

评级变动报告

联影医疗 688271.SH



鉴于近期高端医疗设备行业相对良好的未来展望，行业环境改善，我们上调了联影医疗未来三年的营收与利润率预期，调整了公司远期的期间费率预期，导致公司DDM估值及动态估值上调，核心原因如下：

国产替代利好影响加深：2025年以来国产替代进程持续加速落地，国家及地方密集出台产业支持政策，1500亿元医疗设备更新专项资金重点倾斜CT、MR、放疗设备等高端品类，公司全核心产品线国内新增市场占有率排名行业第一。

海外业绩显著高于预期：受公司出海战略布局的持续推进以及海外市场景气度提升的大环境所影响，公司海外业务增长良好，营收占比提升，未来潜力优秀。

近几年，公司稳居国内大型医疗设备营收及市占率第一，在国内设备细分市场具备统治地位。经过综合评估，公司评级根据实际情况在合理区间内调整，远期发展的核心逻辑保持不变。

公司基本信息



联影医疗致力于为全球客户提供高性能医学影像设备、放射治疗产品、生命科学仪器及医疗数字化、智能化解决方案。公司总部位于上海，并建立了全球化的研发、生产和服务网络。自设立以来，联影医疗持续进行高强度研发投入，致力于攻克医学影像设备、放射治疗产品等大型医疗装备领域的核心技术。

公司深度评级

所属行业	医疗健康	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	719.42亿(较上期+6.62%)
当前股价	110.07元	盈利趋势	★★★★☆	状态	偏高估(上行空间-21%)
总市值	907.15亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	47.79	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	636.79亿(较上期+8.22%)
PB-MRQ	4.13			状态	偏高估(上行空间-30%)

公司盈利预测

联影医疗	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	114.1	103.0	138.0	135.4	150.3	162.1	177.9	195.4
归母净利润(亿)	19.9	12.8	13.2	25.6	28.5	31.2	34.2	37.6
归母净利润增速(%)	19.9	-35.8	3.6	94.0	11.3	9.2	9.8	9.9
经营性净利润(亿)	17.9	10.7	12.1	25.3	28.2	30.8	33.9	37.3
经营性净利润增速(%)	15.2	-39.8	12.3	109.9	11.4	9.3	9.9	10.0
经营性归母净利润(亿)	17.8	10.9	12.2	25.3	28.2	30.8	33.9	37.3
经营性归母净利润增速(%)	14.5	-38.8	12.0	107.1	11.4	9.3	9.9	10.0

资料来源：壹评级

估值评级

DDM估值上升+6.62%，上期 674.75亿，本期 719.42亿。动态估值上升+8.22%，上期 588.44亿，本期 636.79亿。

本期联影医疗的DDM估值上调了6.62%，主要系对公司近期的营收及净利率预测上调所致，对于公司远期业绩，核心业绩预期未发生明显改变。

我们对公司2026-2028年收入及归母净利润进行了全面上调，主要基于对公司国内外业务的业绩表现进行了重新评估。

1. 未来三年营业收入上调

我们对公司未来三年营业收入及净利率的预测进行上调，主要是我们对公司海内外的设备业务及维保业务的营收预测进行重估。

国内医疗设备业务：经过评估，我们对公司国内医疗设备业务的营收平均上调了7%左右，主要是因为公司目前在国内的产品高端程度相较此前预期有所提升，我们对产品销售价格预期进行合理上调。

维保业务：经过评估，我们对公司医学影像业务的国内营收平均上调了13%左右，主要是因为公司产品销售量提升后，对于设备维保的需求比例相较此前预期有所增加，因此维保业务营收提升幅度高于设备业务。

2. 未来三年归母净利润预测上调

我们对公司未来的归母净利润预测上调且幅度略高于营业收入，主要是因为我们对公司未来销售费用率、管理费用率及研发费用率的预测做出调整。

销售费用率：经过评估，我们上调了0.7 PCT的销售费用率，主要是因为公司在日渐激烈的市场竞争中需要开展更多的销售活动以维持产品知名度，销售费用开支预期增加。

管理费用率：经过评估，我们下调了1.2 PCT的管理费用率，主要是因为公司在国内提升管理销量，在海外的本土化运营趋于成熟，管理效率提升。

研发费用率：经过评估，我们下调了1 PCT的研发费用率，主要是因为公司当前研发产品线的进展顺利，在超声产品线顺利推出后，公司的产品研发投入短期内预计有所减少。

长期视角公司期间费率调整：

联影医疗的业务主要包含国内外的医疗设备业务和维保业务。公司的长期经营费用支出随着行业环境的变化和公司战略方向的制定而有所调整。

研发费用率：经过评估，我们对公司层面的研发费用率上调约1.5 PCT，主要是因为公司远期研发产品或技术迭代的规划将会随着公司核心产品线的铺开而进一步拉高研发支出。

管理费用率：经过评估，我们对公司层面的管理费用率下调约5 PCT，主要是因为分析了公司当前的管理能力后我们认为，公司的管理销量高于此前预期，未来在公司规模扩张的同时，公司具备高效控制管理支出的能力。

长期竞争加剧导致毛利率下滑：

毛利率：经过评估，我们下调了约2 PCT的远期毛利率，主要是因为以公司产品线的价格竞争程度，远期市场中各类型医疗设备的毛利率空间预期均会下滑，市场价格竞争将会更加激烈，毛利率水平预测趋向谨慎。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司业务由医学影像设备和放射治疗设备业务与维保业务构成，未来预测核心假设及逻辑如下：

设备业务

1. 产品人均保有量预期提升

市场空间假设：公司设备产品主要由CT(计算机断层扫描)、MR(核磁共振)、MI(分子影像设备)、XR(X光机)和RT(医用直线加速器)构成。基于当前公司产品的人均保有量较低，存在2%左右的年均增长空间。以国内市场修正后规模增量，推定公司在各项产品领域的市占率在稳态2039年预期将提升。

2. 公司产品增量稳健具体产品细分：

- 1)CT:推测市场中CT设备未来稳态人均保有量相较目前提升10%,市占率提升至28%,对CT营收给予高个位数增速。
- 2)MR:推测市场中MR设备未来稳态人均保有量相较目前提升40%,市占率提升至25%。对MR营收给予高个位数增速。
- 3)MI:由于和发达国家人均保有量的差距巨大，推测市场中MI设备人均保有量2039年稳态提升4.6倍，市占率提升7%至65%，对MI营收给予11%至12%增长预测。
- 4)XR:DSA及DR设备在市场增长稳健，按照5.2%的年增速预测保有量，公司稳态市占率达25%，对XR总体营收给予12%至15%增长预测。
- 5)RT:RT设备为规划配置产品，假设稳态人均保有量4台/百万人，以此推断“十五五”、“十六五”、“十七五”RT设备规划数分别为2400台，对RT营收给予9%至10%增长预测。

3. 海外市场潜力大

海外市场营收：将公司涉及的全球市场进行分类，按营收拆分给予权重，推断稳态增速为6.84%。以当前公司海外市场开拓速度，对公司显性期市占率给予年均10%增长。公司海外业务收入预期先呈现高增长，而后维持稳健增速。

维保业务

1. 易被忽视的高增长赛道

市场规模及存量替换：大型医疗设备需定期维修，公司维保业务收入规模依赖于公司售出产品的总市场规模。以单设备平均年度维保开销乘算公司承接的平均设备维护比率，推测公司业务收入会随存量产品增加而先呈现双位数增长，在接近存量稳态后以每年存量替换规模维持高个位数增速。

公司整体业绩预测

联影医疗	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	114.1	103.0	138.0	135.4	150.3	162.1	177.9	195.4
归母净利润(亿)	19.9	12.8	13.2	25.6	28.5	31.2	34.2	37.6
归母净利润增速(%)	19.9	-35.8	3.6	94.0	11.3	9.2	9.8	9.9
经营性净利润(亿)	17.9	10.7	12.1	25.3	28.2	30.8	33.9	37.3
经营性净利润增速(%)	15.2	-39.8	12.3	109.9	11.4	9.3	9.9	10.0
经营性归母净利润(亿)	17.8	10.9	12.2	25.3	28.2	30.8	33.9	37.3
经营性归母净利润增速(%)	14.5	-38.8	12.0	107.1	11.4	9.3	9.9	10.0

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

医学影像设备及放射治疗设备 (国内)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	81.8	66.0	80.0	69.1	73.8	76.8	84.9	93.9
收入增速(%)	12.6	-19.3	21.1	-13.6	6.8	4.2	10.5	10.6
经营性净利润(亿)	11.0	4.6	4.3	8.1	8.4	8.6	9.3	9.9
经营性净利率(%)	13.4	6.9	5.4	11.7	11.5	11.2	10.9	10.6
经营性净利润增速(%)	-4.3	-58.2	-6.1	88.4	4.2	1.9	7.5	7.4
医学影像设备及放射治疗设备 (海外)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	16.3	18.4	33.9	41.0	47.3	52.1	55.6	59.4
收入增速(%)	74.7	12.8	84.3	20.8	15.5	10.0	6.8	6.9
经营性净利润(亿)	2.5	1.7	2.4	4.4	5.2	5.8	6.2	6.8
经营性净利率(%)	15.0	9.2	7.1	10.9	10.9	11.1	11.2	11.4
经营性净利润增速(%)	52.2	-31.2	43.5	83.8	16.4	11.3	8.3	8.5
维保业务及其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	16.0	18.6	24.1	25.3	29.2	33.2	37.4	42.1
收入增速(%)	53.4	16.2	30.0	5.1	15.2	13.7	12.6	12.6
经营性净利润(亿)	4.5	4.5	5.3	12.8	14.6	16.5	18.4	20.6
经营性净利率(%)	27.9	24.1	22.2	50.4	50.0	49.6	49.3	48.9
经营性净利润增速(%)	82.3	0.6	19.4	139.1	14.3	12.8	11.8	11.8

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
医学影像设备及放射治疗设备（国内）	10.9%	中高	较好	强	8.3%	19.36	9.9
医学影像设备及放射治疗设备（海外）	7.1%	中等	较好	强	7.5%	19.5	6.7
维保业务及其他	9.4%	中等	较好	强	8.5%	16.5	20.4
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
医学影像设备及放射治疗设备（国内）（亿）	5.9	139.4	145.3	25.8	-	-	171.2
医学影像设备及放射治疗设备（海外）（亿）	21.2	98.2	119.4	32.1	-	-	151.6
维保业务及其他（亿）	56.1	242.9	299.0	15.0	-	-	314.1
公司整体测算(亿)	83.3	480.5	563.8	73.0	-	-	636.8

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
医学影像设备及放射治疗设备（国内）（亿）	38.8	91.3	130.2	25.8	-	-	156.0
医学影像设备及放射治疗设备（海外）（亿）	60.4	75.4	135.8	32.1	-	-	167.9
维保业务及其他（亿）	184.9	195.7	380.6	15.0	-	-	395.6
公司整体测算(亿)	284.1	362.4	646.5	73.0	-	-	719.4

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值关键假设数据主要依赖于公司财报以及以器械招投标情况为代表的公开市场资料等。其中，市场对于器械招投标情况的更新，存在一定的时滞性。对于估值假设的国内外市场规模、市占率及销售价格等数据，可能随着行业竞争加剧、新政策的出台及国际形势发生变化而产生偏差。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。