

2024年06月04日

江西一脈陽光 | 02522.HK

中國醫學影像專科醫療集團

評級

目標價

未評級

HK\$ -

江西一脈陽光為中國一家的醫學影像專科醫療集團，主要提供醫學影像服務及解決方案。2023年，集團取得9.3億元人民幣總收入，按年增長18.4%。按業務分部劃分，來自於影像中心服務的收入約6.4億元人民幣，影像解決方案服務、一脈雲服務則分別為集團帶來2.8億元人民幣及1,246.8萬元人民幣的收入。

第三方影像中心具成長空間：受惠於 i) 中國人口老齡化導致診斷影像的需求增加、ii) 基層醫療系統的醫學影像設備難以滿足患者需求、iii) 大型公立醫院出現患者超負荷的情況，高端客戶的需求未得到滿足，給予中國第三方醫學影像中心進一步發展空間。根據弗若斯特沙利文的調查，中國第三方醫學影像中心市場規模由2018年的8億元人民幣增長至2023年的29億元人民幣，複合年增長率為29.0%，並預期2030年將達到186億元人民幣。意味着中國第三方醫學影像中心的滲透率從2018年的0.5%成長至2023年的1.1%，並於2030年達到2.8%的水平。

影像中心規模預期擴張：根據招股書的資料，集團計劃於2024年建立1家旗艦型影像中心、3家區域共享型影像中心及5家專科醫聯體型影像中心或運營管理型影像中心，並於2025年建立1家旗艦型影像中心、8家區域共享型影像中心及12家專科醫聯體型影像中心或運營管理型影像中心。醫學影像中心數量上升將有助於為集團帶來規模效益，同時由於區域共享型影像中心、專科醫聯體型影像中心及運營管理型影像中心的毛利率水平較高，影像中心組合的轉變亦有利於集團毛利率的提升。

估值：江西一脈陽光定價介乎每股14.6港元 – 16.8港元，相當於約52.0億港元 – 59.9億港元市值，相當於108x – 125x 歷史市盈率。

IPO 報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

香港上環德輔道中199號無限極廣場2701 – 2703室

江西一脈陽光 (02522.HK)

評級	未評級
目標價	HK\$ -
現價	HK\$ -
52-周波幅	HK\$ -
市值 (港元, 十億)	HK\$ -

人民幣, 百萬	21(A)	22(A)	23(A)
收入	592.0	784.4	928.9
毛利	175.2	237.0	332.6
毛利率	29.6%	30.2%	35.8%
歸母淨利潤	(360.7)	0.4	44.4

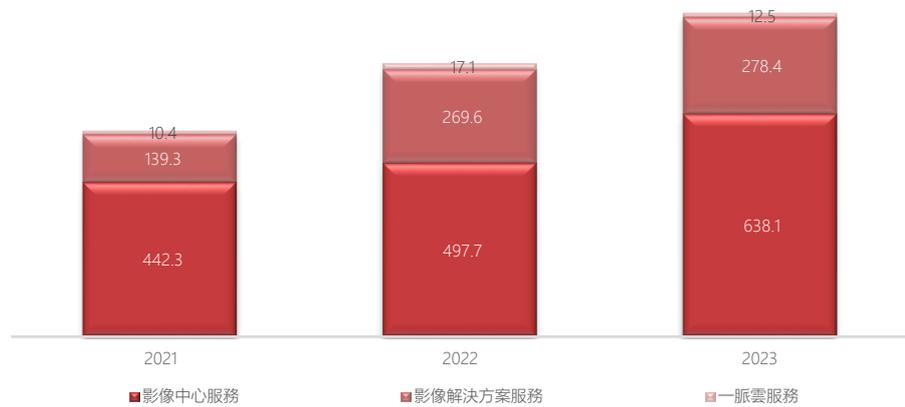
目錄

業務概覽	3
影像中心服務	4
旗艦型影像中心	4
區域共享型影像中心	5
專科醫聯體型影像中心	6
運營管理型影像中心	6
影像解決方案服務	8
一脈雲服務	8
醫學影像業務流程模塊	8
運營管理模塊	8
公司背景	9
行業概覽	10
醫學影像技術	10
醫學影像行業產業鏈	11
中國醫學影像服務市場規模	12
中國第三方醫學影像中心規模	12
中國醫學影像設備解決方案市場	14
中國醫學雲影像服務市場	15
投資要點	16
第三方影像中心具成長空間	16
中國地區影像資源不足	16
中國地區影像資源不均	16
第三方醫學影像中心滲透率預期進一步提升	16
影像中心規模預期擴張	17
醫學影像中心數目預期進一步增加	17
毛利率有望進一步提升	17
收入增長更為穩定	17
估值	18
風險因素	19
財務報表	20

業務概覽

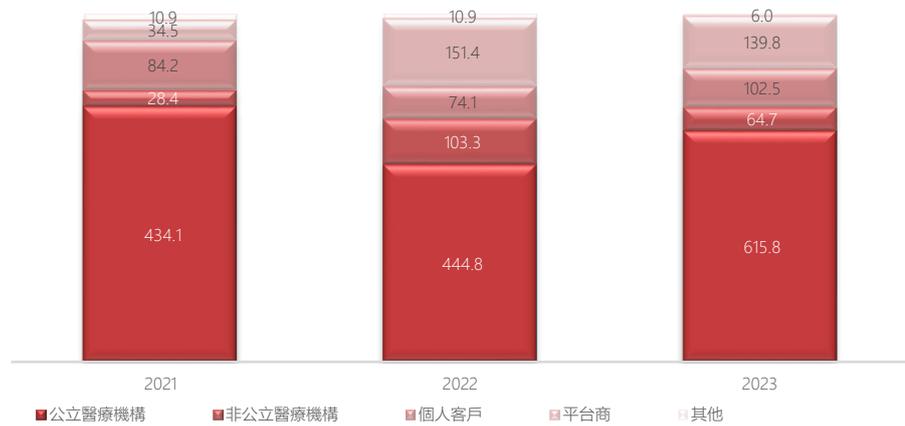
江西一脈陽光為中國一家的醫學影像專科醫療集團，主要提供醫學影像服務及解決方案。2023年，集團取得 9.3 億元人民幣總收入，按年增長 18.4%。按業務分部劃分，來自於影像中心服務的收入約 6.4 億元人民幣，影像解決方案服務、一脈雲服務則分別為集團帶來 2.8 億元人民幣及 1,246.8 萬元人民幣的收入。

圖：按業務分部劃分之收入



資料來源：公司資料、西牛證券

圖：按客戶劃分之收入



資料來源：公司資料、西牛證券

影像中心服務

江西一脈陽光旗下通過 i) 旗艦型影像中心、ii) 區域共享型影像中心、iii) 專科醫聯體型影像中心及 iv) 運營管理型影像中心運營影像中心業務。集團透過影像中心為患者及其他醫療保健消費者提供影像檢查及診斷服務，包括核磁共振成像(MRI)、電腦斷層掃描(CT)、正電子斷層掃描(PET)、X光、超聲波、乳腺鉬靶等。同時，集團亦根據醫療機構的需求為其提供醫學影像服務、設備選擇及配置、基礎設施改造服務以及運營管理服務等，並根據所提供的服務內容向醫療機構收取服務費。

圖：江西一脈陽光醫學影像中心數量



資料來源：公司資料、西牛證券

■ 旗艦型影像中心

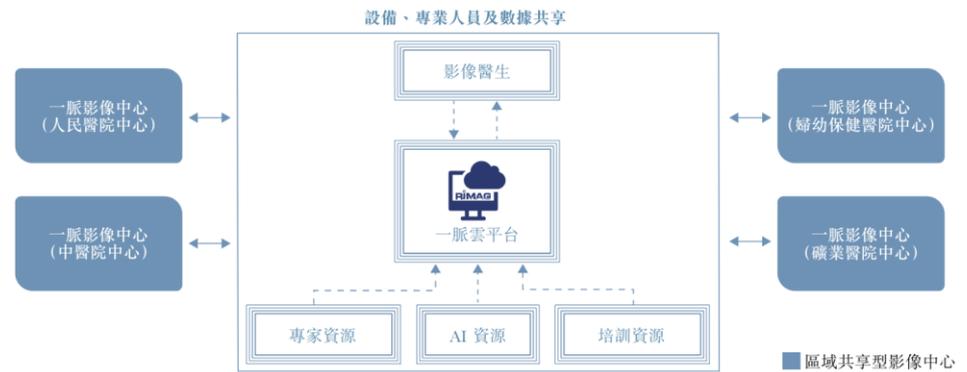
旗艦型影像中心一般設立於一、二線城市中醫療機構密集區域，具備先進的影像設備、經驗豐富的專業團隊、良好的醫療環境。集團通過旗艦型影像中心 i) 直接向個人患者及其他醫療保健消費者或 ii) 向醫院、其他醫療機構及商業機構(包括健康管理公司和保險公司等)提供影像檢查及診斷服務。旗艦型影像中心提供的影像檢查及診斷服務一般包括核磁共振成像(MRI)、電腦斷層掃描(CT)、正電子斷層掃描(PET)、乳腺鉬靶、超聲波、放射診斷(X光)、熒光透視及其他相關檢查，服務涵蓋大部分臨床專科，尤其是心血管科、腫瘤科、胸腔科、骨科及神經科等重要專科。

江西一脈陽光旗下的旗艦型影像中心於 2023 年實現 1.3 億元人民幣總收入，按年增加 29.6%，檢查量則從 2022 年的 19.1 萬次增加至 24.9 萬次。根據過往的經驗，旗艦型影像中心的首次收支平衡周期約為 16.2 個月。

■ 區域共享型影像中心

區域共享型影像中心一般設立於缺乏影像設備、專業能力不足等的三線或以下城市，患者可通過與集團合作醫院的臨床醫生開出的體驗單或直接前往區域共享型影像中心接受影像檢查及診斷服務。患者可在該區域內任何一家一脈影像中心進行影像檢查，影像醫生將共同審核影像結果並出具診斷報告。集團通過分佈式放置影像設備、醫生多點執業等方式整合區域內專業影像資源，實現數據、設備、專業人員的共享，而域內的醫療機構可向該等影像中心購買醫學影像檢查和診斷等服務。

圖：區域共享型影像中心之間的共享關係



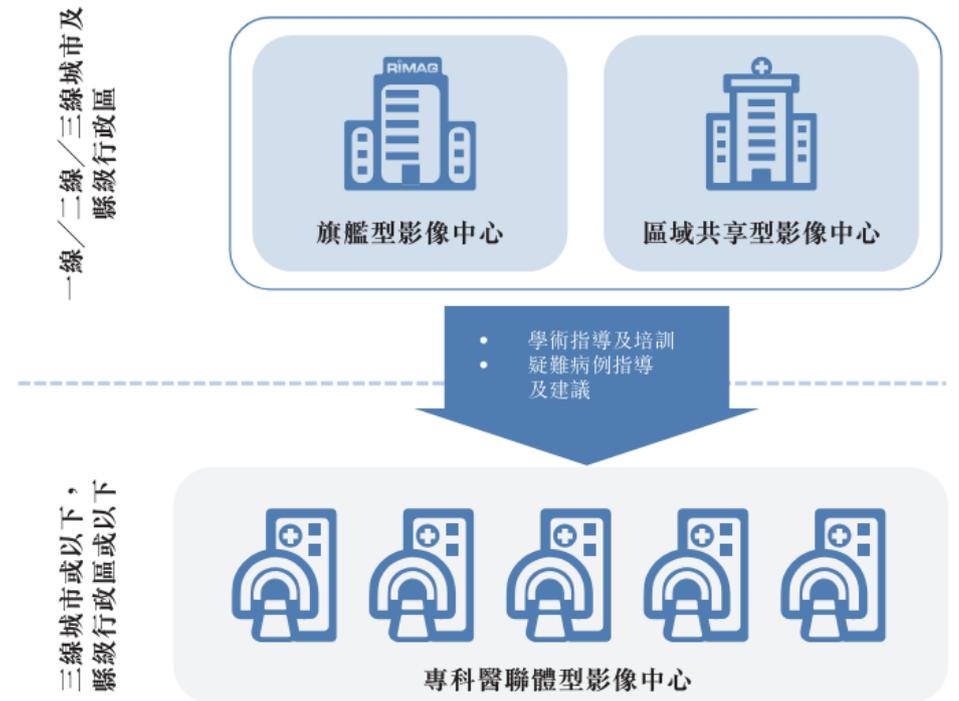
資料來源：公司資料

江西一脈陽光旗下的區域共享型影像中心於 2023 年實現 3.6 億元人民幣總收入，按年增加 31.5%，檢查量則從 2022 年的 342.6 萬次增加至 422.5 萬次。根據過往的經驗，區域共享型影像中心的首次收支平衡周期及現金投資回報期分別為 4.9 個月及 47.5 個月。

■ 專科醫聯體型影像中心

由集團的醫學影像中心與醫療機構組成獲當地政府認可批覆的影像專科醫聯體，並由集團為醫聯體內的影像中心提供設備選擇、基礎設施建設及改造提供服務及建議和其他運營管理服務。與集團合作的機構一般為位於三線或以下城市的基層醫療機構，缺乏影像設備或足夠的經驗或能力改善在醫學影像方面的專業技能、運營能力。

圖：專科醫聯體型影像中心的共享關係



資料來源：公司資料

■ 運營管理型影像中心

由集團旗下具備醫療機構執業許可證的醫學影像服務公司或影像中心為醫療機構提供專業技能提升、運營管理諮詢、信息化建設等多元化運營管理服務，但不涉及設備配置、基礎設施改造等服務，主要針對擁有足夠影像設備但缺乏影像醫生、影像技師及護士或專業運營管理能力的醫療機構。

影像中心服務為江西一脈陽光的核心業務，2023 年影像中心服務為集團帶來 6.4 億元人民幣的收入，佔集團總收入約 68.7%。來自於區域共享型影像中心同期收入約為 3.6 億元人民幣，佔影像中心服務業務分部約 55.7%，來自於旗艦型影像中心、專科醫聯體型影像中心及運營管理型影像中心的收入則分別佔影像中心服務業務分部的 20.9%、17.2%及 6.2%。

圖：按影像中心劃分之收入



資料來源：公司資料、西牛證券

江西一脈陽光的醫學影像中心網絡覆蓋 17 個省、自治區及直轄市。截至 2023 年底，集團旗下的影像中心計設有 97 家，當中包括 9 家旗艦型影像中心、24 家區域共享型影像中心、50 家專科醫聯體型影像中心及 14 家運營管理型影像中心。

圖：2023 年底江西一脈陽光的影像中心所在地



資料來源：公司資料

影像解決方案服務

江西一脈陽光自 2019 年開始為客戶提供不參與日常營運的影像解決方案服務，i) 協助醫院等醫療機構客戶選擇及採購合適的影像設備，ii) 提供一系列配套模塊化解決方案，涵蓋設備選擇及配置、基礎設施改造、培訓服務、維修保養以及一脈雲平台服務，並根據醫學影像設備的價值、模塊化服務及解決方案的內容及數量、服務年期等收取費用。

2023 年，集團從影像解決方案服務取得 2.8 億元人民幣總收入，佔總收入約 30.0%。2.8 億元人民幣收入當中約一半來自於從事醫療設備及醫藥產品分銷的平台商，其餘則為公立、私立醫療機構。

一脈雲服務

一脈雲服務是基於一脈雲平台的醫學影像全流程信息服務，服務主要包括醫學影像工作流程模塊(如遠程會診、雲存儲及雲膠片模塊、雲放射資訊系統(RIS)服務、雲影像儲存及通訊系統(PACS)服務以及影像 AI 集成平台模塊)以及運營管理模塊(如精細化運營管理系統、質控系統等)。江西一脈陽光向客戶 i) 授權使用一脈雲平台或其中部分模塊，同時提供數據存儲、數據分析等服務，並按存儲量及使用情況向客戶收取服務費或固定年費等，ii) 提供一次性軟件購買服務，替換醫療機構現有醫學影像事務及管理系統。

■ 醫學影像業務流程模塊

醫學影像業務流程模塊主要涵蓋醫學影像從預約、選擇影像檢查項目、診斷報告等全服務流程，為一脈雲的核心產品和服務。其他模塊包括雲存儲及雲膠片模塊、遠程會診、雲 RIS 模塊及影像 AI 集成平台模塊等。

■ 運營管理模塊

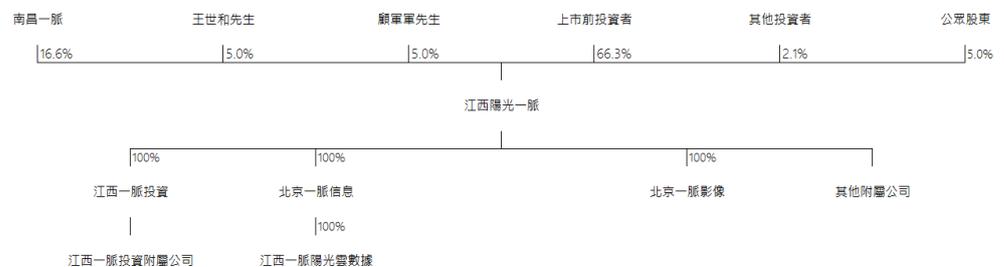
運營管理模塊旨於為運營提供信息化支持，主要包括 i) 精細化運營管理模塊：通過採集和規範醫療機構事務系統中與影像檢查相關的信息，為管理者提供有關業務及財務指標基於標準化數據的精確分析，評估不同影像檢查程序在臨床科室的使用率及滲透率，ii) 質量控制模塊等：對日常工作中產生的影像圖像和診斷報告進行抽樣，並按質控評估標準進行評分，最後得到對影像技師和影像醫生的評估。

公司背景

深圳一脈陽光醫學科技成立於 2014 年，並於 2015 年開始研發一脈雲平台。2016 年，公司改制為有限責任公司，並設立南昌一脈作為僱員持股平台。2018 年，公司易名為江西一脈陽光集團，同年首個區域共享型影像中心及首個旗艦型影像中心正式開始運營。

集團上市前進行多輪融資及股權轉讓，引入包括高盛、上海立贏、高科新浚、佰山投資、杭州鏡心、北京盛澤鑫科、北京華宇、上海匯晏、寧波濤冠、中金盈潤、曉灑投資、北京人保、江西國控、贛江開發、北京美越諮詢、棗莊瑞慶、棗莊瑞智、楊俊先生、京東盈正、OrbiMed、寧波珠達、諾緯資產、陝西鴻瑞、中錦志和、智合二期、曾德祿先生及奮勇科技等多家機構及個人投資者，該等投資者禁售期為上市後 12 個月。

圖：江西一脈陽光上市後股權架構



資料來源：公司資料、西牛證券

集團主要通過江西一脈投資、北京一脈信息及北京一脈影像從事相關業務，其中江西一脈投資主要從事醫療公司的投資及提供影像解決方案服務、北京一脈信息主要從事提供一脈雲服務、北京一脈影像主要從事提供醫學影像服務。

行業概覽

醫學影像技術

醫學影像技術是指通過 X 射線、電磁場、超聲波等若干媒介與人體相互作用，並以圖像的形式重現人體內部組織及器官的結構及密度，供診斷醫師根據影像提供的信息進行判斷，從而對人體健康狀況進行評價的技術。常用的醫學影像技術包括電腦斷層掃描(CT)、核磁共振成像(MRI)、X 射線成像、超聲波及核醫學等。

圖：醫學影像設備的常見類型及型號

電腦斷層掃描設備	核磁共振成像設備	X射線成像設備	核醫學診斷設備	超聲波診斷設備
512 排CT	3.0T MRI	電腦放射造影(CR)	SPECT	固定式超聲診斷設備
256 排CT	1.5T 及以下MRI	數字化X射線影像技術(DR)	PET/CT	便攜式超聲診斷設備
128 排CT		雙能量X射線吸收儀	PET/MRI	手持式超聲診斷設備
64排及以 FCT		乳腺鉅靶		

資料來源：弗若斯特沙利文、公司資料

圖：醫學影像技術的部分主要特徵

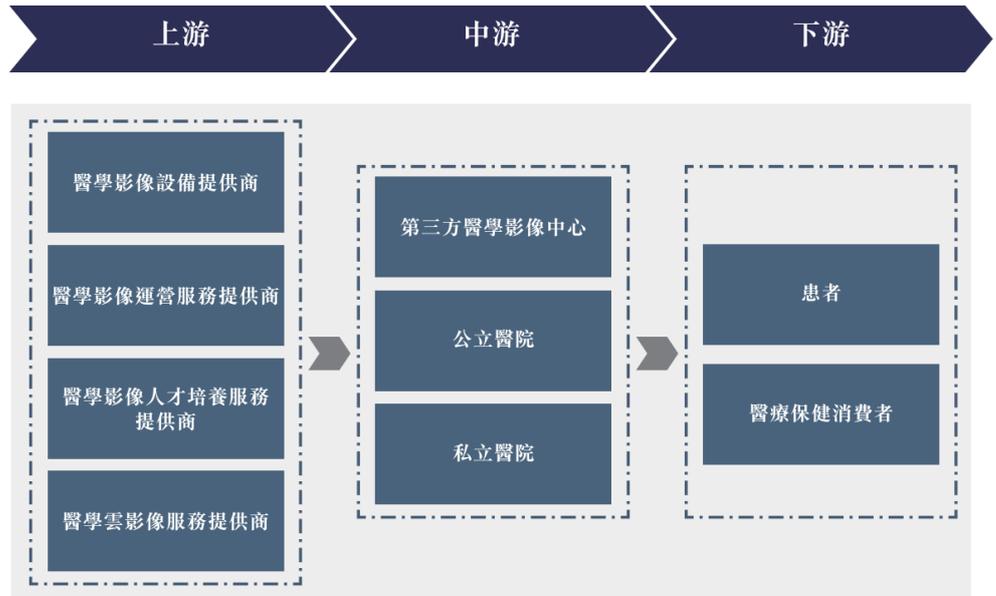
	X射線成像	超聲波	核醫學診斷設備	CT	MRI
					
工作原理	<ul style="list-style-type: none"> X射線使用輻射穿透並將人體影像投射到X射線膠片上，形成圖像 	<ul style="list-style-type: none"> 超聲波穿過低密度組織並從較高密度組織產生回聲以形成圖像 	<ul style="list-style-type: none"> 通過靜脈注射的放射性物質，並在腫瘤組織中積聚以產生圖像 	<ul style="list-style-type: none"> CT將X射線和電腦結合，創建360度的骨質和內臟圖片 	<ul style="list-style-type: none"> MRI使用磁鐵將氫原子及無線電波旋轉，電腦隨後將所得資料轉化為圖像
圖像特徵	<ul style="list-style-type: none"> 非斷層掃描 	<ul style="list-style-type: none"> 斷層掃描；實時圖像 	<ul style="list-style-type: none"> 斷層掃描；生物代謝活性描述 	<ul style="list-style-type: none"> 斷層掃描；灰度圖像 	<ul style="list-style-type: none"> 斷層掃描；多角度、多參數圖像
常見臨床應用	<ul style="list-style-type: none"> 常用於涵蓋各種器官及骨質的疾病篩查 	<ul style="list-style-type: none"> 在軟組織上表現最佳，例如腹部、心臟和乳房 	<ul style="list-style-type: none"> 用於癌症診斷及代謝動態檢測 	<ul style="list-style-type: none"> 全身檢查，包括內臟、大腦及骨質 	<ul style="list-style-type: none"> 廣泛應用於中樞神經系統、乳房及關節等軟組織成像
成本					
弱點	<ul style="list-style-type: none"> 高輻射；中質量圖像；非3D資料 	<ul style="list-style-type: none"> 運動偽影屬常見 	<ul style="list-style-type: none"> 昂貴；高輻射 	<ul style="list-style-type: none"> 空間解析度低；高輻射 	<ul style="list-style-type: none"> 掃描時間長；運動偽影；環境不舒適
起始時間	• 1923年	• 1939年	• 1949年	• 1972年	• 1978年

資料來源：弗若斯特沙利文、公司資料

醫學影像行業產業鏈

中國醫學影像行業產業鏈分為三個部份，其中 i) 上游為醫學影像設備提供商、醫學影像運營服務提供商、醫學影像人才培養服務提供商及醫學雲影像服務提供商，ii) 中游為包括公立醫院及私立醫院在內的醫療機構及第三方醫學影像中心，iii) 下游則為患者及醫療保健消費者。

圖：中國醫學影像行業產業鏈



資料來源：弗若斯特沙利文、西牛證券

醫學影像中心是為患者及醫療保健消費者提供影像檢查及診斷服務的醫療機構。影像技師使用醫學影像設備獲取人體信息，並經過專科的影像醫生分析後，把分析結果給臨床醫生進行診斷。

圖：醫學影像診療服務的一般流程

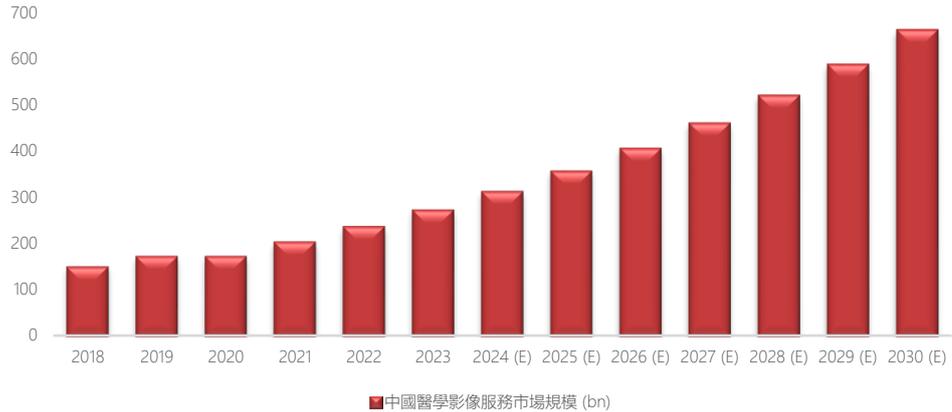


資料來源：弗若斯特沙利文、西牛證券

中國醫學影像服務市場規模

根據弗若斯特沙利文的調查, 中國醫學影像服務市場規模(包括來自醫院、第三方醫學影像中心和民營體檢中心醫學影像服務相關的收入)由 2018 年的 1,474 億元人民幣增長至 2023 年的 2,709 億元人民幣, 複合年增長率為 12.9%, 並預期 2030 年將達到 6,615 億元人民幣。

圖: 中國醫學影像服務市場規模



資料來源: 弗若斯特沙利文、公司資料、西牛證券

中國先進的醫學影像設備及熟練影像醫生與影像技師大多集中於高級別醫療機構, 主要由於 i) 基層醫療機構缺乏配置大型醫學設備的能力及熟練的影像醫生與影像技師, 難以滿足臨床需求, 同時導致設備的利用率偏低, ii) 中國基本醫療保險主要覆蓋公立醫療機構的診斷與治療, 導致患者流量集中在公立醫療機構。然而, 大型公立醫院患者接待能力有限, 影像檢查輪候時間較長, 醫學影像中心的出現能夠減低醫院的負荷, 同時減少醫療機構之間信息不對稱的情況。

中國第三方醫學影像中心規模

第三方醫學影像中心指影像技術對人體進行檢查並出具影像診斷報告的獨立醫療機構, 第三方醫學影像中心不包括醫院及其他醫療機構的影像科。一般而言, 第三方醫學影像中心 i) 直接為患者和醫療保健消費者提供醫學影像服務, 獨立於醫院運營, ii) 為醫院和其他醫療機構提供醫學影像運營服務, 涵蓋醫學影像中心的建立到日常運營的整個過程, 通常位於醫療機構的場地。

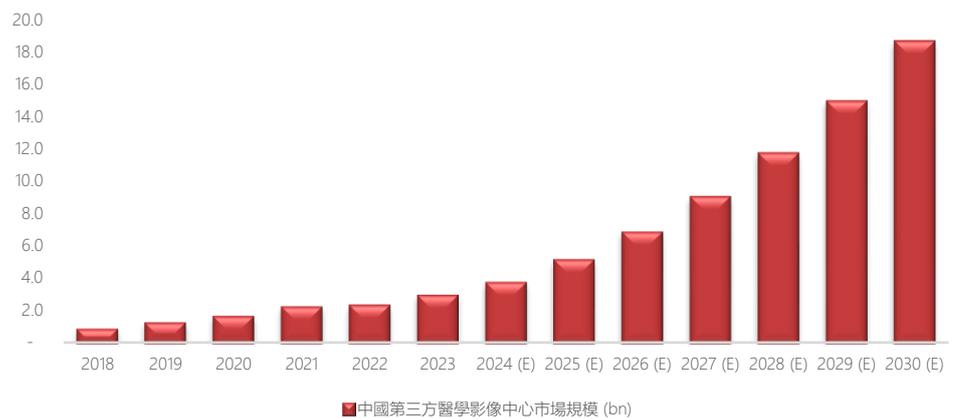
圖：影像中心業務模式營運



資料來源：弗若斯特沙利文、公司資料

根據弗若斯特沙利文的調查，中國第三方醫學影像中心市場規模由 2018 年的 8 億元人民幣增長至 2023 年的 29 億元人民幣，複合年增長率為 29.0%，並預期 2030 年將達到 186 億元人民幣。

圖：中國第三方醫學影像中心市場規模



資料來源：弗若斯特沙利文、公司資料、西牛證券

中國醫學影像設備解決方案市場

中國醫學影像設備解決方案指以醫學影像設備為服務載體，服務圍繞著如何提升醫學影像設備使用效能的服務解決方案，主要包括資源建設、技術支持、管理服務、培訓體系。

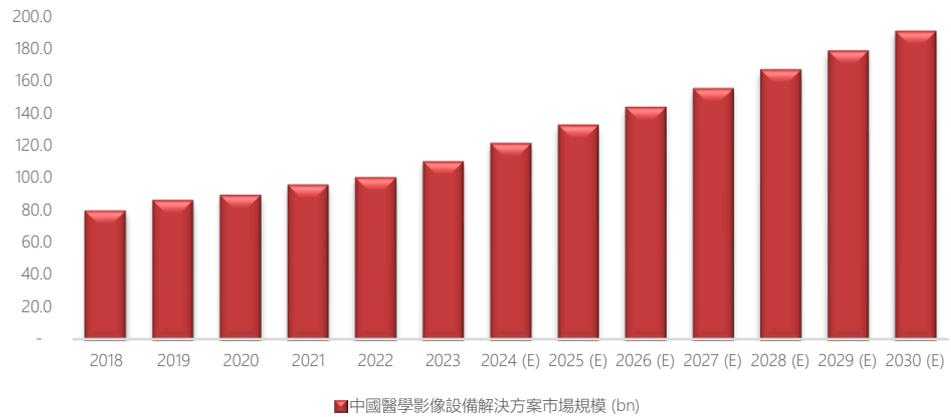
圖：中國醫學影像設備解決方案概要

資源建設	技術支持	管理服務	培訓體系
<ul style="list-style-type: none"> ■ 設備選擇及配置：根據使用頻率和時間優化影像設備配置 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 標準化、同質化數據的雲影像管理系統 ■ 遠程診斷系統 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 高效率 and 盈利能力的運營管理 ■ 診斷前後的患者管理 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 專業培訓課程 ■ 影像醫生之間的交流機會
<ul style="list-style-type: none"> ■ 醫學影像中心的內部科學設計 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 質控系統 		

資料來源：公司資料、西牛證券

根據弗若斯特沙利文的調查，中國醫學影像設備解決方案市場規模由 2018 年的 791 億元人民幣增長至 2023 年的 1,095 億元人民幣，複合年增長率為 6.7%，並預期 2030 年將達到 1,900 億元人民幣。

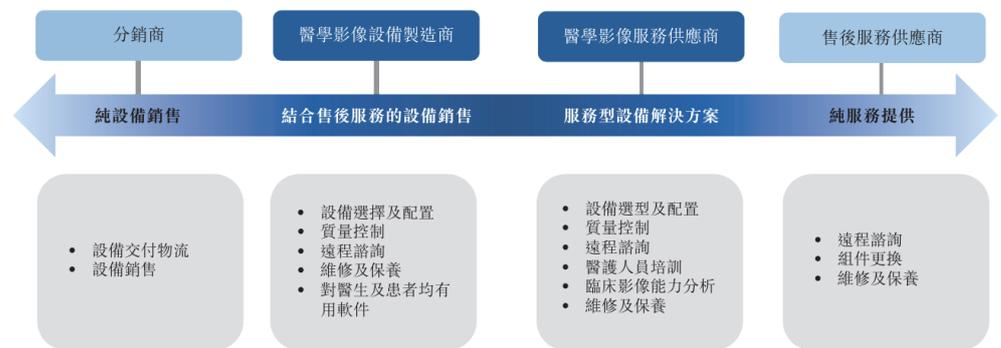
圖：中國醫學影像設備解決方案市場規模



資料來源：弗若斯特沙利文、公司資料、西牛證券

中國醫學影像設備解決方案市場較為分化，主要參與者包括醫學影像設備分銷商、醫學影像設備製造商、醫學影像中心服務商和設備售後服務提供商。

圖：中國醫學影像設備解決方案市場參與者



資料來源：弗若斯特沙利文、公司資料

中國醫學雲影像服務市場

中國醫學雲影像服務指基於雲系統，在醫療機構之間存儲、共享或處理醫學影像，推動了包括數字醫療雲影像存儲系統、影像數據平台、區域影像診斷平台及影像歸檔與通信系統在內的各類應用。醫學影像的信息化近年發展迅速，其發展可分為三個階段。醫學影像信息化的第一階段是在醫院內建立醫學影像基礎設施；第二階段為各醫療機構之間的數據互聯，可實現醫院之間醫學影像信息共享及醫學影像專業知識傳播。未來，醫學影像信息化有望向 AI 及相關技術的整合方向發展。

投資要點

第三方影像中心具成長空間

■ 中國地區影像資源不足

根據弗若斯特沙利文的調查，中國每百萬人均 CT、MRI 及 PET/CT 的裝機量為 33 台/15 台/0.6 台，遠低於其他發達國家，其中日本和美國 i) 每百萬人均 CT 裝機量分別是中國的 3.7 倍及 1.5 倍、ii) 每百萬人均 MRI 裝機量分別是中國的 4.1 倍及 2.9 倍、每百萬人均 PET/CT 裝機量分別是中國的 8.2 倍及 10.2 倍。

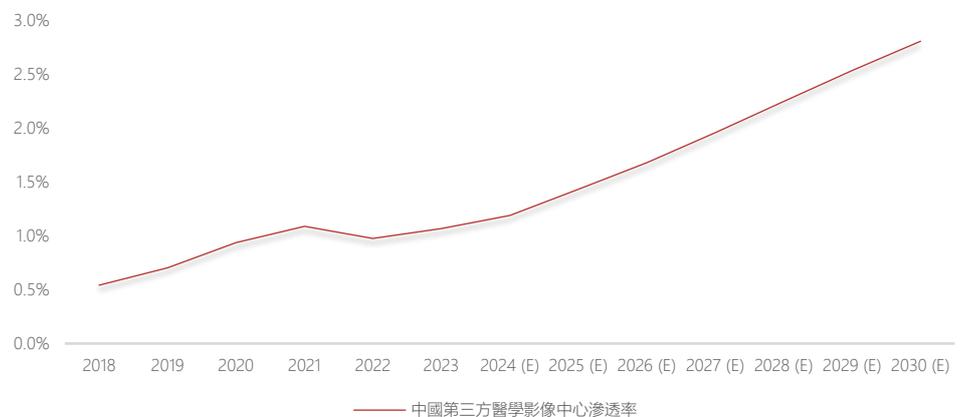
■ 中國地區影像資源不均

由於基層醫療系統的醫療機構缺乏資源，醫學影像設備配置不充足，中國先進的醫學影像設備大多集中於高級別醫療機構，加上醫學影像診斷能力不足，缺乏熟練的影像醫生及影像技師，無法滿足患者需求。大部分患者需要前往大型公立醫院進行診療，然而由於大型公立醫院患者接待能力有限，造成大型公立醫院的影像科室長期處於高負荷狀態，影像檢查輪候時間較長。

■ 第三方醫學影像中心滲透率預期進一步提升

受惠於 i) 中國人口老齡化導致診斷影像的需求增加 ii) 基層醫療系統的醫學影像設備難以滿足患者需求、iii) 大型公立醫院出現患者超負荷的情況，高端客戶的需求未得到滿足，給予中國第三方醫學影像中心進一步發展空間。根據弗若斯特沙利文的調查，中國第三方醫學影像中心市場規模由 2018 年的 8 億元人民幣增長至 2023 年的 29 億元人民幣，複合年增長率為 29.0%，並預期 2030 年將達到 186 億元人民幣。意味着中國第三方醫學影像中心的滲透率從 2018 年的 0.5% 成長至 2023 年的 1.1%，並於 2030 年達到 2.8% 的水平。

圖：中國第三方醫學影像中心滲透率



資料來源：弗若斯特沙利文、公司資料、西牛證券

影像中心規模預期擴張

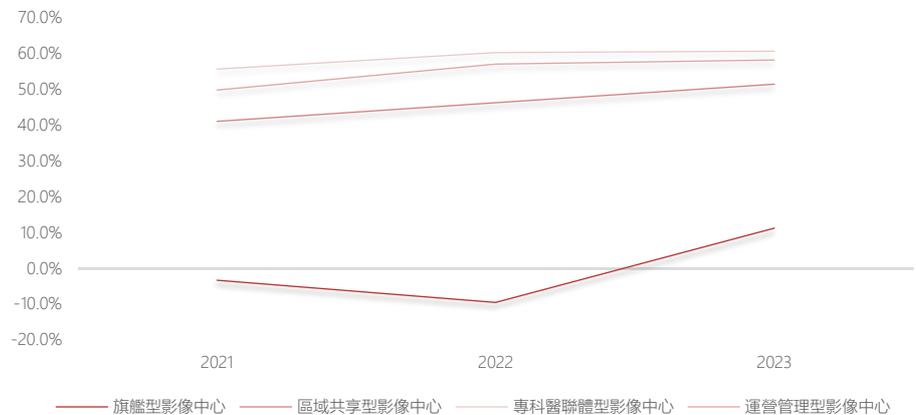
■ 醫學影像中心數目預期進一步增加

截至 2023 年底，江西一脈陽光的醫學影像中心網絡覆蓋 17 個省、自治區及直轄市。集團旗下的影像中心計設有 97 家，當中包括 9 家旗艦型影像中心、24 家區域共享型影像中心、50 家專科醫聯體型影像中心及 14 家運營管理型影像中心。根據招股書的資料，集團計劃於 2024 年建立 1 家旗艦型影像中心、3 家區域共享型影像中心及 5 家專科醫聯體型影像中心或運營管理型影像中心，並於 2025 年建立 1 家旗艦型影像中心、8 家區域共享型影像中心及 12 家專科醫聯體型影像中心或運營管理型影像中心。

■ 毛利率有望進一步提升

2023 財年，江西一脈陽光旗下旗艦型影像中心、區域共享型影像中心、專科醫聯體型影像中心及運營管理型影像中心的毛利率分別為 11.3%、51.5%、60.7%、58.2%，毛利率上升主要受惠於 i) 醫學影像中心的到診量及檢查量增加、ii) 固定成本保持相對穩定。醫學影像中心數量上升將有助於為集團帶來規模效益，同時由於區域共享型影像中心、專科醫聯體型影像中心及運營管理型影像中心的毛利率水平較高，影像中心組合的轉變亦有利於集團毛利率的提升。

圖：各影像中心毛利率



資料來源：公司資料、西牛證券

■ 收入增長更為穩定

由於區域共享型影像中心、專科醫聯體型影像中心及運營管理型影像中心的客戶主要為醫療機構，平均價格與服務需求相對穩定，影像中心數量與檢查次數增加預期將為集團帶來更穩定的收入來源。

估值

江西一脈陽光定價介乎每股 14.6 港元 – 16.8 港元，相當於約 52.0 億港元 – 59.9 億港元市值，相當於 108x – 125x 歷史市盈率。

風險因素

- 新建立的影像中心的現金投資回報期較長
- 由於投資回報周期較長，持續擴張導致集團現金流受壓
- 旗艦影像中心持續未能實現現金投資回報
- 第三方醫學影像中心的滲透率未如預期上升
- 影像解決方案服務與一脈雲服務的波動性較大

財務報表

損益表				資產負債表			
(人民幣, 百萬)	2021 (A)	2022 (A)	2023 (A)	(人民幣, 百萬)	2021 (A)	2022 (A)	2023 (A)
總收入	592.0	784.4	928.9	固定資產	822.3	766.8	741.1
<i>按年增長</i>		<i>32.5%</i>	<i>78.4%</i>	其他非流動資產	385.7	489.3	517.1
直接成本	(416.8)	(547.5)	(596.3)	非流動資產	1,208.0	1,256.2	1,258.2
毛利	175.2	237.0	332.6	庫存	7.0	6.7	5.3
其他收入	15.4	10.4	16.6	應收款項	189.1	275.6	332.0
經營開支	(488.5)	(208.4)	(277.0)	現金及現金等物	490.0	340.2	188.8
經營溢利	(297.9)	38.9	72.2	其他流動資產	161.7	110.8	94.3
淨財務成本	(61.1)	(32.6)	(21.5)	流動資產	847.8	733.2	620.5
聯營及合營公司	(3.7)	(5.4)	(7.3)	總資產	2,055.7	1,989.4	1,878.7
稅前利潤	(362.7)	0.9	43.4	長期借貸	208.0	165.1	85.0
稅項	(19.3)	(16.0)	(6.8)	其他非流動負債	176.8	110.9	142.4
淨利潤	(382.0)	(15.1)	36.6	非流動負債	384.9	276.1	227.4
				應付款項	27.0	19.3	23.5
				短期借貸	174.1	187.1	125.0
				其他流動負債	166.5	190.7	167.7
				流動負債	367.6	397.1	316.2
				總負債	752.5	673.2	543.5
				非控股股東權益	34.1	43.6	42.5
				控股股東權益	1,269.2	1,272.7	1,292.6
				總權益	1,303.3	1,316.2	1,335.1

現金流量表

(人民幣, 百萬)

	2021 (A)	2022 (A)	2023 (A)	財務比率	2021 (A)	2022 (A)	2023 (A)
稅前溢利	(362.7)	0.9	43.4	毛利率	29.6%	30.2%	35.8%
財務成本	61.1	32.6	21.5	經營溢利率	-50.3%	5.0%	7.8%
財務收入	1.0	4.7	2.9	淨利潤率	-64.5%	-1.9%	3.9%
折舊及攤銷	125.8	139.8	151.5	核心 EBITDA 利潤率	-27.9%	23.2%	27.0%
其他	318.1	34.6	(13.3)	股本回報比率	-58.6%	-1.1%	2.8%
營運資金變動	(125.4)	(14.5)	(4.6)	資產回報比率	-37.2%	-0.7%	1.9%
經營現金流	18.0	198.2	201.4	流動比率	230.6%	184.7%	196.2%
				速動比率	228.7%	183.0%	194.6%
淨資本開支	(138.0)	(267.2)	(92.3)	現金比率	133.3%	85.7%	59.7%
其他	(13.0)	15.7	(24.8)	債務權益比率	29.3%	26.8%	15.7%
投資現金流	(151.0)	(251.5)	(117.1)	淨債務權益比率	-8.3%	0.9%	1.6%
股份發行	-	-	-				
淨借貸	(109.8)	(29.9)	(142.3)				
利息支出	(48.2)	(37.9)	(25.2)				
股息支出	(0.7)	(1.2)	-				
其他	611.6	(27.4)	(68.2)				
融資現金流	452.9	(96.4)	(235.7)				

資料來源: 公司資料、西牛證券

西牛證券是香港一家主要服務香港上市公司的券商，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式: Alphasense、FactSet、Capital IQ、Refinitiv、Wind、Choice、慧博投研資訊及同花順。

西牛證券評級:

強烈買入	: 未來12個月絕對增長超過50%
買入	: 未來12個月絕對增長超過10%
持有	: 未來12個月絕對回報在-10%至+10%
沽售	: 未來12個月絕對下降超過10%
強烈沽售	: 未來12個月絕對下降超過50%

投資者應在閱讀本報告時假設西牛證券正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明: 本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明:

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由西牛證券有限公司(簡稱為“西牛證券”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是西牛證券或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時西牛證券發佈，且可在不通知前提下予以變更。西牛證券或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。西牛證券和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票; (2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係; 和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由西牛證券發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫西牛證券在其當地所設立之分支機構。

西牛證券有限公司版權所有©。保留所有權利。