

轻资产模式驱动业绩增长，数据资产与出海开启新成长曲线

核心观点

公司 2025H1 业绩稳健增长，影像解决方案服务凭借其轻资产、模块化的单体赋能模式，带动收入及客户数量增长。展望下半年，11 个在建影像中心逐步投运，叠加去年同期低基数，有望延续影像中心服务收入环比修复态势；轻资产单体赋能模式预计下半年持续带来新增客户；一脉云平台配合影像结果互认、云索引共享政策落地，有望对下半年的经营效率与协同增益形成支撑。海外业务已签署 15 个项目合同，下半年合同转化预计贡献增量。

事件

公司发布 2025 年半年度报告

公司 2025 年上半年实现营收 4.67 亿元、同比增长 12.9%，归母净利润 1644 万元、同比增长 328.6%，扣非后经调整 EBITDA 为 1.35 亿元，同比增长 18.7%。

简评

收入增长得益于影像解决方案高增，降本增效驱动利润大幅增长

2025 年上半年，公司实现营业收入 4.67 亿元（同比+12.9%），实现归母净利润 1644 万元（同比+328.6%），业绩符合预期。收入增长主要得益于影像解决方案服务收入同比增长 88.9%。利润增速远超收入增速，主要由于公司优化营销策略、聚焦核心资源，销售开支同比下降 18.5%；同时，去年同期基数中包含较高的上市开支，剔除该影响后，行政开支也得到有效控制。

分业务看，2025H1 影像中心服务收入 3.00 亿元、同比减少 6.1%，主要受宏观环境波动及医疗行业监管趋严的综合影响；影像解决方案收入 1.61 亿元、同比增长 88.9%，得益于客户数量的显著增加；一脉云服务收入 0.65 亿元、同比减少 31.9%，主要是一次性软件销售收入减少。

一脉阳光 (2522. HK)

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

发布日期：2025 年 10 月 13 日

当前股价：16.50 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.14/-3.49	21.15/11.11	-45.99/-73.38
12 月最高/最低价 (港元)		71.00/12.58
总股本 (万股)		40,106.18
流通 H 股 (万股)		29,412.81
总市值 (亿港元)		58.79
流通市值 (亿港元)		58.79
近 3 月日均成交量 (万)		2091.85
主要股东		
南昌一脉阳光企业管理中心(有限合伙)		16.14%

股价表现



相关研究报告

影像中心业务短期承压，并购与模式创新稳固基本盘

受宏观环境影响，公司影像中心业务上半年同比下滑，为应对行业的周期性调整，公司主动调节业务节奏：1) 模式创新：2月，公司在湖南湘潭成功落地“一证多址”模式，依托旗舰中心设立区域共享分中心，实现轻资产高效扩张。2) 外延并购：6月，公司完成对高脉健康70%股权的收购，后者在国内第三方医学影像行业综合排名第三，此次收购强化公司在核医学领域的布局与专业能力。3) 网络扩张：截至2025年6月30日，公司共有11个在建中影像中心，包括1个旗舰型、3个区域共享型和7个专科医联体型影像中心，预计将于下半年开始运营，为内生增长奠定基础。

轻资产单体赋能模式成效显著，海外市场拓展取得突破

公司将影像中心服务、影像解决方案及一脉云服务拆解为可独立组合的轻小型模块产品，形成单体赋能模式。该策略有效降低了客户门槛，报告期内新增客户354家，成为公司增长的核心引擎。同时，公司加速出海布局，在东亚、东南亚、中东及非洲等市场取得实质性突破，报告期内已累计完成15个销售项目合同的签署。

数据要素价值持续释放，AI生态闭环逐步成型

公司持续深化在数据和AI领域的布局，构建“数据-算法-场景”的完整闭环。1) 数据资产化：9月，公司公告称“CT胸部病变标注数据”产品在上海数据交易所成功上架，并于2025年9月1日完成首批数据交易，标志着数据从“资源”到“资产”的跨越具备了市场化基础。2) AI大模型：1月，公司孵化的影禾医脉发布了全球首个全模态医学影像基座大模型，引领行业进入AI 2.0时代。3) 生态合作：公司与讯飞医疗、华为云等行业领先者达成深度战略合作，共同打造智慧医疗解决方案。

展望下半年，营收改善有望延续

展望2025年下半年，11个在建影像中心逐步投运，叠加去年同期低基数，有望延续影像中心服务收入环比修复态势；轻资产单体赋能模式预计下半年持续带来新增客户；一脉云平台配合影像结果互认、云索引共享政策落地，有望对下半年的经营效率与协同增益形成支撑。海外业务已签署15个项目合同，下半年合同转化预计贡献增量。

毛利率阶段性承压，费用管控与现金流表现亮眼

2025H1公司毛利率为29.4%，同比下降9.2个百分点，主要是国家关于影像检查收费调整政策的逐步实施，以及设备更新改造的深入推进和行业大型影像设备集采推动下，行业竞争压力增加，一定程度上压缩了解决方案服务的毛利空间。费用端管控成效显著：销售费用2689万元、同比减少18.42%，占收入比重5.76%、同比降低2.21个百分点；行政开支7499万元、同比减少32.50%，占收入比重16.06%、同比降低10.80个百分点；研发开支760万元、同比增加33.10%，占收入比重1.63%、同比提高0.25个百分点，主要是支持数字化及AI战略；财务费用1147万元、同比增加15.74%，占收入比重2.46%、同比提高0.06个百分点。公司经营活动现金流量净额9302万元、同比增加172.6%，得益于加强应收款项管理。

盈利预测与估值

短期来看，在轻资产的影像解决方案业务快速增长和新影像中心投运的带动下，公司收入有望保持稳健增长。中长期来看，公司的“影像中心网络+影像解决方案+一脉云服务”三大业务在AI技术赋能下增强协同效应，

构建坚实的护城河。随着数据要素价值的持续释放，叠加海外业务拓展，公司有望开启第二成长曲线，实现价值重估。我们预测 2025-2027 年，公司营业收入分别为 10.05、12.41 和 14.94 亿元，分别同比增长 32.08%、23.49% 和 20.41%；归母净利润分别为 0.33、0.79 和 1.22 亿元，分别同比增长 172.88%、137.19% 和 54.21%。根据 2025 年 10 月 10 日收盘价，2025-2027 年对应 PS 分别为 6.59、5.33、4.43 倍，首次给出“买入”评级。

表 1: 财务摘要（百万元）

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	928.91	760.59	1,004.59	1,240.57	1,493.77
增长率(%)	18.42	-18.12	32.08	23.49	20.41
归属母公司股东净利润	44.42	-45.92	33.46	79.38	122.40
增长率(%)	12101.92	-203.39	172.88	137.19	54.21
每股收益 EPS(元)	0.11	-0.11	0.08	0.20	0.31
市销率(P/S)	7.12	8.70	6.59	5.33	4.43

资料来源：iFind，中信建投证券，注：市销率以 2025/10/10 收盘价计算

风险分析

- 1) 医学影像服务收费下降：随着医保支付政策调整及放射类、超声检查等医疗服务价格的全国性规范和降价，若检查收费价格下降，公司各影像中心的收费将面临下行压力，进而影响整体收入和利润表现。
- 2) 政策与数据合规风险：公司主营业务高度依赖医疗行业政策环境，如遇国家或地方相关法律法规、医保报销政策、行业监管体系等重大不利变化，或医院客户因政策变动、人员调整终止合作，将对经营产生重大不利影响。
- 3) 扩张及并购整合不及预期：公司持续通过自建及并购方式扩张影像中心网络，若因政策、资金、运营管理等因素导致业务网络及新中心开业进度不及预期，或并购项目的整合效果低于预期，均可能拖累经营业绩，实现盈利所需时间延后。
- 4) 行业竞争加剧与 AI 业务落地风险：若公司不能持续提升核心医疗技术、服务能力和 AI 业务的产业化效率，或 AI 及一脉云相关产品在实际医疗场景中的落地进展低于预期，将影响公司的市场份额、盈利能力与长期竞争力。
- 5) 敏感性分析：假设公司经营情况变动，2025-2027 年公司营业收入减少 5%，假设毛利率不变，则 2025-2027 年归母净利润分别为 0.31、0.75、1.16 亿元，分别同比增长 167.91%、140.48%、54.54%。
- 6) 以上部分风险具有不可预测性（如医疗政策风险、公司改变经营计划等），我们的盈利预测因此有一定不达预期的风险。

表 2:财务报表（百万元）

资产负债表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	620.48	896.98	947.98	1,251.57	1,609.78
现金	188.84	264.45	346.39	508.81	715.58
应收票据及应收账款合计	332.03	475.81	446.82	551.78	664.40
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	62.49	116.11	114.84	141.81	170.75
存货	5.33	6.75	7.48	9.09	10.78
其他流动资产	31.80	33.86	32.46	40.09	48.27
非流动资产	1,258.18	1,366.81	1,213.89	1,060.97	908.05
长期投资	30.76	44.40	44.40	44.40	44.40
固定资产	741.12	809.76	682.90	556.03	429.17
无形资产	186.89	156.36	130.30	104.24	78.18
其他非流动资产	299.41	356.30	356.30	356.30	356.30
资产总计	1,878.66	2,263.79	2,161.87	2,312.54	2,517.82
流动负债	316.18	400.99	259.70	316.99	378.27
短期借款	125.04	160.99	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	23.48	26.49	27.55	33.48	39.73
其他流动负债	167.66	213.51	232.15	283.50	338.54
非流动负债	227.36	378.77	378.77	378.77	378.77
长期借款	84.97	272.22	272.22	272.22	272.22
其他非流动负债	142.39	106.55	106.55	106.55	106.55
负债合计	543.54	779.76	638.47	695.76	757.04
少数股东权益	42.49	28.38	34.29	48.30	69.90
股本	338.50	356.31	1,356.31	2,356.31	3,356.31
资本公积	954.13	1,099.34	99.34	-900.66	-1,900.66
留存收益	0.00	0.00	33.46	112.84	235.24
归属母公司股东权益	1,292.63	1,455.65	1,489.11	1,568.49	1,690.89
负债和股东权益	1,878.66	2,263.79	2,161.87	2,312.54	2,517.82
利润表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	928.91	760.59	1,004.59	1,240.57	1,493.77
营业成本	596.32	483.26	638.92	776.47	921.21
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	65.56	66.42	65.30	74.43	89.63
管理费用	194.52	235.17	246.12	285.33	328.63
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	21.53	21.22	15.64	11.71	11.06

港股公司简评报告

资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-5.80	-3.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	45.19	-48.49	38.61	92.63	143.25
其他非经营损益	-1.81	-2.84	0.76	0.76	0.76
利润总额	43.38	-51.33	39.37	93.38	144.00
所得税	6.81	7.53	0.00	0.00	0.00
净利润	36.57	-58.86	39.37	93.38	144.00
少数股东损益	-7.84	-12.94	5.91	14.01	21.60
归属母公司净利润	44.42	-45.92	33.46	79.38	122.40
EBITDA	252.94	165.25	207.93	258.01	307.98
EPS（元）	0.11	-0.11	0.08	0.20	0.31
现金流量表					
经营活动现金流	201.435	12.742	262.44	182.63	231.40
净利润	36.57	-58.86	39.37	93.38	144.00
折旧摊销	188.03	195.36	152.92	152.92	152.92
财务费用	21.53	21.22	15.64	11.71	11.06
其他经营现金流	-44.70	-144.98	54.51	-75.38	-76.59
投资活动现金流	-117.07	-327.05	-3.88	-8.51	-13.57
资本支出	-65.06	-347.34	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-52.01	20.29	-3.88	-8.51	-13.57
筹资活动现金流	-235.72	383.74	-176.63	-11.71	-11.06
短期借款	-62.10	35.95	-160.99	0.00	0.00
长期借款	-80.18	187.26	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-93.45	160.53	-15.64	-11.71	-11.06
现金净增加额	-151.36	69.43	81.93	162.42	206.77

资料来源：iFind，中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

研究助理

华冉

huanan@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk