1983—1986 年就读于中科院武汉物理所磁共振物理专业并获硕士学位。毕业后留在武汉物理所工作，并任关键研发项目负责人。1988 年留洋美国，在克利夫兰 CASE 大学和 CCF 研究院生物医学工程深造并取得博士学位。1995—1997 留任 CCF 研究院并获聘医学影像研究中心高级研究员。曾任西门子核磁共振有限公司总经理（中国）。现任上海联影医疗集团（公司控股股东）董事长 & CEO、执行管理委员会主席、博士。
张强	董事长、联席首席执行官	1969 年出生，中国国籍，拥有美国永久居留权。1985 年至 1989 年就读于上海交通大学生物医学工程专业，获得学士学位；1989 年至 1992 年，就读于上海交通大学生物医学工程专业，获得硕士学位；1996 年至 2000 年，就读于 Case Western Reserve University（美国凯斯西储大学）生物医学工程专业，获得博士学位。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。
GUOSHEN G TAN	董事、总经理及联席首席执行官	1963 年出生，美国国籍。1981 年至 1986 年，就读于清华大学无线电电子学专业，获得学士学位；1990 年至 1992 年，就读于 Georgia Institute of Technology（佐治亚理工学院）电子电气工程专业，获得硕士学位；1986 年至 1992 年，就读于 Georgia Institute of Technology（佐治亚理工学院）物理系，获得博士学位。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。
JUN BAO	董事及总裁	1965 年出生，美国国籍。1982 年至 1986 年，就读于上海交通大学自动控制专业，获得学士学位；1986 年至 1989 年，就读于上海交通大学图像处理与模式识别专业，获得硕士学位；1990 年至 1993 年，就读于 Vanderbilt University（范德堡大学）Electrical Computer Engineering（电气及计算机工程）专业，获得硕士学位。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。

TAO CAI	董事、董事会秘书、首席投资官	1972 年出生，美国国籍。1990 年至 1995 年，就读于清华大学材料科学与工程专业，获得学士学位；2000 年至 2001 年，就读于 Stern School of Business, New York University（纽约大学 Stern 商学院），获得硕士学位。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（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 2024H1，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；目前任联影医疗董事、董事会秘书、首席投资官
夏风华	高级副总裁	1970 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。1988 年至 1992 年，就读于长春光学精密机械学院（现已更名为“长春理工大学”）红外技术专业，获得学士学位；1992 年至 1994 年，就读于南京理工大学工业外贸专业，获得学士学位；2002 年至 2003 年，就读于 City University Cass Business School（英国伦敦卡斯商学院）工商管理专业，获得硕士学位。曾先后任职于中国机械设备工程股份有限公司（原名称“中国机械设备进出口总公司”）、Marconi Medical Systems, Inc.（马可尼医疗系统公司）、Philips Medical Systems（飞利浦医疗系统公司）、上海西门子医疗器械有限公司；2017 年至 2020 年，历任联影有限高级副总裁兼首席运营官、联席总裁；2020 年至今，任联影医疗高级副总裁。
QUN CHEN	核心技术人员	1961 年出生，美国国籍。1978 年至 1982 年，就读于复旦大学核物理专业，获得学士学位；1982 年至 1985 年，就读于中国原子能科学研究院，获得硕士学位；1987 年至 1993 年，就读于 University of Kentucky（肯塔基大学）凝聚态物理专业，获得博士学位。曾先后任职于 University of Kentucky（肯塔基大学）、中国原子能科学研究院、Harvard University（哈佛大学）、Northwestern University（西北大学）、New York University（纽约大学）、上海高研院；2012 年至今，任上海科技大学特聘教授；2015 年至今，任上海交通大学兼职教授；2011 年至 2020 年，任联影有限高级副总裁；2020 年至 2023 年，任联影医疗高级副总裁；目前为联影医疗核心技术人员。
HONGDI LI	总经理、联席首席技术官	1967 年出生，美国国籍。1985 年至 1990 年，就读于中国科学技术大学核电子学专业，获得学士学位；1990 年至 1993 年，就读于中国科学技术大学核电子学专业，获得硕士学位；1993 年至 1996 年，就读于中国科学技术大学核物理核电子专业，获得博士学位。曾先后任职于香港科技大学、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 2023 年，任联影医疗高级副总裁、首席技术官；目前为联影医疗总经理、联席首席技术官。
黄翔宇	核心技术人员	1970 年出生，中国国籍，拥有美国永久居留权。1987 年至 1991 年，就读于北京大学力学专业，获得学士学位；1991 年至 1994 年，就读于北京大学流体力学专业，获得硕士学位；1995 年至 1997 年，就读于 The College of William & Mary（美国威廉和玛丽学院）应用科学专业，获得硕士学位。曾先后任职于 The College of William & Mary（美国威廉和玛丽学院）、Marconi Medical Systems, Inc.（马可尼医疗系统公司）、Philips Medical Systems（飞利浦医疗系统公司）；2011 年至 2020 年，历任联影有限 CT 事业部 CEO、企业信息技术与安全管理部 CEO、U+事业部 CEO、超声事业部 CEO、数字技术产业事业群联席 CEO；2020 年至 2023 年，任联影医疗高级副总裁；目前为联影医疗核心技术人员。
俞晔珩	高级副总裁	1979 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。1998 年至 2002 年，就读于华北电力大学会计学专业，获得学士学位；2003 年至 2006 年，就读于 University Dortmund（多特蒙德大学）工商管理专业，获得硕士学位。曾先后任职于上海西门子医疗器械有限公司、Ingram Micro（英迈国际）；2011 年至 2020 年，历任联影有限产品经理、设计创新中心总监、设计创新中心&品牌战略与传播中心总监、副总裁、市场与品牌战略中心&设计创新中心 CEO；2020 年至今，任联影医疗高级副总裁。
缪宏	高级副总裁	1972 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。1989 年至 1993 年，就读于上海交通大学电子通信工程专业，获得学士学位，1999 年至 2001 年，就读于复旦大学管理学院 EMBA。曾先后任职于西门子（中国）医疗系统部、飞利浦（中国）医疗保健部、法国梅里埃（中国）；2016 年至 2020 年，历任

		联影有限全球业务发展 CEO，中国业务副总裁；2020 年至 2022 年，任联影医疗中国业务副总裁；2022 年至今，任联影医疗高级副总裁。
吕云磊	副总裁	1978 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。1996 年至 2000 年，就读于武汉理工大学机械设计与制造专业，获得学士学位。曾先后任职于厦门瑞丰密封件有限公司、中日电热（厦门）有限公司、德昌电机（深圳）有限公司、西门子（深圳）磁共振有限公司（原名称“西门子迈迪特（深圳）磁共振有限公司”）、卡尔蔡司光学科技（广州）有限公司；2019 年至 2020 年，任联影有限供应链管理副总裁；2020 年至今，任联影医疗副总裁。
汪淑梅	副总裁	1977 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。1995 年至 1997 年，就读于南昌航空大学工商会计专业；2016 年至 2019 年，就读于上海交通大学工商管理专业。曾先后任职于南通金轮针布有限公司、广州天羽鞋业有限公司、宁波颖泰金属制品有限公司、东莞光平电子厂、西门子（深圳）磁共振有限公司（原名称“西门子迈迪特（深圳）磁共振有限公司”）；2011 年至 2020 年，历任联影有限质量管理部总监、质量管理部副总裁；2020 年至今，任联影医疗副总裁。
YANFENG DU	CT 事业部总裁	1969 年出生，美国国籍。1987 年至 1992 年，就读于清华大学工程物理专业，获得学士学位；1992 年至 1995 年，就读于中国原子能科学研究院核物理专业，获得硕士学位；1996 年至 2001 年，就读于 The University of Michigan（美国密西根大学）辐射测量与成像专业，获得博士学位。曾任职于 GE Global Research Center（美国通用电气全球研发中心）；2012 年至 2020 年，历任联影有限 CT 事业部副总裁、CT&MI 事业部 CTO；2020 年至今，任联影医疗计算机断层扫描事业部总裁。
李国斌	MR 事业部总裁	1980 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。2000 年至 2004 年，就读于哈尔滨工业大学通信工程专业，获得学士学位；2004 年至 2006 年，就读于哈尔滨工业大学信息与通信系统专业，获得硕士学位；2011 年至 2015 年，就读于 Universität Freiburg（德国弗莱堡大学）生物医学工程专业，获得博士学位。曾任职于西门子（深圳）磁共振有限公司（原名称“西门子迈迪特（深圳）磁共振有限公司”）；2015 年至 2020 年，历任联影有限资深及专家级研发工程师、研发总监；2020 年至今，任联影医疗磁共振事业部总裁。
向军	X 射线事业部总裁	1978 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。1998 年至 2002 年，就读于西安交通大学生物医学工程专业，获得学士学位。曾先后任职于东软医疗系统设备有限公司（曾用名“东软飞利浦医疗系统有限公司”）、上海西门子医疗器械有限公司；2011 年至 2020 年，历任联影有限 XR 事业部研发总监、副总裁、总裁；2020 年至今，任联影医疗 X 射线事业部总裁。
王超	MI 事业部总裁	1979 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。1997 年至 2002 年，就读于中国科学技术大学应用物理学专业，获得学士学位；2002 年至 2007 年，就读于中国科学技术大学物理电子学专业，获得博士学位。曾任职于 University of Texas, MD Anderson Cancer Center（美国德州大学安德森癌症中心）；2011 年至 2020 年，历任联影有限 MI 事业部电子电气部经理、电子电气部高级经理、项目管理部高级经理、项目管理部总监；2020 年至今，任联影医疗分子影像事业部总裁。
安少辉	MI 事业部副总裁	1979 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。1998 年至 2002 年，就读于中国科学技术大学核电子学专业，获得学士学位；2002 年至 2007 年，就读于中国科学技术大学粒子物理与原子核物理专业，获得博士学位。曾任职于 University of Texas, MD Anderson Cancer Center（美国德州大学安德森癌症中心）；2011 年至 2020 年，历任联影有限 MI 事业部部门经理、研发总监、副总裁；2020 年至今任联影医疗分子影像事业部副总裁。
胡玮	CT 事业部副总裁	1979 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。1997 年至 2001 年，就读于上海大学计算机专业，获得学士学位。曾先后任职于威盛电子（上海）有限公司（原名称“旭上电子（上海）有限公司”）、上海西门子医疗器械有限公司；2011 年至 2020 年，历任联影有限项目经理、项目总监、CT&MI 事业部副总裁；2020 年至今，任联影医疗计算机断层扫描事业部副总裁。

资料来源：公司公告，爱企查，华创证券

股权激励坚定公司发展信心。公司于 2024 年 5 月 23 日发布了 2024 年限制性股票激励计划，此次激励计划拟向激励对象授予 262.19 万股权益，首次授予价格为 88 元/股，激励

对象主要包括 833 名中层管理人员及其他需要激励的人员，占公司员工总数的 11.2%（截至 2023 年末）。业绩考核目标为 2024-2026 年的营业收入较 2023 年分别增长不低于 20.0%、44.0%、72.8%。此次股权激励将充分调动公司员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心员工利益结合在一起。

图表 9 联影医疗 2024 年股权激励考核目标

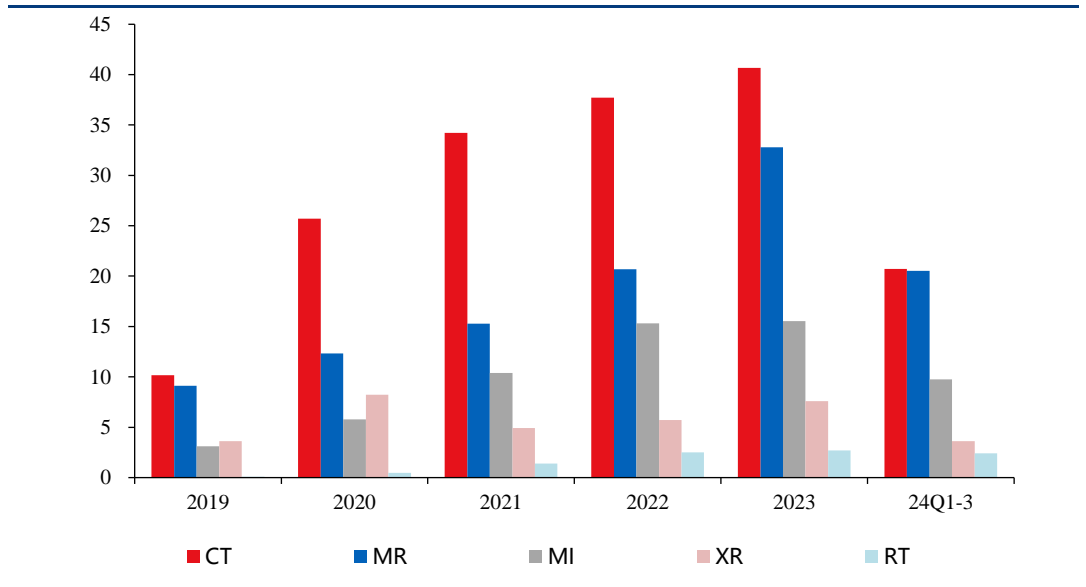
归属期	对应考核年度	营业收入增长率（A）		对应营收金额（亿元）	
		目标值（Am）	触发值（An）	目标值（Am）	触发值（An）
第一个归属期	2024	20.00%	16.00%	136.9	132.4
第二个归属期	2025	44.00%	34.56%	164.3	153.5
第三个归属期	2026	72.80%	56.09%	197.2	178.1

资料来源：公司公告，华创证券

（二）收入跨越式增长，重塑国内“GPS”垄断格局

各类设备收入跨越式增长。2019-2023 年间，公司的 CT 收入从 10.17 亿元增长至 40.66 亿元，CAGR 为 41%；公司的 MR 收入从 9.10 亿元增长至 32.79 亿元，CAGR 为 38%；公司的分子影像（MI）收入从 3.10 亿元增长至 15.52 亿元，CAGR 为 50%；公司的 XR 收入从 3.63 亿元增长至 7.60 亿元，CAGR 为 20%；公司的 RT 收入从 0.09 亿元增长至 2.70 亿元，CAGR 为 134%。

图表 10 联影医疗各类设备收入变化（亿元）

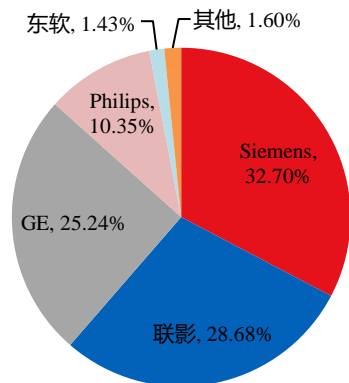


资料来源：公司公告及投关材料，公司官方公众号，华创证券

市占率显著提高，打破“GPS”垄断格局。各类设备收入快速增长的同时，公司在各设备领域在国内的市占率逐渐提高。此前国内乃至全球医学影像市场主要被“GPS”（GE 医疗、飞利浦、西门子医疗）三家垄断。2024 年，公司 MR、CT 产品在国内市占率分别为

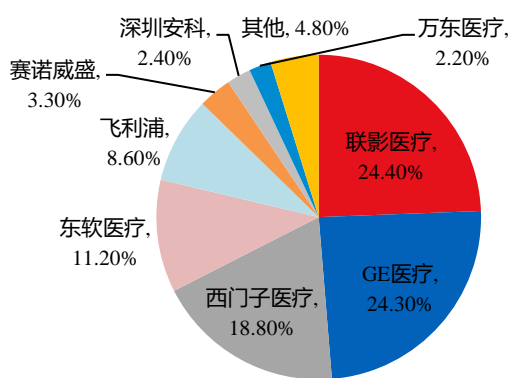
28.68%、24.40%，分别位居第二、第一。公司已经在一定程度上打破了“GPS”垄断的医学影像市场格局。2023年，公司MI（包括PET-CT/MR等）在国内新增市场占有率均为第一，根据医装数胜的数据显示，2024年公司在国内PET-CT市场占有率超一半，优势继续扩大。2024年公司在常规DR市场的市占率达到10.99%，与迈瑞并列第二。

图表 11 2024 年国内 MR 采购金额市占率



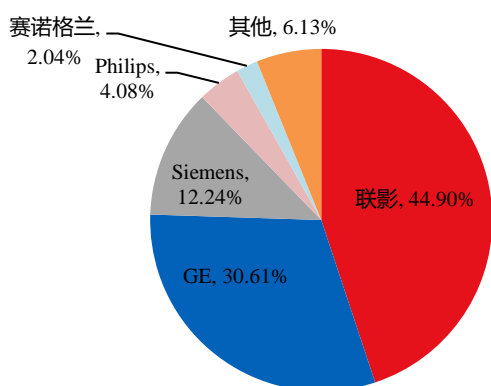
资料来源：医招采，华创证券

图表 12 2024 年国内 CT 采购金额市占率



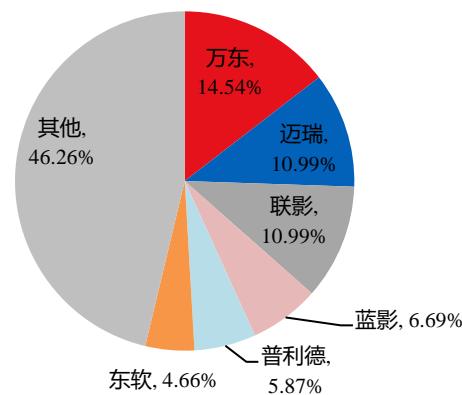
资料来源：医工研习社，华创证券

图表 13 2023 年国内 PET-CT 采购数量市占率



资料来源：医招采，华创证券

图表 14 2024 年国内常规 DR 采购金额市占率

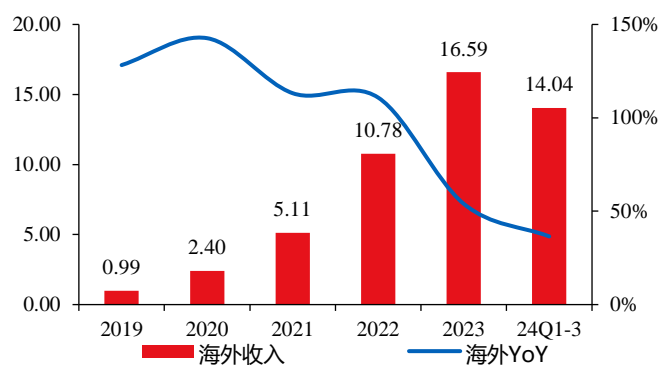


资料来源：医招采，华创证券

（三）高举高打，加速全球扩张

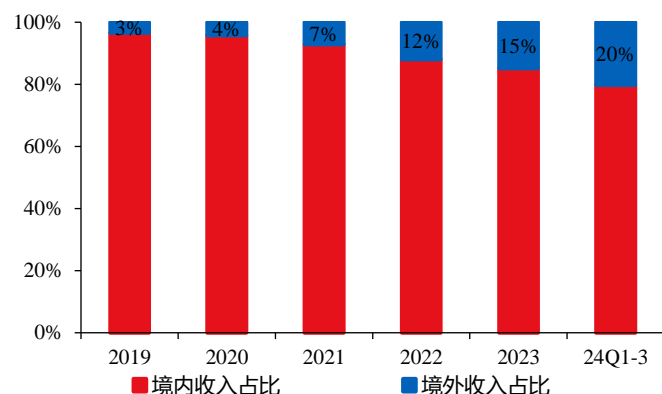
高举高打，海外收入快速增长。在海外市场拓展上，公司与大部分国内友商走性价比路线有所不同。公司围绕着“一核多翼，高举高打”的市场战略，通过领先的创新解决方案，全面满足从大型医疗机构到区域专科诊疗中心的多层次需求。公司持续加强国际营销、服务和供应链网络建设，通过 Glocalization（全球化本土化）策略，将全球化拓展视野与本地化临床需求相结合，推动全球业务蓬勃发展。2019-2023年，公司海外收入从0.99亿元快速增长至16.59亿元，CAGR达102%；2024Q1-3公司海外收入14.04亿元，同比增长36%。海外收入占比显著提高，从2019年的3%提高至2024Q1-3的20%。

图表 15 联影医疗海外收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告及投关材料，华创证券

图表 16 联影医疗境内外收入占主营收入比例



资料来源：公司公告及投关材料，华创证券

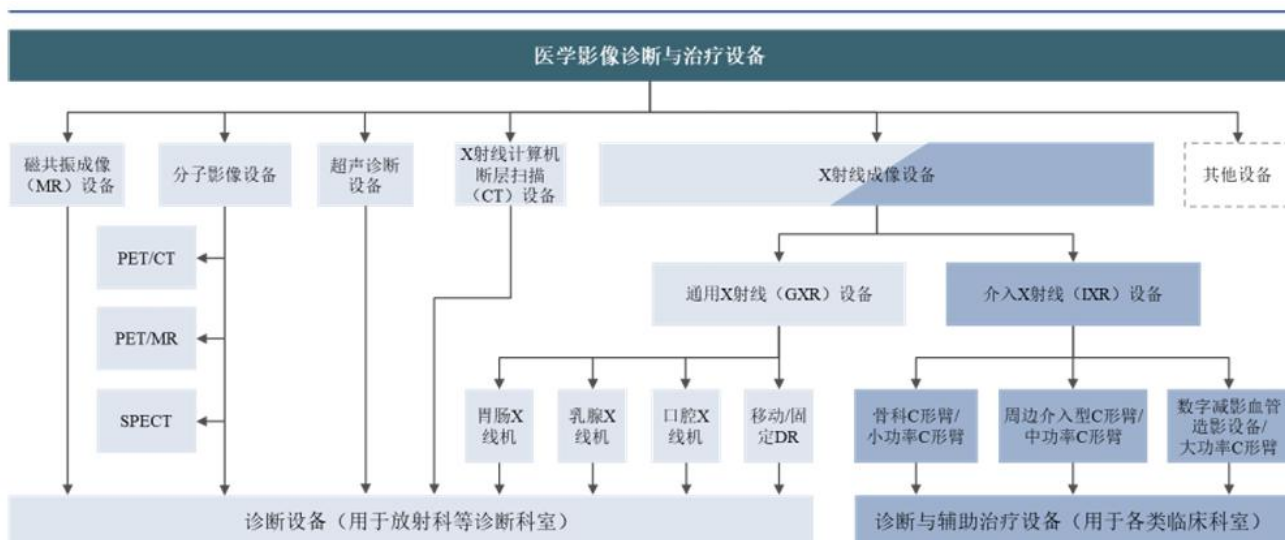
根据公司 2024 年 11 月的投关材料显示，公司产品已进驻 75 个以上国家，出海扩张成果显著。其中在美国装机超 400 台，已进入 50% 以上的州；在欧洲有近 400 台装机，进入德国、意大利、法国、英国等超 50% 的国家；在印度装机超 850 台，在当地医学影像设备领域排名第三，数字化 PET/CT 市场排名第一；在亚太地区（涵盖韩国、日本、澳大利亚、新西兰、东南亚等）装机近 400 台；在新兴市场（涵盖非洲、独联体、中东）装机近 500 台；在拉丁美洲有超过 150 台装机。

二、研发为基，塑造核心竞争力

（一）医学影像设备技术壁垒高筑，公司保持研发高投入

医学影像设备技术壁垒高筑。医学影像设备是医疗器械行业中技术壁垒最高的细分市场，单个设备的研发往往涉及生物医学工程、机械、算法、电子信息、材料科学、医学影像技术等众多学科领域，研发门槛高，研发周期长。并且医学影像设备细分种类较多，可分为诊断设备及治疗设备，诊断设备根据信号的不同可分为磁共振成像（MR）设备、X 射线计算机断层扫描成像（CT）设备、X 射线成像（XR）设备、分子影像（MI）设备、超声（US）设备等；治疗设备可分为数字减影血管造影设备（DSA）及定向放射设备（骨科 C 臂）等。单个设备的高技术壁垒和复杂的产品种类对医学影像设备企业的研发实力提出了较高要求。

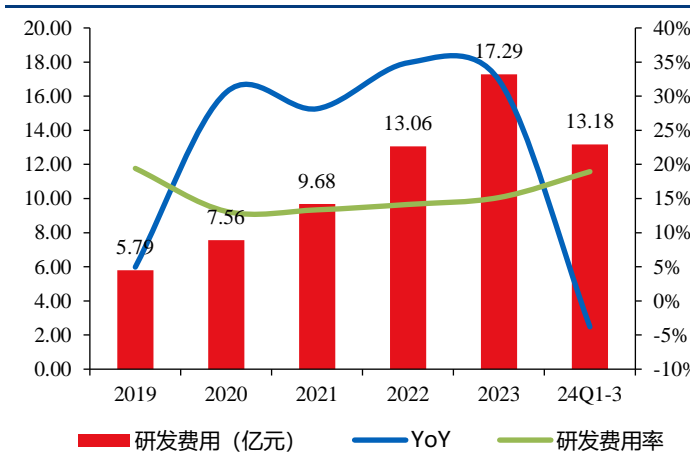
图表 17 医学影像设备分类



资料来源：公司招股书，华创证券

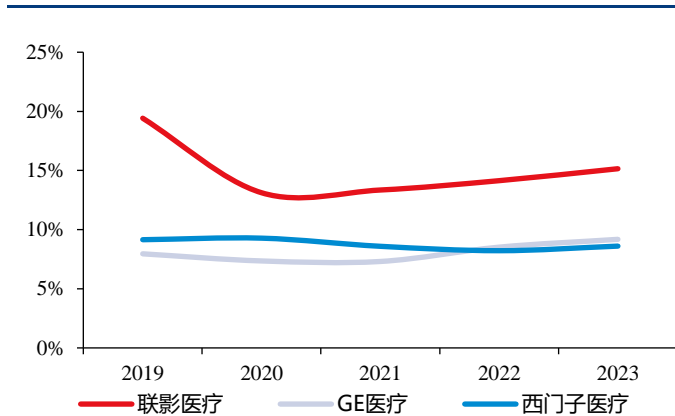
公司保持研发高投入。2019-2023 年，公司研发费用从 5.79 亿元增长至 17.29 亿元，CAGR 达到 31%。截至 2024H1，公司研发人员数量为 3102 人，占公司总人数的 39.47%，其中硕士/博士占比达 78.46%。公司研发费用率维持在 13%以上的高水平，横向对比来看，GE 医疗、西门子医疗的研发费用率仅为 8-9%的较低水平。与“GPS”相比，公司作为医学影像行业的追赶者，需要以更高比例的研发投入来推动产品线拓展升级。

图表 18 联影医疗研发费用



资料来源：Wind，华创证券

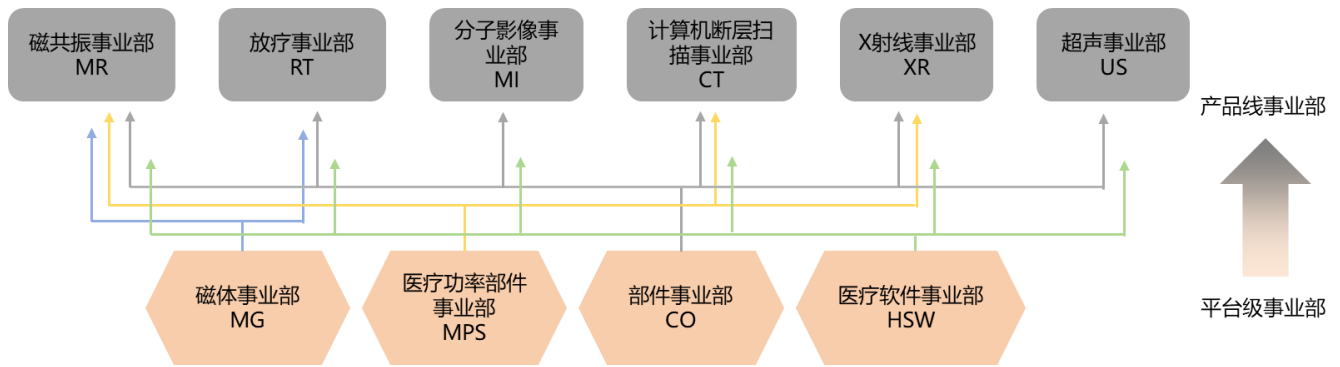
图表 19 联影医疗与 GE 医疗、西门子医疗研发费用率对比



资料来源：Wind，华创证券

研发组织架构完善，平台级事业部赋能各产品线。从组织架构来看，公司的研发部门主要可分为产品线事业部、平台事业部、产品和技术开发管理办公室，产品线事业部中包含了 MR 事业部、CT 事业部、XR 事业部、MI 事业部、RT 事业部和超声事业部等；平台级事业部包括磁体事业部、医疗功率部件事业部、部件事业部、医疗软件事业部，各平台事业部通力配合产品线事业部的产品开发与技术升级，提升公司研发管理质效；产品和技术开发管理办公室与各研发事业部互为补充，有助于增进研发事业部协同和进一步提升研发效率。

图表 20 联影医疗研发架构



资料来源：公司投关材料，华创证券

（二）产品体系比肩国际厂商，多个高端产品对标国际标准

产品体系比肩国际厂商。公司搭建了通用软件及通用硬件研发平台，以跨产品线的平台化研发模式为技术的借鉴与交流、产品的融合与迭代提供了基础。在高效率的研发平台助力下，公司产品线已经覆盖高端医学影像诊断产品和放射治疗产品，实现了诊疗一体化布局，产品线覆盖范围与 GE 医疗、西门子医疗、飞利浦医疗等国际厂商基本一致。

图表 21 联影医疗与行业主要参与者的产品线覆盖

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
MR 产品							
5.0T 及以上	▲	▲	▲				
3.0T	▲	▲	▲	▲			▲
1.5T 及以下	▲	▲	▲	▲		▲	▲
CT 产品							
320 排/640 层	▲						
256 排/512 层		▲	▲				▲
128 排及以下	▲	▲	▲	▲		▲	▲
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	在研	▲	▲	▲		▲	▲

RT 产品							
直线加速器	▲		▲		▲		▲
图像引导直加	▲		▲		▲		▲
生命科学仪器	▲						

资料来源：公司公告，华创证券

MR 在国内市占率靠前，超高场磁共振 uMR Jupiter 5T 在国内保持领先。公司已推出 1.5T、3.0T、5.0T 等多款超导 MR 产品，可满足从基础临床诊断到高端科研等不同细分市场的需求。其中 uMR Jupiter 5T 为业内首款全身成像的 5.0TMR 机型，该产品作为“十三五”国家重点研发计划“数字诊疗装备研发专项”攻克了超高场磁共振核心部件及核心技术难题，实现超高场全身临床成像；uMR Omega 为行业首款 75cm 超大孔径 3.0TMR 机型，拥有零液氮挥发技术、主动/被动匀场技术、失超保护技术等多项专利技术，可以更好的支持术中和放疗定位，并能满足孕妇、超重人群等特殊群体的诊疗需求。当前 MR 领域的一大趋势是朝着低液氮甚至无液氮的方向推进，以降低产品使用成本，目前公司的无液氮 MR 系统也在研发中。根据公司 2024 年中报，按 2024 年上半年度国内新增市场金额口径统计（下同），国内 1.5T 及以下超导 MR 市场中公司排名第一，3.0T MR 市场中公司排名第三，在 3.0T 以上超高场 MR 设备市场中，市场占有率排名第一，公司的超高场磁共振 uMR Jupiter 5T 继续保持大幅领先优势。

在国内 CT 各层级市场位居前列，前沿光子计数 CT 产品在研中。公司先后推出了 16 排至 320 排 CT 产品，包括国产首款 320 排超高端 CT 产品 uCT 960+和国产首款 80 排 CT 产品 uCT 780。其中，公司 320 排宽体 CT 产品 uCT 960+搭载自主研发的时空探测器，可实现 0.25s/圈机架旋转速度，拥有 82cm 大孔径，承重可达 300kg，在心脑血管疾病、肿瘤、急诊和儿科检查等方面具有较好的临床诊断和科研价值。2021 年，西门子医疗的光子计数 CT 在 FDA 获批，光子计数技术被全球公认为下一代 CT 成像技术。公司在上市前就已经开始了对光子计数显微 CT 产品的研发，2023 年，公司正式启动了国家重点研发计划“诊疗装备与生物医用材料”重点专项——光子计数能谱 CT 研发，目前 GE 医疗、飞利浦、东软、佳能等厂家也都参与到光子计数 CT 的研发竞赛中。2024H1 公司在 40 排以下 CT 市场占有率排名第一；在 41-63 排 CT 市场占有率排名第三；在 64 排-80 排 CT 市场占有率排名第一。随着公司新产品的成功商业化，以 128-256 排和 256 排以上 CT 为代表的中高端及超高端 CT 市场占有率同比大幅提升，公司在 128 排至 256 排 CT 市场占有率排名第二；在 256 排以上的 CT 市场占有率排名第二。

PET/CT 国内市占率第一，投资玖谊源进一步形成完整解决方案。公司是国内少数取得 PET/CT 产品注册并实现整机量产的企业，技术水平处于行业领先地位。公司已陆续推出多款行业领先产品，包括行业首款具有 4D 全身动态扫描功能的 PET/CT 产品 uEXPLORER（Total-body PET/CT）、业界最高 190ps 量级 TOF 分辨率 PET/CT 产品 uMI Panorama、国产首款一体化 PET/MR 产品 uPMR 790、国产首款数字化 TOF PET/CT 产品 uMI 780 和国产首款 PET/CT 产品 uMI 510。2024H1 公司国内 PET/CT 市场占有率排名第一，国内 PET/MR 市场占有率排名暂列第二。投资玖谊源后，公司已成为行业少数能够为用户提供“核素制备+数字化 PET/CT 诊疗一体化”完整解决方案的厂商，助力精准诊疗。

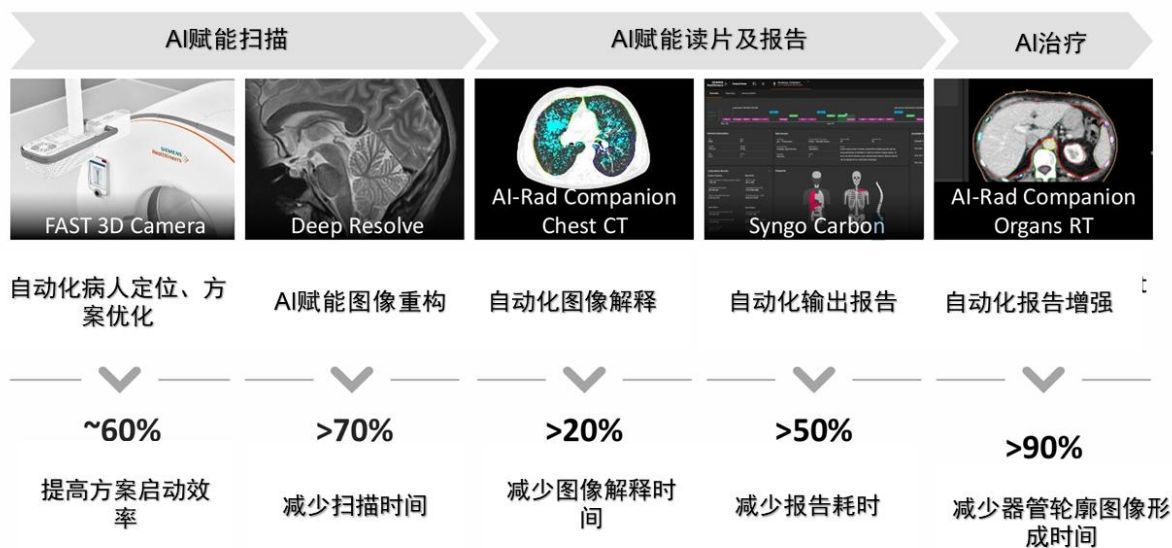
诊断类 XR 在国内市占率排名第一，推出首款智慧仿生微创介入 DSA 手术系统 uAngio 960。业界自 2016 年推出首款 XR 产品以来，公司先后推出多个 DR、Mammo、移动 C 臂、DSA 产品，其中公司推出的业界首款智慧仿生微创介入手术系统 uAngio 960，同时

也是国内首台以多自由度机器人为机架结构的 DSA 系统，可满足从泛血管、骨科、胸外、消化道等多学科高、精、尖复杂手术场景的需要。2024H1 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，在介入 XR 市场占有率排名第四，其中 uAngio 960、uAngio AVIVA 等 DSA 产品表现亮眼。

放疗产线已形成全闭环解决方案。在放疗领域，公司开发出行业首款一体化 CT 引导直线加速器 uRT-linac 506c。随着在模拟定位、放射治疗设备及放疗软件方面的产品布局不断完善，公司已成为行业内少数拥有完整放疗全闭环解决方案的供应商。2024H1 公司 RT 产品国内市场占有率排名已达到第三，与行业头部厂商的差距进一步缩小。

AI 已成为医学影像行业重要趋势。AI 在医学影像诊疗流程的每一步都拥有巨大的应用前景，从病人定位、方案优化、图像重构到读片、输出报告、辅助放疗，AI 的应用有望大大提高诊疗效率，缓解医护人力资源的不足。并且随着医学影像数据的云端化和 AI 的赋能，远程诊疗有望得到进一步发展。GPS 三家均将 AI 嵌入解决方案作为未来的核心发展战略之一。

图表 22 AI 对医学影像诊疗全流程赋能



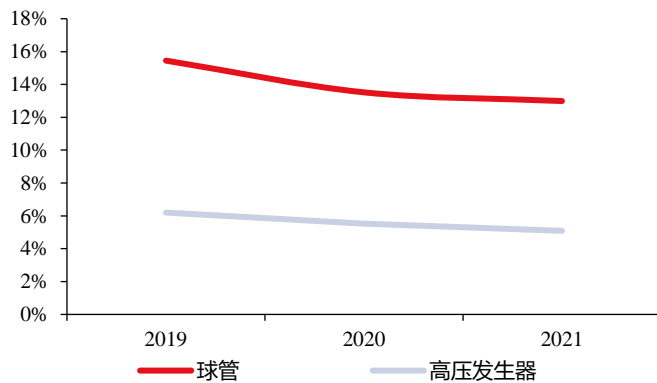
资料来源：西门子医疗公告，华创证券

增资联影智能，加强 AI 技术支持能力。2024 年 12 月 21 日，公司宣布拟以自有资金 2848.72 万元投资联影智能，取得其增资后 0.2849% 的股权。联影智能与公司均受联影集团控制，属于关联方。联影智能是一家能够提供多场景、多疾病、全流程、一体化智能解决方案的医疗 AI 企业，是联影集团在 AI 领域的重要战略布局，联影智能的技术广泛应用于医疗影像分析、智能诊断辅助、数据管理和疾病预测等领域，已推出 100 多款医疗 AI 产品。本次增资能够为公司产品提供智能化支持，通过高效的诊断辅助和数据处理能力，优化医疗设备的使用体验，满足医院等终端用户对高效、精准医疗的需求，更能为公司在高端市场构建更强的竞争壁垒。根据公司 2024 中报，公司的 uCT968、uCT768、uDRAurora、uPMR790 等多款产品都已经搭载了 AI 技术。

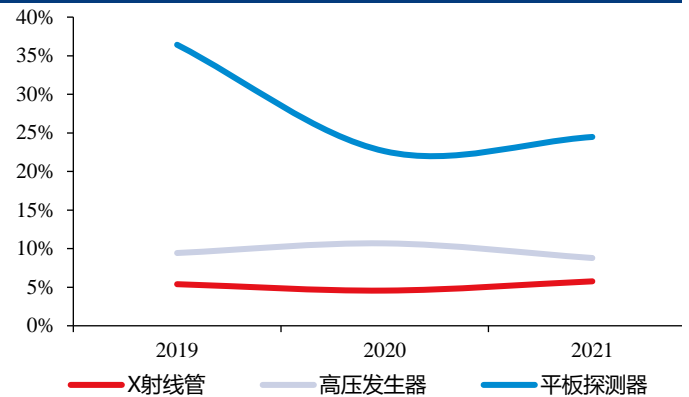
（三）垂直化研发体系，补全上游零部件短板

国产影像企业上游核心零部件仍存在短板。我国影像设备企业已在中低端影像领域基本

实现国产化，但在中高端产品领域尤其是核心部件上仍未实现完全自主可控，面临一定的供应链稳定和成本上升风险。此外，部分国产核心部件虽已实现自研自产，但在重要参数性能方面与国外产品相比仍存在一定差距。若上游产能不足或采购合作关系终止、汇率关税波动，都会对国产企业造成不利影响。以公司为例，截至2021年，核心零部件球管和高压发生器分别占到其CT业务成本的13.0%、5.1%，核心零部件平板探测器、高压发生器、X射线管分别占其XR业务成本的24.5%、8.8%、5.8%。

图表 23 CT 业务核心零部件占成本比例


资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 XR 业务核心零部件占成本比例


资料来源：公司公告，华创证券

垂直化研发体系，补齐上游零部件短板。公司构建了贯穿技术、产品与软件的垂直创新体系，围绕各产品线核心部件开展核心技术研发。截至2021年，公司已实现MR全部核心部件（磁体、梯度、射频和谱仪）、MI部分核心材料及部件（闪烁晶体、探测器）、CT部分核心部件（探测器、高压发生器）、XR部分核心部件（X射线管、高压发生器）、RT部分核心部件（加速管、多叶光栅）的自研或自产。2019-2021年间，公司CT业务中球管和高压发生器的成本占比有所降低。目前公司自研比例位居行业前列，各产品线主要核心部件均实现自研自产。公司将持续高度重视核心零部件及关键技术的研发攻关，进一步提升公司各系列产品的自研比例，为公司实现全线产品及关键技术自主可控、提升创新自由度奠定坚实基础。

图表 25 联影医疗各产品系列的核心零部件种类及生产方式（截至2021年末）

产品系列	核心零部件	产生方式	主要供应商
MR	磁体	自产	超导磁体为公司自研和自产；但是用于生产磁体的液氦系公司对外采购，主要供应商包括液化空气上海有限公司、广钢气体（广州）有限公司等
	梯度	自产	-
	射频	自产	-
	谱仪	自产	-
CT	球管	外购	万睿视、飞利浦
	高压发生器	以外购为主	斯派曼电子技术（苏州工业园区）有限公司、飞利浦
	探测器	自产	-
XR	X射线管	外购	佳能电子元器件材料贸易（上海）有限公司、万睿视、Origin Co.,Ltd.等
	高压发生器	以外购为主	Communications & Power Industries Canada Inc.、苏州博思得电气有限公司、斯派曼电子技术（苏州工业园区）有限公司、USA WEIHENG INTERNATIONAL GROUP CO., LIMITED（代理 EMD Technologies, LLC 产品）等

	平板探测器	外购	佳能电子元器件材料贸易（上海）有限公司、上海奕瑞光电子科技股份有限公司、Teledyne DALSA B.V.、Analogic Canada Corporation、万睿视等
MI ^[注]	探测器	自产	-
RT	加速管	自产	-
	磁控管	外购	Teledyne e2v Asia Pacific Limited
	多叶光栅	自产	-

资料来源：公司发行审核问询回复函，华创证券（注：该处系MI产品中PET部分核心零部件的生产方式）

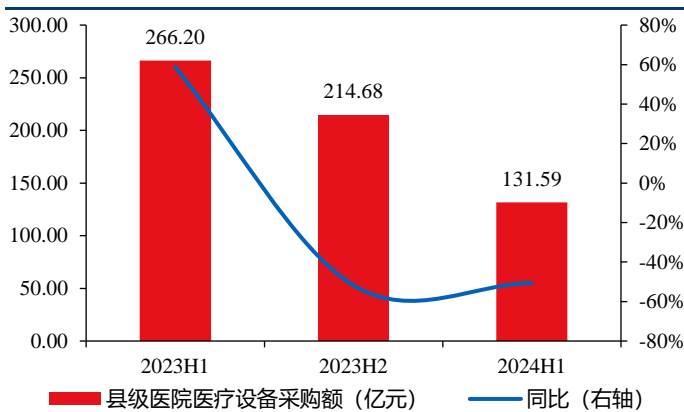
三、从四个方面看未来成长空间

（一）国内：25年医学影像市场有望迎来拐点，高端国产替代和县域基层市场潜力巨大

1、25年医学影像市场有望迎来拐点

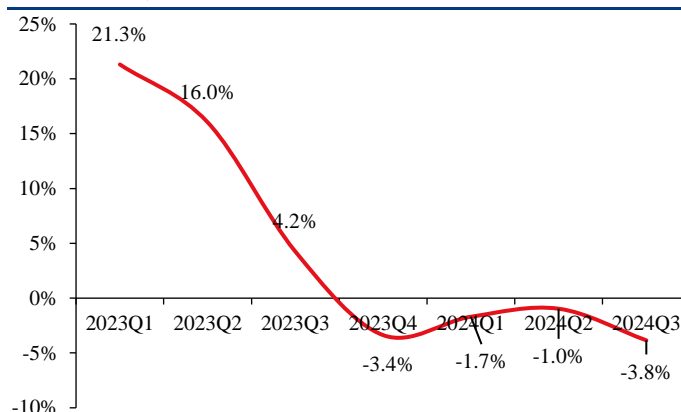
23年下半年受反腐影响，医院的设备采购延迟，24年上半年叠加设备更新政策和超长期特别国债未完全落地情况下的“采购犹豫”，使得采购需求被持续压制。24年上半年县级医院医疗设备采购规模为131.59亿元，同比下降50.57%。由于自2023Q2以来县级医院医疗设备采购额占全国公立医院的比例维持在30%左右，所以预计整体公立医院市场趋势与县级医院趋势相近。直到24Q3，医疗设备板块业绩表现持续疲软。

图表 26 23H1-24H1 县级医院医疗设备采购额和增速



资料来源：医装数胜，华创证券

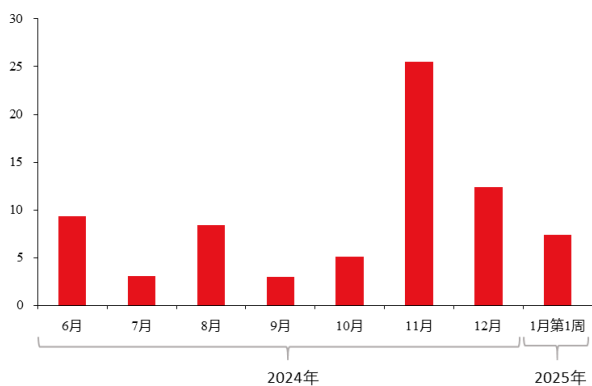
图表 27 申万医疗设备板块营收同比



资料来源：Wind，华创证券

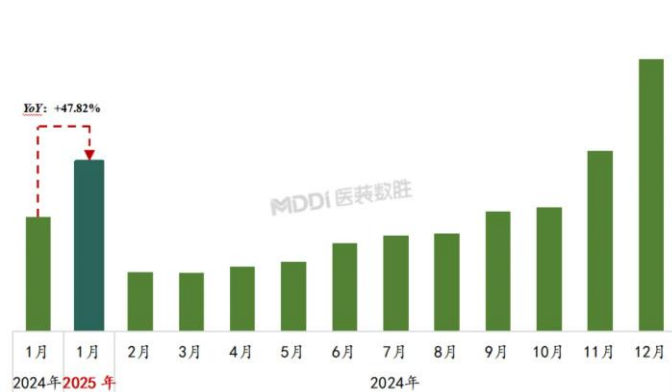
自2024Q4开始，设备更新落地出现明显好转。多数省份医院开展了设备更新工作，项目陆续进入到采购意向和招标阶段。24年Q4医疗设备更新招标预算达到43亿元，环比Q3增长199%，到25年持续增长势头，1月第1周即达到7.4亿元。从2024-2025年1月国内医学影像设备市场规模来看，市场逐渐好转，24Q2后月度市场规模环比回升，24年Q4期间大幅增长，25年1月市场规模同比增长47.82%。预计24Q4及之后出现的招标投标市场显著好转会在25年体现在各医疗设备厂家的经营业绩上，公司作为国内医学影像龙头也有望受益。

图表 28 2024 医疗领域大规模设备更新招标预算金额（亿元）



资料来源：众成数科，华创证券

图表 29 2024-2025 年 1 月国内医学影像设备市场规模月度变化

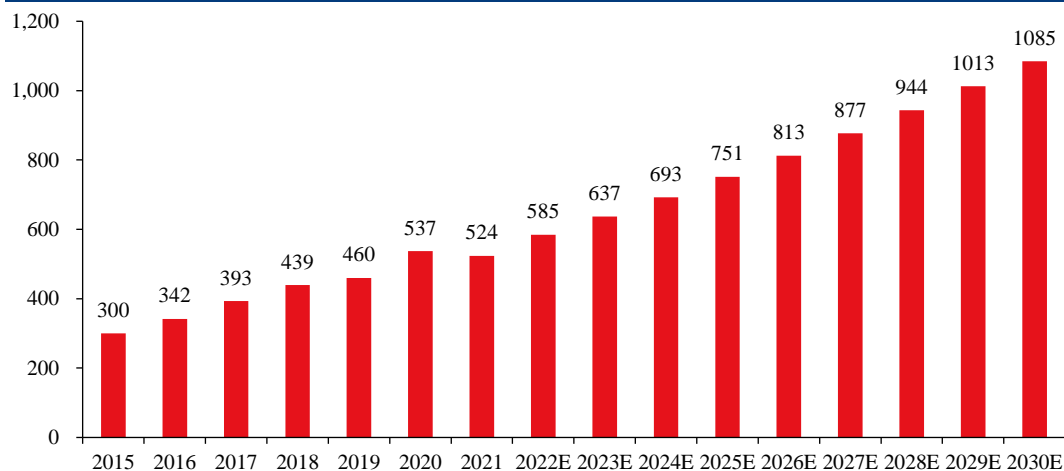


资料来源：医装数胜，华创证券

2、高端国产替代和县域基层市场潜力巨大

在人口老龄化、医疗新基建和政策等因素的驱动下，中国医学影像设备的市场规模已经持续多年稳健增长。根据联影医疗招股说明书和华经产业研究院，2021 年我国医学影像设备市场规模为 524 亿元，已占全球医学影像设备市场规模的 16.7%。

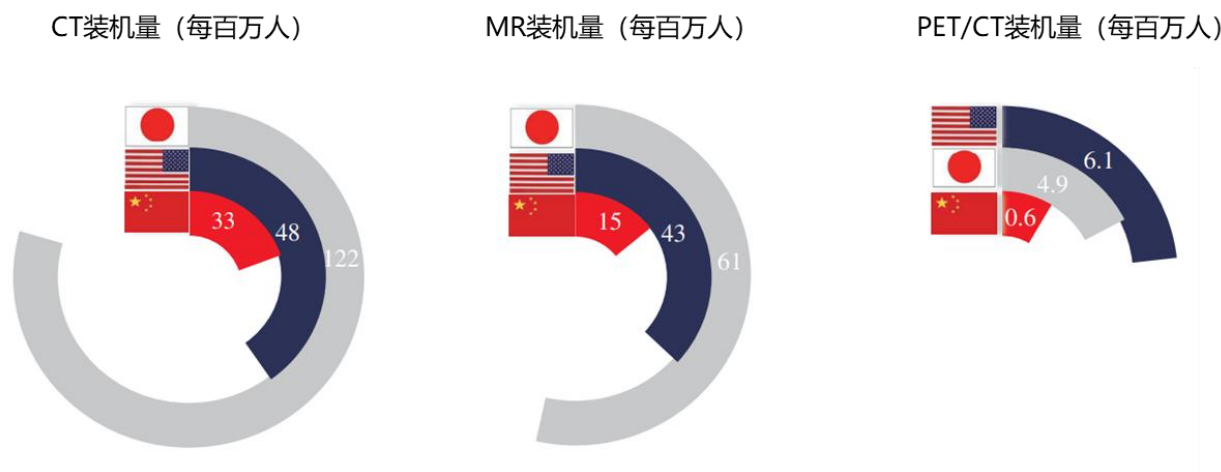
图表 30 中国医学影像设备市场规模（亿元）



资料来源：灼识咨询，转引自联影医疗招股说明书，华创证券

但与发达国家/地区相比，我国医学影像设备人均保有量较低，仍有提升空间。根据一脉阳光招股书数据，2023 年日本和美国的每百万人均 CT 装机量分别是中国的 3.7 倍及 1.5 倍；日本和美国的每百万人均 MRI 装机量分别是中国的 4.1 倍及 2.9 倍；以及日本和美国的每百万人均 PET/CT 装机量分别是中国的 8.2 倍及 10.2 倍。

图表 31 2023 年中国与日本、美国每百万人均医学影像设备装机量



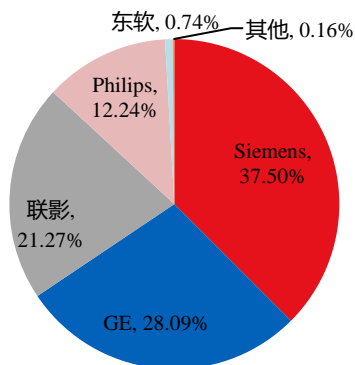
资料来源：一脉阳光招股书，华创证券

大型医用设备配置放开进一步刺激国内市场增长。2023 年 3 月，国家卫生健康委官网发布《大型医用设备配置许可管理目录（2023 年）》。2023 年版目录与 2018 年版目录相比，管理品目由 10 个调整为 6 个，其中，甲类由 4 个调减为 2 个，乙类由 6 个调减为 4 个。PET/MR 由甲类调整为乙类，64 排及以上 CT、1.5T 及以上 MR 调出管理品目，并且调整兜底标准，将甲类大型医用设备兜底条款设置的单台（套）价格限额由 3000 万元调增为 5000 万元人民币，乙类由 1000—3000 万元调增为 3000—5000 万元人民币。本次管理目录调整大幅降低了多种大型医学影像设备的采购门槛，加速释放医院的潜在需求。

分层级来看，未来我国医学影像企业在高端设备和基层市场两个领域有较大发展潜力。

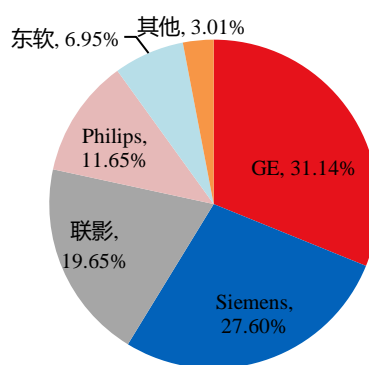
高端设备：目前国内中低端医学影像市场国产化率已经较高，而在部分高端医疗设备领域，由于技术难度、品牌壁垒等因素，国产化率仍然较低，有较大提升空间。3T MR 市场的“GPS”市占率接近 80%，64 排以上 CT 市场“GPS”市占率超 70%，DSA 市场国产化率不到 10%。此外，国产企业在 7.0T MR、光子计数 CT 等最前沿领域仍存在空白，联影医疗等国产企业有望在补全这些超高端产品后获得更多高端市场份额。

图表 32 2024 年国内 3T MR 采购金额市占率



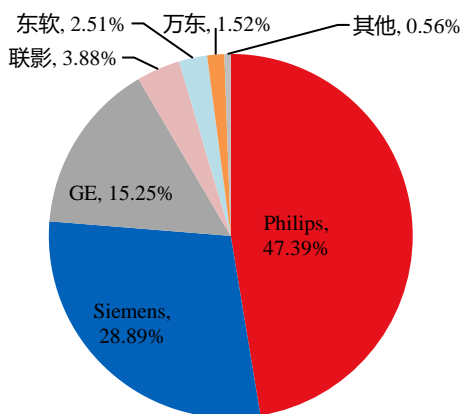
资料来源：医招采，华创证券

图表 33 2024 年国内 64 排以上 CT 采购金额市占率



资料来源：医招采，华创证券

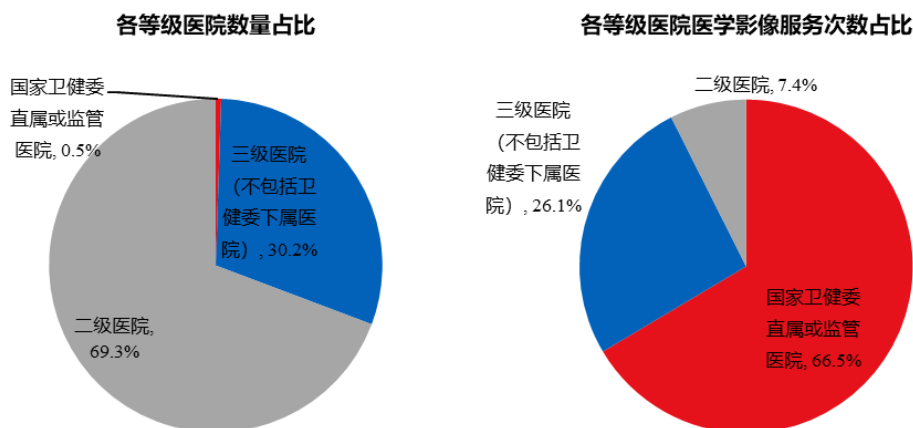
图表 34 2024 年国内 DSA 采购金额市占率



资料来源：医招采，华创证券

基层市场：目前我国医学影像服务仍集中于高等级医院（卫健委直属医院及其他三级医院）。随着分级诊疗和县域医共体政策的实施推进，基层县级医院的医疗设备缺口将得到补充，基层医学影像设备市场将进一步打开。

图表 35 2020 年各等级医院数量占比和医学影像服务次数占比

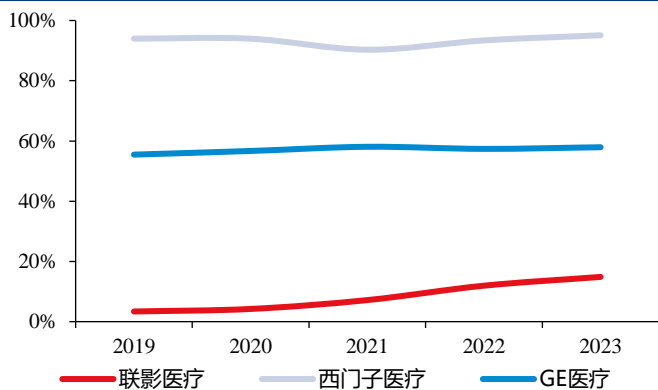


资料来源：一脉阳光招股书，华创证券

（二）海外：广阔海外市场任驰骋，高举高打树立出海新范式

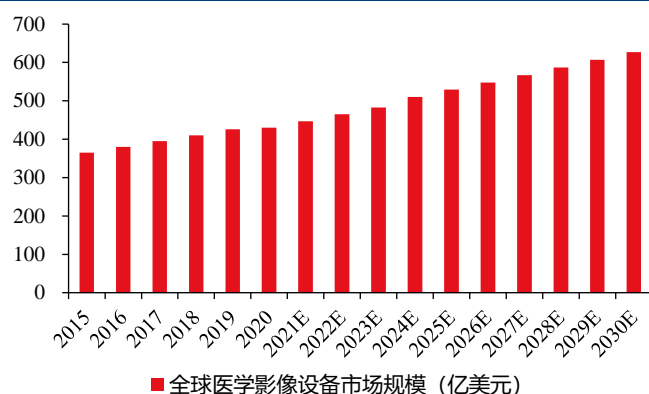
海外医学影像市场空间广阔。联影在国内 CT、MR、MI 等多个细分医学影像市场占有率已达到 20% 以上，由于短时间内“GPS”的市场地位难以完全颠覆，要维持长期快速发展必须要出海。目前公司海外业务占比与西门子医疗、GE 医疗相比较低，提高空间较大。根据公司招股书的数据预测，2024 年全球医学影像市场规模预计是中国市场的 5 倍，并持续增长，发达国家和中国占大部分份额，印度、东南亚等新兴市场发展迅猛，为公司出海提供了广阔空间。

图表 36 联影医疗与西门子医疗、GE 医疗海外收入占比变化



资料来源：各公司公告，Wind，华创证券

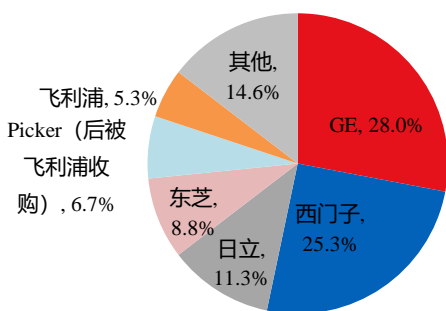
图表 37 全球医学影像设备市场规模（亿美元）



资料来源：灼识咨询，转引自联影医疗招股书，华创证券

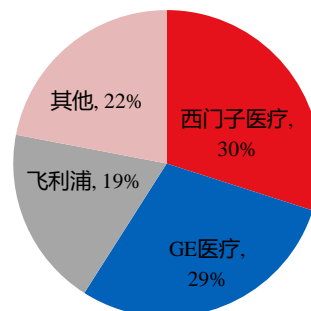
不同于日系厂家，公司高举高打树立出海新范式。日本的东芝、日立等影像厂家也从上个世纪开始向全球影像市场第一梯队发起冲刺，但最终仍是 GPS 成为前三。日本影像厂家早期也是通过在国内市场形成的产品性价比优势出海，1996 年日本厂家日立、东芝在全球医学影像设备市场的份额分别为 11.3%、8.8%，位列第三、第四，但最终未能改变欧美厂家主导的市场格局。与日本或大部分国产医疗器械厂家以中低端产品性价比优势出海的路径不同，联影依托强大的研发创新能力，从开始就选择“高举高打，全线突破”的市场战略，或更有希望在海外突破“GPS”的垄断。

图表 38 1996 年全球医学影像市场格局



资料来源：William Lazonick et al.-《Corporate Governance and Sustainable Prosperity》，华创证券

图表 39 2023 年全球医学影像市场格局



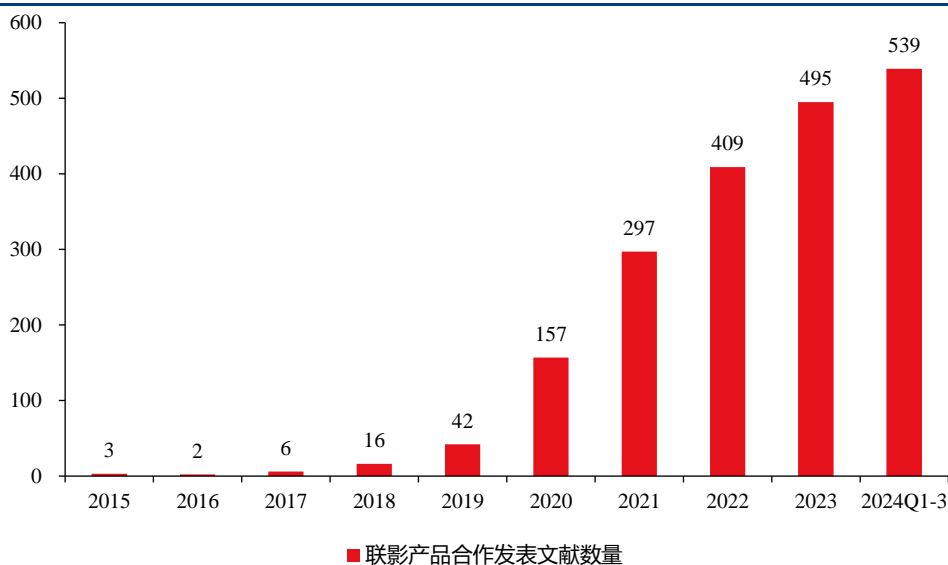
资料来源：灼识咨询，各公司公告，华创证券

以具备业界领先性能的 PET/CT 带动全线产品出海。MI 是公司在海外最受欢迎的产品线。2019 年公司推出业界首款 2 米轴向视野 PET/CT——uEXPLORER，近年又推出了业界首款可拓展轴向视野的 PET/CT——uMI Panorama，公司 PET/CT 产品已成为全球 MI 行业发展的标杆，进入了包括美国、日本、新西兰、印度、意大利等在内的多个国家，获得影像中心、医学院及顶尖科研机构的高度评价。根据灼识咨询预测，2024 年 PET/CT 约占全球医学影像市场规模的 8.4%，相对 CT、MR 等占比较小。公司在 PET/CT 领域以性能领先的产品在海外高端客户群打响品牌，成功在海外市场站稳脚跟，并为全线产品出海打下坚实基础。截至 2024H1，公司的全球产品布局不断丰富，其中 40 款产品获得

CE 认证,47 款产品获得 FDA(510k)许可。获得其他海外市场认证的产品数量为 67 款,覆盖全球 59 个国家和地区。

科研合作成为公司全球化战略的重要推动力之一。公司积极与全球顶级的临床科研机构进行深度合作,通过共创研发推动技术创新并提升公司在国际市场上的品牌形象。例如,由联影医疗美国子公司和耶鲁大学、加州大学戴维斯分校共同研发的全球首款数字化脑专用 PET/CT NeuroExplorer (NX) 所展示的脑部 PET/CT 扫描出的靶向药物在大脑中的影像从逾 1500 篇摘要中脱颖而出,荣膺具有核医学界“奥斯卡”奖项之称的“2024 年度最佳影像”。此外,公司还与 UT Health 合作,成功将传统基于二维的 PET/CT 心脏图像拓展至三维,并实现车载应用,显著提高了心脏成像的分辨率。2019 年后,公司产品合作发表的科研文献数量快速增长,2024Q1-3 已达到 539 篇。

图表 40 联影产品合作发表文献数量（篇）



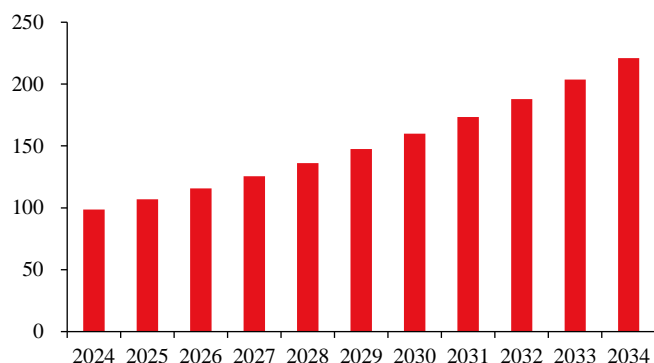
资料来源：公司投关材料，华创证券

持续加强国际服务和供应链网络建设。医学影像设备的推广需要持续的服务支持,配套服务、供应链体系对海外市场深入发展至关重要。截至 2024H1,公司全球服务团队已超 1000 人,驻点在多个国家和地区。公司不断优化客户服务管理机制,打造了独具企业特色的服务模式,并定期组织工程师培训,强化服务工程师的专业知识储备和现场解决问题的能力,以保障服务质量和提升用户满意度。目前公司全球服务网络建设覆盖超 70 个国家/地区,全球中心库房超过 20 个,海外服务运营能力持续增强。

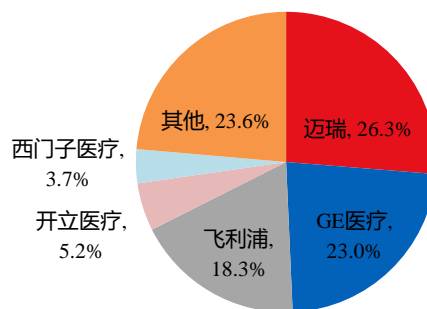
（三）超声：厚积薄发跨入超声领域，打开向上空间

超声是全球医学影像市场的重要组成部分,国内高端市场仍为进口主导。根据 Precedence Research 的数据,2024 年全球超声市场规模为 98.6 亿美元,约占全球医学影像设备市场的 19%,并将以 8.4%的 CAGR 在 2030 年增长至 160 亿美元。根据招采数据通公众号显示,2024 年国内公开中标总金额约为 171.11 亿元,若假设出厂价是中标价的 50%,公开中标市场占实际市场的 80%,则国内 2024 年实际超声市场规模(出厂价口径)约为 107 亿元。2024 年国内彩超市场中迈瑞、开立两家国产企业分列第一、第四,国产替代已经在中低端市场有较大突破,但在高端市场领域,仍有较大的国产替代空间。

图表 41 全球超声市场规模（亿美元）



图表 42 2024 年国内彩超中标品牌市占率（按金额）



资料来源：Precedence Research，华创证券

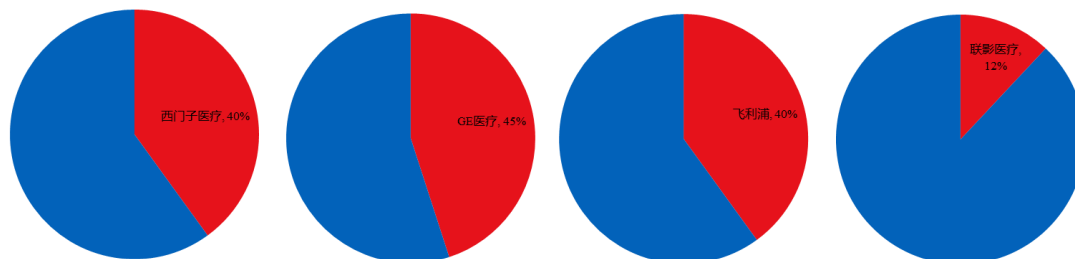
资料来源：招采数据通，华创证券

厚积薄发跨入超声领域，向上打开成长空间。公司自上市之前就已经开启了超声产品的研发，截至 2024H1，公司的超声研发项目已累计投入 1.85 亿元。2024 年公司展示了其自研超声平台及样机，预计已临近上市。公司凭借在影像设备领域多年的垂直创新能力构建和强大的平台技术支持，短时间内便完成从超高端系列、中端系列、便携系列和无线掌超等多个超声产品线的布局，成功覆盖全身、心脏、妇产和介入、临床影像等多个领域。公司在国内乃至海外多个地区已经建立起完善的医学影像设备销售渠道、服务体系，预计超声产品上市后能够借力公司已有渠道基础快速放量，进一步打开公司成长空间。

（四）维保：收入占比持续提高，改善盈利能力

维保服务等经常性收入是 GPS 医学影像业务收入的重要组成部分，经常性收入占西门子医疗 2022 年成像、先进治疗业务收入的 40%，占 GE 医疗 2023 年总体收入的 45%，占飞利浦 2023 年总体收入的 40%。从 GE 医疗来看，2024Q1-3 其服务业务收入的毛利率达到 51%，显著高于产品销售收入 36%的毛利率。更强的盈利能力和较高的收入占比使得经常性收入愈发受到医学影像设备厂家重视。并且该部分服务性收入由装机基数决定，不易受政策等因素影响，收入预期更稳定。此外未来随着医学影像行业的数字化水平提高，GE 预计其服务性收入占比将随之提高。

图表 43 联影和“GPS”经常性收入占比



资料来源：各公司公告、官网，华创证券（西门子医疗为 2022 年数据，GE 医疗和飞利浦为 2023 年数据，联影为 2024H1 数据）

图表 44 联影医疗和 GE 医疗的不同业务毛利率对比（2023 年）



资料来源：各公司公告、官网，华创证券

联影目前的服务性收入占比相比 GPS 还有差距，是由于联影起步时间完，未来服务性收入占比有望同样达到 30-40%的水平。联影的维保业务毛利率高于设备毛利率，服务性收入占比提高后也有利于提高整体毛利率，改善盈利能力。

四、盈利预测及估值

关键假设：

1) 设备：24 年由于国内行业因素导致医疗设备招投标下滑，预计 CT、MI、XR 等均有不同程度的下滑，MR 由于公司处于高端市场放量阶段仍有一定增长。随着 25 年国内设备更新落地、反腐影响边际改善，国内设备招投标预计将明显好转，公司对海外市场的大力拓展也将持续带动产品出海放量，设备收入有望重回增长；同时伴随高端产品占比提高和供应链优化，毛利率有望持续提升。我们预计 24-26 年 CT 营收增速预计为-32%、19%、12%；24-26 年 MR 营收增速预计为 2%、19%、20%；24-26 年 MI 营收增速预计为-7%、26%、28%；24-26 年 XR 营收增速预计为-30%、24%、23%；24-26 年 RT 营收增速预计为 25%、30%、28%。

2) 维保服务：随着公司近些年累计装机数快速增长和服务体系建设完善，预计维保服务将保持较快增长。预计维保服务 24-26 年营收增速分别为 29%、32%、34%。

3) 软件服务：伴随设备装机增长和数智化程度的提高，预计软件服务 24-26 年营收增速分别为-30%、20%、21%。

预计公司 24-26 年总营收分别为 103.0、125.5、151.9 亿元，营收增速分别为-10%、22%、21%，毛利率分别为 49.5%、50.3%、51.3%。

图表 45 联影医疗营收预测

单位：亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	92.38	114.11	103.00	125.52	151.88
yoy	27%	24%	-10%	22%	21%
毛利额	44.68	55.32	50.94	63.15	77.92
毛利率	48.4%	48.5%	49.5%	50.3%	51.3%
销售医学影像诊断设备及放射治疗设备	81.97	99.27	84.39	102.08	121.75
yoy	24%	21%	-15%	21%	19%
毛利率	48.5%	47.8%	48.2%	48.5%	48.9%
CT	37.72	40.66	27.82	33.11	36.98
yoy	10%	8%	-32%	19%	12%
毛利率	47.7%	48.1%	49.0%	49.2%	49.4%
MR	20.69	32.79	33.45	39.80	47.76
yoy	35%	58%	2%	19%	20%
毛利率	39.5%	40.2%	41.0%	41.2%	41.4%
MI	15.32	15.52	14.43	18.19	23.28
yoy	47%	1%	-7%	26%	28%
毛利率	63.5%	64.0%	64.2%	64.3%	64.5%
XR	5.72	7.60	5.32	6.60	8.11
yoy	16%	33%	-30%	24%	23%
毛利率	48.1%	48.1%	48.4%	48.5%	48.6%
RT	2.52	2.70	3.38	4.39	5.62
yoy	80%	7%	25%	30%	28%
毛利率	42.5%	42.5%	44.0%	45.0%	46.0%
提供维修及技术服务、劳务	7.49	10.69	13.79	18.20	24.39
yoy	71%	43%	29%	32%	34%
毛利率	56%	62%	64%	66%	68%
软件销售收入	0.78	1.74	1.22	1.46	1.77
yoy	-7%	123%	-30%	20%	21%
毛利率	26%	38%	38%	38%	38%
其他	2.14	2.40	3.60	3.78	3.97
yoy	102%	12%	50%	5%	5%
毛利率	27%	25%	27%	27%	27%

资料来源：Wind，公司公告及投关材料，华创证券预测

估值：

选取同处医疗设备赛道的迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜为可比公司，2025年平均PE为31X。公司是全线突破的国产高端医学影像龙头，多年投入打造出强大的影像设备平台化

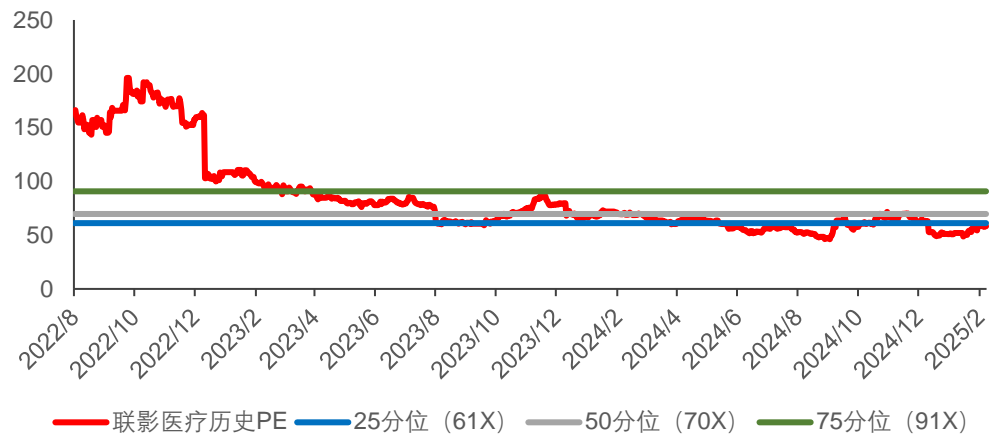
技术实力和垂直创新能力。短期国内市场 25 年将在设备更新、反腐边际改善下有明显好转；长期来看国内基层、高端市场仍有较大潜力，海外空间广阔，公司“高举高打”的出海战略已经卓有成效；此外公司高毛利率的维保占比不断提高，未来超声业务亦将贡献新增量。我们预计 24-26 年公司归母净利润分别为 12.6、18.9、23.1 亿元，同比增速分别为 -36.1%、49.4%、22.8%。考虑以上因素，结合公司较高的历史 PE 中枢，我们给予公司 2025 年 68X PE，对应目标价约 156 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 46 可比公司估值

公司名称	股票代码	EPS				P/E			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
迈瑞医疗	300760	9.56	10.90	12.92	15.32	27x	23x	20x	17x
开立医疗	300633	1.06	0.65	1.15	1.55	29x	47x	26x	20x
澳华内镜	688212	0.43	0.16	0.87	1.35	96x	—	48x	31x
行业平均						51.6x	35x	31x	22x

资料来源：Wind 一致预期，华创证券（截至 2025/03/3 收盘，澳华内镜 2024 年 PE 较高，不纳入平均值计算）

图表 47 联影医疗历史 PE



资料来源：Wind，华创证券

五、风险提示

- 1、国内医疗设备集采风险：全国已经陆续出现地市级的医疗设备集采，未来设备集采范围可能进一步扩大，若集采定价过低，可能对公司收入造成不利影响；
- 2、海外拓展受地缘政治因素影响：公司在北美、欧洲、印度等区域的海外业务拓展可能受到地缘政治因素的不利影响；
- 3、高端产品研发/推广不及预期：公司在研的有光子计数 CT 等高端产品项目，若后续进展不及预期，会导致公司在高端市场竞争力下降；
- 4、设备更新政策落地不及预期：若设备更新政策在今年落地不及预期，导致行业复苏水平不足，对公司业绩有不利影响。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,584	8,587	8,402	9,387
应收票据	5	0	13	12
应收账款	3,228	5,193	3,610	4,917
预付账款	148	161	205	241
存货	3,893	3,851	4,597	5,426
合同资产	68	92	115	121
其他流动资产	5,302	5,366	5,468	5,501
流动资产合计	20,228	23,250	22,410	25,605
其他长期投资	226	204	249	301
长期股权投资	73	189	77	77
固定资产	2,212	2,873	2,987	3,130
在建工程	850	850	859	741
无形资产	828	905	997	1,088
其他非流动资产	919	926	935	929
非流动资产合计	5,108	5,947	6,104	6,266
资产合计	25,336	29,197	28,514	31,871
短期借款	9	10	11	12
应付票据	319	568	374	526
应付账款	1,600	3,280	1,697	2,013
预收款项	0	0	0	0
合同负债	2,280	3,399	2,508	3,035
其他应付款	416	416	416	416
一年内到期的非流动负债	52	52	52	52
其他流动负债	1,122	980	1,081	1,322
流动负债合计	5,798	8,705	6,139	7,376
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	657	657	657	657
非流动负债合计	657	657	657	657
负债合计	6,455	9,362	6,796	8,033
归属母公司所有者权益	18,866	19,823	21,680	23,768
少数股东权益	15	12	38	70
所有者权益合计	18,881	19,835	21,718	23,838
负债和股东权益	25,336	29,197	28,514	31,871

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	133	2,360	300	1,516
现金收益	2,155	1,500	2,205	2,643
存货影响	-433	43	-746	-830
经营性应收影响	-1,110	-2,023	1,546	-1,281
经营性应付影响	141	1,929	-1,776	467
其他影响	-619	912	-928	516
投资活动现金流	-1,565	-1,141	-463	-482
资本支出	-1,017	-1,029	-573	-496
股权投资	-33	-116	112	0
其他长期资产变化	-515	4	-2	14
融资活动现金流	-662	-216	-22	-49
借款增加	29	1	1	1
股利及利息支付	-166	-151	-247	-317
股东融资	10	10	10	10
其他影响	-535	-76	214	257

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11,411	10,300	12,552	15,188
营业成本	5,879	5,207	6,237	7,396
税金及附加	69	52	66	78
销售费用	1,770	1,854	2,041	2,427
管理费用	561	567	653	805
研发费用	1,729	1,910	2,134	2,552
财务费用	-149	-40	-57	-74
信用减值损失	-59	-130	-40	-80
资产减值损失	-43	50	-20	-61
公允价值变动收益	-6	2	2	2
投资收益	110	90	40	60
其他收益	586	603	595	599
营业利润	2,142	1,365	2,054	2,523
营业外收入	10	11	16	17
营业外支出	10	24	8	8
利润总额	2,142	1,352	2,062	2,532
所得税	164	104	158	195
净利润	1,978	1,248	1,904	2,337
少数股东损益	3	-14	19	23
归属母公司净利润	1,975	1,262	1,885	2,314
NOPLAT	1,840	1,211	1,851	2,269
EPS(摊薄) (元)	2.40	1.53	2.29	2.81

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	23.5%	-9.7%	21.9%	21.0%
EBIT 增长率	9.5%	-34.2%	52.8%	22.6%
归母净利润增长率	19.2%	-36.1%	49.4%	22.8%
获利能力				
毛利率	48.5%	49.5%	50.3%	51.3%
净利率	17.3%	12.1%	15.2%	15.4%
ROE	10.5%	6.4%	8.7%	9.7%
ROIC	14.9%	9.4%	12.5%	13.5%
偿债能力				
资产负债率	25.5%	32.1%	23.8%	25.2%
债务权益比	3.8%	3.6%	3.3%	3.0%
流动比率	3.5	2.7	3.7	3.5
速动比率	2.8	2.2	2.9	2.7
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5
应收账款周转天数	83	147	126	101
应付账款周转天数	107	169	144	90
存货周转天数	225	268	244	244
每股指标(元)				
每股收益	2.40	1.53	2.29	2.81
每股经营现金流	0.16	2.86	0.36	1.84
每股净资产	22.89	24.05	26.31	28.84
估值比率				
P/E	56	88	59	48
P/B	6	6	5	5
EV/EBITDA	48	69	47	39

医药组团队介绍

组长、首席分析师：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名。

联席首席分析师：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名团队成员。

医疗器械组组长、高级分析师：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名团队成员。

中药和流通组组长、高级分析师：高初蕾

中国科学院理学博士，曾就职于华泰证券，2023年所在团队获得机构投资者 All China 评比第二名，2024年加入华创证券。

分析师：王宏雨

西安交通大学管理学学士，复旦大学金融硕士。2023年加入华创证券研究所。

分析师：万梦蝶

华中科技大学工学学士，中南财经政法大学金融硕士，医药金融复合背景。2021年加入华创证券研究所。

分析师：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：张良龙

中国科学技术大学生物科学学士，复旦大学生物化学与分子生物学硕士。2023年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈俊威

西澳大学生物化学与分子生物学学士，悉尼大学会计学和商业分析硕士。2023年加入华创证券研究所。

助理研究员：段江瑶

帝国理工学院生物科学学士，伦敦大学学院细胞生物学硕士。2024年加入华创证券研究所。

助理研究员：赵建韬

北京大学硕士，2024年加入华创证券，研究方向为中药、流通、药房。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	郑珺丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
上海机构销售部	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
	广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805
周玮		销售经理		zhouwei@hcyjs.com
王世韬		销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522