

联影医疗（688271）

国产高端医疗影像设备龙头，全球化成效凸显

买入（维持）

2026 年 08 月 31 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

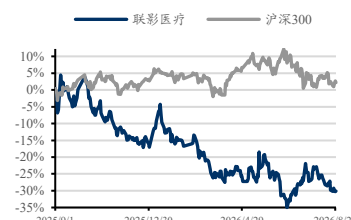
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	10,300	13,800	16,730	19,908	23,371
同比（%）	(9.73)	33.98	21.23	18.99	17.40
归母净利润（百万元）	1,262	1,869	2,033	2,609	3,145
同比（%）	(36.08)	48.14	8.76	28.34	20.54
EPS-最新摊薄（元/股）	1.53	2.27	2.47	3.17	3.82
P/E（现价&最新摊薄）	68.25	46.07	42.36	33.01	27.38

投资要点

- **以持续高强度研发投入打造国产高端医疗影像设备龙头：**公司产品线覆盖 MR、CT、MI、XR、US 等诊断产品以及 RT 等治疗设备，截至 2026H1 末累计向市场推出 160 余款产品，覆盖范围与 GE 医疗、西门子医疗、飞利浦医疗等国际厂商基本一致。2026H1 公司研发投入 13.83 亿元（+21.31%），占营业收入比例 19.61%；研发人员 3,748 人，占比 40.12%；累计申请专利 10,643 项、累计获得专利 5,547 项，其中发明专利申请量占比 82.40%。公司在 MR 全线产品、CT 探测器等核心部件实现自研自产，光子计数能谱 CT 等核心技术持续突破，已成为国产高端医疗影像设备龙头企业。
- **多产品线国内市占率持续提升，装机规模加速扩容：**2026H1 公司国内综合市场份额逆势提升 1.7 个百分点。CT：40 排及以下、64-80 排、128-160 排均居中国市场第一，超高端 CT 份额提升近 8 个百分点；MR：超高场（>3T）份额保持 70%以上，累计订单超 70 台、逾 60 台完成装机；MI：PET/CT 份额提升超 9 个百分点、连续十一年居中国市场第一，PET/MR 份额提升超 40 个百分点；XR：中国市场份额重回行业第一；DSA 份额提升超 6 个百分点、首次跻身中国市场前三。2025 年公司销售 CT 1,501 台、MR 664 台、XR 1,170 台、MI 175 台、RT 51 台；截至 2026H1 末，公司全球累计交付突破 40,000 台/套。
- **海外业务高速增长，全球化成效凸显：**2026H1 公司实现海外收入 17.65 亿元（+54.46%），占总营收比重提升 6.03 个百分点至 25.02%，海外交付量同比增长超 55%；亚太区域收入 10.09 亿元（+148.54%）。超高场磁共振实现欧洲、中东首台装机，放疗产品获欧盟 CE MDR 认证，介入影像在欧洲、中亚实现“从零到一”突破，超声基本完成中美欧三大主流市场准入。公司海外营销及服务团队超 1,900 人，服务网络覆盖 100 多个国家和地区，海外服务收入同比增长超 60%，海外新增订单强劲且加速向高端产品线集中，长期成长空间广阔。
- **盈利预测与投资评级：**由于汇兑扰动，我们将公司 2026-2027 年归母净利润由 22.27/27.38 亿元调整为 20.33/26.09 亿元，预计 2028 年归母净利润为 31.45 亿元，当前市值对应 PE 为 42/33/27X，考虑到国内医疗设备更新需求逐步常态化释放、公司高端产品市场份额持续提升、海外业务高速拓展，维持“买入”评级。
- **风险提示：**招标采购及政策落地不及预期，海外拓展及地缘政治风险，研发及商业化不及预期与竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	105.56
一年最低/最高价	95.90/164.50
市净率(倍)	3.95
流通 A 股市值(百万元)	86,998.12
总市值(百万元)	86,998.12

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.73
资产负债率(%，LF)	36.05
总股本(百万股)	824.16
流通 A 股(百万股)	824.16

相关研究

《联影医疗(688271)：2025 年中报点评：业绩稳健增长，下半年有望加速》

2025-09-02

《联影医疗(688271)：发布新一期股权激励，彰显长期增长信心》

2025-06-15

内容目录

1. 非经营性因素扰动不改主营业务盈利能力4

2. 多产品线国内市占率持续提升，装机规模加速扩容5

3. 海外业务高速增长，全球化成效凸显5

4. 盈利预测6

5. 风险提示6

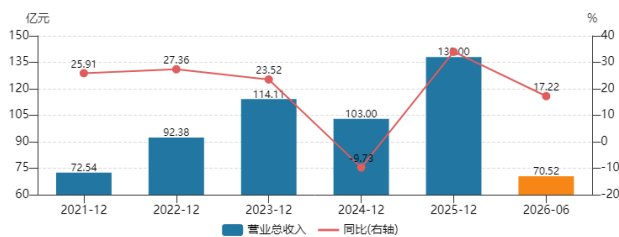
图表目录

图 1: 公司营业收入及同比增速 (亿元)	4
图 2: 公司归母净利润及同比增速 (亿元)	4

1. 非经营性因素扰动不改主营业务盈利能力

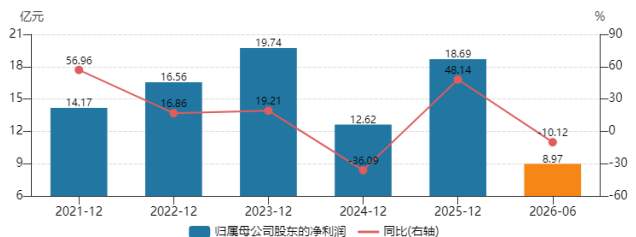
公司是国内领先的高性能医学影像设备、放射治疗产品及生命科学仪器企业，产品线覆盖 MR、CT、MI、XR、US 等诊断设备以及 RT 等治疗设备，累计向市场推出 160 余款产品。2026 年上半年，公司实现营业收入 70.52 亿元（+17.22%，同比，下同）；实现归母净利润 8.97 亿元（-10.12%）；实现扣非归母净利润 8.27 亿元（-14.38%），若扣除汇兑因素影响，利润总额同比增长 8.79%，非经营性因素扰动不改主营业务盈利能力。

图1：公司营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

设备与服务双轮驱动，收入结构持续优化。2026 年上半年，公司实现设备收入 58.51 亿元（+19.66%），全产品线收入均实现同比增长；实现服务收入 9.80 亿元（+20.11%），占营业收入比重达 13.90%，毛利率保持在 60%以上。截至 2026H1，公司全球累计交付突破 40,000 台/套，服务网络覆盖 100 多个国家和地区，拥有超 1,000 名专业工程师，已在全球 12 个国家和地区设立区域服务中心。依托不断扩大的装机基础，公司正推动收入结构由设备销售为主向设备、服务与生态协同发展加快转变。

研发投入持续加码，短期扰动不改长期趋势。2026H1 公司研发投入 13.83 亿元（+21.31%），占营业收入比例 19.61%（同比+0.66pct）；研发费用 10.11 亿元（+31.86%），研发费用率 14.33%（同比+1.59pct），投入主要聚焦下一代平台技术、核心部件及创新产品产业化导入。期间费用效率整体优化：销售费用 10.45 亿元（+11.41%），销售费用率 14.82%（同比-0.77pct）；管理费用 3.11 亿元（+20.97%），管理费用率 4.41%。此外，2026H1 公司汇兑损失 1.18 亿元（上年同期为汇兑收益 0.15 亿元），若扣除汇兑因素影响，利润总额同比增长 8.79%，非经营性因素扰动不改主营业务盈利能力。

分季度看，经营呈现逐季向好的清晰轨迹：2026 年 Q1 实现营业收入 29.08 亿元，Q2 增至 41.44 亿元、环比增长 42.53%；Q2 归母净利润 4.98 亿元、环比增长 24.88%；Q2 毛利率 47.19%，环比提升 0.03pct。随着订单交付持续推进，经营兑现节奏明显加快，为下半年市场需求释放及全年高质量发展夯实基础。

盈利质量方面，截至 2026H1，公司经营活动现金流量净额-2.42 亿元，主要系备货及结算节奏影响，2025 年全年经营活动现金流量净额 26.79 亿元、已显著转正，销售回款持续改善。受研发投入加码与汇兑损失影响，上半年利润端短期承压，随着下半年国

内需求释放及海外订单交付加快，全年利润增速有望修复。

2. 多产品线国内市占率持续提升，装机规模加速扩容

公司是国内医学影像设备国产替代的领军企业。近年来我国影像设备国产化率已取得长足进步，但高端及超高端影像设备市场仍以进口品牌为主，国产替代空间充足。按 2026 年上半年国内新增市场金额口径统计，公司各产品线排名均处于行业前列，国内综合市场份额逆势提升 1.7 个百分点。

CT 产品线沿“高端化、智能化和诊疗一体化”三线协同突破：2026H1 公司 40 排及以下、64-80 排、128-160 排 CT 均位居中国市场第一；以全球首创双宽体双源 CT uCT SiriuX、国产首款光子计数能谱 CT uCT Ultima 为代表的超高端 CT 市场份额同比提升近 8 个百分点；uCT Orion 系列带动 2cm CT 市场份额提升超过 9 个百分点；CT-Sim 市场份额提升 15.2 个百分点。MR 产品线稳居行业前列：1.5T、3.0T 市场份额延续提升，超高场磁共振（>3T）市场份额保持 70% 以上；截至 2026H1 末，超高场磁共振累计订单超过 70 台、逾 60 台完成装机，覆盖全国 20 多个省市，并实现欧洲、中东市场首台装机，持续引领超高场赛道。

分子影像持续领跑，XR 重回行业第一，介入与放疗加速突破。2026H1 公司 PET/CT 市场份额再度提升超过 9 个百分点，连续十一年位居中国市场首位；PET/MR 市场份额同比提升超过 40 个百分点，长轴 PET/CT、超高分辨率脑 PET/CT uNeuro EXPLORER 及 uMI Panvivo 家族等创新产品加快走向国际市场。XR 方面，新一代立柱产品在县域集采中实现批量突破，移动 DR 市场份额提升超过 5 个百分点，带动公司 XR 产品线中国市场份额重回行业第一。介入影像市场份额同比提升超过 5 个百分点，其中 DSA 份额提升超过 6 个百分点、首次跻身中国市场前三；放疗产品线已跻身国内行业第一梯队，与主要国际厂商形成并驾齐驱的竞争格局。

装机量稳步增长，服务飞轮效应显现。2025 年公司销售 CT 1,501 台（+7.4%）、MR 664 台（+13.5%）、XR 1,170 台（+13.2%）、MI 175 台（+31.6%）、RT 51 台（+50.0%）；截至 2025 年末，公司全球累计装机突破 39,000 台/套，2026H1 末进一步突破 40,000 台/套，业务覆盖全球 100 多个国家和地区。

3. 海外业务高速增长，全球化成效凸显

公司海外业务延续高增长态势。2026 年上半年，公司实现海外收入 17.65 亿元（+54.46%），占总营收比重提升 6.03 个百分点至 25.02%；海外交付量同比增长超 55%，收入增长与交付放量保持同步，且受益于高端产品占比提升与本地化交付效率优化，海外业务盈利质量同步改善。分区域看，2026 年上半年，亚太区域实现收入 10.09 亿元（+148.54%），占海外收入的 57.15%，成为海外增长最快、增量最集中的板块；北美以学术合作驱动高端渗透，欧洲全线产品与服务网络转入深度运营，新兴市场梯次复制成熟市场经验、持续拓局。

高端产品加快进入海外市场：2026 年上半年，公司超高场磁共振实现欧洲、中东市场首台装机；放疗设备 uRT-linac 506c、uLinac EternaTx 相继获得欧盟 CE MDR 认证，介入影像产品在欧洲、中亚等多个市场实现“从零到一”突破；截至 2026 年上半年，公司累计 NMPA 获批产品超 160 款，CE 认证 77 款，FDA 510(k) cleared 产品 78 款，NMPA 创新医疗器械 8 款；2026 年上半年内新增 NMPA 产品 9 款、CE 产品 7 款、FDA 产品 20 款。截至 2026H1 末，公司海外营销及服务团队超 1,900 人，全球分、子公司及办事处超 40 家，海外服务收入同比增长超过 60%。2026H1 内公司海外新增订单保持强劲增势，且加速向高端与创新产品线集中，为全年及未来的收入确定性兑现奠定坚实基础。

4. 盈利预测

由于汇兑扰动，我们将公司 2026-2027 年归母净利润由 22.27/27.38 亿元调整为 20.33/26.09 亿元，预计 2028 年归母净利润为 31.45 亿元，当前市值对应 PE 为 42/33/27X，考虑到国内医疗设备更新需求逐步常态化释放、公司高端产品市场份额持续提升、海外业务高速拓展，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 招标采购及政策落地不及预期：若国内医疗设备更新政策执行节奏放缓、招标采购进度不及预期，公司设备销售收入可能承压；
- 2) 海外拓展及地缘政治风险：若地缘政治、关税及贸易环境变化超预期，或海外产品注册、准入及交付进度不及预期，公司海外收入增长可能受到影响；
- 3) 研发及商业化不及预期与竞争加剧：若新产品研发、注册及商业化进度不及预期，或高端医学影像设备行业竞争进一步加剧，公司市场份额及盈利能力可能受到不利影响。

联影医疗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	22,873	27,043	31,436	36,638	营业总收入	13,800	16,730	19,908	23,371
货币资金及交易性金融资产	10,429	11,052	14,028	16,937	营业成本(含金融类)	7,313	9,010	10,668	12,586
经营性应收款项	5,946	7,443	8,854	10,397	税金及附加	71	167	199	234
存货	5,729	7,508	7,408	8,041	销售费用	2,261	2,677	3,285	3,856
合同资产	40	50	60	70	管理费用	627	753	896	1,052
其他流动资产	729	989	1,086	1,192	研发费用	1,842	2,426	2,787	3,155
非流动资产	9,912	10,340	10,619	10,832	财务费用	(31)	111	(13)	(46)
长期股权投资	190	190	190	190	加:其他收益	434	502	597	701
固定资产及使用权资产	3,493	3,687	3,828	3,915	投资净收益	81	84	100	117
在建工程	2,869	3,268	3,654	4,030	公允价值变动	(37)	0	0	0
无形资产	1,513	1,273	1,033	792	减值损失	(193)	0	0	0
商誉	22	22	22	22	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	59	50	41	32	营业利润	2,000	2,172	2,784	3,352
其他非流动资产	1,767	1,851	1,851	1,851	营业外净收支	(19)	(14)	(14)	(14)
资产总计	32,785	37,383	42,055	47,470	利润总额	1,981	2,158	2,770	3,338
流动负债	9,280	12,182	14,415	16,890	减:所得税	137	151	194	234
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,003	1,204	1,404	1,604	净利润	1,844	2,007	2,576	3,105
经营性应付款项	2,769	3,028	3,585	4,230	减:少数股东损益	(25)	(26)	(33)	(40)
合同负债	2,975	5,019	5,972	7,011	归属母公司净利润	1,869	2,033	2,609	3,145
其他流动负债	2,532	2,931	3,453	4,044	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.27	2.47	3.17	3.82
非流动负债	1,943	2,173	2,173	2,173	EBIT	1,927	2,269	2,756	3,292
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,497	2,994	3,547	4,148
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	47.01	46.14	46.41	46.15
租赁负债	253	253	253	253	归母净利率(%)	13.55	12.15	13.11	13.46
其他非流动负债	1,691	1,921	1,921	1,921	收入增长率(%)	33.98	21.23	18.99	17.40
负债合计	11,223	14,356	16,588	19,063	归母净利润增长率(%)	48.14	8.76	28.34	20.54
归属母公司股东权益	21,572	23,064	25,537	28,517					
少数股东权益	(10)	(37)	(70)	(110)					
所有者权益合计	21,561	23,027	25,466	28,407					
负债和股东权益	32,785	37,383	42,055	47,470					

现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,679	1,685	3,926	3,873	每股净资产(元)	26.17	27.98	30.98	34.60
投资活动现金流	(3,357)	(925)	(983)	(966)	最新发行在外股份(百万股)	824	824	824	824
筹资活动现金流	153	(71)	34	2	ROIC(%)	8.26	8.92	9.93	10.67
现金净增加额	(558)	623	2,976	2,909	ROE-摊薄(%)	8.67	8.81	10.22	11.03
折旧和摊销	570	725	791	855	资产负债率(%)	34.23	38.40	39.44	40.16
资本开支	(2,093)	(1,002)	(1,080)	(1,080)	P/E (现价&最新股本摊薄)	46.07	42.36	33.01	27.38
营运资本变动	143	(936)	615	(17)	P/B (现价)	3.99	3.73	3.37	3.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>