

超声产品国内获批，医学影像产品矩阵进一步完善

核心观点

公司超声产品获批 NMPA 注册证，覆盖超高端、高端、中端、经济型等全系列产品，支持在全身、心脏、心内科、产科、血管、重症监护、急救、麻醉及床旁等多种科室和应用场景中的使用。超声产品的获批进一步丰富了公司的医学影像产品矩阵，有望为公司带来新的业绩增长点。展望 Q4，随着 2025 年新一轮设备更新项目逐步落地，行业招标预计维持较高景气度，叠加今年前三季度国内部分订单在 Q4 确认收入以及海外市场高增长态势，Q4 收入在去年低基数下有望实现较好的增长，25 全年利润率有望显著提升。展望明年，公司国内外市场份额有望持续提升，5.0T MR、uMI Panorama、光子计数能谱 CT 等高端产品有望快速放量，全年收入和净利润有望实现稳健增长。

事件

公司公告超声产品获批 NMPA 注册证

11 月 12 日，公司公告全资子公司武汉联影研发的 uSONIQUE Pulse 系列、uSONIQUE Genesis 系列及 uSONIQUE Venus 系列彩色多普勒超声诊断系统获得 NMPA 医疗器械注册证。

简评

超声产品线布局全面，覆盖高中低端及主要应用领域

超声作为可及性最强、覆盖面最广、安全无辐射、能够实时成像的重要医学影像诊断技术，是联影医疗在医学影像领域全产品矩阵布局的重要一环。超声产品的获批进一步完善了公司产品线，有望为公司带来新的业绩增长点。本次公司获批的超声产品注册证包括 uSONIQUE Pulse 系列、uSONIQUE Genesis 系列及 uSONIQUE Venus 系列，全面覆盖了超高端至高端、中端及经济型需求。应用场景覆盖了全身、心脏、心内科、产科、血管、重症监护、急救、麻醉及床旁等主要临床需求。公司作为进入超声市场的新玩家，在产品布局的完整度上已经对标欧美主流厂商。尤其在心脏超声等高技术壁垒的领域实现产品突破，有利于提升公司在超声行业的市场影响力和综合竞争力。超声产品毛利率高于 CT、MR 等大型影像设备的毛利率，未来超声产品放量有望进一步改善公司产品结构，提升公司毛利率水平。

联影医疗 (688271.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

SFC 编号:BUT196

发布日期：2025 年 11 月 30 日

当前股价：133.10 元

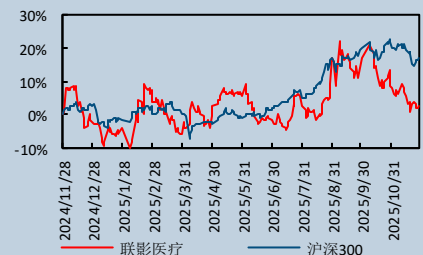
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-7.46/-4.75	-1.84/-4.17	0.12/-17.37
12 月最高/最低价 (元)		158.30/116.78
总股本 (万股)		82,415.80
流通 A 股 (万股)		82,415.80
总市值 (亿元)		1,096.95
流通市值 (亿元)		1,096.95
近 3 月日均成交量 (万)		645.73
主要股东		

联影医疗技术集团有限公司 20.33%

股价表现



公司的超声产品依托 AI、传感器等先进技术，实现较高智能化水平

公司自主研发了 uEDGETEC 技术平台，以 PureGrid 纯净矩阵探头、xCompute 异构超算系统、DeepFocus 成像算法技术、MindSpace 智能软件架构等底层技术为支撑，能够实现图像、场景及探头的多维主动感知，语言、视觉、语音大模型驱动的智能分析，图像优化、病灶分析及自动测量等环节的主动执行等智能功能。例如，在超声 workflow 优化方面，能够实现从超声探头激活、不同切面扫描存储、数据分析、到最终输出报告的全流程智能化，有利于降低医生操作门槛、缩短学习曲线、提升检查效率。

公司在人工智能领域有丰富的技术积累，自 2018 年开始，公司系统性布局 AI 技术在医学影像与放疗设备中的协同应用，从产品定义和设计的源头，将 AI 赋能全线产品。目前已经推出 MR 领域的 uAIFI 磁共振类脑平台、CT 领域的 uSenseCT 主动感知平台、MI 领域的 uExcel 分子影像无创技术平台、XR 领域的 uAid 全流程智慧摄影技术平台等一系列数智化平台。本次获批的超声新产品融合了诸多 AI 技术应用，有望进一步发挥公司在 AI+医疗设备领域的技术优势。公司有望凭借智能化超声产品实现市场份额的快速突破。

全球超声市场空间广阔，国内高端超声领域仍有较大替代空间

根据 GrandView Research 统计，2021 年全球超声设备市场规模为 79 亿美元，预计到 2030 年有望增至 117 亿美元，年复合增长率约为 4.5%。联影医疗近年来持续加快国际化布局，后续超声产品有望陆续在海外国家获批上市，依托公司渠道平台打开海外市场空间。根据此前公告，公司将于今年 12 月初在 RSNA 大会上发布全系超声产品，进一步完善美国市场的产品矩阵。

以出厂金额口径看，2020 年我国超声市场规模为 90.2 亿元，2030 年有望达到 216.2 亿元，年复合增长率 9.1%。超声行业整体国产化率水平已经超过 50%，但高端超声领域仍由外资品牌占主要份额，国产品牌仍有较大提升空间。公司此次获批的超声产品实现了在超高端领域的技术突破，未来有望延续公司“高举高打”的战略定位，在国内市场实现市场份额的提升。

展望 Q4 及明年，看好公司高端产品份额提升和海外高增长趋势

展望 Q4，随着 2025 年新一轮设备更新项目逐步落地，行业招标预计维持较高景气度，叠加今年前三季度国内部分订单在 Q4 确认收入以及海外市场高增长态势，Q4 收入在去年低基数下有望实现较好的增长，25 全年利润率有望显著提升。展望明年，公司国内外市场份额有望持续提升，5.0T MR、uMI Panorama、光子计数能谱 CT 等高端产品有望快速放量，全年收入和净利润有望实现稳健增长。

看好公司长期发展前景和投资价值

公司是国产医学影像设备龙头，长期增长动力强劲。短期来看，2025 年新一轮设备更新项目逐步落地，公司招投标数据有望持续改善，光子 CT、超声产品获批有望为公司带来新的增长点。中期来看，海外市场成长空间广阔，公司海外收入占比持续提升，有望为集团整体增长贡献弹性。长期来看，公司持续加大研发投入，产品持续迭代升级，全球行业地位有望提升。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 126.82 亿元、154.16 亿元和 188.44 亿元，分别同比增长 23.12%、21.56%和 22.24%，预计归母净利润分别为 20.32 亿元、24.75 亿元和 30.38 亿元，分别同比增长 61.03%、21.79%和 22.76%，25 年归母净利润增速预计远高于收入端，主要考虑 24 年利润基数相对较低。维持“买入”评级。

风险提示

1、行业政策风险：由于医疗行业合规要求提升等行业政策因素导致部分地区招标需求受到影响，以及国内

医疗设备采购需求跟政策相关度较高，存在本报告给出的业绩预测可能达不到的风险；国内医疗设备集采造成公司市场份额和毛利率水平下降的风险；中美关税政策对公司零部件采购和整体业绩影响的风险；2025 年新一轮医疗设备以旧换新政策执行进度不及预期的风险。

2、公司部分产品的核心部件依赖外购，可能产生短期缺货或成本上升的风险；关键核心技术被侵权或技术秘密被泄露的风险；人才短缺及流失风险。

3、市场竞争加剧，公司市场份额下降的风险；如公司研发进度落后或研发成果未能契合临床需求，将产生新产品上市后销售不及预期，市场竞争力下降的风险。

4、政府补助金额波动较大，造成利润增速可能有所波动的风险；毛利率水平波动甚至下降的风险；应收账款无法收回的风险；存货跌价准备损失风险。

5、国内超声市场竞争充分，公司超声新产品上市后若临床反馈不及预期、销售放量节奏不及预期、后续产品迭代进度较慢等，可能对公司业绩增长带来不利影响。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10300	12682	15416	18844
增长率(%)	-9.73%	23.12%	21.56%	22.24%
归属母公司股东净利润	1262	2032	2475	3038
增长率(%)	-36.08%	61.03%	21.79%	22.76%
每股收益(元/股)	1.53	2.47	3.00	3.69
市盈率(P/E)	86	54	44	36

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2025 年11 月 28 日

图表2： 财务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）					
流动资产	20,227.81	20,893.84	23,883.47	28,539.52	34,305.71
现金	7,584.23	8,400.00	11,266.51	13,043.05	15,445.70
应收账款	3,300.27	4,410.12	4,418.70	5,628.95	6,973.59
其他应收款	79.91	137.49	133.17	167.52	210.27
预付账款	147.67	195.78	220.49	264.93	330.83
存货	3,893.42	5,528.38	5,663.14	7,114.44	8,871.03
其他流动资产	5,222.31	2,222.07	2,181.47	2,320.62	2,474.30
非流动资产	5,108.33	7,141.85	6,448.57	5,654.52	4,836.10
长期投资	73.42	187.80	182.80	177.80	172.80
固定资产	2,315.28	3,026.88	2,801.46	2,529.83	2,211.97
无形资产	828.05	1,004.33	882.66	751.85	611.89
其他非流动资产	1,891.58	2,922.83	2,581.65	2,195.04	1,839.44
资产总计	25,336.14	28,035.69	30,332.05	34,194.04	39,141.81
流动负债	5,797.95	7,075.75	7,545.56	9,166.63	11,349.34
短期借款	9.18	557.49	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,918.69	2,607.83	2,830.57	3,471.62	4,334.51
其他流动负债	3,870.08	3,910.43	4,714.99	5,695.01	7,014.83
非流动负债	656.77	1,053.70	1,021.46	991.14	963.70
长期借款	117.28	84.00	51.76	21.44	-6.01
其他非流动负债	539.49	969.70	969.70	969.70	969.70
负债合计	6,454.72	8,129.45	8,567.03	10,157.77	12,313.04
少数股东权益	15.06	3.08	-13.16	-35.44	-65.24
股本	824.16	824.16	824.16	824.16	824.16
资本公积	13,910.40	13,947.48	13,947.48	13,947.48	13,947.48
留存收益	4,131.79	5,131.53	7,006.54	9,300.07	12,122.38
归属母公司股东权益	18,866.35	19,903.17	21,778.18	24,071.71	26,894.02
负债和股东权益	25,336.14	28,035.69	30,332.05	34,194.04	39,141.81
利润表（百万元）					
营业收入	11,410.77	10,300.10	12,681.87	15,415.96	18,843.90
营业成本	5,878.58	5,300.16	6,560.63	7,996.71	9,786.97
营业税金及附加	69.49	56.78	69.47	86.20	104.41
营业费用	1,769.51	1,823.19	2,029.10	2,343.23	2,845.43
管理费用	560.71	555.97	621.41	770.80	932.77
研发费用	1,728.54	1,761.47	1,864.24	2,343.23	2,864.27
财务费用	-148.89	-112.29	-19.00	-40.77	-49.48
资产减值损失	-42.89	13.84	25.36	61.66	94.22
信用减值损失	-58.98	-140.72	-73.55	-53.96	-56.53
其他收益	586.27	444.19	516.25	570.00	630.00

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
公允价值变动收益	-6.06	37.00	30.00	50.00	80.00
投资净收益	110.35	98.07	145.00	125.00	155.00
资产处置收益	0.01	-0.87	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,141.52	1,366.36	2,199.08	2,669.27	3,262.22
营业外收入	10.53	5.55	10.00	15.00	25.00
营业外支出	9.79	20.19	15.18	15.00	13.00
利润总额	2,142.25	1,351.71	2,193.90	2,669.27	3,274.22
所得税	164.50	109.78	178.19	216.79	265.93
净利润	1,977.75	1,241.92	2,015.72	2,452.48	3,008.29
少数股东损益	3.46	-19.95	-16.23	-22.29	-29.80
归属母公司净利润	1,974.29	1,261.87	2,031.95	2,474.76	3,038.09

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	132.51	-619.02	3,469.90	1,827.83	2,427.62
净利润	1,977.75	1,241.92	2,015.72	2,452.48	3,008.29
折旧摊销	357.76	424.35	730.94	786.30	807.69
财务费用	-148.89	-112.29	-19.00	-40.77	-49.48
投资损失	-110.35	-98.07	-145.00	-125.00	-155.00
营运资金变动	-2,179.35	-2,305.19	904.19	-1,258.44	-1,180.84
其他经营现金流	235.58	230.25	-16.94	13.26	-3.04
投资活动现金流	-1,564.84	-1,244.31	124.28	119.49	168.77
资本支出	1,153.80	1,515.52	0.00	0.00	0.00
长期投资	-633.66	591.86	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,084.97	-3,351.69	124.28	119.49	168.77
筹资活动现金流	-662.17	198.97	-727.66	-170.78	-193.75
短期借款	-6.47	548.31	-557.49	0.00	0.00
长期借款	15.51	-33.28	-32.24	-30.32	-27.45
其他筹资现金流	-671.21	-316.05	-137.94	-140.46	-166.30
现金净增加额	-2,095.15	-1,662.78	2,866.52	1,776.54	2,402.65

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

朱琪璋

医疗器械和医疗服务团队分析师，法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖医疗设备、高值耗材板块。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021 年加入中信建投证券研究发展部。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk