

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

联影医疗 (688271)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

相关研究

海外收入增长超 40%，内生增长动能强劲

收入增长逐季提速，AI 赋能驱动智能跃升

“高端化+全球化+智能化”三擎驱动，打造医疗影像领军者

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

高端化战略成效显著，海外超 50%增长驱动成长

2026 年 05 月 01 日

事件：公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年营收 138.00 亿元 (yoy+33.98%)，归母净利润 18.69 亿元 (yoy+48.14%)，扣非归母净利润 17.70 亿元 (yoy+75.18%)，经营性现金流净额 26.79 亿。2026Q1 实现营收 29.08 亿元 (yoy+17.34%)，归母净利润 3.99 亿元 (yoy+7.78%)，扣非归母净利润 3.72 亿元 (yoy-1.75%)。

点评：

➢ **国内市场龙头地位持续巩固，高端化战略成效显著。**2025 年实现国内收入 103.69 亿元，同比增长 29.07%。公司综合市场竞争力持续强化，据第三方统计，2025 年度全产品线（不含超声）中国新增市场占有率排名第一，同比提升 4.5 个百分点。核心产品线实现历史性突破，MR 业务市占率同比提升 6.5 个百分点，首次跃居中国市场第一；RT 业务市占率同比大幅提升 18.1 个百分点，同样首次问鼎中国市场；CT 业务连续三年稳居第一，PET/CT 连续十年蝉联榜首。公司高端化战略成果显著，3.0T 及以上 MR 收入占比提升。产品结构优化带动平均单价提升，盈利能力显著增强。

➢ **全球化布局加速深化，海外业务迈入高质量收获期。**2025 年公司海外业务收入 34.31 亿元，同比大幅增长 51.39%，收入占比提升至 24.86%。各区域市场 2025 年均实现高速增长，其中北美区域收入同比增长 56%，欧洲区域同比增长 50%，亚太区域收入同比增长 40%，新兴市场同比增长 80%。公司高端产品持续突破全球顶尖临床及科研机构，如美国哈佛医学院麻省总医院 (MGH)、德国汉诺威医学院 (MHH) 等。产品准入成果丰硕，uAngio AVIVA 成为首个且唯一同时获得 NMPA、CE 及 FDA 三重权威认证的国产 DSA 系统。全球业务版图已覆盖 100 多个国家和地区，累计装机突破 39,000 台/套，品牌出海战略成效显著。

➢ **全产品线协同增长，创新产品构筑核心壁垒。**2025 年公司各产品线均实现强劲增长，MR 业务收入 45.48 亿元 (yoy+42.46%)，CT 业务收入 35.45 亿元 (yoy+16.31%)，MI 业务收入 19.08 亿元 (yoy+46.86%)，RT 业务收入 5.91 亿元 (yoy+85.52%)，XR 业务收入 7.98 亿元 (yoy+35.98%)。公司持续推出行业首创产品，技术壁垒不断加深：国产首款光子计数能谱 CT uCT Ultima 实现商业化装机；全球首创双宽体双源 CT uCT SiriuX 获批上市；业界首台“摄像”磁共振 uMR Ultra 完成全球主流市场准入；DSA 产品 uAngio 系列成为首个年订单破百的国产 DSA。此外，公司于 2025 年 11 月正式推出 uSONIQUE 系列智能超声产品，完成在大医学影像领域的全系闭环。

➢ **2026Q1 稳健开局，全年营收 20%增长可期。**2026Q1 公司实现营收 29.08 亿元 (yoy+17.34%) 和归母净利润 3.99 亿元 (yoy+7.78%)，实现稳健开局。我们推测 Q1 增速受春节及部分海外装机延迟影响，预计 Q2 有望恢复快速增长。展望 2026 年全年，我们认为公司有望保持强劲增长势头，预计全年有望营收增长不低于 20%，海外业务增速不低于 50%。随着光子

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
 B座
 邮编：100031

计数 CT、双源 CT、5.0T MR 等超高端产品持续放量，以及产品结构优化和运营效率提升，公司毛利率水平有望稳中有升。

➤ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 166.40、207.91、261.87 亿元，同比增速分别为 20.6%、24.9%、25.9%，实现归母净利润为 25.59、32.95、42.63 亿元，同比分别增长 36.9%、28.7%、29.4%，对应 PE 估值分别为 35 倍、27 倍、21 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**海外地缘政治及贸易摩擦风险；产品国内集采降价超预期风险；国内需求及招标不及预期风险，新产品研发及推广不及预期风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	10,300	13,800	16,640	20,791	26,187
增长率 YoY %	-9.7%	34.0%	20.6%	24.9%	25.9%
归属母公司净利润 (百万元)	1,262	1,869	2,559	3,295	4,263
增长率 YoY%	-36.1%	48.1%	36.9%	28.7%	29.4%
毛利率%	48.5%	47.0%	47.2%	47.7%	48.2%
净资产收益率ROE%	6.3%	8.7%	10.8%	12.4%	14.1%
EPS(摊薄)(元)	1.53	2.27	3.11	4.00	5.17
市盈率 P/E(倍)	71.81	48.48	35.41	27.50	21.26
市净率 P/B(倍)	4.55	4.20	3.82	3.41	3.00

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	20,894	22,873	26,063	31,205	37,945
货币资金	8,400	5,503	5,575	6,656	8,616
应收票据	1	92	57	82	110
应收账款	4,359	5,590	6,424	7,954	10,063
预付账款	196	264	303	385	478
存货	5,528	5,729	7,446	9,336	11,429
其他	2,410	5,695	6,258	6,792	7,248
非流动资产	7,142	9,912	10,706	11,071	11,094
长期股权投资	188	190	190	190	190
固定资产(合计)	2,944	3,228	3,753	4,150	4,376
无形资产	1,004	1,513	1,541	1,561	1,534
其他	3,006	4,981	5,223	5,170	4,994
资产总计	28,036	32,785	36,770	42,275	49,039
流动负债	7,076	9,280	11,044	13,746	16,880
短期借款	557	945	1,068	1,203	1,328
应付票据	520	420	618	768	927
应付账款	2,088	2,349	2,955	3,706	4,560
其他	3,910	5,566	6,404	8,069	10,065
非流动负债	1,054	1,943	2,067	2,067	2,067
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1,054	1,943	2,067	2,067	2,067
负债合计	8,129	11,223	13,111	15,813	18,947
少数股东权益	3	-10	-41	-84	-138
归属母公司股东	19,903	21,572	23,699	26,546	30,229
负债和股东权益	28,036	32,785	36,770	42,275	49,039

重要财务指标					
单位:百万					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	10,300	13,800	16,640	20,791	26,187
同比(%)	-9.7%	34.0%	20.6%	24.9%	25.9%
归属母公司净利润	1,262	1,869	2,559	3,295	4,263
同比(%)	-	48.1%	36.9%	28.7%	29.4%
毛利率(%)	48.5%	47.0%	47.2%	47.7%	48.2%
ROE%	6.3%	8.7%	10.8%	12.4%	14.1%
EPS(摊薄)(元)	1.53	2.27	3.11	4.00	5.17
P/E	71.81	48.48	35.41	27.50	21.26
P/B	4.55	4.20	3.82	3.41	3.00
EV/EBITDA	62.49	39.73	24.76	19.45	15.20

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	10,300	13,800	16,640	20,791	26,187
营业成本	5,300	7,313	8,793	10,876	13,573
营业税金及附加	57	71	90	111	140
销售费用	1,823	2,261	2,736	3,458	4,328
管理费用	556	627	755	936	1,184
研发费用	1,761	1,842	2,246	2,807	3,535
财务费用	-112	-31	-97	-94	-117
减值损失合计	-127	-193	-78	-54	-76
投资净收益	98	81	128	154	189
其他	480	396	582	730	902
营业利润	1,366	2,000	2,747	3,527	4,558
营业外收支	-15	-19	-14	-16	-16
利润总额	1,352	1,981	2,733	3,511	4,542
所得税	110	137	204	260	333
净利润	1,242	1,844	2,529	3,252	4,209
少数股东损益	-20	-25	-30	-43	-54
归属母公司净利润	1,262	1,869	2,559	3,295	4,263
EBITDA	1,544	2,497	3,490	4,396	5,502
EPS(当年)(元)	1.54	2.28	3.11	4.00	5.17

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-619	2,679	2,282	3,097	3,757
净利润	1,242	1,844	2,529	3,252	4,209
折旧摊销	424	570	854	979	1,077
财务费用	-21	8	41	45	49
投资损失	-98	-81	-128	-154	-189
营运资金变动	-2,221	143	-1,074	-1,096	-1,482
其它	55	194	60	71	93
投资活动现金流	-1,244	-3,357	-1,989	-1,657	-1,293
资本支出	-1,946	-2,093	-1,391	-1,249	-995
长期投资	592	-1,354	-626	-557	-481
其他	109	90	28	149	183
筹资活动现金流	199	153	-181	-358	-504
吸收投资	94	12	0	0	0
借款	548	387	123	135	125
支付利息或股利	-304	-176	-389	-493	-629
现金流净增加额	-1,663	-558	72	1,081	1,960

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 13 年。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 4 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。

李春辰，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1 年医药行业研究经历，2025 年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

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。