

一脉阳光 (02522.HK)

优于大市

国内医学影像服务龙头，AI 赋能深挖影像数据价值

核心观点

2024 年收入增长承压，净利润由盈转亏。2024 年公司实现营收 7.61 亿元（-18.1%），归母净利润-0.46 亿元，同比由盈转亏。2024 年收入下降主要是由于国内宏观环境波动及医疗行业合规整顿对公司业务开展的影响，原计划 2024 年交付的若干影像解决方案被延迟至 2025 年，且部分新成立的影像中心延迟至 2025 年开始运营。公司毛利率为 36.5%（+0.7pp），主要由于提供更多高毛利差异化的影像解决方案和一脉云服务，同时加强成本管控。

第三方医学影像服务成长潜力大，AI 赋能深挖影像数据价值。多项政策鼓励独立医学影像中心的发展，但国内目前渗透率较低，2030 年市场规模预计将达到 186 亿元，2023-30 年 CAGR 超过 30%。美国第三方医学影像中心市场已有三十余年历史，且已建立超过 6000 家中心。一千亿美金的美国影像市场中 40-50% 的市场由第三方影像中心贡献。美国最大的独立影像中心 RadNet 聚焦并购扩张与人工智能技术布局两大核心战略，已收购多家影像 AI 公司。

一脉阳光是行业领先的医学影像服务供应商。截至 2024 年末，一脉阳光已运营 106 个影像中心，覆盖全国 16 个省，是中国唯一一家为整个医学影像产业链提供全面医学影像服务及价值的平台运营商。一脉阳光形成了“医学影像中心服务+影像解决方案服务+一脉云服务”三部分业务的服务能力输出。公司通过四类影像中心提供影像检查及诊断、运营管理服务，其中区域共享型和旗舰型中心贡献主要收入。公司计划构建多层次、全周期的医学影像生态服务体系，锚定不同客户的差异化需求，提供远程诊断支持、信息化流程重构、影像技术中心标准化建设等轻量化影像服务包。2024 年公司组建了海外事业部，开启国际化业务元年。公司在医学影像信息化上已前瞻布局，2015 年开始研发一脉云平台，2024 年参股孵化的影禾医脉正式发布全球首个全模态全流程医学影像基座大模型，2025 年“CT 胸部病变标注数据”正式通过上海数据交易所合规审核并成功上架，打造医学影像 AI 的完整闭环。

风险提示：放射和超声检查收费降价风险；市场竞争加剧风险；政策风险；扩张不及预期的风险；财务风险。

投资建议：一脉阳光是国内医学影像服务龙头，扩张步伐稳健。AI 时代下公司打造智慧影像综合解决方案，正在打通数据变现和应用的通路。看好公司长期发展潜力，预计 2025-27 年归母净利润分别为 0.49/0.81/1.13 亿元，同比扭亏为盈/65.3%/39.5%。综合绝对估值和相对估值，取中间值，公司一年期目标价为 20.76-25.62 港币，相较当前股价 18.86 港币（25-05-22）有 10.1-35.8%溢价空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	929	761	997	1,227	1,477
(+/-%)	18.4%	-18.1%	31.1%	23.1%	20.3%
净利润(百万元)	44	-46	49	81	113
(+/-%)	12101.9%	—	-207.2%	65.3%	39.5%
每股收益(元)	0.12	-0.13	0.13	0.22	0.31
EBIT Margin	7.8%	-3.2%	6.7%	8.3%	9.2%
净资产收益率 (ROE)	3.4%	-3.2%	3.3%	5.1%	6.7%
市盈率 (PE)	144.9	-140.1	130.7	79.1	56.7
EV/EBITDA	28.6	44.9	39.3	33.0	28.3
市净率 (PB)	4.98	4.42	4.28	4.06	3.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗服务

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

cnpengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：张超

0755-81982940

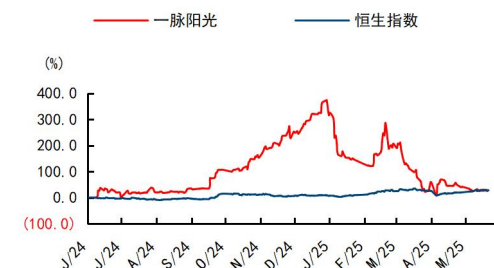
zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	20.76 - 25.62 港元
收盘价	19.22 港元
总市值/流通市值	7036/4980 百万港元
52 周最高价/最低价	72.80/13.50 港元
近 3 个月日均成交额	98.91 百万港元

市场走势

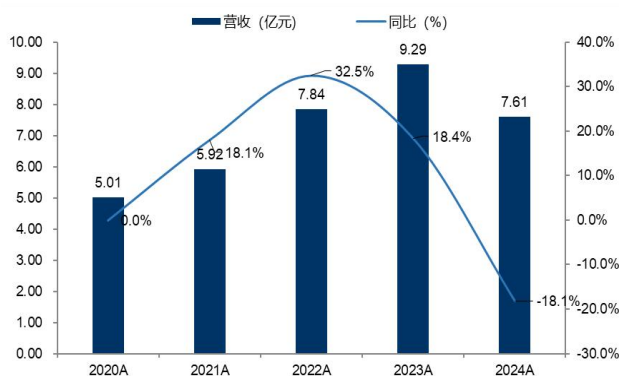


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

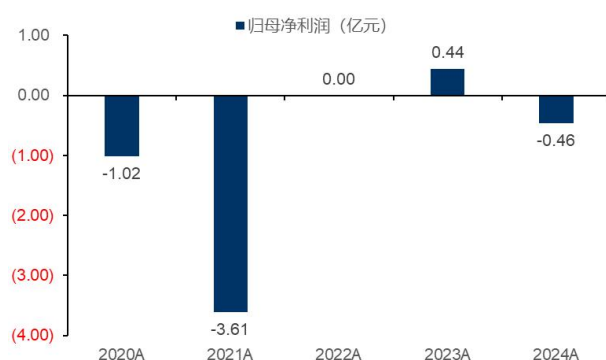
2024年收入增长承压,净利润由盈转亏。2024年公司实现营收7.61亿元(-18.1%),归母净利润-0.46亿元,同比由盈转亏。2024年收入下降主要是由于国内宏观环境波动及医疗行业合规整顿对公司业务开展的影响,在宏观经济放缓及医疗行业强监管时期,行业态度谨慎,医疗机构需求放缓,相关招标程序放缓。公司2024年订立的协议交付若干影像解决方案的时间被延迟至2025年,且若干新成立的影像中心延迟至2025年开始营运。

图1: 一脉阳光营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

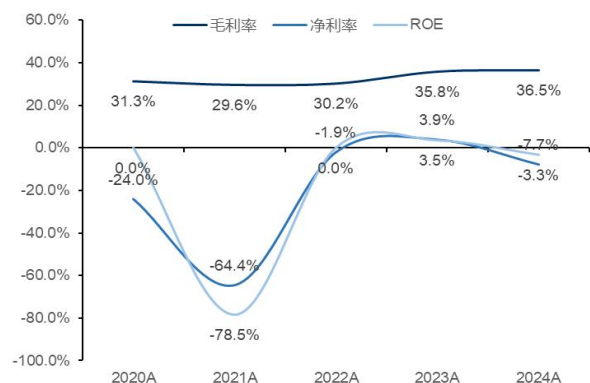
图2: 一脉阳光归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

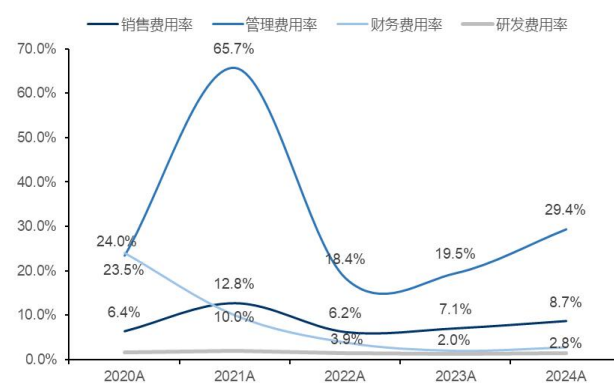
毛利率保持增长态势,各项费用率均有所增长。2024年公司毛利率为36.5%(+0.7pp),主要由于公司的影像解决方案服务和一脉云服务中提供了更多高毛利的差异化产品和服务使得业务毛利率得到提升,同时公司在成本控制端也加强了相应的预算管理和费用管控。管理费用率29.4%(+9.9pp),主要是由于上市开支增长;销售费用率8.7%(+1.7pp),财务费用率2.8%(+0.8pp),研发费用率1.5%(+0.1pp),净利率为-3.3%。

图3: 一脉阳光毛利率、净利率和ROE变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

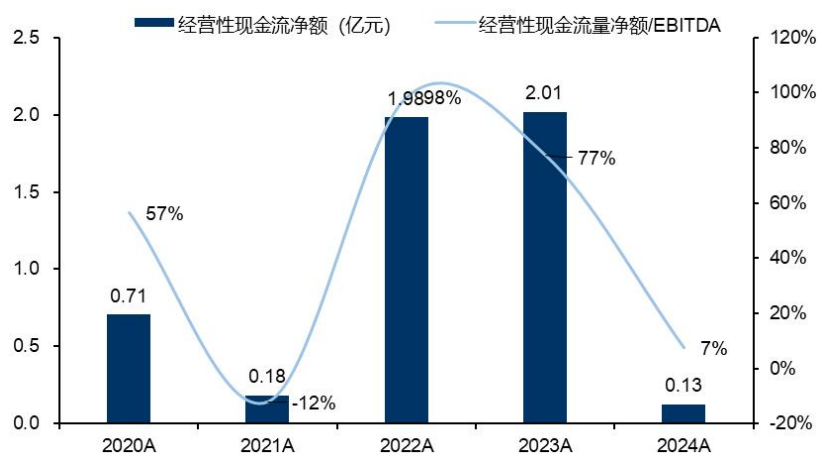
图4: 一脉阳光四项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流下降较多。2024年公司经营性现金流净额为0.13亿,同比下滑明显,主要是由于医疗行业政策持续处于强监管环境,导致下游医疗机构客户对外款项支付产生延后,使得公司应收账款周转天数增长,导致应收款项余额和账期均有所增加。

图5：一脉阳光经营性现金流情况

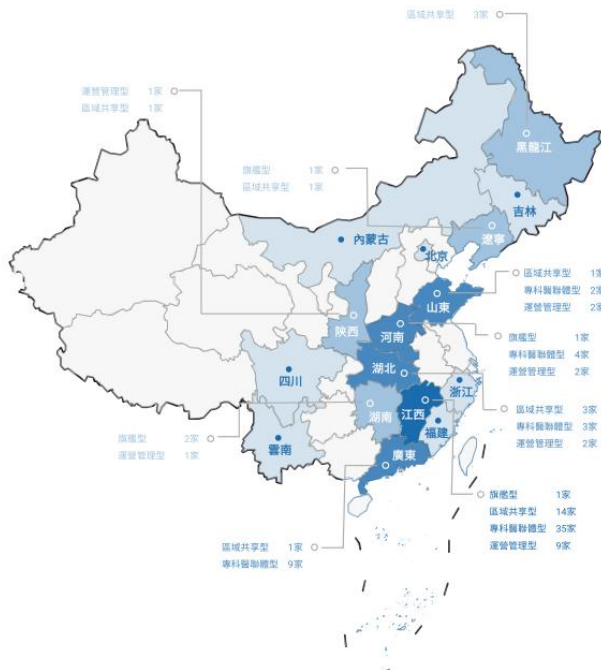


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

一脉阳光是国内医学影像服务龙头

公司是行业领先的医学影像服务供应商。截至 2024 年末，一脉阳光已运营 106 个影像中心，覆盖了全国 16 个省、自治区、直辖市。其中包括 9 个旗舰型影像中心，25 个区域共享型影像中心、55 个专科医联体型影像中心、17 个运营管理型影像中心。一脉阳光是中国唯一一家为整个医学影像产业链提供全面医学影像服务及价值的医学影像平台运营商。

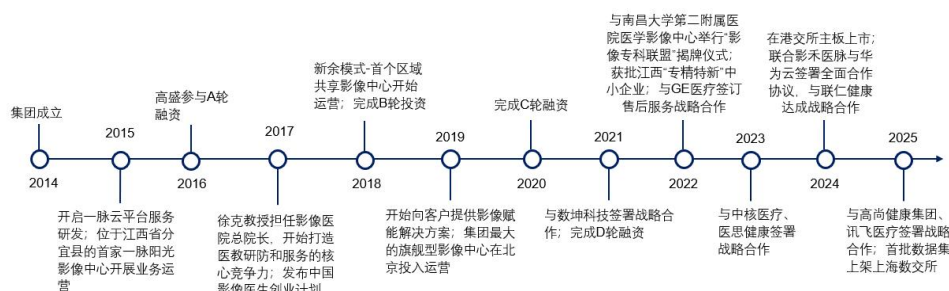
图6：一脉阳光全国运营分布图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司成立以来快速扩张，与多家产业链上下游企业达成战略合作。公司自 2014 年成立，2015 年开设了首家位于江西省分宜县的影像中心，2018 年“新余模式”成功落地，首个区域共享型中心开始运营，2019 年公司最大的旗舰型影像中心在北京投入运营，实现了业务的快速扩张。此外，公司和产业链上下游的企业密切互动，与科研院所、医学影像设备厂商、互联网平台、医疗服务集团、保险公司等达成多项战略合作。

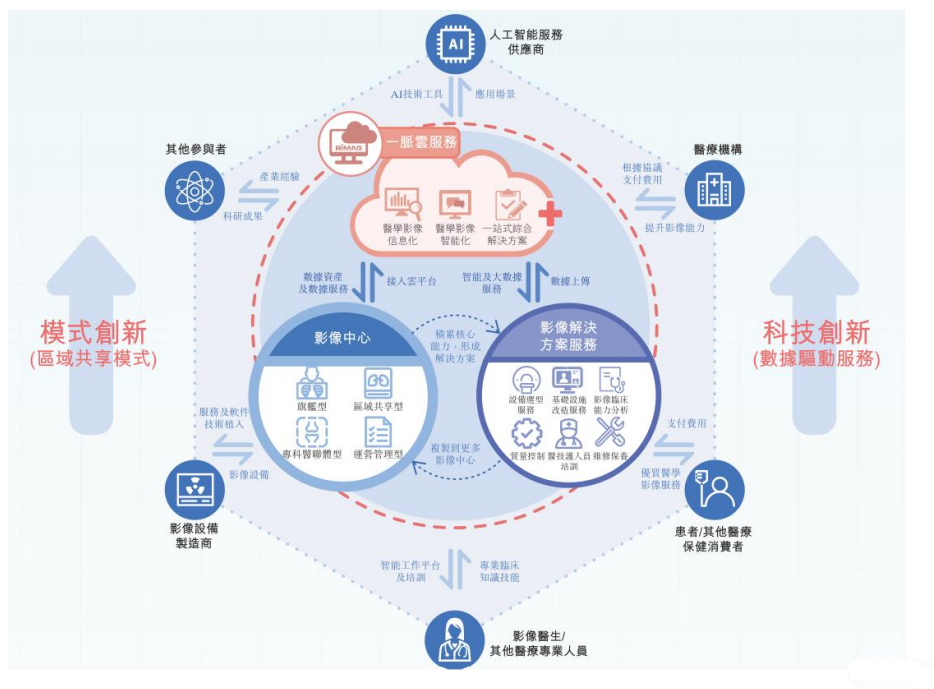
图7：一脉阳光发展历程



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司三大核心业务形成一站式生态系统平台，连接不同参与者。借助覆盖全国 16 个省的差异化竞争壁垒，一脉阳光形成了“医学影像中心服务+影像解决方案服务+一脉云服务”三部分业务的服务能力输出。公司战略聚焦三大增长极：（1）拓展与公立医疗体系及大厂互联网医院的深度服务项目；（2）深化影像大数据在临床科研、人工智能领域的商业化应用；（3）依托灵活的影像服务模块能力联合产业链伙伴打造中国影像服务品牌、实现海外扩张。

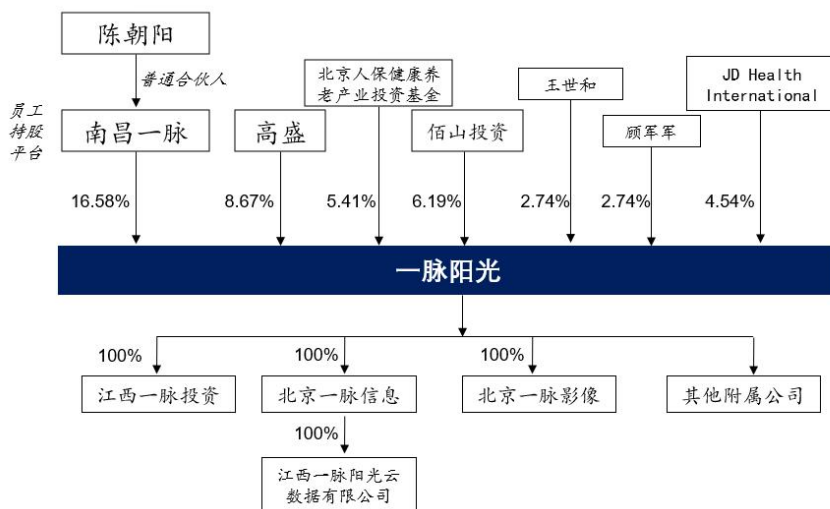
图8：一脉阳光业务布局



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

员工持股平台为第一大股东，多家顶级投资机构参与上市前融资。公司第一大股东为南昌一脉，持股比例为 16.58%，其为公司的员工持股平台，普通合伙人为公司董事长陈朝阳。此外，公司上市前的多轮融资中有北京高盛、佰山投资、北京人保、中金盈润、京东盈正、Orbimed 等具备较强行业影响力的投资人，公司 D2 轮投后估值为 49.61 亿元。

图9：一脉阳光股权结构（截至 2024 年年报）



资料来源：公司年报、公司招股书、国信证券经济研究所整理

核心管理层均具备丰富行业从业经验。王世和为公司创始人，其原为江西省第二附属医院肿瘤科的一名医生，2002 年开启创业之路，怀揣打造中国最大的集团化、连锁化医学影像专科医院集团的梦想创办了公司。公司现任董事长自 2021 年 12 月起担任行政总裁，2023 年 5 月起担任执行董事，在企业管理及医疗行业拥有超过 21 年经验。此外，公司还有多位具备丰富行业从业经验的副总裁。

表1：一脉阳光核心管理层

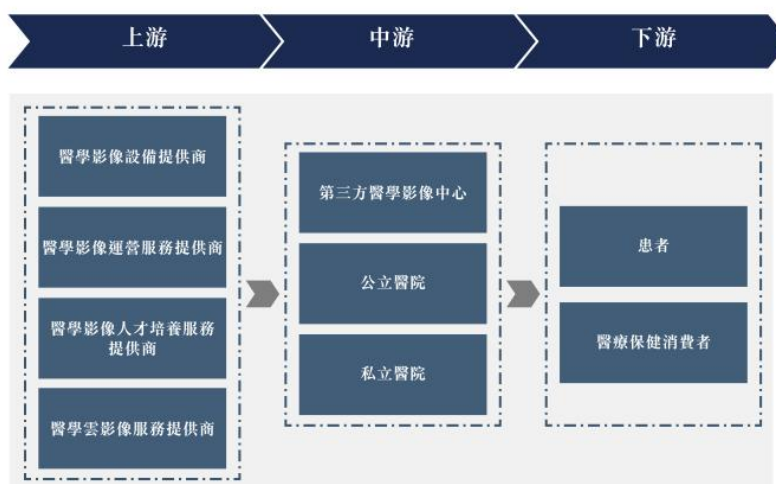
姓名	职务	学历背景及从业经历
陈朝阳	董事长	北京大学医学部预防医学学士，在企业管理及医疗行业拥有超过 21 年经验。曾任职于远东国际融资租赁有限公司医疗系统事业部、平安国际融资租赁有限公司、平安商业保理有限公司、中民投健康产业融资租赁有限公司执行董事兼总经理。
何英飞	副总裁、董秘	毕业于华中科技大学。2015 年 1 月加入公司，在附属公司担任多个董事及高级管理层职务。
冯颢	副总裁、CFO	加拿大曼尼托巴大学商学学士，宁波大学国际学院工商管理专业，注册会计师。曾担任德勤华永会计师事务所高级会计顾问、德勤咨询企业融资服务部经理。
李飞宇	副总裁、影像医院院长	北京大学临床医学学士及医学影像博士。曾担任中民医疗投资股份有限公司副主任医生及副总裁。
张潇	联席公司秘书	香港中文大学计算机科学学士，香港都会大学企业管治硕士，香港浸会大学会计硕士。其为专业企业咨询服务供应商方圆企业服务集团（香港）有限公司副总监，在公司秘书领域拥有超过十年的经验。

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

第三方医学影像服务成长潜力大，AI 赋能深挖影像数据价值

第三方医学影像中心处于行业中游。中国医学影像行业价值链分为：(i)上游为医学影像设备提供商、运营服务提供商、医学云影像服务提供商等；(ii)中游为包括公立医院及私立医院在内的医疗机构、第三方医学影像中心；(iii)下游为接受医疗影像服务的患者、体检消费者等。

图10: 医学影像服务产业链



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

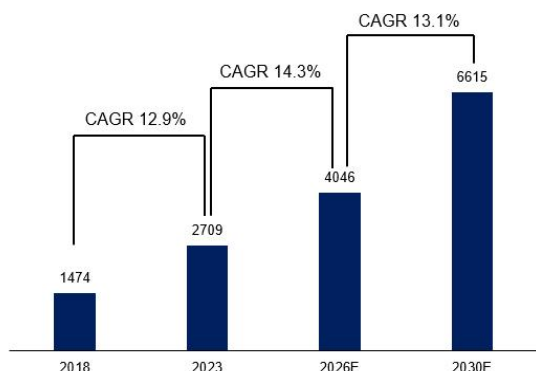
中国医学影像服务市场保持双位数增长。根据 Frost&Sullivan，中国医学影像服务市场规模由 2018 年的 1,474 亿元增长至 2023 年的 2,709 亿元，CAGR 为 12.9%，预计 2030 年将达到 6,615 亿元。随着医疗基础设施建设的完善、分级诊疗的推进和影像检查收费目录的推行，医学影像检查渗透率有望进一步提升。

政策鼓励第三方医学影像中心的建设。2013 年，国务院发布《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》，明确指出“大力发展第三方服务，引导发展专业的医学检验中心和影像中心”，独立影像中心的政策限制得以放开，第三方影像中心此后陆续成立。2016 年 8 月，国家卫计委出台《医学影像诊断中心基本标准（试行）》，医学影像诊断中心行业发展得到规范和指导。2024 年 11 月，国家卫健委发布了《关于加快推进检查检验结果互认工作的通知》，有望推进检查检验结果互认共享，提高医疗资源利用效率。第三方医学影像中心通常有两种业务运营模式：1）直接为患者或消费者提供医学影像服务，包括体检、专家咨询和其他专门的影像检查，患者直接为接受的服务付费。2）第三方医学影像中心为医院和其他医疗机构提供医学影像运营服务，可涵盖医学影像中心的建立到日常运营的整个过程。医疗机构通常在其场地内根据服务协议购买相关运营服务，可实现设备、医疗专业人员和数据的共享，有助于提高医院的效率并降低成本。

国内第三方医学影像中心的渗透率较低，成长潜力大。根据 Frost&Sullivan，第三方医学影像的市场规模由 2018 年的 8 亿增长至 2023 年的 29 亿元，CAGR 为 29.0%，预期到 2030 年将达到 186 亿元，CAGR 超过 30%。2023 年第三方医学影像的渗透率仅约 1%，远低于美国的渗透率，相较第三方医学检验的渗透率亦有较大

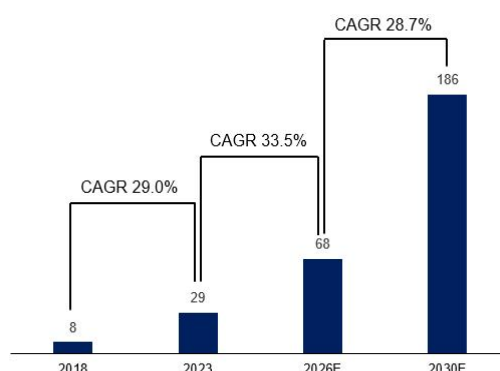
提升空间。

图11: 中国医学影像服务市场规模（亿元）



资料来源: Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

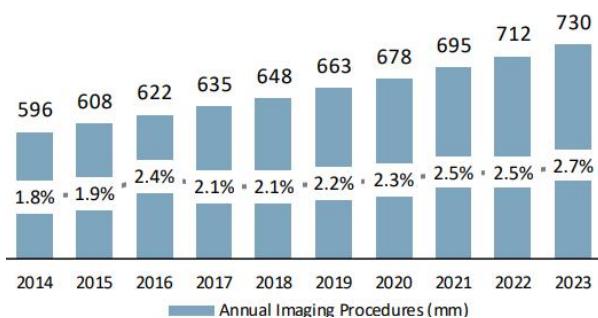
图12: 中国第三方医学影像服务市场规模（亿元）



资料来源: Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

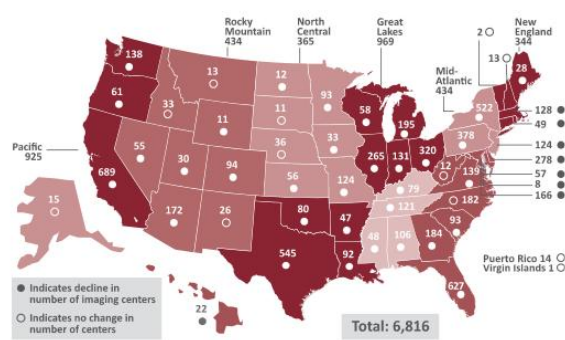
他山之石：美国第三方医学影像中心已成为成熟的医疗诊断赛道。美国第三方医学影像中心市场已有三十余年历史，且已建立超过 6000 家第三方医学影像中心，2012 年美国影像中心数量达峰，随后保持相对平稳。美国影像市场估计达到一千亿美元，其中 40-50% 的市场由第三方独立影像中心（含医生办公室内的检查）贡献。相比美国，根据公司招股书所述，中国仅有 163 张有效的第三方医学影像中心许可证。

图13: 美国每年医学影像检查次数（百万次）



资料来源: Radnet、国信证券经济研究所整理

图14: 全美医学影像中心分布（2013 年）



资料来源: Radnet、国信证券经济研究所整理

表2: 美国排名靠前的第三方医学影像中心

序号	公司名称	创办时间	医学影像中心数量	放射科医生数量	雇员数量
1	RadNet	1984 年	401	500+	~11,000
2	Akumin	2014 年	211	175+	-
3	RAYUS Radiology	1981 年	150+	400+	~3000
4	The US Oncology Network	1999 年	-	-	-
5	SimonMed Imaging	2003 年	150+	200+	-

资料来源: 公司官网、Definitive Healthcare、国信证券经济研究所整理

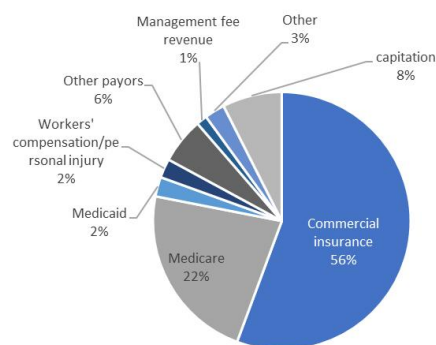
RadNet 是美国最大的第三方独立医学影像公司。RadNet 运营由超过 400 个门诊影像中心组成的网络，覆盖亚利桑那州、加利福尼亚州等八个州。截至 2024 年末，RadNet 拥有 382 台 MRI、220 台 CT、66 台 PET/CT、907 台超声等影像设备。公司还提供放射学信息技术、AI 解决方案和远程放射学专业服务。2024 年 RadNet 收入 18.30 亿，同比增长 13.2%；净利润 3884 万美元，同比增长 28.0%。按收入来源拆分，商保收入贡献约 56%，其次为 22% 的 Medicare。2025 年一季度实现收入 4.71 亿，同比增长 9.2%，公司 2025 年指引收入上调为 18.35-18.85 亿美元。

图 15: RadNet 2022-24 年收入和旗下医学影像中心情况



资料来源: Radnet、国信证券经济研究所整理

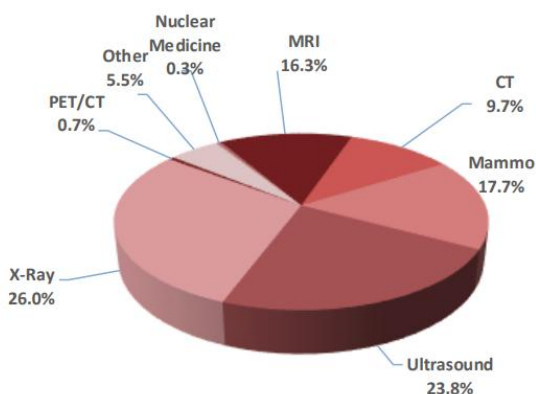
图 16: RadNet 2024 年收入来源



资料来源: Radnet、国信证券经济研究所整理

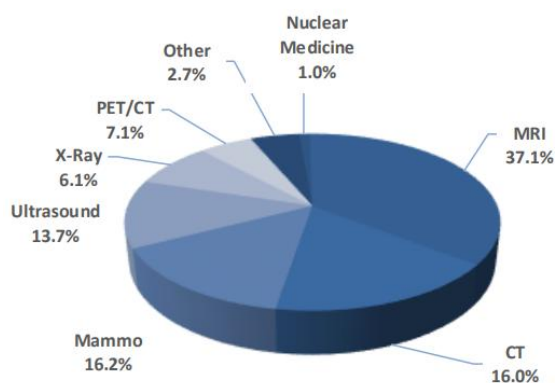
RadNet 以多元化收入结构降低医保控费风险。RadNet 强调医学影像的多模态策略，推动检查收入多元化，以 2024Q3 收入为例，MRI、CT、钼靶、超声分别占到收入的 37.1%、16.0%、16.2% 和 13.7%。公司为患者提供一站式（“One-stop-shopping”）医学影像检查服务，可以在一定程度上避免公司受到医保报销削减的影响。

图 17: RadNet 2024Q3 分模态的检查次数结构占比



资料来源: Radnet、国信证券经济研究所整理

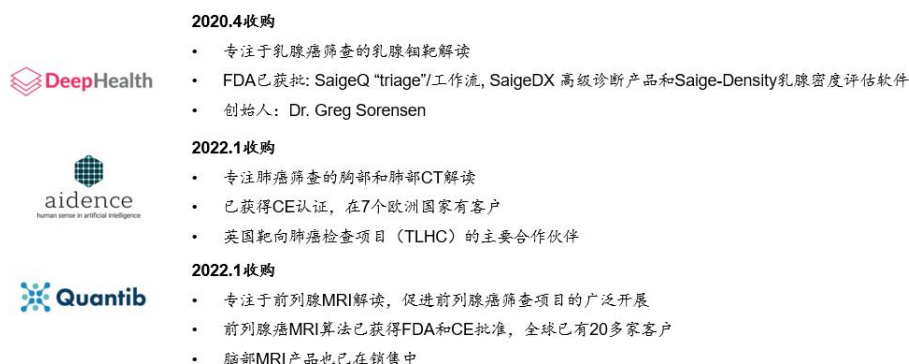
图 18: RadNet 2024Q3 分模态的检查收入结构占比



资料来源: Radnet、国信证券经济研究所整理

RadNet 聚焦两大核心战略：并购扩张与人工智能（AI）技术布局。公司管理层明确表示，未来将重点推进中型和大型收购。此前公司主要聚焦于规模较小的“补充性”交易以巩固现有市场份额，2024 年再度完成 9 笔影像中心并购，共花费约 5905 万美元，相较 2023 年显著提速。截至 2024 年底，公司持有约 7 亿美元现金，并已完成总额超 10 亿美元的债务再融资，为未来扩张提供充足资金支持。在 AI 赋能方面，RadNet 的布局已进入深化阶段。2020 年收购乳腺钼靶 AI 公司 DeepHealth，2022 年收购肺部 AI 公司 Aidence 和放射学 AI 公司 Quantib，切入肺癌与前列腺癌诊断市场，2024 年收购乳腺 AI 公司 Kheiron，2025 年再度以 1.03 亿美元收购 AI 医疗解决方案供应商 iCAD。2024 年公司的数字健康业务外部客户收入达到 3735 万美元，相较 2023 年的 2607 万同比增长超过 40%。

图19: RadNet 在 AI 技术赋能上加大布局力度



资料来源：RadNet、国信证券经济研究所整理

一脉阳光行业地位领先，打造医学影像 AI 的完整闭环

一脉阳光在国内第三方医学影像中心运营商的规模中排名第一，公司所运营的影像中心数量和覆盖的县级行政区远超同行。以 2023 年来自影像中心服务的收入而言，一脉阳光在所有中国第三方医学影像中心运营商中排行第二。相较同行而言，公司还以区域共享/运营管理等创新模式推动与公立医院的合作，因地制宜扩大业务覆盖，实现公司、医疗机构和患者的多赢。

图20：第三方医学影像的行业竞争格局

	2023年收入 (十亿)	2023年患者付费 (十亿)	许可证数量	覆盖县级行政 区数目	已运营影像 中心数目
一脉阳光	0.6	1.5-1.6	32	61	101
全景医学	0.7-0.8	0.7-0.8	11	10	11
高尚医学	0.3-0.4	0.3-0.4	8	8	8
联影智慧医疗	0.2-0.3	0.2-0.3	11	10	11
平安好医	0.2-0.3	0.2-0.3	11	11	11

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

注：许可证数量/覆盖县级行政区数目/已运营影像中心数据均截止于公司招股书披露日

公司通过四类影像中心提供影像检查及诊断、运营管理服务，即：(i) 旗舰型影像中心；(ii) 区域共享型影像中心；(iii) 专科医联体型影像中心；及(iv) 运营管理型影像中心。公司计划持续发展区域共享影像中心，策略性地选择医疗资源相对不平衡的地区进行资源整合及优先投资。此外将持续巩固在人口众多、消费水平高且需求差异化极大的高线城市的服务能力，通过多元灵活的方式持续优化旗舰型影像中心资源配置。

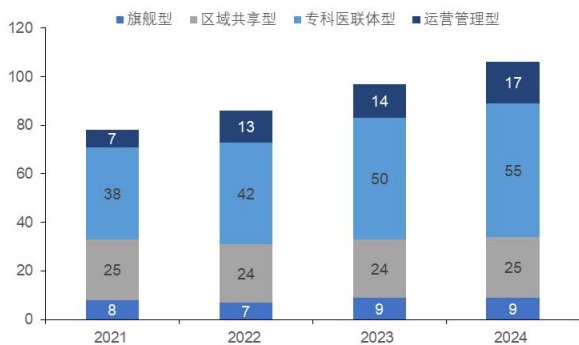
表3：一脉阳光四类影像中心的情况介绍

	旗舰型	区域共享型	专科医联体型	运营管理型
数量(截至 24 年末)	9	25	55	17
2024 年收入(亿)	1.21	3.45	1.0	0.40
地区重点	主要为一线和二线城市	主要为三级或以下城市及县	三线或以下城市、县或以下	三线或以下城市、县或以下
医疗机构许可证持有人	公司	公司	服务的医疗机构	服务的医疗机构
医疗责任	公司	公司	服务的医疗机构	服务的医疗机构
拥有人	公司	公司	服务的医疗机构	服务的医疗机构
医疗专业人员	公司聘请	公司聘请	服务的医疗机构的雇员	服务的医疗机构的雇员
直接客户	个人	医疗机构	医疗机构	医疗机构
投资/配置设备	是	是	是	否
所提供服务类别	影像检查及诊断	影像检查及诊断	设备配置、基础设施改造、运营管理服务	运营管理服务
收入性质	患者或其他消费者支付服务费	医疗机构参考病人支付的费用而支付服务费	医疗机构就设备配置和运营管理服务支付的服务费	医疗机构就运营管理服务支付的服务费
成本拆分	公司承担	主要为公司承担	主要为医疗机构承担，公司分担的部分主要为设备配置	主要为医疗机构承担

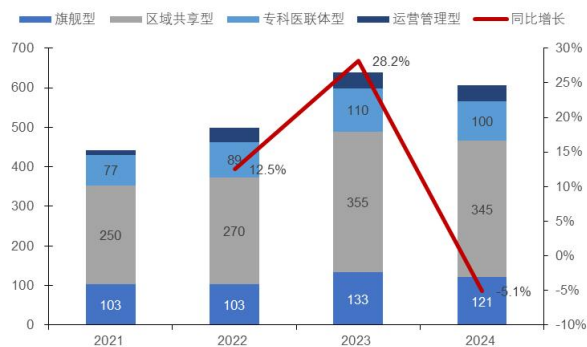
资料来源：威高骨科招股书，国信证券经济研究所整理

图21：一脉阳光四种医学影像中心的数量

图22：一脉阳光四种医学影像中心的收入变化（单位：百万）



资料来源：公司招股书、公司年报、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司招股书、公司年报、国信证券经济研究所整理

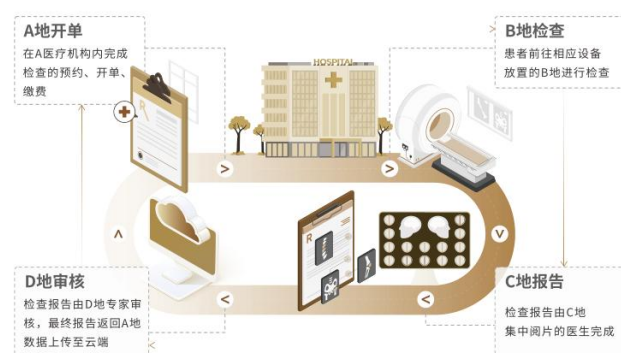
新余模式被认为是中国公立医院改革的典型范例。公司位于江西省新余市的首个区域共享型影像中心于 2018 年开始运营,该模式由新余市政府和卫健委在合作项目、合作方式上主导规划;依托现有公立医院作为实施基础,引入一脉阳光,进行资源的整合、外引和提升,最终打造成为覆盖新余市-县-乡的医学影像诊断、质控、科研、培训、数据和多学科会诊六大中心。

图23: 一脉阳光新余中心-区域共享模式样板



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

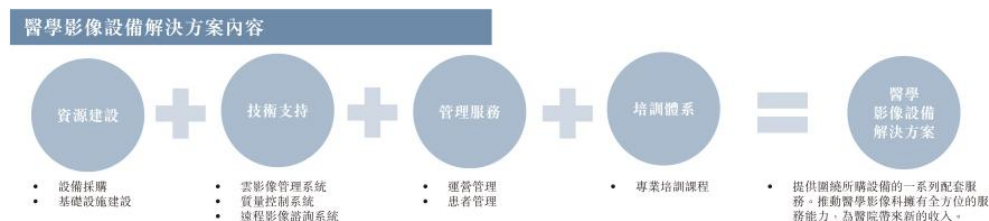
图24: 区域共享中心检查流程



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司计划构建多层次、全周期的医学影像生态服务体系。根据 Frost&Sullivan, 中国医学影像设备解决方案市场的规模由 2018 年的 791 亿增长至 2023 年的 1,095 亿元, CAGR 为 6.7%。公司的影像解决方案服务主要包括: (i) 设备选择及配置; (ii) 基础设施改造服务; (iii) 培训服务; (iv) 维修及保养服务。锚定不同客户的差异化需求, 公司通过远程诊断支持、信息化流程重构、影像技术中心标准化建设等轻量化影像服务包(钩子产品), 依托产业链资源协同优势为客户提供全链条解决方案, 以实现公司影像解决方案服务的价值传导和毛利率提升。

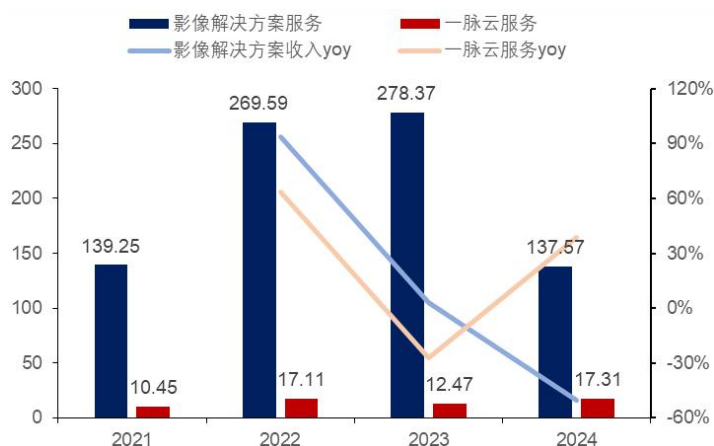
图25: 医学影像设备解决方案



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司加快国际化战略推进。公司于 2024 年组建了海外事业部，构建了覆盖香港、澳门、东南亚、中东、非洲等区域的业务拓展网络。通过“产品+服务+品牌”三位一体的出海模式，依托国内先进的医学影像产品基础和丰富的经验积累，成功开启海外市场业务布局的元年。2024 年 12 月，公司与香港上市公司医思健康合资设立了一脉医思医疗科技有限公司，共同探索医疗科技供应链平台。

图26: 医学影像设备解决方案和一脉云服务收入情况（单位：百万元；%）



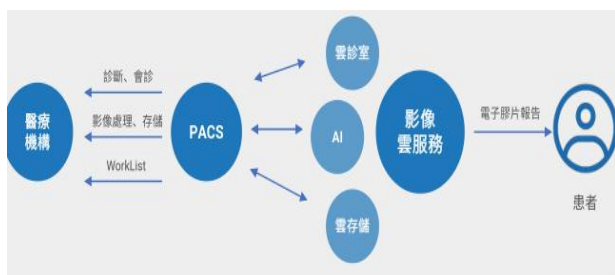
资料来源：公司招股书、公司年报、国信证券经济研究所整理

医学影像的信息化近年发展迅速。医学影像信息化的第一阶段是在医院内建立医学影像基础设施。目前，三级医院建立的医学影像基础设施通常较基层医疗机构更为全面。医学影像信息化的第二阶段即各医疗机构之间的数据互联，可实现医院之间医学影像信息共享及专业知识传播。未来，医学影像信息化有望与 AI 快速融合，协助医生进行日常医学影像诊断。

公司在医学影像信息化上已前瞻布局。2015 年公司开始研发一脉云平台，目前商业化一脉云平台的模块主要包括：(i) 医学影像业务流程模块；及(ii) 运营管理模块。一脉云服务能帮助医疗机构减少劳工成本、标准化工作流程、实现数据驱动管理，提高医疗机构的服务能力，提升患者的就医体验。

图27: 一脉阳光云胶片的应用架构

图28: 近三年一脉阳光云胶片应用与推广的成效



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司正在打通数据变现和应用的通路。2025 年 4 月，公司“CT 胸部病变标注数据”正式通过上海数据交易所合规审核并成功上架，这是一脉阳光首批在上海数据交易所上架的数据集，也是构建覆盖全国医学影像数据生态链后，在医疗数据资产化领域的里程碑及突破，标志着公司以高质量的影像数据为纽带，率先打通“数据生产及治理—算法和技术—场景赋能”的闭环。

AI 时代下公司打造智慧影像综合解决方案。公司通过医学影像服务积累了庞大的数据资源，可与孵化的企业影禾医脉共同开发基于自然语言处理及知识图谱的 AI 工具，将 AI 技术扩大应用于患者就诊、影像诊断、质量控制、业务数据分析等不同环节上。“标准化编码+精细化标注”模式为 AI 模型训练提供高质量燃料，彰显了从数据生产到智能应用的全链路技术领先优势。通过医学影像 AI 在影像诊断端的应用可以大幅提升医疗机构诊断能力和效率，同时降低对于基础影像医生的成本投入。基于真实场景数据持续迭代的基座大模型通过自适应学习机制不断优化诊断精度，反哺影像中心的智能阅片系统、辅助诊断工具等应用模块，形成“数据喂养模型—模型优化服务—服务产生新数据”的完整闭环。

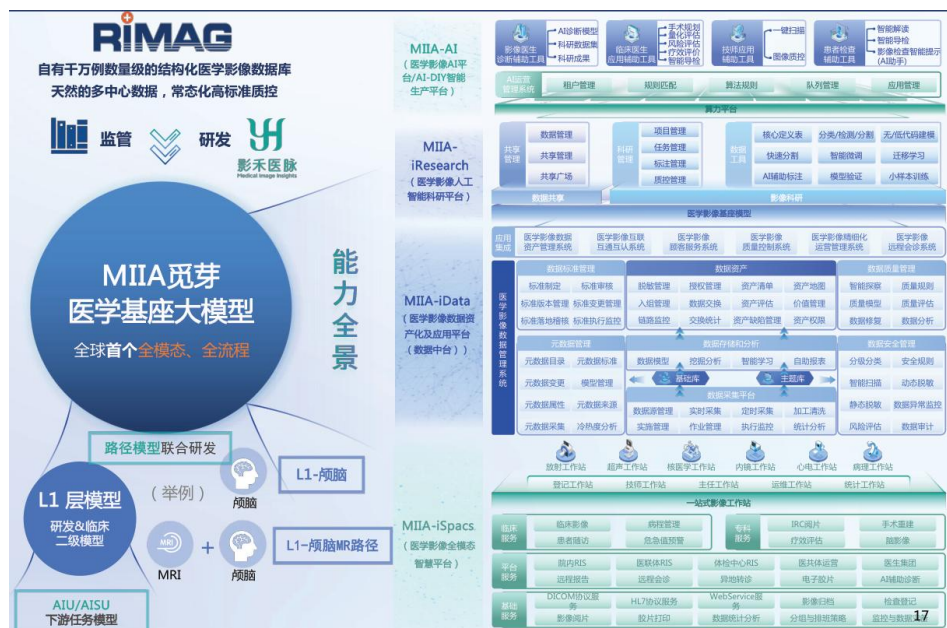
图 29：打造医学影像 AI 的完整闭环



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

2024 年 12 月，公司参股孵化的影禾医脉正式发布全球首个全模态全流程医学影像基座大模型，引领医学影像 AI 行业从单病种模型的「1.0 时代」进入基座大模型的「2.0 时代」，具有多模态数据融合、产品化投产周期短成本低等特点，该模型已经过国家互联网信息办公室深度合成服务算法备案。

图30: 影禾医脉推出 MIIA 觅芽医学基座大模型



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

影像中心服务：2024 年受到行业合规整顿和宏观经济环境影响，公司旗舰型和专科医联体型影像中心受影响较大，出现同比下滑，部分新成立的影像中心延迟至 2025 年开始营运。预计随着行业政策趋于稳定和消费环境的逐步改善，以及公司在区域共享型和专科医联体型影像中心的快速扩张，2025 年起影像中心服务有望重新回到较快增长轨道；

影像解决方案服务：2024 年订立的协议交付若干影像解决方案的时间延迟至 2025 年，导致 2024 年营收同比下滑较大，2025 年有望顺利实现交付确认收入。随着医疗设备采购逐步回归常态化，公司能够针对不同客户提供“钩子产品”，且 2024 年公司开启国际化业务，依托中国制造全产业链的成本优势拓展海外市场。

一脉云服务：收入体量较小但处于高增长阶段，公司以提供数据标注服务为基础，逐步推动数据资产的应用和商业化。以数据掘金与医学影像 AI 为核心引擎，预期一脉云服务收入有望持续快速增长。

表4：一脉阳光营收拆分

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
影像中心服务					
收入（百万元）	638	606	713	857	1,004
增速	28.2%	-5.1%	17.7%	20.2%	17.2%
影像解决方案服务					
收入（百万元）	278	138	259	336	426
增速	3.3%	-50.6%	88.1%	29.8%	26.9%
一脉云服务					
收入（百万元）	12	17	25	34	46
增速	-27.1%	38.8%	46.2%	36.3%	33.5%
合计					
营业收入（百万元）	929	761	997	1,227	1,477
增速	18.4%	-18.1%	31.1%	23.1%	20.3%
毛利率	35.8%	36.5%	36.6%	37.3%	37.6%

资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2025-27 年营收 9.97/12.27/14.77 亿元，同比增长 31.1%/23.1%/20.3%，毛利率分别为 36.6%/37.3%/37.6%。

未来 3 年业绩预测

表5: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	761	997	1227	1477
营业成本	483	632	770	922
销售费用	66	82	98	115
管理费用	235	248	287	332
研发费用	12	12	15	16
财务费用	21	19	20	21
利润总额	(51)	48	85	123
归属于母公司净利润	(46)	49	81	113

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们预计公司 2025-27 年营收 9.97/12.27/14.77 亿元, 同比增长 31.1%/23.1%/20.3%; 归母净利润分别为 0.49/0.81/1.13 亿元, 同比扭亏为盈/65.3%/39.5%。

盈利预测的敏感性分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设, 得到以下盈利预测结果: 1) 乐观假设下, 公司 2025-27 年归母净利润分别为 1.06/1.53/2.04 亿元, 同比扭亏为盈 45.2%/32.8%; 2) 中性假设下, 公司 2025-27 年归母净利润分别为 0.49/0.81/1.13 亿元, 同比扭亏为盈/65.3%/39.5%; 3) 悲观假设下, 公司 2025-27 年归母净利润分别 0.24/0.50/0.74 亿元, 同比扭亏为盈/106.8%/49.1%。

表6: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测				
营业收入(百万元)	761	1,020	1,280	1,566
(+/-%)	-18.1%	34.2%	25.4%	22.4%
归母净利润(百万元)	-46	106	153	204
(+/-%)	--	-	45.2%	32.8%
中性预测				
营业收入(百万元)	761	997	1,227	1,477
(+/-%)	-18.1%	31.1%	23.1%	20.3%
归母净利润(百万元)	-46	49	81	113
(+/-%)	--	-	65.3%	39.5%
悲观预测				
营业收入(百万元)	761	973	1,176	1,391
(+/-%)	-18.1%	28.0%	20.8%	18.3%
归母净利润(百万元)	-46	24	50	74
(+/-%)	--	-	106.8%	49.1%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：21.06-24.93 港币

基于公司在第三方医学影像服务领域处于领先地位，有望受益医保控费、分级诊疗和医学影像检查渗透率提升，影像解决方案服务和一脉云服务围绕终端医疗机构提供全方位业务增量，我们预计公司未来收入业绩端保持一定增长，未来五年估值假设条件见下表：

表7：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	18.4%	-18.1%	31.1%	23.1%	20.3%	19.8%	19.3%
营业成本/营业收入	64.2%	63.5%	63.4%	62.7%	62.4%	62.2%	62.0%
管理费用/营业收入	20.9%	30.9%	20.5%	19.8%	19.5%	18.0%	16.5%
销售费用/销售收入	7.1%	8.7%	8.2%	8.0%	7.8%	7.7%	7.6%
研发费用/销售收入	1.4%	1.5%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
所得税税率	15.7%	-14.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

表8：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.18	T	15.00%
无风险利率	1.80%	Ka	8.29%
股票风险溢价	5.50%	有杠杆 Beta	1.27
公司股价（元）	19.22	Ke	8.81%
发行在外股数（百万）	366	E/(D+E)	91.38%
股票市值(E, 百万元)	7036	D/(D+E)	8.62%
债务总额(D, 百万元)	664	WACC	8.42%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	3.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 21.06-24.93 港币。

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（港币）

22.85		WACC 变化				
		8.0%	8.2%	8.4%	8.6%	8.8%
永续 增长 率变 化	3.6%	28.50	26.89	25.43	24.08	22.84
	3.4%	27.36	25.87	24.50	23.24	22.07
	3.2%	26.32	24.93	23.64	22.46	21.36
	3.0%	25.36	24.06	22.85	21.74	20.70
	2.8%	24.48	23.25	22.12	21.06	20.08
	2.6%	23.66	22.50	21.43	20.43	19.50
	2.4%	22.90	21.81	20.79	19.84	18.96

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

相对估值：20.45-26.30 港币

以公司的三大业务为基础，我们选取 RadNet、讯飞医疗科技和医渡科技作为可比公司：RadNet 为美国最大的第三方医学影像服务机构，运营由超过 400 个门诊影像中心组成的网络，并聚焦并购扩张与人工智能（AI）技术布局两大战略。但由于美国独立影像中心的渗透率已经较高（占比已达 40-50%），竞争激烈，行业已处于整合状态，潜在成长空间弱于国内（当前渗透率仅约 1%）。讯飞医疗是一家人工智能赋能的医疗解决方案提供商，拥有讯飞星火医疗大模型，实现从健康风险预警、早筛、辅助诊断及治疗以及治疗效果评估、诊后管理与慢病管理的多种医疗服务。医渡科技提供基于大数据和人工智能技术的医疗解决方案，服务公共卫生、研究、诊疗多个医疗场景。

考虑国内第三方医学影像服务的潜在成长空间，以及公司所构建的多层次、全周期的医学影像生态服务体系，一脉阳光在商业模式、行业地位及 AI 应用赋能方面具有稀缺性。由于公司各业务板块处于盈利早期阶段，参考可比公司 2025 年 PS 水平，给予公司 2025 年 7-9X PS，一年期合理市值目标区间为 74.9-96.3 亿港币，对应 20.45-26.30 港币。

表10：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	PS				PE			ROE	
		2025/5/22	亿港币/美元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E (24A)	
2506.HK	讯飞医疗科技	119.60	145	18.36	14.08	10.14	7.73	-96.1	-153.3	-525.8	216.6	-13%
2158.HK	医渡科技	5.73	61	7.05	7.28	6.48	5.39	-28.1	-40.3	-82.5	397.1	-6%
RDNT.O	RadNet	56.77	43	2.17	2.02	1.86	-	149.4	2490.9	763.9	-	1%
2522.HK	一脉阳光	18.86	69	8.46	6.45	5.24	4.36	-133.2	130.7	79.1	56.7	-3%

资料来源：Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

注：港美股股价及市值分别以港币/美元计价，其余为人民币计价，除一脉阳光外，其余为 Wind 一致预测或 Bloomberg 一致预测。

投资建议

一脉阳光是国内医学影像服务的龙头，形成了“医学影像中心服务+影像解决方案服务+一脉云服务”三部分业务的服务能力输出，扩张步伐稳健。AI 时代下公司打造智慧影像综合解决方案，正在打通数据变现和应用的通路。看好公司长期发展潜力，预计 2025-27 年归母净利润分别为 0.49/0.81/1.13 亿元，同比扭亏为盈/65.3%/39.5%。综合绝对估值和相对估值，取中间值，公司一年期目标价为 20.76-25.62 港币，相较当前股价 18.86 港币（25-05-22）有 10.1-35.8%溢价空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出,假设具有一定主观性,因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符,可能导致估值区间和实际结果不符。

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为1.80%、风险溢价5.50%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为3%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值方面我们选取了与公司业务相近的公司进行比较,同时考虑公司成长性,对可比公司平均动态PS进行修正,最终给予公司7-9倍PS,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对业务增长和盈利能力假设,其中涉及新业务收入增速、毛利率、期间费用率等假设均带有一定主观性,可能和实际结果有所偏差,导致对公司的盈利预测高于实际情况。風險

经营风险

扩张不及预期的风险:公司可能受政策、资金等原因无法进行有效扩张,这可能对公司的业务、财务状况、经营业绩及前景造成不利影响。

影像中心经营不及预期的风险:开设新影像中心可能无法按预期实现正常营运,可能导致短期财务表现出现波动,从而对公司业务、财务状况、经营业绩及前景造成不利影响。

政策变动风险:作为医学影像中心服务商,公司与医院存在密切的业务关系。如果医疗机构由于政策变动或人员调整,决定终止业务协议或不再与公司续约,或者公司无法与更多医院签订业务协议,与公司业务所在地医疗行业有关的监管制度的任何不利变化均可能限制公司提供产品及服务的能力,公司的业务、财务状况及经营业绩可能会受到不利影响。

行业竞争加剧的风险:第三方医学影像服务的竞争激烈程度可能会提升,如果不能有效竞争,公司的业务、经营业绩、财务状况及前景可能会受到损害。

收费降价的风险:2024年国家医保局印发《放射检查类医疗服务价格项目立项指南(试行)》,将现行放射检查类价格项目映射整合为26项,各省将制定全省统一的价格基准并逐步落地执行。如果检查收费价格下降,将导致公司旗下影像中心的收费或者服务费受到不利影响。

财务风险。受宏观经济环境下，若主要客户经营状况、行业结算方式等情况发生重大不利变化，可能导致公司应收账款发生逾期、坏账或进一步延长应收账款回收周期，从而给公司持续盈利能力造成不利影响。2024 年末公司的贸易应收款项账面余额为 4.32 亿元，同比增长约 40%。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	189	262	300	330	363	营业收入	929	761	997	1227	1477
应收款项	418	621	819	908	1012	营业成本	596	483	632	770	922
存货净额	5	7	7	9	11	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	5	7	10	12	15	销售费用	66	66	82	98	115
流动资产合计	620	897	1137	1260	1401	管理费用	195	235	248	287	332
固定资产	741	810	981	1091	1150	研发费用	13	12	12	15	16
无形资产及其他	206	176	132	88	44	财务费用	22	21	19	20	21
投资性房地产	222	274	274	274	274	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	89	108	128	158	188	资产减值及公允价值变动	0	0	(15)	(12)	(7)
资产总计	1879	2264	2651	2870	3057	其他收入	(22)	(6)	47	44	43
短期借款及交易性金融负债	125	161	384	440	414	营业利润	29	(51)	48	85	123
应付款项	69	77	148	192	244	营业外净收支	14	0	0	0	0
其他流动负债	122	162	227	277	333	利润总额	43	(51)	48	85	123
流动负债合计	316	401	758	909	991	所得税费用	7	8	7	13	18
长期借款及应付债券	85	272	272	272	272	少数股东损益	(8)	(13)	(9)	(9)	(9)
其他长期负债	142	107	97	92	92	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	227	379	369	364	364	净利润	44	(46)	49	81	113
负债合计	544	780	1127	1273	1355	2 资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	42	28	20	11	2	折旧摊销	188	195	138	146	156
股东权益	1293	1456	1505	1586	1700	公允价值变动损失	0	0	15	12	7
负债和股东权益总计	1879	2264	2651	2870	3057	财务费用	22	21	19	20	21
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	14	(245)	(78)	(2)	(0)
每股收益	0.12	(0.13)	0.13	0.22	0.31	其它	(8)	(13)	(9)	(9)	(9)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	238	(109)	115	228	268
每股净资产	3.53	3.98	4.11	4.33	4.64	资本开支	0	(264)	(280)	(224)	(179)
ROIC	4%	-2%	3%	5%	6%	其它投资现金流	(3)	3	0	(0)	(0)
ROE	3%	-3%	3%	5%	7%	投资活动现金流	(16)	(279)	(300)	(254)	(209)
毛利率	36%	36%	37%	37%	38%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	-3%	7%	8%	9%	负债净变化	(80)	187	0	0	0
EBITDA Margin	28%	22%	20%	20%	20%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	18%	-18%	31%	23%	20%	其它融资现金流	(213)	87	222	56	(25)
净利润增长率	12102%	—	—	65%	39%	融资活动现金流	(373)	462	222	56	(25)
资产负债率	31%	36%	43%	45%	44%	现金净变动	(151)	74	38	30	33
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	340	189	262	300	330
P/E	144.9	(140.1)	130.7	79.1	56.7	货币资金的期末余额	189	262	300	330	363
P/B	5.0	4.4	4.3	4.1	3.8	企业自由现金流	—	(342)	(164)	6	92
EV/EBITDA	29	45	39	33	28	权益自由现金流	—	(92)	43	46	49

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032