

联影医疗 (688271.SH)

持有 (首次评级)

国产医学影像设备龙头，创新出海“再造联影”

投资要点:

➤ **高举高打创新成就龙头地位，全球市占持续发力。**

公司 2011 年成立，以高举高打战略定位中高端蓝海市场，自 2013 年起重磅推出首款 MR、CT、PET/CT、XR 等产品后迅速构建起包括医学影像设备、放射治疗产品、生命科学仪器在内的完整产品线，多款产品实现业内首创，国内 MR、CT、PET、DR 品类市占率居首/领先。高研发重创新，全产业链核心技术自主可控，以“联影速度”“联影质量”重塑 GPS 高端格局，迈向全球，海外市场营销、服务、物流体系生态搭建逐步成熟，推动全球市占加速突破。

➤ **国内招投标趋势加速，海外高端渗透增长强劲。**

1) 国内边际拐点修复：24Q4 起陆续大规模以旧换新落地，当前招投标数据或彰显订单向上趋势。考虑政策延续性，25 年在 24 年低基数下增长潜力大，24 年尽管国内市场承压，但 2024 年前三季度公司的市占率（尤其是高端和超高端产品领域）依然稳步提升；2) 复制高举高打战略，公司海外高端渗透强劲：海外营销、服务、物流体系搭建逐步完善，24Q1-3 海外营收 14 亿元（同比+36.5%），欧美加深高端医院及科研机构渗透率，亚太东南亚市场加速落地，新兴市场中东、拉美、非洲地区等均为业绩增长提供有力支撑。

➤ **首创类、超声等重磅新品持续加码，AI+设备商业闭环加速渗透。**

1) 持续首创推出，首款人体全身磁共振 uMR Jupiter 5T 于 2022 年国内上市，2024 年欧美获证，行业高认可、赢单能力强；24 年再次推出首款一体化 CT 环形直线加速器 uLinac HalosTx、放疗模拟定位及引导介入穿刺于一体的超大孔径 CT 系统 uCT 610 Sim，创新引领行业。2) 24 年 7 月增资玖谊源粒子一体化布局加强分子影像竞争力；3) 超声领域深耕四年，自研超声平台覆盖超高端、中端、便携、掌上超声系列，产品临近上市，2024 年首次样机展示。4) 增资金栈全谱 AI 影像子公司联影智能，设备+AI 商业闭环打开新一轮行业渗透空间。

➤ **盈利预测与投资建议**

我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为-10%、20%、20%，归母净利润增速分别为-36%、47%、29%，当前股价对应 24-26 年 PE80/55/42 倍。采用可比公司估值法，可比公司 25 年平均 PE 为 34 倍，考虑到公司龙头地位，海外+重磅新品+AI 第二增长极，赋予一定估值溢价，首次覆盖，给予“持有”评级。

➤ **风险提示**

关键核心技术被侵权的风险、研发失败或无法产业化的风险、实施集中采购的政策风险、国际化经营及业务拓展风险。

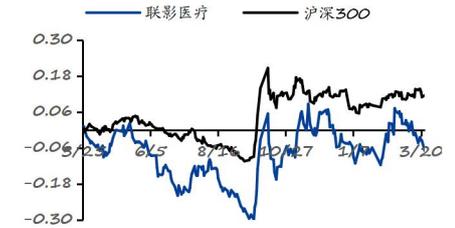
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	9,238	11,411	10,300	12,361	14,880
增长率	27%	24%	-10%	20%	20%
净利润 (百万元)	1,656	1,974	1,262	1,854	2,394
增长率	17%	19%	-36%	47%	29%
EPS (元/股)	2.01	2.40	1.53	2.25	2.90
市盈率 (P/E)	61.2	51.3	80.3	54.7	42.3
市净率 (P/B)	5.8	5.4	5.1	4.7	4.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-03-24
收盘价:	123.00 元
总股本/流通股本(百万股)	824.16/593.30
流通 A 股市值(百万元)	72,975.77
每股净资产(元)	23.33
资产负债率(%)	26.10
一年内最高/最低价(元)	152.00/92.00

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	陈轶林(S0210524080007)
ctl30598@hfzq.com.cn	
分析师:	王艳(S0210524040001)
wy30524@hfzq.com.cn	
分析师:	刘佳琦(S0210523090003)
LJQ3653@hfzq.com.cn	
研究助理:	黄冠群(S0210124040019)
hgg30485@hfzq.com.cn	

相关报告



正文目录

1 开辟联影速度，成就国产高端影像设备龙头	4
1.1 高举高打战略巩固国产高端影像设备龙头地位	4
1.2 专业管理层奠定技术创新基因，股权激励彰显公司增长信心	5
1.3 公司营收稳步增长，国内招投标订单加速落地	5
1.4 研发投入力度大，持续占据创新高地	8
2 影像设备广阔发展空间，国产龙头加速重塑市场格局	9
2.1 行业：2030 年全球规模超 600 亿美元，国内规模高达千亿	9
2.2 配置证放开+设备更新方案落地，政策驱动增量	11
2.3 国产高端选手加速重塑市场格局，市占率居首站上新台阶	12
3 联影医疗：产业链自主可控，新品创新+AI 闭环	13
3.1 齐全产线布局，产品结构持续优化	13
3.2 自研实现突破核心技术壁垒，产品性能对标国际厂商	15
3.3 海内外双轮驱动，国内攻克头部大三甲，海外布局进入收获期	16
3.4 增持全栈全谱影像 AI 平台联影智能，硬件设备+ AI 形成商业模式闭环	18
3.5 全系列超声重磅布局，系列产品已临近上市	19
4 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议	21
5 风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司主营产品分类	4
图表 2: 公司产品发展历程	5
图表 3: 公司营收 2018-2023 年 CAGR 超 40%	5
图表 4: 公司归母净利润 2020 年大幅扭亏为盈	5
图表 5: 公司营收结构中设备销售占比 9 成左右	6
图表 6: 细分业务 CT、MR 合计超六成	6
图表 7: 公司细分品类疫情前后营收增速均保持较快速增长（图中为营收同比数据）	7
图表 8: 公司毛利率/净利率迅速提升	7
图表 9: 公司期间费用率情况	7
图表 10: 众成数科数据库中的公司招投标数据情况（销售额，亿元）	8
图表 11: 研发投入持续加大	8
图表 12: 公司研发投入力度处于业内较高水平（2023 年）	8
图表 13: 公司研发人员数量和占比情况	8
图表 14: 公司研发人员比重高于同行公司（2023 年）	8
图表 15: 全球医学影像设备市场规模	10
图表 16: 中国医学影像设备市场规模	10
图表 17: 医学影像整体市场及细分品类市场规模及增速	11
图表 18: 大型医学影像设备配置证放开	12
图表 19: 主要医疗设备品类国产销售额市占率及销额 CR5（截止 2024 年 Q3 数据）	13
图表 20: 公司产品线覆盖度与国际厂商基本一致	13
图表 21: 公司各产品销量迅速提升	15
图表 22: 公司各产品价格呈上升趋势	15
图表 23: 公司核心部件自研能力	15
图表 24: 公司“首款”高端品类	15
图表 25: 公司国内外收入及增速情况	17
图表 26: 公司国内外收入占比情况	17
图表 27: 海外子公司情况（截止 2024H1）	18



图表 28: 上海东方医院引入联影智能 AI 医学影像智能平台	19
图表 29: AI 医学影像智能平台头颈 AI 查看率接近 100%	19
图表 30: 公司业绩拆分预测表	20
图表 31: 可比公司估值表 (截止 2025 年 3 月 24 日)	21
图表 32: 财务预测摘要	23



1 开辟联影速度，成就国产高端影像设备龙头

1.1 高举高打战略巩固国产高端影像设备龙头地位

联影医疗成立于 2011 年，总部位于上海，国产医疗影像龙头，截止 2024Q3 已累计向市场推出 120 余款产品，MR、CT、PET、DR 品类市占率行业领先，同时在美国、马来西亚、阿联酋、波兰等地设立区域总部及研发中心，通过与全球高校、医院、研究机构及产业合作伙伴协同，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。

图表 1：公司主营产品分类

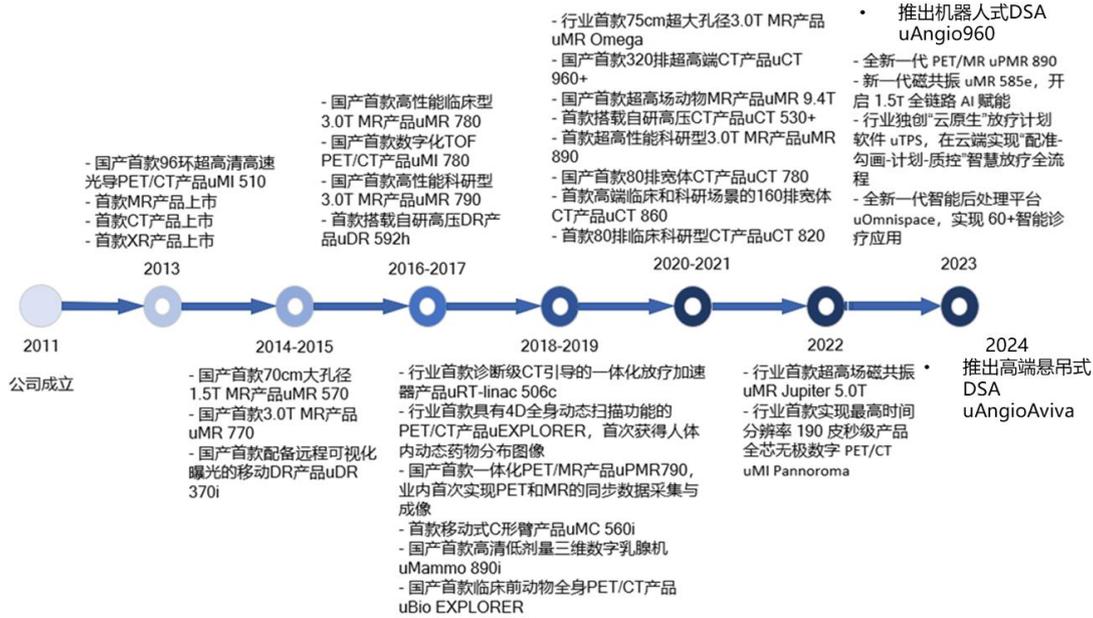
分类	产品	产品用途
医学影像设备	磁共振成像系统 (MR)	具有无辐射、对比度丰富、软组织分辨率高等优势，广泛应用于各类疾病诊断、体检筛查、手术导航等临床场景，并可以为基础医学、脑科学、分子生物学等前沿学科研究提供重要诊断信息。
	X 射线计算机断层扫描系统 (CT)	具有扫描速度快、空间分辨率高的特点，适用于各级医疗机构，能够为体检、诊断及治疗提供所需信息。
	X 射线成像系统 (XR)	包含常规 DR、移动 DR、乳腺机及 C 形臂 X 射线机、DSA 等，可用于多种疾病的筛查与诊断以及外科手术与介入手术的影像引导。
	分子影像系统 (MI)	包含 PET/CT 和 PET/MR 等，可将 PET 扫描的分子代谢活动图像与 CT 或 MR 扫描的形态学、功能信息相结合；在全身组织诊断，特别是在肿瘤、心血管、神经系统等方面都具有广泛的临床价值；同时在科研及转化医学等多个领域也极具价值。
放射治疗产品	医用直线加速器系统 (RT)	放射治疗是目前肿瘤治疗中的一种重要治疗方式，其中医用直线加速器具备适应症广泛和操作难度中等等优势，是主流的放射治疗设备。
生命科学仪器	动物 MR	可呈现活体动物组织结构与功能信息，助力动物模型的病理学、药理学研究，为转化医学提供帮助。
	动物 PET/CT	可实现动态分子水平上对各类动物模型生理、病理及药物代谢过程的实时检测，助力药物研发以及为转化医学提供帮助。
基于云的医疗互联网软件	联影云平台、云胶片、云 PACS、数字化医疗解决方案等	面向医技、临床、科研和患者提供基于云平台的医学影像数据管理及应用，面向用户的基于物联网的智慧设备管理服务，以及数字化综合解决方案。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

注：动物 MR 和动物 PET/CT 系应用于动物模型成像领域的磁共振成像系统 (MR) 和分子影像系统 (MI)，生命科学仪器的销售数据与医学影像设备合并

高举高打战略下产线迅速覆盖全品类影像设备，参股玖谊源强化分子影像板块竞争力。公司的发展集产品、客户及市场份额多维度的快速进化，成立之初即定位中高端，持续进行高强度研发投入，攻克医学影像设备、放射治疗产品等大型医疗装备领域的核心技术，自 2013 年重磅推出首款 MR、CT、PET/CT、XR 产品后每年加速推出品类及型号拓展，迅速构建起包括医学影像设备、放射治疗产品、生命科学仪器在内的完整产品线布局，不断完善优化从经济适用型到高端科研型全产品线的全方位布局。2024 年 7 月，公司以自有资金 1.2 亿元投资玖谊源粒子，取得其增资后 10% 的股权，投资后双方在分子影像领域的海内外合作将助力强化联影医疗分子影像板块竞争力。

图表 2: 公司产品发展历程



数据来源: 招股说明书、公司公告、华福证券研究所

1.2 专业管理层奠定技术创新基因，股权激励彰显公司增长信心

股权结构较为集中，专业管理层奠定技术创新基因。截止 24Q3，公司第一大股东为联影集团，持股 20.33%；第二大股东为上海联合持股 16.38%，股权穿透后为上海国资委完全控股；公司股权结构较为集中，强大的股东背景是公司高举高打及持续发展的重要支持；公司实控人为薛敏先生。

管理层具有丰富的影像链产业经验，核心管理团队大多技术出身彰显创新能力。公司吸引了很多海内外顶尖人才，核心管理团队大部分技术出身，同时拥有丰富的跨国企业管理经验；中坚技术力量也拥有丰富的行业经验，构成公司创新的基石。管理层及技术团队丰富的经验奠定了公司创新基因及快速发展的重要基础。

1.3 公司营收稳步增长，国内招投标订单加速落地

公司营业收入 2020-2023 年 CAGR 超 25%，2020 年归母净利润大幅扭亏为盈。2018-2020 年，公司营业收入从 20.35 亿元增长至 57.61 亿元，CAGR 达到 68.3%；2020 年疫情下装机量需求猛增，业绩迅速扭亏为盈，高基数下公司营收保持稳健增长；2020-2023 年营收 CAGR 为 25.6%；归母净利润从 2018 年的亏损 1.26 亿元大幅增长至 2023 的 19.74 亿元。2024Q1-3 公司实现营收 69.5 亿元（同比-6.4%），归母净利润 6.7 亿元（同比-36.9%）；主要系行业整顿及设备更新政策执行复杂，对报告期国内市场的招投标活动造成一定影响，市场需求短暂有所积压。

图表 3: 公司营收 2018-2023 年 CAGR 超 40%

图表 4: 公司归母净利润 2020 年大幅扭亏为盈



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

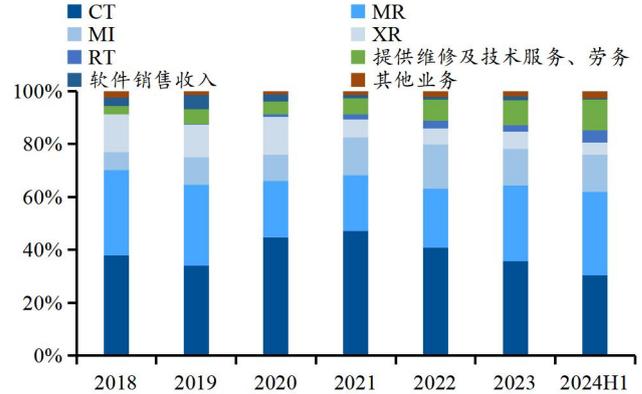
设备营收占比高, CT、MR 超六成, 维修服务收入增长迅速贡献 9%+。2018-2023 年公司主营收入以医学影像诊断及放射治疗设备销售为主, 2023 年医疗设备占总营收比重 87%, 设备销售一直是公司营业收入中的支柱性业务。单品类来看, 2023 年 CT 业务占比达到 35.63%, MR 业务占比 28.74%, CT、MR 合计近 7 成, MI 业务超过 10%, 由于其他产品装机量逐渐提升, XR 业务占比逐渐下降至 6.66%, 2019 年首次实现装机的 RT 业务占比已上升至 2.36%。此外, 公司的维修及服务收入也迅速提升, 截止 2023 年, 营收占比接近 9.37%。

图表 5: 公司营收结构中设备销售占比 9 成左右



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 6: 细分业务 CT、MR 合计超六成

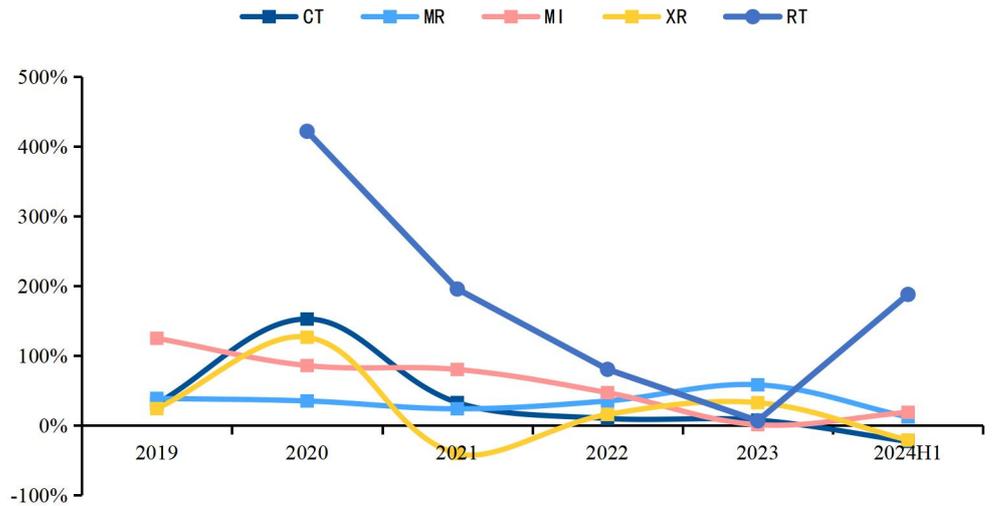


数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

高端产品结构优化带动全品类毛利率上行, 存量业务价值贡献率提升。2023 年, CT/MR/MI/XR/RT 的营收增速分别为 7.78%/58.50%/1.35%/32.83%/6.9%, 各品类疫情前已进入放量阶段。2024H1 公司各产线排名均处于行业前列。得益于性能与创新的全面提升, 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, 放疗产品线的新增市场占有率显著增长, 与行业头部厂商的差距进一步缩小。设备之外, 软件等非硬件销售附加值逐步提升, 售后维修等服务业务随着装机量的累加以及性能稳定、故障率的降低, 价值量显著提升。



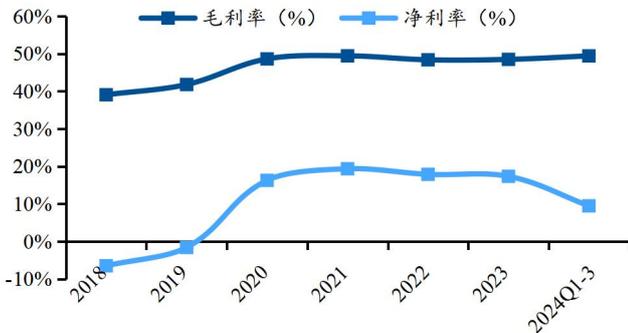
图表 7: 公司细分品类疫情前后营收增速均保持较快速增长 (图中为营收同比数据)



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

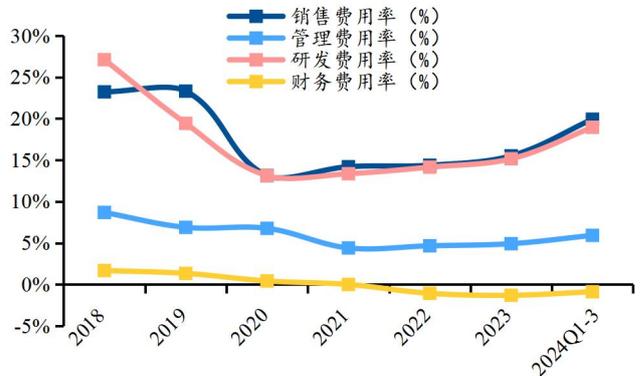
费用管控得力, 盈利能力提升迅速。通过持续的成本控制、优化产品组合、以及中高端及超高端市场的快速导入, 公司实现了毛利率水平的稳步提升, 2018-2023 年公司综合毛利率由 39.1%持续提升至 48.5%, 2024Q1-3 毛利率提升至 49.4%。规模效应下, 费用率进一步优化, 带动净利率由 2018 年的-6.5%迅速提升至 2023 年的 17.3%。

图表 8: 公司毛利率/净利率迅速提升



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 9: 公司期间费用率情况

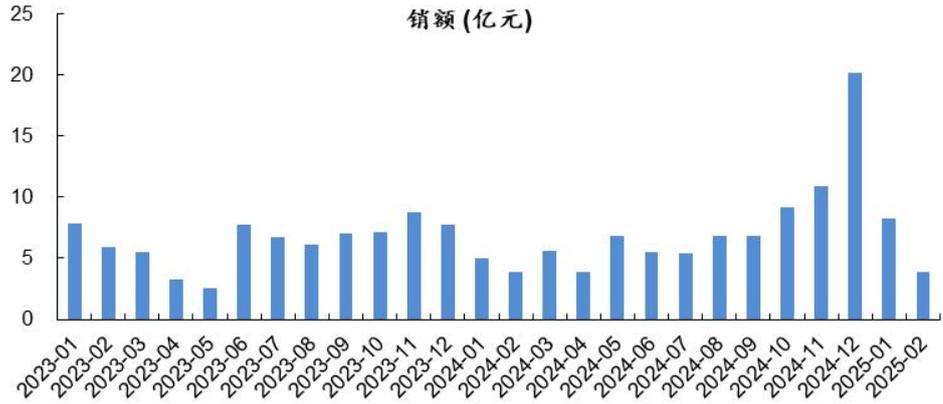


数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

招投标端数据或显示以旧换新订单边际快速落地, 业绩端有望加速。根据众成数科数据, 公司 2025 年 1 月-2 月招投标销售额合计同比 2024 年 1-2 月增长 36%, 以旧换新新订单边际或正加速落地中, 25 年业绩端有望逐季度加速修复。



图表 10: 众成数科数据库中的公司招投标数据情况 (销售额, 亿元)



数据来源: 众成数科数据库, 华福证券研究所

1.4 研发投入力度大, 持续占据创新高地

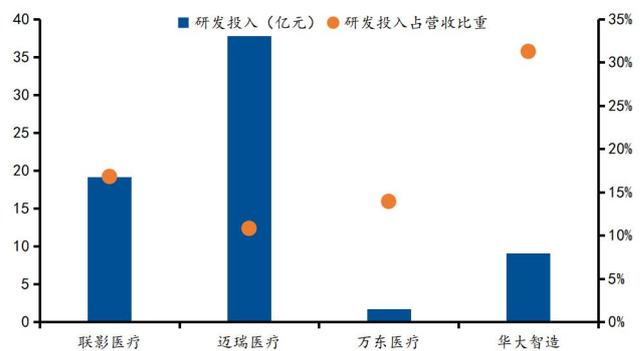
研发支出占营收比重处于高位, 2018-2023 平均为 19.63%。2023 年公司研发投入 19.19 亿元, 疫情前后公司研发投入力度均处于较高水平, 2018-2023 研发投入占营收比重平均 19.63%, 领先于国内医疗设备同行, 研发投入力度处于业内较高水平。

图表 11: 研发投入持续加大



数据来源: 公司公告, Wind, 华福证券研究所

图表 12: 公司研发投入力度处于业内较高水平 (2023 年)

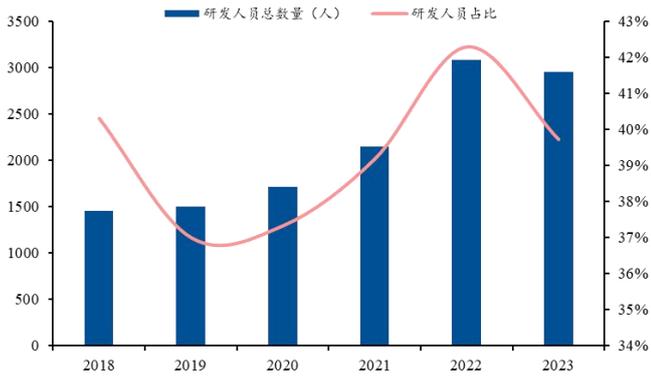


数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

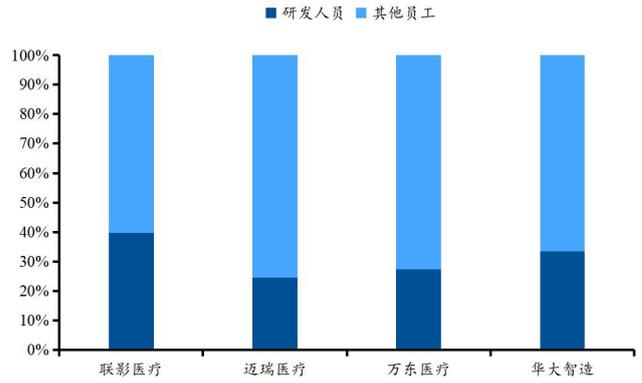
2023 年公司研发人员占比高达 39.73%, 研发倾斜力度超国内同行。公司通过自主培养与外部引进, 搭建了一支由多位顶尖科学家及深具行业管理与研发经验的人员领衔的、具有全球化视野的研发团队。截至 2023 年 12 月, 公司共有员工 7440 名, 其中研发人员 2956 名, 占公司员工总数的 39.73%, 硕博学历占研发团队比重超 77%。研发人员比重高于多数同业公司, 公司对创新的投入使得公司持续抢占创新高地。

图表 13: 公司研发人员数量和占比情况

图表 14: 公司研发人员比重高于同行公司 (2023 年)



数据来源：公司公告，Wind，华福证券研究所



数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

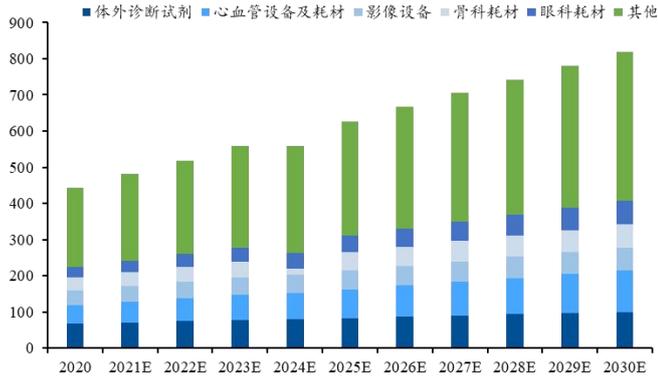
公司专利广泛覆盖全线产品，创新持续转化不断夯实公司竞争力。公司知识产权体系涵盖专利、商标、著作权和技术秘密，截至 2023 年 12 月 31 日，公司共计拥有 4134 项授权专利，已获得授权发明专利超过 3029 项，占知识产权总数比例超 80%；同时，公司力求打造全方位的知识产权布局体系，专利挖掘机制贯穿技术研发的全生命周期，专利申请广泛覆盖全线产品，不断构建核心技术竞争力。

2 影像设备广阔发展空间，国产龙头加速重塑市场格局

2.1 行业：2030 年全球规模超 600 亿美元，国内规模高达千亿

医学影像设备为全球第三大医疗器械细分领域，2030 年全球影像设备市场超 600 亿美元。当前世界范围内老龄化问题日益凸显，慢性病人数量急速上升以及医疗投入推动全球医疗器械市场规模持续扩大。据联影医疗招股书转引灼识咨询数据，2020 年全球医疗器械市场规模已超 4400 亿美元，中国作为全球第二大市场，占据 23% 的份额；预计未来全球医疗器械市场或将以 6.3% 的十年 CAGR 增长至 2030 年 8000 亿以上美元市场规模。2020 年全球影像设备领域市场规模为 430 亿美元，占比约为 10%，为医疗器械第三大细分领域；据联影医疗招股书转引灼识咨询预计，到 2030 年，全球医疗影像市场规模有望达到 627 亿美元，2020-2030 年间十年 CAGR 为 3.8%。

图表 15: 全球医学影像设备市场规模



数据来源: 灼识咨询, 招股说明书, 华福证券研究所

图表 16: 中国医学影像设备市场规模



数据来源: 灼识咨询, 招股说明书, 华福证券研究所
注: 以中标口径计算

进口垄断逐步被打破, 中国医学影像设备市场持续增长, 预计 2030 年高达千亿市场。 医学影像设备在医疗器械行业的诸多细分领域中技术壁垒最高, 国产品牌普遍起步较晚, 规模较小, 在中高端市场难以拥有话语权。但近年来随着国产医疗设备在研发、技术的积累, 涌现出一批拥有自主核心技术的优质国产品牌, 在部分产品及技术甚至超越同类国际品牌, 国内医学影像设备行业正逐步打破进口垄断的局面。伴随着市场需求的不断增长和政策的积极扶持, 据联影医疗招股书转引灼识咨询, 以出厂价口径计算, 中国医学影像设备市场规模 2020 年已达到 537 亿元, 未来预计以年均 7.3% CAGR 快速增长至 2030 年的 1085 亿元。

大类口径看, 技术差异导致细分设备增长节奏分化, 结构升级+更新换代+人均保有率提升为未来主要驱动因素。 各细分设备发展阶段差异显著, 在细分设备驱动因素中, CT、MR、XR、超声占比超 90%, 技术发展及应用较早, 在人均保有率提升基础上, 更新换代+结构向高端升级为主要驱动力, 此类设备预计 2020-2030 年 CAGR 在 10% 左右; 分子影像 PET/CT、PET/MR 技术融合, 应用后发, 增量市场+10 倍人均保有率差距, 贡献未来 10 年增长动能, 预计 2020-2030 年 CAGR 超 15%。


图表 17: 医学影像整体市场及细分品类市场规模及增速

(出厂口径, 亿元)	2020 年市场规模	占比	2015-2020 年 CAGR	2030 年市场规模	2020-2030 年 CAGR	驱动因素
中国医学影像设备	537	100%	12.4%	1084.7	7.3%	人均保有率提升, 更新换代, 结构升级
CT	172.7	32.16%	21.8%	290.5	5.3%	疫情加速 CT 配置后, 后续向中高端升级
MR	89.2	16.61%	8.0%	244.2	10.6%	对比 CT, MR 人均保有率将进一步提升, 同时向 3.0T 结构升级
XR	123.8	23.05%	7.4%	206	5.2%	传统 DR (含移动 DR) 渗透率高, 国产化率高, 下沉增量市场+更新换代升级+高端化; DSA、中 C、小 C、乳腺机等非通用 DR 渗透率低高增长
其中: DSA	39.5	7.36%	12.7%	106.8	10.4%	国内 DSA 渗透率低, 国产化率不足 10%
PET/CT	13.2	2.46%	17.9%	53.4	15.0%	人均保有率 0.61 台/百万人 VS 美国 5.73, 保有率提升空间大, 2018 年降为乙类设备, 配置证审批权下放省级, 装机加速
PET/MR	—	—	—	—	—	超高端设备, 全球起步晚, 新技术应用推广加速, 全球 2020 年仅装机 200 台左右, 全球 20-30 年市场规模 CAGR 高达 17%
超声	99.2	18.47%	7.3%	216.2	8.1%	整体存量市场, 多科室渗透+低端向高端升级, 国产高端超声结构性加速
RT	29	5.47%	0.6%	63.3	8.1%	渗透率提升

数据来源: 灼识咨询, 联影医疗招股书, 公司公告, 中国医药报, 器械之家, 华福证券研究所

2.2 配置证放开+设备更新方案落地, 政策驱动增量

随着国家对医疗健康领域的重视程度不断提升, 政策端对医学影像设备配置情况的改善起到了显著的推动作用。

1、大型医学影像设备配置证放开

2023 年 3 月, 国家卫健委发布新版《大型医用设备配置许可管理目录(2023)》, 与 2018 年版目录相比, 中央负责配置管理的甲类管理品由 4 个调减为 2 个, 省级及以下负责配置管理的乙类管理品由 6 个调减为 4 个。此后, PET/MR、Tomo 等调整为乙类, 所有 CT、MR 不再需要配置证。配置证放开大幅降低大型医疗设备的审批难度, 进一步释放院端常规医疗设备采购需求, 3.0T 临床及科研型产品将进一步普及。同时, 产品管线布局深、研发创新能力雄厚的国产企业在中高端产品市场的竞争力将进一步提升。

图表 18: 大型医学影像设备配置证放开

		规划总数	十四五规划数	2018-2020 年调整后规划数
甲类	重离子质子放射治疗系统	60	41	16
	高端放射治疗设备	125	76	188
乙类	PET/MR	210	141	77
	PET/CT	1667	860	551
	腹腔内窥镜手术系统	819	559	225
	常规放射治疗类设备	5333	1968	1451 (直线加速器含 X 刀)
	伽玛射线立体定向放射治疗系统	327	95	188

数据来源: 财务司, 国家卫健委, “十四五”大型医用设备配置规划数、国家卫生健康委关于发布“十四五”大型医用设备配置规划的通知、2018-2020 年大型医用设备配置规划数量分布表(调整后)、关于发布 2018—2020 年大型医用设备配置规划的通知、华福证券研究所
注: 大型医用设备分类标准按最新标准划分。

2、设备更新改方案拉动医疗设备更新需求，政策延续性至 2027 年

国务院于 2024 年 3 月 13 日公布了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，明确到 2027 年，包括医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25%以上，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。2024 年 5 月 29 日，国家发改委等四部门联合印发《关于推动医疗卫生领域设备更新实施方案的通知》；各省份已出台相关实施方案，进一步明确了设备更新和以旧换新的计划和目标，整体政策方案支持设备更新延续性。湖北省力争到 2027 年，每年更新 CT、核磁共振、DR、彩超、直线加速器等设备 300 台套。广东省目标到 2024 年底更新医疗卫生机构医学影像、放射治疗、远程诊疗以及手术机器人等设备 0.6 万台，到 2027 年底，更新以上设备超过 2 万台。

根据 21 世纪经济报道，国内大型医疗设备每年新增市场大概 600 亿元左右，本轮大规模设备更新有望拉动医疗设备更新需求，推动市场每年增加至少 30% 以上，助推我国千亿级医疗设备更新市场进一步扩容，未来行业有望保持高景气状态。同时，本轮大规模设备更新还可以带动国产医疗器械企业加速高端突破和技术迭代，在高端产品线深度参与跨国医疗器械企业的竞争，提升市场化份额，为整个高端医疗设备行业前瞻创新技术的加速应用、产业转型升级、产学研医协同创新提供强有力的推动。

2.3 国产高端选手加速重塑市场格局，市占率居首站上新舞台

我国高端医疗设备以进口为主的格局正在重塑，国产高端选手正加速替代。医学影像设备市场玩家分两大阵营，一是先进口梯队，代表选手 GE、西门子、飞利浦、佳能、东芝等；另一后起之秀国产梯队，代表选手为联影、东软、安科、明峰、万东、安健、奥泰、康达、开影、赛诺威盛、普爱、迈瑞、蓝韵等。总体来看，随着国内技术提升、研发投入加大以及产品性能及稳定性的提升，医学影像中低端产品市场已经逐步实现国产替代，高端产品市场仍以进口品牌



为主。但以联影医疗为代表的国产影像厂商不断发力高端，持续打破核心技术壁垒，成为打破GPS（GE医疗、飞利浦医疗、西门子医疗）高端垄断、重塑市场格局的最有竞争力的选手，联影医疗在CT、MR、PET市场中市占率领先，国产正式站上高端领先舞台。

图表 19：主要医疗设备品类国产销额市占率及销额 CR5（截止 2024 年 Q3 数据）

产品大类	国产销额市占率		销额 CR5
	2020 年	2024 年（最新）	
CT	24%	37%	通用、西门子、联影、飞利浦、东软
MR I	18%	29%	西门子、通用、联影、飞利浦、东软
DR	55%	71%	联影、万东、西门子、迈瑞、飞利浦
DSA	3%	9%	飞利浦、西门子、通用、东软、佳能
PET	23%	54%	通用、联影、西门子、飞利浦、赛诺联合
超声	25%	42%	通用、飞利浦、迈瑞、西门子、富士
内窥镜（含软镜、硬镜）	11%	40%	奥林巴斯、史托斯、富士、开立、豪雅
监护设备	76%	84%	迈瑞、飞利浦、科曼、理邦、通用
麻醉机	42%	57%	迈瑞、德尔格、通用、科曼、谊安
除颤仪	66%	91%	迈瑞、科曼、卓尔、日本光电、飞利浦
呼吸机（含有创、无创）	43%	63%	迈瑞、德尔格、科曼、迈柯唯、柯惠

数据来源：众成数科。华福证券研究所

风险提示：第三方数据不完善风险；招投标波动性风险；政策风险。

3 联影医疗：产业链自主可控，新品创新+AI 闭环

3.1 齐全产线布局，产品结构持续优化

产品全面覆盖，管线丰富对标GPS。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。公司也正在对XR产品线中的DSA产品和超声产品线积极布局，预计后续将逐步获批上市。对标国内外同行，公司产品线布局兼具广度与深度，除配置MR、CT、XR、PET/CT、PET/MR等各产品线，同时各产品线又垂直布局了从临床运用至科研需求等多种产品型号，能够有效满足不同类型客户需求。丰富的产品管线形成了对国内外对手的强势竞争力，随着更多产品的上市和放量，公司市场份额迅速提升。

图表 20：公司产品线覆盖度与国际厂商基本一致

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							

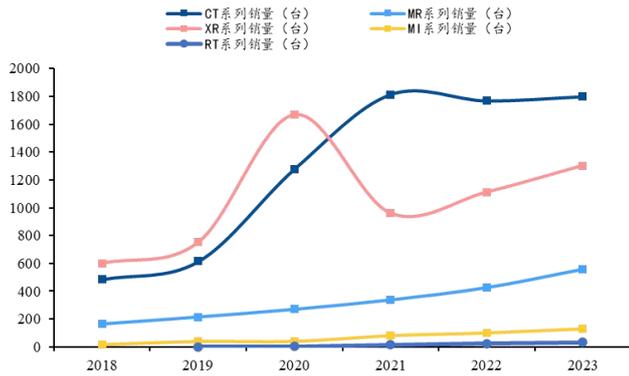


320 排/640 层	▲						
256 排/512 层		▲	▲				▲
128 排及以下	▲	▲	▲	▲		▲	▲
XR 产品							
大 C(DSA)	▲	▲	▲	▲		▲	▲
Mammo	▲	▲	▲			▲	▲
常规/移动 DR	▲	▲	▲	▲		▲	▲
中小 C	▲	▲	▲	▲		▲	▲
MI 产品							
PET/CT							
AFOV>120cm	▲						
AFOV50-120cm	▲	▲	▲				
AFOV<50cm	▲	▲	▲	▲			▲
PET/MR	▲	▲	▲				
超声产品	▲ (上市在即)	▲	▲	▲		▲	▲
RT 产品							
直线加速器	▲		▲		▲		▲
图像引导直加	▲		▲		▲		▲
生命科学仪器	▲						

数据来源：灼识咨询等，公司公告，华福证券研究所

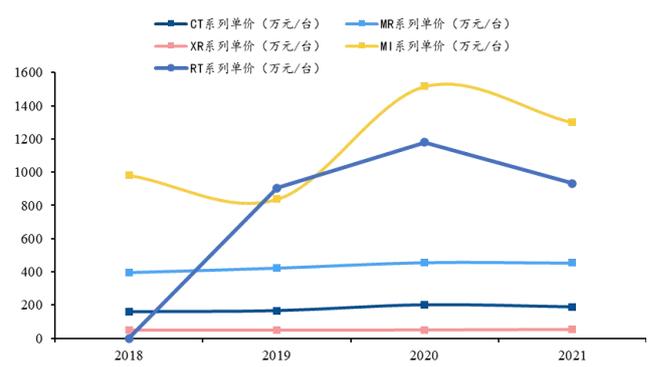
装机加速，高端产品持续突破带动均价上移。2018-2023 年，公司各产品销量持续提升，高端产品拉动价格趋势明显。一方面，销量逐年提升，疫情对 CT/移动 DR 的需求大幅提升，2020 年创装机量新高，CT、XR 产品超千台。另一方面，高端产品拉动价格显著提升，各产品价格基本呈现上升趋势。2023 年公司高端及超高端 CT 显著增长，国内累计装机超 400 台，CT 产品均价较 2018 年提升 42%；3.0TMR 产品增长强劲，5.0T 开启了超高场 MR 新市场，MR 产品均价较 2018 年提升 49%；公司在 MI 分子影像市场持续多年遥遥领先，MI 产品均价较 2018 年提升 22%；公司 RT 产品作为后期产品线，截止 2023 年已累计实现国家级、省级、地市级、县级用户超 100 家。公司量价并驱，带动公司综合毛利率由 2018 年的 39.1%持续提升至 2023 年的 48.5%。

图表 21: 公司各产品销量迅速提升



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 22: 公司各产品价格呈上升趋势



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3.2 自研实现突破核心技术壁垒, 产品性能对标国际厂商

持续突破核心技术壁垒, 具强大的核心部件自研能力, 从底层部件到顶层算法多环节打造产品核心优势。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, 为实现核心技术自主可控、铸造产品竞争力壁垒奠定了坚实基础。公司自研比例位居行业前列, 对单个核心零部件供应商不存在重大依赖, 各产品线主要核心部件均实现自研自产。

图表 23: 公司核心部件自研能力

产品	核心部件自研能力
MR	已掌握超导磁体、梯度、射频、谱仪等 MR 核心部件的研制技术, 技术指标处于行业领先水平。此外, 公司将 MR 相关核心技术拓展至生命科学仪器领域 (超高场强动物 MR)
CT	已实现 CT 主要核心部件的自研自产。公司自研的时空探测器已应用于公司全线 CT 产品, 支持最薄层厚 0.5mm 的多款时空探测器配置。自研双极性 CT 球管技术及双极性 CT 高压发生器
XR	通过自研掌握了高压发生器技术, 目前该零部件已经实现量产并运用于部分产品中
MI	已掌握高清数字探测器技术, 包括闪烁晶体研发和生产技术、探测器系统架构设计、读出电子学设计、信号采集及后处理技术等; 硅酸钆镨 (LYSO) 闪烁晶体是探测并接收伽玛射线产生的信号的关键部件, 公司掌握 PET 探测器的核心部件
RT	已掌握一体化 CT 引导直线加速器系统核心技术并实现主要核心部件的自研自产

数据来源: 公司招股说明书, 公司投资者关系活动记录表, 公司公告, 华福证券研究所

公司产品性能比肩进口高端品类。公司研发的多款产品创造了行业或国产“首款”, 包括但不限于以下:

图表 24: 公司“首款”高端品类

产品	“首款”高端产品描述
uEXPLORER	行业首款具有 4D 全身动态扫描功能的 PET/CT 产品 uEXPLORER (Totalbody PET/CT), 2018 年获英国物理世界杂志评选的“全球十大技术突破”称号
uMR Omega	行业首款 75cm 孔径的 3.0T MR 产品 uMR Omega, 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
uRT-linac	行业首款诊断级 CT 引导的一体化放疗加速器 uRT-linac 一体化 CT 直线加速器等产品
uMR Jupiter 5T	行业首款人体全身磁共振 uMR Jupiter 5T, 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
uMI Panorama	行业首款实现最高时间分辨率 190 皮秒级产品全芯无级数字 PET/CT uMI Panorama
uLinac HalosTx、 uCT 610 Sim	首创“影像剂量双感知技术”的一体化 CT 环形直线加速器 uLinac HalosTx、放射治疗模拟定位以及影像引导介入穿刺手术于一体的全新超大孔径 CT 系统 uCT 610 Sim。从主要产品参数来看，公司在高端 MR、CT 设备等逐步追平甚至超越竞争对手

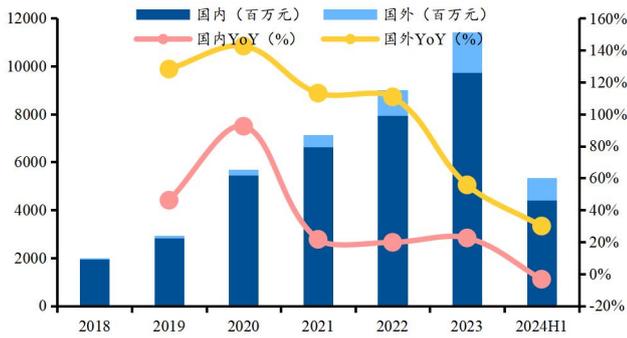
数据来源：公司公告，华福证券研究所

创新能力与产学研深度合作互为加强，在研项目众多+深挖技术护城河。公司依托持续的技术积累，不断打通“基础研究-临床应用-转化医学-产业转化”全链条，通过与知名医疗机构、高校、科研院所等开展产学研医合作共同研究前沿技术，逐步从以产品和技术赋能临床的单一维度，向构建全方位科技支撑的产学研医深度融合创新体系转变，以临床需求和重大医学难题带动产品定义、性能优化、应用拓展、临床示范，并将技术创新成果转化为成熟产品推向市场，形成从创新到商业转化的闭环管理，与头部大客户形成科研与产业的正向循环。截至 24H1 公司已有超 20000 台/套产品，入驻全球超 13,700 家医疗及科研机构，涵盖全国超 1,000 家三甲医院，获得各级临床和科研用户的广泛认可。截至 24H1，企业拥有在研项目 44 项，在研项目众多助力企业持续技术护城河深挖。

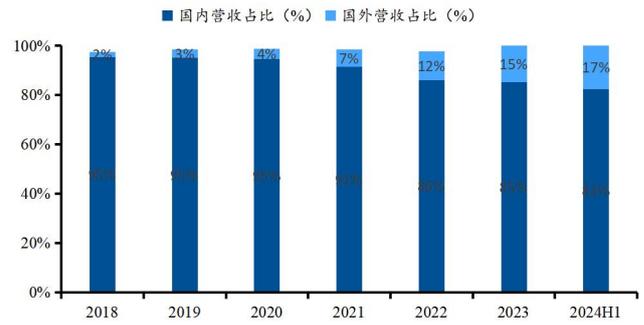
3.3 海内外双轮驱动，国内攻克头部大三甲，海外布局进入收获期

攻克大三甲头部医院，产品影响力持续扩大。公司直销与经销相结合，打造覆盖境内外市场、从三甲医院至基层机构的多元化立体营销体系。国内市场，公司产品已入驻超 1000 家三甲医院，复旦大学医院管理研究所发布的“2022 中国医院排行榜-全国综合排行榜”显示，全国排名前 10 的医疗机构均为公司用户，公司产品影响力在国内市场全面铺开。

24Q1-3 国内营收 55.5 亿元，尽管国内市场承压，但公司的市占率（尤其是高端和超高端产品领域）依然稳步提升；24Q3 以来设备更新已经陆续进入采购意向公示及招标流程，预计 24Q4 起陆续大规模落地，考虑政策延续性，公司 25 年在 24 年低基数下增长潜力大。


图表 25: 公司国内外收入及增速情况


数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 26: 公司国内外收入占比情况


数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

搭建全球化销售网络，海外市场迅速增长。公司建立了全球化研发、生产和服务网络。截至 2023 年 12 月 31 日，公司布局 18 家境外子公司，已在美国、日本、波兰、澳大利亚、新西兰、韩国、南非、摩洛哥、马来西亚等全球多个国家及地区建立销售网络并在全球多个国家实现装机；累计取得产品注册证或质量管理体系认证超 700 张，45 款产品获得 CE 认证，其中 16 款产品通过了 MDR 认证，44 款产品通过 51 项 FDA 510(k)注册认证，公司全线产品均已实现北美、欧洲等地服务。全球化体系搭建成效初显，海外市场拓展渐入收获期，2022、2023 年主营收入境外增速分别高达 110.8%和 55.7%，增速远超国内，海外收入占比逐渐提高。2018-2023 年，主营收入境外市场占比从 2.1%增长至 14.7%。未来随着产品线的拓展以及海外市场营销体系的渐进成熟，海外市场将成为营收重要驱动力。

24Q1-3 海外营收 14 亿元（同比+36.5%），保持高速增长（MR、MI 表现亮眼），北美加深高端医院及科研机构渗透率，Q3 欧洲实现订单和收入双增长，亚太东南亚市场加速落地，新兴市场以中东、拉美、非洲地区为代表均实现高速增长；高举高打战略下海外高端渗透强劲。

海外服务质量提升，助推海外市场持续扩张。一方面，增加海外服务点，23 年全球中心库房所在国家/地区数同比增加 100%，截止 24H1，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。另一方面，改善供应链，公司在美国休斯敦进行产能布局，UIHT 负责公司部分整机产品的生产，全球超 70 个国家实现物流覆盖，在现有的保供体系下实现 100%产品交付完成率。



图表 27: 海外子公司情况 (截止 2024H1)

子公司名称	业务范围
美国联影	医疗设备领域的技术开发、技术转让、技术咨询服务, 医疗器械的销售。
UIHS	医疗影像设备销售及售后服务
UIHT	医疗设备的生产
英国联影	投资管理
香港联影	投资管理
阿联酋联影	医疗影像设备销售及售后服务
韩国联影	医疗影像设备销售及售后服务
波兰联影	医疗影像设备销售及售后服务
马来西亚联影	医疗影像设备销售及售后服务
澳新联影	医疗影像设备销售及售后服务
日本联影	医疗影像设备销售及售后服务
南非联影	医疗影像设备销售及售后服务
摩洛哥联影	医疗影像设备销售及售后服务
哈萨克斯坦联影	医疗影像设备销售及售后服务
新加坡联影	医疗影像设备销售及售后服务
哥伦比亚联影	医疗影像设备销售及售后服务
印尼联影	医疗影像设备销售及售后服务
泰国联影	医疗影像设备销售及售后服务

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3.4 增持全栈全谱影像 AI 平台联影智能, 硬件设备+AI 形成商业模式闭环

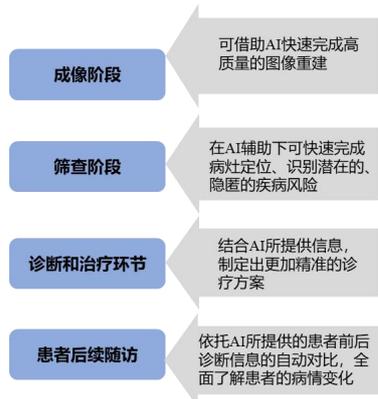
AI+医学影像可帮助有效降低影像科医生误诊、漏诊率, 同时缓解医疗资源不足、分配不均问题, 支付端已纳入医保范畴。AI 医学影像技术具有病灶识别、快速定位、分类、图像切割、数据管理、结构化报告等功能, 使医生只需在此基础上即可做出精确诊断。AI+医学影像技术已经具备较高的成熟度, 推动商业化落地持续。以上海东方医院于 2021 年 6 月引入的联影智能 AI 医学影像智能平台为例, 引入 AI 分析系统后, 医院 90% 以上肺结节及冠脉影像片, 以及接近 100% 的头颈血管影像片, 上均采用了 AI 辅助诊断+医生双重审阅的机制, AI 诊断结果与医生诊断结果大多高度一致, 且冠脉及头颈诊断的整体工作流程节约 70% 时间。2024 年 11 月 20 日, 国家医保局发布了《放射检查类医疗服务价格项目立项指南(试行)》, 首次将人工智能辅助诊断纳入放射检查项目的扩展应用。

增资全栈全谱 AI 影像子公司联影智能, 设备+AI 有望高效协同, 打通商业模式闭环。公司 2024 年 12 月公告拟以自有资金投资上海联影智能医疗科技有限公司 0.2849% 股权, 交易价格为 2,848.72 万元, 联影智能的投前估值为 90 亿元, 增资后股联影医疗的持股比例为 24.0847%。联影智能为联影集团在 AI 领域的重要布局, 是市场上为数不多的全栈全谱医疗人工智能公司, 目前已推出 100 多款医疗 AI 产品。其中, 公司已获批 22 张 NMPA 二类证, 12 张 NMPA 三类证, 15 款应用获批 FDA 认证, 13 款应用获欧盟 CE 认证。2024 年前三季度, 联影智能的营业收入为 1.66 亿, 商业化进展已初现成效。

联影智能背靠联影医疗, 拥有充分的研发资源及资金支持, 为模型的开发及迭代优化提供基础; 同时, 联影智能与联影医疗深度合作形成了“设备+AI”的一体化竞争力, 也可进一步赋能集团影像设备的功能与价值提升, 形成商业模式闭环。

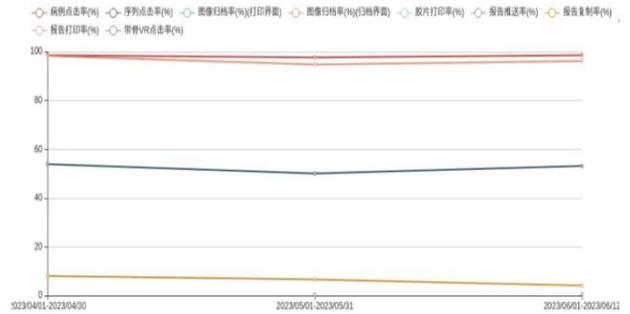


图表 28: 上海东方医院引入联影智能 AI 医学影像智能平台



数据来源：中国数字医学，华福证券研究所

图表 29: AI 医学影像智能平台头颈 AI 查看率接近 100%



数据来源：中国数字医学，华福证券研究所

3.5 全系列超声重磅布局，系列产品已临近上市

借力强大平台技术支持，超声新品厚积薄发，上市在即。根据 2024 年 11 月公司投资者关系纪要，公司在超声领域深耕四年，凭借强大的平台技术支持，包括机电、算法等方面的突破，公司能够在短时间内完成从超高端系列、中端系列、便携系列和无线掌超等多个产品线的布局，成功覆盖全身、心脏、妇产和介入、临床影像等多个领域。公司 2024 年首次展示了先进的自研超声平台及样机，公司的超声系列产品已临近上市，正与多所国内顶尖医院开展合作，有望持续发力百亿级超声影像市场。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

- 1) 依托于医学影像类产品高端产品推陈出新，公司不断完善优化从经济适用型到高端科研型全产品线的全方位布局，我们预计公司医学影像设备销售将实现稳步增长。同时在毛利率层面，预计随着高端新品的收入占比提升，预计未来三年销售医学影像设备的毛利率分别为 48%、48%、49%：
 - **CT 及 MR 产品**：23 年出台配置证新版管理目录后，CT 及 MR 设备采购均不再受配置证数量约束；预计 24 年产品收入受到以旧换新执行进度影响。我们认为随公司中高端 CT 的销售占比的逐步提升，假设未来三年 CT 产品营收-23%、17%、16%的增速；公司 MR 产品已经实现 1.5T/3.0T/5.0T 等基础临床诊断到高端科研的市场需求覆盖，假设未来三年 MR 产品营收-10%、15%、13%的增速。
 - **MI 产品**：23 年出台配置证新版管理目录后，PET/MR 由甲类调整为乙类，审核权限下放到各省，或拉动高端 MI 产品的需求释放。我们认为公司作为国内少有的可实现 PET /CT 注册并整机量产的公司，并具备国产首款一体化高性能



PET/MR，有望进一步受益于行业政策带来的需求释放；投资玖谊源也将助力公司在分子影像设备领域的发展，预计未来三年公司 MI 产品营收有望实现-10%、20%、17%的增速。

- **XR 产品：**随公司 XR 产品矩阵的日益丰厚，常规体检与临床诊断 DR、乳腺疾病筛查与诊断 Mammo、手术影像引导 DSA 等将为公司持续带来增量。考虑到当前 DSA 仍以 GPS 三家占据主导地位，国产厂商可替代空间广阔，公司 uAngio 960 于 22 年年底推出，我们预计该产品作为国内首款高端 DSA 有望持续贡献营收增量；预计 24 年产品收入受到以旧换新执行进度影响，假设未来三年 XR 产品营收-14%、12%、17%的增速。
- **RT 产品：**公司 uRT-linac 506c 作为行业首款一体化 CT 直线加速器，标志着国产 RT 设备在高端市场的突破；随着配置证新版管理目录对部分放射治疗设备调整为乙类、十四五对放射治疗设备的配置证增加，将推动公司在高端放疗设备领域的进一步突破，预计未来三年 RT 产品营收有望实现 39%、51%、68%的增速。
- 2) **提供维修服务：**随公司装机数量不断增加，维保服务保持较高速增长，我们预计维保业务将维持较高速增长，预计 24-26 年营收 27%、30%、30%的增速；公司维保业务近年毛利率保持提升态势，预计 24-26 年该业务毛利率为 62%、62.5%及 63%。
- 3) **软件销售收入：**随公司多款软件产品获证推向市场，我们预计公司软件销售有望稳步保持增长，考虑到 23 年增速较快主要系软件产品及服务验收周期较长，以前年度部分项目于本报告期内验收，预计 24-26 年营收-36%、20%、20%的增速，考虑到软件业务历史毛利率波动较大，我们此处以过去三年的平均水平预测未来毛利率，预计未来三年软件销售收入业务的毛利率分别为 36.8%、36.8%、36.8%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为-10%、20%、20%，归母净利润增速分别为-36%、47%、29%。

图表 30：公司业绩拆分预测表

(百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7253.76	9238.12	11410.77	10300.10	12360.54	14879.79
<i>YoY</i>	<i>25.91%</i>	<i>27.36%</i>	<i>23.52%</i>	<i>-9.73%</i>	<i>20.00%</i>	<i>20.38%</i>
营业成本	3668.60	4770.00	5878.58	5283.53	6235.39	7424.99
<i>毛利率</i>	<i>49.42%</i>	<i>48.37%</i>	<i>48.48%</i>	<i>48.70%</i>	<i>49.55%</i>	<i>50.10%</i>
销售医学影像设备	6,623.78	8,197.45	9,927.40	8,526.63	10,066.20	11,910.55
<i>YoY</i>	<i>26.15%</i>	<i>23.76%</i>	<i>21.10%</i>	<i>-14.11%</i>	<i>18.06%</i>	<i>18.32%</i>
成本	3,321.63	4,224.96	5,181.79	4,469.54	5,193.10	6,089.96
<i>毛利率</i>	<i>49.85%</i>	<i>48.46%</i>	<i>47.80%</i>	<i>47.58%</i>	<i>48.41%</i>	<i>48.87%</i>



业务收入占比	91.32%	88.74%	87.00%	82.78%	81.44%	80.05%
提供维修服务	439.43	748.97	1069.37	1359.17	1766.92	2297.00
YoY	54.85%	70.44%	42.78%	27.10%	30.00%	30.00%
成本	227.58	331.10	409.37	516.48	662.60	849.89
毛利率	48.21%	55.79%	61.72%	62.00%	62.50%	63.00%
业务收入占比	6.06%	8.11%	9.37%	13.20%	14.29%	15.44%
软件销售收入	84.16	77.59	174.47	111.73	134.08	160.89
YoY	-47.91%	-7.81%	124.86%	-35.96%	20.00%	20.00%
成本	44.94	57.78	107.54	70.58	84.69	101.63
毛利率	46.60%	25.54%	38.36%	36.83%	36.83%	36.83%
业务收入占比	1.16%	0.84%	1.53%	1.08%	1.08%	1.08%
其他业务	106.39	214.11	239.53	302.57	393.34	511.35
YoY	64.11%	101.25%	11.87%	26.32%	30.00%	30.00%
成本	74.45	156.16	179.52	226.93	295.01	383.51
毛利率	30.02%	27.06%	24.90%	25.00%	25.00%	25.00%
业务收入占比	1.47%	2.32%	2.01%	2.94%	3.18%	3.44%

数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

4.2 投资建议

考虑到公司在高端医学影像的领先地位，我们选取主营涉及医学影像的迈瑞医疗以及依托产品性能、提升国产内窥镜影像产品渗透率的开立医疗与澳华内镜作为可比公司。我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为-10%、20%、20%，归母净利润增速分别为-36%、47%、29%，当前股价对应 24-26 年 PE80/55/42 倍。采用可比公司估值法，可比公司 25 年平均 PE 为 34 倍，考虑到公司龙头地位，海外+重磅新品+AI 第二增长极，赋予一定估值溢价，首次覆盖，给予“持有”评级。

图表 31：可比公司估值表（截止 2025 年 3 月 24 日）

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300760	迈瑞医疗*	2,903.8	131.4	156.2	184.7	22.1	18.6	15.7
300633	开立医疗	131.5	2.8	4.8	6.8	46.8	27.2	19.3
688212	澳华内镜	57.2	0.6	1.0	1.5	100.4	57.2	37.4
可比公司平均值						56.4	34.4	24.1
688271	联影医疗	1,013.7	12.6	18.5	23.9	80.3	54.7	42.3

数据来源：iFinD，华福证券研究所

注：*为 iFinD 一致预期。开立医疗、澳华内镜为华福研究所预测

5 风险提示

- 1) **关键核心技术被侵权的风险**：如果行业内公司关键核心技术被侵权或泄密，将使公司研发投入的产出效果降低，无法持续保证公司产品的技术优势，对公司盈利产生不利影响。
- 2) **研发失败或无法产业化的风险**：如果行业内公司未来研发投入不足，或者受研



发人员、研发条件等不确定因素限制，可能导致公司不能按照计划开发出新产品，在研项目无法产业化，或者开发出的新产品在技术、性能、成本等方面不具备竞争优势，进而影响到公司在行业内的竞争地位和市场占有率。

- 3) **实施集中采购的政策风险：**如果未来更多省市甚至国家层面出台、实施上述大型医用设备的集采政策，则行业内公司可能面临较大的降价压力；如果公司未能在大型医用设备集采环节中标，则可能面临区域性销售收入下滑的风险。
- 4) **国际化经营及业务拓展风险：**不同海外市场和对地区对医疗器械的监管政策和法规通常不同，政治经济局势存在不确定性，对知识产权保护、不正当竞争、消费者保护等方面的监管力度也存在差异。随着海外业务规模的进一步扩大，行业内公司涉及的海外法律环境将会更加复杂多变，若公司不能及时应对海外市场环境、政策环境的变化，则会对公司海外业务拓展和经营带来不利影响。

图表 32: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,584	6,527	6,481	6,898	营业收入	11,411	10,300	12,361	14,880
应收票据及账款	3,233	2,802	3,294	3,931	营业成本	5,879	5,284	6,235	7,425
预付账款	148	163	205	242	税金及附加	69	63	69	81
存货	3,893	3,412	4,107	4,998	销售费用	1,770	1,906	1,972	2,232
合同资产	68	92	113	119	管理费用	561	618	677	789
其他流动资产	5,370	5,480	5,580	5,590	研发费用	1,729	1,807	2,101	2,455
流动资产合计	20,228	18,384	19,667	21,660	财务费用	-149	-180	-166	-136
长期股权投资	73	73	73	73	信用减值损失	-59	-120	-60	-60
固定资产	2,212	2,318	2,415	2,703	资产减值损失	-43	70	10	10
在建工程	850	1,450	2,050	2,450	公允价值变动收益	-6	4	9	2
无形资产	828	950	1,072	1,136	投资收益	110	62	62	78
商誉	22	22	22	22	其他收益	586	586	586	586
其他非流动资产	1,123	1,113	1,145	1,192	营业利润	2,142	1,406	2,079	2,650
非流动资产合计	5,108	5,926	6,778	7,577	营业外收入	10	10	11	11
资产合计	25,336	24,310	26,445	29,237	营业外支出	10	10	10	10
短期借款	9	0	0	0	利润总额	2,142	1,406	2,080	2,651
应付票据及账款	1,919	1,873	2,227	2,689	所得税	164	140	220	250
预收款项	0	0	0	0	净利润	1,978	1,266	1,860	2,401
合同负债	2,280	185	222	268	少数股东损益	3	4	6	7
其他应付款	416	416	416	416	归属母公司净利润	1,975	1,262	1,854	2,394
其他流动负债	1,174	1,217	1,302	1,446	EPS (按最新股本摊薄)	2.40	1.53	2.25	2.90
流动负债合计	5,798	3,692	4,167	4,819					
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	4,348	4,824	5,475					
归属母公司所有者权益	18,866	19,943	21,597	23,730					
少数股东权益	15	19	25	32					
所有者权益合计	18,881	19,961	21,621	23,762					
负债和股东权益	25,336	24,310	26,445	29,237					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	133	87	1,134	1,504
现金收益	2,155	1,377	2,009	2,600
存货影响	-433	481	-695	-891
经营性应收影响	-1,110	345	-544	-685
经营性应付影响	-177	-45	354	462
其他影响	-302	-2,072	10	18
投资活动现金流	-1,565	-1,109	-1,146	-962
资本支出	-1,017	-1,119	-1,134	-1,087
股权投资	-33	0	0	0
其他长期资产变化	-515	10	-12	125
融资活动现金流	-662	-35	-34	-125
借款增加	29	-9	0	0
股利及利息支付	-166	-201	-262	-321
股东融资	10	0	0	0
其他影响	-535	175	228	196

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%	20.0%	20.4%
EBIT 增长率	9.5%	-38.5%	56.0%	31.4%
归母公司净利润增长率	19.2%	-36.1%	46.9%	29.1%
获利能力				
毛利率	48.5%	48.7%	49.6%	50.1%
净利率	17.3%	12.3%	15.0%	16.1%
ROE	10.5%	6.3%	8.6%	10.1%
ROIC	14.7%	8.4%	11.8%	13.7%
偿债能力				
资产负债率	25.5%	17.9%	18.2%	18.7%
流动比率	3.5	5.0	4.7	4.5
速动比率	2.8	4.1	3.7	3.5
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	83	105	89	87
存货周转天数	225	249	217	221
每股指标 (元)				
每股收益	2.40	1.53	2.25	2.90
每股经营现金流	0.16	0.11	1.38	1.82
每股净资产	22.89	24.20	26.20	28.79
估值比率				
P/E	51	80	55	42
P/B	5	5	5	4
EV/EBITDA	40	62	42	33

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

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。本报告清晰准确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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn