

讯飞医疗科技 (02506.HK)

增持 (维持)

G 端业务稳筑基石, B&C 端业务亮眼高增

公司 G 端基层医疗机构已构建扎实客户基础,在区县层面仍有进一步渗透空间,叠加国家政策需要,预计将维持扎实增长,为公司业务稳固筑基。B/C 端层面,背靠星火医疗大模型技术壁垒,智慧医院解决方案标杆项目正在华西医院等落地,有望进一步拓展更多医院客户, C 端业务则基于 G、B 端引领, AI 诊后患者管理进一步突破江苏等 6 省份, 叠加影像云和医疗器械等需求增长,带来公司收入空间及持续性提升。

□ 事件:讯飞医疗科技发布 2024 年年报。公司实现营收 7.34 亿元, YoY +32.0%; 实现毛利 4.04 亿元, YoY +28.4%, 毛利率为 55.1%, 同比减少 1.5pct; 实现归母净亏损 1.33 亿元, 上年同期亏损 1.45 亿元; 公司销售/管理/研发费用分别为 1.92/0.96/2.72 亿元, YoY +17.81%/-14.81%/+3.00%; 经营性净现金流-1.34 亿元, 上年同期为-3.14 亿元。

□ G 端业务稳筑基石, B/C 端业务亮眼高增。24 年公司基层医疗服务/医院服务/区域管理平台解决方案/患者服务实现收入 2.37/1.32/1.54/2.11 亿元, YoY -1.14%/+103.41%/+31.82%/+56.62%。G 端业务仍为公司稳固基石, 占公司收入比重 53.2%。截至 2024 年底, 智医助理已覆盖全国 30 多个省市的 670 多个区县超过 7 万个基层医疗机构应用, 累计提供约 9.1 亿次 AI 辅诊建议, 辅助诊断合理率及处方审核准确率均已提高至约 95%, 覆盖疾病数量超 1,900 多种。区域管理平台解决方案则抓住疾控和医保的相关政策需求, 主动构建场景化解决方案, 实现较快增长。B 端层面, 智慧医院解决方案持续推广, 产品已在四川大学华西医院实现诊前中后全流程应用, 患者服务综合解决方案累计服务超过 1300 万人次, 标杆案例有望推动公司院侧应用持续放量。C 端 AI 诊后管理累计服务患者超 120 万人次, 出院患者随访覆盖率已达到 100%, 2024 年 AI 诊后患者管理进一步突破江苏、山东、河南、河北、甘肃、宁夏等 6 省/自治区的头部医院, 25 年有望进一步渗透放量; 影像云及医疗器械产品同样处于高增长期, 为公司 C 端收入增长引擎。

□ 大模型持续升级, AI 医疗能力不断提升。基座模型层面, 24 年讯飞星火医疗大模型升级至 2.0, 在六个医学相关的 NLP 任务维度超越 GPT-4 Turbo。25 年发布基于深度推理技术的星火医疗大模型 X1, 可大幅降低医疗幻觉, 显著提高医疗场景推理的正确性、专业性与可解释性, 全科辅助诊断合理率达到 94%, 专科辅助诊断 (主诊断) 合理率达到 90%, 健康咨询解答率达到 89%, 相关效果均超过 GPT-4o 以及 DeepSeek R1。此外, 公司还和等级医院合作, 例如和华西医院联合发布的医学大模型在复杂病历内涵质控方面表现出色, 和北京安贞医院联合发布的心脏诊断大模型在心血管疾病辅助诊断技术方面取得重要突破, 体现公司底层模型能力。公司医疗大模型已在垂类领域体现出比通用模型更强的 AI 医疗能力, 为公司持续推出场景解决方案的坚实基础, 将支撑公司进一步增长。

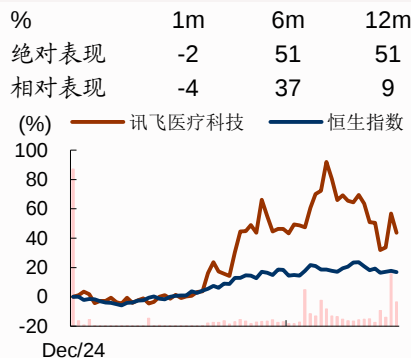
□ 维持“增持”投资评级。公司 G 端基层医疗机构已构建扎实客户基础, 在区县层面仍有进一步渗透空间, 叠加国家政策需要, 预计将维持扎实增长, 为公司业务稳固筑基。B/C 端层面, 背靠星火医疗大模型技术壁垒, 智慧医院解决方案标杆项目正在华西医院等落地, 有望进一步拓展更多医院客户, C 端

TMT 及中小盘/计算机
目标估值: NA
当前股价: 125.0 港元

基础数据

总股本 (百万股)	121
香港股 (百万股)	77
总市值 (十亿港元)	15.1
香港股市值 (十亿港元)	9.7
每股净资产 (港元)	7.8
ROE (TTM)	-14.1
资产负债率	52.8%
主要股东	科大讯飞股份有限公司
主要股东持股比例	24.7101%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

1、《讯飞医疗科技 (02506) —AI 医疗领军实践者, 赋能就医全流程》
2025-03-07

刘玉萍 S1090518120002
liuyuping@cmschina.com.cn
林语潇 S1090524120004
linyuxiao1@cmschina.com.cn

业务则基于 G、B 端引领，AI 诊后患者管理进一步突破江苏等 6 省份，叠加影像云和医疗器械等需求增长，带来公司收入空间及持续性提升。预测公司 25-27 年收入 10.37/14.41/19.22 亿元，同比增长 41%/39%/33%，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：AI 应用研发进度不及预期，AI 大模型技术进展不及预期，宏观经济波动风险，C 端 AI 需求不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	556	734	1037	1441	1922
同比增长	18%	32%	41%	39%	33%
营业利润(百万元)	(231)	(156)	(82)	(4)	78
同比增长	-20%	-33%	-48%	-95%	-1864%
归母净利润(百万元)	(145)	(133)	(38)	27	99
同比增长	-24%	-8%	-71%	-170%	266%
每股收益(元)	(1.27)	(1.10)	(0.32)	0.22	0.82
PE	-98.2	-114.0	-393.2	559.9	153.0
PB	28.5	16.1	16.8	16.3	14.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	853	1681	1869	2290	2820
现金及现金等价物	143	677	559	615	784
交易性金融资产	25	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	498	731	929	1148	1339
其它应收款	100	138	192	266	351
存货	74	103	143	199	263
其他流动资产	14	32	45	62	83
非流动资产	384	409	438	449	463
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	14	13	42	54	68
无形资产	184	178	178	178	178
其他	187	218	218	218	218
资产总计	1238	2090	2307	2739	3283
流动负债	671	1000	1237	1621	2043
应付账款	281	399	557	773	1022
应交税金	30	36	36	36	36
短期借款	88	180	107	67	0
其他	272	385	537	745	985
长期负债	17	103	123	143	163
长期借款	0	65	65	65	65
其他	17	38	58	78	98
负债合计	688	1103	1360	1764	2206
股本	114	121	121	121	121
储备	385	819	781	808	906
少数股东权益	51	47	45	47	50
归属于母公司所有者权益	499	940	901	928	1027
负债及权益合计	1238	2090	2307	2739	3283

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(314)	(134)	(58)	79	214
净利润	(145)	(133)	(38)	27	99
折旧与摊销	35	NA	13	35	37
营运资本变动	(292)	NA	4	59	128
其他非现金调整	88	NA	(37)	(42)	(50)
投资活动现金流	0	(4)	(2)	(0)	4
资本性支出	(37)	NA	(42)	(47)	(51)
出售资产及现金	0	NA	0	0	0
投资增减	61	NA	0	0	0
其它	(24)	NA	40	46	56
筹资活动现金流	293	673	(57)	(23)	(49)
债务增减	87	NA	(73)	(40)	(67)
股本增减	210	NA	0	0	0
股利支付	0	NA	0	0	0
其它筹资	(3)	NA	16	17	18
其它调整	0	NA	0	0	0
现金净增加额	(21)	535	(118)	55	169

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	556	734	1037	1441	1922
主营收入	556	734	1037	1441	1922
营业成本	241	330	460	639	844
毛利	315	404	577	803	1078
营业支出	546	560	658	807	1000
营业利润	(231)	(156)	(82)	(4)	78
利息支出	1	6	4	3	2
利息收入	0	0	6	6	7
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	49	28	34	41	49
非经常项目损益	(4)	(38)	(4)	(4)	(4)
除税前利润	(187)	(172)	(50)	35	128
所得税	(33)	(34)	(10)	7	26
少数股东损益	(9)	(5)	(1)	1	4
归属普通股股东净利润	(145)	(133)	(38)	27	99
EPS(元)	(1.27)	(1.10)	(0.32)	0.22	0.82

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	18%	32%	41%	39%	33%
营业利润	-20%	-33%	-48%	-95%	-1864%
净利润	-24%	-8%	-71%	-170%	266%
获利能力					
毛利率	56.6%	55.1%	55.6%	55.7%	56.1%
净利率	-26.0%	-18.1%	-3.7%	1.9%	5.1%
ROE	-29.0%	-14.1%	-4.3%	2.9%	9.6%
ROIC	-23.5%	-8.3%	-3.0%	3.0%	9.4%
偿债能力					
资产负债率	55.6%	52.8%	59.0%	64.4%	67.2%
净负债比率	7.1%	11.7%	7.5%	4.8%	2.0%
流动比率	1.3	1.7	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.6	1.4	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
存货周转率	4.0	3.7	3.7	3.7	3.7
应收帐款周转率	1.2	1.0	1.0	1.1	1.2
应付帐款周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
每股资料(元)					
每股收益	-1.27	-1.10	-0.32	0.22	0.82
每股经营现金	-2.76	-1.11	-0.48	0.65	1.77
每股净资产	4.38	7.78	7.46	7.68	8.50
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-98.2	-114.0	-393.2	559.9	153.0
PB	28.5	16.1	16.8	16.3	14.7
EV/EBITDA	-100.9	-116.2	-521.7	191.7	86.5

资料来源：公司数据、招商证券（注：24 年完整现金流量表暂未披露）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。