仅供内部参考，请勿外传

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

医疗器械 2026 年 07 月 07 日

联影医疗（688271）深度研究报告系列二

从国产替代到全球竞争：重新审视联影医疗未来三年的成长空间

- **复盘联影医疗过去八年的成长路径。**公司过去八年的成长路径可以清晰划分为两个阶段。在 2018-2022 年的第一阶段，联影凭借长期高研发投入与全产品线布局，充分释放国产替代红利，成功打破国际巨头 GPS 在高端医学影像设备领域的垄断。这一阶段最核心的成果不仅是市场份额的跃升，更在于积累了庞大的设备装机基础，为未来的服务收入、设备更新与临床数据应用奠定了坚实基石。2023-2025 年，面对医疗反腐与地方财政压力带来的行业下行周期，联影凭借技术优势与品牌影响力逆势扩张份额。同时，高端化成为新增长点，高端 MRI、PET/CT 等高端产品在头部三甲医院持续突破，带动产品结构优化与盈利能力提升。
- **重新审视联影医疗未来三年的成长空间。**站在当前时点，我们认为联影的未来成长将依托五条核心成长曲线展开：

  第一成长曲线：设备更新政策持续兑现。行业逻辑正从“增量扩张”转向“存量更新”，广泛且偏向高端的设备更新需求与国产替代深化形成共振，为联影提供未来数年最具确定性的需求支撑。

  第二成长曲线：高端产品放量。MR 作为重要的高端化突破方向，正带动产品结构与毛利率的优化提升；以下一代核心技术方向光子计数为代表的 CT 高端产品线已形成完善布局；PET/CT 受益于肿瘤精准诊疗需求加速渗透；放疗设备（RT）则凭借高壁垒与高客户粘性成为长期战略方向。高端产品放量将带来盈利能力的系统性重估，促使利润增速持续高于收入增速。

  第三成长曲线：海外业务进入收获期。联影海外战略正从单产品输出升级为“产品+服务+本地化团队”的系统能力输出，逐步进入发达国家市场。

  第四成长曲线：服务收入崛起。随着早期装机设备进入使用中后期，维保、升级等服务需求集中释放。商业模式由“单次设备销售”向“全生命周期运营”转变，对标国际龙头，这将大幅增强公司盈利稳定性与估值体系稳固性。

  第五成长曲线：AI 医疗与数智化平台。依托庞大的设备入口、海量数据积累与临床场景闭环优势，联影正以 uAI 平台为核心，从传统设备厂商向医疗科技平台企业演进。AI 技术的深化将衍生出软件授权、数据增值服务、解决方案等新收入形态，重构公司长期的价值创造逻辑与估值上限。
- **投资建议：**我们认为未来三年联影的发展将不再依赖单一增长来源，而是逐步形成由设备更新、高端产品放量、海外业务扩张、服务收入崛起以及 AI 与数智化平台建设共同驱动的多成长曲线体系。考虑到公司的多元化增长动力，我们预计公司 26-28 年归母净利润为 23.1、28.8、36.1 亿元（26-28 年前值为 23.1、28.8、35.3 亿元），同比增长 23.4%、24.9%、25.3%，对应 PE 分别为 38、31 和 24 倍。参考可比公司，结合公司较高的历史 PE 中枢，给予公司 2026 年 50 倍 PE 估值，对应目标价约 140 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、国内医疗设备集采风险；2、海外拓展受地缘政治因素影响；3、汇率波动风险；4、高端产品研发/推广不及预期；5、设备更新政策落地不及预期。

主要财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万)	13,800	16,631	19,968	23,988
同比增速(%)	34.0%	20.5%	20.1%	20.1%
归母净利润(百万)	1,869	2,307	2,882	3,611
同比增速(%)	48.1%	23.4%	24.9%	25.3%
每股盈利(元)	2.27	2.80	3.50	4.38
市盈率(倍)	47	38	31	24
市净率(倍)	4.1	3.7	3.3	3.0

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2026 年 7 月 6 日收盘价

推荐（维持）

目标价：140 元

当前价：106.75 元

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：李婵娟

邮箱：lichanjuan@hcyjs.com

执业编号：S0360520110004

证券分析师：张良龙

邮箱：zhanglianglong@hcyjs.com

执业编号：S0360525110002

公司基本数据

总股本(万股)	82,415.80
已上市流通股(万股)	82,415.80
总市值(亿元)	879.79
流通市值(亿元)	879.79
资产负债率(%)	33.97
每股净资产(元)	26.65
12 个月内最高/最低价	158.30/98.23

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《联影医疗（688271）深度研究报告：国产高端医学影像龙头全线突破，创新智造引领全球》

2025-03-03

仅供内部参考，请勿外传

投资主题

报告亮点

本报告深度复盘了联影医疗过去八年的发展历程，并重新审视了公司未来三年的成长空间与核心增长逻辑，并指出联影医疗正告别过去依赖国内市场份额提升的单一模式，全面进入由全球化、高端化和服务化驱动的新成长周期。

投资逻辑

复盘联影医疗过去八年的成长路径。公司过去八年的成长路径可以清晰划分为两个阶段。在 2018-2022 年的第一阶段，联影凭借长期高研发投入与全产品线布局，充分释放国产替代红利，成功打破国际巨头 GPS 在高端医学影像设备领域的垄断。2023-2025 年，面对医疗反腐与地方财政压力带来的行业下行周期，联影凭借技术优势与品牌影响力逆势扩张份额，高端化成为新增长点。

重新审视联影医疗未来三年的成长空间。站在当前时点，我们认为联影的未来成长将依托五条核心成长曲线展开：设备更新政策持续兑现；高端产品放量；海外业务进入收获期；服务收入崛起；AI 医疗与数智化平台。我们认为未来三年联影的发展将不再依赖单一增长来源，而是逐步形成由设备更新、高端产品放量、海外业务扩张、服务收入崛起以及 AI 与数智化平台建设共同驱动的多成长曲线体系。从国内市场到全球市场，从设备销售到全生命周期服务，从硬件产品到软件平台，公司正在不断拓宽自身价值创造的深度与广度。这种变化意味着联影的成长来源正在变得更加多元，增长的持续性和稳定性也有望进一步增强。

估值和盈利预测部分

我们认为未来三年联影的发展将不再依赖单一增长来源，而是逐步形成由设备更新、高端产品放量、海外业务扩张、服务收入崛起以及 AI 与数智化平台建设共同驱动的多成长曲线体系。综上，我们预计公司 26-28 年归母净利润为 23.1、28.8、36.1 亿元 ，同比增长 23.4%、24.9%、25.3%，对应 PE 分别为 38、31 和 24 倍。参考可比公司，结合公司较高的历史 PE 中枢，给予公司 2026 年 50 倍 PE 估值，对应目标价约 140 元，维持“推荐”评级。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

一、复盘联影医疗过去八年的成长路径 6
（一）第一阶段（2018-2022）：国产替代红利全面释放 6
（二）第二阶段（2023-2025）：行业底部后的份额扩张 10
二、重新审视联影医疗未来三年的成长空间 13
（一）第一成长曲线：设备更新政策持续兑现 13
（二）第二成长曲线：高端产品放量（MR、PET/CT、RT 等） 15
1、MRI:最核心的高端化突破方向 15
2、CT：向下一代成像平台升级，联影卡位技术前沿 17
3、PET/CT：肿瘤精准诊疗带动高端设备加速渗透 19
4、放疗设备（RT）：被低估的长期成长方向 21
（三）第三成长曲线：海外业务进入收获期 23
（四）第四成长曲线：服务收入崛起 25
（五）第五成长曲线：AI 医疗与数智化平台 27
三、盈利预测与风险提示 29

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 联影医疗收入及同比 6
图表 2 联影医疗归母净利润及同比 6
图表 3 国内 CT 市场格局变化（按采购数量） 7
图表 4 国内 MR 市场格局变化（按采购数量） 7
图表 5 中国高端医学影像设备市场国产化率变化 8
图表 6 联影研发费用率与同行比较 9
图表 7 联影医疗与国内外同行产品线布局对比 9
图表 8 国内医疗器械终端市场中标规模（亿元） 11
图表 9 国内医疗专项债发行规模变化 11
图表 10 中国医学影像设备行业增速（剔除超声）与联影收入增速比较 11
图表 11 联影主要产品国内招采市场份额变化（按数量） 12
图表 12 2025Q1-3 国内 5T 及以上 MR 市场格局 12
图表 13 2021 年大中华区 CT、MR、MI 三类设备使用年限统计数据 14
图表 14 2025 年 1-5 月国内大规模设备更新中 CT 采购结构变化 14
图表 15 uMR Ultra 特点及技术架构 15
图表 16 联影医疗 MR 主要产品型号 16
图表 17 2025Q1-3 国内各档次 MR 公开招投标采购情况 16
图表 18 MR 业务收入及结构变化趋势 16
图表 19 CT 技术发展里程碑 17
图表 20 全球主要 CT 企业产品布局 17
图表 21 联影医疗 CT 核心技术 18
图表 22 中国 PET/CT 市场规模（亿元） 19
图表 23 PET/CT 国产化率变化（公开招采数量口径） 19
图表 24 2025 年国内 PET/CT 招采市场格局（按数量） 20
图表 25 联影医疗 PET/CT 产品布局 20
图表 26 2025 年国内医用电子直线加速器公开招标市场格局（按数量） 21
图表 27 国内医用电子直线加速器国产化率变化（公开招采数量口径） 21
图表 28 联影 RT 产品布局 22
图表 29 预测 2026 年全球医学影像设备市场结构（区域分布） 23
图表 30 GPS 2025 年海外收入占比 23
图表 31 联影医疗 CE、FDA 累计获批产品数量 24
图表 32 联影医疗全球业务拓展情况（截至 2025 年末） 24
图表 33 联影医疗海外收入变化 25

仅供内部参考，请勿外传

图表 34 GE 医疗、西门子医疗经常性收入占比 26
图表 35 联影医疗全球累计装机台数 26
图表 36 联影医疗维保服务业务收入（亿元） 26
图表 37 联影医疗在 AI 医学影像领域的三重优势 27
图表 38 AI 对医学影像诊疗全流程赋能 28

仅供内部参考，请勿外传

一、复盘联影医疗过去八年的成长路径

站在 2026 年时点回顾联影医疗的发展历程，我们认为公司过去八年的成长路径可以清晰划分为两个阶段。

第一阶段（2018-2022 年）是国产替代驱动的高速成长阶段。在这一阶段，联影依托持续研发投入和产品力提升，逐步打破 GPS（GE Healthcare、Siemens Healthineers、Philips）在高端医学影像设备领域的长期垄断，实现市场份额快速提升，成长为中国高端医学影像设备领域的龙头企业。

第二阶段（2023-2025 年）则是行业周期下行背景下的份额扩张阶段。受到医疗反腐、地方财政压力以及医院资本开支放缓等因素影响，国内医疗设备行业整体需求承压。但联影凭借领先的产品竞争力和持续提升的品牌影响力，在行业低谷中实现逆势增长，市场份额进一步提升。

而站在当前时点，我们认为联影正进入第三阶段，即全球化、高端化和服务化驱动的新成长周期。与过去主要依赖国内市场份额提升不同，未来公司的增长来源将更加多元，高端产品放量、海外市场突破以及服务收入增长将成为驱动业绩增长和估值提升的核心因素。

因此，复盘过去八年的成长路径，不仅是理解联影历史成功经验的过程，更是判断未来三年增长逻辑变化的重要基础。

（一）第一阶段（2018-2022）：国产替代红利全面释放

第一阶段的增长来源是什么？

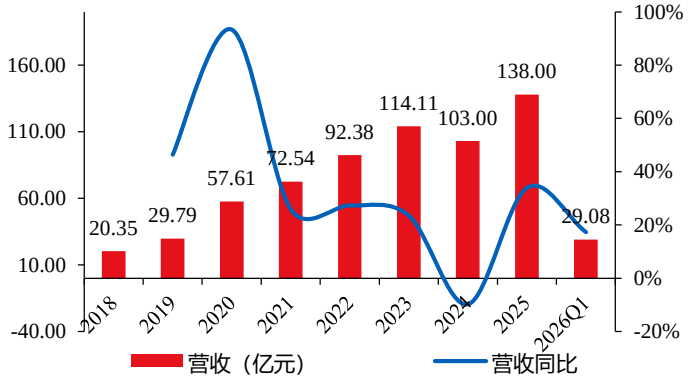
从收入增长结构来看，2018 年至 2022 年期间联影的成长主要来自三个方面。

首先是新增医疗基础设施建设需求。随着国内医疗资源持续扩容，大量医院新建院区和区域医疗中心建设带来了设备采购需求增长。

其次是产品线扩张带来的增量收入。随着 PET/CT、放疗设备等新产品逐步商业化，公司收入来源不断丰富。

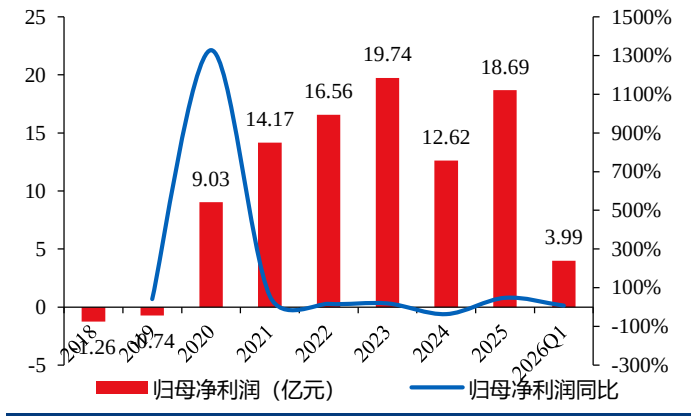
最后是国产替代推动市场份额提升。联影持续从 GPS 手中获取市场份额，成为公司收入增长最重要的驱动力。

图表 1　联影医疗收入及同比



资料来源：Wind，华创证券

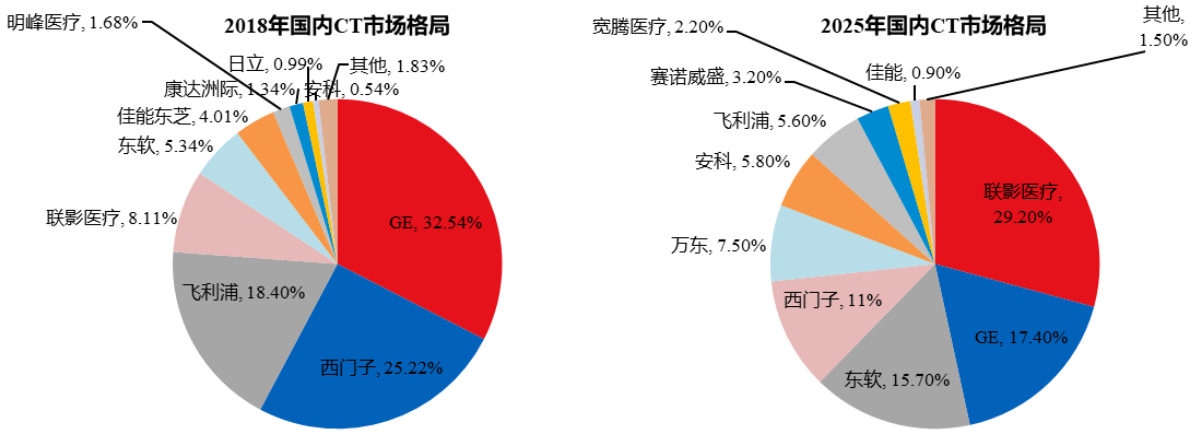
图表 2　联影医疗归母净利润及同比



资料来源：Wind，华创证券

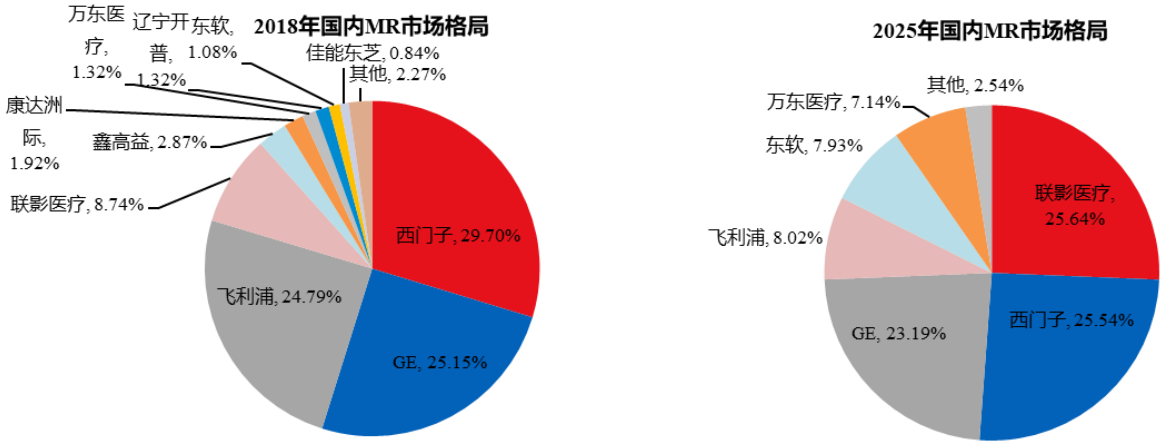
仅供内部参考，请勿外传

图表 3 国内 CT 市场格局变化（按采购数量）



资料来源：医招采公众号，高端医械院数据中心，医工研习社，华创证券

图表 4 国内 MR 市场格局变化（按采购数量）



资料来源：医招采公众号，华创证券

其中最重要的增长来源仍然是市场份额提升。从行业竞争格局变化可以看到，联影收入增长与市场份额提升高度相关。换句话说，公司在这一阶段的成长本质上是通过持续替代进口品牌实现的。

回顾中国高端医学影像设备行业的发展历程，2018 年至 2022 年是国产替代进程加速推进的重要阶段。长期以来，中国高端医学影像设备市场主要由 GE Healthcare、西门子医疗和飞利浦三大国际巨头主导。在 CT、MRI 等核心产品领域，进口品牌长期占据绝对领先地位，国内企业市场份额相对有限。

随着国家医疗装备自主可控战略持续推进，以及医院对于国产高端设备接受度不断提高，国产替代逐渐从政策导向转变为行业趋势。在这一过程中，联影凭借持续研发投入和产品创新能力，成为国产替代浪潮中最主要的受益者。

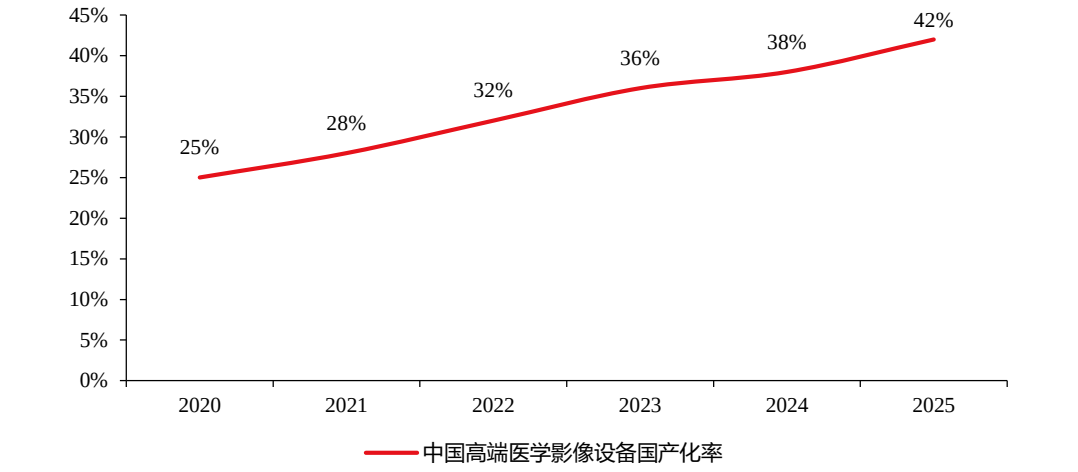
从行业发展角度来看，国产替代的核心驱动力并非单纯来自政策支持，而是国产产品性能与国际品牌差距不断缩小甚至在部分领域实现超越。随着产品可靠性、图像质量、临

仅供内部参考，请勿外传

床应用能力以及售后服务体系持续完善，越来越多大型三甲医院开始接受并采购国产高端影像设备。

在这一背景下，联影逐渐完成从市场挑战者向行业领导者的转变。

图表 5 中国高端医学影像设备市场国产化率变化



资料来源：博策咨询，华创证券（本资料中高端医学影像设备主要包括高端 CT、高端 MRI、PET-CT）

联影如何抓住国产替代机遇？

联影能够成为国产替代最大的受益者，本质上来源于长期坚持高研发投入战略。

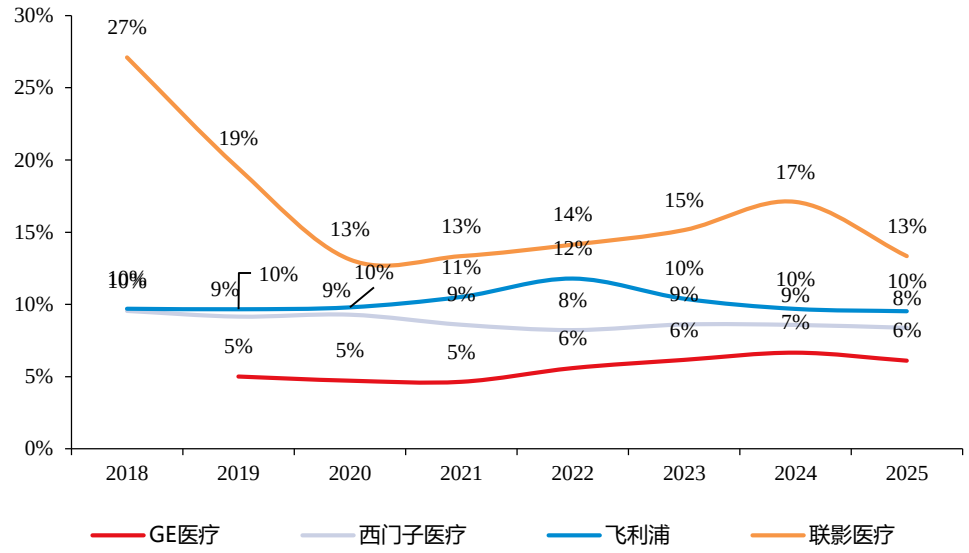
2018 年至 2022 年期间，公司研发费用持续保持高位，研发费用规模显著高于大多数国内同行水平。持续的研发投入帮助公司建立起覆盖 CT、MRI、PET/CT、PET/MR 以及放疗设备的完整产品体系，形成国内少有的全产品线布局能力。

在 CT 领域，公司实现从中低端到超高端产品的全面覆盖；在 MRI 领域，公司逐步突破高端 3.0T、5.0T 市场，并开始布局超高场磁共振技术；在 PET/CT 领域，公司成为国内少数具备自主研发能力的企业；在放疗领域，公司完成从诊断设备向治疗设备的战略延伸。

这种持续的研发投入和产品创新能力，使联影在国产替代过程中具备明显优势。更重要的是，联影的成功并非依赖价格竞争，而是依靠产品性能提升实现市场突破。公司逐步进入大型三甲医院和国家级医学中心采购体系，这标志着国产品牌在高端市场开始获得认可。因此，国产替代本质上是联影多年研发积累进入收获期的结果，而非简单的政策红利。

仅供内部参考，请勿外传

图表 6 联影研发费用率与同行比较



资料来源：Wind，华创证券（西门子医疗财年是每年 9 月 30 日结束）

图表 7 联影医疗与国内外同行产品线布局对比

设备种类	联影医疗	GE 医疗	西门子医疗	飞利浦医疗	医科达	万东医疗	东软医疗
MR 产品							
5.0T 及以上	▲	▲	▲				
3.0T	▲	▲	▲	▲		▲	▲
1.5T 及以下	▲	▲	▲	▲		▲	▲
CT 产品							
光子计数能谱 CT	▲	▲	▲				▲
320 排/640 层	▲						
256 排/512 层		▲	▲				▲
128 排及以下	▲	▲	▲	▲		▲	▲
XR 产品							
大 C（DSA）	▲	▲	▲	▲		▲	▲
Mammo	▲	▲	▲			▲	▲
常规/移动 DR	▲	▲	▲	▲		▲	▲
中小 C	▲	▲	▲	▲		▲	▲
MI 产品							
PET/CT							
AFOV>120cm	▲						
AFOV50-120cm	▲	▲	▲				
AFOV<50cm	▲	▲	▲	▲			▲
PET/MR	▲	▲	▲				
超声产品	▲	▲	▲	▲		▲	▲

仅供内部参考，请勿外传

RT 产品							
直线加速器	▲		▲		▲		▲
图像引导直加	▲		▲		▲		▲
生命科学仪器	▲						

资料来源：公司公告，华创证券

第一阶段给联影留下了什么？

市场往往关注联影在国产替代阶段实现的收入增长，但从长期价值角度看，这一阶段最重要的成果并非收入，而是大量装机基础的积累。截至 2022 年底，联影已经在全国范围内形成庞大的设备装机网络。大量 CT、MRI、PET/CT 以及其他设备进入医院体系，形成长期客户基础。这些装机设备未来将持续产生多重价值。

首先是维保服务收入。医疗设备生命周期通常超过十年，设备安装后将持续产生维护、升级和技术支持需求。

其次是设备更新需求。随着设备进入更新周期，联影有望凭借已有客户基础获得更高续购率。

第三是临床数据积累。大量设备装机意味着更多临床应用数据，有助于产品持续优化和 AI 应用开发。

第四是品牌效应强化。头部医院装机案例不断增加，将进一步提升公司市场影响力。

因此，国产替代阶段最大的成果不仅是市场份额提升，更是为未来服务收入增长、高端产品推广以及 AI 业务发展奠定基础。

（二）第二阶段（2023-2025）：行业底部后的份额扩张

行业进入困难时期

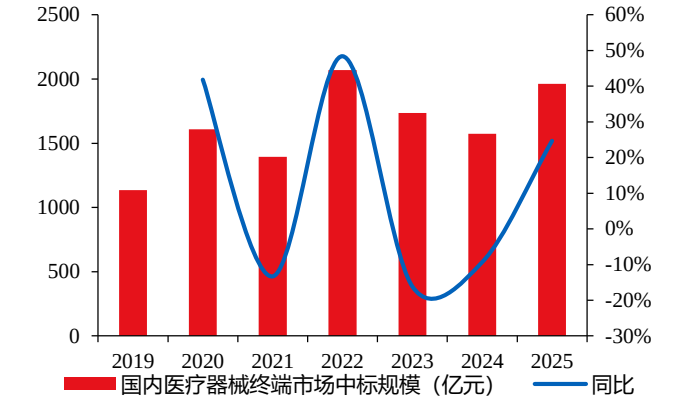
2023 年以来，中国医疗设备行业进入明显调整阶段。医疗反腐行动对医院采购决策产生阶段性影响，部分项目招标和采购进程延后。同时，地方财政压力加大以及医院运营环境变化，也使得医疗机构资本开支更加谨慎。

从行业数据来看，2023-2024 年 CT、MRI、DSA 以及放疗设备等主要产品的招投标规模出现不同程度下滑。市场普遍认为医疗设备行业进入阶段性下行周期。行业需求放缓使得投资者对于医疗设备板块整体预期明显下降。市场关注点逐渐从成长转向恢复，从扩张转向周期。

然而，对于行业龙头企业而言，行业低谷往往也是扩大市场份额的重要窗口期。

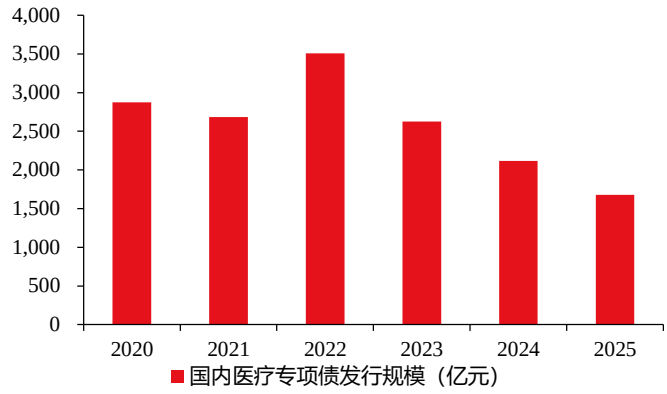
仅供内部参考，请勿外传

图表 8 国内医疗器械终端市场中标规模（亿元）



资料来源：众成数科，华创证券

图表 9 国内医疗专项债发行规模变化



资料来源：企业预警通，华创证券

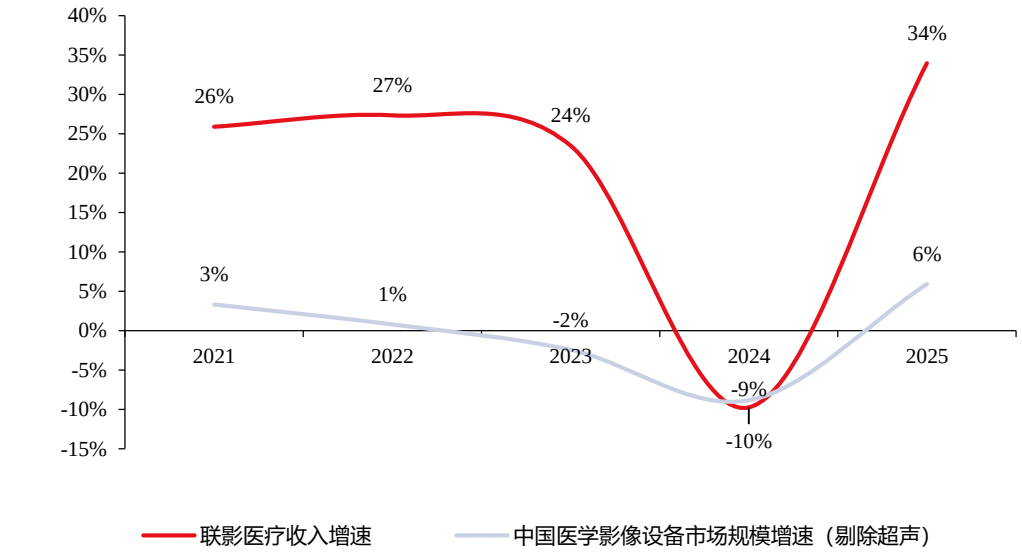
联影为什么能够逆势增长？

行业下行周期通常有利于龙头企业进一步强化竞争优势。在需求放缓背景下，医院采购决策更加重视产品性能、服务能力和品牌信誉，单纯依靠价格竞争的企业生存压力明显加大。联影凭借持续积累的技术优势和品牌影响力，在行业调整阶段反而获得更多市场机会。

从公开招投标数据来看，公司在 CT、MRI、PET/CT 等多个领域中标份额持续提升。特别是在高端产品市场，联影市场地位进一步巩固。

这一现象说明，即便行业整体需求承压，公司依然能够通过份额扩张实现收入增长。换句话说，行业增速放缓并不意味着联影增长停滞。相反，联影正在通过提升市场份额不断强化自身竞争优势。

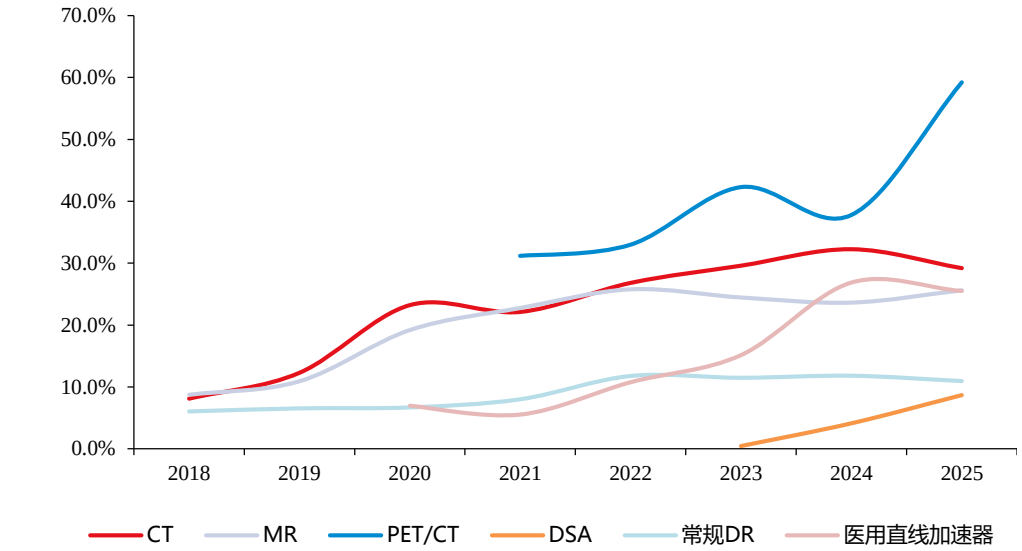
图表 10 中国医学影像设备行业增速（剔除超声）与联影收入增速比较



资料来源：Wind，观研天下，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

图表 11 联影主要产品国内招采市场份额变化（按数量）



资料来源：医招采公众号，医工研习社，高端医械院数据中心，5iRT，华创证券

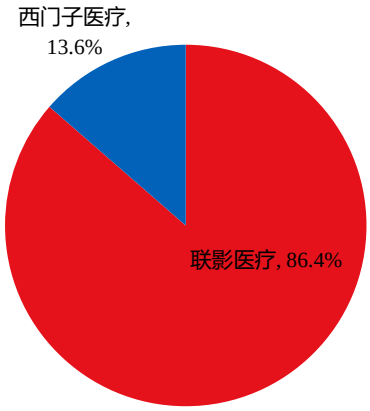
高端化开始成为新增长点

除了份额扩张之外，2023 年至 2025 年期间另一个值得关注的重要变化是产品结构升级。

联影在高端 MRI、PET/CT 以及放疗设备等领域持续取得突破，高端产品收入占比不断提升。特别是在 3.0T 及以上 MRI 市场，公司开始进入 GPS 长期主导的核心市场。随着越来越多头部医院选择联影高端产品，公司增长逻辑正在从市场份额扩张逐步转向产品结构升级。

高端产品不仅意味着更高收入，更意味着更高毛利率和更强盈利能力。因此，高端化将成为未来利润增长的重要来源。

图表 12 2025Q1-3 国内 5T 及以上 MR 市场格局



资料来源：医工研习社，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

二、重新审视联影医疗未来三年的成长空间

回顾联影过去十余年的发展历程，公司成长逻辑始终伴随着产业地位的不断跃迁。经过前两个阶段的发展，联影已经完成了国内高端医学影像设备龙头的基础建设。从产品布局来看，公司已经建立起覆盖 CT、MRI、PET/CT、PET/MR、放疗设备以及医疗数字化解决方案的完整产品体系；从客户资源来看，公司积累了大量头部医院和区域医疗中心客户；从市场地位来看，公司已经成为国内少数具备与国际巨头正面竞争能力的医疗设备企业之一。

因此，站在当前时点，联影的发展正在进入新的阶段。如果说过去十年的核心任务是完成国产替代，那么未来十年的核心任务则是依托已经建立的技术平台和客户基础，持续拓展新的成长空间。这一变化意味着，公司未来成长逻辑将逐渐从单一的市场份额扩张转向更加多元的发展模式。

一方面，国内医疗设备更新周期启动，将为公司带来持续稳定的需求支撑；另一方面，经过长期研发积累的高端产品开始进入收获阶段，产品结构升级将成为推动盈利能力提升的重要力量。同时，公司全球化布局逐步进入兑现期，海外市场正在从战略投入阶段向业务贡献阶段过渡。

此外，随着累计装机量持续增长，服务收入和数字化收入占比有望不断提升，公司商业模式也将从设备销售逐步向全生命周期运营延伸。更长远来看，人工智能、大模型和医疗数智化的发展正在推动医疗行业进入新的技术周期。联影依托长期积累的设备基础和临床数据资源，正在从传统设备厂商向医疗科技平台型企业演进。

（一）第一成长曲线：设备更新政策持续兑现

对于联影医疗而言，设备更新并非一个短期政策主题，而是未来数年最具确定性的行业增长来源之一。

过去十余年，中国医疗设备行业的增长主要依赖医疗资源扩张带来的新增需求。无论是大型三甲医院扩建、区域医疗中心建设，还是县域医疗能力提升，本质上都属于新增配置逻辑。在这一阶段，行业增长主要来自设备保有量的持续增加。

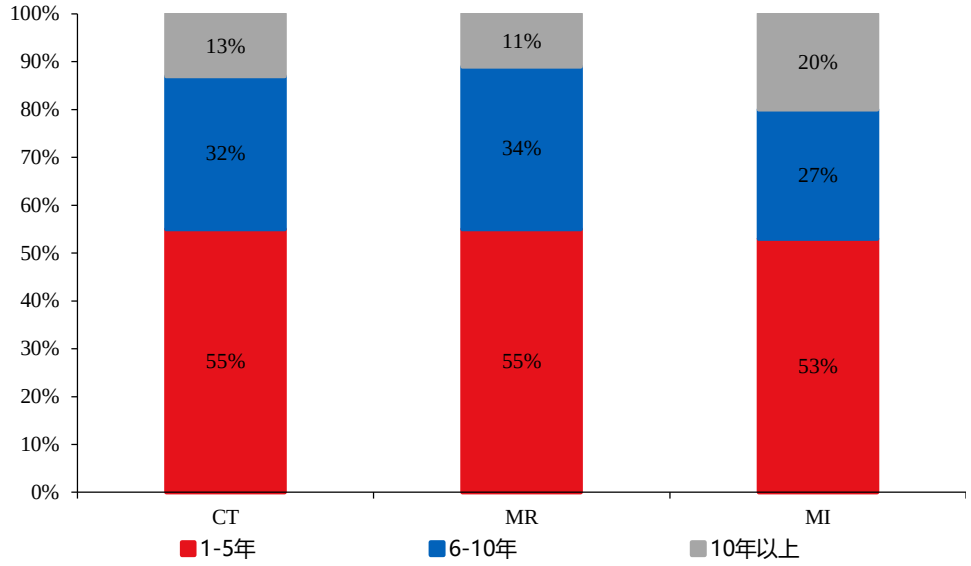
而当前行业正在进入新的发展阶段。随着国内医疗体系建设逐步完善，医学影像设备保有量持续提升，行业增长模式正在从“增量扩张”逐步转向“存量更新”。大量在上一轮医疗基础设施建设周期中配置的设备正陆续进入更新窗口期，高端医疗设备更新需求开始成为行业增长的重要驱动力。

对于联影而言，公司不仅是设备更新周期的重要受益者，同时也是国内高端设备更新过程中最具竞争优势的企业之一。过去十余年积累的产品能力、品牌影响力和客户基础，使公司有望在本轮设备更新周期中持续提升市场份额，实现行业增长与份额提升的双重受益。

因此，我们认为设备更新不仅构成未来两至三年业绩增长的重要支撑，同时也是联影后续高端化、服务化和数智化发展的基础起点。

仅供内部参考，请勿外传

图表 13　2021 年大中华区 CT、MR、MI 三类设备使用年限统计数据



资料来源：COCIR《MEDICAL IMAGING EQUIPMENT AGE PROFILE & DENSIT》（2021），华创证券（数据来自 GE 医疗、西门子医疗、飞利浦、佳能、富士胶片）

相比以往行业周期，本轮设备更新具有几个显著特点。

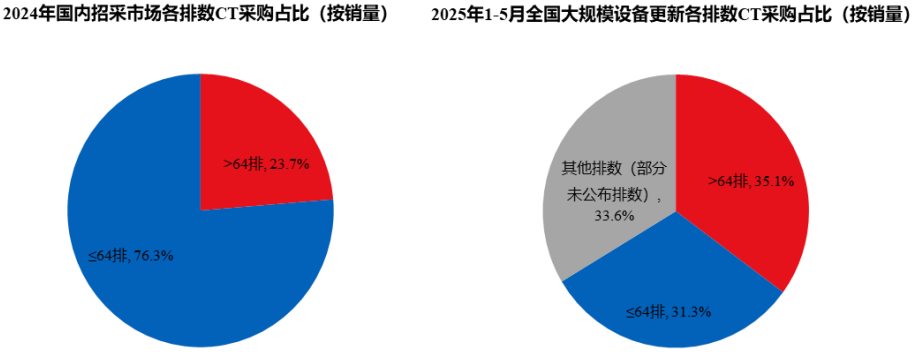
首先，需求来源更加广泛。过去行业增长主要依赖新增建设，而当前需求来源已经覆盖大型三甲医院、区域医疗中心、专科医院以及县域医疗机构等多个层级。

其次，更新需求更加偏向高端化。随着医疗服务能力不断提升，医院采购决策已不再局限于设备有无，而更加关注设备性能水平和临床价值。高端设备采购占比有望持续提升。

第三，设备更新与国产替代形成共振。过去高端设备更新往往意味着进口品牌内部替换，而当前国产品牌技术能力显著提升，使得更新需求成为国产替代进一步深化的重要契机。对于联影而言，这一点尤为重要。过去十余年，公司已经完成从市场进入者到行业领导者的转变。越来越多医院在更新采购过程中开始将联影作为优先考虑对象。

因此，本轮设备更新不仅意味着行业需求增长，也意味着竞争格局进一步优化。

图表 14　2025 年 1-5 月国内大规模设备更新中 CT 采购结构变化



资料来源：众成数科，医装数胜，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

（二）第二成长曲线：高端产品放量（MR、PET/CT、RT 等）

如果说第一成长曲线“设备更新”解决的是需求的确定性，那么第二成长曲线“高端产品放量”解决的是盈利能力的弹性。高端产品放量的本质，是产品结构从中低端向高端迁移所带来的系统性盈利能力重估。这一过程不仅体现在收入端的 ASP 提升，更体现在毛利率、产品组合以及客户结构的同步优化。

从业务结构来看，MRI、PET/CT 以及放疗设备（RT）构成联影高端产品矩阵的核心三大板块。其中 MRI 是当前最具确定性的增长引擎，PET/CT 和 RT 则代表中长期更高弹性的增长方向。

我们认为，联影正在从“全产品覆盖”阶段，进入“高端产品兑现驱动”的新阶段，高端化将成为未来三年利润增长快于收入增长的关键来源。

1、MRI:最核心的高端化突破方向

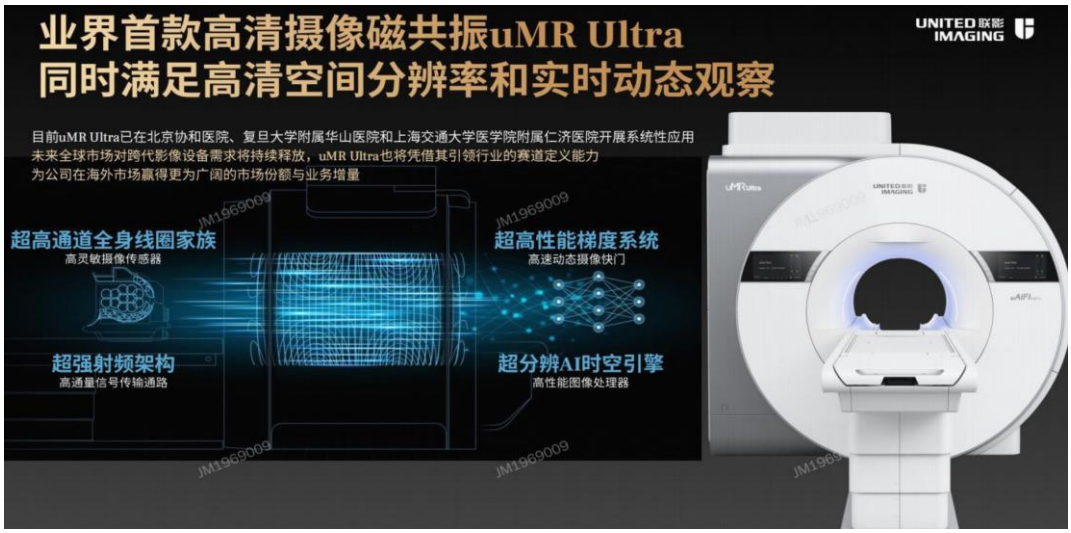
MRI 是联影高端化进程中最关键的产品线，也是未来三年确定性最高的增长引擎。

从市场结构来看，MRI 长期以来由 3.0T 及以上高端设备主导核心医院市场，该部分市场此前主要由 GPS 垄断。

联影在过去五至八年持续推进 MRI 产品升级，目前已形成覆盖 1.5T、3.0T、5.0T、9.4T 的完整产品体系，并在部分高端型号上实现对国际厂商的直接竞争。尤其是在 3.0T、5.0T MRI 领域，联影产品逐步进入国内头部三甲医院采购体系，标志着公司已经完成从“中端替代”向“高端竞争”的跨越。

在 MRI 高端化进程中，联影推出的 uMR Ultra 系列是公司当前高端 MRI 产品能力的重要集中体现，也是其向全球高端市场竞争力迈进的标志性产品之一。uMR Ultra 搭载 uAIFI.LIVE 成像平台，结合最新一代人工智能影像链，依托 100mT/m@200T/m/s 超高性能梯度系统与时空融合 AI 引擎的协同优势，可持续捕捉解剖结构和功能组织活动的高清动态影像，在保证单帧图像清晰度的同时，提供稳定、连续的动态影像信息，拓展磁共振在运动相关组织与功能评估中的应用边界，适用于神经系统、胃肠道、盆腔及关节等临床场景，为复杂疾病的诊断评估与科研应用提供更丰富的影像信息支持。

图表 15　uMR Ultra 特点及技术架构



资料来源：公司推介材料

仅供内部参考，请勿外传

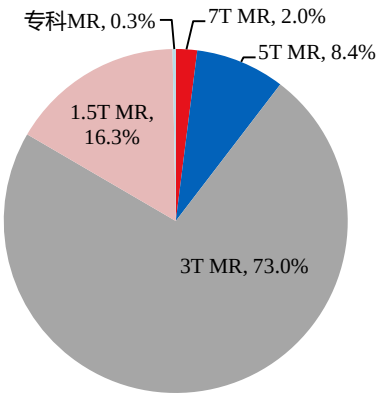
图表 16 联影医疗 MR 主要产品型号

MR 类别	产品型号
9.4T	uMR 9.4T（适用于科研院所、高校、药企等）
5.0T	uMR Jupiter
3.0T	uMR Ultra、uMR omega、uMR Astra、uMR Max、uMR NX、uMR 890、UMR 880、uMR 870、uMR 790、uMR 780
1.5T	uMR 680、uMR 670、uMR 660、uMR 630Max、uMR 600Max、uMR 600、uMR 585e、uMR 588、uMR 580

资料来源：公司官网，公司公告，华创证券

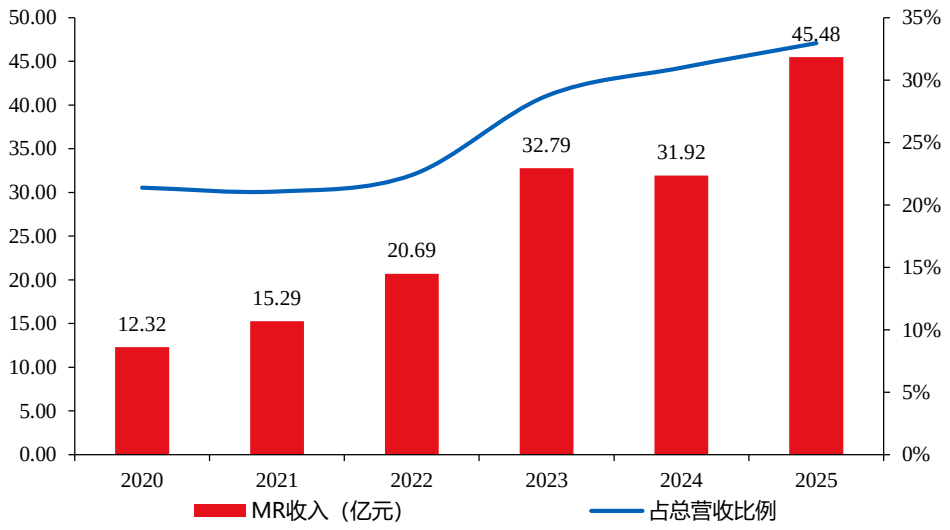
从未来趋势来看，随着超高场 MRI、AI 增强扫描以及多模态成像技术的发展，高端 MRI 市场仍具备持续扩容空间。

图表 17 2025Q1-3 国内各档次 MR 公开招投标采购情况



资料来源：医工研习社，华创证券

图表 18 MR 业务收入及结构变化趋势



资料来源：公司公告，华创证券

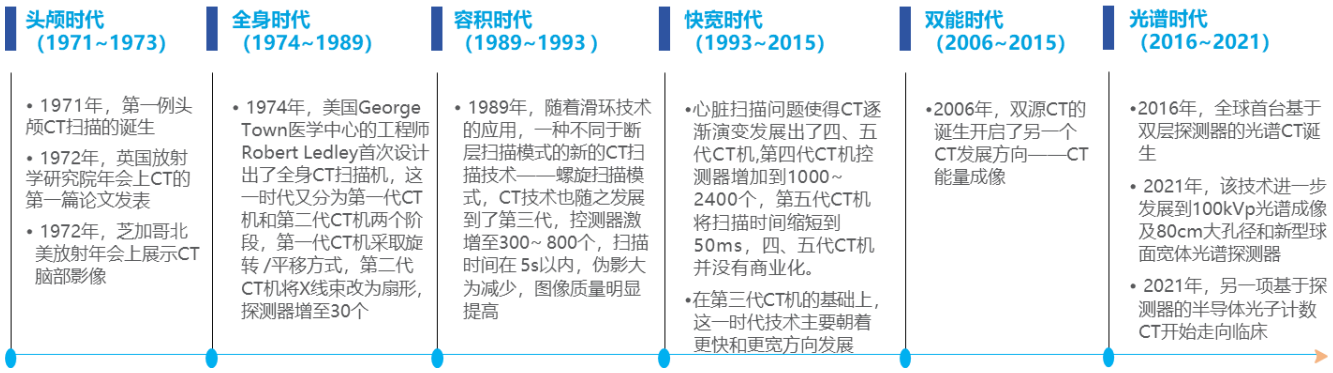
仅供内部参考，请勿外传

2、CT：向下一代成像平台升级，联影卡位技术前沿

CT 是医学影像中技术迭代最持续的核心品类，行业正从传统“结构优化”进入以成像原理升级为特征的新一轮技术周期，其核心方向包括低剂量、高分辨率、功能成像以及智能重建能力提升。

在这一过程中，光子计数 CT（Photon Counting CT）被认为是下一代核心技术方向，其本质是从传统能量积分探测器向“单光子计数”机制跃迁，带来空间分辨率提升、辐射剂量下降及多能谱成像能力增强，有望重塑高端 CT 技术路线。

图表 19　CT 技术发展里程碑



资料来源：CT Clinical Evidence，华创证券

从竞争格局来看，全球 CT 高端市场仍由 GE、Siemens、Philips 主导，三家均已在光子计数 CT 方向进行前瞻布局。国产厂商整体仍处追赶阶段，但在 AI 重建、低剂量成像等软件层面持续缩小差距。

联影在 CT 领域的特点在于其技术体系完整+升级节奏较快：已覆盖多排螺旋 CT、宽体探测器 CT、能谱 CT 等主流高端产品；在 AI 重建与图像优化方面具备较强算法积累；在下一代 CT 技术方向具备前瞻布局基础。联影 CT 整体处于国内第一梯队，并在部分高端场景实现对国际厂商的替代突破。

图表 20　全球主要 CT 企业产品布局

设备种类	联影医疗	GE 医疗	西门子医疗	飞利浦医疗	医科达	万东医疗	东软医疗
光子计数能谱 CT	✓	✓	✓				✓
320 排/640 层	✓						
256 排/512 层		✓	✓				✓
128 排及以下	✓	✓	✓	✓		✓	✓

资料来源：公司公告，华创证券（截至 2025 年末统计数据）

仅供内部参考，请勿外传

图表 21 联影医疗 CT 核心技术

类别	核心技术	技术先进性	技术来源	主要用途
关键部件设计和制造技术	探测器	“时空探测器”可显著降低电子学噪声，降低剂量的同时提升图像分辨率，性能处于行业领先水平	自主研发	CT 探测器制造与加工
部件设计和制造技术	球管	具备大功率能力、热容量高、寿命长的特点，通过飞焦技术提高图像分辨率	自主研发	CT 球管设计与制造
	高压发生器	1、通过全数字控制的高频逆变和高压变压器升压技术及高频整流技术减小高压发生器体积和重量，提高 kV 输出脉冲的切换速度 2、拥有高速栅控技术和飞焦点技术	自主研发	CT 高压发生器设计与制造
	精准器官剂量调制技术	以人工智能技术对不同检查对象及部位进行精准剂量调制	自主研发	用于实现低剂量扫描、降低患者剂量
全链条低剂量技术	深度学习降噪重建技术	通过降低噪声可在降低辐射剂量的同时提升微小病灶成像能力	自主研发	降低剂量，提高病灶检出能力，助力医生诊断
	迭代重建降噪技术	有效减少图像噪声、提升信噪比，可实现降低辐射剂量的同时提升图像质量	自主研发	降低剂量，提高病灶的检出能力
	“天眼”平台技术	通过摄像头自动识别患者部位并与扫描协议智能匹配，可优化 CT 扫查工作流	自主研发	用于辅助完成 CT 扫查准备工作，提升扫查工作流程效率
高效自动化扫查技术	Easylogic 自动化预判技术	通过算法提高图像重建速度，加快扫查流程	自主研发	提升扫查工作流程效率
	ePhase 自动化时相推荐	通过自动选择不同心动周期的最佳重建项，可实现减少操作者手动判断及选择环节，可提升冠脉图像质量和医生处理效率	自主研发	提升图像质量与工作效率
	CardioCapture 冠脉追焦技术	对心脏 CT 图像的冠脉进行运动伪影校正，减少由于搏动伪影导致的冠脉诊断困难，显著提升心脏扫描的成功率	自主研发	提升图像质量与工作效率
后处理技术	自动化后处理技术	全面的 CT 图像分析应用，包括高效自动化的心脑血管提取和动态分析、组织分割以及报告生成功能。可在结构评估基础上提供功能评估结果	自主研发	精准后处理，提升后处理准确度与处理效率，辅助诊断

资料来源：公司公告，华创证券

从业务层面看，CT 正在从“设备型产品”向“平台型成像系统”升级：一方面，高端 CT 占比提升推动单机价值与盈利能力改善；另一方面，AI 重建与智能扫描逐步成为标配能力，使 CT 从影像设备向智能诊断入口演进。同时，CT 作为装机规模最大、使用频率最高的影像设备之一，也构成 AI 医疗的重要数据来源，为后续数智化能力奠定基础。

我们认为，CT 行业正处于下一代成像技术（以光子计数 CT 为代表）导入前期，技术路

仅供内部参考，请勿外传

线正在发生结构性变化。联影在 CT 领域已形成较完整产品体系，并在 AI 重建及下一代技术方向具备前瞻布局，使其不仅受益于当前高端化与更新周期，同时具备参与下一轮技术代际切换的能力。因此，CT 业务正在从规模型产品，逐步演变为联影高端化与技术升级的重要基础平台。

3、PET/CT：肿瘤精准诊疗带动高端设备加速渗透

PET/CT 是联影高端产品体系中的另一重要增长极，其成长逻辑与肿瘤精准医疗需求密切相关。

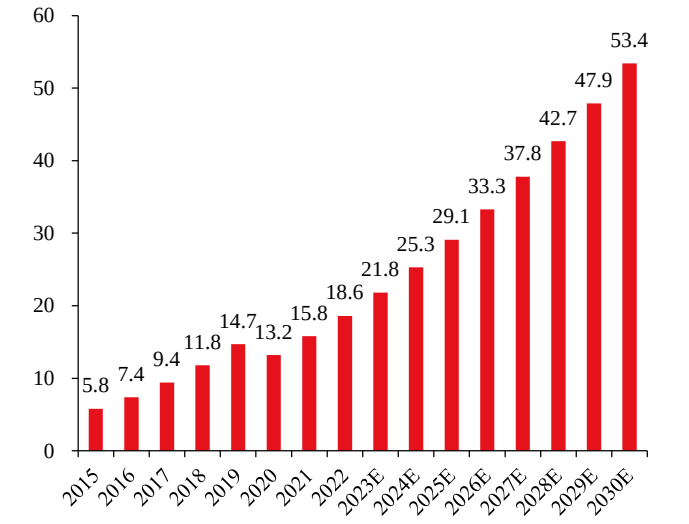
随着中国癌症发病率上升以及精准诊疗体系不断完善，PET/CT 在肿瘤早筛、分期、疗效评估中的应用价值持续提升，带动市场需求稳定增长。从竞争格局来看，该领域长期由国际厂商主导，国产设备渗透率相对较低，但近年来随着联影产品成熟度提升，国产替代进程开始加速。

联影在 PET/CT 领域的突破主要体现在两个方面：一是产品性能达到临床高端应用要求；二是逐步进入大型肿瘤中心和三甲医院体系。

与传统影像设备相比，PET/CT 具有更高的技术壁垒和更高的单机价值，因此该业务具备明显的高毛利属性。

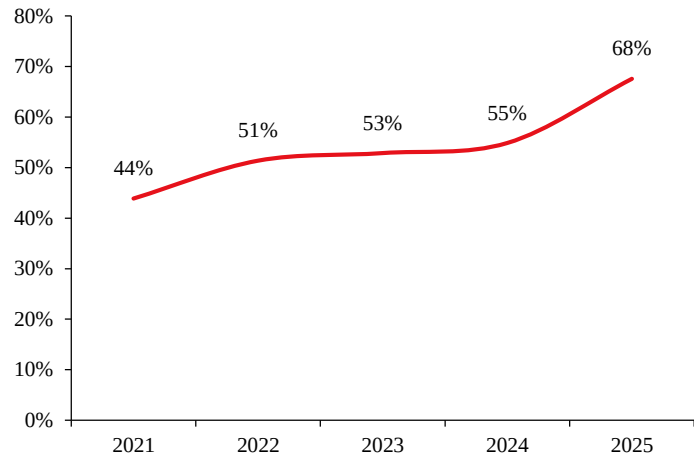
未来随着核医学中心建设加速以及分子影像技术发展，PET/CT 仍将处于中长期扩张周期。

图表 22　中国 PET/CT 市场规模（亿元）



资料来源：灼识咨询（转引自公司招股书），华创证券

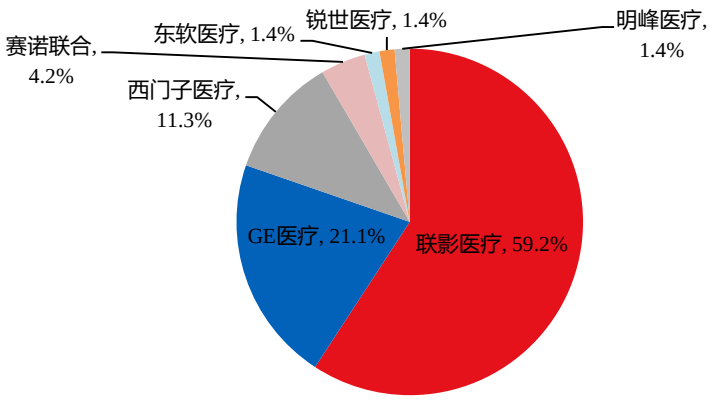
图表 23　PET/CT 国产化率变化（公开招采数量口径）



资料来源：医工研习社，华创证券

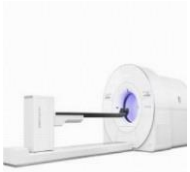
仅供内部参考，请勿外传

图表 24　2025 年国内 PET/CT 招采市场格局（按数量）



资料来源：医工研习社，华创证券

图表 25　联影医疗 PET/CT 产品布局

产品型号	示意图	产品介绍及亮点
uEXPLORER(Total-bodyPET/CT)		行业首款 4D 全景动态 PET/CT，适用于前沿科研场景 · 搭配 672 环光导探测器和 80 排 CT，仅需 30 秒、1/40 剂量即可完成全身高清扫描成像 · 可实现全身实时动态扫描和参数分析，支持药代动力学研究，为病理学和药物研究提供支持 · 2018 年世界物理杂志评选的“全球十大技术突破产品之一”
uMI Panorama28C/Stellar/35C/35S/GS		搭载行业首款自研高端医学影像专用芯片，作为全球首款实现 180ps 量级超高时间分辨率的商用 PET/CT ，刷新临床 PET/CT 图像质量标准 · 配备全芯无极数字 PET 探测器与 0.25s 最高转速大孔径 CT，实现各项性能指标领航 · 以全链智能化工作流、AI 高级算法与丰富科研应用赋能核医学临床与探索
uMI Panvivo/Panvivo S		2.9 毫米 NEMA 空间分辨率以及 181cps/kBq 的有效灵敏度，确保了影像清晰度和病灶检测能力 · 全工作流的 AI 赋能，覆盖质控、采集、重建和定量分析，提升操作效率，解放人力；搭载业界首款多核素 AI 迭代重建算法，扩展其适用核药显像范围，赋能多病种的精准诊断 · 紧凑的整机设计，提升的场地可及性；自由可扩展的探测器平台，可原地从短轴升级到长轴
uMI 780		国产首款数字化 TOF PET/CT，适用于临床及科研场景 · 搭配 112 环数字光导探测器和 80 排 CT，具有大视野高分辨、快速高清扫描的功能 · 搭载丰富高级应用，全面支持临床和科研

仅供内部参考，请勿外传

uMI Vista		数字化 PET/CT，适用于临床场景·搭配 84 环光导探测器和 80 排 CT·优化心脏扫描工作流，支持临床心脏检查
uMI 550		数字化 PET/CT，适用于临床场景·搭配 84 环数字光导 PET 探测器和 40 排 CT·搭载多个智能化应用，实现更高效工作流
车载 PET/CT		数字化移动 PET/CT，适用于临床场景，具有较高的机动性和稳定性·搭配 84 环数字光导 PET 探测器和 40 排 CT·搭配专用移动工作站，适用于机动性检查

资料来源：公司公告，华创证券

4、放疗设备（RT）：被低估的长期成长方向

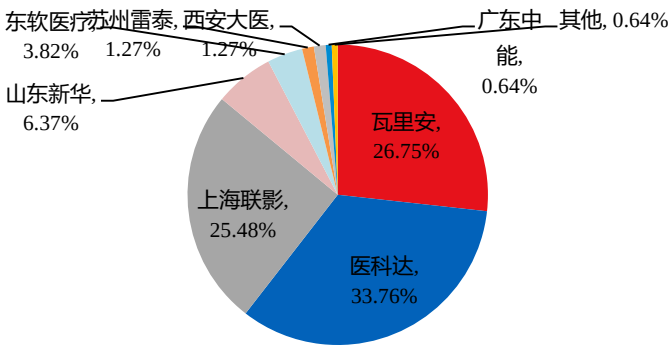
放疗设备是联影高端产品矩阵中最容易被市场低估的板块之一，但从长期来看，其战略意义较强。

放疗设备属于典型高壁垒医疗设备领域，长期由 Varian（瓦里安）、Elekta（医科达）等国际厂商主导。相比影像设备，放疗设备更依赖系统集成能力、治疗计划系统以及临床路径整合能力，因此国产化进程相对更慢。

联影近年来逐步布局放疗业务，从影像设备向治疗设备延伸，实现“诊疗一体化”战略布局。

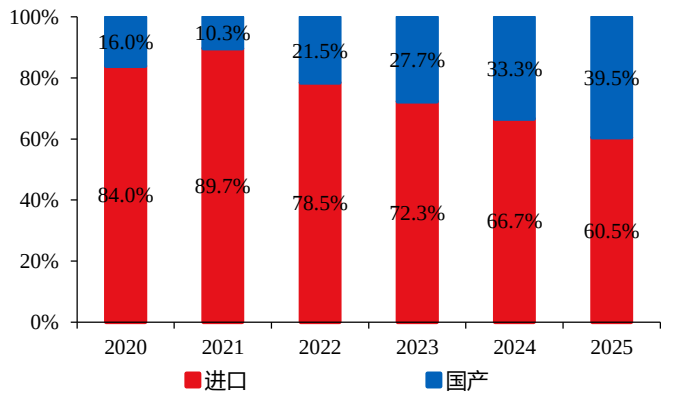
放疗设备的核心价值在于：单机价值高；临床依赖性强；客户粘性极高；更新周期较长。因此，该业务一旦实现突破，将对公司长期收入结构产生显著影响。

图表 26　2025 年国内医用电子直线加速器公开招标市场格局（按数量）



资料来源：5iRT，华创证券

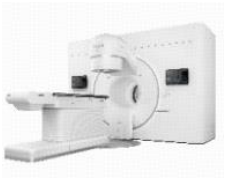
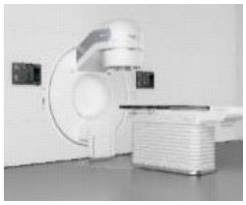
图表 27　国内医用电子直线加速器国产化率变化（公开招采数量口径）



资料来源：5iRT，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

图表 28 联影 RT 产品布局

产品型号	示意图	产品介绍及亮点
uLinacVisionaryTx		·多光子多电子全能旗舰 CT 直线加速器，治疗技术齐全，搭载行业首个且唯一双层等效 2.5mm 多叶光栅&全射野 40cm×40cm 照射，锐利“刀锋”实现精准立体定向放疗·首创单中心非共面全身智能 SRS/SBRT 立体定向放疗解决方案，通过快速一键非共面计划与全流程自动化实施，高精度照射赋能精准放疗·诊断级 CT 影像实现精准化的自适应放疗，首创按需触发自适应，根据患者情况灵活提供最优方案·搭载 All In One 一站式放疗，将首次放疗等待时间从传统数天到缩短到数分钟。通过一站式与放疗急症、SRS/SBRT 相结合，优化放疗及时性，提高治疗效果
uLinacHalosTx		·业界首创的一体化 CT 环形直线加速器，搭载新一代 87cm 大孔径诊断级 CT 图像引导系统，为临床用户提供更自信、更全面的临床依据·通过诊断级 CT 鹰眼影像、超大范围在体剂量监测、智能化软件的加持之下，实现业界首创“影像剂量双感知”创新技术，从“看不到剂量”到“体内实时监测剂量”，最大限度地保障患者的精准个体化放疗·在线自适应放疗以及一站式放疗高度自动化应用全流程贯通，削减工作耗时，降低人员经验依赖，实现临床效率与治疗流程的全新突破
uLinacEternaTx		·新一代一体化 6MV 单光子大孔径 CT 直线加速器·搭载 87cm 一体化大孔径诊断级 CT，6.5cm/s 业界最快 MLC，以及 6D 高精度治疗床·搭配全新剂量引导放疗（DGRT）应用，治疗前可实现从图像引导到剂量引导，并支持立体定向智能一键非共面治疗、在线自适应放疗以及一站式放疗
uRT-linac506c		·行业首款一体化 CT 引导直线加速器·高分辨率 CT 影像引导，可结合自适应放疗计划系统，提供定制化治疗方案·一站式全放疗工作流支持，一机多用，整合快速工作流设计，提高工作效率·支持动态旋转调强放疗 uARC 技术以及快速蒙特卡罗算法，提高临床治疗效率
uRT-linac 306		·常规直线加速器系统，适用临床用户·支持自动勾画、自动计划、自动质控和 540°超长单弧治疗模式，提高治疗效率
原生放疗云生态		·创新基于云架构（B/S 架构），推出集人工智能驱动轮廓勾画系统 uIPW、放射治疗计划软件 uTPS、放疗全流程质控平台 uAssureTx、放疗信息管理系统 uOIS、放疗远程协作平台“五位一体”的联影智慧放疗软件解决方案，打造全链路数智化放疗解决方案·与一体化 CT 直线加速器系统协同提质增效，快速提供个体化、精准化治疗方案，赋能自适应放疗与一站式放疗等先进治疗技术·助力科室智慧化升维转型，赋能医教研多场景创新，助力打造高效、灵活、互联互通的原生放疗云生态

资料来源：公司公告，华创证券

高端产品放量的核心意义，并不仅仅在于收入增长，还在于盈利能力的结构性改善，高端设备通常具备以下特征：更高 ASP；更高毛利率；更强客户粘性；更低价格敏感度。因此，当产品结构向高端迁移时，公司整体盈利能力将呈现非线性改善。

从联影当前业务结构来看，高端产品占比仍处于持续提升阶段，这意味着未来三年利润增速有望持续高于收入增速。这一变化本质上是从“规模增长”向“质量增长”的切换。

仅供内部参考，请勿外传

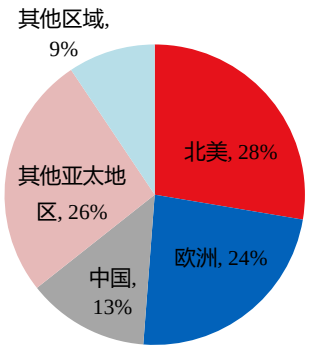
（三）第三成长曲线：海外业务进入收获期

过去十余年，联影的核心增长来源始终集中在中国市场，海外业务更多处于产品认证、渠道建设与品牌导入阶段。本质上属于“能力建设期”，而非“收入贡献期”。但从当前时点开始，这一状态正在发生变化。

随着 FDA/CE 认证产品持续增加、全球渠道体系逐步完善以及本地化团队建设完成度提升，联影海外业务正在从“战略投入期”进入“订单兑现期”。

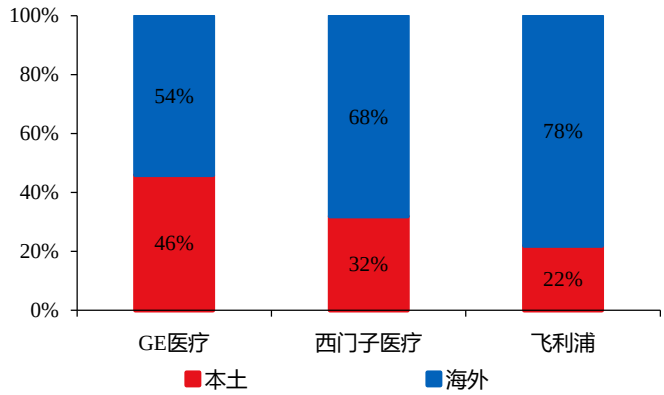
我们认为，海外业务将成为联影未来三年最重要的中长期增长曲线之一，其意义不仅在于收入增量，更在于：打开全球市场空间 + 重塑公司估值天花板 + 强化与国际龙头的直接竞争能力。

图表 29　预测 2026 年全球医学影像设备市场结构（区域分布）



资料来源：Fortune Business Insights，华创证券

图表 30　GPS 2025 年海外收入占比



资料来源：相关公司公告，华创证券（GE 医疗本土划分口径为美国、加拿大，西门子医疗本土划分口径为欧洲、中东及非洲，飞利浦本土划分口径为西欧，西门子医疗财年是 9 月 30 号结束）

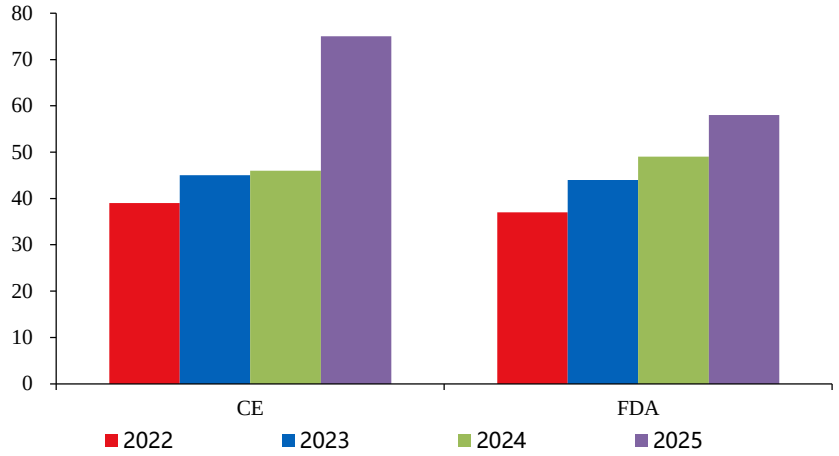
联影的海外扩张并非简单的产品出口，而是一个逐步升级的过程。

早期阶段，公司主要通过单一产品进入海外市场，以 MRI 等设备试探市场接受度。这一阶段核心任务是：完成注册认证 + 建立渠道 + 获取首批客户。但这一模式天然存在局限性，难以形成规模化收入。

近年来，联影海外战略逐步进入第二阶段：从“单产品输出”升级为“产品 + 服务 + 本地化团队”的系统能力输出。具体表现为：FDA 与 CE 认证产品数量持续增加；海外经销网络逐步完善；本地化销售与服务团队建设推进；与区域大型医院及医疗集团合作加强；高端产品逐步进入发达国家市场。这一变化意味着联影海外业务正在从“试点市场”进入“规模化市场拓展阶段”。

仅供内部参考，请勿外传

图表 31 联影医疗 CE、FDA 累计获批产品数量



资料来源：公司公告，华创证券

图表 32 联影医疗全球业务拓展情况（截至 2025 年末）



资料来源：公司推介材料

海外业务对联影的意义不仅仅体现在收入增长本身，更体现在估值体系的重构。

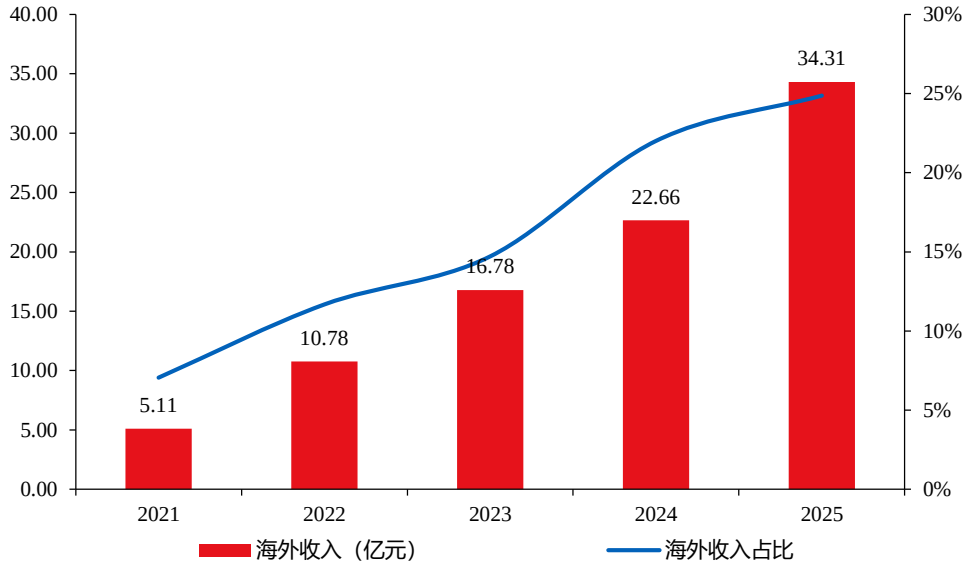
在国内市场阶段，公司估值主要由：国内设备需求周期；国产替代进程；医疗政策环境；所决定。

但进入全球化阶段后，公司估值锚将发生变化：全球市场空间替代单一市场空间；全球竞争格局替代国内竞争格局；国际龙头对标替代国内可比公司估值体系。因此，海外业务不仅决定未来收入增长速度，也决定公司是否能够进入全球医疗设备第一梯队估值体系。

从这一角度来看：海外业务是联影从“国产龙头”迈向“全球医疗设备企业”的关键跃迁变量。

仅供内部参考，请勿外传

图表 33 联影医疗海外收入变化



资料来源：Wind，华创证券

（四）第四成长曲线：服务收入崛起

在医疗设备行业的长期发展规律中，设备销售只是企业与医院关系的起点，而非终点。真正决定企业长期盈利能力与估值水平的，是设备安装之后贯穿 10 年以上生命周期的持续服务能力，包括维保服务、软件升级、系统优化以及基于设备运行数据的增值服务。

联影过去十余年的发展，核心仍然以设备销售为主导。但随着累计装机量持续扩大，公司正在逐步进入服务收入快速增长的阶段。这一变化意味着商业模式正在从“单次交易型”向“持续经营型”转变。

我们认为，服务收入的崛起不仅将显著提升公司盈利稳定性，更将成为联影向全球医疗设备龙头企业迈进的关键标志之一。

从全球医疗设备行业的发展路径来看，成熟企业的商业模式通常会经历三个阶段的演进：

第一阶段：设备销售驱动。企业收入主要来源于设备一次性销售，增长依赖装机量扩张。

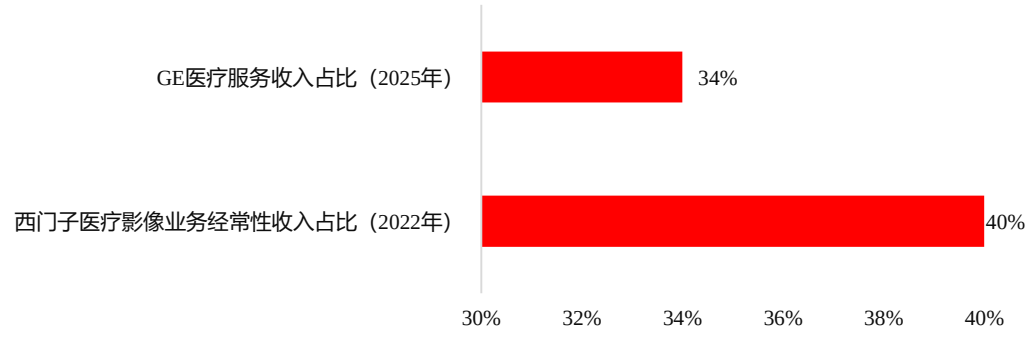
第二阶段：设备 + 服务双轮驱动。随着装机规模扩大，维保、升级和软件服务收入开始形成稳定现金流。

第三阶段：全生命周期运营模式。企业通过设备销售获取客户入口，通过服务、软件与数据持续获取长期收入。

国际医疗设备龙头（如 GE Healthcare、Siemens Healthineers）已经进入第三阶段，其服务收入占比通常达 30%以上，并有较高毛利率。这一模式的本质变化在于：企业不再仅仅出售设备，而是持续经营“设备资产”。设备成为平台入口，服务成为长期收入来源。

仅供内部参考，请勿外传

图表 34 GE 医疗、西门子医疗经常性收入占比

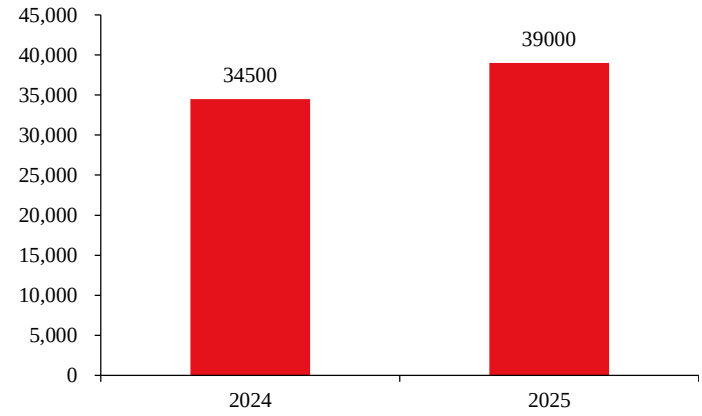


资料来源：公司公告，华创证券

过去十余年，联影通过国产替代与市场扩张，已经在国内医院体系中形成较大规模的设备装机基础，覆盖 CT、MRI、PET/CT 以及放疗设备等多个产品线。随着设备逐步进入使用中后期阶段，设备维护、系统升级以及临床应用优化需求开始逐步释放。

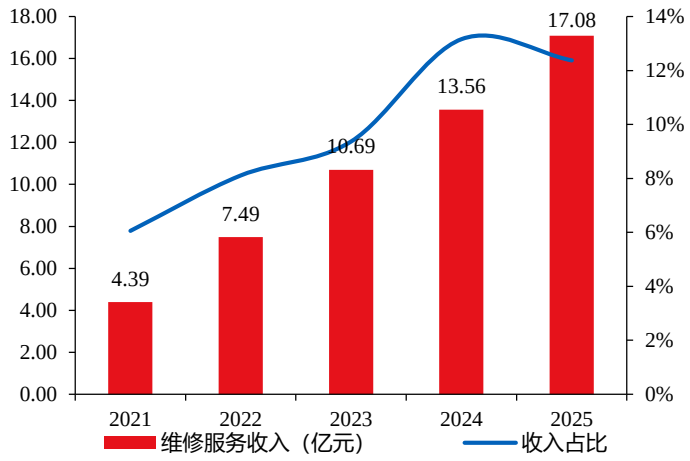
从生命周期角度来看，医学影像设备通常具有 8-12 年的使用周期。在这一周期内，设备在后半段的服务需求往往显著增加，包括：维保服务（定期维护与故障修复）、软件升级（算法优化与功能扩展）、备件更换（核心部件周期性更新）、临床应用支持（扫描协议优化等）。因此，随着早期装机设备逐步进入成熟期，服务收入自然进入加速增长阶段。

图表 35 联影医疗全球累计装机台数



资料来源：公司公告，华创证券

图表 36 联影医疗维保服务业务收入（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

服务收入崛起的更深层意义，在于推动联影商业模式发生结构性变化。

传统设备企业的核心逻辑是：销售设备 → 获取收入 → 再次销售设备。而服务收入占比提升后，商业逻辑将逐步演变为：获取设备入口 → 绑定客户 → 长期服务运营 → 数据与软件变现。这一转变意味着企业从“硬件制造商”向“设备运营商”升级。

在这一模式下，设备不再是一次性收入来源，而是长期价值平台入口。客户粘性显著提升，收入可预测性增强，企业估值体系也将更加稳定。

对于联影而言，这一转型将与高端化、海外业务以及 AI 战略形成协同效应，共同推动公司向平台型企业演进。

仅供内部参考，请勿外传

（五）第五成长曲线：AI 医疗与数智化平台

这一成长曲线的本质，不再只是设备销量或收入结构的优化，而是公司价值创造逻辑的重构——从以硬件为中心的医疗设备企业，逐步向以数据、算法与软件平台为核心的医疗科技企业演进。

在这一过程中，影像设备不再只是一次性销售产品，而是持续产生数据的“临床入口”；医院不再只是客户，而是持续运行的数据节点；而 AI 与数智化平台，则成为连接设备、医生与临床路径的核心中枢。

我们认为，这一变化将决定联影在更长期维度（5–10 年）的估值上限。

联影的核心优势：设备入口 + 数据积累 + 临床场景闭环

在 AI 医疗赛道中，联影的核心竞争力并不在于单一算法能力，而在于其长期积累形成的“系统性入口优势”。

首先是设备入口优势。联影在 CT、MRI、PET/CT 等核心影像设备领域已经形成较大装机规模，这些设备本身就是医疗数据的核心生成入口。

其次是数据积累优势。影像设备每天在医院运行过程中产生大量结构化与非结构化医学数据，这些数据是训练 AI 模型的关键基础。

第三是临床场景闭环优势。相比纯软件公司，联影具备从“设备采集—图像生成—辅助诊断—临床应用反馈”的完整闭环能力，使 AI 模型能够持续迭代优化。

这三重优势，使联影在 AI 医疗领域具备明显的行业壁垒。

图表 37 联影医疗在 AI 医学影像领域的三重优势



资料来源：公司公告，华创证券

uAI 平台：从单点 AI 应用走向系统性数智化平台

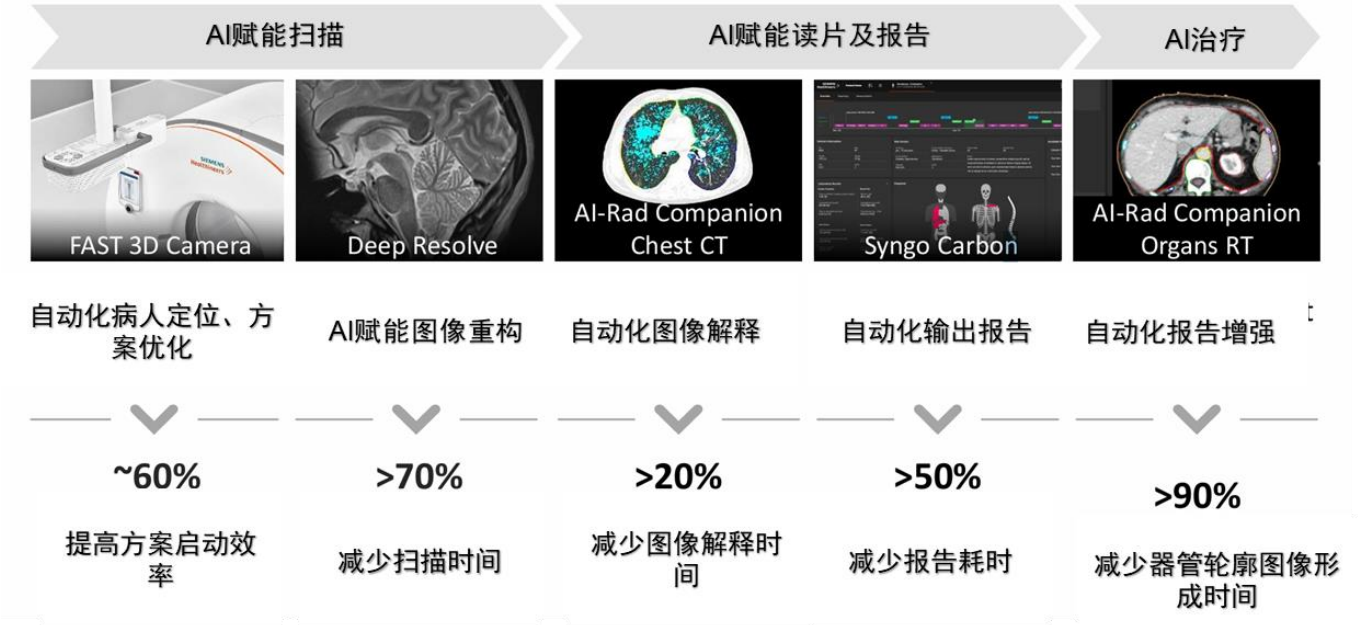
联影在 AI 领域的布局已从早期的单一辅助诊断工具，逐步发展为以 uAI 为核心的数智化平台体系。

仅供内部参考，请勿外传

该平台的核心目标，不仅是提供 AI 功能模块，而是构建覆盖医学影像全流程的智能化系统，包括：智能扫描与参数优化、AI 辅助影像识别与诊断、多模态数据融合分析、医院影像工作流管理、影像数据标准化与管理平台。

这一体系的意义在于，将 AI 能力嵌入设备运行全过程，使 AI 不再是“附加功能”，而是“基础能力”。从产业逻辑来看，这意味着联影正在从“设备+AI”模式，向“AI 原生设备平台”转变。

图表 38　AI 对医学影像诊疗全流程赋能



资料来源：西门子医疗公告，华创证券

AI 带来的商业模式变化：从“设备收入”到“软件与平台收入”

AI 技术对联影商业模式的影响，可能比对产品性能的影响更为深远。传统模式下，公司收入主要来源于设备销售，软件能力更多作为设备附加功能存在。但在 AI 与数智化体系逐步成熟后，可能出现三类新增收入形态：第一类是 AI 软件授权与升级收入；第二类是基于影像数据的增值服务；第三类是医院数智化整体解决方案收入。

这意味着收入结构可能从“硬件一次性收入”为主，逐步向“硬件+软件+服务”的组合模式演进。

从全球医疗设备企业发展经验来看，软件与平台能力往往具备更高的毛利率和更强的持续性。

仅供内部参考，请勿外传

三、盈利预测与风险提示

我们认为，未来三年联影的发展将不再依赖单一增长来源，而是逐步形成由设备更新、高端产品放量、海外业务扩张、服务收入崛起以及 AI 与数智化平台建设共同驱动的多成长曲线体系。其中，设备更新提供行业需求支撑，高端产品推动盈利能力提升，海外业务打开市场空间，服务收入增强经营质量，而 AI 与数智化平台则为公司长期发展构建新的价值创造模式。五条成长曲线既相互独立，又相互促进，共同构成联影未来发展的核心增长框架。

从企业发展的角度来看，联影当前所处的阶段已经与过去明显不同。过去公司成长更多来自国产替代和市场份额提升，而未来成长则更多来自能力边界的持续扩张。从国内市场到全球市场，从设备销售到全生命周期服务，从硬件产品到软件平台，公司正在不断拓宽自身价值创造的深度与广度。这种变化意味着联影的成长来源正在变得更加多元，增长的持续性和稳定性也有望进一步增强。

盈利预测与估值：考虑到公司的多元化增长动力，我们预计公司 26-28 年归母净利润为 23.1、28.8、36.1 亿元 （26-28 年前值为 23.1、28.8、35.3 亿元），对应 PE 分别为 38、31 和 24 倍。参考可比公司，结合公司较高的历史 PE 中枢，我们给予公司 2026 年 50 倍 PE 估值，对应目标价约 140 元，维持“推荐”评级。

风险提示：1、国内医疗设备集采风险；2、海外拓展受地缘政治因素影响；3、汇率波动风险；4、高端产品研发/推广不及预期；5、设备更新政策落地不及预期。

仅供内部参考，请勿外传

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,503	5,817	7,282	8,315
应收票据	92	166	86	126
应收账款	5,590	6,896	7,620	9,742
预付账款	264	302	339	425
存货	5,729	7,633	9,014	10,675
合同资产	40	90	95	107
其他流动资产	5,655	4,381	4,634	4,868
流动资产合计	22,873	25,285	29,070	34,258
其他长期投资	175	211	254	305
长期股权投资	190	189	77	77
固定资产	3,228	3,363	3,544	3,761
在建工程	2,869	2,959	2,724	2,456
无形资产	1,513	1,695	1,892	2,072
其他非流动资产	1,937	1,930	1,924	1,919
非流动资产合计	9,912	10,347	10,415	10,590
资产合计	**32,785**	**35,632**	**39,485**	**44,848**
短期借款	945	946	947	948
应付票据	420	943	611	977
应付账款	2,349	2,163	2,546	3,010
预收款项	0	0	0	0
合同负债	2,975	3,659	4,305	5,171
其他应付款	898	898	898	898
一年内到期的非流动负债	59	59	59	59
其他流动负债	1,634	1,472	1,840	2,194
流动负债合计	9,280	10,140	11,206	13,257
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,943	1,943	1,943	1,943
非流动负债合计	1,943	1,943	1,943	1,943
负债合计	**11,223**	**12,083**	**13,149**	**15,200**
归属母公司所有者权益	21,572	23,574	26,324	29,588
少数股东权益	-10	-25	12	60
所有者权益合计	**21,562**	**23,549**	**26,336**	**29,648**
负债和股东权益	**32,785**	**35,632**	**39,485**	**44,848**

现金流量表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**2,679**	**-19**	**2,086**	**1,986**
现金收益	2,330	2,662	3,312	4,084
存货影响	-201	-1,904	-1,381	-1,660
经营性应收影响	-1,392	-1,408	-661	-2,188
经营性应付影响	382	337	51	830
其他影响	1,559	294	765	920
投资活动现金流	**-3,357**	**462**	**-515**	**-644**
资本支出	-2,407	-874	-639	-661
股权投资	-2	1	112	0
其他长期资产变化	-948	1,335	12	17
融资活动现金流	**153**	**-129**	**-106**	**-309**
借款增加	391	1	1	1
股利及利息支付	-176	-234	-355	-479
股东融资	12	12	12	12
其他影响	-74	92	236	157

利润表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**13,800**	**16,631**	**19,968**	**23,988**
营业成本	7,313	8,652	10,185	12,041
税金及附加	71	83	109	127
销售费用	2,261	2,561	2,995	3,586
管理费用	627	815	958	1,127
研发费用	1,842	2,495	3,095	3,622
财务费用	-31	-86	-95	-95
信用减值损失	-194	-125	-40	-80
资产减值损失	1	-10	-20	-61
公允价值变动收益	-37	2	2	2
投资收益	81	90	40	60
其他收益	434	403	418	411
营业利润	**2,000**	**2,469**	**3,120**	**3,910**
营业外收入	6	7	16	16
营业外支出	25	24	8	8
利润总额	**1,981**	**2,452**	**3,128**	**3,918**
所得税	137	170	217	271
净利润	**1,844**	**2,282**	**2,911**	**3,647**
少数股东损益	-25	-25	29	36
归属母公司净利润	**1,869**	**2,307**	**2,882**	**3,611**
NOPLAT	1,816	2,202	2,823	3,559
EPS(摊薄)（元）	2.27	2.80	3.50	4.38

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	34.0%	20.5%	20.1%	20.1%
EBIT 增长率	57.4%	21.3%	28.2%	26.1%
归母净利润增长率	48.1%	23.4%	24.9%	25.3%
获利能力				
毛利率	47.0%	48.0%	49.0%	49.8%
净利率	13.4%	13.7%	14.6%	15.2%
ROE	8.7%	9.8%	10.9%	12.2%
ROIC	11.6%	11.8%	13.1%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	34.2%	33.9%	33.3%	33.9%
债务权益比	13.7%	12.5%	11.2%	9.9%
流动比率	2.5	2.5	2.6	2.6
速动比率	1.8	1.7	1.8	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	130	135	131	130
应付账款周转天数	109	94	83	83
存货周转天数	277	278	294	294
每股指标(元)				
每股收益	2.27	2.80	3.50	4.38
每股经营现金流	3.25	-0.02	2.53	2.41
每股净资产	26.17	28.60	31.94	35.90
估值比率				
P/E	47	38	31	24
P/B	4.1	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA	36	31	25	20

资料来源：公司公告，华创证券预测

仅供内部参考，请勿外传

医药组团队介绍

研究所所长助理、首席分析师：郑辰

复旦大学金融学硕士，2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

联席首席分析师：刘浩

中科院有机化学博士，2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

医疗器械组组长、资深分析师：李婵娟

上海交通大学会计学硕士，2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名

中药和流通组组长、高级分析师：高初蕾

中国科学院理学博士，2024 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

药品产业链和医疗服务小组组长、高级分析师：王宏雨

复旦大学金融硕士，2023 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

高级分析师：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

分析师：张良龙

复旦大学生物化学与分子生物学硕士，2023 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

分析师：陈俊威

悉尼大学会计学和商业分析硕士，2023 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

助理研究员：段江瑶

伦敦大学学院细胞生物学硕士，2024 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

助理研究员：赵建韬

北京大学电子信息硕士，2024 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报 新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报 新财富最佳分析师第四名。

助理研究员：苍泓宇

清华大学金融硕士，2026 年加入华创证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

广州机构销售部	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522