

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	104.50
总股本/流通股本(亿股)	8.24 / 8.24
总市值/流通市值(亿元)	861 / 861
52周内最高/最低价	158.30 / 98.23
资产负债率(%)	34.2%
市盈率	45.83
第一大股东	联影医疗技术集团有限公司

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com

联影医疗(688271)

业绩稳健增长，产品高端化与营销全球化进入加速兑现期

● 投资要点

收入保持稳健增长，二季度经营环比提速。2026 年上半年，公司实现营业收入 70.52 亿元，同比增长 17.22%；实现归母净利润 8.97 亿元，同比下降 10.12%。收入增长与利润表现阶段性背离，主要受汇率波动以及研发、全球化运营体系建设等前置投入影响，主营业务盈利能力整体保持稳健。公司研发投入达到 13.83 亿元，同比增长 21.31%，占营业收入比例提升至 19.61%，持续聚焦下一代影像平台、核心部件、人工智能及创新产品产业化。分季度看，公司经营兑现节奏明显加快。26Q2 实现营业收入 41.44 亿元，同比增长 17.13%、环比增长 42.53%；归母净利润 4.98 亿元，环比增长 24.88%；综合毛利率 47.19%，高端产品占比提升对盈利能力形成支撑。

国内市场逆势提份额，全产品线与高端化优势强化龙头地位。26H1，公司中国市场实现收入 52.87 亿元，同比增长 8.49%。国内市场份额提升约 1.7 个百分点，随着多省集中采购项目逐步进入执行阶段，以及设备更新资金、县域强基工程等政策推进，前期递延需求有望逐步释放。高端产品成为国内增长和份额提升的重要抓手。26H1 MR 收入 22.86 亿元，同比增长 16.15%，3.0T 市场份额提升近 1.5 个百分点，uMR Ultra 收入同比增长超过 100%；5T 磁共振收入同比增长超过 50%，uMR Jupiter 5T 累计订单超过 70 台，国内 3T 以上超高场磁共振份额超过 70%。CT 业务实现收入 16.51 亿元，同比增长 8.96%，40 排及以下、64-80 排、128-160 排产品均位居国内市场第一；光子计数 CT 及双宽体双源 CT 市场份额同比提升近 8 个百分点，超高端平台正由技术突破逐步进入商业化导入阶段。

海外收入高增成为重要增长引擎，全球化由单点突破迈向体系深耕。26H1，公司海外收入达到 17.65 亿元，同比增长 54.46%，占营业收入比例提升 6.03 个百分点至 25.02%，海外交付量同比增长超过 55%；海外业务毛利率同比提升约 3.8 个百分点，高端产品占比提升和本地化交付效率改善推动收入规模与盈利质量同步提升。公司全球化已经从早期产品出口，逐步升级至覆盖市场准入、临床验证、本地销售、交付及售后服务的体系化竞争。区域层面呈现明显分化。亚太市场收入超过 10 亿元，同比增长近 150%，成为海外增长最大贡献区域，高端 PET/CT、MR 等产品在澳大利亚、新西兰、日本、新加坡等市场持续放量；欧洲实现收入 2.66 亿元，同比增长 49.37%，逐步从产品准入进入体系化深耕阶段；北美实现收入 4.21 亿元，同比下降 3.33%，主要受部分项目交付及收入确认节奏影响，但 XR 收入同比增长超过 100%，公司在北美累计装机已超过 800 台/套，并建立超过 350 人的本地团队。海外在手订单及项目储备保持良好，后续增长的核心验证点将从“进入多少国家”转向高端产品装机、客户复购以及服务

收入能否持续兑现。

MI、RT、XR 快速放量，诊疗一体化打开新的成长维度。除 MR 和 CT 基本盘外，公司多个高端产品线进入加速放量阶段。26H1 MI 业务实现收入 10.62 亿元，同比增长 26.37%，PET/CT 国内市场份额提升超过 9 个百分点至 60%以上，连续十一年位居国内第一；PET/MR 市场份额同比提升超过 40 个百分点，重回国内首位。XR 实现收入 4.55 亿元，同比增长 40.50%，其中 DSA 收入同比增长 98.73%，国内份额突破 10%、同比提升 6 个百分点以上，首次进入市场前三。放疗业务表现更为突出，26H1 RT 实现收入 3.97 亿元，同比增长 63.97%；uLinac HalosTx 收入同比增长超过 150%，uLinac EternaTx 收入同比增长超过 100%。随着介入影像和放疗产品快速扩张，公司正从传统医学影像龙头逐步向“诊断+治疗”一体化解决方案提供商升级。与此同时，两款放疗产品已取得欧盟 CE MDR 认证，海外项目储备持续增加，中长期有望成为公司全球化的新增长极。

● 盈利预测与估值

公司商业模式由设备销售向“设备+服务+诊疗生态”逐步升级，国内逆势提份额、海外进入高增长区间、高端产品密集商业化。预计预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 166.5/202.8/246.0 亿元，归母净利润分别为 23.6/30.3/35.8 亿元，EPS 分别为 2.87/3.68/4.34 元，当前股价对应 PE 分别为 36.5/28.4/24.1 倍。

● 风险提示：

国内医疗设备招采不及预期风险；集采降价及竞争加剧风险；海外高增长及订单转化不及预期风险；汇率及地缘政治波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	13,800	16,650	20,280	24,600
增长率(%)	33.98	20.65	21.80	21.30
EBITDA（百万元）	2,497	3,085	3,904	4,580
归属母公司净利润（百万元）	1,869	2,362	3,033	3,575
增长率(%)	48.14	26.35	28.43	17.84
EPS（元/股）	2.27	2.87	3.68	4.34
市盈率（P/E）	46.07	36.46	28.39	24.09
市净率（P/B）	3.99	3.68	3.28	2.90
EV/EBITDA	39.73	26.60	20.88	17.52

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	13,800.25	16,650.20	20,280.00	24,600.00	营业收入	33.98%	20.65%	21.80%	21.30%
营业成本	7,312.58	8,925.61	10,926.66	13,313.21	营业利润	46.40%	26.80%	28.08%	17.72%
税金及附加	71.32	90.52	108.70	131.70	归属于母公司	48.14%	26.35%	28.43%	17.84%
销售费用	2,261.41	2,747.28	3,305.64	4,059.00	获利能力				
管理费用	626.90	814.19	932.88	1,131.60	毛利率	47.01%	46.39%	46.12%	45.88%
研发费用	1,841.94	2,331.03	2,676.96	3,247.20	净利率	13.55%	14.19%	14.96%	14.53%
财务费用	-30.63	-23.62	-20.48	-29.38	ROE	8.67%	10.10%	11.54%	12.03%
资产减值损失	1.30	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.86%	9.40%	10.83%	11.36%
营业利润	2,000.31	2,536.31	3,248.62	3,824.36	偿债能力				
营业外收入	6.19	6.70	6.34	6.43	资产负债率	34.23%	36.01%	37.12%	37.83%
营业外支出	25.10	20.92	22.19	22.25	流动比率	2.46	2.32	2.22	2.18
利润总额	1,981.40	2,522.09	3,232.77	3,808.54	营运能力				
所得税	137.35	187.97	238.93	279.36	应收账款周转	2.77	2.75	2.77	2.74
净利润	1,844.05	2,334.12	2,993.84	3,529.18	存货周转率	1.30	1.34	1.29	1.29
归母净利润	1,869.30	2,361.91	3,033.35	3,574.53	总资产周转率	0.45	0.48	0.52	0.55
每股收益	2.27	2.87	3.68	4.34	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.27	2.87	3.68	4.34
货币资金	5,502.94	5,317.94	5,841.76	7,135.52	每股净资产	26.17	28.38	31.90	36.04
交易性金融	4,926.54	4,926.54	4,926.54	4,926.54	估值比率				
应收票据及	5,681.85	6,563.01	8,210.82	9,900.19	PE	46.07	36.46	28.39	24.09
预付款项	264.14	307.47	387.03	468.80	PB	3.99	3.68	3.28	2.90
存货	5,728.95	7,558.70	9,379.63	11,210.60	现金流量表				
流动资产合计	22,872.99	25,409.29	29,540.21	34,497.85	净利润	1,844.0	2,334.1	2,993.8	3,529.1
固定资产	3,228.07	3,500.12	3,752.72	3,938.08	折旧和摊销	570.05	586.67	692.19	800.97
在建工程	2,868.57	3,637.63	4,405.49	5,138.18	营运资本变动	143.07	-1,124.8	-1,276.	-1,136.
无形资产	1,512.81	1,512.81	1,512.81	1,512.81	其他	121.85	-111.64	-62.83	-90.86
非流动资产	9,911.59	11,085.98	12,143.21	13,081.41	经营活动现金	2,679.0	1,684.3	2,346.8	3,102.9
资产总计	32,784.58	36,495.27	41,683.42	47,579.26	资本开支	-2,093.1	-1,613.8	-1,766.	-1,756.
短期借款	944.72	944.72	944.72	944.72	其他	-1,264.3	125.50	149.73	177.89
应付票据及	2,769.31	3,626.60	4,495.19	5,381.91	投资活动现金	-3,357.4	-1,488.3	-1,616.	-1,578.
其他流动负	5,565.80	6,396.16	7,858.34	9,499.10	股权融资	12.31	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	9,279.83	10,967.48	13,298.25	15,825.73	债务融资	385.13	0.51	0.00	0.00
其他	1,943.36	2,173.44	2,173.44	2,173.44	其他	-244.52	-314.22	-206.40	-230.75
非流动负债	1,943.36	2,173.44	2,173.44	2,173.44	筹资活动现金	152.92	-313.71	-206.40	-230.75
负债合计	11,223.20	13,140.92	15,471.70	17,999.18	现金及现金等价	-557.56	-185.00	523.82	1,293.7
股本	824.16	824.16	824.16	824.16					
资本公积金	13,957.02	13,957.02	13,957.02	13,957.02					
未分配利润	6,880.72	8,714.88	11,156.75	14,034.29					
少数股东权	-10.49	-38.28	-77.79	-123.14					
其他	-90.03	-103.42	351.58	887.76					
所有者权益	21,561.38	23,354.35	26,211.72	29,580.08					
负债和所有者	32,784.58	36,495.27	41,683.42	47,579.26					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构（含 29 家分公司、29 家营业部），1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048