

## 2024 财报背后，如何看待联影医疗的投资价值点？

摘要：是时候从一家全球医疗影像巨头的角度来审视联影医疗的价值。

作者：市值风云 App：观韬

### 一、医疗影像行业年鉴：波动与机遇并存，拐点已现

用机遇与波动并存来形容 2024 年的医疗影像设备行业再恰当不过。

年初的政府工作报告将“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”列为首要工作任务，医药、医疗设备作为永远的朝阳行业，以研发、创新、创造为主要内生驱动力，是新质生产力的重要载体之一。

3 月份，国务院明确发文，鼓励医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗等医疗设备更新改造，5 月底，发改委联合多部委发布《推动医疗卫生领域设备更新实施方案》，坚决落实中央决策部署，推动设备更新落地实施。

12 月，国家财政部起草发布《关于政府采购领域本国产品标准及实施政策有关事项的通知（征求意见稿）》，提出政府采购活动中既有本国产品又有非本国产品参与竞争的，对本国产品的报价给予 20% 的价格扣除，用扣除后的价格参与评审。

2025 年 3 月底，国家药监局综合司公布《关于优化全生命周期监管、支持高端医疗器械创新发展的举措（征求意见稿）》，重点强调完善审评审批机制，加强全生命周期监管，全力支持高端医疗器械重大创新。

利好政策从年头贯穿年尾并且仍在持续，而医学影像设备行业作为医疗器械行业中技术壁垒最高的细分市场，更是被反复强调，寄予厚望。

另一方面，医疗反腐、设备更新节奏落地较慢一定程度延缓了需求释放，多家医疗影像设备公司均在年报中表示 2024 年行业规模有较大收缩。公开数据也显示，截至 2024 年 12 月 20 日，我国医学影像设备公开招中标市场规模同比下降 21.5%。

2024 年度，受国内设备更新政策落地节奏的影响，行业整体规模较上年同期有较大收缩。公司市场份额保持稳健增长，彰显经营韧性和可持续发展趋势，公司实现营业总收入

(万东医疗 2024 年年报)

报告期内，因地方财政资金紧张、医疗专项债发行规模大幅减少，以及医疗设备更新项目使得常规招标延误等因素，公司国内业务同比下降 5.10%。但需要注意的是，这些影响因素在 2025 年都有望迎来拐

(迈瑞医疗 2024 年年报)

我国高端医学影像设备市场曾一度被 GE 医疗、西门子医疗和飞利浦医疗三家外资巨头垄断，但三巨头 2024 年中国区业务表现也都不好。

GE 医疗中国区营收同比下滑 15%，飞利浦中国市场下滑约 18%，西门子的财年是每年 10 月 1 日到次年的 9 月 30 日，其 2024 财年订单同比下滑 12%，营收同比下滑 8%，也印证了国内行业规模的整体收缩。

近日，联影医疗正式发布年度报告，2024 年总营收 103 亿，同比下滑 9.73%，净利润 12.62 亿，同比下滑 36.08%，业绩基本反应了行业 2024 年面临的挑战。

与此同时，自 2024 年 4 季度以来，国内医疗设备公开招标市场持续回暖，尤其

是 2025 年一季度，根据众成数科统计的数据，一季度我国医疗设备招投标规模同比增长 67.49%，其中影像设备同比增长 85.47%，全市场都在强劲复苏。

2025 年一季度，联影医疗营收同比增长 5.4%，扣非归母净利润同比增长 26%，鉴于招投标和收入确认之间的时间差，回暖信号也已非常明显。尤其与其他一众医疗器械公司相比，显示出了深厚的市场根基。

这家国产医疗影像龙头究竟是靠什么在 2024 年行业困境中实现市场份额逆势增长，在行业复苏中率先实现业绩强劲反弹？

## 二、高端引领突围

风云君首先发现，虽然 2024 年国内市场需求阶段性错配，但联影医疗的国内新增市场占有率仍在提升，整体业务新增份额同比增长超 3 个百分点，高端产品更是提升近 5 个百分点。

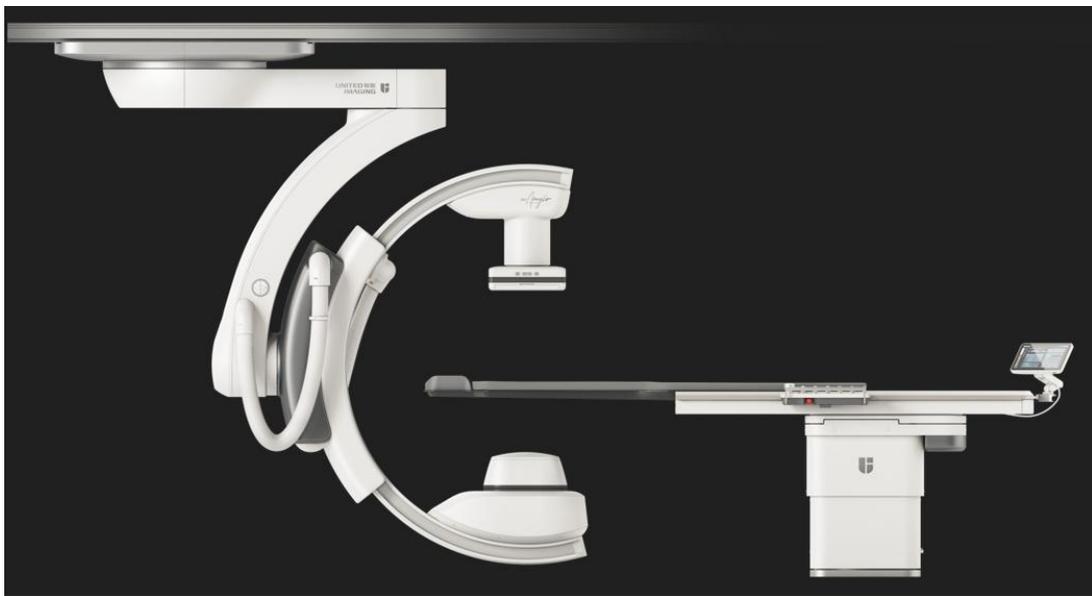
通过高端持续引领突破一直是联影医疗的核心打法，自 2011 年成立伊始，公司就确立了高举高打的市场策略，对标国际顶尖标准，先从高端领域做起。

2013 年，成立第三年，联影医疗就推出国产首款 96 环光导 PET/CT，填补国内高端核医学设备空白；2018 年，公司国内首款一体化 TOF PET/MR 的发布，更是助力我国成为全球第三个具备自主研发和生产一体化 PET/MR 能力的国家。

2019 年，联影医疗推出全球首款 2 米轴向视野全身 PET/CT，将全身动态成像灵敏度提升 40 倍，具备卓越的深部微病灶探查能力，成为肿瘤精准诊疗、新药研发领域的新质生产力。

**基于此,联影医疗的PET/CT销量不但连续九年蝉联国内市场第一,全身PET/CT的全球装机量更是持续领跑,实现对国际顶尖标准的超越。**

我国 DSA 的国产化率低于 10%,亟需现象级产品引领突围,2024 年联影医疗推出全球首台“零噪声”DSA--uAngio AVIVA,引得复旦大学附属中山医院葛均波院士惊呼“这是中国 DSA 领域的 DeepSeek 时刻”。



2024 年,联影医疗国内 DSA 订单超 50 台,并建成 10 余家国家级/省级示范中心,产品市场导入提速。

这都是联影医疗通过高端突破持续引领突围的缩影,为什么一定要坚持高端突围,因为只有高端突围才能打破垄断,才是真正实现突围。

曾几何时,国内医疗影像行业被 GPS (GE 医疗、飞利浦、西门子) 高度垄断,在联影医疗之前,众多先行者也看到了国产影像设备的替代机会和崛起必要性,但该被 GPS 垄断还是垄断,一度被三巨头拿走 90%以上市场份额。

究其根本原因，就是由于先天禀赋的缺陷，只能先从中低端做起，积攒技术、经验、资本和市场，然后尝试往高端去突破，但巨头们也不是龟兔赛跑中那只傲慢的兔子，它们也在想尽办法确保持续领先。

“唯有豪情多壮志，敢教日月换新天”，如果一开始就缺乏同国际巨头在高端领域正面硬刚的实力和勇气，然后幻想在很短时间内实现对巨头超越无异于痴人说梦。

如果把从低端到高端领域的突破路径比作往山上推石头，那么高举高打，坚持高端突围然后顺势向低端渗透则好比从山上往下推石头，难易程度一目了然。

2024年，联影医疗国内40排及以下基础型CT市场稳居第一，64排-80排中高端机型持续领先，在高端突围引领下，中低端市场的开疆拓土水到渠成。

实力使然，联影医疗还承接了光子计数能谱CT、磁共振引导的放疗直线加速器和基于无线功率传输技术的CT滑环研发等数个“十四五”国家重点研发规划，这些代表了医学影像领域最高端、最前沿技术，也都是未来持续突破的基石。

**在高端突围和持续创新引领下，联影医疗“技术攻坚-产品迭代-价值释放”的战略闭环价值也将如滚雪球般持续放大，愈加凸显。**

**也因此，看好医疗影像行业，认对高端突围、认准“行业引领者”是关键。**

### **三、全球化提速，海外强劲增长，掌握复制之钥**

风云君还发现，联影医疗的全球化布局作为发展支点还在进一步深化，在国内市场面临阶段性收缩的情况下，为公司业绩提供了相当程度的支撑。

2024 年，公司海外营收同比增长 33.8%，达 22.2 亿，占营收比重也来到 22% 的历史新高。

在全球市场，联影医疗打造影响力的路径依旧是从高端突破，努力成为国际全球顶尖标准的设计者和制定者，2024 年高端机型在全球 40 多个国家签单近 300 台。

这恰恰是联影医疗能够在海外实现快速发展的底层原因，通过“人无我有，人有我优”的全球领先性产品拿下欧美日等高端市场的顶尖用户，由此向外辐射，构建全球用户网络。

国际顶级临床和科研机构代表了影像设备领域最尖端、最前沿的探索和需求，2019 年，联影医疗联合加州大学戴维斯分校顶尖分子影像团队，推出行业首款全身 PET/CT，一举奠定北美市场影响力。



目前，联影医疗的高端医疗影像装备已进驻耶鲁大学、加利福尼亚大学戴维斯分

校、华盛顿大学医学院、美国 XCRANM 乳腺健康与影像中心等顶级临床和科研机构，并带动全线影像设备覆盖美国超过 70% 的州级行政区，且达成超百台的 PET/CT 装机里程碑。

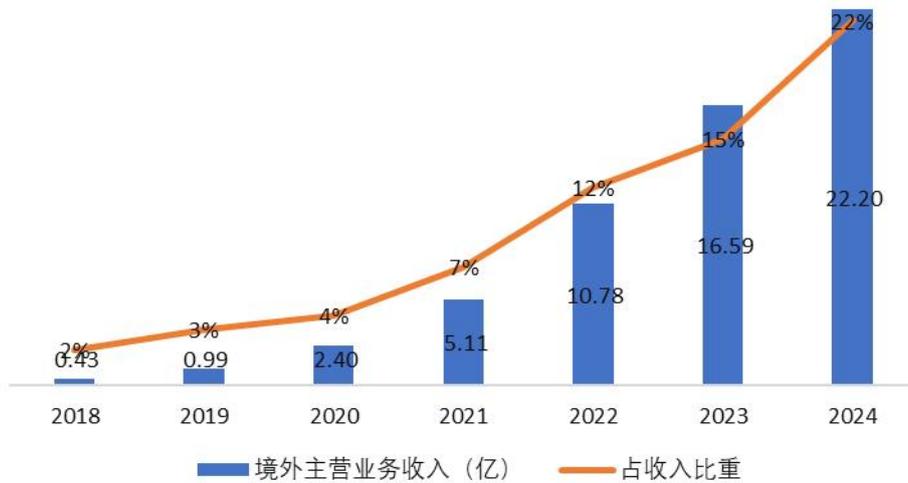
2024 年，联影医疗荷兰总部的落成，英、法、德、意、西全面破冰，高端医疗装备覆盖超半数欧盟成员国，在欧洲联影取得了战略性突破。

在印度，联影医疗通过 3 年时间，实现影像产品的全覆盖和推广。2024 年，联影医疗的综合产品已在印度新增市场占有率排名第二，其中数字化 PET/CT 与 1.5T 磁共振排名第一，开创中国医疗装备在发展中国家全产品线覆盖先河。

当第 100 台 uMR 580 磁共振在印度装机的同时，联影医疗也成功开辟土耳其、墨西哥、巴西等新兴市场并完成多台设备装机，在印度市场成功经验的加持下，沿着“一带一路”继续投射影响力。

**对于一家志在全球化的企业来说，最难的是复制，从目前来看无论是在欧美发达国家，还是印度、巴西、土耳其等新兴市场，联影医疗都成功掌握了复制之钥。**

**从海外营收 4000 万出头，到突破 20 亿，联影医疗仅仅只用了 7 年时间，年复合增长率高达 93%，展现出旺盛的生命力，而从其全球化战略和布局节点来看，这样的成长大概率还会继续。**



截至 2024 年末, 联影医疗海外业务已覆盖超 85 个国家和地区, 掌握复制精髓后, 渗透率和市场份额有望进一步提升。

此外, 联影医疗境外主营业务毛利率也在持续提升, 这其实是比较容易理解的, 随着海外布局初见成效, 固定成本开支被逐渐摊薄, 毛利率持续提升也顺理成章。

另一方面, 联影医疗自 2018 年起就开始推进全球本土化战略来应对全球局势的复杂多变, 通过本地化的仓储中心、服务网络、区域总部、研发中心乃至生产中心来提升全球供应链韧性、抗风险能力、及服务便利。

目前, 联影医疗已在美国、马来西亚、阿联酋、荷兰等国家设立区域总部和研发中心, 北美区域总部基地将进行扩容建设, 亚太区域生产中心也进入筹建阶段。

截至 2024 年底, 联影医疗已组建 700 余人的海外营销团队和逾 1,000 名服务工程师, 营销和服务网络覆盖全球超过 85 个国家和地区的 200 多个城市, 可有效支撑 32,000 多台/套设备的运维需求。

构建全球网络的初期，巨额成本拉低了海外利润空间。但随着产品在海外市场的快速导入、海外市场份额迅速提升，规模效益开始显现，全球网络市场转而成为拉动营收增长，持续提升毛利率的重要推手。

背靠美国如此庞大的医疗市场，GE 医疗 2024 年美国之外的营收占比仍超 50%，在三巨头中海外营收占比最低，即便参照这个最低标准，联影医疗的海外业务仍有很大想象空间。

#### 四、研发为本，自主可控，贸易摩擦下国产替代加速

研发毫无疑问是支撑联影医疗高端引领突围和全球化战略的最底层逻辑，2024 年，联影医疗研发投入 22.61 亿，占总营收的 21.95%，同比提升 5.14 个百分点，绝对值和相对值均创历史新高。

单位：元

	本年度	上年度	变化幅度 (%)
费用化研发投入	1,761,466,670.35	1,728,541,428.81	1.90
资本化研发投入	499,360,429.12	190,075,959.58	162.72
研发投入合计	2,260,827,099.47	1,918,617,388.39	17.84
研发投入总额占营业收入比例 (%)	21.95	16.81	增加 5.14 个百分点
研发投入资本化的比重 (%)	22.09	9.91	增加 12.18 个百分点

(联影医疗 2024 年年报)

目前，联影医疗已累计推出超 140 款产品，可以满足从临床前、科研、到诊断和治疗的多方面需求。

在这里，风云君想重点聊聊公司在自主可控领域的投入。

2025 年 4 月以来，中美贸易摩擦持续升级，双方围绕“对等关税”展开多轮博弈，

本着“坚决反制”的大原则，我国目前对原产自美国的商品关税已提高至 125%。

海关数据显示，我国医疗影像设备产品用球管、高压发生器、滑环和数据传输系统、射频系统均对美国存在较强进口依赖，自主可控对确保供应链安全、降低成本、构建门类齐全的内循环生态有着多重意义。

**在年报中，联影医疗表示：已建立起涵盖磁体、射频和功率放大器、球管、高压发生器及探测器等核心零部件在内的完整自研体系，从 MR、CT、MI、RT 到 DXR、IXR，全线影像设备基本形成全链条自主可控、且具备国际竞争力的解决方案。**

在各业务领域，**公司自主技术成果不断涌现**：MR 领域，已实现超导磁体/梯度、射频/谱仪、射频/梯度功率放大器、序列/重建/临床应用、系统集成的全面自主可控，所有核心部件实现 100% 自主研发，整体技术水平国际领跑；CT 领域，全面掌握球管、高压发生器、探测器、高速旋转机架、图像重建算法、高速重建平台等技术，其中高压发生器已实现从 42KW 到 100kW 高中低配置的全部自主研发；2-5MHu 球管已实现全部自主研发及量产；8MHu 以上球管研发样管已完成，性能表现优异，正持续优化工艺提升良品率，推动量产落地；MI 领域，PET 探测器、电子控制部件、高压发生器、高速旋转机架、图像重建算法、高速重建平台完全自研，并全面掌握探测器芯片与 PET 专用晶体技术，全球领先；RT 领域，从放疗核心部件（如加速管、多叶光栅、全固态高压调制器等），到放疗软件系统（TPS 放射治疗计划系统、PWS 放射治疗轮廓勾画系统、OIS 放疗信息化系统、QA 放射治疗质控系统），已形成贯穿“核心部件到软硬一体”全链条自主可控创新解决方案；

DXR 领域，联影医疗基于全链条自主研发的高压发生器等核心部件，结合行业领先的图像重建算法，构建了完全自主知识产权的 XR 技术体系；IXR 领域，依托自主研发的高压发生器、多自由度机架、高精度复杂机电控制系统等核心部件，深度融合图像重建算法，打造系统化 DSA 解决方案，大幅提升产品竞争力的同时也构建起具有强抗风险能力的韧性供应链。

(2024 年年报)

以球管为例，它主要用于产生 X 射线，是医疗影像设备中影响成像质量、设备性能、诊断准确性、患者安全性及成本等多方面的重要核心部件。

MHu（最大热容量）是衡量球管性能的核心指标，数字越大性能越强，最大上

限为 8MHU。

**目前，联影医疗的 2-5MHu 球管已实现全部自主研发及量产，8MHu 以上球管研发样管已完成，性能表现优异，正在推动量产落地。**

4 月份初，商务部公告对原产美国和印度的医用 CT 球管发起反倾销调查，并于近日发放反倾销案调查问卷通知，体现出政策层面对产业链的呵护和希望通过良性竞争加快产业成长的希冀。

[首页](#) > [政策发布](#) > [部令公告](#) > [2025年商务部公告](#)

来源：贸易救济局 类型：原创 2025-04-04 18:00

## **商务部公告2025年第20号 公布对原产于美国、印度的进口相关医用CT球管发起反倾销立案调查**

除了加快国内企业供应链自主可控进度，中美贸易摩擦的持续升级波动还将加快国产化进程。

以 CT 为例，GE 医疗 2023 年在国内 CT 市场占有率第一，虽然其宣称设备在中国国产化率超 85%，但 CT 球管、超导磁体等高端部件仍主要从美国进口。

图16: 2023年 GE、西门子在中国 CT 市场占据主导地位



数据来源: Eshare 医械汇、开源证券研究所

客观说来, 被挤出的市场份额更多是被龙头取代, 尤其是高端领域, 自主可控、叠加国产替代有望加速, 也是 4 月初中美“对等关税”博弈最激烈的阶段, 联影医疗股价持续坚挺的底层逻辑。

## 结语

2024 年, 面对国内医疗影像行业的整体收缩, 联影医疗立足研发, 高举高打, 通过高端引领逆势突围, 持续巩固、加强竞争优势。

全球化是联影医疗 2024 年应对国内波动的重要抓手和支点, 海外营收规模、毛利率、营收贡献均创历史新高, 展现出旺盛成长力和增长潜质, 并继续推进全球化本土化。

结合 2024 年海外市场表现和关键节点, 或许, 是时候从一家全球影像巨头的角度来审视联影医疗的投资价值。