

讯飞医疗科技 (02506.HK)

G/B/C 场景协同驱动，AI 医疗龙头业绩拐点已至

港股医疗大模型第一股，AI 产品 G/B/C 全场景渗透。 1) 讯飞医疗科技股份有限公司成立于 2016 年；2017 年，与中国科学技术大学附属第一医院（安徽省立医院）合作打造中国首家智慧医院；2018 年公司在安徽 4 县 1 区的基层医疗机构试点；2020 年，公司智医助理已在安徽全省基层医疗机构快速落地，服务 100 多个区县；2023 年，据弗若斯特沙利文，讯飞医疗收入规模在中国医疗人工智能行业中排名第一；2024 年，讯飞医疗在香港联交所正式挂牌上市，成为医疗大模型第一股。2) 2025 年底，科大讯飞等八名核心股东自愿延长禁售期至 2026 年 12 月 29 日，合计持有公司约 8807 万股股份，占公司总股本的 72.86%，向市场传递了管理层对公司长期价值的信心。3) 2025 年公司实现收入 9.15 亿元，同比增长 24.7%；高毛利率 C 端业务占比从 2021 年的 9% 提升至 2025 年的 30%；同时，公司自 2022 年归母净利润亏损持续缩减，2025 年实现归母净利润-0.65 亿元。我们认为，公司营收规模持续增长，业务结构不断优化，2026 年盈利拐点已至。

医疗 AI 行业进入飞轮增长阶段，数据+场景构成核心壁垒。 1) C 端：商业模式亟待跑通，中美爆款应用已初步显现。2026 年是全球 C 端医疗 Agent 的“落地元年”，蚂蚁阿福、ChatGPTHealth 陆续发布，全球化 AI 健康助理大战正式启幕，美国市场呈现出鲜明的“技术驱动+数据整合”特征，中国市场则多为“服务驱动+O2O 闭环”路径，蚂蚁阿福 App 的用户量已超过 1 亿。2) G 端：伴随人口老龄化与医疗资源的分配不均，中国 AI 渗透医疗行业刻不容缓。2025 年 8 月，国务院印发相关意见，明确布局建设国家人工智能应用中试基地，将医疗领域作为重点方向。3) B 端：支付意愿与降本增效挂钩。根据英伟达，AI 对医疗行业营收拉动和成本降低方面的作用日渐显著，57% 的受访者表示已通过医学影像相关 AI 应用实现投资回报。4) 目前随着技术升级持续推动细分领域发展，AI 医疗应用范围广泛，我们认为，数据构成 AI 医疗公司护城河，而场景落地决定从“要素”到“价值”，具备数据+场景的 AI 医疗公司更有望跑通商业模式。

G 端：基本盘稳定增长，中试基地带来重要增量。 1) 目前公司 G 端业务主要服务于各级疾控中心、卫健委和医保局等政府机构。产品及服务主要包括智医助理、慢病管理、区域管理平台、智慧医保等，通过智医助理和区域管理平台解决方案等产品，有效助力医疗资源优化配置和医保基金合理使用。2) 国家人工智能中试基地卡位核心，有望带来重要增量。作为国家“人工智能+”行动的重要一环，中试基地被视为优质应用落地的“孵化器”。讯飞医疗中标人工智能中试基地，合肥项目金额 4.3 亿，2025 年 12 月，合肥国家 AI 中试基地正式启动，采用“政府主导、国资运营、生态共建”机制，重点赋能基层医疗卫生领域。我们认为，讯飞医疗在人工智能中试基地卡位核心，有望为 G 端业务带来核心增量。

B 端：等级医院场景，打开高价值临床商业化空间。 1) 公司智慧医院解决方案面向等级医院，以提升患者就医体验、医疗服务质量、创新大数据应用为目标，提供智慧服务、智慧医疗、智慧管理三位一体智慧医院整体方案。目前已在国家科学技术大学附属第一医院、北京协和医院、四川华西医院、山东大学齐鲁医院、山东省立医院等全国 600 余家等级医院落地应用，助力近 20 家医院通过电子病历五级、智慧服务三级评测。2) 2025 年，公司提供医院解决方案收入 1.73 亿元，同比+31.1%，占 2025 年度总收入的 18.9%。

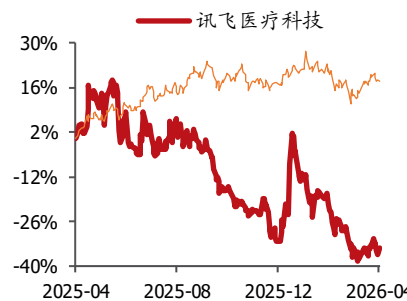
C 端：从服务机构走向患者的关键一步，打开长期成长弹性。 1) 公司产品线软硬兼具，包括 AI 诊后患者管理、影像云与辅诊平台、讯飞晓医、智

买入（首次）

股票信息

行业	软件开发
04 月 27 日收盘价（港元）	69.55
总市值（百万港元）	8,407.08
总股本（百万股）	120.88
其中自由流通股（%）	63.95
30 日日均成交量（百万股）	0.12

股价走势



作者

分析师 孙行臻
执业证书编号：S0680526010001
邮箱：sunxingzhen1@gszq.com
分析师 李纯瑶
执业证书编号：S0680525070005
邮箱：lichunhao@gszq.com

相关研究

能医疗器械 4 个方向。2) AI 诊后患者管理有望实现从院内到院外延续流量承接, 以山东大学齐鲁医院为例, 落地后患者净推荐值 (NPS) 由上半年的 35.0% 提升至下半年的 50.0%, 计划复诊率由上线前的 46.0% 跃升至 67.0%, 付费患者沟通转化率达 50.0%, 服务包容单价 200-3,000 元, 高值服务包康复达标率近 96%, 这一成果为医院提升患者全周期管理能力、优化服务体验提供了可复制的标杆范式。3) 2025 年, 公司 C 端为毛利率最高的业务达 62.31%, 随着 C 端业务的快速发展, 公司毛利率有望进一步改善, 或将快速进入业绩兑现期。我们认为, C 端业务协助公司从院内走向院外, 有望增强客户粘性, 最终形成 G/B/C 生态闭环。

盈利预测: 考虑到公司具备自研基座大模型, 性能上限持续提升, 且在 AI 医疗方面存在数据禀赋, 我们预计 2026-2028 年公司实现营业收入为 11.93/16.18/22.59 亿元, 归母净利润分别为 16/48/82 百万元, 以 2026 年 4 月 27 日收盘价计算, 对应 PS 分别为 6x/5x/3x, 可比公司 2026-2028 年平均 PS 分别为 9x/7x/6x, 讯飞医疗 PS 低于可比公司平均 PS。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 技术迭代不及预期风险; 经济下行超预期风险; 行业竞争加剧风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万人民币)	734	915	1,193	1,618	2,259
增长率 yoy (%)	32.0	24.7	30.4	35.6	39.6
归母净利润 (百万人民币)	-133	-65	16	48	82
增长率 yoy (%)	8.5	51.1	124.8	200.8	68.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	-1.10	-0.54	0.13	0.40	0.68
净资产收益率 (%)					
P/E (倍)	-55.2	-112.9	454.9	151.3	89.6
P/B (倍)	7.8	8.2	8.0	7.6	7.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 27 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1681	1682	2116	2647	3419
现金	677	124	148	196	191
应收票据及应收账款	731	1016	1193	1797	2510
其他应收款	138	132	204	259	339
预付账款	0	0	0	0	0
存货	103	131	164	205	270
其他流动资产	32	279	407	190	109
非流动资产	409	630	492	519	506
长期投资	0	3	3	3	3
固定资产	13	20	19	20	23
无形资产	178	209	234	259	244
其他非流动资产	218	399	237	237	237
资产总计	2090	2312	2608	3166	3926
流动负债	1000	1189	1469	1976	2652
短期借款	180	141	121	171	151
应付票据及应付账款	399	559	683	904	1243
其他流动负债	421	489	665	901	1258
非流动负债	103	175	175	175	175
长期借款	65	136	136	136	136
其他非流动负债	38	39	39	39	39
负债合计	1103	1365	1644	2151	2827
少数股东权益	47	51	52	53	56
股本	121	121	121	121	121
资本公积	819	776	792	840	922
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	940	897	913	961	1043
负债和股东权益	2090	2312	2608	3166	3926

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-134	-43	-33	-262	-139
净利润	-133	-65	16	48	82
折旧摊销	39	40	5	5	6
财务费用	6	11	0	0	0
投资损失	0	-3	0	0	0
营运资金变动	-115	-132	19	-255	-181
其他经营现金流	68	105	-73	-60	-46
投资活动现金流	-4	-526	76	260	155
资本支出	-33	-113	-29	-32	7
长期投资	0	-3	0	0	0
其他投资现金流	29	-410	105	292	148
筹资活动现金流	673	16	-20	50	-20
短期借款	92	-39	-20	50	-20
长期借款	65	71	0	0	0
普通股增加	522	0	0	0	0
资本公积增加	434	-43	16	48	82
其他筹资现金流	-441	28	-16	-48	-82
现金净增加额	534	-553	24	48	-4

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	734	915	1193	1618	2259
营业成本	330	453	553	724	973
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	192	207	251	307	407
管理费用	96	102	119	129	158
研发费用	272	245	322	453	655
财务费用	6	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	3	-1	73	62	48
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-3	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-169	-92	-52	4	66
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-172	-96	22	66	114
所得税	-34	-30	5	16	30
净利润	-138	-66	17	50	84
少数股东损益	-5	-1	1	1	2
归属母公司净利润	-133	-65	16	48	82
EBITDA	-127	-55	27	72	120
EPS (元/股)	-1.10	-0.54	0.13	0.40	0.68

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	32.0	24.7	30.4	35.6	39.6
营业利润(%)	26.9	45.4	43.9	108.5	1402.2
归属母公司净利润(%)	8.5	51.1	124.8	200.8	68.7
获利能力					
毛利率(%)	55.1	50.5	53.7	55.3	56.9
净利率(%)	-18.1	-7.1	1.3	3.0	3.6
ROE(%)	-14.1	-7.2	1.8	5.0	7.8
ROIC(%)	-10.8	-5.4	1.4	3.8	6.1
偿债能力					
资产负债率(%)	52.8	59.0	63.0	68.0	72.0
净负债比率(%)	-43.8	16.2	11.3	10.9	8.7
流动比率	1.7	1.4	1.4	1.3	1.3
速动比率	1.5	1.3	1.3	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.0
应付账款周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.10	-0.54	0.13	0.40	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.11	-0.36	-0.27	-2.16	-1.15
每股净资产(最新摊薄)	7.78	7.42	7.55	7.95	8.63
估值比率					
P/E	-55.2	-112.9	454.9	151.3	89.6
P/B	7.8	8.2	8.0	7.6	7.0
EV/EBITDA	-69.7	-152.7	279.6	103.6	62.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 27 日收盘价

内容目录

1. 医疗大模型第一股，AI 产品 G/B/C 全场景渗透	6
1.1 继承科大讯飞集团优势，成为医疗大模型第一股	6
1.2 股权结构：集中于讯飞集团，自愿延长禁售彰显发展信心	7
1.3 财务分析：收入实现多业务共振，盈亏平衡未来可期	9
1.4 技术底座：星火大模型赋能技术底座，业内首次达等级医院主任医师水平	10
2. 行业：AI 医疗正进入飞轮增长阶段，数据+场景构成核心壁垒	13
2.1 谁在为医疗 AI 买单？	13
2.2 数据构成 AI 医疗公司护城河，场景落地决定从“要素”到“价值”	17
3. G 端：基本盘稳定增长，中试基地带来重要增量	18
3.1 产品线丰富，基层与区域解决方案构筑商业化根基	18
3.2 国家人工智能中试基地卡位核心，有望带来重要增量	20
4. B 端：等级医院场景，打开高价值临床商业化空间	22
5. C 端：从服务机构走向患者的关键一步，打开长期成长弹性	24
5.1 四大产品线软硬兼具，构成 C 端生态闭环	24
5.2 从院内到院外延续流量承接，高成长高毛利未来可期	28
6. 盈利预测	30
7. 风险提示	32

图表目录

图表 1: 讯飞医疗发展历程	6
图表 2: 讯飞医疗业务结构	7
图表 3: 公司股权结构	8
图表 4: 公司管理层经验丰富	8
图表 5: 2021-2025 年公司营业收入（亿元）	9
图表 6: 2021-2025 年公司细分营收增速	9
图表 7: 2021-2025 年公司细分营收毛利率	9
图表 8: 2021-2025 年公司细分营收占比	9
图表 9: 2021-2025 年公司费用率	10
图表 10: 2021-2025 年公司净利润（亿元）	10
图表 11: 星火医疗 X2 与 DeepSeekV3.2、GPT-5.2 和 Qwen3-Max 对比	11
图表 12: 星火医疗大模型专科 AI 达到等级医院主任级医师水平	11
图表 13: 讯飞晓医 APP 能力全面升级	12
图表 14: 蚂蚁阿福用户量超 1 亿	13
图表 15: 中国老龄人口规模及占比	14
图表 16: 不同等级医疗卫生机构服务量及利用率	14
图表 17: 2021-2025 AI 医疗相关政策	15
图表 18: AI 对医疗行业增收和降本效果统计	15
图表 19: AI 预算变化采访统计	16
图表 20: AI 医疗产业全景图	16
图表 21: TempusAI 数据飞轮	17
图表 22: 智医助理业务模式	18
图表 23: 智医助理功能特点	19
图表 24: 数智家医业务模式	19
图表 25: 数智家医服务场景	19
图表 26: 智慧医保业务模式	20
图表 27: 国家人工智能中试基地列举	21
图表 28: 智慧医院产品线	23
图表 29: AI 患者产品功能	24
图表 30: AI 患者管理流程	25

图表 31:	AI 影像辅诊涵盖功能	26
图表 32:	AI 影像辅诊样例展示	26
图表 33:	讯飞晓医使用场景	26
图表 34:	讯飞晓医技术优势	26
图表 35:	智能助听器产品类别	27
图表 36:	AI 血压计产品类别	28
图表 37:	智能隧道式血压计优势	28
图表 38:	智能隧道式血压计辅助患者管理	28
图表 39:	AI 患者管理产品优势	29
图表 40:	C 端业务毛利率显著高于整体毛利率	29
图表 41:	2026-2028 年公司营业收入及毛利率预测	30
图表 42:	2026-2028 年公司费用率预测	31
图表 43:	2026-2028 年可比公司估值表 (截止至 2026 年 4 月 27 日)	31

1. 医疗大模型第一股，AI产品G/B/C全场景渗透

1.1 继承科大讯飞集团优势，成为医疗大模型第一股

继承科大讯飞集团优势，成为医疗大模型第一股。讯飞医疗科技股份有限公司成立于2016年；2017年，与中国科学技术大学附属第一医院（安徽省立医院）合作打造中国首家智慧医院；2018年公司在安徽4县1区的基层医疗机构试点；2020年，公司智医助理已在安徽全省基层医疗机构快速落地，服务100多个区县；2023年，据弗若斯特沙利文的资料，讯飞医疗收入规模在中国医疗人工智能行业中排名第一；2024年，讯飞医疗在香港联交所正式挂牌上市，成为医疗大模型第一股。公司致力于成为每位医生的AI诊疗助理和每位居民的AI健康助手，依托医学语义分析、智能知识推理、深度数据挖掘等核心科技，结合讯飞星火医疗大模型，构建了一套面向基层医疗机构、医院、患者及居民等的人工智能医疗解决方案，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。目前，讯飞医疗的智医助理是世界上第一个通过国家执业医师资格考试（综合笔试）的人工智能机器人。

图表1: 讯飞医疗发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

G端政策牵引、B端场景深耕、C端流量反哺，打造全场景医疗AI产品。公司紧密围绕成为“每个医生的AI诊疗助理，每个人的AI健康助手”这一使命，基于业内领先的人工智能技术和深度的行业认知，打造了用AI赋能政府、医院、患者的AI诊疗助理产品族和AI健康助手产品族，业务分类为基层解决方案、区域解决方案、医院解决方案和患者管理服务，四大业务的服务主要包括：

- **赋能政府监管治理（基层解决方案+区域解决方案）：**2025年，基层解决方案营收2.63亿元，占比28.7%；区域解决方案营收2.06亿元，占比22.5%；为政府强化基层医疗卫生服务、提升疾病防控能力、提升区域医疗协同和健康水平提供AI解决方案；
- **赋能医院质效提升（医院解决方案）：**2025年营收1.73亿元，占比18.9%，为医院提升医疗服务、患者满意度、管理效率提供AI解决方案；
- **赋能个人健康管理（患者管理服务方案）：**2025年营收2.73亿元，占比29.8%，为患者提供贯穿全生命周期的AI服务，包括AI诊后患者管理服务、影像云与辅诊平台，以及居家健康咨询和管理APP（讯飞晓医）和智能医疗器械（智能助听器、AI血压计）。

图表2: 讯飞医疗业务结构



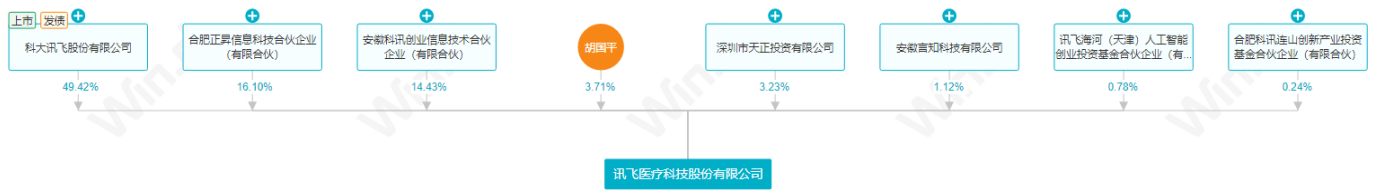
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

1.2 股权结构: 集中于讯飞集团, 自愿延长禁售彰显发展信心

股权集中于科大讯飞集团, 形成控股股东+员工平台+战略投资者稳固结构。科大讯飞股份有限公司以 49.42% 的持股比例成为最大股东, 凭借其领先的智能科技布局与产业资源, 在公司战略发展中发挥引领作用。安徽省正昇信息科技有限公司、安徽科迅创业信息技术分别占比 16.10%、14.43%; 胡国平自然人股东持股 3.71%; 深圳市天正投资有限公司等进一步丰富股权结构的层次性。整体来看, 前十大股东涵盖科技企业、投资机构、自然人及产业基金等多元主体, 既保持了控股股东的战略主导地位, 又是多方资本的注入与合作, 为公司发展提供多元资源与助力。

科大讯飞等八名核心股东自愿延长禁售期, 彰显公司长期发展信心。八名股东合计持有公司约 5576 万股 H 股, 占 H 股总股本的 68.25%; 同时合计持有公司约 8807 万股股份, 占公司总股本的 72.86%。此举意味着超过七成的股份仍处于锁定状态, 大大降低了短期内出现大规模抛售的风险, 向市场传递了管理层对公司长期价值的信心。目前该禁售承诺已延长至 2026 年 12 月 29 日。

图表3: 公司股权结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

高管顶级医学经验+科大讯飞灵魂人物, 确保公司资源禀赋。科大讯飞董事长刘庆峰兼任公司董事长, 明确集团核心资源倾斜与战略定力, 陶晓东任总经理, 美国约翰霍普金斯大学博士毕业, 在医疗保健、人工智能技术和管理方面拥有逾 20 年经验。管理层在技术研发、商业转化、资本运作等维度形成互补优势, 为讯飞医疗科技的战略布局与精细化运营提供强劲支撑。

图表4: 公司管理层经验丰富

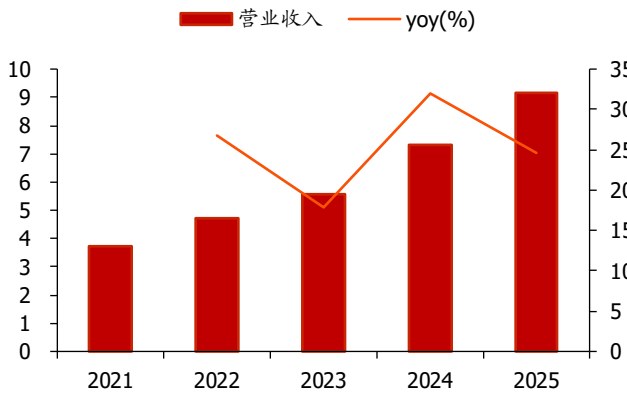
刘庆峰	公司非执行董事及董事长。自 2021 年 12 月起, 刘博士担任董事及董事长。刘博士于 2024 年 1 月进一步获委任为非执行董事。刘博士于人工智能技术及管理方面拥有逾 25 年经验。刘博士于 1999 年 6 月创立科大讯飞集团, 自此先后担任科大讯飞总裁、董事及董事长。刘博士于 1995 年 7 月在中国获得中国科学技术大学电子工程工学学士学位, 于 1998 年 12 月在中国获得中国科学技术大学信息与通信工程工学硕士学位, 以及于 2003 年 12 月在中国获得中国科学技术大学信息与通信工程工学博士学位。
陶晓东	2016 年 12 月加入, 自此担任本公司总经理。陶博士于 2021 年 12 月获委任为董事, 并于 2024 年 1 月进一步获委任为执行董事。自 2019 年 5 月起, 陶博士亦担任子公司之一安徽影联的董事。陶博士于医疗保健、人工智能技术和管理方面拥有逾 20 年经验。陶博士于 2005 年 2 月至 2013 年 5 月先后担任通用电气公司全球研究中心的计算机科学家以及 GE 医疗中国中国研究部经理。2013 年 6 月至 2016 年 12 月, 陶博士先后担任 Koninklijke Philips Electronics N.V. 的 Philips Research China 首席科学家, 以及 Philips Healthcare Radiology Solutions 首席解决方案架构师。
钱金平	公司财务总监。钱先生于 2021 年 3 月加入本公司, 钱先生于审计及财务管理方面拥有逾 17 年经验。彼过往曾于 2007 年 8 月至 2010 年 7 月先后担任国富浩华会计师事务所的项目助理及项目经理。钱先生于 2010 年 8 月加入科大讯飞集团, 自此于 2010 年 8 月至 2013 年 3 月担任科大讯飞子公司安徽讯飞皆成信息科技有限公司财务主管及监事, 以及于 2013 年 3 月至 2021 年 3 月担任科大讯飞会计经理、共享中心经理、共享财务部副总经理及业务财务部总经理。
张旋旋	公司监事会主席及战略运营部总监。张女士于 2021 年 3 月加入本集团, 自 2021 年 12 月起担任本公司监事及战略运营部总监。加入本集团之前, 张女士于 2011 年 7 月至 2018 年 1 月担任科大讯飞质量管理工程师。张女士于 2011 年 6 月在中国的安徽中医药大学取得医药软件开发工学学士学位。
刘伟	公司董事会秘书兼联席秘书。刘博士自 2018 年 9 月起一直负责集团的投资、融资、战略规划、营销及公司事宜, 并自 2021 年 12 月起担任董事会秘书。2009 年 6 月至 2017 年 3 月在中国人民解放军军事科学院军事医学研究院工作, 2017 年 3 月至 2017 年 10 月担任中国科学院软件研究所市场总监, 2017 年 10 月至 2018 年 9 月任广州柏视医疗科技有限公司市场总监, 及 2018 年 9 月至 2021 年 10 月担任中科讯飞互联(北京)信息科技有限公司市场总监。

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 财务分析：收入实现多业务共振，盈亏平衡未来可期

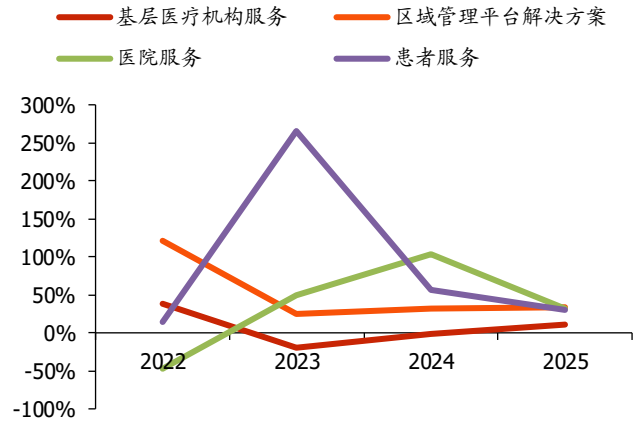
收入端持续稳定增长，已进入多业务共振的扩张阶段。1) 公司 2021-2024 年收入由 3.72 亿元增长至 7.34 亿元，复合增速 25.43%；2025 年进一步实现收入 9.15 亿元，同比增长 24.7%；2) 细分营收来看，GBC 三端商业化已从单点突破转向结构化放量，2022 年公司增速主要靠 G 端基层医疗机构服务和区域解决方案贡献，增速分别实现 38.3% 和 121.1%。随着政府客户预算有所收缩，B 端与 C 端业务也逐步放量，进入 G/B/C 多业务共振阶段，2025 年，基层医疗机构服务/区域解决方案/医院服务/患者服务收入增速分别实现 10.9%/33.9%/31.1%/29.3%。

图表5: 2021-2025 年公司营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

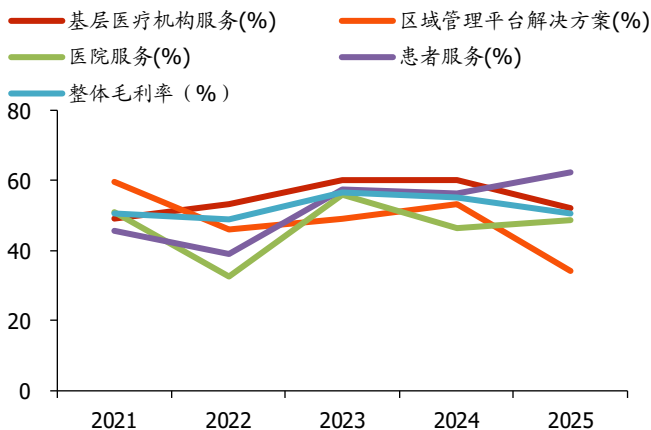
图表6: 2021-2025 年公司细分营收增速



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

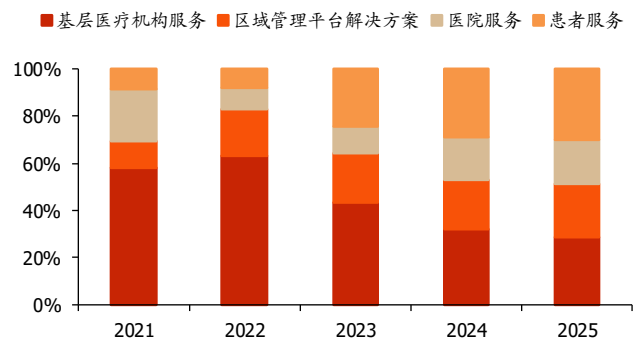
业务结构不断优化，高毛利率 C 端业务占比持续抬升。1) G 端（基层+区域解决方案）占比从 2021 年的接近 70% 下降至 2025 年的 51%，C 端（患者管理服务）占比从 2021 年的 9% 提升至 2025 年的 30%。2) 公司整体毛利率保持稳定，始终保持高水平，2021-2025 年分别实现 50.40%/48.89%/56.58%/55.05%/50.45%；2025 年，患者管理服务已成为毛利率最高的细分业务，毛利率高达 62%。

图表7: 2021-2025 年公司细分营收毛利率



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表8: 2021-2025 年公司细分营收占比



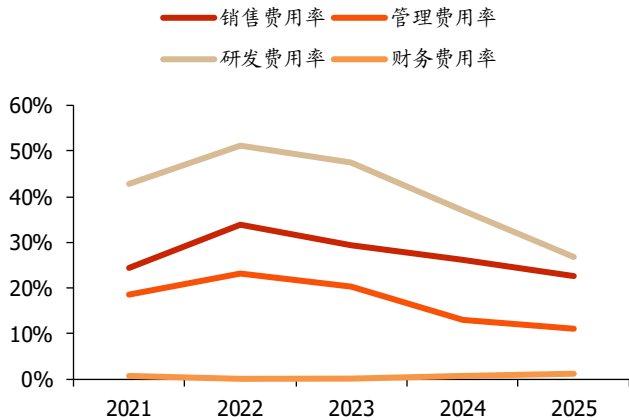
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

费用率管控得当，盈亏平衡未来可期。1) 公司研发费用率从 2022 年的 51% 降至 2024 年的 37%，但绝对值仍在增加，2021-2024 年公司研发费用由 1.60 亿元增至 2.72 亿元。销售费用率从 2022 年的 34% 降至 2024 年的 26%；管理费用率从 2022 年的 23% 降至

2024年的13%，显示出明显的规模效应与组织提效。2) 2025年这一趋势继续强化。公司销售/管理/研发费用率分别下降至22.63%/11.1%/26.8%，同比变动分别为-3.54pct/-1.97pct/-10.24pct。3) 从归母净利来看，自2022年开始，公司归母净利亏损持续缩减，2025年实现归母净利-0.65亿元。

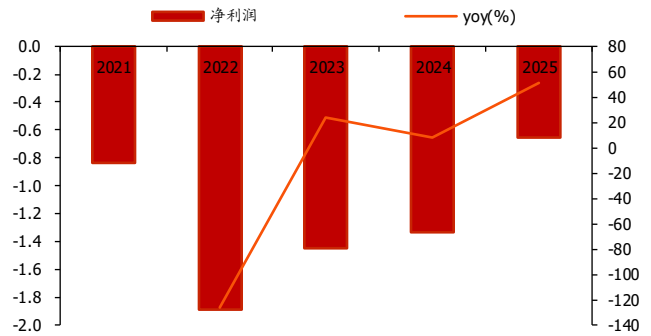
我们认为，随着公司高毛利C端业务持续推进，费用率下行趋势保持，公司有望快速实现盈亏平衡，进入利润释放阶段。

图表9: 2021-2025年公司费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 2021-2025年公司净利润(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.4 技术底座: 星火大模型赋能技术底座, 业内首次达等级医院主任医师水平

公司并非仅仅是单点 AI 产品领先, 而是“讯飞底座能力—行业模型—场景落地—数据回流—模型再训练”的闭环壁垒。

2026年2月, 科大讯飞正式发布基于全国算力训练的星火 X2 大模型, 从 X1.5 到 X2, 升级有两大亮点:

- 通用能力全面升级, 星火 X2 整体能力对标国际顶尖模型水平, 在数学、推理、语言理解、智能体等能力上媲美国际最优; 130+ 多语言综合能力持续提升, 拉美、东盟等地区重点语种效果保持业界领先水平。
- 依托星火 X2 的算法突破、行业高质量数据集以及专业思维链的强化学习, 星火行业大模型持续升级, 产品应用方案取得显著进步。

星火 X2 底座赋能医疗, 助力星火医疗大模型核心能力全面提升并持续保持业界领先。基于居民健康档案的智能健康分析、智能报告解读、运动饮食建议、辅助诊疗、智能用药审核等关键任务上, 模型能力均显著超越 DeepSeekV3.2、GPT-5.2 和 Qwen3-Max。

图表11: 星火医疗 X2 与 DeepSeekV3.2、GPT-5.2 和 Qwen3-Max 对比

场景	统计指标	星火医疗大模型X2	DeepSeek V3.2-Thinking	GPT-5.2 (xhigh)	Qwen3-Max Thinking
智能健康分析	合理率	90.1%	84.5%	83.4%	81.6%
智能报告解读	解答率	89.2%	80.2%	83.8%	80.5%
运动饮食建议	合理率	92.7%	89.1%	91.5%	90.3%
辅助诊疗	Top5合理率	92.4%	88.2%	88.7%	87.4%
智能用药审核	准确率	94.1%	78.6%	87.1%	84.4%

资料来源: 科大讯飞公众号, 国盛证券研究所

大模型能力突破执业医师资格考试基础门槛, 从全科基础应用向等级医院复杂场景进阶。在门诊场景中诊断准确率达 93.1%, 显著超越低年资医师水平, 更优于高年资医师水平。在住院场景这一病情更为复杂的领域, 星火医疗大模型在诊断准确性、完整性和实用性等核心指标上表现优异, 专科 AI 能力在业界首次达到等级医院主任级医师水平。试点数据显示, 星火医疗大模型专科诊断合理率提升至 96%, 跨科室诊断合理率提升至 91%, 病历书写时间减少 50%。

图表12: 星火医疗大模型专科 AI 达到等级医院主任级医师水平



星火医疗大模型围绕个人健康助手的各项能力已率先通过上海市医疗大模型应用检测验证中心评检测验证。上海市医疗大模型应用检测验证中心为国内首个面向医疗大模型应用评测和验证的平台, 由上海 AI 实验室牵头打造, 华山医院、中山医院、瑞金医院等 12 所医疗机构成为中心首批验证单位。

在此基础上, “讯飞晓医” APP 各项能力全面升级, 多轮主动问诊、多轮咨询问答、问用药、检查检验单解读、体检报告单解读等健康咨询任务在业界持续保持显著领先。

图表13: 讯飞晓医 APP 能力全面升级

场景	统计指标	讯飞晓医	友商
多轮主动问诊	结论句解答率	89.8%	77.6%
	诊断合理率	93.9%	89.8%
多轮咨询问答	关键轮解答率	90.2%	84.1%
问用药 (拍药盒)	解答率	80.7%	60.9%
检查检验单解读	解答率	85.0%	80.0%
体检报告单解读	解答率	82.9%	72.1%

资料来源: 科大讯飞公众号, 国盛证券研究所

2.行业：AI 医疗正进入飞轮增长阶段，数据+场景构成核心壁垒

2.1 谁在为AI买单？

1) C端：商业模式亟待跑通，中美爆款应用已初步显现。

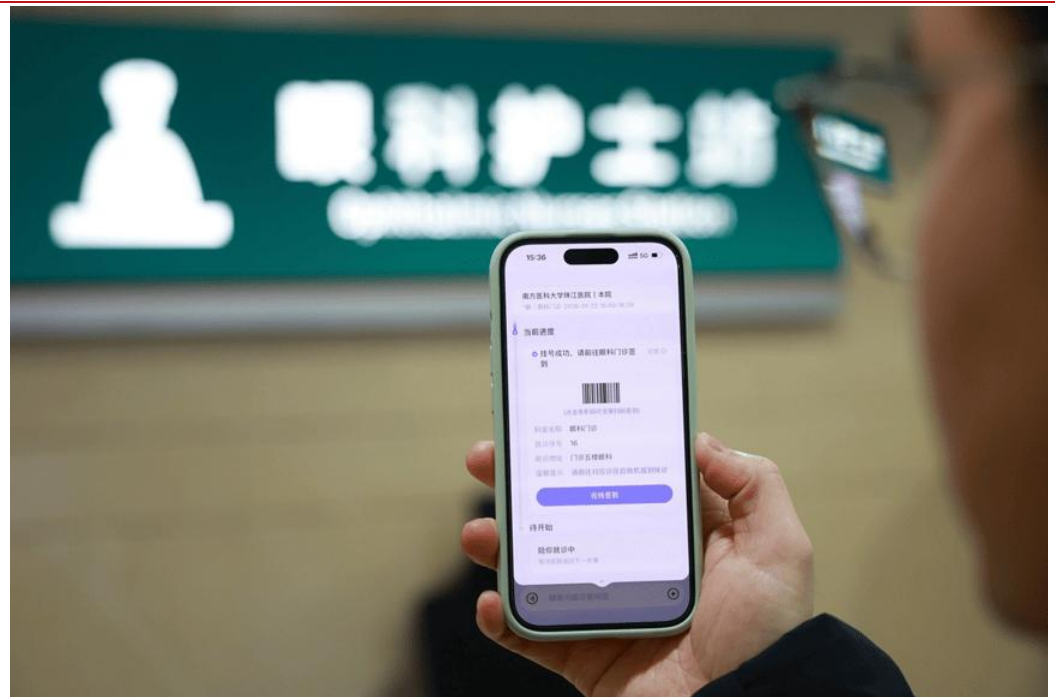
中美巨头同频共振，2026年开启AI个人健康管家元年。蚂蚁阿福、OpenAI ChatGPT Health 陆续发布，全球化AI健康助理大战正式启幕。两国医疗体制与互联网生态的本质不同，造成商业模式呈现显著差异：

美国市场呈现出鲜明的“技术驱动+数据整合”特征。ChatGPT Health 通过接入Apple Health 和电子病历，试图利用强大的逻辑推理能力为用户提供精准的健康建议。其商业模式更偏向于SaaS 订阅和API 授权，强调数据的隐私保护与独立存储，这与美国严格的HIPAA 法案以及相对成熟的商业保险体系密切相关。OpenAI 不直接介入诊疗，而是作为医生和患者的超级辅助工具，这种“克制”体现了其对医疗严肃性的敬畏，也反映了其技术至上的产品哲学。

中国市场则走出了独具特色的“服务驱动+O2O 闭环”路径。

- 以蚂蚁阿福为代表的中国玩家，不仅仅满足于“回答问题”，更致力于“解决问题”。蚂蚁阿福不仅连接了全国30万真人医生和5000家医院，更打通了挂号、买药、医保支付的全链路。在中国，AI 不仅仅是一个咨询窗口，更是一个超级服务入口。这种模式的优势在于，它能迅速将庞大的C端流量转化为药品销售、保险购买等实际的商业价值。
- 京东健康利用其强大的供应链优势打造“京医千询”；
- 百度通过搜索入口优势布局“文心健康管家”；
- 字节跳动在调整中探索“小荷AI 医生”的落地。

图表14：蚂蚁阿福用户量超1亿



资料来源：搜狐健康，国盛证券研究所

2) G端：对G端而言，伴随人口老龄化与医疗资源的分配不均，中国AI渗透医疗行业刻不容缓。

驱动因素一：老龄化持续加剧，或将进入中度老龄化社会。2024年底，我国60周岁及以上老年人口31031万人，占总人口的22.0%，其中65周岁及以上老年人口22023万人，占总人口的15.6%。根据联合国标准，60岁及以上人口比例超过20%或65岁及以上人口比例超过14%时，则进入“中度老龄化”社会。

图表15：中国老龄人口规模及占比



资料来源：阿里云“人工智能+”医疗健康行业应用白皮书，国盛证券研究所

驱动因素二：医疗资源分配相对不均，基层医院承担能力差。优质医疗资源集中在大城市和三甲医院，大医院人满为患，医生工作负荷过重而基层医疗机构能力相对有限，无法有效分担压力。截至2024年上半年，我国三级医院诊疗人次数为13.84亿，同比增长15%，远大于一二级医院和基层医疗卫生机构。三级医院的病床使用率高达90.9%，而社区卫生服务中心和乡镇卫生院的病床使用率都在60%以下。

图表16：不同等级医疗卫生机构服务量及利用率



资料来源：阿里云“人工智能+”医疗健康行业应用白皮书，国盛证券研究所

医疗+AI政策推动医院智能化，支持创新，规范产品注册，强化全生命周期监管与伦理安全，深化审批改革，促进全产业链协同发展。

- **2026年4月2日，国家药监局发布《关于“人工智能+药品监管”的实施意见》。**到2030年，初步构建药品监管与人工智能融合创新体系，“人工智能+药品监管”运行管理机制基本形成，算力支撑底座更加集约高效，形成满足监管智能化需要的高质量数据集、垂直大模型和智能体，人工智能在审评审批、监督检查、检验监测、政务服务等场景中有效应用，人机协同效率显著提升，全生命周期数智化监管能力迈上新台阶。到2035年，基本形成数智驱动、智能敏捷、自主可控、生态协同的智慧化药品安全治理新格局。
- **2026年2月1日，北京市试点互联网诊疗首诊服务。**《国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》及国家卫生健康委有关部署要求，在发展互联网复诊和完善信息技术条件的基础上，率先在北京市开展互联网首诊试点工作，确定北京儿童医院和首都儿童医学中心作为试点医疗机构，确定儿科中的儿童生长发育专业、儿童营养专业、儿童皮肤疾病专业作为首诊试点诊疗专业。按照工作方案，从1月31日下午开始，患者可以进行预约，最快可在2月1日进行线上首诊。

图表17: 2021-2025AI 医疗相关政策

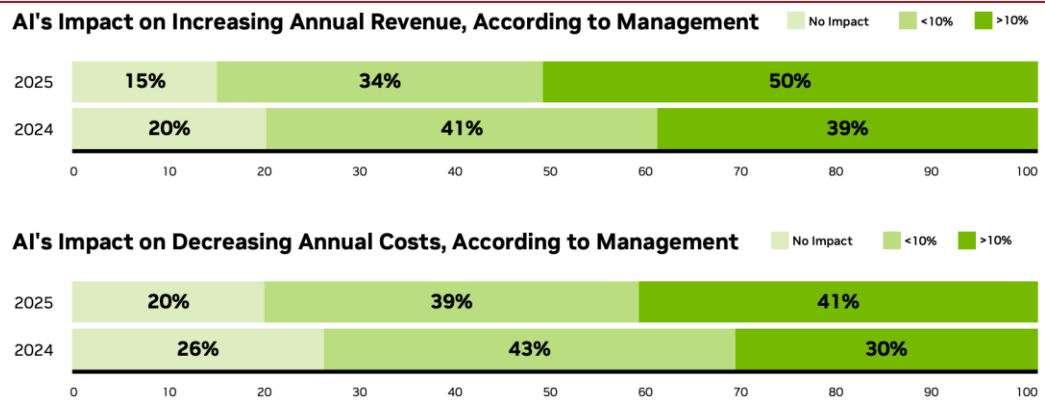


资料来源：亿欧智库，国盛证券研究所

3) B端：对B端而言，支付意愿与降本增效挂钩。

根据英伟达，AI对医疗行业营收拉动和成本降低方面的作用日渐显著。医疗科技、设备与诊断行业57%的受访者表示，其已通过医学影像相关AI应用实现投资回报；制药与生物技术领域46%的受访者表示，其已通过药物研发相关AI解决方案实现投资回报。数字医疗服务商将聊天机器人与数字助手列为实现投资回报的首要AI应用场景，而支付方与医疗服务提供方则表示，利用AI优化行政任务与 workflows 是其实现投资回报的核心方向。从全行业来看，医学影像、工作流优化、临床文档自然语言处理是实现投资回报的三大核心应用场景，既涵盖了行业专属的应用场景，也覆盖了后台运营优化——这一方向已被全行业企业验证具备显著价值。

图表18: AI对医疗行业增收和降本效果统计



资料来源：AgeClub，英伟达，国盛证券研究所

AI在医疗健康与生命科学领域加速渗透，2026年预算将大幅增长。根据英伟达发布的2026年医疗健康与生命科学领域AI应用现状报告，AI在医疗健康与生命科学领域的加

2.2 数据构成 AI 医疗公司护城河，场景落地决定从“要素”到“价值”

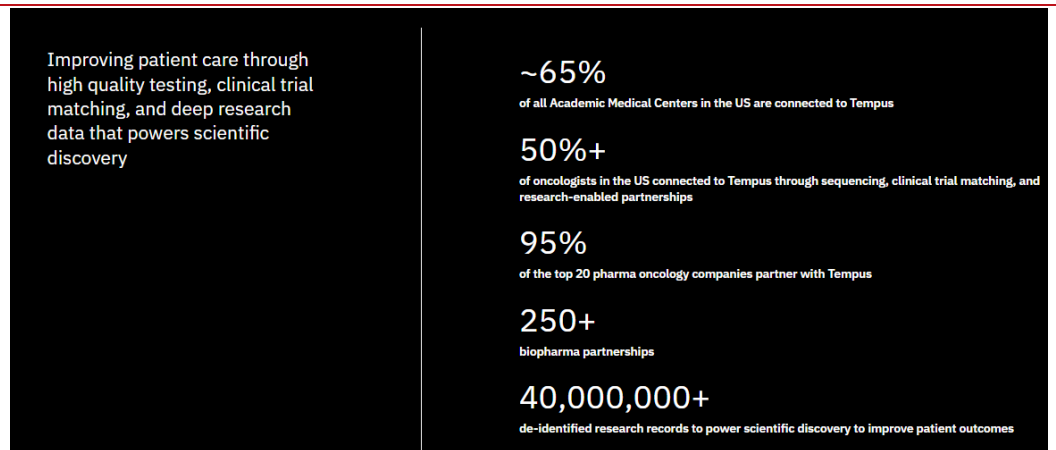
我们认为，数据为 AI 医疗最深护城河之一：

- **第一，医疗数据非公域数据。**不同于可以通过网络爬取获取的公开数据，真实世界的临床数据受到严格隐私保护和伦理监管。
- **第二，获取门槛极高。**医院内部的数据分散在不同系统中，结构化程度差、标准化不足，需要大量时间和资源进行清洗、治理和对齐。
- **第三，高质量数据本身具有“自我强化”效应。**领先者通过更好数据训练出更优模型，吸引更多客户，积累更多数据，形成了竞争对手难以追赶的“数据飞轮”。

以 TempusAI 为例，数据结构清晰数量丰富。

- **质量维度：**Tempus 创办人暨执行长、也是 Groupon 的共同创办人莱夫科夫斯基 (EricLefkofsky) 曾公开指出，长期以来医疗领域的的数据分散且混乱，创办 Tempus 的目标是建立一个「智慧操作系统」，把病人的临床病历、影像数据、基因数据整合在一起。如今，全球前 20 大肿瘤药厂中，95% 是 Tempus 的客户。
- **规模维度：**摊开 Tempus 的资料网络，它与全美约 65% 学术医疗中心 (AcademicMedicalCenters) 连结，与超过 250 家生物制药公司建立伙伴关系，有超过 50% 的肿瘤科医师在使用或链接 Tempus 的数据。该公司于 S-1 简报点明，拥有 4000 万笔以上的去识别化研究数据。Tempus 的数据结合了基因体 (NGS)、临床病历 (EHR)、影像、病理切片等，形成多模态纵向真实世界数据 (longitudinalRWD)，这是其他只做基因定序或电子医疗纪录的公司相对缺乏的。其发言人在今年初的摩根大通健康医疗大会 (JPMorganHealthcareConference) 中提到，预期 2026 年整体营收年增率可维持在 25% 左右。

图表21: TempusAI 数据飞轮



资料来源: TempusAI, 国盛证券研究所

3.G 端：基本盘稳定增长，中试基地带来重要增量

3.1 产品线丰富，基层与区域解决方案构筑商业化根基

一、**基层解决方案**：截至 2025 年 12 月 31 日止年度，公司提供基层解决方案录得收入人民币 262.9 百万元，较 2024 年增长 10.9%，占公司 2025 年度总收入的 28.7%。

1) 智医助理：依托持续升级的讯飞星火医疗大模型，智医助理实现了核心能力的全面进化，拓展出大模型驱动的诊断推理、检查检验报告解读、医学知识问答及中医辅诊等一系列创新应用场景，并完成了多源数据辅诊与处方审核技术方案的双重升级。关键指标持续提升：辅助诊断合理率从 2021 年的 90.0% 提升至 95.0%，处方审核准确率从 93.0% 提升至 95.0%，系统覆盖疾病超 2,600 种，全方位赋能基层医疗，提升诊疗能力、服务质量与诊疗效率，有效降低错诊、漏诊及用药失误风险。

图表22：智医助理业务模式



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

截至 2025 年 12 月 31 日，智医助理已覆盖全国 31 个省市、806 个区县，服务超过 7.7 万个基层医疗机构，累计提供 AI 辅诊建议超 11 亿次，辅助生成规范化电子病历 4.5 亿余份。系统累计识别不合理处方 1.2 亿余份，并经由智医助理提醒而修正的有价值诊断 195 万余例，展现出强大的规模化落地应用价值。

在浙江省的深入实践中，成果尤为显著：截至 2025 年 12 月 31 日，系统已覆盖全省 90 个县（市、区）（含山区海岛县）的 1,405 家基层医疗机构，日均活跃工作站 3.07 万台，累计服务基层医生 7.63 万名。截至同期，累计完成辅助诊疗 3.25 亿次，服务患者 2.03 亿人次，近 7 日日均服务群众超 25.68 万人次。应用成效具体体现在：累计修正诊断 39.66 万次，诊断采纳率达 93.3%；修正病历 4,740.38 万份，病历规范率从 52.0% 大幅提升至 84.0%，修正不合理处方 162.76 万份，处方合理率从 76.0% 提升至 89.5%。

图表23: 智医助理功能特点



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2) 数智家医 (含慢病管理): 产品以大模型为核心引擎, 聚焦家庭医生签约服务、慢病管理两大场景, 整合公共卫生、临床诊疗、居民健康档案等多源数据, 构建动态健康画像与慢病风险评估体系, 推动基层医疗服务向智能化、高效化升级。方案融合两大服务能力, 依托大模型打造居民主动健康管理及连续服务闭环, 推动家庭医生签约服务向主动、连续、可量化模式转型, 构建可复制、规模化推广的数智化基层健康服务体系。

- 面向居民, 将专业临床数据转化为通俗易懂的健康信息, 提供个性化健康评估、精准干预方案和智能健康咨询服务, 实现「咨询—就医—干预—服务」全流程闭环, 引导居民从被动就医转向主动健康管理。
- 面向家庭医生, 实现重点人群智能识别、慢病一键筛查及风险分层、健康动态监测、任务智能提醒及服务过程辅助决策, 大幅度提升签约履约效率与健康精细化管理水平。

图表24: 数智家医业务模式



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表25: 数智家医服务场景



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

二、区域解决方案: 截至 2025 年 12 月 31 日止, 公司提供区域解决方案录得收入人民币 205.9 百万元, 较 2024 年同期增长 33.9%, 主要系 AI 传染病防控解决方案在各省应用, 占公司 2025 年总收入的 22.5%。

1) 智慧公共卫生解决方案: 公司紧密围绕国家「人工智能+」战略、健康中国等重大政策导向, 构建覆盖国家-省市-区县的多元化 AI 智慧公共卫生解决方案体系, 精准匹配不同层级客户的业务需求与发展目标, 助力医疗健康领域数字化、智能化转型。

2) 数智疾控大模型解决方案: 已在陕西、辽宁两省落地应用, 通过大模型技术赋能省级疾控体系的监测预警、风险研判与应急处置能力提升, 未来计划逐步拓展至全国各省疾控中心。

3) AI 城市数智平台解决方案: 通过医疗大数据与 AI 大模型的深度融合, 打造「居民健康画像」系统, 实现从多源数据整合、清洗、分析到临床诊疗辅助决策、健康风险预警的全链条智能化赋能, 为城市健康管理提供精准数据支撑, 已在上海、深圳、合肥、阿克苏等多个城市落地应用, 构建城市级医疗健康数据协同与智能服务平台, 充分释放医疗数据价值, 赋能居民全生命周期健康管理, 推动区域内医疗资源优化配置与服务协同。

4) 智慧医保: 公司围绕国家 DRG/DIP 支付方式改革, 以 AI 技术为核心驱动, 构建了覆盖医保基金「结算前、中、后」全周期的智能化监管与服务体系, 助力医保、医疗、医药协同发展与治理, 目前已在全国区常态化落地应用, 在山西吕梁、贵州贵阳、江西九江、广西梧州等城市形成示范效应, 赋能各地医保局实现精准化、系统化的基金监管, 推动医疗机构在支付改革背景下实现精细化管理升级。

图表26: 智慧医保业务模式



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.2 国家人工智能中试基地卡位核心, 有望带来重要增量

国务院明确布局国家人工智能应用中试基地, 破局医疗落地难题。 2025年8月, 国务院印发相关意见, 明确布局建设国家人工智能应用中试基地, 将医疗领域作为重点方向。同年10月, 国家卫生健康委联合五部门进一步提出, 要构建具备算力服务、数据服务、中试验证等能力的全栈式共创平台, 破解医疗数据共享难、技术转化效率低等行业痛点。

讯飞医疗中标人工智能中试基地, 合肥项目金额 4.3 亿。 2025年12月, 合肥国家 AI 中试基地正式启动, 采用“政府主导、国资运营、生态共建”机制。讯飞医疗中标国家人工智能应用中试基地(医疗领域基层卫生服务方向)项目软件服务, 中标金额约为 4.3 亿元。作为国家“人工智能+”行动的重要一环, 中试基地被视为产业链协同创新的“连接器”、技术成果转化的“加速器”、优质应用落地的“孵化器”。

图表27: 国家人工智能中试基地列举

地点	时间	核心优势
北京	2025年9月,北京市在服贸会期间启动医疗领域国家AI中试基地建设,由中国联通旗下企业运营,总投资达17.16亿元,聚焦精准诊疗和生物医药制造两大领域。	构建医疗健康可信数据空间,接入北京友谊医院、清华长庚医院等多家机构,实现跨模态计算与合规数据流通;推出联合79家医院、140余位医生构建的标准数据标注平台,其肺结核影像数据集入选央企智能行业高质量数据集;依托北京健康云打造AI应用推广服务,已促成心脏超声AI软硬件结合、临床试验患者招募加速等多个合作项目。
浙江	2025年8月,浙江启动国家AI中试基地(医疗领域智能专科医生方向)建设,依托省内大模型、智能计算等科创优势,构建涵盖算力保障、数据支撑、成果转化的全流程平台。	基地组建了由41家医院、近300名专家组成的临床专家库,覆盖64个专科领域。2025年12月,基地产业园开园并正式对外服务,联动顶尖院校与头部企业,启动全球创新创业团队招募。蚂蚁集团旗下“蚂蚁阿福”健康应用即受益于该基地支持,其医疗大模型获得坚实技术支撑,实现服务质量升级。
广东	2025年9月,广东省在广州启动医疗领域国家AI中试基地,由广州数科集团运营,以“人工智能+生命健康”为核心,围绕传染病防治构建开放共享模型训练平台。	基地首批发布15个先导示范场景,覆盖传染病预警、临床辅助决策、药物研发等9大方向,以真实临床需求牵引技术突破。通过打造国际化协同创新生态,推动AI技术从研发端向临床端高效转化,助力公共卫生治理能力升级。
安徽	2025年12月,合肥国家AI中试基地正式启动,采用“政府主导、国资运营、生态共建”机制,由讯飞医疗提供软件服务,重点赋能基层医疗卫生领域。	整合5PB海量医疗数据,融合34个医学知识库,建成42个多模态数据集;研发医疗认知、影像、语音等五大医学垂类大模型,打造全栈自主可控技术体系;聚焦21个基层医疗与公卫场景,开发全科医生智能辅助决策系统,实现“防、筛、诊、治、管、康”一体化服务。基地还同步成立人才实训基地、健康管理服务公司,形成全生态支撑。
河南	2025年12月,河南省医疗领域国家AI中试基地揭牌,由豫信电子科技集团牵头建设,是全国首个聚焦中医药领域的国家级中试基地,填补了中医药智能转化领域的空白。	基地采用“3+2+15+6+N”架构:建设算力、数据、模型三大基础平台,研发中医药服务与医疗辅助诊断两大垂直大模型,开展中医智能诊疗、中药智能审方等15个示范场景,提供六大核心服务。依托河南中医药资源优势,整合多模态中医药数据,组建国家级医工交叉智库,面向全国征集中医药AI创新项目,推动传统医学与现代科技深度融合。
上海	2025年8月,由复旦大学附属中山医院承担建设的临床医学科研方向中试基地获批,重点打造国产化算力支撑平台和全链条模型服务体系。	基地计划落地不少于49个特色应用场景,发布超过10项配套标准规范,为医疗AI产品提供标准化测试环境与临床验证通道,加速科研成果向临床应用转化,助力提升临床医学研究与诊疗水平。

资料来源: 森化AI医疗, 国盛证券研究所

4.B 端：等级医院场景，打开高价值临床商业化空间

公司智慧医院解决方案面向等级医院，以提升患者就医体验、医疗服务质量、创新大数据应用为目标，提供智慧服务、智慧医疗、智慧管理三位一体智慧医院整体方案。目前已在中国科学技术大学附属第一医院、北京协和医院、四川华西医院、山东大学齐鲁医院、山东省立医院等全国 600 余家等级医院落地应用，助力近 20 家医院通过电子病历五级、智慧服务三级评测。截至 2025 年 12 月 31 日止年度，公司提供医院解决方案录得收入人民币 173.1 百万元，较 2024 年增长 31.1%，占 2025 年度总收入的 18.9%。

- **专科专病 AI 模型能力突出，集成 65 个专科临床路径、135 部诊疗指南及 2,000 万份真实病例。**截至 2025 年底，讯飞星火医疗大模型已落地全国 20 余家龙头医院，依托全栈工具打造多场景专科专病 AI 应用，包括联合国国家四大慢病专项组发布 1 型糖尿病大模型、联合河北医科大学第二医院研发「冀脑方舟」脑出血专病大模型、与山东大学齐鲁医院共建「齐鲁·星火全病程管理大模型」、参与共建安徽省中医药循证医学中心打造「名中医数字分身」、联合中国科学技术大学附属第一医院推出「智医随行大模型」等。以 1 型糖尿病大模型为例，其依托讯飞星火医疗大模型底层能力，集成 65 个专科临床路径、135 部诊疗指南及 2,000 万份真实病例，构建全球最大规模 1 型糖尿病知识图谱；通过 AIoT 实时监测 14 维代谢参数，异常血糖捕捉灵敏度达 99.2%（较传统方式提升 40.0%），可生成八大维度个性化方案实现「千人千策」，覆盖 65 个核心场景，重塑慢性病防控新范式。
- **聚焦等级医院临床科研数据转化，打造全院级 AI 科研数据平台。**以北京协和医院合作项目为标杆，该平台实现百万级人群健康医学数据库标准化汇聚与精细化治理，搭建 3 个 10 万级大样本临床研究队列，科研数据准备周期缩短 75%；同时落地体检报告智能解读场景，累计服务 2 万人群，实现科研与临床应用深度衔接。目前，该平台医学实体抽取、复杂语义理解与抽取能力均超 95.0%，获客户高度认可，业务规模化增长动能持续释放。
- **AI 诊疗助理减轻医生负担，实现临床服务效率与医疗服务质量双提升**依托自主研发的讯飞星火医疗大模型、智能语音交互等核心技术，构建软硬一体化 AI 应用体系，深度融入和赋能医生诊疗全流程，打造面向等级医院全流程 AI 临床辅助应用体系。通过自动生成高质量病历文书、智能质控病历内涵风险、提供循证诊疗建议，实现门诊、住院诊疗全场景辅助，为医院提供高效、规范、安全的智能化诊疗支撑，助力医院实现高质量发展与精细化管理。2) AI 诊疗助理自 2025 年 6 月在安徽医科大学第一附属医院上线以来，临床成效显著。数据显示，截止 2025 年 12 月，系统平均可为医生节省 50.0% 以上的病历文书书写时间，有效释放临床精力；医生实际引用率超 87.0%，显著提升病历规范性与完整性；其全科诊疗视角可助力医生降低漏诊误诊风险，夯实医疗质量。产品既有效减轻医务人员的工作负担，又满足医院质控、评审、风险管控等刚性需求，实现临床服务效率与医疗服务质量双提升。

图表28: 智慧医院产品线



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

5.C端：从服务机构走向患者的关键一步，打开长期成长弹性

5.1 四大产品线软硬兼具，构成C端生态闭环

公司基于讯飞星火医疗大模型和智能语音交互等技术构建 AI 健康助手，包括 AI 诊后患者管理、影像云与辅诊平台、讯飞晓医、智能医疗器械 4 个方向。面向健康人群和出院患者，通过医疗大模型赋能医生，提供人机耦合模式的 AI 健康助手服务，将业务范围延伸到院外居家场景的终端用户，不断拓展 C 端市场。截至 2025 年 12 月 31 日止年度，公司提供患者管理服务录得收入人民币 273.1 百万元，较 2024 年增长 29.3%，占公司 2025 年度总收入的 29.8%。

1) AI 诊后患者管理：2025 年，基于讯飞星火医疗大模型、超拟人交互技术，智能随访能力完成智能化升级，可以根据患者病历数据，结合指定随访主题，有针对性地对患者进行随访，并支持患者主动提问，在交互过程中对患者进行个体化健康指导，随访完成率达 97.0%，复杂场景问题解答率达 86.0%，公司作为《智慧医院场景下人机协同随访服务管理要求》国际标准的提案单位，推动该项国际标准顺利进入新工作项目提案阶段。

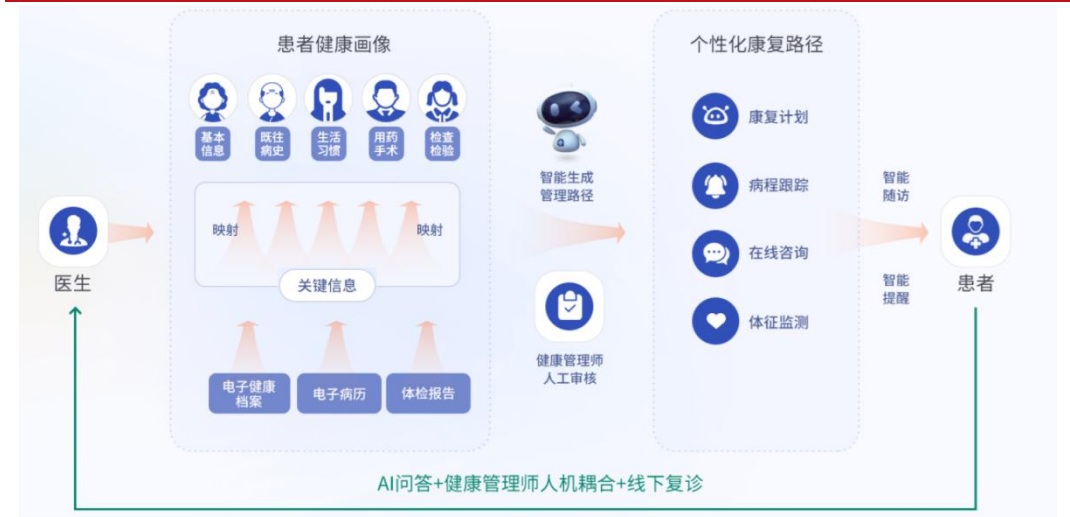
图表29: AI 患者产品功能



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

覆盖 400 家医院+150 万患者，优化患者就医体验。目前，公司与国家卫生健康委医管中心进行合作，通过 AI 随访技术进行患者就医体验调查试点，已经有 400 余家医院和 150 万患者参与，助力主管部门和医院更高效、更全面地了解患者就医需求，提升患者就医体验。基于智能随访能力打造的 AI 诊后患者管理平台，支持患者付费购买的运营模式，根据患者的诊疗数据，智能化生成个体化用药、饮食、运动、复诊等管理方案，在专家团队的指导下为患者提供专业的精细化院外管理服务。

图表30: AI患者管理流程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2) 影像云与辅诊平台:

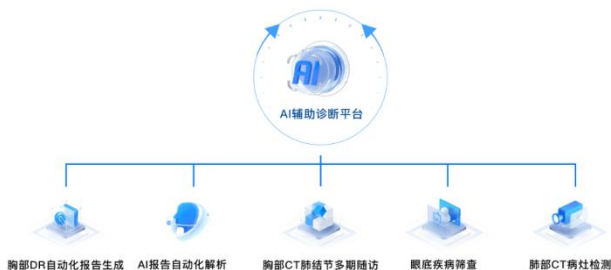
公司在安徽省打造了中国最大的区域影像数据互联互通互认的影像云平台。2025年5月，安徽省率先接入国家医保信息平台并实现异地读取数字医疗影像胶片，此举标志着全国医疗影像信息互认、结果共享工作迈出关键步伐，成功验证了国家医保局依托全国统一医保信息平台推动数字影像跨省异地互认共享工作部署的科学性和技术路径的可行性。同年9月，全国医保影像云平台建设与应用技术交流会在合肥召开，讯飞医疗分享医保影像云「安徽模式」助力全国医保影像云平台建设与应用。同年12月，讯飞医疗联合安徽省医疗保障局等机构申报的《「影」领未来—基于医保影像云平台的数据价值链与行业生态赋能》项目，凭借在制度设计、技术应用与治理成效上的综合创新实力，获大赛一等奖，取得了国家级权威认可的示范性成果。

基于讯飞星火医学影像大模型打造的智能医学影像助手，全面赋能智能质控、智能读片环节。影像智能质控能力覆盖大部分常规影像检查项目，已在部分质控中心的质控检查中进行试点，应用数据超过五十万例；具备部分X线、CT、MR部分检查项目的报告生成能力，提供解释溯源及多期对比功能，已在安徽省影像云会诊平台试点应用；可接入医学影像大模型，通过相关问答，帮助临床医师制定诊疗方案。

截止至2025年底，已在安徽省影像云平台注册医疗机构1980家。截至2025年12月31日，超过1,980家医疗机构在安徽省影像云平台上注册，开展远程会诊服务量近11.4百万次，数据服务使用量超过150.0百万次。

省外市场拓展持续超预期，有望早日实现全国一张网。2025年5月，公司中标四川省宜宾市云影像平台建设及运营服务项目，公司在省外市场成功落地首个市级影像云平台运营项目。此外，公司参与广西壮族自治区云胶片集中带量采购投标并顺利中选，成为公司拓展至省外的首个省级影像云平台运行项目。当前，公司正积极布局并加速开拓其他省外影像云市场，助力全国医保影像云平台建设，推动早日实现医保影像云「全国一张网」。

图表31: AI影像辅诊涵盖功能



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表32: AI影像辅诊样例展示



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3) 讯飞晓医: 讯飞晓医在持续深耕产品核心能力的同时, 积极拓展生态合作, 通过深度链接区域基层医疗机构和等级医院, 共同构建「AI+家庭医生+专家医生」的居民健康管理新范式, 相比于行业, 提供更专业、严肃的健康管理服务。与此同时, 讯飞晓医积极面向行业伙伴输出基于讯飞晓医的医疗大模型能力, 形成开放合作生态。

2026年2月, 科大讯飞星火 X2 大模型正式发布, 讯飞医疗完成星火医疗大模型 X2 迭代及讯飞晓医的硬核升级, 满足全民健康刚需。 借助星火 X2 底座的升级, 讯飞晓医实现各项服务能力的全面焕新, 多轮主动问诊、多轮咨询问答、问用药、检查检验单解读、体检报告单解读等健康咨询任务能力在业界持续保持显著领先。升级后的讯飞晓医APP 凭借 99% 的报告解析率, 赋予用户「看得懂、存得下、用得上」的数字化健康能力。通过 170 种标签构建的全面健康画像与全时段健康轨迹, 用户可直观掌握自身健康趋势。目前, 讯飞晓医 APP 已支撑 140 余种专业疾病管理路径, 覆盖 20 多个科室及常见慢性病, 成为居家康复与健康管理的可靠数字工具。

图表33: 讯飞晓医使用场景



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表34: 讯飞晓医技术优势

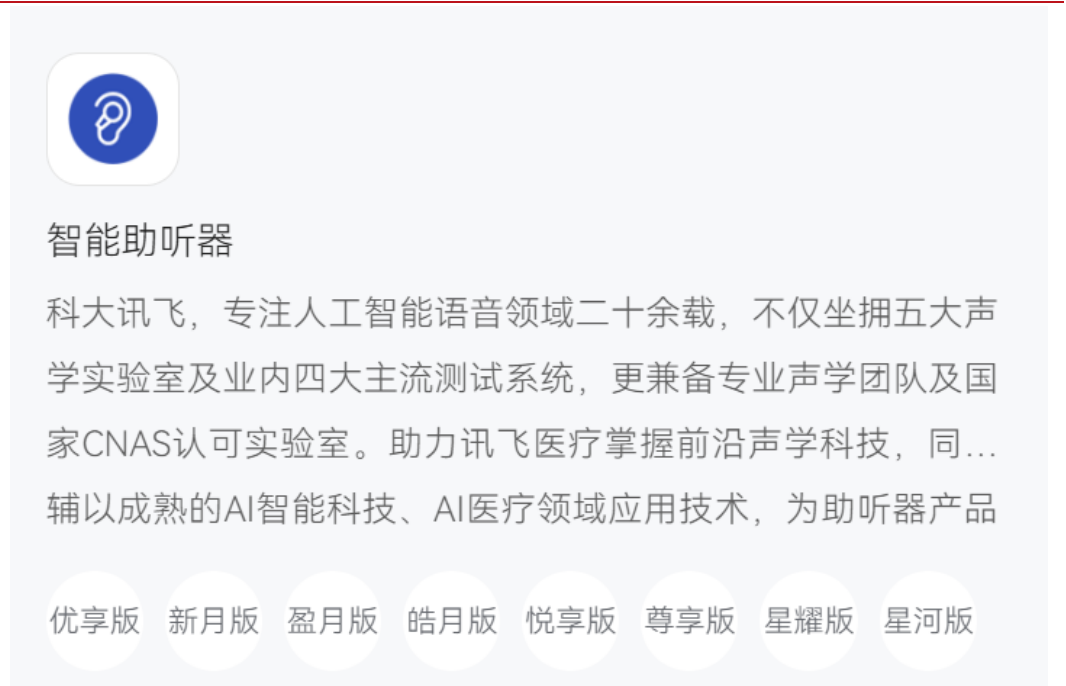


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

4) 智能医疗器械:

智能助听器: 配备公司自主研发的场景识别系统及 **AIScene** 算法, 可以即时监测用户的所在环境, 提供增强、降噪等功能。自 2022 年首次推出「星系列」上市以来, 公司不断适配市场需求, 升级系统技术, 陆续推出「Pro 皓月」、「Pro 盈月」等系列。2025 年推出「鸿语 03/05/07」系列产品, 搭载户外降噪功能、64 智能通道、星火验配师 2.0 等多项前沿技术, 满足老年听障群体的日常需求, 实现科技普惠落地。2025 年, 智能助听器品牌形象店已达 49 家, 合作门店拓展至 380 家, 形成了线上线下销售一体的营销渠道, 进一步增强了渠道协同效应。

图表35: 智能助听器产品类别



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

AI 血压计: 公司与爱奥乐医疗联合首发 **AI 血压计**, 解决了传统血压计存在测量精度不足、只测不管、智能化不足等问题。作为行业首款搭载医疗大模型的 **AI 血压计**, 打造高血压个人健康管家, 成功打通高血压防控最后一公里, 有望将高血压防控关口前移, 引领家用医疗器械从单一检测工具进化为全周期健康管理解决方案。

图表36: AI 血压计产品类别



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表37: 智能隧道式血压计优势

全自动医用血压计, 智能双模式, 测量更精准



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表38: 智能隧道式血压计辅助患者管理

讯飞医院血压管理平台
高效辅助患者管理



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

5.2 从院内到院外延续流量承接, 高成长高毛利未来可期

AI 诊后患者管理: 高沟通转化率、高价值、高复诊率、高康复达标率, 客户 NPS 持续上升。以山东大学齐鲁医院为例, 公司与山东大学齐鲁医院联合发布「齐鲁·星火全病程管理大模型」并进行落地应用, 该运营模型针对医院不同疾病患者的特点, 提供差异化、分层分类的院外延续性医疗服务, 在患者运营与康复管理领域成效显著: 患者净推荐值 (NPS) 由上半年的 35.0% 提升至下半年的 50.0%, 计划复诊率由上线前的 46.0% 跃升至 67.0%, 付费患者沟通转化率达 50.0%, **服务包客单价 200-3,000 元, 高值服务包康复达标率近 96%**, 这一成果为医院提升患者全周期管理能力、优化服务体验提供了可复制的标杆范式。

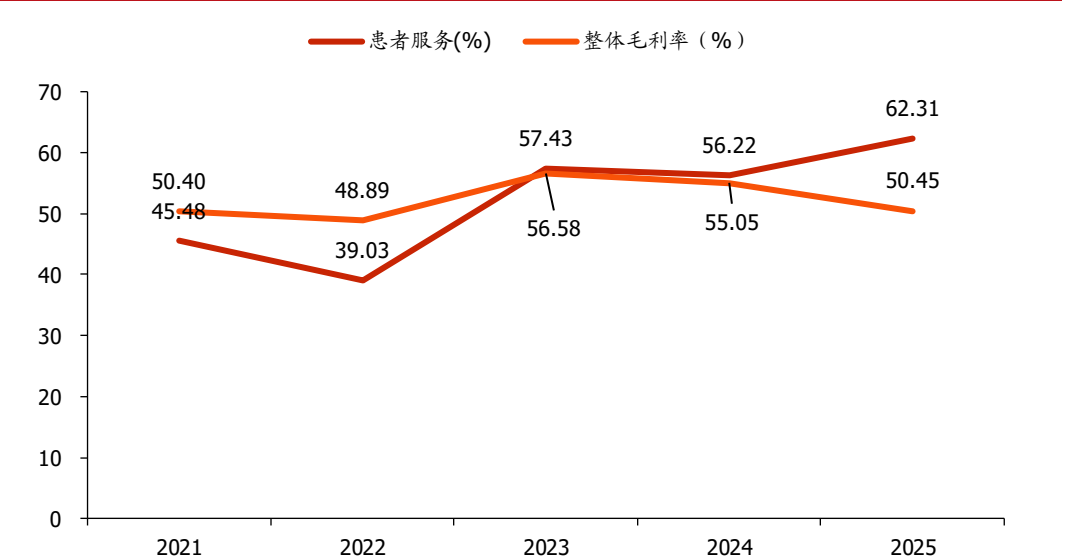
图表39: AI患者管理产品优势



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2025年，公司C端患者服务毛利率62.31%，显著高于公司整体毛利率50.45%，随着C端业务的快速发展，公司毛利率有望进一步改善，或将快速进入业绩兑现期。

图表40: C端业务毛利率显著高于整体毛利率



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

6. 盈利预测

营业收入预测：根据公司收入拆分，公司业务可以分为基层医疗机构服务、区域管理平台解决方案、医院服务业务和患者服务业务：

- **基层医疗机构服务：**基层医疗服务以公司智医助理和数智家医等为核心，下游客户主要是各地的卫健委。由于基层医疗的 IT 建设财政预算较为紧张，我们预计未来几年该业务能够维持小幅增长，预计 2026-2028 年收入增速分别为 10%/11%/12%，2026-2028 年毛利率分别为 53%/53%/53%。
- **区域管理解决方案：**包括智慧公共卫生解决方案、数智疾控大模型解决方案、AI 城市数智平台解决方案、智慧医保等多个子业务，2025 年 8 月，国务院印发相关意见，明确布局建设国家人工智能应用中试基地，将医疗领域作为重点方向。讯飞医疗中标国家人工智能应用中试基地（医疗领域基层卫生服务方向）项目软件服务，中标金额约为 4.3 亿元，有望带来较大业务增量。伴随中试基地营收确认节奏，我们预计 2026-2028 年收入增速分别为 35%/40%/38%，2026-2028 年毛利率分别为 45%/48%/50%。
- **医院服务：**公司医院端产品以 AI 技术为核心，贯穿医院 IT 系统。目前医院端 AI 上线迎来热潮，公司依托星火大模型，未来几年有望迎来业务高速发展期。我们预计 2026-2028 年收入增速分别为 25%/26%/27%，2026-2028 年毛利率分别为 48%/48%/48%。
- **患者服务：**患者服务业务主要包含 AI 诊后患者管理、影像云与辅诊平台、讯飞晓医、智能医疗器械 4 个方向，我们认为该业务为公司成长性最强的业务：1) AI 诊后患者管理达到高沟通转化率、高价值、高复诊率、高康复达标率，客户 NPS 持续上升，助力业务闭环；2) 影像云技术逐步趋于成熟，且可以复用主业拓展路径，业务有望迎来爆发式增长；3) 硬件产品助听器叠加 AI 技术，产品性能显著提升，有望迎来高增速。我们预计 2026-2028 年收入增速分别为 50%/55%/60%，2026-2028 年毛利率分别为 63%/64%/65%。

我们预计 2026-2028 年公司整体营收增速为 30.4%/35.6%/39.6%，营收规模为 11.93/16.18/22.59 亿元，毛利率为 53.66%/55.27%/56.92%。

图表 41：2026-2028 年公司营业收入及毛利率预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
G端：基层医疗机构服务	237.03	262.86	289.15	320.95	359.47
yoy	-1.1%	10.9%	10.0%	11.0%	12.0%
毛利率 (%)	60.11	52.17	53.00	53.00	53.00
G端：区域管理平台解决方案	153.76	205.93	278.01	389.21	537.11
yoy	31.8%	33.9%	35.0%	40.0%	38.0%
毛利率 (%)	53.24	34.19	45.00	48.00	50.00
B端：医院服务	132.04	173.14	216.43	272.70	346.32
yoy	103.4%	31.1%	25.0%	26.0%	27.0%
毛利率 (%)	46.21	48.50	48.00	48.00	48.00
G端：患者服务	211.16	273.06	409.59	634.86	1,015.78
yoy	56.6%	29.3%	50.0%	55.0%	60.0%
毛利率 (%)	56.22	62.31	63.00	64.00	65.00
营业收入合计	733.98	914.99	1,193.17	1,617.72	2,258.68
yoy	32.0%	24.7%	30.4%	35.6%	39.6%
毛利率 (%)	55.05	50.45	53.66	55.27	56.92

资料来源：iFinD，国盛证券研究所

费用率预测：

- 公司持续加强费用管控，我们预计公司销售费用率和管理费用率持续下行，2026-2028 年销售费用率分别为 21%/19%/18%；管理费用率分别为 10%/8%/7%。
- 此外，伴随 AI 持续落地和模型能力提升，公司研发费用率或将增加，我们预计 2026-2028 年公司研发费用率为 27%/28%/29%。

图表42：2026-2028 年公司费用率预测

项 目	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营销费用	163.06	192.10	207.04	250.56	307.37	406.56
占销售收入%	29.32%	26.17%	22.63%	21.00%	19.00%	18.00%
管理费用	112.56	95.89	101.55	119.32	129.42	158.11
占销售收入%	20.24%	13.06%	11.10%	10.00%	8.00%	7.00%
研发费用	263.96	271.89	245.26	322.15	452.96	655.02
占销售收入%	47.46%	37.04%	26.80%	27.00%	28.00%	29.00%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

估值与投资建议：我们预计 2026-2028 年公司实现营业收入为 **11.93/16.18/22.59** 亿元，归母净利润分别为 **16/48/82** 百万元，以 2026 年 4 月 27 日收盘价计算，对应 **PE 分别为 455x/151x/90x**，对应 **PS 分别为 6x/5x/3x**。我们选取卫宁健康、云知声、医渡科技作为可比公司，原因在于三家公司均为 AI 医疗领军公司，与讯飞医疗具备可比性。三家可比公司 2026-2028 年平均 PS 分别为 9x/7x/6x（对应 2026 年 4 月 27 日收盘价）。由于 AI 医疗处于高成长阶段，故采用 PS 估值。目前讯飞医疗 2026E/2027E/2028E 对应 PS 分别为 6x/5x/3x，低于平均 PS。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表43：2026-2028 年可比公司估值表（截止至 2026 年 4 月 27 日）

公司名称	市值（亿元）	营业收入（百万元）			PS		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028
卫宁健康	190	2447	2846	3178	8	7	6
云知声	201	1871	2729	3424	11	7	6
医渡科技	59	804	889	1008	7	7	6
平均	150	1707	2155	2537	9	7	6
讯飞医疗	74	1193	1618	2259	6	5	3

资料来源：Wind，国盛证券研究所

7.风险提示

技术迭代不及预期风险：若技术迭代不及预期，则对产业链相关公司会造成一定不利影响。

经济下行超预期风险：若宏观经济景气度下行，固定资产投资额放缓，影响企业再投资意愿，从而影响消费者消费意愿和产业链生产意愿，对整个行业将会造成不利影响。

行业竞争加剧风险：若相关企业加快技术迭代和应用布局，整体行业竞争程度加剧，将会对目前行业内企业的增长产生威胁。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com