



Research and
Development Center

“高端化+全球化+智能化”三擎驱动，打造医疗影像领军者

—联影医疗(688271)公司深度报告

2025 年 08 月 14 日

唐爱金 医药行业首席分析师	曹佳琳 医药行业分析师
S1500523080002	S1500523080011
tangaijin@cindasc.com	caojialin@cindasc.com

相关研究

1. 国内海外双轮驱动，数智化产品引领高质量发展
2. 国内海外双轮驱动，研发支出同比增长 58%
3. 国产影像龙头高端产品布局领先，海外拓展突破成长天花板

证券研究报告

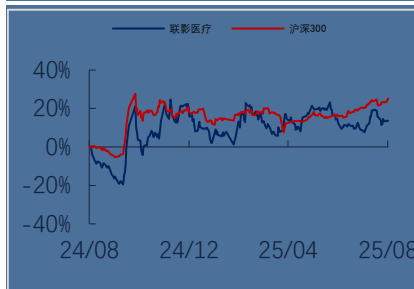
公司研究

公司深度报告

联影医疗 (688271)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	131.04
52 周内股价波动区间 (元)	92.81-143.70
最近一月涨跌幅 (%)	4.10
总股本 (亿股)	8.24
流通 A 股比例 (%)	71.99
总市值 (亿元)	1080

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦

B 座

邮编：100031

“高端化+全球化+智能化”三擎驱动，打造医疗影像领军者

2025 年 08 月 14 日

本期内容提要：

- **核心逻辑：**我们认为联影医疗作为国内医疗影像设备龙头企业，在产品高端化、市场全球化、技术智能化三大维度均取得显著突破，随着产品壁垒高筑、全球布局深化、AI 生态成型，公司业务未来有望保持快速发展，盈利能力有望持续提升。
- **完善布局与高端突破，驱动盈利提升。**公司构建了覆盖 MR、CT、XR、MI、RT 等领域的完善产品线，截至 2024 年底，累计推出超 140 款产品，多项产品实现“国内/行业首款”突破。作为国内稀缺的具备“高端影像设备整体解决方案能力”的企业，公司以 uCT Atlas Pro、uMI Panorama GS 等系列产品成功突破高端市场，并在高端 CT、MR、PET/CT 等技术密集型赛道建立起显著壁垒。产品优势驱动公司营收从 2018 年的 20.35 亿元跃升至 2024 年的 103.00 亿元，年复合增速高达 31%，展现了强劲的竞争力。随着存量设备装机量持续增长，高毛利的维保服务与软件解决方案业务逐步放量，与设备销售形成良性互动，优化收入结构，公司盈利能力和抗风险能力有望持续提升。
- **海内外协同拓展，全球化加速落地。**公司致力于构建覆盖广、融合深、本土化的全球销售运营服务体系：①在国内市场，2024 年虽受政策影响有所波动，但全产品线市占率呈梯度突破，在中国影像新增市场排名第一（不含超声和 DSA）。其中，超高端 CT (256 排+) 市占率突破 20%，3.0T MR 市占率提升 4 个百分点，1.5T 及以下 MR 重回第一；②在欧美市场，公司设备覆盖美国超 70% 州级行政区，PET/CT 累计装机破百台，欧洲完成英、法、德、意、西五大经济体布局，覆盖超 15 个欧盟国家。③在新兴市场：成功开辟巴西、墨西哥、土耳其等战略市场。在印度，MR、CT、PET/CT 三大产品线新增市占率均跻身前三，其中数字化 PET/CT 与 1.5T MR 分列新增市场第一。
- **AI 深度赋能，构建智能生态。**公司深化人工智能技术的应用，将 AI 算法嵌入医学影像设备全生命周期，成功打造了跨产品线的完整数智化超级平台，市场验证方面，2024 年推出的智能 CT——uCT Orion (天启 CT)，上市至 2025 年 2 月下旬累计订单已超百台。此外，公司投资联影智能（已推出 100 多款医疗 AI 产品），进一步夯实公司竞争实力。我们认为 AI 与 CT、MR、PET/CT 等核心设备的深度集成，显著提升系统级智能化能力与产品性能，AI 技术有望成为支撑公司产品升级、服务变现与平台扩展的关键引擎，为公司带来持续增长动力。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 120.62 亿元、141.56 亿元、166.57 亿元，同比增速分别为 17.1%、17.4%、17.7%，2025-2027 年实现归母净利润为 17.48 亿元、21.97 亿元、27.49 亿元，同比分别增长 38.5%、25.7%、25.1%，对应 2025 年 8 月 13 日的股价，PE 分别为 62、49、39 倍，首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。
- **风险因素：**市场竞争风险；境外市场拓展不及预期风险；汇率波动风险；技术创新能力风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11,411	10,300	12,062	14,156	16,657
增长率 YoY %	23.5%	-9.7%	17.1%	17.4%	17.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,974	1,262	1,748	2,197	2,749
增长率 YoY%	19.2%	-36.1%	38.5%	25.7%	25.1%
毛利率%	47.1%	48.5%	49.2%	50.1%	50.9%
净资产收益率ROE%	10.5%	6.3%	8.1%	9.3%	10.5%
EPS(摊薄)(元)	2.40	1.53	2.12	2.67	3.34
市盈率 P/E(倍)	54.70	85.59	61.78	49.16	39.28
市净率 P/B(倍)	5.72	5.43	5.01	4.57	4.13

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 13 日收盘价

目录

一、联影医疗：国产医疗影像龙头企业，行稳致远，逐步向前	7
1.1 联影医疗：聚焦研发，打造医疗影像领先企业	7
1.2 管理架构清晰，股权激励彰显高成长信心	8
1.3 全球化进程取得突破带动营收快速增长，盈利能力稳步提升	8
二、产品矩阵完善，性能比肩进口，打造医疗影像生态系统	11
2.1 需求增长，医学影像市场规模稳步提升	11
2.2 公司医学影像全产品线布局，中高端优势逐渐突显	12
2.2.1 MR：1.5T 较为成熟，3.0T 日益普及	12
2.2.2 CT：64 排以上 CT 占比持续提升，国产替代持续推进	14
2.2.3 XR：研发加速，大 C 型臂市场有望成为增长点	15
2.2.4 MI：技术领先，PET/CT 市占率稳居国内第一	17
2.2.5 RT：深耕直线加速器，逐步打破进口垄断	18
2.3 售后服务收入占比持续提升，增强盈利能力	20
三、加速“国内+海外”市场拓展，全球化战略逐步落地	21
3.1 国内市场：打破进口垄断，把握高端医学影像设备国产替代机会	21
3.2 欧美市场：树立高端品牌形象，走进主流医疗机构打造标杆	22
3.3 新兴市场：市占率快速跃升，构建增长生态，释放边际潜能	22
四、AI 赋能打造智能影像生态圈，并购加码完善产业链布局	24
4.1 布局 AI，打造智能影像生态圈，助力医院提质增效	24
4.2 产业链并购赋能，提升公司研发水平及完整解决方案提供能力	24
五、业务拆分、估值与投资评级	26
5.1 业务拆分及盈利预测	26
5.2 估值与投资评级	27
六、风险因素	29

表目录

表 1：公司股权激励计划方案	8
表 2：联影医疗产品线覆盖全面	12
表 3：联影医疗业务拆分	26
表 4：公司盈利预测情况（2024-2027E）	27
表 5：可比公司估值情况	28

图目录

图 1：公司主要产品情况	7
图 2：公司股权架构情况	8
图 3：公司近年营业收入变动情况（百万，%）	9
图 4：公司近年归母净利润变动情况（百万，%）	9
图 5：公司近年收入结构变动情况（分业务，%）	10
图 6：公司近年收入结构变动情况（分地区，%）	10
图 7：公司近年销售毛利率和净利率变动情况（%）	10
图 8：公司近年费用率变动情况（%）	10
图 9：医学影像诊断与治疗设备分类	11
图 10：2015-2030E 中国医学影像器械市场规模	11
图 11：2015-2030E 全球 MR 市场规模情况（分区域，单位：亿美元）	13
图 12：2020 年及 2030 年 MR 市场结构情况	13
图 13：公司 MR 销量及变动情况	14
图 14：公司 MR 销售收入及变动情况	14
图 15：2015-2030E 全球 CT 市场规模情况（分区域，单位：亿美元）	14
图 16：中国 CT 市场规模及变动情况	15
图 17：中国 CT 市场结构	15
图 18：公司 CT 销量及变动情况	15
图 19：公司 CT 销售收入及变动情况	15
图 20：2015-2030E 全球 XR 市场规模情况（分区域，单位：亿美元）	16
图 21：中国 XR 市场规模及变动情况	16
图 22：中国 XR 市场结构	16
图 23：公司 XR 销量及变动情况	17
图 24：公司 XR 销售收入及变动情况	17

图 25: 2015-2030E 全球 PET/CT 市场规模情况（分区域，单位：亿美元）	17
图 26: 2015-2030 年全球 PET/MR 市场规模情况	18
图 27: 公司 MI 销量及变动情况	18
图 28: 公司 MI 销售收入及变动情况	18
图 29: 2015-2030 年中国放疗设备产品市场规模情况	19
图 30: 公司 RT 销量及变动情况	20
图 31: 公司 RT 销售收入及变动情况	20
图 32: 公司售后维修服务收入变动情况	20
图 33: 公司售后维修服务收入毛利率变化情况	20
图 34: 中国医疗影像设备市场竞争格局情况	21
图 35: 联影医疗主营业务境内收入情况及产品线排名情况	22



投资聚焦：

1、产品维度：产品线完善+高端化突破，竞争优势增强，盈利能力有望不断提升。

从产品维度来看，公司产品覆盖 MR、CT、XR、MI、RT 等领域，截至 2024 年，公司累计推出 140 多款产品，多项产品实现“国内首款”及“行业首款”的突破，作为国内市场中稀缺的具备“高端影像设备整体解决方案能力”的企业，公司以 uCT Atlas Pro、uMI Panorama GS 等系列产品突破高端影像市场，并逐步在高端 CT、MR、PET/CT 等技术密集型赛道建立起明显的产品壁垒。在产品赋能下，公司营业收入从 2018 年的 20.35 亿元增长至 2024 年的 103.00 亿元，年复合增速达 31%，展现了较强的市场竞争力。随着公司存量装机数量不断提升，高毛利的维保服务业务与软件解决方案逐步放量，实现设备销售与服务业务的良性互动。我们认为产品高端化和服务占比提升，有望进一步优化公司的收入结构，提升公司的盈利能力和抗风险能力。

2、市场维度：加速“国内+海外”市场拓展，全球化战略逐步落地。

公司全力构建覆盖广泛、深度融合、本土化的销售、运营与服务体系，全球化布局迈入新的阶段。①国内市场：2024 年公司主营业务境内收入 76.64 亿元，虽然受招采政策影响收入有所下降，但从市占率来看，全产品线呈梯度突破态势，在中国影像产品新增市场占有率排名第一，其中超高端 CT(256 排及以上)市占率跨越 20%分水岭，3.0TMR 市占率提升近 4pts，1.5T 及以下 MR 重回第一位置。②欧美市场：公司的影像设备已覆盖美国超 70%州级行政区，PET/CT 累计装机量突破 100 台；欧洲市场完成对英、法、德、意、西五大经济体的全面布局，覆盖欧盟国家超 15 个。③新兴市场：公司成功开辟包括巴西、墨西哥、土耳其在内的多个战略市场，在印度，MR、CT、PET/CT 三大产品线集体跻身印度新增市场占有率前三，其中数字化 PET/CT 与 1.5T 磁共振分列新增市场占有率第一。我们认为公司通过全球化布局，在欧美及新兴市场持续建立品牌护城河与本地化壁垒，有望给公司发展形成稳定增长驱动力，熨平市场风险。

3、数智化维度：积极布局 AI+技术深度应用，打造智能影像生态圈。

公司持续深化 AI 技术应用，将 AI 算法嵌入医疗设备全生命周期，成功打造了跨产品线的完整数智化超级平台，公司的各产品线均已完成了智能化技术平台的开发和搭载，从市场反馈来看，2024 年公司推出智能 CT——uCT Orion（天启 CT），在 2024Q4 上市至 2025 年 2 月下旬，累计订单超百台。此外，公司投资联影智能，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，推出超过 100 款的 AI 产品，此次投资有望为公司产品提供智能化支持，夯实竞争实力。我们认为 AI 与 CT、MR、PET/CT 等核心设备的协同集成，提升系统级智能化能力，有望提升医疗影像设备的产品性能，AI 未来有望成为支撑公司产品升级、服务变现与平台扩展的关键引擎之一，为公司带来新的增长动力和竞争优势。

一、联影医疗：国产医疗影像龙头企业，行稳致远，迈步向前

1.1 联影医疗：聚焦研发，打造医疗影像领先企业

联影医疗成立于 2011 年，公司产品线覆盖磁共振成像系统（MR）、X 射线计算机断层扫描系统（CT）、X 射线成像系统（XR）、分子影像系统（MI）、放射治疗系统（RT）以及生命科学仪器等。

图1: 公司主要产品情况

序号	分类	产品		产品用途
1	医学影像设备	磁共振成像系统（MR）		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）		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）		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
2	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
3	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
4	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

资料来源：联影医疗招股说明书，联影医疗官网，信达证券研发中心

公司持续投入研发，构建完整产品线布局，截至 2024 年年报，公司累计向市场推出 140

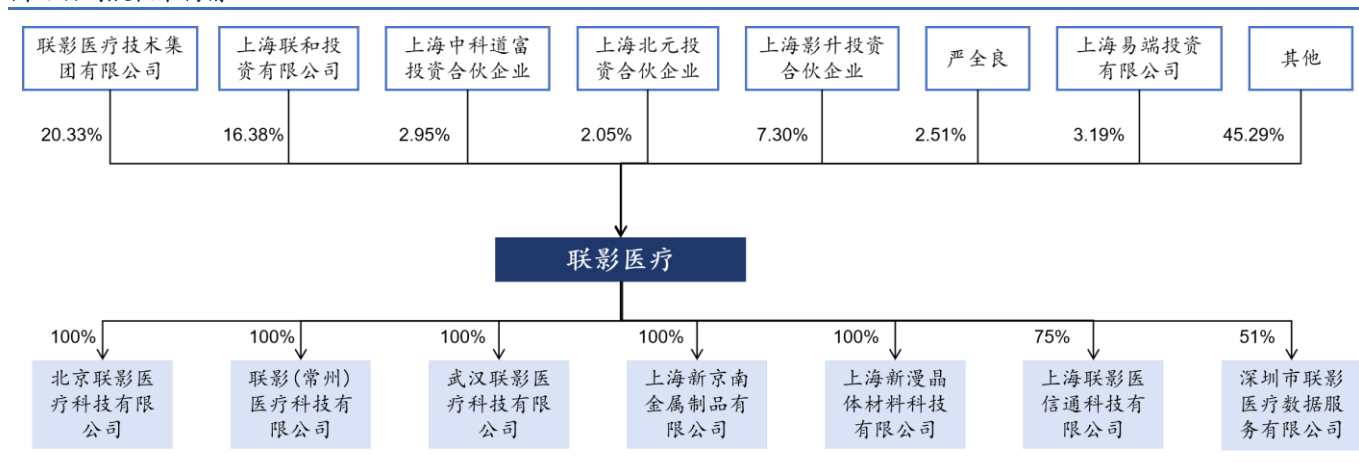
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

多款产品，多项产品实现“国内首款”及“行业首款”的突破。如 2018 年推出行业首台诊断级 CT 引导的一体化放疗加速器产品 uRT-linac 506c、国产首款一体化 PET/MR 产品——uPMR790，实现 PET 和 MR 的同步数据采集与成像。2019 年推出行业首款具有 4D 全身动态扫描功能的 PET/CT 产品——uEXPLORER，2020 年推出行业首款 75cm 超大孔径 3.0TMR 产品——uMR Omega、国产首款 320 排超高端 CT 产品——uCT 960+。2022 年推出了行业首款全身成像的 5.0TMR——uMR Jupiter 5T。2023 年推出了业界首款智慧仿生机械臂 DSA——uAngio 960。

1.2 管理架构清晰，股权激励彰显高成长信心

公司股权结构相对集中，且保持稳定。截至 2025 年 Q1，公司实际控制人为联影集团董事长薛敏，目前持有公司 24.27% 的股权，公司前 10 大股东持股 61.27%，股权集中度高，结构较为稳定。

图2: 公司股权结构情况



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

股权激励加码，彰显发展信心。2025 年 6 月，公司在 2024 年股权激励的基础上，发布新一期股权激励计划（草案），本次激励计划限制性股票的首次授予价格为 95 元/股，考核年度为 2025-2027 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，以公司 2024 年的营业收入为基数，对各考核年度的营业收入定比 2024 年度营业收入增长率（A）进行考核。

表1: 公司股权激励计划方案

首次公告日	授权价格	授予股数	考核目标
2025-06-14	每股 95 元	激励总股数 500 万股（占总股数 0.61%）	目标值
			触发值
			以公司 2024 年的营业收入为基数，2025 年增长 20%，2026 年增长 44%，2027 年增长 72.80%。
			以公司 2024 年的营业收入为基数，2025 年增长 16%，2026 年增长 34.56%，2027 年增长 56.09%。

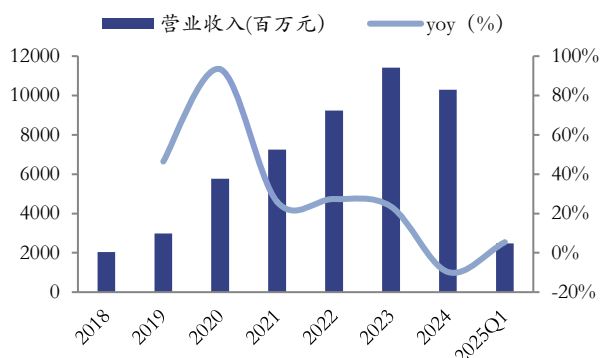
资料来源: 联影医疗公司公告, 信达证券研发中心

1.3 全球化进程取得突破带动营收快速增长，盈利能力稳步提升

近 6 年营收复合增速超 30%，迈过盈亏平衡点后，净利润快速释放。从营收情况来看，近年来随着公司高端系列产品陆续拿证上市，产品矩阵不断完善，中国业务增量份额持续提升，

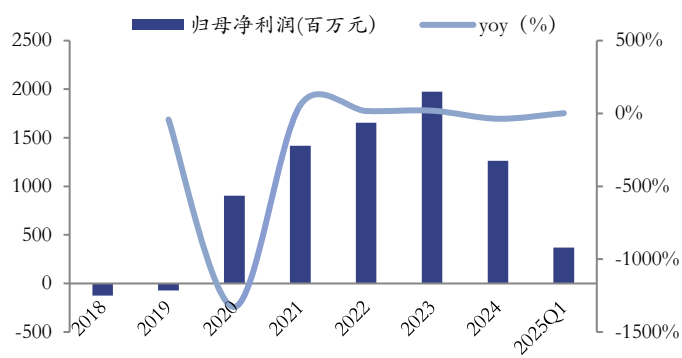
国际化战略转型成效逐步凸显，公司营业收入从 2018 年的 20.35 亿元增长至 2024 年的 103.00 亿元，年复合增速达 31%。从利润端来看，凭借规模效应、成熟供应链体系所带来的成本加速优化、数字化工具的深入应用带来运营效率提升，公司 2020 年扭亏为盈，实现归母净利润 9.03 亿元，2020-2023 年间归母净利润复合增速达 30%，2024 年受医疗招采节奏扰动、公司对关键战略方向的持续投入等因素影响，利润短期承压，实现归母净利润 12.62 亿元（yoy-36%）。我们认为公司业绩波动主要是短期因素扰动所致，随着行业政策有序释放、市场节奏回归常态，叠加公司持续夯实高端自主研发与全球市场拓展双轮驱动战略，在稳固传统产品线市场份额的基础上，不断推出高端化、智能化、数字化产品，公司的收入与利润均有望保持稳健增长。

图3: 公司近年营业收入变动情况（百万，%）



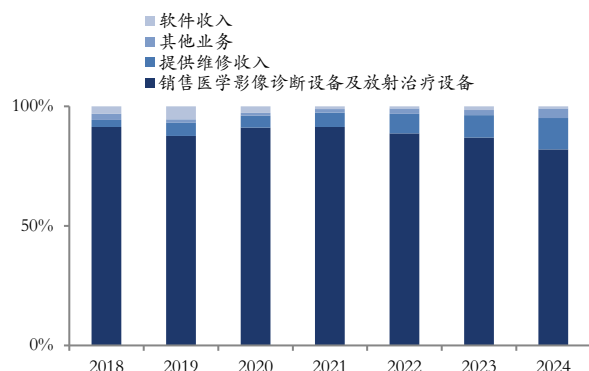
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图4: 公司近年归母净利润变动情况（百万，%）

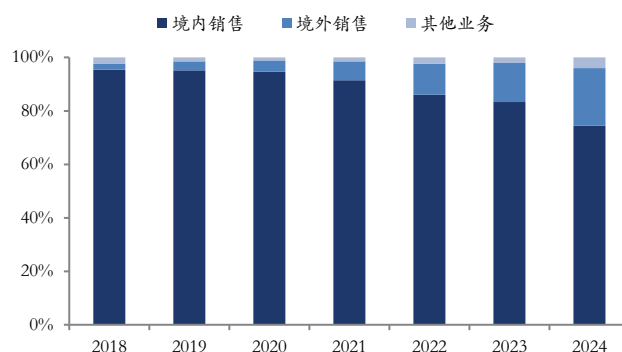


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

业务结构持续优化，全球化战略成果初显。从收入结构来看，设备销售是公司最主要的收入来源，收入占比在 80%以上，近年来随着公司存量装机数量不断提升，维保服务业务与软件解决方案逐步放量，2024 年收入占比约为 14%，在规模效应与技术赋能驱动下，维修服务业务毛利率由 2019 年的 31.67%稳步提升至 2024 年的 63.43%，拉动公司整体毛利率提升。我们认为随着装机量增加、设备使用年限延长以及 AI 影像服务、云平台订阅等后市场业务拓展，服务类收入占比有望持续提升，推动公司从“设备驱动型”向“平台服务型”企业转型。从收入区域分布来看，公司境外业务保持高增长趋势，国际化布局成效显著，2019 年，公司主营业务境外营收占比仅为 3.32%，2024 年已提升至 21.55%，2024 年全年主营业务境外营收达 22.2 亿元（yoy+33.81%），成为收入增长的重要引擎。2025 年第一季度，公司继续保持国际业务扩张态势，海外市场表现突出，全球化战略布局取得一定成效，我们认为随着公司海外本地化团队建设、渠道搭建与生产基地布局不断完善，服务保障能力增强，公司在海外市场竞争力有望不断增强，境外业务收入占比仍有较大的提升空间。

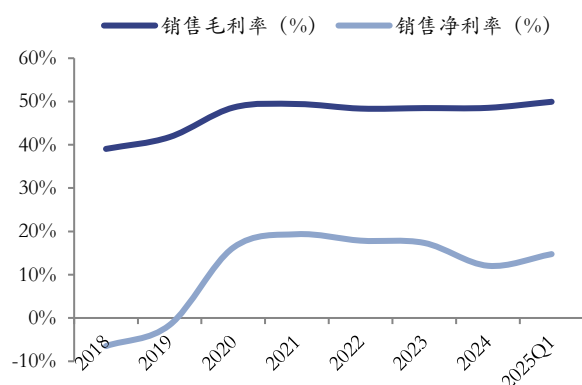
图5: 公司近年收入结构变动情况 (分业务, %)


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

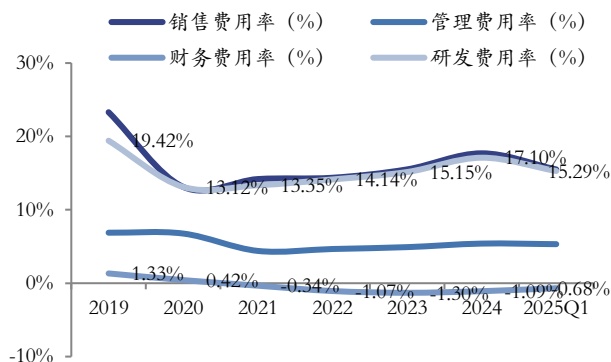
图6: 公司近年收入结构变动情况 (分地区, %)


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

销售毛利率稳中有升, 高研发和销售投入助力公司长期成长。从盈利能力来看, 2020 年以来, 毛利率持续维持在 48% - 50%之间, 随着公司业务结构优化 (高端产品占比持续提升、高毛利的服务业务收入占比提升), 毛利率有望持续提升。从费用率角度来看, 公司的费用结构在战略投入与效率优化间保持动态平衡, 较高的研发投入可以夯实公司在光子计数 CT、磁共振引导的直线加速器等前沿技术领域的布局, 销售费用的健康增长体现了公司在全球化渠道网络建设及高端设备品牌建设方面的投入, 加速技术价值向品牌溢价的转化, 助力公司长期成长。销售净利率方面, 自迈过盈亏平衡点后, 2021 - 2025Q1 间, 净利率水平保持在 15% - 20%之间波动, 盈利能力稳健。

图7: 公司近年销售毛利率和净利率变动情况 (%)


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图8: 公司近年费用率变动情况 (%)


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

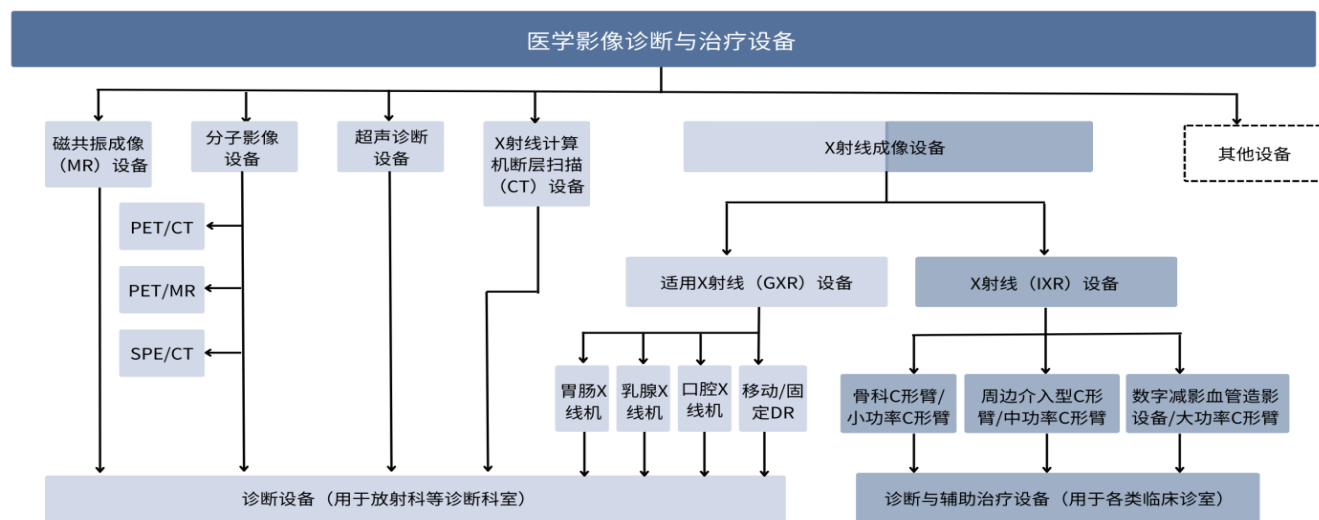
二、产品矩阵完善，性能比肩进口，打造医疗影像生态系统

2.1 需求增长，医学影像市场规模稳步提升

医学影像设备是指为实现诊断或治疗引导的目的，通过对人体施加包括可见光、X 射线、超声、强磁场等各种物理信号，记录人体反馈的信号强度分布，形成图像，并使得医生可以从判读人体结构、病变信息的技术手段的设备。

按照使用目的，医学影像设备可分为诊断影像设备及治疗影像设备，其中诊断影像设备根据信号的不同大致可分为磁共振成像设备（MR）、X 射线计算机断层扫描成像设备（CT）、X 射线成像设备（XR）、分子影像设备（MI）、超声设备（US）等；治疗影像设备大致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。

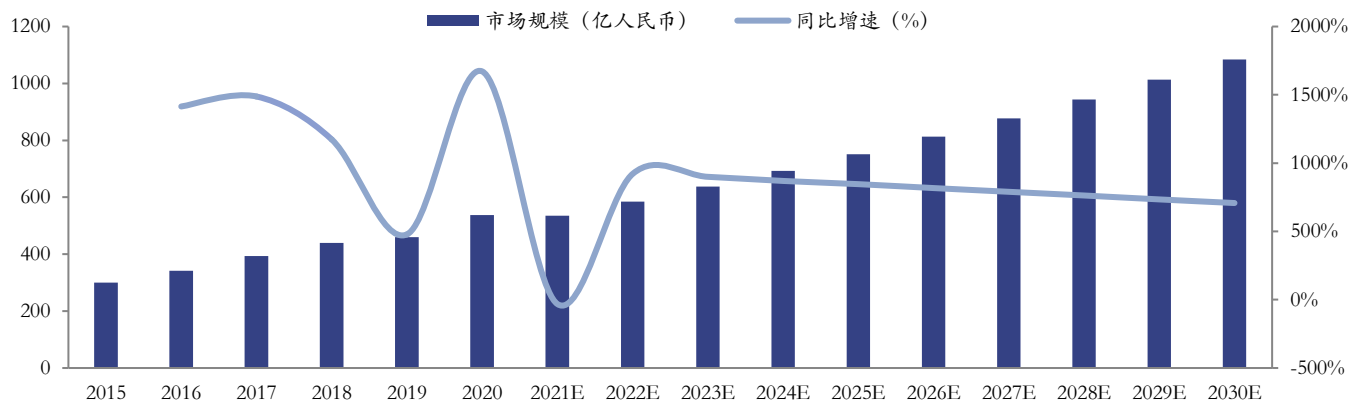
图9：医学影像诊断与治疗设备分类



资料来源：联影医疗招股说明书，信达证券研发中心

老龄化推动医学影像市场持续扩容。根据民政部统计数据，截至 2023 年底，65 岁以上的人口达 2.17 亿，占全国总人口的 15.4%，老年人口规模超过世界上绝大多数国家人口总量，预计 2035 年前后将突破 4 亿，到 2050 年左右突破 5 亿。由于心脑血管、肿瘤、神经系统等疾病的患病概率随着年龄的增长不断提高，随着老龄化进程加速，医学影像设备的市场持续扩容，根据联影医疗招股说明书、灼识咨询数据，预计 2030 年可达到 1084.7 亿元，同比增长 7.08%，相比 2015 年的 299.7 亿人民币增长 261.93%。

图10：2015-2030E 中国医学影像器械市场规模



资料来源：联影医疗招股说明书，灼识咨询，信达证券研发中心

2.2 公司医学影像全产品线布局，中高端优势逐渐突显

产品线布局完善，高端产品优势凸显，逐步实现进口替代。公司已经构建包括医学影像设备、放射治疗产品、生命科学仪器在内的完整产品线布局，产品包括磁共振成像系统（MR）、X射线计算机断层扫描系统（CT）、X射线成像系统（XR）、分子影像系统（PET/CT、PET/MR）、医用直线加速器系统（RT）以及生命科学仪器。目前国内市场，高端产品以及超高端产品市场仍以进口品牌为主，公司深耕高端产品研发，在CT产线，联影医疗独有320排/640层产品，在PET/CT产线中，联影医疗是唯一拥有 $AFOV>120cm$ 产品的企业，优势明显，为高端产品打破进口垄断，实现国产化奠定基础。

表2: 联影医疗产品线覆盖全面

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							
Mammo	▲	▲	▲			▲	▲
常规/移动 DR	▲	▲	▲	▲		▲	▲
中小 C	▲	▲	▲	▲		▲	▲
大 C (DSA)	▲	▲	▲	▲		▲	▲
MI 产品							
PET/CT							
$AFOV>120cm$	▲						
$AFOV50-120cm$	▲	▲	▲				
$AFOV<50cm$	▲	▲	▲	▲			▲
PET/MR	▲	▲	▲				
超声产品							
超声产品		▲	▲	▲		▲	▲
RT 产品							
直线加速器	▲		▲		▲		▲
图像引导直加	▲		▲		▲		▲
生命科学仪器							
生命科学仪器	▲						

资料来源：联影医疗 2024 年年报，信达证券研发中心

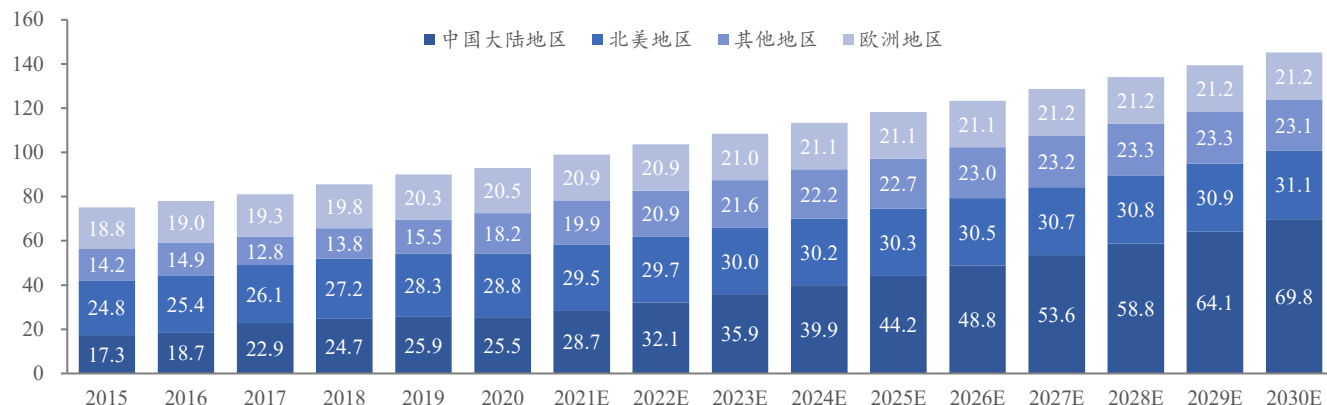
2.2.1 MR：1.5T 较为成熟，3.0T 日益普及

磁共振成像系统（Magnetic Resonance Imaging，简称 MR）是一种利用人体内水分子中的原子核（主要是氢质子）在强磁场中的磁共振信号经重建进行组织或器官成像的设备，具有无电离辐射、多参数多方位成像、高软组织分辨率、无需造影剂的血管成像、功能成像能力、广泛的临床应用、扫描范围灵活以及图像信息丰富等显著优点。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。

全球 MR 市场规模稳步提升，中国增速领先，预计 2030 年占比 48.1%。截止 2020 年底，全球已有超过 50,000 台 MR 系统装机并运用到不同领域，全球 MR 市场规模 2020 年达到 93.0 亿美元，根据联影医疗招股说明书、灼识咨询数据，预计 2030 年将达到 145.1 亿美元，年复合增长率为 4.5%，其中中国大陆地区 MR 市场规模 2020 年为 25.5 亿美元，预计 2030 年

将达 69.8 亿美元，年复合增速为 10.6%。

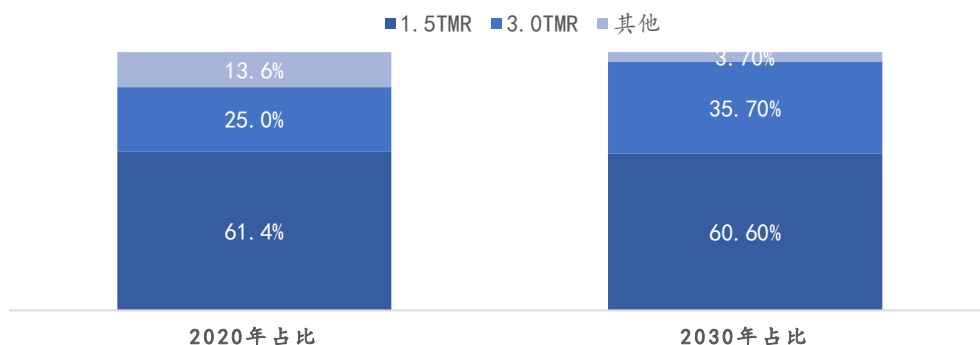
图11: 2015-2030E 全球 MR 市场规模情况（分区域，单位：亿美元）



资料来源：联影医疗招股说明书，灼识咨询，信达证券研发中心

高端 MR 成为主要增长点，3.0T 日益普及。1.5TMR 和 3.0TMR 分别指的是磁场强度为 1.5 特斯拉和 3.0 特斯拉的磁共振成像设备，1.5TMR 通常用于常规的临床检查，能够提供较为清晰的图像，满足大多数疾病的诊断需求，3.0TMR 与 1.5TMR 相比，具有更高的磁场强度和更强的性能，能够提供更清晰、更准确的图像，适用于需要高分辨率和精细诊断的场合。随着国内市场配置证的放开，我们认为更高性能的 3.0T 产品市场占比有望进一步提升，根据联影医疗招股说明书、灼识咨询数据可知，2020 年中国市场 1.5T MR 占比约为 61.4%，3.0T 的高端 MR 仅占比 25.0%，预计 2030 年将增长至 35.7% 的占比，3.0T MR 将成为中国 MR 市场主要增长点。

图12: 2020 年及 2030 年 MR 市场结构情况



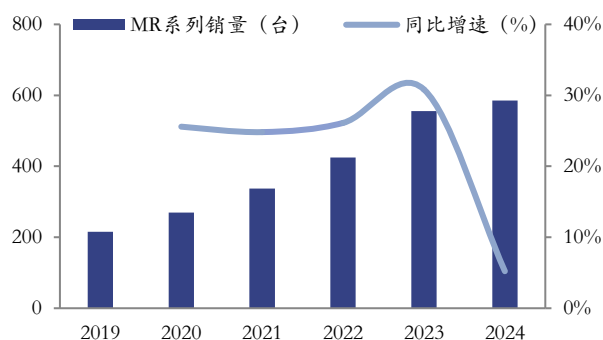
资料来源：联影医疗招股说明书，灼识咨询，信达证券研发中心

MR 营收稳步增长，3.0TMR 仍有较大拓展空间。近年来，公司凭借高性价比的 1.5T、3.0T 设备快速渗透市场，同时以全球首创的 5.0T uMR Jupiter 打入科研高端场景，MR 作为公司核心产品线之一，自 2019 年以来年销量持续攀升，由 2019 年的 215 台增长至 2024 年的 585 台，年复合增长率达 22%，2024 年增速放缓主要系公司主动推进产品结构升级，聚焦更高端型号及海外市场拓展，导致销售量增速短期波动。从收入端来看，MR 产品销售收入由 2019 年的 9.1 亿元提升至 2024 年的 31.9 亿元，年复合增速达 29%。从公司市占率来看，按照 2024 年新增市场金额统计，在中国 1.5T 及以下超导 MR 市场中，公司市占率第一，在中国 3.0TMR 市场中，公司市占率第三，在中国 3.0T 以上超高场 MR 设备市场中，公司市占率第一。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 13

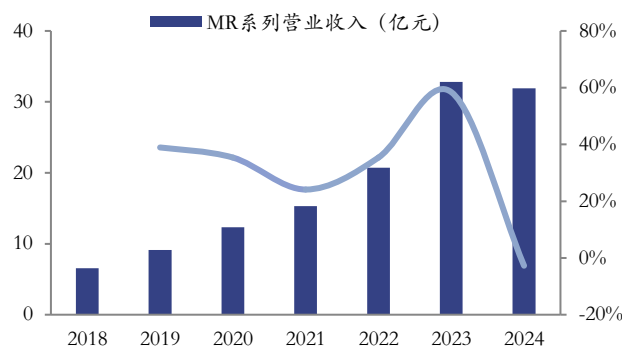
我们认为公司在 3.0T 以上的中高端市场仍有较大的发展空间，近年来，随着公司坚持高端化布局、用 AI 赋能影像诊断、技术和价格双重优势凸显，联影在 MR 领域有望继续保持市场扩张的势头。

图13: 公司 MR 销量及变动情况



资料来源: ifind, 联影医疗年报, 信达证券研发中心

图14: 公司 MR 销售收入及变动情况



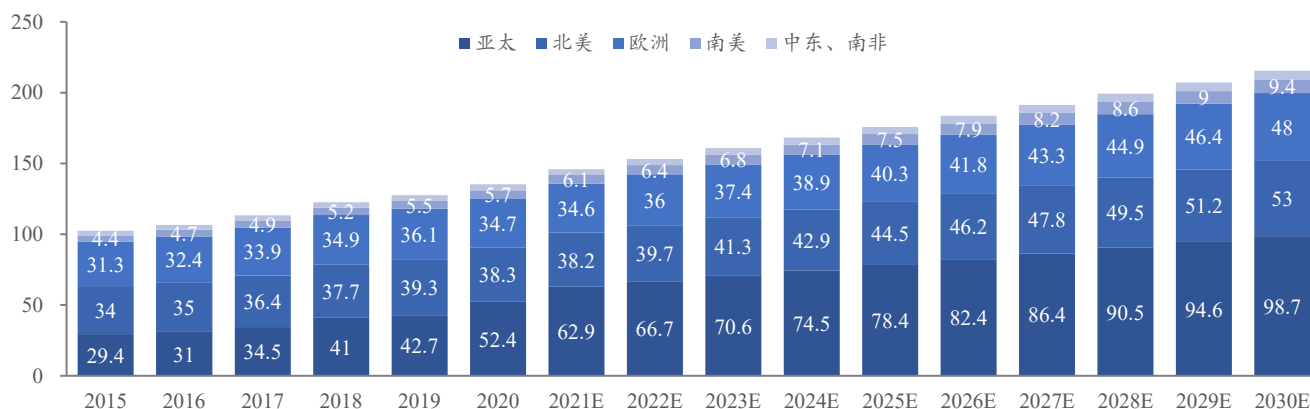
资料来源: ifind, 联影医疗年报, 信达证券研发中心

2.2.2 CT: 64 排以上 CT 占比持续提升，国产替代持续推进

X 射线计算机断层成像系统 (Computed Tomography, 简称 CT)，是指通过球管发出 X 射线, X 射线穿透人体组织后被探测器接收并转换为数字信号, 经计算机变换处理后形成被检查部位的断面或立体图像, 从而发现人体组织或器官病变。

亚太地区 CT 市场年复合增速超全球水平，成为 CT 市场增长的主要驱动力。从全球市场的维度，2020 年全球 CT 市场规模约为 135.3 亿美元，预计 2030 年将达到 215.4 亿美元，年复合增长率为 4.8%。分区域来看，欧美发达国家 CT 市场已经进入了相对成熟期，全球 CT 市场的主要增长动力来自亚太地区，2020 年亚太地区 CT 市场规模约为 52.4 亿美元，占全球比重为 38.73%，根据联影医疗招股说明书、灼识咨询数据，2030 年预计将达 98.7 亿美元，占全球比重为 45.82%，2020-2030 年亚太 CT 市场规模年复合增长率约为 6.5%，高于全球水平，成为带动全球 CT 市场增长的主要力量。

图15: 2015-2030E 全球 CT 市场规模情况（分区域，单位：亿美元）

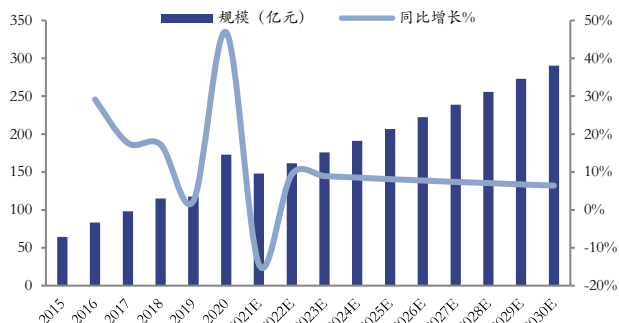


资料来源: 联影医疗招股说明书, 灼识咨询, 信达证券研发中心

国内 CT 市场快速发展，64 排以上的高端市场存在较大国产替代空间。就国内市场来看，2019 年中国 CT 市场规模达到约 117.6 亿元，2020 年疫情需求带动了 CT 市场的快速增长，市场规模达 172.7 亿元 (yoy+46.85%)，根据联影医疗招股说明书、灼识咨询数据，预计到 2030 年中国 CT 市场规模将达到 290.5 亿元。从产品的构成分析，2020 年 64 排以下的 CT 占比

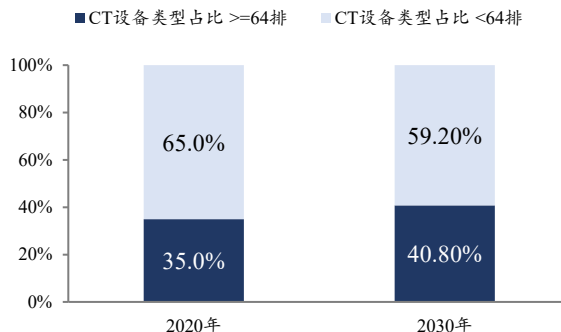
为 65%，64 排以上的 CT 占比 35%，根据联影医疗招股说明书、灼识咨询数据，预计 2030 年 64 排以上的 CT 将达到 40.8%，而从国产化率来看，64 排以下 CT 国产化率已经超过 50%，而 64 排以上 CT 国产化率不到 10%，对于国产企业而言，抓住 64 排以上 CT 国产替代的机会是公司发展的重要驱动。

图16: 中国 CT 市场规模及变动情况



资料来源：联影医疗招股说明书，灼识咨询，信达证券研发中心

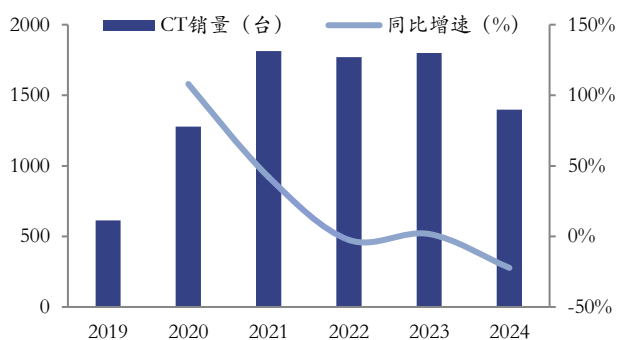
图17: 中国 CT 市场结构



资料来源：联影医疗招股说明书，灼识咨询，信达证券研发中心

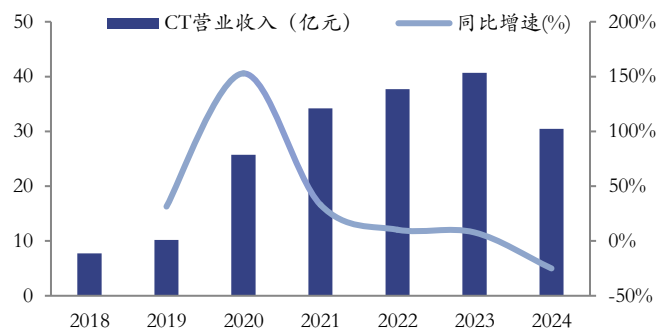
疫情需求驱动 CT 销量和营收大幅增长，高基数下短期增长承压，长期看好高端替代。疫情期间，为满足发热门诊临时需求，医院大量采购 CT 设备，尤其是中低端 CT 设备，如 16 排 CT，导致 CT 设备销量大幅增长，2020 年销售 CT 收入达 25.72 亿元（yoy+152.9%），随着疫情得到控制，加上 CT 设备大规模采购以后，市场饱和度提升，2022 年销量小幅降低，2024 年受招采节奏扰动，公司 CT 业务短期承压。就市占率来看，按照 2024 年国内新增市场金额统计，公司在 40 排及以下 CT 市占率第一，在 64 排-80 排 CT 市占率第一，在 128 排至 256 排 CT 市占率排名第二，在 256 排以上的 CT 市占率第三，公司 CT 产品线覆盖临床经济型产品及高端科研型产品，可满足疾病筛查、临床诊断、科研等多元化需求，其中超高端的 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，能够实现单心动周期的任意心率心脏成像、单器官灌注和快速大范围血管成像，具备低剂量成像和球管电压切换的能谱成像功能，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，我们认为公司通过超高端产品能进一步展示技术实力，在 CT 高端市场仍有较大的进口替代空间。

图18: 公司 CT 销量及变动情况



资料来源：ifind，联影医疗年报，信达证券研发中心

图19: 公司 CT 销售收入及变动情况



资料来源：ifind，联影医疗年报，信达证券研发中心

2.2.3 XR：研发加速，大 C 型臂市场有望成为增长点

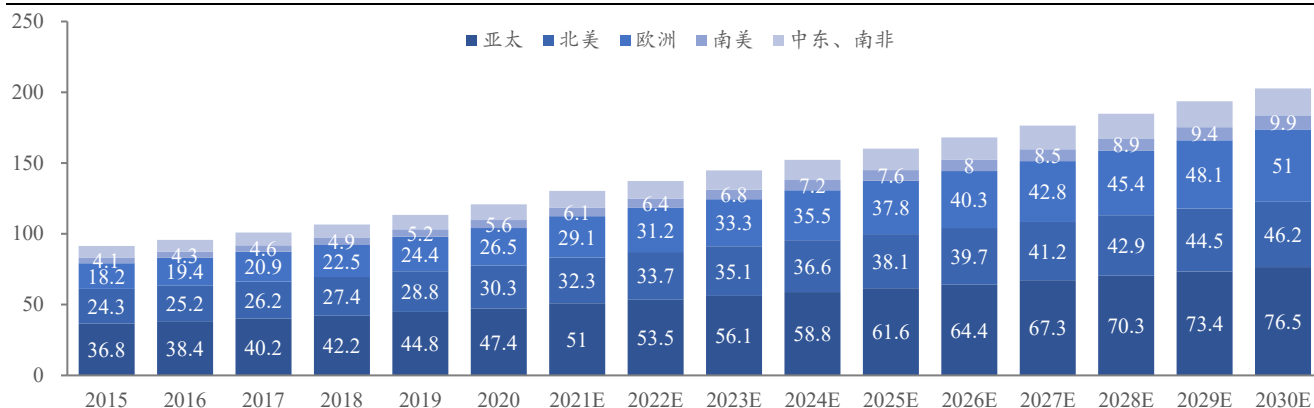
X 射线成像系统（X-ray，简称 XR）是通过球管发出 X 射线，X 射线穿透人体组织后被探测器接收并生成人体影像，根据临床应用的不同具有不同的成像模式，包括二维静态成像、二维动态成像、三维断层成像等。XR 检查可应用于筛查、诊断及外科手术与介入手术的影像引

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

导。

从全球市场来看，亚太地区由于人口众多，是XR产品最大的市场。2020年全球XR设备市场规模约120.8亿美元，亚太地区占比达39.24%，根据联影医疗招股说明书、灼识咨询数据，预计2030年全球XR设备市场有望达到202.8亿美元，其中亚太市场为76.5亿美元，占比为37.72%。

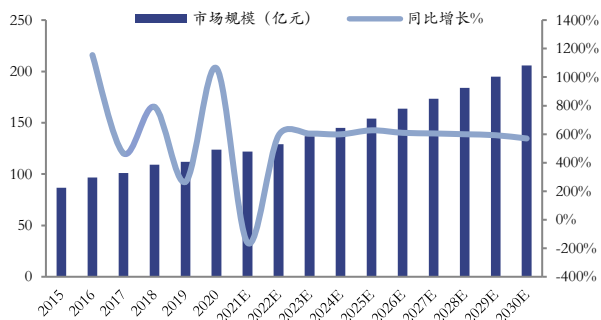
图20: 2015-2030E 全球XR市场规模情况（分区域，单位：亿美元）



资料来源：联影医疗招股说明书，灼识咨询，信达证券研发中心

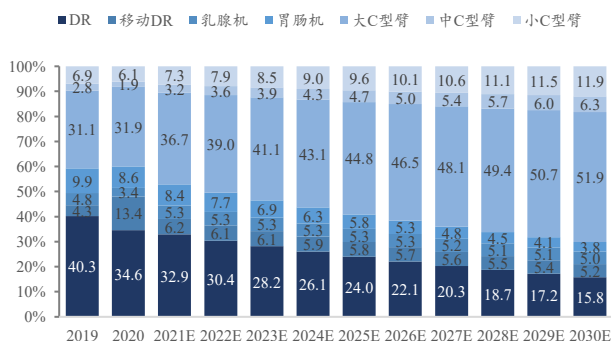
就中国市场来看，大C型臂市场规模有望逐渐赶超DR。随着分级诊疗政策推行，基层市场空间得到释放，2020年中国XR市场规模达123.8亿元，根据联影医疗招股说明书、灼识咨询数据，预计2030年市场规模将达到206.0亿元，年复合增长率5.2%。从结构来看，DR产品一直以来占比最高，2019年占比为40.3%，随着XR高端设备国产化不断提高，大C型臂占比逐年提高，根据联影医疗招股说明书、灼识咨询数据，大C型臂产品占比有望从2019年31.1%提升到2030年的51.9%，成为XR领域最主要的产品。

图21: 中国XR市场规模及变动情况



资料来源：联影医疗招股说明书，灼识咨询，信达证券研发中心

图22: 中国XR市场结构

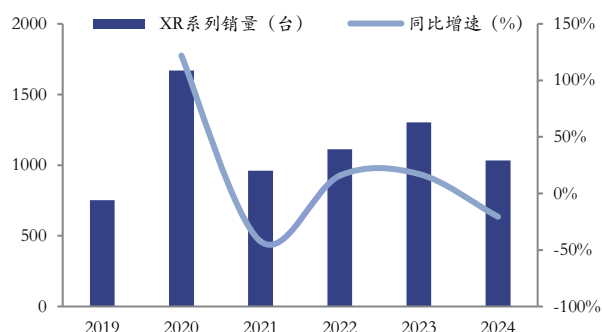


资料来源：联影医疗招股说明书，灼识咨询，信达证券研发中心

疫情期间XR大幅放量，营收和销量的增幅分别高达127%和121.94%。在销量方面，联影医疗依靠产品性能优势，XR年销量从2019年的752台增长到2023年的1303台。其中2020年，由于移动DR在发热门诊、ICU、隔离病房等场景中可广泛应用，销量大幅增加，带动公司收入快速上升，2020年营业收入增长至8.24亿元（yoy+127%），2024年收入和销量均出现下滑，主要受医院招采节奏影响。从市场占有率来看，按照2024年度中国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市占率第一，乳腺DR及移动DR市占率第二，介入XR产品（含DSA和移动C型

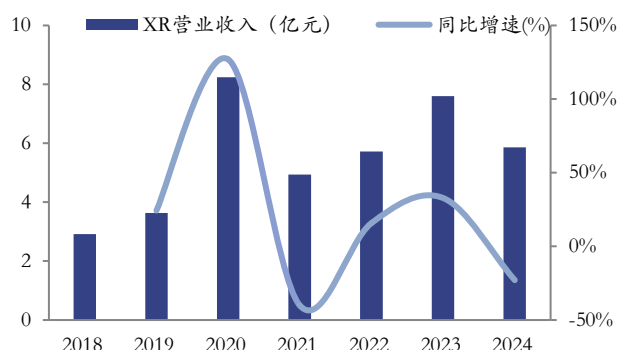
臂)领域,市占率第四。我们认为公司在乳腺 DR、介入 XR 领域还有较大的发展空间,未来随着乳腺 DR 国产化进程推进,以及介入 DR 市场扩容,公司 XR 类产品收入有望保持持续增长。

图23: 公司 XR 销量及变动情况



资料来源: ifind, 联影医疗年报, 信达证券研发中心

图24: 公司 XR 销售收入及变动情况



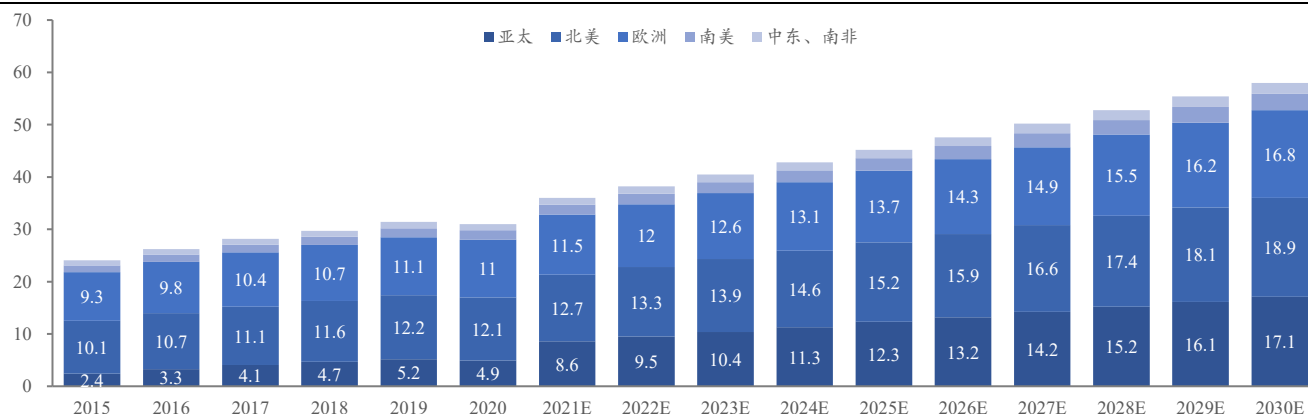
资料来源: ifind, 联影医疗年报, 信达证券研发中心

2.2.4 MI: 技术领先, PET/CT 市占率稳居国内第一

分子影像(Molecular Imaging, 简称 MI)属于医学影像领域的高端产品,可显示组织水平、细胞和亚细胞水平的特分子,反映活体状态下分子水平变化,从而对生物学行为在影像方面进行定性和定量研究。分子成像技术能够探查疾病过程中细胞和分子水平的异常,探索疾病(如癌症、帕金森综合症)的发生、发展和转归,评价药物和治疗的效果。

就 PET/CT 市场来看,亚太地区需求快速上升,未来有望成为全球第二大市场。2015-2020 年,全球 PET/CT 市场规模保持相对稳定增长,从 24.1 亿美元增长 31.0 亿美元,年复合增长率约为 5.2%,未来随着高端医疗需求提高、技术突破、人均可支配收入的提高,PET/CT 需求有望快速增长,根据联影医疗招股说明书、灼识咨询数据,预计 2030 年全球 PET/CT 市场规模将达到 58.0 亿美元。从区域维度来看,亚太地区 PET/CT 市场仍处于快速发展阶段,从 2015 年的 2.4 亿美元增长至 2020 年的 4.9 亿美元,2030 年有望达 17.1 亿美元,成为全球第二大地区市场。

图25: 2015-2030E 全球 PET/CT 市场规模情况(分区域,单位:亿美元)

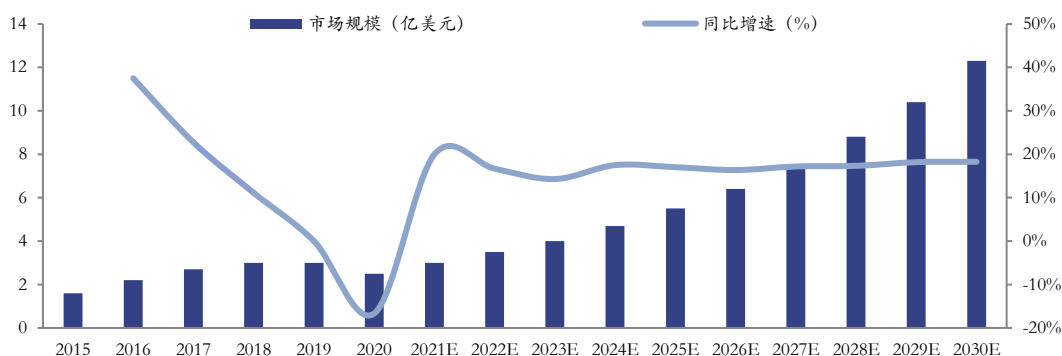


资料来源: 联影医疗招股说明书, 灼识咨询, 信达证券研发中心

就 PET/MR 市场来看,2020 年 PET/MR 设备的生产、运输和安装等环节受疫情影响,有所延迟或中断,市场规模下降至 2.5 亿美元(yoy-16.67%),2021-2030 年全球 PET/MR 市场规

模逐年稳步增长，根据联影医疗招股说明书、灼识咨询数据，预计 2030 年可达到 12.3 亿美元，年复合增速 17%。

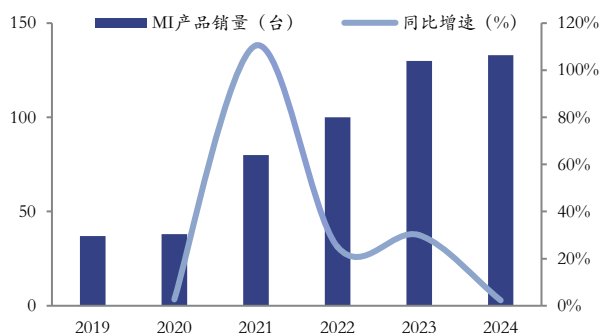
图26: 2015-2030 年全球 PET/MR 市场规模情况



资料来源：联影医疗招股说明书，灼识咨询，信达证券研发中心

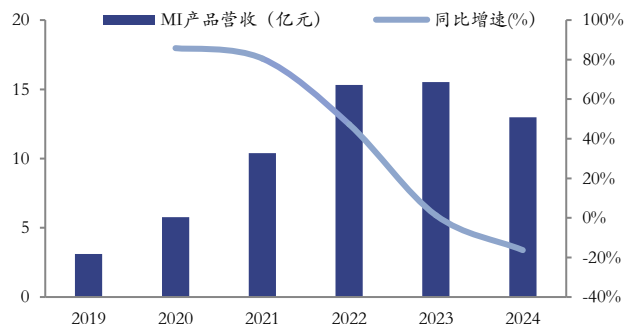
MI 年销量持续上升，PET/CT 市占率稳居国内第一。公司是中国市场头部的分子影像设备厂商之一，是国内少数取得 PET/CT 产品注册并实现整机量产的企业，掌握了探测器研制技术、电子学技术、重建及控制技术，可以实现高空间分辨率、高飞行时间（TOF）分辨率、高灵敏度和大轴向视野、全身动态扫描，为肿瘤、神经、心脏相关疾病的临床诊疗提供精准分析。从销量来看，公司 MI 产品销量从 2019 年的 37 台增长至 2023 年的 130 台，其中 2021 年销量快速增长，主要是受疫情影响生产及交付延迟导致 2020 年基数较低，2022、2023 年销量分别增长 25%和 30%，MI 产品逐步进入规模放量阶段。从收入来看，MI 产品 2021 年销售收入突破 10 亿元（yoy+80.56%），2024 年收入下滑，我们认为主要是因为 MI 项目交付周期长、核药配套依赖强、客户采购节奏不稳定，影响了年度确认节奏。从市场占有率来看，按照 2024 年度国内新增市场金额口径统计，PET/CT 连续九年实现中国市场占有率排名第一，PET/MR 中国市场占有率排名第二。我们认为公司在 MI 领域技术领先，优势突出，随着公司聚焦高端产品研发、加速海外突破、推动产品结构升级，MI 产品有望持续增长。

图27: 公司 MI 销量及变动情况



资料来源：ifind，联影医疗年报，信达证券研发中心

图28: 公司 MI 销售收入及变动情况



资料来源：ifind，联影医疗年报，信达证券研发中心

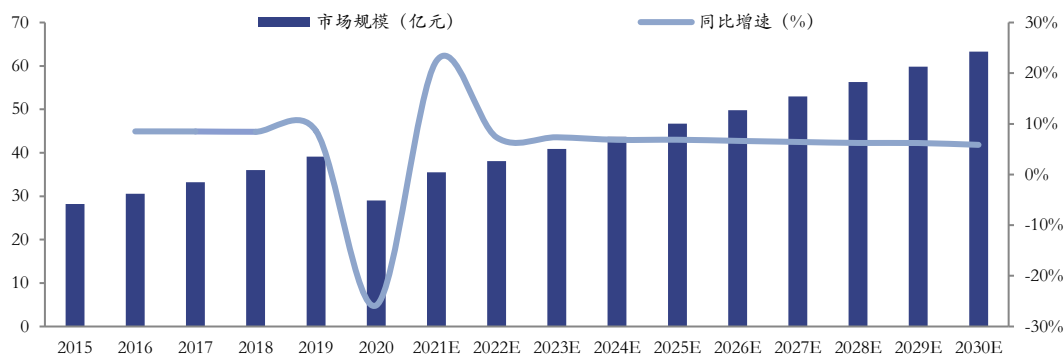
2.2.5 RT：深耕直线加速器，逐步打破进口垄断

放射治疗系统（Radiation Therapy，简称 RT），利用放射性同位素产生的 α 、 β 、 γ 射线和各类 X 射线治疗机或加速器产生的 X 射线、电子线、质子束及其他粒子束等治疗肿瘤，是目前重要的肿瘤治疗方式。国内外最主流的放疗设备是医用直线加速器和基于钴源的伽马刀

以及少量质子、重离子设备，其中医用直线加速器可广泛应用于全身多部位原发或继发肿瘤的治疗。

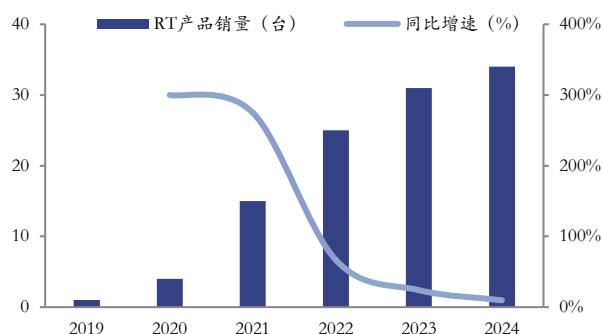
中国放疗设备产品市场规模稳定增长。随着放疗设备技术逐渐成熟，中国放疗设备市场保持稳定增长，市场规模从 2015 年的 28.2 亿元增长到 2019 年的 39.1 亿元，2020 年受疫情影响略有回落，而后恢复，根据联影医疗招股说明书、灼识咨询数据，中国放疗设备产品 2030 年市场规模有望达到 63.3 亿元，2021-2030 年间年复合增速为 7%。

图29: 2015-2030 年中国放疗设备产品市场规模情况

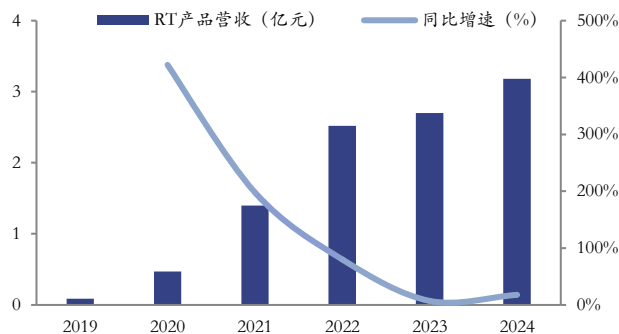


资料来源：联影医疗招股说明书，灼识咨询，信达证券研发中心

深耕直线加速器，实现 RT 产品技术突破，市占率快速提升。公司开发出行业首款一体化 CT 引导直线加速器 uRT-linac 506c，将诊断级 CT 与加速器双中心同轴融合，有效应对放疗全疗程中的肿瘤形态变化，同时搭载智能化软件，在确保精准放疗的同时大幅提高医务人员的工作效率，构建了一体化自主可控的放疗全流程解决方案，在放疗领域竞争力不断增强。从销量来看，2021 年在技术平台逐步成熟、市场需求快速回暖的背景下，RT 设备销量大幅增长至 15 台 (yoy+275%)，近年来，公司 RT 设备销售保持稳定增长，销售收入从 2019 年的 0.09 亿增长至 2024 年的 3.18 亿元。从市占率来看，在放疗设备市场，瓦里安和医科达作为放射治疗设备龙头企业，占据了我国 RT 市场主要份额，公司作为国内领先的放疗企业，逐步打破进口垄断，市占率不断提升，按照 2024 年国内新增市场金额统计，公司 RT 产品市场占有率同比提升近 8 个百分点，排名第三，与市场第二名的差距显著缩小。我们认为公司通过产品结构升级、高端型号推广与服务配套拓展等方式提升单台设备价值，未来随着 HalosTx 等高端产品的进一步落地，以及国产替代政策持续推进，RT 业务仍具备稳健增长潜力。

图30: 公司 RT 销量及变动情况


资料来源: ifind, 联影医疗年报, 信达证券研发中心

图31: 公司 RT 销售收入及变动情况


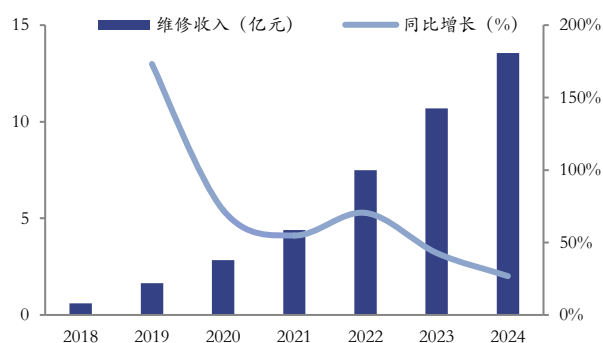
资料来源: ifind, 联影医疗年报, 信达证券研发中心

2.3 售后服务收入占比持续提升, 增强盈利能力

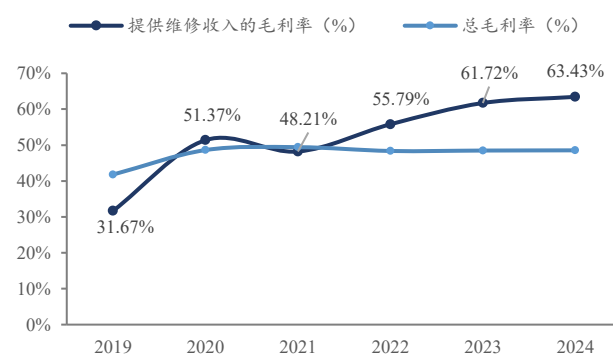
医学影像设备的长生命周期属性, 带动售后服务需求提升。医学影像设备的使用寿命较长, 医院采购设备后, 通常会长时间使用, 在使用期间, 设备需要持续维修维护, 因此售后服务业务也是医学影像设备重要的收入来源之一。

重视维修售后团队培训, 提升服务质量。在维修团队方面, 公司采用总部集中式培训、医院现场培训与远程培训相结合的方式, 通过专业化的系统知识培训, 致力于为医院培养高素质的维修工程师, 以便更及时地解决设备常见故障, 提升设备运行效率。在售后团队方面, 公司建立了一支注重细节、精益求精的团队, 为客户提供涵盖培训、安装、维修、升级、保养等方面的综合服务。此外, 公司高度重视与客户持续沟通并获得反馈意见, 促进研发团队的产品优化升级。在服务覆盖上, 公司设置总部呼叫中心及远程服务中心, 并在中国、美国、马来西亚、波兰等国建立全球客户服务网络, 为客户提供及时、高效的售后服务。

近年来, 随着存量仪器数量不断增加, 维修售后服务收入持续增长。2019 年维修收入仅有 1.65 亿元, 占营业收入比重为 5.53%, 2024 年维修收入增长至 13.56 亿元, 占比 13.16%, 我们认为随着公司产品在终端用户市场存量数量的逐步提高以及公司对维保业务的重视及投入增加, 售后维修收入有望持续增长, 维修服务对于公司营收的重要性有望逐渐提升。从盈利水平来看, 随着维修售后服务收入规模扩大, 毛利率水平持续提升, 2019 年公司售后维修收入毛利率仅为 31.67%, 低于公司 41.79% 的整体业务毛利率, 2024 年售后维修收入毛利率达到 63.43%, 比公司整体业务毛利率 48.54% 高 14.89pct, 未来随着售后维修收入占比持续提升, 公司整体业务毛利率有望随之提升。

图32: 公司售后维修服务收入变动情况


资料来源: ifind, 联影医疗年报, 信达证券研发中心

图33: 公司售后维修服务收入毛利率变化情况


资料来源: ifind, 联影医疗年报, 信达证券研发中心

三、加速“国内+海外”市场拓展，全球化战略逐步落地

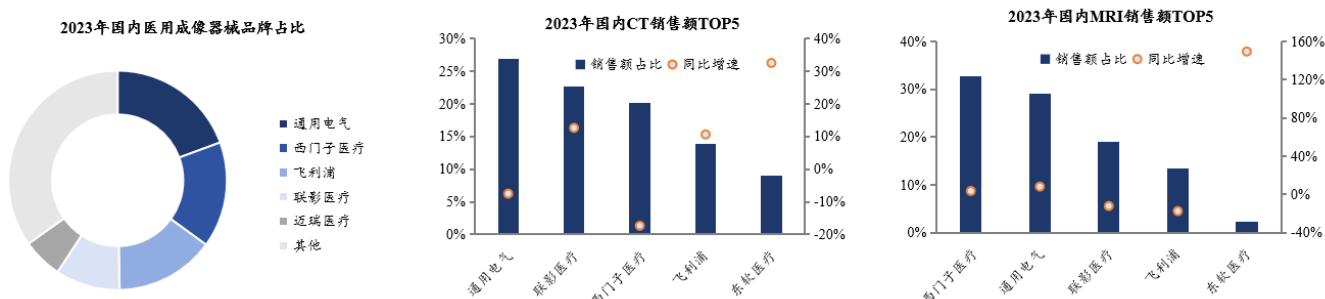
联影医疗锚定支点，针对不同市场采取差异化战略，全力构建覆盖广泛、深度融合、本土化的销售、运营与服务体系，全球化布局迈入新的阶段，截止至 2024 年底，公司覆盖国家和地区超 85 个，全球累计装机数量超 34500 台/套，进驻医疗机构超 14800 个。

3.1 国内市场：打破进口垄断，把握高端医学影像设备国产替代机会

目前，国内医学影像设备呈现“高端进口主导、基层国产渗透”的结构性分化状态，进口品牌通过持续的技术创新与系统稳定性优势，在前沿技术领域维持领先地位，能满足三甲医院对精准诊疗、科研拓展的深层需求，在国内市场构建了较高的技术与品牌壁垒；而国产品牌则凭借价格优势与服务响应速度，在基层医疗体系建设与县域医疗设备升级过程中实现了大规模装机。

就市场格局来看，GPS 三巨头（GE、飞利浦、西门子）长期凭借核心探测器、图像重建算法和系统稳定性等技术优势，牢牢占据高端市场主导地位，尤其在三甲医院等头部医疗机构中拥有深厚的品牌信任和装机基础。从 2023 年国内医用成像设备销售情况来看，通用电气排在第一位，市场销售额占比为 19.39%，主要产品线有 X 射线机、磁共振成像设备、超声影像诊断设备；其次为西门子医疗，市场销售额占比为 15.61%，主要产品线有 X 射线机、磁共振成像设备、超声影像诊断设备；排名第三的是飞利浦，市场销售额占比为 14.71%，主要产品线有 X 射线机、超声影像诊断设备、磁共振成像设备。领域医疗排名第四，市场销售额占比为 9.55%，主要产品为 X 射线机、核磁共振成像设备等。

图34: 中国医疗影像设备市场竞争格局情况

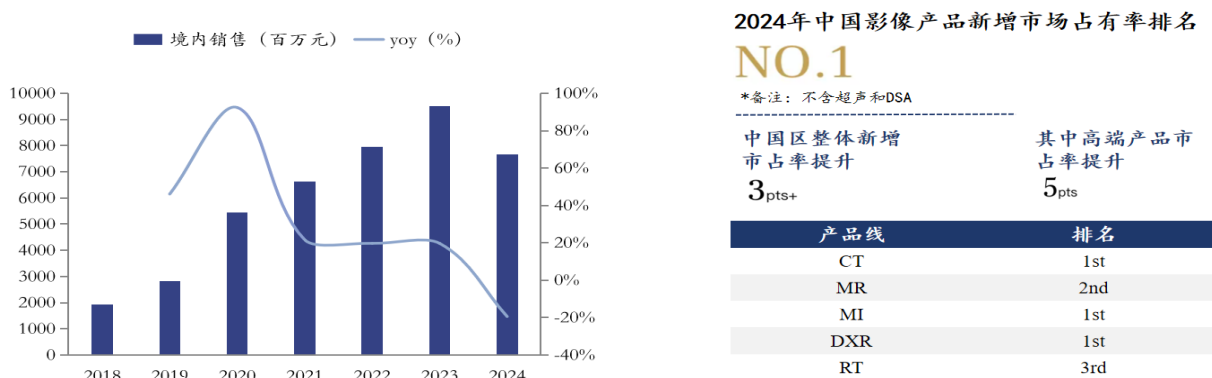


资料来源: Joinchain. 众城数科, 思略咨询公众号, 赛柏蓝器械公众号, 信达证券研发中心

近年来，联影医疗作为国内市场中稀缺的具备“高端影像设备整体解决方案能力”的国产企业，凭借自主研发的高端且完善的产品矩阵、高性价比的定价策略以及全国性快速服务网络，逐步在在高端 CT、MR、PET/CT 等技术密集型赛道建立起明显的产品壁垒，以 uCT Atlas Pro、uMI Panorama GS 等系列产品打破高端影像市场被进口品牌垄断的格局，并在三甲医院及科研机构实现了重点突破。此外，联影医疗在数字化、智能化升级趋势下，通过 AI 算法深度融合设备功能，提升临床应用效率，同时结合本土医院场景进行快速定制开发和技术支持，形成产品-服务一体化优势。2024 年受国内招采政策影响，出现阶段性供需错配，公司主营业务实现境内收入 76.63 亿元 (yoy-19.43%)，但从市占率来看，全产品线呈梯度突破态势，市占率逆势增长，在中国影像产品新增市场占有率排名达到第一，其中高端产品市占率提升 5pts，超高端 CT (256 排及以上) 跨越 20% 市占率分水岭，3.0T MR 市占率提升 4pts，1.5T 及以下 MR 提升 5pts，重回第一位置。我们认为在政策持续推动国产替代、医

疗机构加快设备智能化升级的大背景下，联影医疗在技术、价格、交付、维保等维度综合竞争力显著，未来有望进一步压缩进口品牌的高端溢价空间，扩大其在高端医疗设备市场的份额，加速国产替代的进程。

图35: 联影医疗主营业务境内收入情况及产品线排名情况



资料来源: ifind, 联影医疗公众号, 信达证券研发中心

3.2 欧美市场：树立高端品牌形象，走进主流医疗机构打造标杆

2024 年，联影医疗在欧美市场的拓展成效显著，构建起以高端品牌形象为核心、产品全面合规、渠道深耕配套的本地化运营体系。欧美市场作为全球医疗器械产业的高地，对产品准入门槛极高。联影医疗不断突破技术壁垒，截至 2024 年底，已有 49 款产品获得美国 FDA 510(K) 许可、46 款产品获得欧盟 CE 认证，产品合规性与国际竞争力稳步提升。

就北美市场来看，公司的影像设备已覆盖美国超 70% 州级行政区，PET/CT 累计装机量突破 100 台，旗舰产品 uMR Jupiter 5T 作为全球首个同时获得 NMPA、FDA 与 CE 三证的超高场磁共振系统，已成功落地于哈佛医学院麻省总医院、耶鲁大学等一流医疗机构，打破长期由 GE、西门子、飞利浦主导的市场格局。就欧洲市场来看，联影医疗高端影像设备已完成对英、法、德、意、西五大经济体的全面布局，覆盖欧盟国家超 15 个，光导数字化 PET/CT 系统已进入法国核医学中心 EVESIO Nuclear Medical Center 及德国杜伊斯堡-埃森大学附属医院等高端学术医疗机构 Kliniken Essen-Mitte Evang，实现对核心市场的标杆医院的渗透，2024 年公司持续深化本地化战略，在荷兰鹿特丹设立欧洲总部，形成集市场营销、技术服务与创新研发为一体的战略枢纽。

近年来，联影医疗连续亮相 RSNA、ECR 等国际顶级展会，不仅展出 AI 赋能智能影像系统、多模态诊断平台等智能化产品，还通过与哈佛、UC Davis 等机构合作项目不断增强临床验证力，持续提升品牌在欧美临床与科研圈层的影响力，欧美市场有望逐步成为公司海外营收增长的稳定引擎。

3.3 新兴市场：市占率快速跃升，构建增长生态，释放边际潜能

相较欧美高门槛市场的“标杆式”打法，联影医疗在新兴市场采取“本地生态+多点突围”战略，迅速打开增长空间。2024 年，公司成功开辟包括巴西、墨西哥、土耳其在内的多个战略市场，在印度，MR、CT、PET\CT 三大产品线集体跻身印度新增市场占有率前三，其中数字化 PET/CT 与 1.5T 磁共振分列新增市场占有率第一。在拉美，公司与巴西头部医疗集团建立

长期合作机制，数字化 PET/CT 设备成功进入多家一线医疗机构，并在墨西哥国立儿童医院完成部署，提升当地儿童肿瘤筛查和诊疗能力，体现出联影在医疗援助与技术赋能方面的国际责任感。此外，公司在非洲马拉维地区通过项目输出、产品捐赠和运维支持等形式，已覆盖超过 20 家医院，构建了良好的品牌口碑。

我们认为联影医疗的新兴市场的拓展有效对冲了国内市场周期波动，通过与“一带一路”沿线国家的深度合作，联影医疗逐渐完成从“产品输出”向“系统方案输出”的业务转型，未来有望在这些高潜力市场持续建立品牌护城河与本地化壁垒，形成稳定增长驱动力。

四、AI 赋能打造智能影像生态圈，并购加码完善产业链布局

4.1 布局 AI，打造智能影像生态圈，助力医院提质增效

2024 年 11 月 14 日，国家卫健委联合三部门联合制定了《卫生健康行业人工智能应用场景参考指引》，从“人工智能+医疗服务管理”、“人工智能+基层公共卫生服务”、“人工智能+健康产业发展”和“人工智能+医学教学科研”四大层面，细化了 84 个可参考及可实际应用的“医疗+AI”场景，积极推进卫生健康行业智能化发展。

就 AI 在医学影像诊断及放射治疗设备上的集成来看，AI 技术已逐步应用到从图像采集、重建、分析到智能诊断的完整工作流，能有效提升临床诊疗效率、提升诊疗准确度，使影像诊断和放疗设备从“工具”升级为“智能助手”。从市场规模来看，近年来，AI 医学影像市场高速增长，成为 AI+医疗增长最快的细分市场之一，2024 年中国 AI 医学影像市场规模约 74.5 亿元，2025 年有望达 150 亿元。

采用平台化研发模式，以数智化技术赋能各产品线。联影医疗持续深化 AI 技术的应用，通过将 AI 算法嵌入医疗设备全生命周期，成功打造了跨产品线的完整数智化超级平台，目前公司的各产品线均已完成了智能化技术平台的开发和搭载，实现了 AI 技术的源头级赋能，推动了多模态、跨尺度诊疗技术的创新，此外，公司投资联影智能，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，推出超过 100 款的 AI 产品，此次投资有望为公司产品提供智能化支持，夯实竞争实力。就 CT 产品来看，搭载 uSense 主动感知技术平台的产品，可实现低剂量扫描、影像分析和快速图像重建，提升了图像质量、提高了检查效率，2024 年公司推出智能 CT——uCT Orion（天启 CT），作为业界首款基于深度学习的 AI 质控 CT，在 2024Q4 上市至 2025 年 2 月下旬，累计订单超百台；在 MR 产品上，通过 uAIFI 类脑平台可以实现 0.5 秒/期快速动态高清成像，优化病灶检测和检查流程；在 DSA 产品上，公司悬吊 DSA 系统 uAngio AVIVA 支持多方位扫描与智能视觉建模，提升操作精准度与安全性。在放疗领域，All In One（AIO）技术，在中山大学肿瘤防治中心将鼻咽癌放疗准备时间从数天缩短至二十几分钟。AI 与 CT、MR、PET/CT 等核心设备的协同集成，提升系统级智能化能力，我们认为 AI 未来有望成为支撑公司产品升级、服务变现与平台扩展的关键引擎之一。

4.2 产业链并购赋能，提升公司研发水平及完整解决方案提供能力

医用回旋加速器，主要用于制备 PET 用正电子放射性同位素，是核医学诊疗必备核心设备之一，在 PET 检查中，除了设备本身外，同位素的生产同样至关重要。回旋加速器是生产医用同位素的关键设备，可有效产生放射性同位素，用于生产 PET 所需的示踪剂。这些示踪剂被注射到人体后，通过 PET 扫描可以实现高清成像，帮助医生诊断和治疗疾病。

近年来，随着 PET 技术的发展，医疗领域对正电子核素生产设备的需求不断增加，其中回旋加速器因其占地面积小、纯度高等优点，逐渐成为医疗领域的首选。就市场情况来看，目前全球共有超过 1500 个医用回旋加速器设施，分布在 90 多个国家的 1200 多个机构中，其中国际厂商为主要市场参与者，随着全球人口老龄化和癌症发病率的上升，预计未来对医用回旋加速器的需求将持续增长，而在中国市场，2018 年国家卫健委将 PET/CT 从甲类调整为乙类，采购审批权下放到省级，有望促进核医学需求释放。

在 PET/CT 和 PET/MR 等设备市场推广过程中，公司发掘到医院客户中对医用回旋加速器

和放射性同位素的需求,2024 年 7 月,公司以自有资金投资四川玖谊源粒子科技有限公司。玖谊源是目前为数不多的回旋加速器生产企业之一,成功研发了我国首台国产化医用回旋加速器并推向市场,打破了国内市场长期被国外产品垄断的局面,目前主要产品有 7MeV、11MeV、20MeV 等不同能级的加速器。我们认为联影医疗通过与玖谊源的合作,可以从同位素的生产到分子影像设备,再到服务和支持,共同为客户提供一站式的解决方案,助力各级医疗机构建立完善的分子影像诊疗体系,此外,联影医疗的核医学产品线设备与玖谊源的回旋加速器在研发层面有很强的互补性,未来两家公司在技术创新和功能开发上会有更多协同。

五、业务拆分、估值与投资评级

5.1 业务拆分及盈利预测

公司业务可划分为销售医学影像诊断及放射治疗设备、提供维修收入、软件收入和其他业务等。我们对公司业务做以下假设：

1) 销售医学影像诊断及放射治疗设备业务：我们预计 2025 - 2027 年收入增速分别为 15.26%、15.30%、15.38%，其中①CT：以 uCTATLAS、uCT Insight 等中高端产品持续迭代，我们预计 2025 - 2027 年收入增速分别为 15%、14%、12%；②MI：随着 uMI Panorama GS 等产品获得 FDA/CE 认证并加速出海，我们预计 2025 - 2027 年收入增速分别为 20%、18%、18%；③MR：随着 3.0T 逐步普及及 5.0T 高端磁共振放量，叠加 AI 赋能提升 ASP，我们预计 2025 - 2027 年收入增速分别为 15%、16%、18%；④RT：受益于国产直线加速器渗透率提升及政策鼓励放疗能力建设，我们预计 2025 - 2027 年收入增速分别为 20%、18%、18%；⑤XR：受益于基层市场改造、DR 更新周期启动，我们预计 2025 - 2027 年收入增速分别为 5%、10%、10%。随着产品逐步高端化，2025-2027 年毛利率分别为 47.5%、48.0%、48.5%。

2) 提供维修业务：随着公司存量装机数量不断增多，我们预计维修服务收入有望继续保持快速增长，2025-2027 年收入同比增速为 30%，毛利率分别为 64.0%、65.0%、66.0%。

3) 软件业务：我们预计 2025-2027 年收入同比增速分别 5%、5%、5%，毛利率为 60%。

4) 其他业务：我们预计 2025-2027 年收入同比增速分别 15%、15%、15%，毛利率为 28%。

表3: 联影医疗业务拆分

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入（百万元）	7253.76	9238.12	11410.77	10300.10	12062.38	14156.49	16657.21
Yoy (%)	25.91%	27.36%	23.52%	-9.73%	17.11%	17.36%	17.66%
总成本（百万元）	3668.60	4770.00	5878.58	5300.60	6124.28	7070.85	8175.78
毛利润（百万元）	3585.16	4468.12	5532.18	4999.50	5938.10	7085.64	8481.43
毛利率 (%)	49.42%	48.37%	48.48%	48.54%	49.23%	50.05%	50.92%
分业务情况：							
医学影像诊断及放射治疗设备							
营业收入（百万元）	6,623.78	8,197.45	9,927.40	8444.94	9733.87	11223.03	12949.18
yoy (%)	26.15%	23.76%	21.10%	-14.93%	15.26%	15.30%	15.38%
毛利率 (%)	49.85%	48.46%	47.80%	47.05%	47.50%	48.00%	48.50%
(1) CT							
营业收入（百万元）	3,421.35	3772.21	4065.67	3048.16	3505.39	3996.14	4475.68
yoy (%)	33.05%	10.26%	7.78%	-25.03%	15%	14%	12%
(2) MI							
营业收入（百万元）	1,040.23	1531.53	1552.28	1299.10	1558.92	1839.52	2170.63
yoy (%)	80.45%	47.23%	1.35%	-16.31%	20%	18%	18%
(3) MR							
营业收入（百万元）	1,528.90	2069.04	3279.47	3192.28	3671.12	4258.49	5025.02
yoy (%)	24.10%	35.33%	58.50%	-2.66%	15%	16%	18%
(4) RT							

营业收入（百万元）	139.73	252.38	269.81	318.52	382.22	451.02	532.21
yoy（%）	195.81%	80.62%	6.90%	18.05%	20%	18%	18%
(5) XR							
营业收入（百万元）	493.57	572.2813	760.18	586.89	616.23	677.86	745.64
yoy（%）	-40.07%	15.95%	32.83%	-22.80%	5%	10%	10%
提供维修收入							
营业收入（百万元）	439.43	748.97	1,069.37	1355.93	1762.71	2291.52	2978.98
yoy（%）	54.85%	70.44%	42.78%	26.80%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率（%）	48.21%	55.79%	61.72%	63.43%	64.00%	65.00%	66.00%
其他业务							
营业收入（百万元）	106.39	214.11	239.52	416.04	478.45	550.21	632.74
yoy（%）	64.10%	101.24%	11.87%	73.70%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率（%）	30.02%	27.06%	24.90%	28.06%	28.00%	28.00%	28.00%
软件收入							
营业收入（百万元）	84.16	77.59	174.47	83.19	87.35	91.72	96.30
yoy（%）	-47.91%	-7.80%	124.85%	-52.32%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率（%）	46.60%	25.54%	38.36%	59.32%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：ifind，信达证券研发中心

根据以上假设，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 120.62 亿元、141.56 亿元、166.57 亿元，同比增速分别为 17.1%、17.4%、17.7%，2025-2027 年实现归母净利润为 17.48 亿元、21.97 亿元、27.49 亿元，同比分别增长 38.5%、25.7%、25.1%，对应 2025 年 8 月 13 日的股价，PE 分别为 62、49、39 倍。

表4: 公司盈利预测情况（2024-2027E）

单位/百万	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,300	12,062	14,156	16,657
(+/-)(%)	-9.7%	17.1%	17.4%	17.7%
归母净利润	1,262	1,748	2,197	2,749
(+/-)(%)	-36.1%	38.5%	25.7%	25.1%
毛利率（%）	48.5%	49.2%	50.1%	50.9%
ROE(%)	6.3%	8.1%	9.3%	10.5%
EPS(元)	1.53	2.12	2.67	3.34
P/E	85.59	61.78	49.16	39.28
P/B	5.43	5.01	4.57	4.13

资料来源：ifind，信达证券研发中心（数据时间截止至 2025.08.13）

4.2 估值与投资评级

我们选取国内医疗影像设备生产商万东医疗、澳华内镜作为可比公司，2025-2027 年可比公司的平均估值分别 83 倍、57 倍、42 倍。公司作为国内领先的医疗影像设备厂商，在高端医疗设备领域实现了多项重大技术突破，是全球少数能够实现全产品线自主研发并完成中高端设备量产落地的厂商之一，随着全球化战略逐步落地，业务成长空间较大，首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。

表5: 可比公司估值情况

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			2025PE	2026PE	2027PE
			2025E	2026E	2027E			
600055.SH	万东医疗	124.93	1.76	2.34	3.18	71	53	39
688212.SH	澳华内镜	71.76	0.76	1.18	1.63	94	61	44
均值						83	57	42
688271.SH	联影医疗	1079.98	17.48	21.97	27.49	62	49	39

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (数据来自 ifind 一致预期, 时间截止至 2025.08.13)

六、风险因素

- 1) **市场竞争风险：**外资头部厂商如 GE 医疗、西门子医疗、飞利浦医疗等公司在医疗设备的诸多领域多年来占据主导地位，在学术上、临床实证、客户认知、全球供应链整合、产品技术开发、海外售后服务和品牌影响力上拥有显著优势，如果公司不能保持并持续强化自身的竞争优势和核心竞争力，公司产品的市场份额及价格可能会因市场竞争加剧而下降。
- 2) **境外市场拓展不及预期风险：**面对当前频发的地缘政治冲突，公司积极推动海外销售服务网络建设、生产基地和供应链布局，但是各国经济环境和制度存在较大差异，如果公司不能有效整合境外销售团队及当地经销商渠道，可能会导致公司境外市场拓展不及预期，对公司境外市场占有率和业务发展产生不利影响。
- 3) **汇率波动风险：**公司境外业务快速增长，公司与部分境外客户及境外供应商以美元、欧元等外币进行定价、结算，受国际局势与环境变化等因素影响，未来汇率风险管理难度可能会增加，汇率波动直接影响公司汇兑损益金额，从而可能对公司经营业务造成一定影响。
- 4) **技术创新能力风险：**在医学影像技术持续升级迭代的背景下，如果公司不能对新技术、新产品和新应用场景的发展趋势做出正确判断，致使公司研发出的产品或技术不能契合临床需求，则可能影响新产品或技术在临床的推广和应用，导致新产品或技术的商业化不及预期，从而对公司产品竞争力、市场占有率和业务发展产生重大不利影响。



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20,228	20,894	22,761	25,910	29,917
货币资金	7,584	8,400	10,860	13,018	15,716
应收票据	5	1	5	6	7
应收账款	3,228	4,359	4,523	4,915	5,552
预付账款	148	196	184	219	259
存货	3,893	5,528	4,763	5,303	5,905
其他	5,370	2,410	2,425	2,449	2,478
非流动资产	5,108	7,142	7,193	7,128	7,008
长期股权投资	73	188	188	188	188
固定资产(合计)	2,212	2,944	3,182	3,454	3,661
无形资产	828	1,004	897	784	667
其他	1,995	3,006	2,926	2,702	2,493
资产总计	25,336	28,036	29,953	33,038	36,925
流动负债	5,798	7,076	7,345	8,388	9,760
短期借款	9	557	557	557	557
应付票据	319	520	471	565	670
应付账款	1,600	2,088	2,154	2,484	2,931
其他	3,870	3,910	4,163	4,781	5,601
非流动负债	657	1,054	1,047	1,047	1,047
长期借款	0	0	0	0	0
其他	657	1,054	1,047	1,047	1,047
负债合计	6,455	8,129	8,393	9,435	10,807
少数股东权益	15	3	-11	-31	-58
归属母公司股东权益	18,866	19,903	21,571	23,633	26,175
负债和股东权益	25,336	28,036	29,953	33,038	36,925

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,411	10,300	12,062	14,156	16,657
同比(%)	23.5%	-9.7%	17.1%	17.4%	17.7%
归属母公司净利润	1,974	1,262	1,748	2,197	2,749
同比(%)	19.2%	-36.1%	38.5%	25.7%	25.1%
毛利率(%)	47.1%	48.5%	49.2%	50.1%	50.9%
ROE%	10.5%	6.3%	8.1%	9.3%	10.5%
EPS(摊薄)(元)	2.40	1.53	2.12	2.67	3.34
P/E	54.70	85.59	61.78	49.16	39.28
P/B	5.72	5.43	5.01	4.57	4.13
EV/EBITDA	46.98	62.49	40.67	32.83	26.29

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,411	10,300	12,062	14,156	16,657
营业成本	6,039	5,300	6,124	7,071	8,176
营业税金及附加	69	57	66	79	92
销售费用	1,609	1,823	2,051	2,378	2,798
管理费用	561	556	627	722	850
研发费用	1,729	1,761	1,870	2,194	2,582
财务费用	-149	-112	-97	-134	-167
减值损失合计	-43	14	-50	-50	-50
投资净收益	110	98	99	126	146
其他	521	340	442	466	565
营业利润	2,142	1,366	1,913	2,388	2,988
营业外收支	1	-15	-8	-9	-10
利润总额	2,142	1,352	1,905	2,379	2,978
所得税	164	110	171	201	255
净利润	1,978	1,242	1,734	2,177	2,722
少数股东损益	3	-20	-14	-20	-27
归属母公司净利润	1,974	1,262	1,748	2,197	2,749
EBITDA	2,246	1,544	2,405	2,914	3,536
EPS(当年)(元)	2.40	1.54	2.12	2.67	3.34

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	133	-619	3,331	2,960	3,554
净利润	1,978	1,242	1,734	2,177	2,722
折旧摊销	358	424	598	670	725
财务费用	16	-21	29	29	29
投资损失	-110	-98	-99	-126	-146
营运资金变动	-2,139	-2,221	893	51	64
其它	30	55	176	160	161
投资活动现金流	-1,565	-1,244	-583	-489	-470
资本支出	-1,076	-1,946	-677	-615	-616
长期投资	-634	592	0	0	0
其他	145	109	94	126	146
筹资活动现金流	-662	199	-288	-314	-386
吸收投资	10	94	0	0	0
借款	-6	548	0	0	0
支付利息或股息	-166	-304	-256	-314	-386
现金流净增加额	-2,095	-1,663	2,460	2,158	2,699

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。