

公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年05月11日

基础数据

05月08日收盘价（元）	115.94
总市值（亿元）	955.53
总股本（亿股）	8.24

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证医药】联影医疗：营收增长超预期，业务结构持续优化-2025.11.06

【兴证医药】联影医疗：重回稳健增长轨道，创新引领长期发展-2025.09.12

分析师：孙媛媛

S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：黄翰漾

S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：东楠

S0190521030001
dongnan@xyzq.com.cn

联影医疗(688271.SH)

业务结构持续优化，创新+国际化推动公司稳健增长

投资要点：

- **事件：**联影医疗发布 2025 年报及 2026 年一季报。2025 年，公司实现营业收入 138.00 亿元，同比增长 33.98%；实现归母净利润 18.69 亿元，同比增长 48.14%；实现扣非归母净利润 17.70 亿元，同比增长 75.18%；实现经营现金流净额 26.79 亿元。2026 年第一季度，公司实现营业收入 29.08 亿元，同比增长 17.34%；实现归母净利润 3.99 亿元，同比增长 7.78%；实现扣非归母净利润 3.72 亿元，同比下降 1.75%；实现经营现金流净额-9.59 亿元。
- **经营质效双升，收入结构持续优化。**分业务来看，2025 年，公司销售医学影像诊断及放射治疗设备收入 113.90 亿元，同比+34.87%，毛利率 46.56%，同比-0.49pp，其中：CT 营收 35.45 亿元，同比+16.31%，销售量 1501 台，同比+7.37%；MR 营收 45.48 亿元，同比+42.46%，销售量 664 台，同比+13.50%；MI 营收 19.08 亿元，同比+46.86%，销售量 175 台，同比+31.58%；XR 营收 7.98 亿元，同比+35.98%，销售量 1170 台，同比+13.15%；RT 营收 5.91 亿元，同比+85.52%，销售量 51 台，同比+50.00%；提供维修服务收入 17.08 亿元，同比+25.96%，毛利率 61.86%，同比-1.57pp；软件收入 0.55 亿元，同比-34.49%，毛利率 62.52%，同比+3.20pp。公司综合市场占有率领跑国内高端医疗装备赛道，2025 年度全产品线（不含超声）中国市场新增市场占有率同比增长 4.5 个百分点，排名第一；创新技术优势覆盖多个细分领域，其中 9 项细分品类市场占有率位列中国市场第一。其中，磁共振同比增长 2.7 个百分点、RT 同比增长超 18 个百分点，首次双双跃居中国市场占有率第一；40 排 CT、64-80 排 CT、128-160 排 CT、1.5T 磁共振、3.0T 以上超高场磁共振、PET/CT、PET/MR 及乳腺 DR 等细分产品蝉联市场第一，其中，PET/CT 产品线连续十年蝉联榜首，CT 产品线连续三年稳居第一，核心产品梯队优势持续巩固。
- **国内重回稳健增长区间，海外延续高增长。**分地区来看，2025 年，公司境内营收 97.60 亿元，同比+27.35%，毛利率 49.30%，同比-0.80pp；境外营收 33.93 亿元，同比+52.81%，收入占比达 24.86%，同比+2.86pp，毛利率 46.64%，同比-0.37pp。公司在全球各区域市场形成了战略清晰、优势互补的协同推进路径，“高举高打、全线突破”的全球化战略全面铺开。公司新一代旗舰 3.0T 磁共振 uMR Ultra 接连完成欧洲、美国、中国三大主流市场准入，uAngio AVIVA 更成为目前我国唯一集齐 NMPA、FDA 及 CE 三重许可的国产 DSA 设备；此外，公司多款高端设备在海外核心市场、标杆医院实现销售突破。截至 2025 年末，公司全球累计装机规模已突破 39,000 台/套（含境内）。
- **创新引领，多款行业首创产品已相继投入市场。**原生智能 uSONIQUE 系列超声于 2025 年 11 月正式推出，标志着公司在大医学影像领域完成了全系闭环；首台国产首款光子计数能谱 CT 系统 uCT Ultima 于 2025 年 8 月正式获得 NMPA 批准后，于同年 12 月成功中标四川大学华西医院附属厦门医院，标志着中国首台具备临床应用能力的光子计数 CT 正式投入医疗实践；2026 年正式获得 NMPA 上市许可的全球首创双宽体双源 CT 成像系统 uCTSiruX，成功解决了传统高端 CT 在覆盖范围与时间分辨率上“不可兼得”的困境，突破性地将宽体探测器与双源技术结合，实现了业界最高全时间分辨率、全脏器容积覆盖及超大双源能谱成像视野；行业首款、全新一代 3T 磁共振系统 uMR Ultra，推动磁共振从静态“摄影”向动态“摄像”跨越式升级。
- **盈利预测与评级：从跟随到领跑，以创新撬动全球市场。**历经多年创新投入、凝结中国研发智慧，公司在医学影像领域从产线补齐到性能跟随，再到当前的全球首创，产品力已实现“质”的飞跃，也推动着公司的收入结构逐步优化。当前，国内医疗设备招标采购

购已然复苏，公司有望加速在高端及超高端领域实现进口替代；国际市场潜力可期，公司持续深耕、因地制宜，海外市场有望全面开花，延续高增长。我们调整了公司的盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润为 24.48 亿元、30.74 亿元、38.02 亿元，对应 5 月 8 日收盘价，PE 分别为 39.0、31.1、25.1 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示：行业政策变动超预期，产品放量不及预期，行业竞争加剧风险，研发风险，国际贸易摩擦风险，汇兑风险，核心零部件供应风险，联影医疗为我司做市企业等。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	13800	16708	20227	24474
同比增长	34.0%	21.1%	21.1%	21.0%
归母净利润（百万元）	1869	2448	3074	3802
同比增长	48.1%	30.9%	25.6%	23.7%
毛利率	47.0%	47.4%	47.9%	48.3%
ROE	8.7%	10.4%	11.7%	12.9%
每股收益（元）	2.27	2.97	3.73	4.61
市盈率	51.1	39.0	31.1	25.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	22873	26252	30809	36097
货币资金	5503	9901	11925	14213
交易性金融资产	4927	1875	1875	1875
应收票据及应收账款	5682	6545	7641	9033
预付款项	264	286	371	438
存货	5729	6750	7950	9368
其他	769	896	1048	1170
非流动资产	9912	10509	10537	10483
长期股权投资	190	240	295	331
固定资产	3228	5097	5858	5742
在建工程	2869	1269	369	269
无形资产	1513	1572	1704	1765
商誉	22	22	22	22
其他	2090	2308	2289	2354
资产总计	32785	36761	41346	46579
流动负债	9280	11166	13123	15090
短期借款	945	1320	924	647
应付票据及应付账款	2769	3480	4447	5046
其他	5566	6367	7751	9398
非流动负债	1943	2059	2101	2169
长期借款	0	0	0	0
其他	1943	2059	2101	2169
负债合计	11223	13225	15224	17259
股本	824	824	824	824
未分配利润	6881	8593	10744	13399
少数股东权益	-10	-37	-63	-89
股东权益合计	21561	23536	26122	29321
负债及权益合计	32785	36761	41346	46579

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	1869	2448	3074	3802
折旧和摊销	570	1029	1210	1237
营运资金的变动	143	-712	-334	-917
经营活动产生现金流量	2679	2756	4012	4164
资本支出	-2093	-1366	-1148	-1115
长期投资	-1354	2958	-102	-80
投资活动产生现金流量	-3357	1630	-1133	-1057
债权融资	385	372	-354	-210
股权融资	12	0	0	0
融资活动产生现金流量	153	12	-854	-813
现金净变动	-558	4398	2025	2288

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	13800	16708	20227	24474
营业成本	7313	8784	10532	12644
税金及附加	71	86	105	126
销售费用	2261	2740	3317	4014
管理费用	627	752	870	1052
研发费用	1842	2423	2933	3549
财务费用	-31	-6	-86	-113
投资收益	81	139	121	142
公允价值变动收益	-37	0	0	0
信用减值损失	-194	-131	-156	-160
资产减值损失	1	-9	2	-2
营业利润	2000	2628	3310	4096
营业外收支	-19	-11	-15	-15
利润总额	1981	2617	3295	4081
所得税	137	196	247	306
净利润	1844	2421	3048	3775
少数股东损益	-25	-27	-26	-26
归属母公司净利润	1869	2448	3074	3802
EPS(元)	2.27	2.97	3.73	4.61

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	34.0%	21.1%	21.1%	21.0%
营业利润增长率	46.4%	31.4%	25.9%	23.8%
归母净利润增长率	48.1%	30.9%	25.6%	23.7%
盈利能力				
毛利率	47.0%	47.4%	47.9%	48.3%
归母净利率	13.5%	14.7%	15.2%	15.5%
ROE	8.7%	10.4%	11.7%	12.9%
偿债能力				
资产负债率	34.2%	36.0%	36.8%	37.1%
流动比率	2.46	2.35	2.35	2.39
速动比率	1.75	1.66	1.65	1.68
营运能力				
资产周转率	45.4%	48.0%	51.8%	55.7%
每股资料(元)				
每股收益	2.27	2.97	3.73	4.61
每股经营现金	3.25	3.34	4.87	5.05
估值比率(倍)				
PE	51.1	39.0	31.1	25.1
PB	4.4	4.1	3.6	3.2

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为联影医疗(688271)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn