

一脉阳光 (02522.HK)

整体业务稳定发展，加速发掘影像数据价值

优于大市

核心观点

2025 年上半年收入增长 13%，实现扭亏为盈。2025 年上半年公司实现营收 4.67 亿元 (+12.9%)，环比增长 34.6%；归母净利润 0.16 亿元，相较 2024 年实现扭亏为盈。上半年收入增长主要是由于影像中心服务及影像解决方案服务的客户快速扩张，公司优化资源配置，减少不必要的开支，提升产出和运营效率，带动盈利能力改善。上半年公司完成 1.82 亿的配售融资，并完成高脉健康 70%股权收购。

影像中心服务下半年有望恢复稳定增长，公司所积累的影像数据价值不断凸显。2025 年上半年影像中心服务收入 3.0 亿 (-6.1%)，主要由于国内宏观环境波动及检查收费价格调整等政策影响。上半年公司新增开发 11 个影像中心，开始运营 12 个影像中心，并有 11 个在建中的影像中心。新的影像中心项目预计在下半年逐步交付投入运营，影像中心收入有望恢复稳定增长。影像解决方案服务收入约为 1.61 亿 (+88.9%)，主要由于医疗新基建政策红利持续释放和医疗设备更新需求逐步恢复。一脉云服务收入约 0.07 亿 (-31.9%)，主要是由于一次性软件销售收入的减少。2025 年 4 月，公司在上海数据交易所上架“CT 胸部病变标注数据”，同时获得数据供需方认证证书；8 月数据集正式通过北京国际大数据交易所合规审核并成功上架；9 月与数据使用方完成首批数据的交易。此外，公司所孵化的影禾医脉联合阿里云正式发布了“医学影像大模型智算一体机 MIIA-X1”，公司所积累的庞大影像数据库正在为 AI 医学影像发展赋能，凸显数据价值。

净利率同比改善，销售及管理费用率显著下降。2025 年上半年公司毛利率为 29.4% (-9.2pp)，主要由于影像检查收费调整导致部分影像中心的毛利下滑，解决方案服务也面对行业竞争压力加剧的影响。管理费用率 16.1% (-10.4pp)，主要是由于上市开支减少；销售费用率 5.8% (-2.1pp)，财务费用率 2.5% (+0.1pp)，净利率为 3.4%，盈利能力改善明显。

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。维持盈利预测，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%，维持“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%	—	-207.3%	65.4%	39.3%
每股收益(元)	0.11	-0.11	0.12	0.20	0.28
EBIT Margin	7.8%	-3.2%	6.9%	9.4%	11.0%
净资产收益率 (ROE)	3.4%	-3.2%	2.2%	3.4%	4.6%
市盈率 (PE)	141.0	-136.3	127.1	76.8	55.2
EV/EBITDA	27.9	43.8	36.2	28.6	23.7
市净率 (PB)	4.84	4.30	2.74	2.64	2.52

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

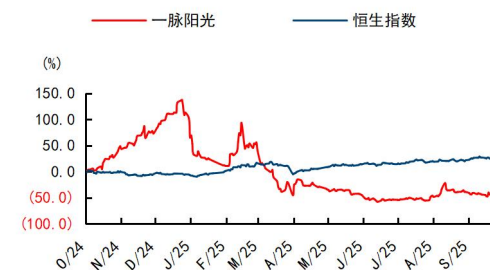
证券分析师：张超

0755-81982940
zhangchao4@guosen.com.cn
S0980522080001

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 16.75 港元
总市值/流通市值 6718/4927 百万港元
52 周最高价/最低价 72.80/12.58 港元
近 3 个月日均成交额 369.71 百万港元

市场走势



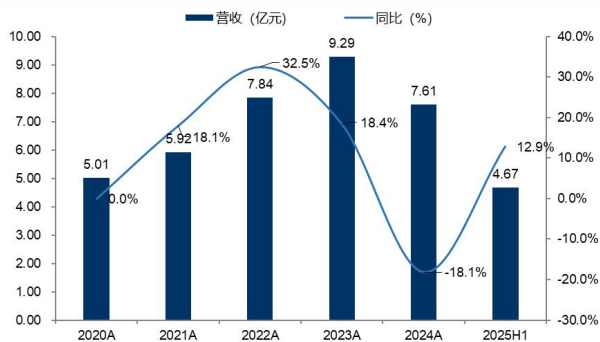
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《一脉阳光 (02522.HK) - 国内医学影像服务龙头，AI 赋能深挖影像数据价值》——2025-05-25

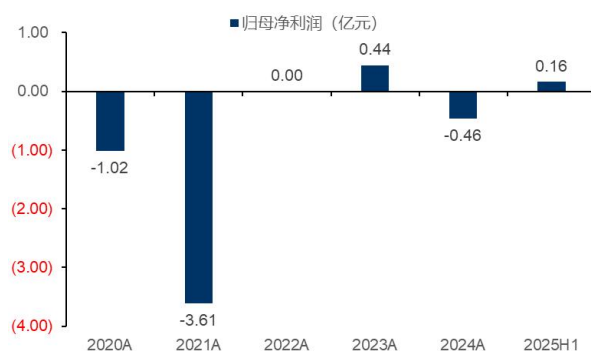
2025 年上半年收入增长 13%，实现扭亏为盈。2025 年上半年公司实现营收 4.67 亿元（+12.9%），环比增长 34.6%；归母净利润 0.16 亿元，相较 2024 年实现扭亏为盈。上半年收入增长主要是由于影像中心服务及影像解决方案服务的客户快速扩张，公司优化资源配置，减少不必要的开支，提升产出和运营效率，带动盈利能力改善。上半年公司完成 1.82 亿的配售融资，并完成高脉健康 70%股权收购。

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

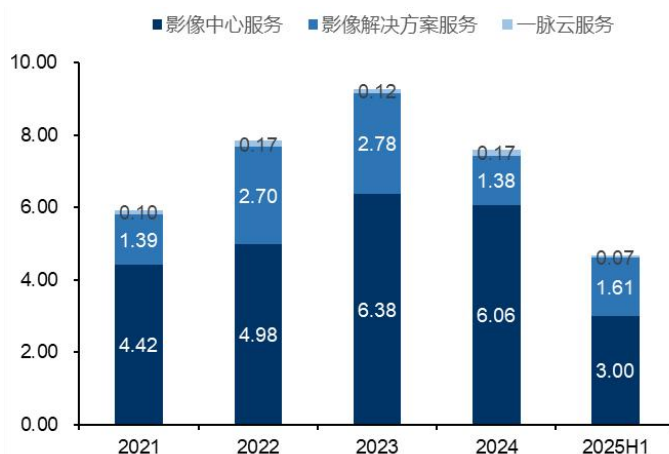
图2：一脉阳光归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

影像中心服务下半年有望恢复稳定增长，公司所积累的影像数据价值不断凸显。2025 年上半年影像中心服务收入 3.0 亿（-6.1%），主要由于国内宏观环境波动及检查收费价格调整等政策影响。上半年公司新增开发 11 个影像中心，开始运营 12 个影像中心，并有 11 个在建中的影像中心。新的影像中心项目预计在下半年逐步交付投入运营，影像中心收入有望恢复稳定增长。影像解决方案服务收入约为 1.61 亿（+88.9%），主要由于医疗新基建政策红利持续释放和医疗设备更新需求逐步恢复。一脉云服务收入约 0.07 亿（-31.9%），主要是由于一次性软件销售收入的减少。2025 年 4 月，公司在上海数据交易所上架“CT 胸部病变标注数据”，同时获得数据供需方认证证书；8 月数据集正式通过北京国际大数据交易所合规审核并成功上架；9 月与数据使用方完成首批数据的交易。此外，公司所孵化的影禾医脉联合阿里云正式发布了“医学影像大模型智算一体机 MIIA-X1”，公司所积累的庞大影像数据库正在为 AI 医学影像发展赋能，凸显数据价值。

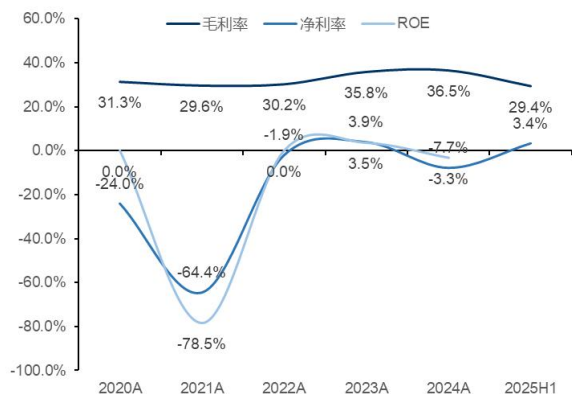
图3：一脉阳光营收拆分



资料来源：公司招股书、公司年报、国信证券经济研究所整理

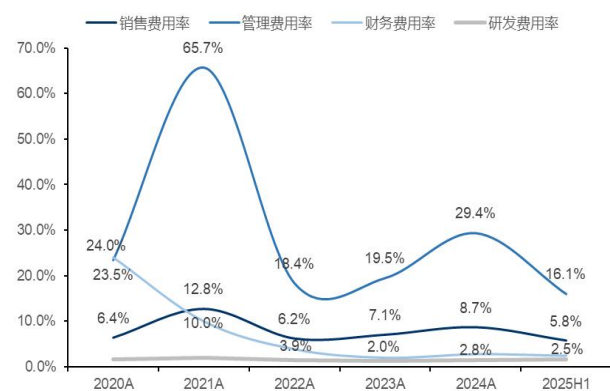
净利率同比改善,销售及管理费用率显著下降。2025 年上半年公司毛利率为 29.4% (-9.2pp), 主要由于影像检查收费调整导致部分影像中心的毛利下滑, 解决方案服务也面对行业竞争压力加剧的影响。管理费用率 16.1% (-10.4pp), 主要是由于上市开支减少; 销售费用率 5.8% (-2.1pp), 财务费用率 2.5% (+0.1pp), 净利率为 3.4%, 盈利能力改善明显。

图4: 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

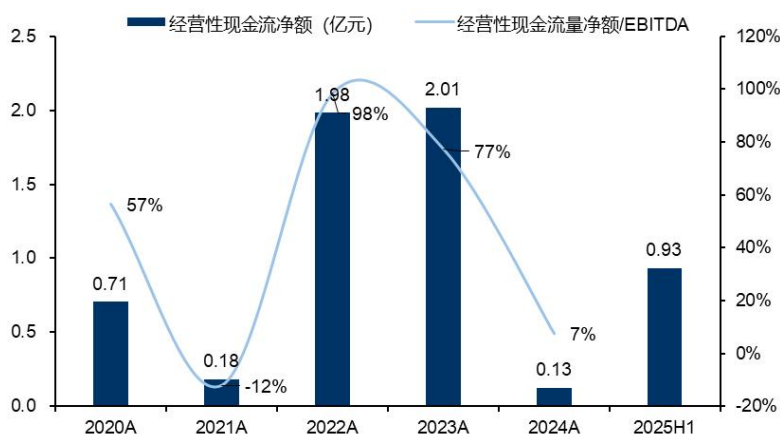
图5: 一脉阳光四项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流同比优化。2025 年上半年公司经营性现金流净额为 0.93 亿, 同比大幅改善, 主要是由于公司加强应收款项的管理、优化现金流。

图6: 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

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。维持盈利预测, 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%, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	PS				PE			ROE	
		2025/9/30	亿港元/美元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E (24A)	
2506.HK	讯飞医疗科技	102.30	124	15.70	12.00	9.08	7.06	-82.2	-130.7	-340.5	238.8	-13%
2158.HK	医渡科技*	5.82	62	8.10	6.87	5.94	4.89	-28.5	-109.9	377.6	46.3	-6%
2522.HK	一脉阳光	16.75	67	8.23	6.28	5.10	4.24	-118.3	127.2	76.9	55.2	-3%

资料来源: Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

注: 股价及市值分别以港币计价, 除一脉阳光外, 其余为 Wind 一致预测。医渡科技财报截止日为每年的 3 月 31 日, 医渡科技已披露 25 年财报 (截至 2025/3/31, 对应表格里的 24A)。

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	709	569	585	营业收入	929	761	997	1227	1477
应收款项	418	621	819	908	1012	营业成本	596	483	691	841	1008
存货净额	5	7	8	10	12	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	60	71	81
流动资产合计	620	897	1547	1500	1624	管理费用	195	235	205	228	252
固定资产	741	810	991	1108	1169	研发费用	13	12	16	16	18
无形资产及其他	206	176	132	88	44	财务费用	22	21	25	28	32
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	(5)	(5)	(5)
资产总计	1879	2264	3071	3127	3299	其他收入	(22)	(6)	43	43	41
短期借款及交易性金融负债	125	161	158	148	156	营业利润	29	(51)	54	97	139
应付款项	69	77	164	213	270	营业外净收支	14	0	0	0	0
其他流动负债	122	162	225	273	326	利润总额	43	(51)	54	97	139
流动负债合计	316	401	546	634	751	所得税费用	7	8	14	24	35
长期借款及应付债券	85	272	122	22	(28)	少数股东损益	(8)	(13)	(9)	(9)	(9)
其他长期负债	142	107	97	92	92	归属于母公司净利润	44	(46)	49	81	113
长期负债合计	227	379	219	114	64	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	544	780	765	748	815	净利润	44	(46)	49	81	113
少数股东权益	42	28	20	11	2	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1293	1456	2287	2368	2481	折旧摊销	188	195	138	146	156
负债和股东权益总计	1879	2264	3071	3127	3299	公允价值变动损失	0	0	5	5	5
						财务费用	22	21	25	28	32
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	14	(245)	(64)	(0)	1
每股收益	0.11	(0.11)	0.12	0.20	0.28	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)	119	224	267
每股净资产	3.22	3.63	5.70	5.90	6.19	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%	2%	3%	5%	投资活动现金流	(16)	(279)	(300)	(254)	(209)
毛利率	36%	36%	31%	31%	32%	权益性融资	0	0	782	0	0
EBIT Margin	8%	-3%	7%	9%	11%	负债净变化	(80)	187	(150)	(100)	(50)
EBITDA Margin	28%	22%	21%	21%	22%	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	(3)	(10)	8
净利润增长率	12102%	—	-207%	65%	39%	融资活动现金流	(373)	462	628	(110)	(42)
资产负债率	31%	36%	26%	24%	25%	现金净变动	(151)	74	447	(140)	16
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	340	189	262	709	569
P/E	141.0	(136.3)	127.1	76.8	55.2	货币资金的期末余额	189	262	709	569	585
P/B	4.8	4.3	2.7	2.6	2.5	企业自由现金流	—	(342)	(155)	8	100
EV/EBITDA	28	44	36	29	24	权益自由现金流	—	(92)	(327)	(123)	33

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

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