



康众医疗 (688607.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

X 光平板探测器行业领军者，快速成长

为 AI 医疗 “小巨人”

投资逻辑：

- **X 光平板探测器行业领军者，依托 AI 影像加速转型 AI 医疗小巨人。**公司深耕 X 射线平板探测器领域十余年，产品覆盖医疗普放、乳腺、动态透视及工业安检等多元场景，具备较强的探测器技术、系统集成能力与海外渠道基础。2025 年公司营收企稳回升至 3.21 亿元 (YoY+7.63%)，工业安检及海外业务持续放量。在夯实传统主业的同时，公司围绕 AI+基层医疗进行战略布局，于 2025 年 5 月认缴出资 1020 万元设立控股子公司康众医能 (注册资本 2000 万元，公司持股 51%)，推动业务模式由传统硬件销售向 “设备+AI+运营” 模式延伸。
- **精准诊断刚需驱动 AI 医疗影像进入产业化落地阶段。**据头豹研究院，我国 AI 医疗市场规模有望于 2028 年达 976 亿元，AI 医学影像为技术成熟度和商业化确定性较高的方向。政策端，2025 年 12 月国家医保局首次明确 AI 辅助诊断收费路径，卫健委持续推进医疗卫生强基工程；技术端，多模态医疗大模型演进，AI 影像从辅助检索走向临床辅助决策。基层医疗长期存在优质医生资源不足、诊断能力不均等痛点，AI 辅助诊断具备标准化、可复制、低边际成本优势。
- **战略发力 AI 医疗，构建 “硬件+AI+运营” 一体化生态闭环。**产品端，公司推出集成边缘 AI 算力的 PLDR 精准低剂量放射影像解决方案；生态端，公司拟战略收购超声 AI 企业脉得智能 (2025 年营收 5,161.3 万元，归母净利润-2,586.8 万元、同比减亏 479.9 万元)，其获全国首个甲状腺结节超声 AI 三类证，并布局乳腺、肝脏等多器官 AI 诊断产品；商业端，公司立足基层医疗，向高端医疗、体检及健康管理延伸，通过耗材、AI 服务及数据产品形成多元收益。据公司 2026 年股票期权激励计划 (草案)，26-28 年营收最低考核目标分别为 4.0/5.6/8.0 亿元，彰显管理层对 AI 医疗新业务规模化落地的长期信心。

盈利预测

- 我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 4.40/5.62/8.10 亿元，分别同比增长 37.1%/27.8%/44.1%。考虑到公司 X 射线探测器主业经营筑底回升，拟收购脉得智能打造 “X 光+超声” 多模态诊断能力，战略性切入 AI 医疗高景气赛道，公司高基数股权激励彰显发展信心，给予 “买入” 评级。

风险提示

- 行业竞争加剧、基层医疗政策落地不及预期、AI 业务拓展不及预期、注册证获批进度不及预期、新产品注册及认证风险、收购事项及整合效果不及预期、大股东减持风险、存货周转较慢的风险。

计算机组

分析师：刘高畅 (执业 S1130525120005)

liugaochang@gjzq.com.cn

分析师：陈芷婧 (执业 S1130525120008)

chenzhijing@gjzq.com.cn

分析师：鲍淑娴 (执业 S1130526020002)

baoshuxian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：34.87 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	298	321	440	562	810
营业收入增长率	8.90%	7.63%	37.11%	27.82%	44.05%
归母净利润(百万元)	18	-7	18	20	28
归母净利润增长率	14.54%	-137.77%	N/A	9.49%	44.13%
摊薄每股收益(元)	0.200	-0.076	0.203	0.223	0.321
每股经营性现金流净额	0.26	-0.82	0.17	-0.27	-1.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.05%	-0.78%	2.03%	2.18%	3.04%
P/E	66.15	-565.77	178.08	162.65	112.86
P/B	1.35	4.42	3.62	3.54	3.43

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、深耕 X 射线平板探测器领域十余载，医疗+工业双轮驱动	4
1.1 X 光平板探测行业先锋，通过跨界延伸战略实现产品多元化布局	4
1.2 管理层产业背景深厚，股权架构清晰稳定	6
1.3 财务分析：营收企稳回升，经营韧性显现	6
二、政策技术共振，百亿 AI 影像蓝海加速落地	8
2.1 AI 医疗市场高壁垒、广空间，AI 医学影像率先跑出规模化	8
2.2 模型能力跃迁，AI 逐步迈入临床核心决策	9
2.3 高质量闭环数据为稀缺、优质资产	11
三、战略发力 AI 医疗，构建“硬件+AI+运营”一体化生态闭环	12
3.1 从单一探测器硬件向“硬件+AI”迭代升级	13
3.2 携手脉得智能，补齐超声 AI 诊断领域能力	13
3.3 基层/高端/体检与健康管理等多场景覆盖	15
四、盈利预测与投资建议	16
五、风险提示	17

图表目录

图表 1：公司医疗（含宠物）、工业/安检领域主要产品及应用场景	4
图表 2：数字化 X 射线平板探测器内部结构示意	5
图表 3：公司开发多元新产品推动市场应用转化	5
图表 4：公司股权结构图，实控人为 JIANQIANG LIU 和高鹏	6
图表 5：公司层面考核：2026-2027 年度	6
图表 6：公司层面考核：2027-2028 年度	6
图表 7：2022-2025 年公司营收情况	7
图表 8：2022-2025 年公司归母净利润情况	7
图表 9：2022-2026Q1 公司毛利率与净利率情况	7
图表 10：2022-2026Q1 公司费用率情况	7
图表 11：2022-2025 公司分行业收入情况	8
图表 12：2022-2025 公司分产品收入情况	8
图表 13：AI 医疗健康在智慧医疗应用场景的商业化落地情况	8
图表 14：AI 医疗领域政策催化密集	9
图表 15：2019-2028E 中国 AI 医疗市场规模情况	9
图表 16：中国医疗大模型的发展路径	10



图表 17: MedGemma 1.5 在医疗影像方面的性能显著提升	10
图表 18: Tempus 整合患者基因组信息后, 通过 AI 等手段分析患者的基因和转录组表达水平数据, 提供结构化的数据服务	11
图表 19: 以大量高质量数据为基, Tempus 达到较高的智能诊断准确率	12
图表 20: Aidoc 在收入获取、缩短住院时间、疾病识别和临床效率四个关键指标上为医院均带来积极改善 ..	12
图表 21: 公司便携式智能 X 射线设备	13
图表 22: 公司精准低剂量放射影像 (PLDR) 解决方案	13
图表 23: 公司携手脉得智能, 实现战略合作	14
图表 24: 华为与脉得智能于 MWC26 巴塞罗那联合发布 “AI 医疗解决方案”	14
图表 25: 脉得智能三项智能医疗产品入选中国信通院 “数字医疗产品及服务高质量发展全景图” 证书	14
图表 26: 基于甲状腺结节数据集研发的 ITS200 甲状腺结节超声影像辅助诊断软件良恶性判别准确率超 96% ..	15
图表 27: 脉得智能获全球首张病理级甲状腺结节超声 AI 三类证	15
图表 28: 盈利预测	17

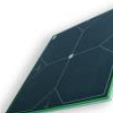
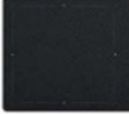


一、深耕 X 射线平板探测器领域十余载，医疗+工业双轮驱动

1.1 X 光平板探测行业先锋，通过跨界延伸战略实现产品多元化布局

以核心技术实现国产替代，跻身全球探测器行业前列。自 2007 年成立以来，公司始终致力于深耕数字化 X 射线平板探测器行业。2010 年以前，数字化 X 射线平板探测器的技术和市场基本被国外巨头垄断。作为国内最早进入该领域的先行者之一，公司于 2010 年研发出首台碘化铯平板探测器样机，2014 年正式产业化推广，助力我国平板探测器行业的国产化率从 2012 年的约 0 提升至 2019 年的约 34.68%，实现了我国 X 射线平板探测器从“无”到“有”的跨越。目前，公司已掌握了平板探测器的核心技术和生产工艺，产品应用从医疗普放逐渐延伸至乳腺、动态透视、放疗、口腔三维成像等领域，产品性能稳定性与国际高端产品进一步趋同，部分型号产品的关键性能指标已达到或超过国外先进水平。根据 IHSMarkit 统计，2018 年，公司在全球医疗及宠物医疗数字化 X 射线平板探测器市场中的市场份额为 3%，位列全球第九，国内企业第二。

图表1：公司医疗（含宠物）、工业/安检领域主要产品及应用场景

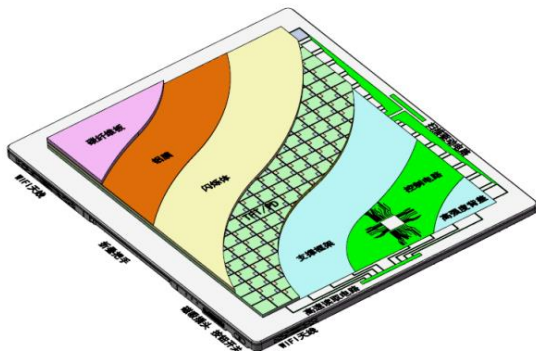
领域	类别	产品系列	应用场景
医疗	静态	 L/Le/Cw/Cwe 系列	 固定 DR  移动 DR  宠物 DR
		 M 系列	 乳腺静态
	动态	 RF 系列	 口腔 CBCT  动态 DR/数字胃肠机  血管造影机  C 型臂
		 IF 系列	 放疗
		 Mt 系列	 乳腺三维成像
工业/ 安检	工业 无损 探伤	 P 系列	 工业无损探伤
		 IF 系列	
	安检 排爆	 S/SF 系列	 安检排爆

来源：公司官网、公司年报、国金证券研究所



全链条自主研发实力稳居行业技术高地。平板探测器的研发周期长，对生产过程中的工艺控制要求高，技术壁垒难以突破。目前，主流且应用成熟的技术是以“非晶硅 TFT/PD+闪烁体”为基础。作为数字化 X 射线平板探测器生产商，公司不仅具备平板探测器的蒸镀、封装、邦定、组装等工艺环节的生产能力，还掌握了对平板探测器产品的整体开发、设计、集成能力，并自主开发了一套对平板探测器产品各主要生产环节进行质量控制和性能测试的分析标准。凭借过硬的研发实力及生产能力，公司掌握了非晶硅 TFT/PD 的设计和制造、碘化铯的蒸镀和封装、动态系列高阶应用技术、AED 技术、无线/有线 DAEC 技术、智能束光器、智能 DR 解决方案等核心技术，已覆盖数字化 X 射线平板探测器产品生产的全流程，形成行业领先的技术优势。

图表2: 数字化 X 射线平板探测器内部结构示意图



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

在稳固医疗普放领域优势的基础上，公司积极实施跨界延伸战略扩充产品布局。通过持续的技术迭代与产品创新，公司将业务边界进一步拓展至工业、安检、宠物等领域，把平板探测器技术从通用医疗场景向高壁垒的工业无损检测、高精尖的安检排爆以及高增长的宠物医疗赛道延伸，公司的产品矩阵日趋丰富多元，功能效用不断完善。近年，公司一方面加快推进 CBCT 平板探测器、口内传感器的市场开拓与应用，另一方面不断推动搭载 DAEC 技术、IGZO 传感器、CMOS 传感器、无线高速动态平板探测器、智能束光器、智能 DR 解决方案等技术开发与产品市场应用转化。目前，公司的产品交付形式由“平板探测器+关键部件”丰富为“平板探测器+智能 DR 解决方案”的系统级交付，形成了多点支撑、协同发展的业务格局。

- 工业与安检板块，除 P 系列、IF 系列探测器用于工业无损探伤，S/SF 系列探测器用于安检排爆，近年，公司相继发布电子检查、新能源电池检测、芯片点料等新产品，形成丰富的产品梯队，目前已在包括行业标杆客户在内的多家客户实现产品终端批量应用，与部分头部企业通过签署框架协议、战略合作、深度协作等不断巩固业务伙伴地位。
- 宠物医疗板块，随着宠物 DR 设备市场发展，公司拓展医疗业务版图，跻身宠物医疗细分赛道。针对宠物医院对便携性、低剂量及高分辨率的特殊需求，开发出适配宠物 DR 设备的专用探测器（如 AniView D4343），宠物产品快速增长，产品市场应用表现良好。

图表3: 公司开发多元新产品推动市场应用转化

应用	名称	特色简介
医疗	无线高速动态平板探测器	搭载无线 DAEC 技术、符合 IP67 防尘防水标准、搭载图像处理引擎、碳纤维一体化
	头影测量平板探测器	成像材质应用 CMOS+CsI、经典线扫方式、高频率取图、更高量子探测效率更低剂量
医疗/口腔	数字口内传感器	低剂量高清晰度成像、小巧便捷轻松取用、高标准选材稳定耐用、贴合人机设计，高舒适度
	CMOS 平板探测器	100 微米像素、搭载 CMOS 平板技术、高灵敏度、高速帧频输出、高动态范围
工业/安检	电子制造及锂电检测平板探测器	提供 320kV 辐射屏蔽、紧凑和多功能的硬件、快速图像刷新率带来更高的效率



电子点料及工业 CT 平板探测器	高分辨提供更准确数据、快速出图、高环境适应性、支持 IP65 等级
宠物医疗	宠物专用平板探测器、碘化铯直接生长技术、全尺寸 AED 功能、超大动态范围
智能 DR 解决方案	智能束光器
智能 DR 或智能影像技术解决方案	智能 DR 解决方案
	聚焦影像系统数字化、集成化、智能化
	AI 辅助摆位、智能视觉、4D 定位、独立叶片运动控制、搭载无线 DAEC 技术

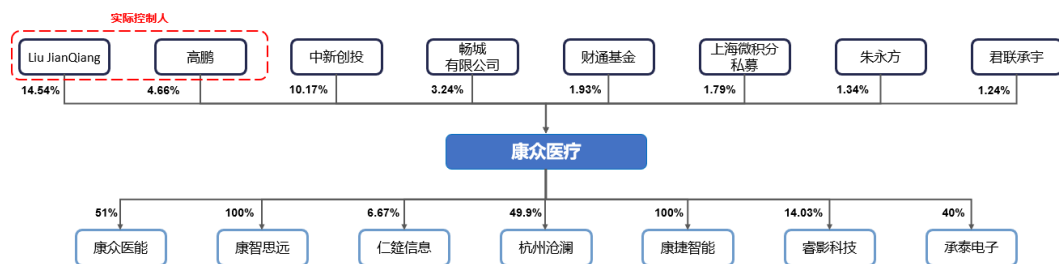
来源：公司官网、公司年报、国金证券研究所

1.2 管理层产业背景深厚，股权架构清晰稳定

股权结构稳定，控制权稳固。公司实际控制人为创始人 JIANQIANG LIU 和高鹏先生，截至 2026 年 3 月 31 日，二人分别直接持有公司 14.54% 和 4.66% 的股份，通过一致行动协议合计持股 19.20%。

创始人技术及产业背景深厚，管理层业界经验丰富。公司创始人 JIANQIANG LIU 为加州理工大学博士，历任中国国家天文台太阳物理部助理研究员、美国通用电器公司全球研发中心高级工程师等知名企业技术及管理职务，将天文观测精准技术引入医学影像领域，持续引领技术升级方向。管理层团队在产品研发、业务拓展、全球化运营等方面积累丰厚，为公司的持续多元发展提供有力支持。高鹏毕业于中国科学院计算技术研究所，曾任多家相关行业公司经理，管理经验丰富。

图表4：公司股权结构图，实控人为 JIANQIANG LIU 和高鹏



来源：iFinD、公司公告、国金证券研究所

公司推出高目标的股权激励计划，彰显管理层对业绩高增长的信心。为完善长效激励机制，充分调动核心团队的积极性与创造性，公司于 2026 年 1 月推出股票期权激励计划。据股权激励计划行权条件，公司层面设置营收与市值双考核指标，其中最低行权档 (A3) 要求 2026-2028 年营收分别不低于 4.0/5.6/8.0 亿元，且市值分别不低于 50/70/100 亿元。

图表5：公司层面考核：2026-2027 年度

行权安排	考核年度	考核值A1	考核值A2	考核值A3
		公司层面可行权比例=100%	公司层面可行权比例=90%	公司层面可行权比例=80%
第一个行权期	2026年	营业收入不低于5.00亿元且市值不低于50.00亿元	营业收入不低于4.50亿元且市值不低于50.00亿元	营业收入不低于4.00亿元且市值不低于50.00亿元
第二个行权期	2027年	营业收入不低于7.00亿元且市值不低于70.00亿元	营业收入不低于6.30亿元且市值不低于70.00亿元	营业收入不低于5.60亿元且市值不低于70.00亿元

图表6：公司层面考核：2027-2028 年度

行权安排	考核年度	考核值A1	考核值A2	考核值A3
		公司层面可行权比例=100%	公司层面可行权比例=90%	公司层面可行权比例=80%
第一个行权期	2027年	营业收入不低于7.00亿元且市值不低于70.00亿元	营业收入不低于6.30亿元且市值不低于70.00亿元	营业收入不低于5.60亿元且市值不低于70.00亿元
第二个行权期	2028年	营业收入不低于10.00亿元且市值不低于100.00亿元	营业收入不低于9.00亿元且市值不低于100.00亿元	营业收入不低于8.00亿元且市值不低于100.00亿元

来源：公司 2026 年股票期权激励计划（草案）、国金证券研究所

来源：公司 2026 年股票期权激励计划（草案）、国金证券研究所

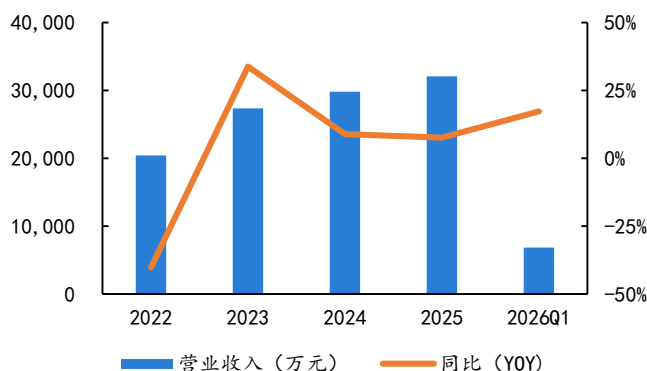
1.3 财务分析：营收企稳回升，经营韧性显现

业绩筑底企稳。2025 年公司营收已走出低谷并恢复稳健增长，展现出较强的经营韧性；利润端受单项坏账计提因素影响，短期利润承压。

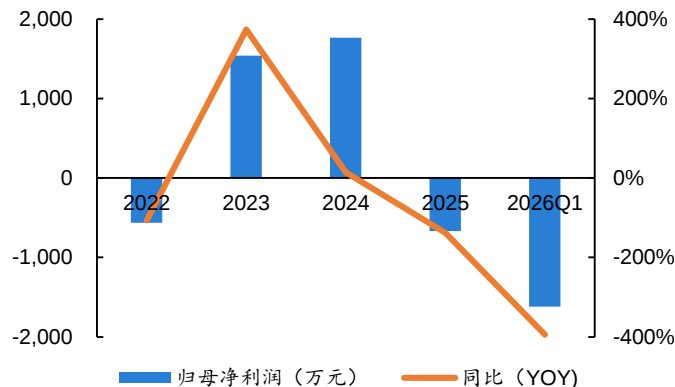


- 收入端：2025 年公司全年实现营业收入 3.21 亿元，同比增长 7.63%，公司稳步推进新产品、新技术持续落地，产品矩阵不断丰富，市场拓展成效逐步显现，带动产品竞争力提升，收入实现稳健增长。2026Q1 实现营收 0.69 亿元，同比大幅增长 17.28%，收入增长动能增强。
- 利润端：2025 年公司实现归母净利润-0.07 亿元，2024 年同期为 0.18 亿元；扣非净利润-0.17 亿元，2024 年同期为 0.06 亿元，利润承压主要系单项计提坏账所致，2025 年新增单项坏账计提准备 1,528.4 万元，实施 100%减值准备，受此影响，2025 年公司信用减值损失达到 1,750.0 万元，同比大幅增加 1,618.5 万元，拖累当期利润。2026Q1 公司归母净利润为-0.16 亿元，2025 年同期为-0.03 亿元，主要系公司启用新厂房新增折旧及子公司进入研发开展阶段所致。

图表7：2022-2025 年公司营收情况



图表8：2022-2025 年公司归母净利润情况

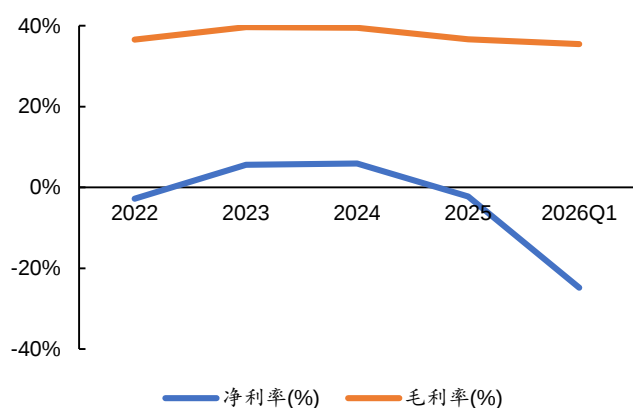


来源：iFinD、国金证券研究所

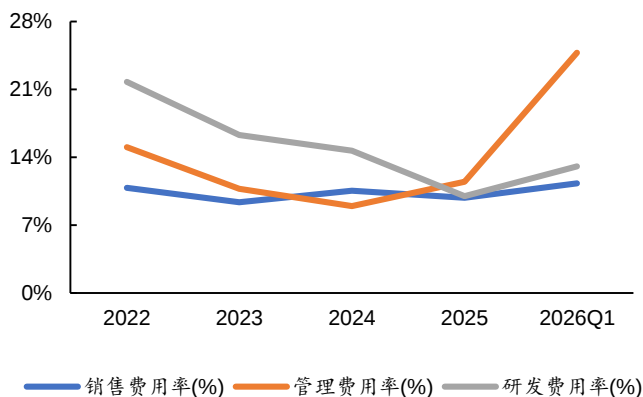
来源：iFinD、国金证券研究所

毛利率表现坚挺，AI 转型期费用率有所上涨。2022-2026Q1 公司总体毛利率保持在 35%以上，持续优化技术工艺与供应链管理，从源头把控成本与产品质量，2025 年公司毛利率为 36.64%，较 2024 年同期的 39.53%小幅下滑。境内医疗普放业务受宏观环境影响，订单需求波动导致该板块收入同比下降 7.35%，毛利率回落至 34.69%，同比下降 4.14pcts；处于快速放量期的工业/安检业务营收同比增长 52.49%，毛利率同比下滑 5.35pcts，拉低整体盈利水平。2025 年新设子公司初始投入费用增加，导致管理费用同比增长 37.59%。

图表9：2022-2026Q1 公司毛利率与净利率情况



图表10：2022-2026Q1 公司费用率情况



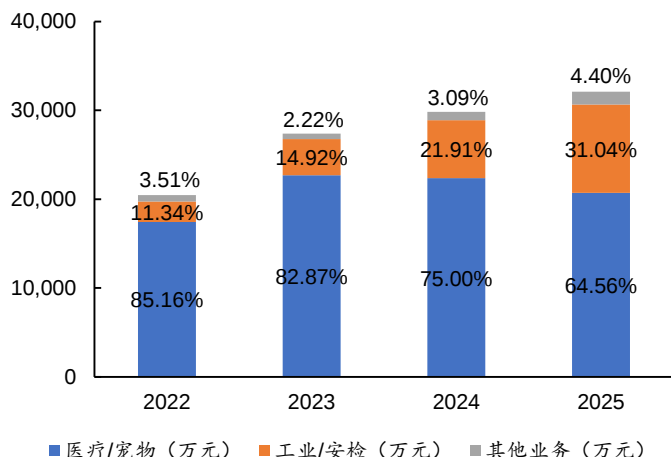
来源：iFinD、国金证券研究所

来源：iFinD、国金证券研究所

医疗企稳，工业加速。公司平板探测器销售收入常年占比 95%以上，主营业务夯实。1) 分行业来看：2025 年公司加速完善非医疗领域产品矩阵，工业安检、新能源电池检测等新应用领域显著放量，工业/安检业务实现收入 9960.4 万元，同比增长 52.49%，占总业务比重为 32.47%；医疗业务实现收入 2.07 亿元，同比下滑 7.35%，占总业务比重为 67.53%。2) 分产品来看：公司动态技术加速升级，动态产品收入同比增长 11.72%至 1.49 亿元，静态产品收入同比增长 1.45%至 1.58 亿元，产品结构持续优化。

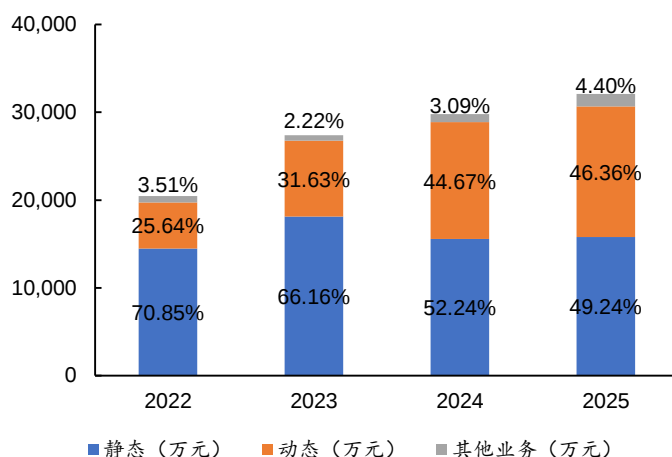


图表11：2022-2025 公司分行业收入情况



来源：iFind、国金证券研究所

图表12：2022-2025 公司分产品收入情况



来源：iFind、国金证券研究所

二、政策技术共振，百亿 AI 影像蓝海加速落地

2.1 AI 医疗市场高壁垒、广空间，AI 医学影像率先跑出规模化

强监管、强验证、强数据三重门槛叠加，AI 医疗进入壁垒高。1) 严肃医疗属性决定高准入门槛：参与临床辅助决策的 AI 医疗产品须通过 NMPA 三类证审批，平均审批周期长、整体通过率较低、单张证研发与临床投入成本高昂。2025 年国家药监局共批准境内第三类医疗器械注册 8147 项，审批总量虽维持高位，但落到 AI 医疗器械细分领域则相对稀缺。2) 长周期、大样本临床验证不可或缺，决定 AI 医疗难以套用“快速规模迭代”逻辑：模型不仅须在实验室数据集上表现优异，更须经多中心、大样本、跨区域的真实世界验证，以证明其不同医院、设备、病种与医生操作条件下具备稳定的泛化能力。3) 高质量医疗数据天然稀缺：医疗数据具有非公域、碎片化、强隐私属性，多模态数据（影像、病理、基因组、电子病历、长期随访等）的获取、清洗、标注与合规使用成本较高。三重壁垒之下，AI 医疗并非简单的“大模型+场景落地”，而是依靠长期数据沉淀、临床验证积累与监管能力协同构建的高壁垒产业。

图表13：AI 医疗健康在智慧医疗应用场景的商业化落地情况

典型场景	商业化落地情况	技术局限性
智能导诊	部分医院引入智能导诊系统，但使用效果和普及程度有待提升	对医院复杂环境和患者多样化需求适应能力有限，交互体验有待改善
智能预问诊	互联网医疗平台有所应用，但未成为主流问诊方式	对患者描述理解存在偏差复杂病情问诊深度和准确性不足：
智能影像诊断	不同病种 AI 辅助影像诊断产品相继获批上市，在医院得到广泛应用，但仍需与医生诊断结合	数据质量参差不齐影响诊断准确性，在复杂病情和多模态数据融合诊断方面有提升空间
智能辅助治疗	一些大型医院试点使用相关 AI 辅助治疗系统，但全面推广面临医生接受度和监管审批等问题	对罕见病、复杂病症治疗建议能力有限，临床决策需医生综合判断
个性化精准治疗	部分针对特定疾病的个性化精准治疗方案开始应用，但尚未大规模普及	治疗方案的普适性和长期效果仍需验证，技术成本较高
智慧病历	部分医院开始试用相关 AI 系统生成和审核病历，但还需要大量人工校对	对医学术语理解和语义分析能力有待提高，文书准确性需人工复核
医学研究辅助	科研人员开始使用 AI 工具辅助文献筛选、数据分析等	对文献语义理解和知识关联挖掘能力有限，可能遗漏重要信息
教学智能辅助	主要应用于医学教育机构，在实际临床教学场景中的应用较少	模拟场景与真实临床场景存在一定差距，难以完全涵盖复杂多变的临床情况

来源：阿里云“人工智能+”医疗健康行业应用白皮书、国金证券研究所

政策领航，推动 AI 医疗从顶层规划走向落地。近期，AI 医疗相关政策催化密集，2025 年 11 月，医保局首次将 AI 辅助诊断纳入立项指南，提出到 2027 年，建立一批卫生健康行



业高质量数据集和可信数据空间，形成一批临床专病专科垂直大模型和智能体应用，基层诊疗智能辅助、临床专科专病诊疗智能辅助决策和患者就诊智能服务在医疗卫生机构广泛应用；到 2030 年，基层诊疗智能辅助应用基本实现全覆盖，推动实现二级以上医院普遍开展医学影像智能辅助诊断、临床诊疗智能辅助决策等人工智能技术应用；2026 年 3 月，“十五五”规划明确引导 AI 在辅助诊疗、健康管理等场景落地应用。多轮政策驱动下，AI 辅助诊断系统、慢性病管理工具、智能预问诊与分诊系统等 AI 医疗应用有望成为基层医疗机构首诊能力的关键支撑。

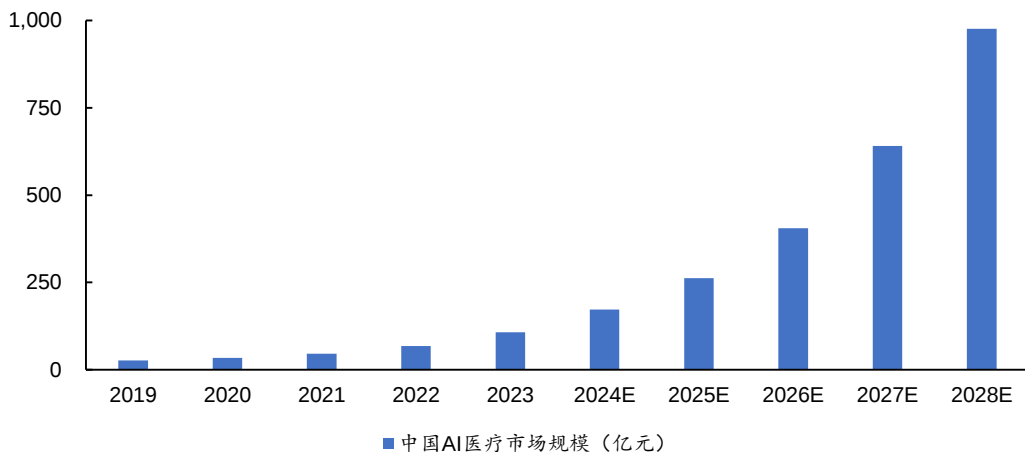
图表14：AI 医疗领域政策催化密集

时间	政策名称	政策内容
2025 年 7 月	《优化全生命周期监管支持高端医疗器械创新发展有关举措的公告》	将人工智能医疗器械列为高端医疗器械，提出加快 AI 产品的注册指导等支持举措。
2025 年 8 月	《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》	要求有序推动人工智能在辅助诊疗、健康管理、医保服务等场景的应用，大幅提高基层医疗健康服务能力和效率。
2025 年 9 月	《医疗卫生强基工程实施方案》	要求提高县区医疗卫生数智化服务水平，探索医学人工智能辅助诊疗在基层的应用。
2025 年 10 月	《关于促进和规范“人工智能+医疗卫生”应用发展的实施意见》	首个专门针对 AI 医疗的综合性指导文件，设定了 2027 年（打基础）和 2030 年（全覆盖）两大阶段性目标。明确八大重点应用领域，特别提出要推广医学影像智能辅助诊断、临床诊疗智能辅助决策，以及加强基层医生智能辅助诊疗应用。
2025 年 12 月	《病理类医疗服务价格项目立项指南》	首次明确将“人工智能辅助诊断”作为病理诊断的扩展项，并将其纳入价格构成，为 AI 辅助诊断技术的临床应用理顺收费路径。

来源：国家药品监督管理局网站、中国政府网、国金证券研究所

中国 AI 医疗已成数百亿大市场，医学影像率先跑出规模化，政策与技术共振将持续推升渗透率。据头豹研究院数据，2023 年我国 AI 医疗市场规模已突破百亿，预计 2028 年将达到 976 亿元，2023-2028 年复合增长率高达 55.6%。其中，AI 医学影像技术成熟度高、商业模式清晰、政策支持明确，在 AI 医疗领域中率先突围，据观研天下数据，2024 年医学影像领域占比已超过 4 成，预计 2025 年我国 AI 医学影像市场规模可超 150 亿元、2026 年将达 235.7 亿元。当前，AI 医疗正加速迈向规模化临床应用，场景由辅助诊断向全流程管理深度渗透，政策助力叠加技术突破，市场将持续快速扩张。

图表15：2019-2028E 中国 AI 医疗市场规模情况



来源：头豹研究院、国金证券研究所

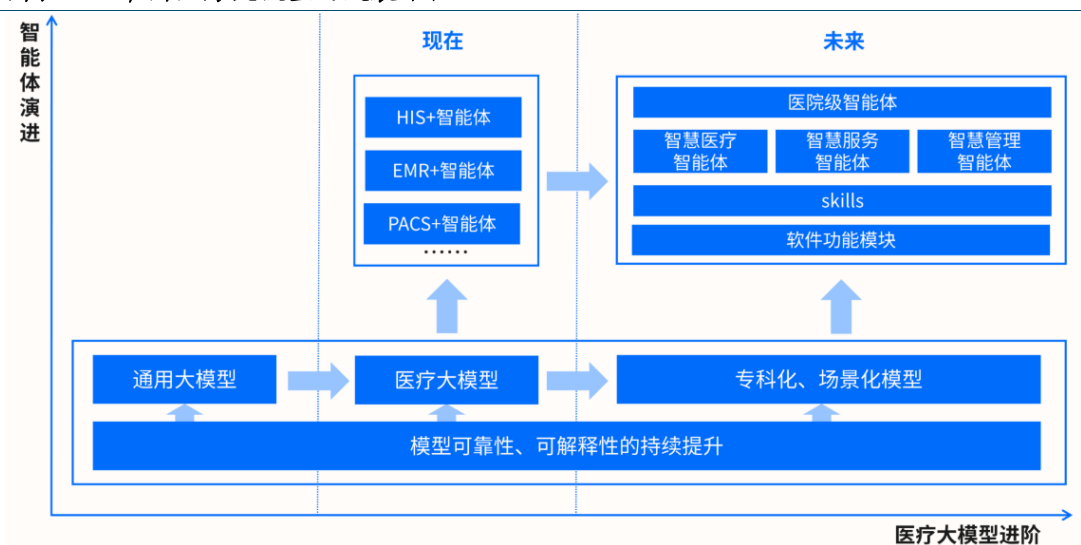
2.2 模型能力跃迁，AI 逐步迈入临床核心决策

医疗大模型能力全面升级，多场景应用加速铺开。1) 文本模型已快速渗透医疗 IT 场景：医疗场景对语言与文本数据处理存在刚需，动脉网对 288 个（截至 2025 年 4 月）医疗大模型应用场景进行梳理，在累计 663 个场景提及频次统计中，非医学影像类医疗 IT 场景提及频次高达 300 余次，以近 46% 的占比成为核心落地方向。2) 综合能力提升带动模型向专科化、场景化纵深演进，推动实际诊断场景加速落地：2026 年 4 月，IDC 围绕医学知识、健康咨询、门诊病历生成、辅助诊断、病历分析、检验检查解读、诊后管理及随访等场景对多个国内医疗大模型实测，发现模型的基础性能、可解释性、幻觉控制方面显著升



级，客观选择题方面的正确率从 2025 年的 80%提升至 95%，在分析类场景中，头部模型（东软集团、讯飞医疗、卫宁健康等）能够进行多模态融合决策分析，输出全面、可循证的信息，呈现出专业医师的水平。

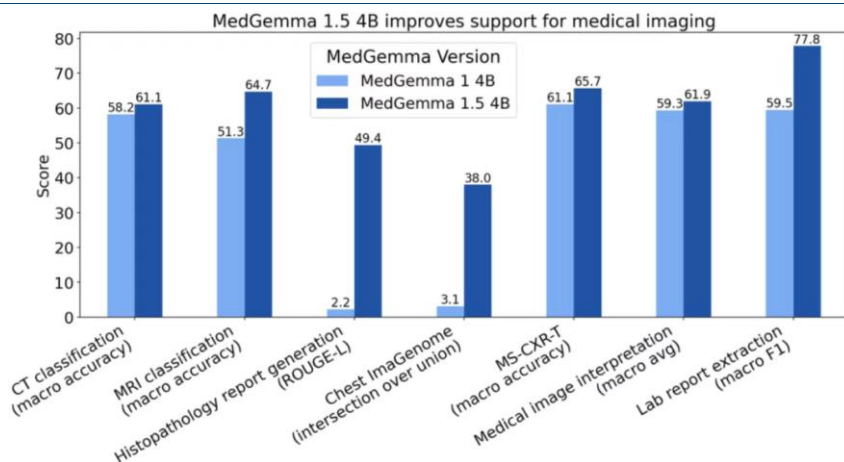
图表16：中国医疗大模型的发展路径



来源：IDC、国金证券研究所

多模态能力的重大突破，正驱动医疗大模型加速贴近真实临床场景。临床诊断需处理影像、病理切片、电子病历等多维信息，其中影像数据占医疗数据的 60%以上，模型对影像空间结构和连续病理变化处理能力的不足，导致诊断信息缺失，使大模型的应用场景局限于辅助信息检索和初步分析阶段，难以直接支撑临床决策。2026 年 1 月，谷歌 Health 发布多模态大语言医疗模型 MedGemma 1.5，首次实现对 CT、MR、全切片数字病理等高维医学影像的原生理解。1) 3D 影像学诊断能力提升显著：CT 疾病分类准确率从 58%提升至 61%、MRI 影像疾病发现准确率从 51%提升至 65%。2) 临床 workflow 进一步优化：在纵向影像对比方面，自动标注肺部浸润、心影扩大等关键指标的演变趋势，对比历史影像能力从 61%提升至 66%，辅助医生判断慢性病进展或治疗响应；在解剖定位上，胸部 X 光解剖定位交并比从 3%跃升至 38%，为 AI 辅助阅片提供可靠参考。

图表17：MedGemma 1.5 在医疗影像方面的性能显著提升



来源：智药局微信公众号、国金证券研究所

我国 AI 影像大模型步入成熟期，具备临床部署的能力。近年来，AI 影像模型通过多中心联合训练、合成数据增强等改进手段，泛化能力实现显著提升，整体诊断表现趋于稳定。据动脉网数据，截至 2025 年 4 月，国内聚焦医学影像领域的大模型相关产品已达 56 款，覆盖图像采集、处理及诊断全流程，以心脏、骨骼、头颈、肺部等解剖部位的辅助诊断应用最为广泛。其中，超声和病理成为重要突破方向，脉得智能甲状腺结节超声辅助诊断软件准确率达 96%，接近病理水平；透彻未来病理大模型在大型医院敏感度近 100%，在中小型医院特异性超 90%；联影医疗“元智”大模型可支持 10 余种影像模态、超过 300 种影像处理任务，在复杂病灶诊断、器官分割等关键临床任务中，精准度超 95%。

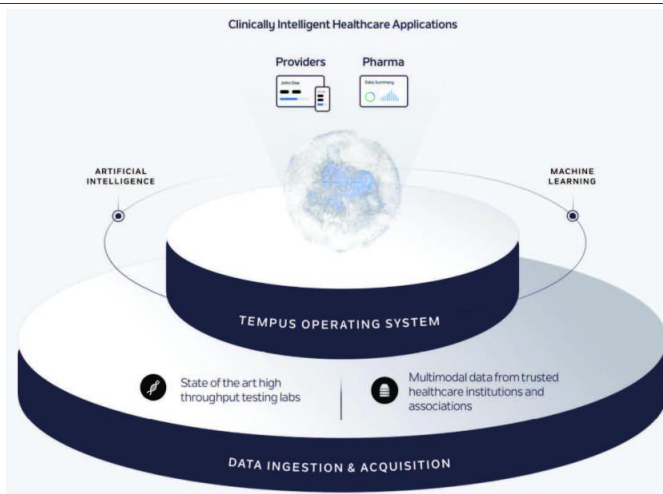


2.3 高质量闭环数据为稀缺、优质资产

医疗数据“多而不优、散而不通”，已成为制约医疗大模型性能提升的核心瓶颈。1) 医疗数据使用成本高、难度大：医疗数据非公域数据，存在隐私性、安全性问题，数据采集、脱敏、对齐、存储等环节均面临繁琐合规流程与较高的技术门槛，多模态长时序高质量队列治理成本更高，许多医院需投入千万元清洗数据库才能获得基础元数据。2) 数据孤岛导致共享壁垒高企：医疗数据分散于不同医疗机构、科研机构与企业之间，受制于尚不成熟的利益分配机制与安全保障体系，共享阻力巨大；据健康界，当前国内医疗数据共享率不足 10%，价值远未充分释放。

高质量、可闭环的稀缺数据，将构筑 AI 医疗企业最深的护城河。1) 高质量的数据是模型训练的基础：据 DoNews，2024 年全国卫生机构 101.1 亿诊疗人次产生海量数据，但因标准不一、非结构化存储、错漏残缺等问题，已影响 AI 模型训练效果。2) AI 医疗行业具备典型的数据飞轮特征：企业先以优质临床数据训练出更优模型，进而提升产品效果与渗透率，从而积累更多真实世界数据，形成自我强化、难以轻易复制的竞争壁垒。

图表18: Tempus 整合患者基因组信息后，通过 AI 等手段分析患者的基因和转录组表达水平数据，提供结构化的数据服务



来源：Tempus、国金证券研究所

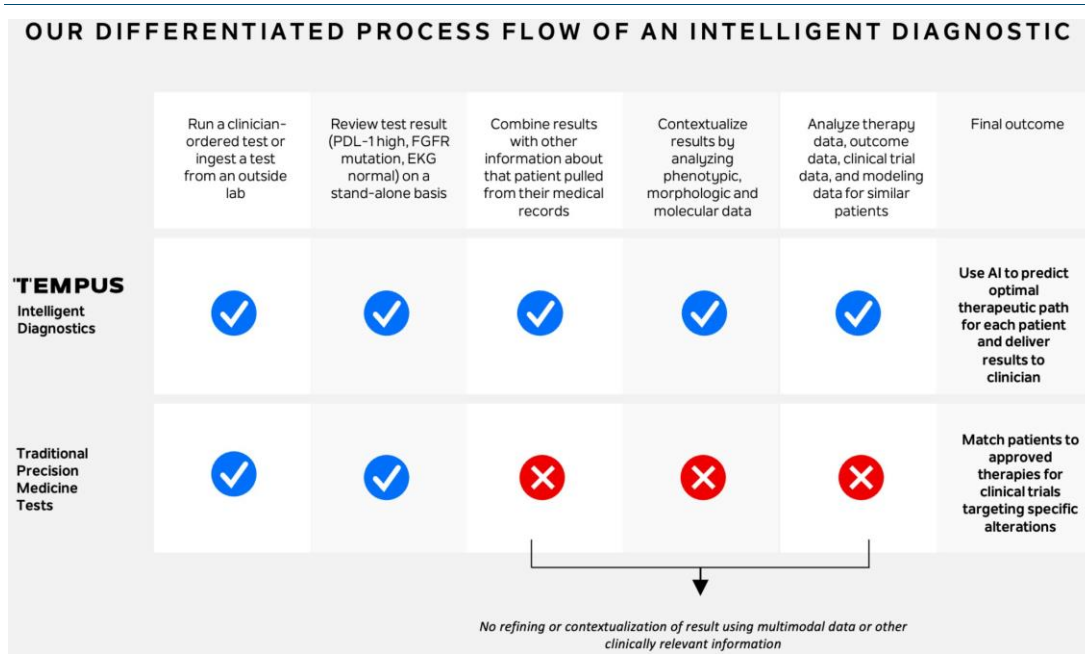
海外领先 AI 医疗企业的实践充分印证：高质量数据闭环是 AI 医疗商业化成败的胜负手。

Tempus AI：以数据驱动个性化医疗，2025 年营收逐季高增。Tempus 成立于 2015 年，是一家运用人工智能采集与分析分子生物学及临床数据、致力于改善癌症疗法的精准医疗科技企业，业务覆盖医疗诊断、生物科技、数据服务三大板块。

- 以基因组学业务为入口，实现海量高质量数据的低成本获取。Tempus 首先通过基因组学业务，提供低价测序服务，获取原始数据，经处理后通过数据授权与临床服务多次变现，并向药企提供药物发现、临床试验设计等支持服务。在这一模式下，Tempus 形成数据规模提升、测试精准度提升、应用场景日益丰富，吸引更多医生和机构加入，从而产生更多数据的正向循环。目前，Tempus 拥有 200 个制药企业伙伴，产品已被约 95% 巨头制药企业采用，辉瑞、阿斯利康、GSK 均为其核心客户。
- 数据规模与质量上，Tempus 已建成全球规模最大、最为完整的癌症患者分子数据库。Tempus 依托其在医疗数据侧的长期积累，构建了覆盖基因组学(NGS)、电子病历(EHR)、医学影像及数字病理等在内的多模态真实世界数据体系，拥有超过 4000 万笔去标识化研究数据、云端存储数据规模超 500PB，已连结全美 65% 学术医疗中心、与超 250 家生物制药企业合作，逾 50% 的肿瘤科医师通过测序、临床试验匹配、研究合作等方式使用其数据。
- 业绩方面，2025 年营收大增，2026Q1 数据服务延续强势。2025 年，Tempus 实现总营收 12.72 亿美元，同比高增 83.41%，其中，受益于数据许可推动，数据和服务业务收入 3.16 亿美元，同比增长 31%；2026Q1，Tempus 总营收 3.48 亿美元，同比增长 36.1%，AI 驱动数据业务需求强劲，数据和服务业务收入达到 0.87 亿美元，同比大幅增长 40.50%，Tempus 将 2026 年全年营收指引由 15.9 亿美元上调至 16.0 亿美元，对应年增长率约 25%。



图表19：以大量高质量数据为基，Tempus 达到较高的智能诊断准确率



来源：Tempus、国金证券研究所

Aldoc Medical：构建真实临床场景下的高质量数据闭环。Aldoc 专注于 AI 医疗成像诊断分析服务，旗下 CARE 模型经过数百万次检查数据训练，已累计拥有 17 项 FDA 批准算法。Aldoc 的 AI 系统每年在近 2000 家医院分析超过 6000 万例患者病例，每月处理约 300 万份真实医学影像，与 University Hospitals、Ochsner Health 等大型医疗体系深度合作，持续获取高复杂度、多模态、真实世界临床数据。Aldoc 将 CARE 模型和多个 AI 工具统一部署于 Aldoc aiOS 平台，“Always-on AI”能力使其能够在后台持续监测和分析新生成的影像，无需医生主动触发，无缝嵌入医生日常工作流，目前全球 1600 多家医疗机构正在使用其 AI 平台，平台具备扫描质量筛选与数据治理能力，仅允许“最相关、最高质量”的医学影像进入 AI 流程。2026 年 4 月，Aldoc 获得 1.5 亿美元 E 轮融资，由 Goldman Sachs Alternatives 领投，General Catalyst、SoftBank 及 NVIDIA 旗下 NVentures 参投，累计融资总额超过 5 亿美元，资本市场正持续加码兼具真实世界部署能力、合规能力与数据壁垒的 AI 医疗龙头。

图表20：Aldoc 在收入获取、缩短住院时间、疾病识别和临床效率四个关键指标上为医院均带来积极改善



来源：Aldoc、国金证券研究所

三、战略发力 AI 医疗，构建“硬件+AI+运营”一体化生态闭环

公司于 2025 年 5 月认缴出资 1020 万元设立控股子公司康众医能（注册资本 2000 万元，公司持股 51%），将以此为主体，聚焦基层医疗市场，构建以“数联-智联-运营”平台为底座、AI 垂类模型为核心的“设备+AI+运营”一体化解决方案。

在产品端：1）公司依托在 X 光探测器领域的积累，自主研发出内置边缘计算平台的精准低剂量放射影像（PLDR）硬件系统，赋予常规设备实时的边缘 AI 重构能力，推动传统设



备向“影像机器人”演进；2）公司战略参股超声 AI 领军企业脉得智能，打通“X 光+超声”的多模态辅助诊断路径，弥补了单一模态的临床局限性。

商业端，公司以基层医疗市场作为核心发力场景，整合超声 AI 检查、体检全流程 AI 解决方案等产品，帮助医生实时规范操作、提升诊断精准度与报告效率，向高端医疗、体检及健康管理等多元场景延伸，并通过耗材、AI 服务及数据产品形成可持续的多元收益模式。

3.1 从单一探测器硬件向“硬件+AI”迭代升级

公司以 AI 深度融合重塑 X 射线成像。公司打破传统平板探测器厂商的单一硬件边界，推出全新便携式智能 X 射线设备，以全球首创的 DAEC 技术为引擎，采用高度智能的一体化设计，集无线影像传输、智能控制系统和长效续航于一身，为移动医疗多场景提供智能数字医疗影像解决方案。2025 年 11-12 月，公司以“智能、高效、低剂量”全链创新方案亮相北美放射学会（RSNA）2025 年会，自主研发的精准低剂量放射影像（PLDR）解决方案，以第三代 Gen3 无线平板探测器、DAEC®全视野自动曝光剂量控制技术 & 智能束光器为核心，可在 AI 辅助下精准实现患者体位识别与自动摆位，依据实时圈定的 ROI 实现“点对点”微剂量精确曝光，构建从定位到成像的全链路低剂量工作流程；算力底座同步升级，公司引入 NVIDIA Jetson 边缘计算平台及 TensorRT 推理加速引擎，强化边缘 AI 算力，加速精准低剂量放射影像（PLDR）解决方案的开发与实时优化，实现“检查即处理、处理即优化”的 AI 实时图像重构与智能系统控制，推动手动 X 光设备向“影像机器人”演进。

图表21：公司便携式智能 X 射线设备



图表22：公司精准低剂量放射影像（PLDR）解决方案



来源：公司公众号、国金证券研究所

来源：公司公众号、国金证券研究所

3.2 携手脉得智能，补齐超声 AI 诊断领域能力

公司纵深推进“硬件+AI”战略发展，积极探索第二增长曲线，通过收购整合脉得智能，实现“X 光+超声”多模态融合能力的横向延伸。2 月 6 日，公司使用自有资金 7000 万元以增资形式参股脉得智能，持股 7.37%。4 月 14 日，公司宣布拟以 7.5 亿元的整体估值，以现金方式收购脉得智能，此次交易设置 2 种方案，若成功受让国有股东梁溪创投所持股权，公司将持有脉得智能 51% 股权；若未能受让，则通过受让其他股东股权，持有 50.73% 股权；对应总体交易价格分别为 3.825、3.805 亿元，其中预计 30% 将以自有资金支付，剩余 70% 将通过银行并购贷款融资支付，并预计于 2026 年 6 月 30 日前完成交易对价支付。

本次收购的承诺期为 2026—2028 年，对赌考核涵盖类证注册、终端医院覆盖及经营业绩，有助于推动脉得智能商业化加速落地。其中，2026 年重点考核类证突破与市场覆盖，要求新增 2 项三类证送审、取得 2 张二类证、累计覆盖 100 家公立医疗机构；2027 年进入注册、市场与业绩均衡发展阶段，要求新增 2 项三类证送审、取得 2 张三类证及 4 张二类证、累计覆盖 150 家公立医疗机构、营业收入不低于 1 亿元、净利润不低于 500 万元；2028 年重点考核商业化兑现能力，要求新增 2 项三类证送审、累计覆盖 200 家公立医疗机构、营业收入不低于 1.6 亿元、净利润不低于 1,000 万元。

优势互补，共绘智慧医疗新蓝图。1）技术协同：公司长期深耕 X 射线平板探测器、便携式及基层医疗影像装备、AI 医学影像应用，具备扎实的技术积累、成熟的渠道体系和显著的品牌影响力。脉得智能在超声 AI 诊断领域具有创新优势，持有全球首张且当前唯一的基于金标准病理的甲状腺结节超声 AI 三类医疗器械注册证，并在区域级“筛查—诊断—支付—考核”商业闭环方面积累了可复制的成功经验。双方将充分发挥各自在硬件研发与系统集成、AI 算法与多模态数据方面的核心优势，围绕“AI+超声+具身智能+数据平台”方向，联合推进新一代智能超声诊断系统的规划、研发与实际应用。2）市场与渠道协同：深度



整合双方在基层医疗、公共卫生系统及专业医疗网络中的渠道资源，拓展区域市场，构建可复制的商业模式。

图表23：公司携手脉得智能，实现战略合作



来源：公司公众号、国金证券研究所

脉得智能：超声 AI 领域领军企业。2025 年公司实现总营收 5,161.3 万元，同比下降 27.2%，归母净利润-2,586.8 万元，同比减亏 479.9 万元。1) 脉得智能专注人工智能医学大数据算法研究领域，以强大的人工智能原研团队为支撑，以建设强大的全球医疗 AI 原研企业为目标，由院士团队与国内杰出医疗运营团队联合成立，累计获得 70 余项发明专利，发表专业科研成果 100 余篇，技术实力处于行业前沿。2) 目前，脉得智能的产品已实现在全国超过 500 家医院的落地应用，辐射机构上千家。其商业化版图不仅局限于国内，还通过与华为、GE 医疗等巨头的生态合作，快速向海外市场延伸，实现了从零到亿级规模的商业化突破。2026 年，脉得智能受邀参加世界移动通信大会（MWC26 Barcelona）的华为展区，展示了与华为 ICT 能力深度融合的智能超声整体诊疗解决方案（IAS），该方案可针对甲状腺、乳腺、腹部脏器等多达 20 余个器官与部位，实现病灶的实时定位、边界分割、特征识别与良恶性辅助判别。3) 脉得智能自主研发的“智慧基因 AI 生信分析平台”“智能超声实时质控远程会诊解决方案”“智能超声整体诊疗解决方案”凭借卓越的性能和显著的应用价值，成功入选中国信息通信研究院《数字医疗产品及服务高质量发展全景图》。

图表24：华为与脉得智能于 MWC26 巴塞罗那联合发布“AI 医疗解决方案”



来源：脉得智能、国金证券研究所

图表25：脉得智能三项智能医疗产品入选中国信通院“数字医疗产品及服务高质量发展全景图”证书



来源：脉得智能、国金证券研究所

以高质量数据资产与临床资源为基石，打造先进 AI 医疗产品。脉得智能“高质量多模态超声医学数据集”为国内首个超声领域行业级数据集，覆盖甲状腺、乳腺、肝脏等 15 个关键器官，拥有超 100 万例结构化病例和超 1000 万条超声影像数据；同时与华西医院、复旦大学附属中山医院等临床机构建立合作，具备临床数据获取、模型验证与场景推广的全链条能力。其中，甲状腺结节数据集为商业化最成熟的模块，2026 年 4 月入选国家知识产权局发布全国数据知识产权第三批十大典型案例，数据准确性超 99%。脉得智能基于国家级高质量医疗数据集研发医疗 AI 智能体“让娜”，包括 IAS-pe（智能超声质控与精准检出模块）与“超声报告智能助手”两大核心板块；IAS-pe 涵盖甲状腺、乳腺、肝脏、子宫等 13



件 NMPA 证书，支持 11 类常规体检器官的实时高精度识别，准确率超过 95%，响应时间低于 50 毫秒，适配批量体检场景；超声报告智能助手集成结构化报告自动生成、报告解读、健康问答、个性化预警等功能，打通“检查-诊断-报告-解读-管理”的全流程健康管理闭环。

图表26：基于甲状腺结节数据集研发的 ITS200 甲状腺结节超声影像辅助诊断软件良恶性判别准确率超 96%



来源：脉得智能、国金证券研究所

拿证实力强、为商业化铺平道路。2025 年 3 月，智能超声整体诊疗解决方案（IAS）的核心模块甲状腺结节超声影像辅助诊断软件（ITS200）作为已获中国国家药品监督管理局三类医疗器械认证的“病理级”AI 诊断软件，对标病理金标准，可对 5mm 及以上结节进行实时、动态的良恶性辅助诊断，判别准确率超 96%、缩短 30%以上医师诊断时长、基层诊断准确率提升 30%+，目前此产品已覆盖全国 200 余家三甲医院，辐射机构上千家。此外，脉得智能持有 14 项第二类医疗器械注册证，并围绕超声 AI 产品持续推进注册申报，合规资产优势显著。

图表27：脉得智能获全球首张病理级甲状腺结节超声 AI 三类证

国家药品监督管理局 National Medical Products Administration				
数据查询				
请选择 请输入搜索的内容 Q 高级搜索				
搜索结果： 境内医疗器械（注册）				
序号	注册证编号	注册人名称	产品名称	详情
1	国械注准20253210557	脉得智能科技（无锡）有限公司	甲状腺结节超声影像辅助诊断软件	详情

来源：中国无锡、国金证券研究所

3.3 基层/高端/体检与健康管理等多场景覆盖

政策引航与痛点共振，基层医疗为 AI 绝佳落地场景。1) 政策助力基层 AI 医疗扩容：2025 年 9 月国家卫生健康委开展医疗卫生强基工程，着力提升基层医疗数智化水平，推广放射、心电、病理等医学影像和图形智能辅助诊断应用，探索医学人工智能辅助诊疗基层应用。2025 年 11 月，国家五部门强调到 2030 年基层诊疗智能辅助基本实现全覆盖，推动实现二级以上医院普遍开展医学影像智能辅助诊断、临床诊疗智能辅助决策等人工智能技术应用。2) AI 可解决基层医疗多重核心痛点：基层医疗存在先进诊疗设备缺失、医护人员不足、诊疗能力不均等问题，AI 诊断设备整合海量医学知识库与临床数据，可快速完成影像筛查等工作，并提供诊断建议和治疗方案，形成可规模复制的 AI 医疗服务能力，无需人类医生 10+年培训周期，显著提升医疗诊断流程的精准度和效率。

AI 赋能设备+支付+渠道，公司商业模式有望延伸升级。



- 软硬一体，重构产品形态：公司不再单纯提供传统医学影像硬件，而是将硬件与顶尖的 AI 算法深度融合，引入具备三类医疗器械认证的 AI 辅助诊断系统、基于国家级高质量医疗数据集研发的体检全流程医疗 AI 智能体“让娜”，帮助医生实时规范操作、提升诊断精准度与报告效率；同时，生态伙伴脉得智能持续拓展高等级医院客户，相继与复旦大学附属中山医院、上海市第十人民医院等知名三甲医院建立合作关系，有望实现基层医疗、高端医疗、体检与健康管理的多场景覆盖。
- 医保支付破冰，收费模式逐步落地：医保局立项指南明确将“人工智能辅助诊断”纳入病理诊断价格构成，指导各地定价时关注 AI 辅助诊断的相关资源投入成本，浙江等地率先将其纳入医保支付；脉得智能自 2025 年起向“按例收费、按服务付费”转型，以降低客户初始投入门槛，绑定业务价值，有利于形成高粘性、可预测的经常性收入，并于 2025 年 12 月成功中标温州鹿城区人民医院“超声 AI 远程诊断及区域 AI 质控系统”项目，验证了收费路径的商业可行性。
- 数据资产化，开辟新变现空间：脉得智能为国家数据局高质量医疗数据集先行试点单位，正联合中国移动、无锡市人民医院及区域内 9 家三甲、1 家二甲医院，探索数据传输通道与场景创新，未来有望通过数据集服务、数据标注等业务，开辟基层健康数据资产化的全新变现路径。

四、盈利预测与投资建议

收入及毛利率方面，我们认为，结合公司 2026 年股票期权激励计划设定的考核目标（26-28 年营业收入最低目标分别为 4.0/5.6/8.0 亿元），公司未来三年收入有望实现高速增长，综合毛利率伴随高毛利 AI 服务占比的提升有望持续优化。2025 年，公司在巩固数字化 X 射线平板探测器核心业务的基础上，围绕人工智能赋能基层医疗进行战略布局，非医疗领域及海外市场稳步放量，为公司构筑了坚实的基本盘。展望未来，公司通过设立康众医能及拟收购脉得智能，整合产业资源，发力布局广阔的基层医疗蓝海。公司于 2026 年 4 月 14 日宣布拟以 7.5 亿元的整体估值收购脉得智能，截至公告披露日，标的公司的审计及评估工作尚未最终完成，因此盈利预测暂不考虑脉得智能收购事项；脉得智能 2025 年实现总营收 5,161.3 万元，同比下降 27.2%，归母净利润-2,586.8 万元，同比减亏 479.9 万元，收购完成后经初步匡算，预计本次交易将形成商誉区间为 37,052 万-37,650 万元。我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 4.40/5.62/8.10 亿元，分别同比增长 37.1%/27.8%/44.1%，综合毛利率分别为 35.7%/36.2%/36.3%。

1) 医疗及宠物影像业务：公司深耕数字化 X 射线平板探测器领域十余年，具备深厚的底层技术积累，在普放、乳腺、动态透视及宠物医疗等场景形成了完备的产品矩阵。2025 年，受国内行业价格竞争等因素影响，传统主业阶段性承压，但公司加速深化全球布局，境外收入实现近 24% 的高增，有效对冲了国内下行压力。收入方面，随着海外“一带一路”市场的持续兑现及国内设备更新政策落地，医疗影像硬件基本盘将稳步复苏，保持稳健增长。毛利率方面，医疗和宠物医疗平板探测器市场集中度不断提高，行业竞争加剧，毛利率或小幅下滑。我们预计公司 2026-2028 年医疗及宠物影像业务收入分别为 2.17/2.39/2.68 亿元，分别同比增长 5.0%/10.0%/12.0%，毛利率分别为 33.5%/34.0%/34.0%。

2) 工业及安检业务：随着新能源电池检测、泛工业无损探伤（NDT）等高端制造领域需求的强劲爆发，公司在非医疗领域的定制化先发优势充分凸显。2025 年，公司工业/安检业务实现爆发式增长，同比增速高达 52.49%。收入方面，工业及安检业务为公司传统硬件的核心拉动力，预计该业务将继续保持稳健增长态势。毛利率方面，工业及安检市场竞争激烈，区域性营商环境多变，竞争压力上升下公司或被迫采取价格调整策略，毛利率将小幅承压。我们预计公司 2026-2028 年工业及安检业务收入分别为 1.32/1.72/2.15 亿元，分别同比增长 33.0%/30.0%/25.0%，毛利率分别为 40.0%/40.0%/40.0%。

3) 康众医能（AI 诊断与运营服务）：公司于 2025 年 5 月设立控股子公司康众医能，以此为主体聚焦县乡村三级基层医疗市场。公司创新确立“为 AI 设计机器”的新范式，构建“以‘数联-智联-运营’平台为底座、AI 垂类模型为核心的‘设备+AI+运营’一体化解决方案”，未来将“通过耗材、AI 服务及数据产品形成可持续的多元收益模式”。从医疗信息行业可比公司来看，卫宁健康 2022-2024 年医疗卫生信息化业务毛利率在 45% 以上，2025 年该业务毛利率为 32.9%；创业慧康 2022-2024 年软件销售业务毛利率在 50% 以上，2025 年该业务毛利率为 36.4%，二者的盈利能力验证了医疗数字化及软件服务业务具备较高的价值创造能力。康众医能瞄准渗透率较低、市场空间广阔的基层 AI 医疗场景，依托公司基层渠道资源、影像设备基础及 AI 生态布局，有望较快实现商业化放量，预计 26/27/28 年该业务收入将全面爆发，成为公司强劲的第二增长引擎。我们预计公司 2026-2028 年康众医能（AI 诊断与运营服务）收入分别为 0.75/1.35/3.10 亿元，2027/2028 年分别同比增长 80.0%/129.6%，2026-2028 年毛利率分别为 35.5%/36.0%/36.0%。



4) 其他业务：包含部分零星备件及衍生配套业务。公司持续推动底层探测器技术与 AI 技术的融合创新，预计 26/27/28 年其他业务将随公司整体规模扩大而保持平稳增长。我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 0.15/0.16/0.17 亿元，分别同比增长 6.0%/6.0%/6.0%，毛利率分别为 30.4%/30.4%/30.4%。

毛利率方面，我们认为：公司战略聚焦“AI+基层医疗”蓝海，产品交付形态由单一硬件向“耗材+AI 服务+数据产品”的综合服务演进。随着高毛利的 SaaS 化 AI 服务及数据变现收入占比持续攀升，订单结构将发生质的改变，预计 26-28 年综合毛利率将步入持续上升通道。

费用率方面，我们认为：公司坚定推进精细化管理，预计 26-28 年销售及管理费用率将在规模效应下稳中有降；同时，因公司前瞻布局第二增长引擎，坚定投入 AI 垂类模型、高质量医疗数据集打磨以及 PLDR 智能影像方案研发，预计研发费用率将保持在较高水平。

图表28：盈利预测

(百万元, %)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	274	298	321	440	562	810
YoY	33.8%	8.9%	7.6%	37.1%	27.8%	44.1%
1、医疗/宠物	227	224	207	217	239	268
YoY	30.2%	-1.4%	-7.3%	5.0%	10.0%	12.0%
毛利率	37.0%	38.8%	34.7%	33.5%	34.0%	34.0%
2、工业/安检	41	65	100	132	172	215
YOY	76.0%	60.0%	52.5%	33.0%	30.0%	25.0%
毛利率	52.4%	46.9%	41.6%	40.0%	40.0%	40.0%
3、康众医能				75.00	135.00	310.00
YOY					80.0%	129.6%
毛利率				35.5%	36.0%	36.0%
4、其他业务	6	9	14	15	16	17
YOY	-15.5%	52.1%	53.1%	6.0%	6.0%	6.0%
毛利率	52.49%	4.01%	30.40%	30.4%	30.4%	30.4%
综合毛利率	39.6%	39.5%	36.6%	35.7%	36.2%	36.3%
销售费用率	9.99%	10.54%	9.82%	9.8%	9.8%	9.8%
管理费用率	10.73%	8.98%	11.48%	11.0%	11.0%	11.0%
研发费用率	16.29%	14.67%	9.99%	10.0%	10.5%	10.8%
归母净利润	15	18	-7	18	20	28
归母净利率	6%	6%	n.a	4%	3%	3%

来源：公司财报，国金证券研究所（注：表格中标紫部分为预测值。）

五、风险提示

■ 行业竞争加剧的风险

随着医疗 AI 赛道升温，传统器械厂商与新兴科技企业相继入局。若公司未能保持多模态产品线与下沉渠道的领先优势，可能面临市场份额被挤压及毛利率下降的风险。

■ 基层医疗政策落地不及预期的风险

公司当前的商业模式高度依赖国家对基层医疗建设的资金与政策支持。若地方财政预算收紧或相关政策推进放缓，将直接拖累公司业务在基层市场的复制与扩张速度。



■ AI 业务拓展不及预期的风险

公司正投入大量资源推进向 AI 影像解决方案的转型,新设子公司康众医能打造“设备+AI+运营”基层医疗一体化解决方案,目前 AI 医疗相关产品与服务包括智能束光器、智能 DR 解决方案、AI 基层医疗诊断等;若基层医院对创新的“按次收费”模式接受度较低或推广受阻,可能导致 AI 相关业务的实际收入增长不及预期。

■ 注册证获批进度不及预期的风险

医疗人工智能产品面临严格的监管审批流程。若合作方各项超声 AI 辅助诊断三类医疗器械证的获批进度出现延迟,将影响公司整体业务的商业化变现节奏。

■ 收购事项及整合效果不及预期的风险

公司收购脉得智能事项尚在推进过程中,存在以下细分风险:

交易与整合落地不及预期的风险:此次收购事项尚未完成,交割进度与整合效果存在不确定性,公司 AI 医疗战略推进节奏、商业化落地及业绩兑现或不及预期。

现金流及利润承压风险:2025 年公司实现总营收 3.21 亿元、归母净利润-0.07 亿元,目前仍处于亏损阶段;本次收购预计于 2026 年 6 月 30 日前完成交易对价支付,其中约 30% 来源于自有资金、70% 来源于银行并购贷款;交易完成后,公司营运资金将有所减少、有息负债规模上升,叠加标的公司亏损并表,公司利润转正时间点难以预测;且若标的公司后续经营改善、回款进度不及预期,可能对公司阶段性现金流管理造成压力。

商誉减值风险:据公司公告,此次交易预计形成 3.71-3.77 亿元商誉,若未来受市场环境、国家政策变化或自身经营等因素影响,标的公司业绩不达预期,公司或面临商誉减值风险。

■ 大股东减持风险

2026 年 5 月 24 日,公司公告其实际控制人、董事及高级管理人员高鹏先生(截至 2026 年 6 月 8 日持有公司股份 411 万股,占总股本的 4.66%)出于自身资金需求,拟通过集中竞价及大宗交易方式,减持不超过 102.23 万股 IPO 前取得股份,占公司总股本的 1.16%,减持期间为 2026 年 6 月 15 日至 9 月 14 日,公司股价或面临较大幅度波动风险。

■ 存货周转较慢的风险

公司存货周转较慢,存货结存较高,2025 年公司存货周转率为 1.71 次,同比减少 0.26 次;若未来下游行业需求释放不及预期、市场竞争加剧,公司较高的存货规模可能面临周转周期延长及跌价减值风险,进而影响公司盈利水平。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	274	298	321	440	562	810
增长率		8.9%	7.6%	37.1%	27.8%	44.1%
主营业务成本	-165	-180	-203	-283	-359	-516
%销售收入	60.4%	60.5%	63.4%	64.3%	63.8%	63.7%
毛利	109	118	118	157	204	294
%销售收入	39.6%	39.5%	36.6%	35.7%	36.2%	36.3%
营业税金及附加	-1	-2	-1	-3	-4	-6
%销售收入	0.4%	0.6%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-27	-31	-32	-43	-55	-79
%销售收入	10.0%	10.5%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
管理费用	-29	-27	-37	-48	-62	-89
%销售收入	10.7%	9.0%	11.5%	11.0%	11.0%	11.0%
研发费用	-45	-44	-32	-44	-59	-87
%销售收入	16.3%	14.7%	10.0%	10.0%	10.5%	10.8%
息税前利润 (EBIT)	6	14	16	18	24	32
%销售收入	2.2%	4.7%	5.0%	4.2%	4.2%	4.0%
财务费用	4	1	-8	0	-3	-9
%销售收入	-1.4%	-0.4%	2.4%	-0.1%	0.5%	1.1%
资产减值损失	-8	-7	-25	-20	-20	-20
公允价值变动收益	1	-1	2	0	0	0
投资收益	9	7	1	2	2	10
%税前利润	57.1%	39.2%	-9.9%	9.5%	8.7%	30.0%
营业利润	14	18	-9	21	23	33
营业利润率	5.1%	5.9%	n.a	4.8%	4.1%	4.1%
营业外收支	1	0	0	0	0	0
税前利润	15	18	-9	21	23	33
利润率	5.6%	5.9%	n.a	4.8%	4.1%	4.1%
所得税	0	0	2	-3	-3	-5
所得税率	-0.7%	0.1%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	15	18	-7	18	20	28
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	15	18	-7	18	20	28
净利率	5.6%	5.9%	n.a	4.1%	3.5%	3.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	15	18	-7	18	20	28
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
非现金支出	20	17	37	35	38	41
非经营收益	-12	-4	-5	1	4	3
营运资金变动	-2	-9	-97	-39	-85	-170
经营活动现金净流	21	23	-73	15	-24	-98
资本开支	-43	-96	-66	-58	-68	-78
投资	-8	-119	-38	0	0	0
其他	73	198	149	2	2	10
投资活动现金净流	22	-17	45	-56	-66	-68
股权募资	0	2	0	10	0	0
债权募资	3	-6	30	68	166	322
其他	-4	-20	-11	-2	-6	-13
筹资活动现金净流	-1	-24	20	76	160	309
现金净流量	44	-20	-10	35	70	143

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	242	272	213	246	315	457
应收款项	91	115	118	140	165	234
存货	97	86	152	178	246	382
其他流动资产	368	135	49	52	55	60
流动资产	799	608	532	616	780	1,134
%总资产	84.3%	62.9%	54.4%	55.9%	59.3%	65.7%
长期投资	29	143	182	182	182	182
固定资产	95	176	221	263	313	370
%总资产	10.0%	18.2%	22.6%	23.9%	23.8%	21.4%
无形资产	7	16	19	20	21	22
非流动资产	148	359	446	486	536	593
%总资产	15.7%	37.1%	45.6%	44.1%	40.7%	34.3%
资产总计	947	967	978	1,102	1,316	1,727
短期借款	11	7	36	106	271	594
应付款项	59	64	59	85	108	156
其他流动负债	12	18	17	22	27	39
流动负债	82	89	111	213	407	789
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	16	13	8	8	8
负债	89	104	125	221	415	797
普通股股东权益	858	863	854	882	902	930
其中：股本	88	88	88	88	88	88
未分配利润	191	202	190	207	227	255
少数股东权益	0	0	-1	-1	-1	-1
负债股东权益合计	947	967	978	1,102	1,316	1,727

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.175	0.200	-0.076	0.203	0.223	0.321
每股净资产	9.737	9.787	9.693	10.010	10.232	10.553
每股经营现金净流	0.244	0.256	-0.824	0.166	-0.269	-1.109
每股股利	0.054	0.061	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.80%	2.05%	-0.78%	2.03%	2.18%	3.04%
总资产收益率	1.63%	1.83%	-0.68%	1.63%	1.49%	1.64%
投入资本收益率	0.70%	1.61%	1.39%	1.59%	1.72%	1.80%
增长率						
主营业务收入增长率	33.81%	8.90%	7.63%	37.11%	27.82%	44.05%
EBIT 增长率	N/A	132.06%	13.87%	15.22%	28.53%	36.16%
净利润增长率	-374.05%	14.54%	-137.77%	N/A	9.49%	44.13%
总资产增长率	4.84%	2.07%	1.14%	12.68%	19.39%	31.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	85.4	114.1	124.9	124.9	124.9	124.9
存货周转天数	242.9	185.2	213.4	230.0	250.0	270.0
应付账款周转天数	85.8	112.7	104.6	104.6	104.6	104.6
固定资产周转天数	11.6	11.8	250.9	214.3	196.8	159.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.17%	-45.20%	-24.34%	-19.35%	-8.16%	11.43%
EBIT 利息保障倍数	-1.6	-11.9	2.1	-83.0	8.7	3.7
资产负债率	9.42%	10.80%	12.73%	20.02%	31.52%	46.18%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究