

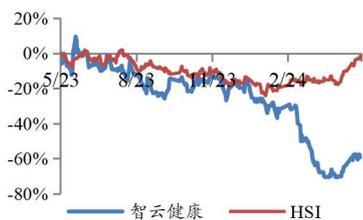
深耕数字化慢病领域，三大解决方案并行发展

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-05-13

收盘价（元）	3.19
近12个月最高/最低（元）	6.85/2.11
总股本（百万股）	587
流通股本（百万股）	587
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	19
流通市值（亿元）	19

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 深耕数字化慢病领域，逐步迎来收获期

智云健康科技集团是中国最大的数字化慢病管理解决方案提供商，2014年在杭州创办，2016年推出中国第一个针对慢病管理的医院 SaaS 产品。历经多轮境内外股权融资，公司已初具规模，逐步进入收获期，2023年集团平台注册医生达 10.3 万人，注册用户约 3,100 万人。2019年-2023年，公司营业收入从 5.24 亿元增长至 36.91 亿元，盈利能力呈持续增长态势。

2023年3大板块同步发力。

- 院内解决方案板块：安装 SaaS 医院数量 2,719 家，+5.9%YoY；百强医院数量 40 家，+5.3% YoY；三级医院数量 815 家，+14.1%YoY；数字化营销服务覆盖 SKU 59 个，+73.5% YoY。
- 药店解决方案板块：安装 SaaS 药店数量 219,716 家，13.6%YoY；交易客户数 1,232 个，+26.4%YoY；每名交易客户产生的平均收入 48.7 万元。
- 个人慢病管理解决方案板块：注册医生数量 10.3 万名；在线处方开具数量 1.85 亿张；注册用户数量>3,100 万名。

● 公司进军慢病管理市场，AIM 模式提升医院粘性

近年，我国医疗卫生需求大幅上升，国内慢病管理市场拥有庞大患者群体和高增长潜力，市场空间广阔。公司以慢病管理数字化为切入点，推动院内场景数字化，通过向医院提供医院 SaaS 及用品，使院内慢病管理流程数字化和标准化，为慢性病患者提供从院内到院外的全生命周期服务。

智云健康采用“医院为先”战略和“AIM 模式”（接入、安装、变现），专注于服务公立医院的慢性病管理需求，通过其首创的医院 SaaS 智云医汇，实现医疗流程的数字化和标准化，与 80 多个国内外厂商的系统对接，提高了医疗操作效率。至 2023 年，已有 2719 家医院部署了智云健康的解决方案。此外，公司通过提供数字化营销服务和增值服务，与 39 家制药公司合作，实现了医院业务的增长和高客户保留率，进而增强了公司的变现能力和市场占有率。

● P2M 战略提升公司盈利，管线丰富值得期待

智云健康通过实施 P2M（Patient to Manufacturer）模式，有效地连接了患者与制药工业，利用其覆盖全国的规模化 SaaS 网络和数字化能力，实现了从患者到工业的直接对接。通过与陕西医药控股集团、香港迈极康医疗、华润三九、山西锦波生物医药等的战略合作，智云健康加强了在医疗数字化、药品供应链、跨境创新药械可及性、以及慢病管理领域的业务拓展和服务能力。此外，公司不仅推广了自有药物，如依舒佳林®和唐净®达格列净片，以提升药品可及性和治疗效率，还通过数字营销推广自营品，展

现了其 SaaS 网络的扩展性和对高质量工业产品的吸引力，为公司的长期业务增长和利润增厚提供了显著支持。同时公司拥有多条 P2M 药品管线，预计未来会持续带来营收。

公司 P2M 药品管线布局中枢神经、肿瘤、代谢、抗过敏 / 麻醉、呼吸病、罕见病等多领域，拥有共计 16 条自营药品管线。其中依舒佳林片、补虚通淤颗粒、达格列净片、司维拉姆干混悬已上市，市场规模可观，预计未来会为公司持续带来营收。此外，公司多项产品将于 2024-2026 年陆续上市，市场规模基本均超过百亿元。

● **院内院外有机结合，形成深度闭环的飞轮效应**

稳定推进院内解决方案的同时，公司持续发展药店解决方案和个人慢病管理解决方案。2019 年，公司推出药店 SaaS 智云问诊，使药店为无预约顾客提供店内实时在线问诊和处方开具服务。截至 2023 年 12 月 31 日，219,716 家药店安装智云问诊，覆盖中国 35% 的药店。个人慢病管理解决方案方面，公司主要为慢病患者实现院外监测、问诊和处方开具。截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有逾 10 万名注册医生及约 3 千万名注册用户，2021-2023 年累计超过 5 亿次处方量。

● **公司持续布局数据应用，研发行业模型加速人工智能应用**

政策支持数据应用行业发展，持续布局该领域。2023 年，《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》印发，文件提倡“积极运用互联网、人工智能等技术，持续优化服务流程”。在公司层面，智云健康大力加强医疗人工智能技术，并基于 Cloud GPT 及 Cloud DTx 两大行业模型加速人工智能应用，前者用于支持临床决策，后者用于协助药物和医疗器械开发。

● **投资建议**

我们看好公司近 2800 家医院和近 22 万家药店、超过 10 万名注册医生和每年在线处方近 2 亿张的渠道资源和构建的 AI 体系、自营产品在 2024 年的放量、集采下更多药品与公司持续合作。

我们预计，公司 2024~2026 年收入分别 48.3/61.3/77.3 亿元，分别同比增长 30.8%/27.0%/26.1%，归母净利润分别为 -0.4/0.03/0.66 亿元，2024/2025/2026 经调整利润为 0.45/1.5/3.4 亿元。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● **风险提示**

行业监管风险，竞争加剧风险，商业化推广风险等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3691	4827	6129	7728
收入同比 (%)	24%	31%	27%	26%
归母净利润	-323	-39	3	66

归母净利润同比 (%)	81%	88%	109%	1812%
ROE (%)	-17.70%	-2.20%	0.19%	3.54%
每股收益 (元)	-0.60	-0.07	0.01	0.11
市盈率 (P/E)	-10.50	-43.91	501.27	26.21

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 智云健康：深耕数字化慢病领域，逐步迎来收获期.....	7
1.1 发展历程：产业资源深厚，三大解决方案并行发展.....	7
1.2 经营概况：营收稳健增长，盈利能力改善.....	10
2 进军慢病管理市场，P2M 战略提升公司盈利.....	12
2.1 布局数字化慢病管理，解决行业痛点.....	12
2.2 采用“医院为先”战略，“AIM 模式”增长医院业务.....	15
2.3 建立高渗透率 P2M 模型，自营品和战略合作双管齐下.....	18
3 多业态组合，寻求商业模式可拓展性.....	21
3.1 关注数据应用，研发行业模型加速人工智能应用.....	21
3.2 院内院外有机结合，形成深度闭环的飞轮效应.....	24
3.2.1 扩大处方药外流，推动零售药店转型.....	24
3.2.2 立足个人慢病管理，协同运作三大解决方案.....	27
4 盈利预测与投资建议.....	30
4.1 盈利预测与估值分析.....	30
4.2 投资逻辑与建议.....	31
风险提示：.....	32
财务报表与盈利预测.....	33

图表目录

图表 1 公司业务矩阵	7
图表 2 公司发展历程	8
图表 3 智云健康股权结构 (截至 2023 年 12 月 31 日)	8
图表 4 公司直接持有、间接持有、透过合约持有子公司	9
图表 5 公司高管及核心技术人员	9
图表 6 公司 2019-2023 年营收情况 (亿元, %)	10
图表 7 公司 2019-2023 年归母净利润情况 (亿元, %)	10
图表 8 公司 2019-2023 年毛利率 (%)	11
图表 9 公司 2019-2023 年费用结构 (%)	11
图表 10 公司 2019-2023 年收入结构	11
图表 11 公司 2023 年三大板块发展情况	12
图表 12 中国医疗卫生支出按慢病和其他疾病相关支出细分 (2016 年-2030 年, 人民币十亿元)	13
图表 13 中国数字化健康与保健市场规模及占医疗卫生开支比 (2016-2030 年, 人民币十亿元, %)	13
图表 14 慢病管理流程	14
图表 15 中国数字化慢病管理市场规模 (2016 年-2030 年, 人民币十亿元)	15
图表 16 2020 年为制药及医疗器械公司提供数字化营销服务的市场份额, 按服务提供方划分 (%)	15
图表 17 患者院内旅程图	16
图表 18 部署智云健康医院 SAAS 的医院地理覆盖情况 (截至 2021 年 12 月 31 日)	16
图表 19 智云医汇演示 - 跟踪健康数据	16
图表 20 智云医汇演示 - 数据分析及多部门协同合作	17
图表 21 直接/间接向公司采购医院用品的医院数量 (家)	18
图表 22 院内解决方案收入及毛利率 (百万元, %)	18
图表 23 院内解决方案业绩拆分 (百万元)	18
图表 24 市场上首个司维拉姆干混悬	19
图表 25 和唐净®达格列净片	20
图表 26 公司 P2M 药品管线	21
图表 27 智云医疗大脑落地场景 - 医汇系统	22
图表 28 智云医疗大脑落地场景 - 药店 SAAS	22
图表 29 《互联网医疗智能辅助审方系统的构建与应用》专家共识	22
图表 30 智云医疗大脑落地场景 - CLOUD DTx 科研成果	23
图表 31 智云医疗大脑落地场景 - CLOUD DTx 科研成果	23
图表 32 智云医疗大脑	23
图表 33 智云健康院外场景	24
图表 34 中国药品市场院内院外场景细分情况 (人民币十亿元)	25
图表 35 中国慢病管理市场规模 (人民币十亿元)	25
图表 36 部署智云问诊的药店地理覆盖情况	26
图表 37 药店交易客户数量 (家) 及安装药店 SAAS 药店数量 (百家)	26
图表 38 智云问诊界面	26
图表 39 药店解决方案收入及毛利率 (百万元, %)	27
图表 40 药店解决方案业绩拆分 (百万元)	27
图表 41 注册用户数量、注册医生数量、线上处方数量 (百万人、千人、百万张)	27

图表 42 智云医生移动应用程序用户界面截图	27
图表 43 智云健康面向个人用户的移动应用程序用户界面截图	错误! 未定义书签。
图表 44 患者在智云健康上获取问诊及处方开具历程	错误! 未定义书签。
图表 45 个人慢病管理解决方案业务中产品/服务及资金流向	29
图表 46 个人慢病管理解决方案收入及毛利率 (百万元, %)	29
图表 47 个人慢病管理解决方案业绩拆分 (百万元)	29
图表 48 深度闭环的飞轮效应	30
图表 49 业绩拆分 (百万元)	30

1 智云健康：深耕数字化慢病领域，逐步迎来收获期

1.1 发展历程：产业资源深厚，三大解决方案并行发展

基于医院和药店软件即服务 (SaaS) 安装量及透过公司的服务开出的在线处方量，智云健康科技集团是中国最大的数字化慢病管理解决方案提供商。公司采取“医院为先”的战略抓住现有院内慢病管理市场并将该市场扩展到院外场景，为院内院外的患者提供全面的慢病管理体验。公司院内和院外综合解决方案包括 (1) 院内解决方案；(2) 药店解决方案；(3) 个人慢病管理解决方案。

图表 1 公司业务矩阵

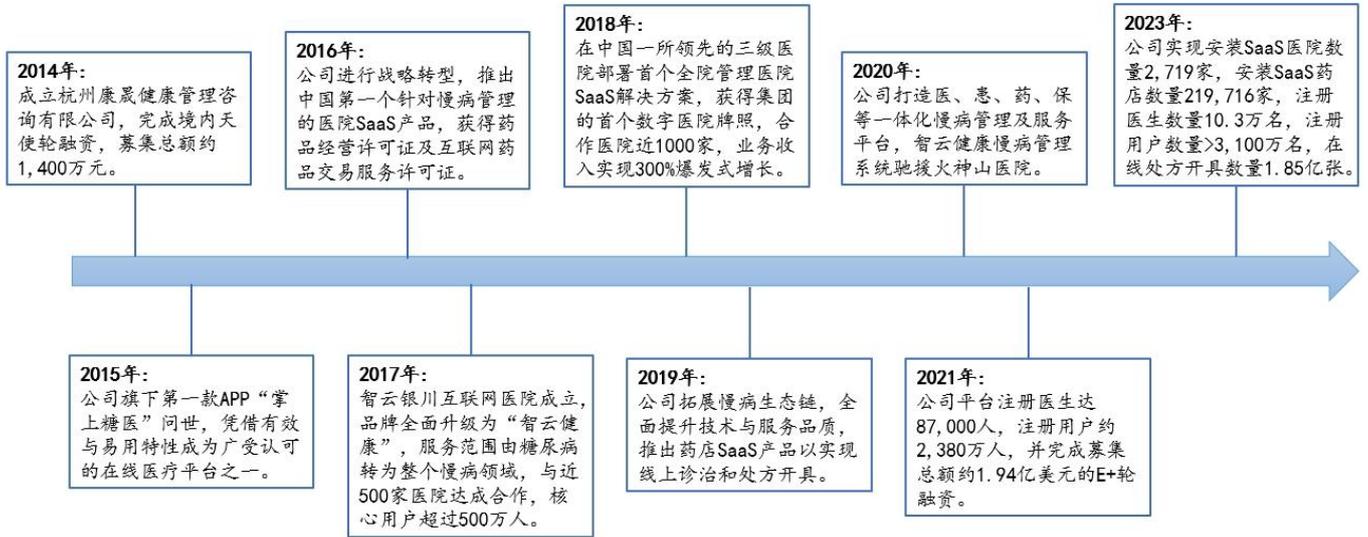


资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司深耕数字化慢病领域，逐步迎来收获期。2014年，创始人匡明先生成立杭州康晟健康管理咨询有限公司，在同年完成境内天使轮融资，募集总额约1,400万元。2015年，公司旗下第一款APP“掌上糖医”问世，凭借有效与易用特性成为广受认可的在线医疗平台之一。2016年，公司进行战略转型，推出中国第一个针对慢病管理的医院SaaS产品，获得药品经营许可证及互联网药品交易服务许可证，并完成募集总额约5,585万元的A轮融资和约1,059万美元的B轮融资。2017年，智云银川互联网医院成立，品牌全面升级为“智云健康”，服务范围由糖尿病转为整个慢病领域，与近500家医院达成合作，核心用户超过500万人。2018年，公司在中国一所领先的三级医院部署首个全院管理医院SaaS解决方案，获得集团的首个数字医院牌照，合作医院近1000家，业务收入实现300%爆发式增长。2019年，公司拓展慢病生态链，全面提升技术与服务品质，推出药店SaaS产品以实现线上诊治和处方开具。2020年，公司打造医、患、药、保等一体化慢病管理及服务平台，智云健康慢病管理系统驰援火神山医院。同年公司携手新华社半月谈，共同举办“后疫情时代‘互联网+医疗健康’创新发展论坛”。2021年，公司平台注册医生达87,000人，注册用户约2,380万人，并完成募集总额约1.94亿美元的E+轮融资。

融资。2023年,公司实现安装SaaS医院数量2,719家,安装SaaS药店数量219,716家,注册医生数量10.3万名,注册用户数量>3,100万名,在线处方开具数量1.85亿张。

图表 2 公司发展历程

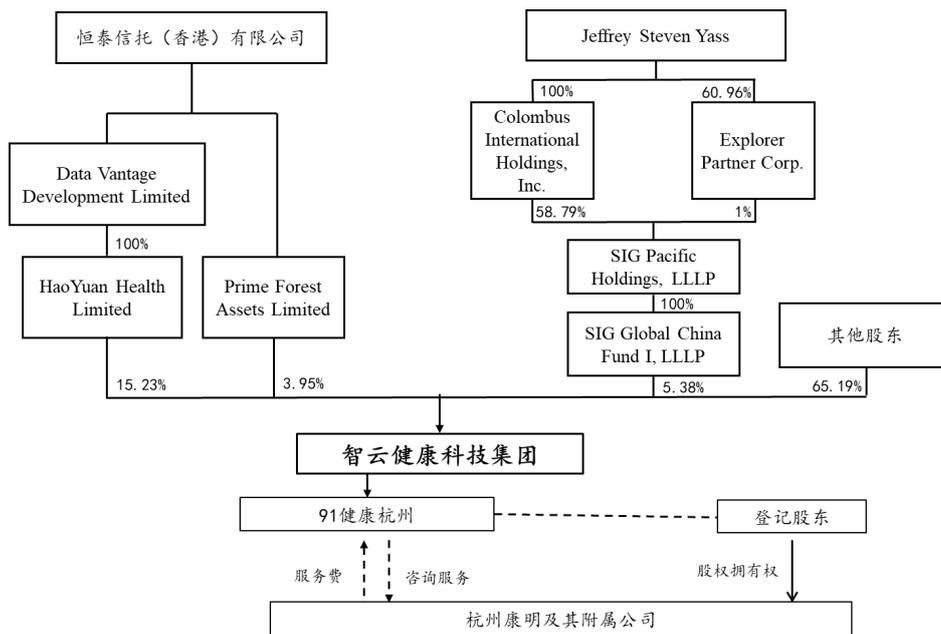


资料来源:公司官网,公司招股说明书,华安证券研究所

公司控制权稳定,股权架构较为清晰。HaoYuan Health Limited的全部权益由匡明设立的信托持有,信托受益人为他本人及其家人。董事长匡明持股15.23%,连同各委托授出人在上市时持有的50%股份的表决代理权,匡明先生合计持有公司22.23%的表决权。

智云健康直接持有1家子公司,间接持有8家子公司,透过合约安排持有3家子公司。其中,直接持有子公司为ClouDr Group HK Limited,主营业务为投资控股。重要子公司杭州康晟健康管理咨询有限公司为间接持有100%股权,主营业务为提供SaaS服务、数字营销服务、商品销售及营销。

图表 3 智云健康股权结构(截至2023年12月31日)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

注：实线指股权中的直接法定及实际拥有权；虚线指合约关系。

图表 4 公司直接持有、间接持有、透过合约持有子公司

类型	企业名称	持股比例	主营业务
直接持有	ClouDr Group HK Limited	100%	投资控股
间接持有	上海运臻网络科技有限公司	100%	销售商品
	杭州康晟健康管理咨询有限公司	100%	提供 SaaS 服务、数字营销服务、商品销售及营销
	上海康檬健康管理咨询有限公司	100%	提供数字营销服务
	江苏新万格医疗科技有限公司	55%	销售药品及医疗器械
	重庆医疗公信网药品批发有限公司	51%	销售药品及医疗器械
	浙江启联医药有限公司	55%	销售药品及医疗器械
	宝利化(南京)制药有限公司	62%	生产及销售药品
透过合约安排持有	杭州康明信息技术有限公司	100%	提供互联网及电商服务
	银川智云互联网医院有限公司	100%	提供药店 SaaS 解决方案
	银邦保险经纪有限公司	100%	分销保险产品

资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司管理层团队经验丰富。智云健康董事长匡明在医疗卫生及科技行业拥有逾 15 年经验，各条线负责人在各领域经验丰富。

图表 5 公司高管及核心技术人员

姓名	职务	简介
匡明	创始人、执行董事、 董事长兼首席执行官	匡先生主要负责本集团的整体战略规划、业务方向及研发项目。匡先生现时为本集团若干子公司之法定代表人及执行董事及/或总经理，包括杭州康晟、杭州康明、91 健康上海、上海康檬健康管理咨询有限公司、杭州智云齐康生物医药有限责任公司、山东国一堂大药房连锁有限公司、银邦保险经纪、深圳市银小保科技有限公司、91 健康杭州、江苏新万格医疗科技有限公司及广西智云康健医疗科技有限公司。匡先生在中国及美国的医疗和科技行业拥有逾 16 年经验。在成立本公司之前，匡先生于 2012 年 7 月至 2015 年 1 月期间在强生公司(纽交所：JNJ)担任亚太区科技高级战略营销经理。2011 年 10 月至 2012 年 4 月，匡先生在强生公司美国分公司工作。2006 年 4 月至 2010 年 9 月，匡先生在英特尔中国公司亚太业务发展部担任多个技术职务。匡先生于 2002 年 7 月获得同济大学电子工程学士学位，并于 2006 年 3 月获得上海交通大学通信工程硕士学位。彼还于 2012 年 3 月获得了剑桥大学贾奇商学院的工商管理硕士学位。
徐黎黎	首席财务官	自 2020 年 10 月起担任本公司首席财务官，主要负责监督企业财务，处理投资者关系，并监督本集团的所有投资和收购。徐女士在财务管理方面拥有逾 17 年经验。2014 年 3 月至 2020 年 9 月，徐女士担任同道猎聘集团(一家联交所上市公司，股份代号：6100)首席财务官和执行董事。在加入同道猎聘集团之前，徐女士在通用电气公司(一家目前在纽约证券交易所上市的公司，股份代号：GE)担任过各种领导职务，彼离职前职务为通用电气发电服务中国公司的首席财务官，任职期间为 2005 年 1 月至 2014 年 3 月。徐女士还担任名创优品集团控股有限公司(一家在纽约证券交易所(股份代号：MNSO)及联交所(股份代号：9896)上市的公司)和雅乐集团有限公司(一家在纽约证券交易所上市的公司，股份代号：YALA)的独立董事。徐女士于 2003 年 6 月获得南京大学国际商务学士学位，并于 2004 年 11 月获得伦敦政治经济学院地方经济发展专业理学硕士学位。徐女士自 2012 年 6 月 13 日起成为美国华盛顿州会计委员会的注册会计师。
王静旭	副总裁	自 2018 年 8 月起担任本集团医院业务和发展副总裁，主要负责我们的院内解决方案业务。王先生在生命科学和制药行业拥有 31 年经验。在加入本集团之前，彼曾于 2017 年 3 月至 2018 年 8 月在成都康弘药业集团股份有限公司(一家在深圳证券交易所上市的公司，股份代号：002773)任

职，领导仿制药业务。彼还在多家国内和跨国制药公司担任过多种高级职务，包括绿叶制药集团有限公司(一间联交所上市公司，股份代号：2186)、雅培制药公司(一家目前在纽约证券交易所上市的公司，股份代号：ABT)和葛兰素史克股份有限公司(一家目前在伦敦证券交易所及纽约证券交易所上市的公司，股份代号：GSK)。王先生于1991年7月在山东大学获得微生物学学士学位。

李刚 技术总监

自2016年3月起担任本公司技术部负责人，主要负责本公司的产品及技术研发。李先生拥有广泛的计算机科技经验。于加入本集团之前，李先生于2010年7月至2015年6月担任阿里巴巴集团控股有限公司(现为纽约证券交易所(股份代号：BABA)及联交所(股份代号：9988)上市公司)技术专家。于2007年6月至2010年6月，李先生为北京优捷信达信息科技有限公司的技术经理。李先生于2005年6月在中国烟台市获得烟台大学计算机科技学士学位。

左颖晖 供应链及客服部
副总裁

自2016年3月起担任本公司技术部负责人，主要负责本公司的产品及技术研发。李先生拥有广泛的计算机科技经验。于加入本集团之前，李先生于2010年7月至2015年6月担任阿里巴巴集团控股有限公司(现为纽约证券交易所(股份代号：BABA)及联交所(股份代号：9988)上市公司)技术专家。于2007年6月至2010年6月，李先生为北京优捷信达信息科技有限公司的技术经理。李先生于2005年6月在中国烟台市获得烟台大学计算机科技学士学位。

资料来源：公司年报，华安证券研究所

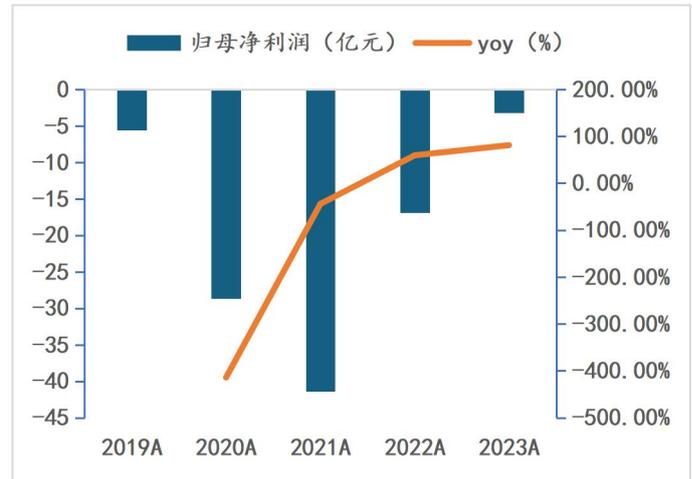
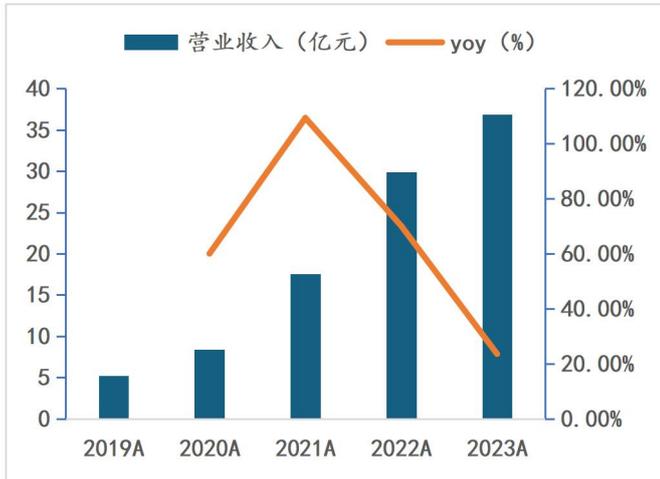
1.2 经营概况：营收稳健增长，盈利能力改善

公司营业收入规模迅速增长。2019年-2022年，公司营业收入从5.24亿元增长至29.88亿元，呈持续增长态势。2023年，智云健康营业总收入36.91亿元，较上年同比增长23.53%，主要归因于院内解决方案及药店解决方案稳步增长。

归母净利润亏损大幅改善，拐点初现。归母净利润在2019-2021年呈下降趋势，从-5.57亿元下降至-41.39亿元，在2022年减亏至-16.89亿元。2023年，归母净利润减亏至-3.23亿元，同比改善80.87%。得益于规模效应，公司费用率均显著下降，促使归母净利润亏损大幅收窄，预计2024全年归母净利润将持续改善。

图表 6 公司 2019-2023 年营收情况 (亿元, %)

图表 7 公司 2019-2023 年归母净利润情况 (亿元, %)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

注：左轴为营业收入；右轴为营业收入 YOY

注：左轴为归母净利润；右轴为归母净利润 YOY

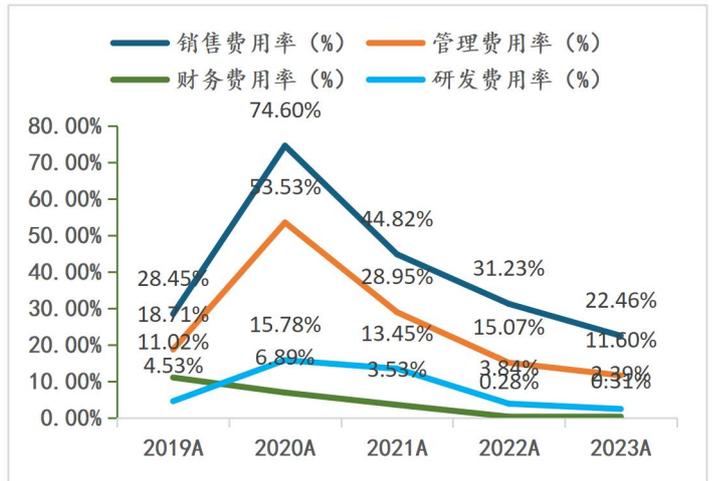
业务结构调整，毛利率逐步稳定。2019年至2021年，公司毛利率呈稳步增长趋势，从11.74%增至32.45%，系实现毛利率相对较高的数字营业服务的增长；2021年至2022年略有下降，为26.51%，系高毛利率业务（如订阅解决方案）与毛利率相对较低的业务（如增值解决方案）之间的收入结构所致。

规模效应显著，费用管控能力较强。公司销售费用率、管理费用率、财务费用率均呈下降趋势。销售费用率和管理费用率在2019年至2020年迅速提升，分别从

28.45%和 18.71%增至 74.60%和 53.53%，系实施新的业务举措并推广产品及服务后员工成本及推广费显著提升；在 2020 年至 2023 年，公司销售费用率和管理费用率显著下降，分别从 74.60%和 53.53%下降至 22.46%和 11.60%，系得益于规模经济和运营效率的提高。财务费用率呈逐年下降趋势，2023 年为 0.31%。研发费用率呈现先升后降趋势，从 2019 年的 4.53%增至 2020 年的 15.78%后稳步下降至 2023 年的 2.39%，减少的主要原因是效率提升及行业知识的完善。

图表 8 公司 2019-2023 年毛利率 (%)

图表 9 公司 2019-2023 年费用结构 (%)

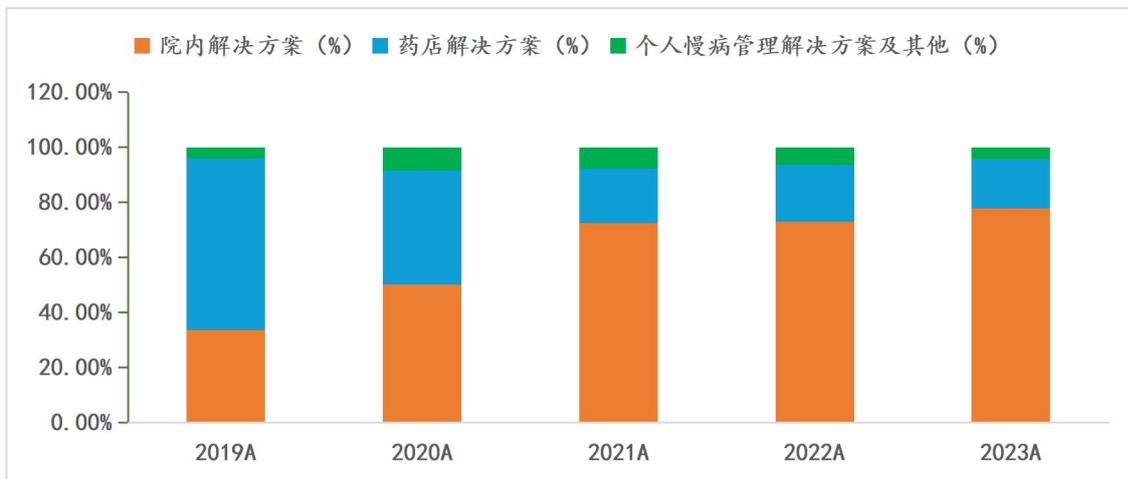


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

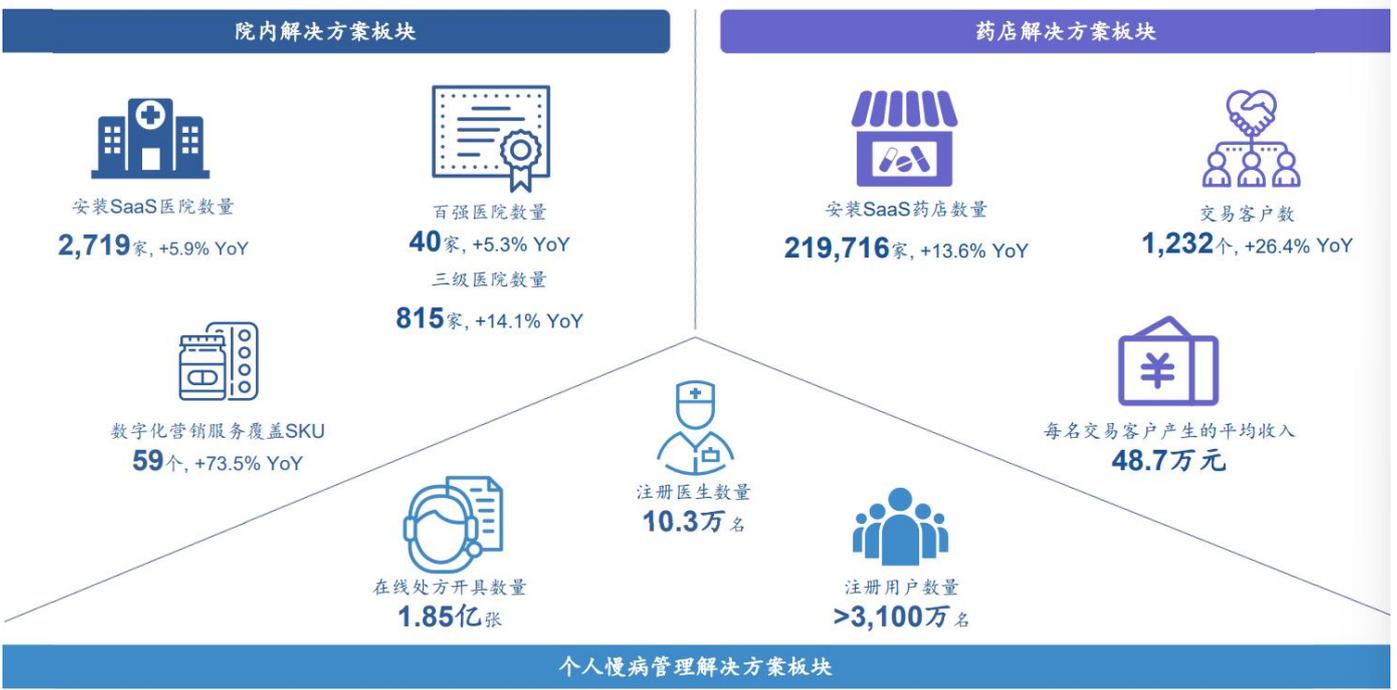
收入结构稳定，业务结构模式持续优化。按照业务类型拆分，公司营业收入主要来源于院内解决方案，营业收入占比从 2019 年的 33.79% 迅速增长至 2023 年的 77.85%。在稳定发展院内解决方案的同时，公司也在持续发展药店解决方案和个人慢病管理解决方案及其他。其中，药店解决方案占比持续下降，从 2019 年的 62.33% 下降至 2023 年的 17.85%，但贡献收入持续上升；个人慢病管理解决方案及其他占比较为稳定，一直处于 3%~9% 之间。

图表 10 公司 2019-2023 年收入结构



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 11 公司 2023 年三大板块发展情况



资料来源：公司业绩材料，华安证券研究所

2 进军慢病管理市场，P2M 战略提升公司盈利

2.1 布局数字化慢病管理，解决行业痛点

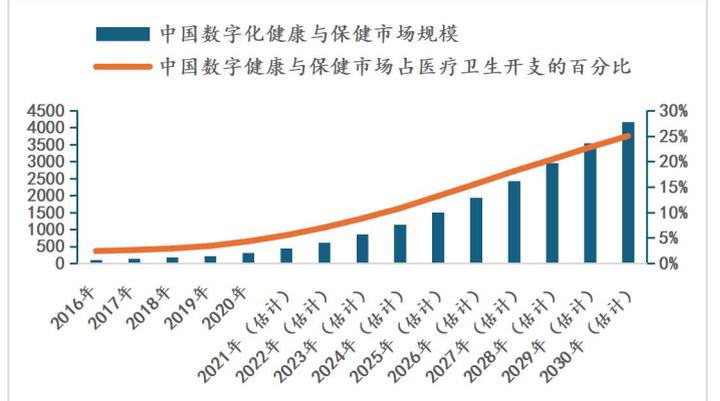
医疗卫生需求大幅上升，行业经历供给侧改革。中国是第二大医疗卫生经济体，医疗卫生支出稳步增长。据弗若斯特沙利文统计，中国 2020 年医疗卫生总支出为 72,310 亿元，预计到 2025 年将达到 114,860 亿元，到 2030 年将进一步达到 166,425 亿元，其中 2020 年到 2025 年的复合年增长率为 9.7%。随着人口老龄化进程加快，《“健康中国 2030”规划发展纲要》的提出，医疗卫生行业在中国发展规划中的战略重要性将不断提高。随着需求大幅上升，多项有利于互联网+医疗的政策实施如鼓励处方外流政策、支持报销常见病和慢病在线诊治费用政策、在医院建立和规范电子病历系统分级和评估政策以便为长期护理或慢病管理保持一致的电子病历，将部分原本由传统线下医疗机构提供的医疗保健服务转至线上场景，促进院外渠道发展，使在线咨询及在线销售药品变得更容易。在有利政策和持续技术进步的推动下，医疗卫生行业不同部门都有明显的加速数字化趋势。根据弗若斯特沙利文数据，预计 2025 年中国整个数字化健康和保健市场的规模将达到 15,116 亿元，并在 2030 年进一步达到 41,652 亿元，从 2025 年到 2030 年的年复合增长率为 22.5%。

慢性病人较多，市场空间巨大。慢病广义上指持续一年或一年以上，需要持续医疗护理或限制日常生活或两者兼而有之的疾病，包括心血管疾病、代谢疾病、精神疾病、肾脏疾病、呼吸系统疾病、胃肠道疾病及其他。中国慢病管理市场拥有庞大患者群体和高增长潜力，是中国医疗卫生市场最重要的细分市场之一。根据中

商情报网数据,截至2020年12月31日,中国有1.33亿糖尿病患者、3.24亿高血压患者和8,900万高胆固醇血症患者,且这些患者群体预计将持续增长。根据《全国第六次卫生服务统计调查专题报告》,重大慢性病如心脑血管疾病、糖尿病和癌症占我国疾病经济负担超90%。但由于疏于早期治疗和自我管理,较多慢病病人直到病情恶化才去就诊,在消耗大量医保资金与医疗资源的同时,寿命也被缩减。因此,慢性病成为威胁我国人民群众生命健康的重要公共卫生问题。根据弗若斯特沙利文统计,中国慢病医疗卫生支出预计将从2020年的41,006亿元(占医疗卫生总支出的56.7%)增长到2030年的124,799亿元(占医疗卫生总支出的75.0%)。此外,慢病的处方量占全部处方量的87.0%,预计2030年将占90.0%。预计随着长寿时代的来临和慢病年轻化的趋势,慢病管理会成为国家层面的中长期战略规划。

图表 12 中国医疗卫生支出按慢病和其他疾病相关支出细分 (2016年-2030年,人民币十亿元)

图表 13 中国数字化健康与保健市场规模及占医疗卫生开支比 (2016-2030年,人民币十亿元,%)



资料来源:弗若斯特沙利文,公司招股说明书,华安证券研究所

资料来源:弗若斯特沙利文,公司招股说明书,华安证券研究所
注:左轴为中国数字化健康与保健市场规模;右轴为其占医疗卫生开支比

慢病管理面临多重挑战,数字解决方案应运而生。中国的慢病管理同时面临较多挑战:

(1) 数字化水平低。

中国慢病管理以院内医疗卫生服务为中心,慢病管理程序包括院内诊断、治疗、康复护理和患者随访。患者在医院接受诊断、治疗和处方后,健康数据会被记录在病历中,以便进行后续评估和健康状况监测。但慢病患者一旦离开医院,除了每周/每两周一次的院内随访或配药外,仅能依靠自己进行慢病管理。此外,个体患者数据在大多数医院中主要由人工收集和维持,在效率、精度上有所欠缺。因此,缺乏自动化的电子病历生成和更新、院内院外的病况跟踪以及系统患者数据分析,导致慢病管理十分低效。

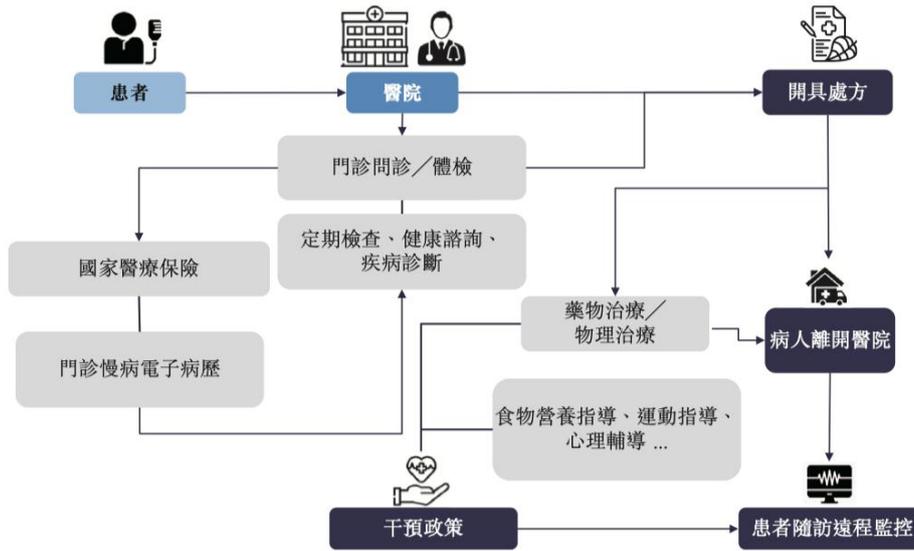
(2) 优质医疗资源的匮乏及分配不均。

中国优质医疗卫生资源主要集中在大型三级和二级医院,据弗若斯特沙利文统计,这些医院占全国医院总数的37.9%,但在2020年通过门诊提供的医疗卫生服务总量中占89.2%。不均衡的医疗资源分布使高质量的诊断和医疗服务稀缺,不易为有需要的人获得。

(3) 欠佳的医疗服务经验。

据弗若斯特沙利文报告,2020年中国患者用于线下门诊的时间通常为3小时,但医生诊断时间仅占8分钟。因此,尽管病情需要,但低效且不愉快的门诊体验使慢病患者不愿意与医生保持定期接触。

图表 14 慢病管理流程

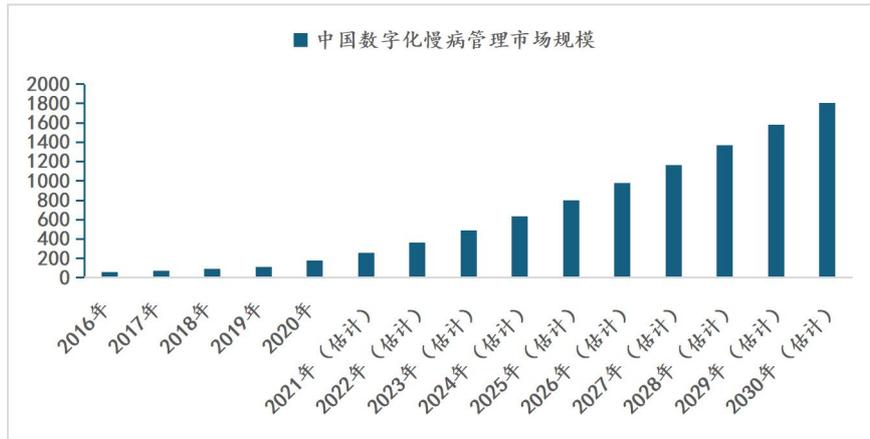


资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，华安证券研究所

由于对长期护理的需要、经常性的诊断及诊治、准确和系统的记录医疗数据的需求及相对较低的医疗风险，慢病管理是数字化的理想切入点。数字化慢病管理有以下优势：首先，数字慢病管理解决方案可通过院内外（包括居家）使用 AIoT 医疗器械实现长时间追踪患者的健康状况和记录，以电子方式存储医疗记录，满足长期护理的要求。第二，数字慢病管理解决方案可以高效地提供经常性诊断和治疗，患者可以节省时间和费用。第三，患者可以不受地域限制地通过互联网医院向更高级别医院的医生问诊，进行慢病的治疗和预防，解决医疗资源有限且分布不均的痛点。第四，基于互联网平台可实现医生线上复核和开具处方后订购药物并安排送药上门的服务，在中国近期促进处方外流的背景下，患者可以更方便获取处方药。此外，慢病误诊的风险相对可控，医疗过程的潜在负面后果相对有限。

中国数字化慢病管理市场空间广阔，准入门槛较高。中国数字化慢病管理市场包括慢病管理服务及相关产品销售收入，产品包括药物、耗材、医疗器械、营养品及补充品，以及其他慢病用品。据弗若斯特沙利文报告，中国数字化慢病管理市场的市场规模由 2016 年的 578 亿元增至 2020 年的 1,761 亿元，期内复合年增长率达 32.1%；预期未来市场规模将由 2025 年的 8,001 亿元进一步增长至 2030 年的 18,805 亿元。慢病管理行业作为技术密集型市场受高度规管，同时需要跟上流供应商及下流医疗机构及药店维持良好关系，具有较高的准入门槛。

图表 15 中国数字化慢病管理市场规模 (2016 年-2030 年, 人民币十亿元)

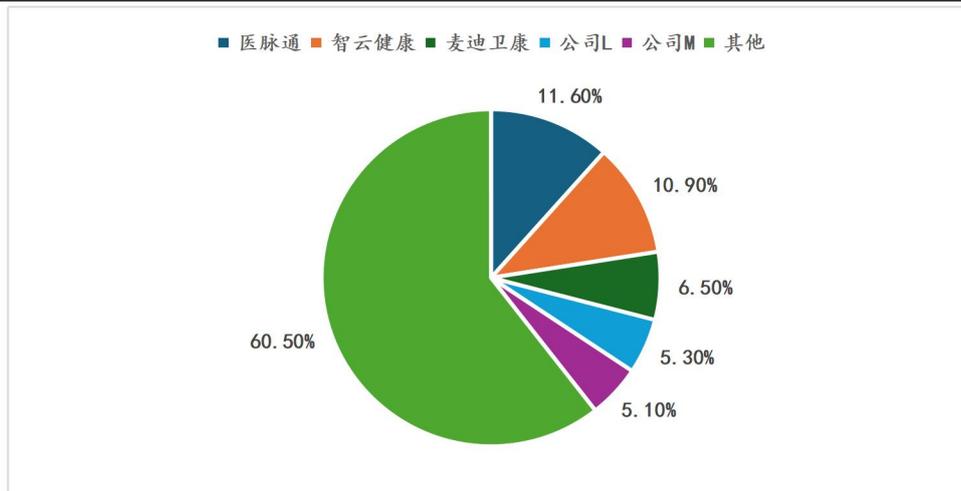


资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股说明书, 华安证券研究所

智云健康推动院内场景数字化, 提供涵盖全生命周期的综合产品。在面临缺乏一站式解决方案检测患者情况下, 智云健康的业务模式本质上是为慢性病患者提供从院内到院外的全生命周期服务。通过向医院提供医院 SaaS 及用品, 使院内慢病管理流程数字化和标准化, 不仅集中、简化和自动化其工作流程, 亦便于 EMR 的创建、管理、分析。同时为了涵盖整个患者旅程, 在院外环境中提供优质的医疗服务, 智云健康战略性开发产品, 推出药店解决方案和个人慢病管理解决方案, 实现药店及家庭咨询和开具处方。

此外, 公司锚定数字医疗营销市场, 为制药及医疗器械公司提供数字营销服务。根据弗若斯特沙利文数据显示, 在 2020 年, 按收入计算, 公司在为中国制药及医疗器械公司提供数字营销服务市场中排名第二, 所占市场份额为 10.9%。

图表 16 2020 年为制药及医疗器械公司提供数字化营销服务的市场份额, 按服务提供方划分 (%)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股说明书, 华安证券研究所

2.2 采用“医院为先”战略, “AIM 模式”增长医院业务

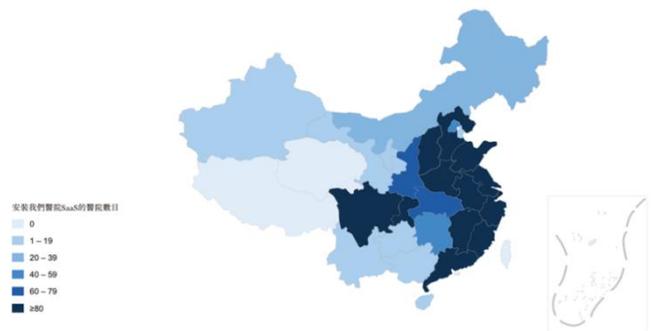
明确“医院为先”战略。由于中国整个医疗体系以公立医院为主导, 医疗卫生服务高度集中于拥有较多医疗资源和医患联系的公立医院, 医生、患者和药企都集

中在医院场景里展开，智云健康在 2016 年明确以“医院为先”的中心，专注服务于医院的慢病管理临床需求。

智云于 2016 年推出医院 SaaS 智云医汇，是中国首款将院内慢病管理及治疗流程数字化和标准化的产品，大大降低医院出现医疗差错的可能。借助公司在慢病科室和临床实验室的专属 AIoT 设备，智云医汇可以与市面上 80 多个国内外厂商的 HIS 接口对接，能够连接到主流门户、POCT 设备和其他测试仪器和设备，如血糖仪和生命体征监测器；智云医汇通过自动化健康数据输入，智能跟踪健康数据，支持多部门协同工作，大大提高医生和护士的操作效率。截至 2023 年 12 月 31 日，已有 2,719 家医院部署了智云健康的 SaaS，其中智云医汇已在 815 家三级公立医院和 1,134 家二级公立医院、40 家中国百强医院部署，分别占中国三级公立医院的约 25% 和二级公立医院的 10% 以上，武汉火神山医院亦安装智云医汇系统。

图表 17 患者院内旅程图

图表 18 部署智云健康医院 SaaS 的医院地理覆盖情况(截至 2021 年 12 月 31 日)



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

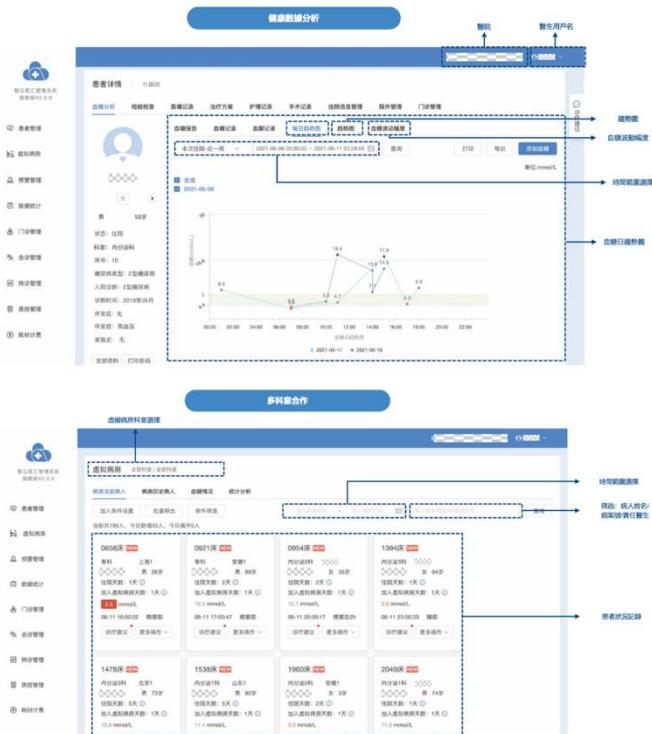
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 19 智云医汇演示 - 跟踪健康数据

图表 19 展示了智云医汇的演示界面。上方部分展示了“实时健康信息收集”，包括医护人员使用 AI 智能设备检测患者血糖水平，以及医生在平板电脑上查看患者实时数据。下方部分展示了“智能健康数据跟踪”的后台界面，包含患者档案、体征数据（如血糖、血压、心率）的实时监测表格，以及相关的医疗建议和提醒。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 20 智云医汇演示 - 数据分析及多部门协同合作



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

“AIM 模式”三轮驱动，推动业务拓展。智云健康通过“接入、安装、变现”模式（又称“AIM 模式”）增长公司的院内解决方案业务。三轮驱动模式展示协同努力成果，以 (i) 透过公司于 2016 年创立的 SaaS 业务，触达医院并持续合作以建立密切的业务关系，(ii) 设法部署医院 SaaS 以增加医院粘性，及(iii)透过医院用品及数字化营销服务（同时在较小程度上依赖医院 SaaS）以寻求商业化机遇。

基于 AIM 模式，医院 SaaS 发挥关键作用。公司院内解决方案主要分为两类：订阅解决方案及增值解决方案。

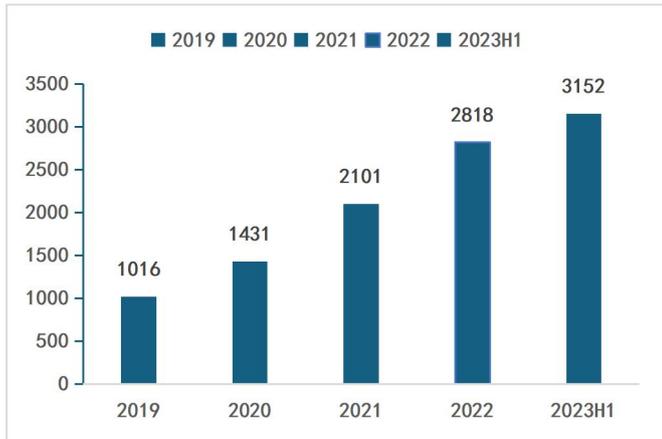
订阅服务并非传统意义上的订阅，而是与医药企业合作，为其提供数字化营销服务。该服务主要针对与慢病管理相关的药物以提高药物的知名度并支持临床决策，并帮助制药公司以节约成本的方式实现更有效的营销。不断增长的医院及医生网络让智云健康能够为制药公司提供更有效的数字营销服务。截至 2023 年 12 月 31 日，公司已与 39 家制药公司签约为其提供数字营销服务，较上年同期增长 50.0%。

增值服务则是将智云医汇 SaaS 平台和与之互联互通的设备、耗材进行打包销售给医院，形成耗材的集采逻辑，从而实现院内业务的变现，满足医院对患者的慢病管理需求。截至 2023 年 6 月 30 日止六个月，直接或间接向公司采购医院医疗用品的医院达到 3,152 家，较上年同期增长 14.0%。截至 2022 年 12 月 31 日止年度，公司院内订阅解决方案客户保留率为 93%，整体客户保留率为 87%，部署公司医院 SaaS 的医院达到 95%。

高粘性业务关系带来强劲变现能力。院内解决方案一直是智云健康主要收入贡献来源，从 2019 年占公司收入比例的 33.8%迅速增长至 2023 年的 77.85%，2023 年院内解决方案收入达 28.73 亿元。其中，订阅解决方案和增值解决方案分别从 0.35 亿元增长至 4.67 亿元和 1.42 亿元增长至 23.05 亿元。快速增长的增值业务为公司带来强大变现能力。在高收入的同时，院内解决方案也是高毛利率市场，始终维持

在 30%左右。

图表 21 直接/间接向公司采购医院用品的医院数量 (家)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

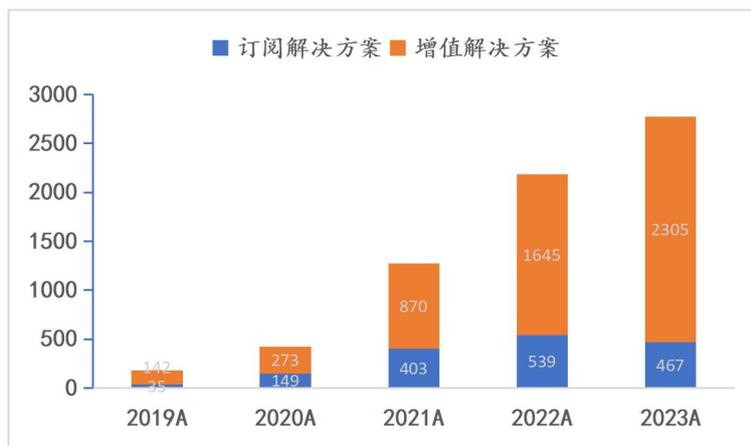
图表 22 院内解决方案收入及毛利率 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 左轴为院内解决方案收入; 右轴为毛利率

图表 23 院内解决方案业绩拆分 (百万元)



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 华安证券研究所

2.3 建立高渗透率 P2M 模型, 自营品和战略合作双管齐下

P2M 模式实现从患者到工业的高效连接。基于覆盖全国多家医院和药店的规模化 SaaS 网络与数字化能力优势, 公司建立 P2M (Patient to Manufacturer 从患者到工业) 模式。2023 年, 公司在秉持“医院为先”战略的同时, 依托院内及院外场景的完善基础设施, 将战略升级为“从患者到工业 (P2M)”。在 P2M 战略下, 公司通过取得更多享有权益的自营品或与优质工业达成战略合作实现患者和制作商直接对接, 并运作良好。

智云健康于 2023 年 1 月 12 日与陕西医药控股集团有限责任公司及陕西医药控股集团派昂医药有限责任公司签订战略合作协议, 在中国内地的医疗数字化及药品供应链领域建立长期战略合作。双方通过业务合作及股权投资, 在药品销售及采购、仓储及供应链协调、民营医院集团采购组成 (GPO) 及药店 SaaS 解决方案等领域进行战略合作。

联合迈极康医疗, 提升跨境创新药械可及性。智云健康于 2023 年 9 月与香港

迈极康医疗达成战略合作协议，就内地患者的跨境创新药械科技型开展多维度合作，具体涉及肿瘤、罕见病、非处方药以及特殊医学用途配方食品等领域。本次战略合作将帮助智云健康打通供应链，加速链接国际先进医疗资源与国内健康需求，为患者提供更为便捷的跨境药械互通共享服务，有效降低患者用药负担。

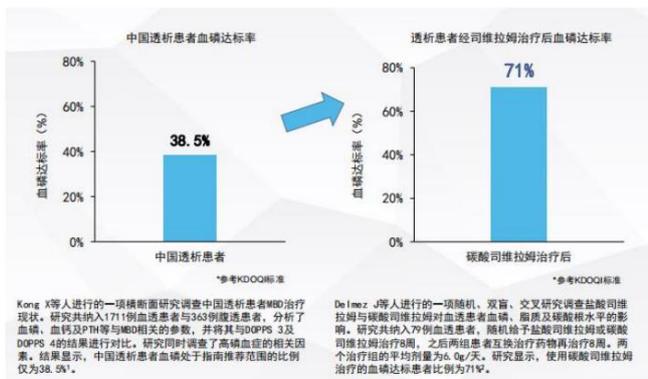
携手华润三九，共推心脑血管疾病治疗新篇章。公司与华润三九子公司昆明华润圣火药业有限公司最近签署战略合作协议，双方将依托各自的资源优势，在医疗健康服务领域进行深度合作。本次合作主要聚焦于产品数字化营销和品牌教育，旨在提升心脑血管疾病治疗药品如理血王®血塞通软胶囊的市场潜力和患者可及性。此外，合作还包括运用智云健康的数字化技术和 SaaS 系统来提升医药企业的供应链效率和推广成本效率，从而推动医药行业的高质量发展和创新。

联手锦波生物，赋能院外业务体量新高。智云健康在 2023 年 12 月 28 日与山西锦波生物医药股份有限公司订立不具法律约束力的战略合作协议，成为锦波生物特定产品线下药店渠道销售的独家总经销商。通过利用公司线下药店网络为锦波生物健康产品的营销推广和产品销售开展合作，并为锦波生物提供定制化软件服务。对智云健康而言，锦波生物作为胶原蛋白赛道的领头羊将赋能智云院外业务体量上新高，也进一步印证其 SaaS 网络的可拓展性和对优质工业的吸引力。

签订十年独家代理，拓展集团海外渠道。智云健康于 2024 年 1 月 26 日与杭州安元生物医药科技有限公司订立不具法律约束力的战略合作协议，公告成为安元生物碳酸司维拉姆干混悬剂®产品在我国的独家代理，期限为十年。碳酸司维拉姆是人工合成的非钙非金属磷结合剂，有降低血磷浓度的效果，临床上用于治疗正在接受透析治疗的慢性肾脏病成人患者的高磷血症和血清磷 $\geq 1.78\text{mmol/L}$ 但并未进行透析的慢性肾脏病成人患者的高磷血症。该产品现已取得药监局和 FDA 的批准文号，为集团就该药品开发海外销售渠道提供可能性，预计 2026 年市场规模超过 4.5 亿元。

图表 24 市场上首个司维拉姆干混悬

- 市场**首个干混悬品种** + 未来**两年市场独家品种**
- 智云**10年独家总经销**，具有国谈挂网价主导权（预计2025年）
- **替代率高**：从剂型的便于吞咽程度和提高依从性来看，干混悬对片剂的替代**至少超过30%**
- 市场空间大：
 - 中国高龄血症患者300万+
 - 高磷血症15亿+（2023） --> 司维拉姆片剂8.5亿+（2023） --> **司维拉姆干混悬4.5亿+（2026）**



我国终末期肾功能衰竭（ESDR）患者数量达到353.6万人，但是透析治疗渗透率却仅为27%，美国的这一数字是69%[1]。透析患者中血磷不达标的比例为75.7%，但用药率仅为60%。此外，CKD透析患者中，儿童患者占0.41%[5]，但是65岁以上老年患者约占32%[4]，患者人均年龄为55岁[3]，患者群体整体呈现老龄化的特点，并有进一步老龄化趋势（台湾省平均年龄是67.5岁），相当可观的患者数量存在吞咽与咀嚼问题。Fissell RB、Wang S、Arenas MD等学者分别研究发现磷结合剂服用数量的增加以及咀嚼和吞咽的难度都会降低高磷血症患者的用药依从性。所以，通过改善剂型仍有较大的市场拓展空间

资料来源：公司业绩材料，华安证券研究所

在战略合作之外，公司积极探索自有药物发展性。公司自有原研药物依舒佳林®（甲磺酸二氢麦角碱缓释片）（国药准字 H20093234）在国内上市多年，在轻度血管性痴呆以及脑血管相关疾病方面已得到临床医生广泛认可。依舒佳林®是天然麦角生物碱的四种双氢衍生物的等比例混合物。临床研究表明，依舒佳林®对于帕金森患者流涎的症状有显著改善，并获得 2022 年《中国帕金森病消化道症状管理专家共识》推荐，进一步拓展了依舒佳林®在衰老相关神经退行性疾病方面的应用。此外，依舒佳林®在改善大脑认知方面研究的最新科研成果被国际知名学术期刊《Biochemical and Biophysical Research Communications》接收。该项基础研究深入探讨依舒佳林®对认知功能下降的干预作用与潜在机制。研究表明依舒佳林®增强实验动物海马组织中抗氧化酶活性，调节 Nrf2/HO-1 信号通路，同时减少海马组织中促炎细胞因子 IL-1β 和 TNF-α 的产生，这导致与认知功能相关的因素表达减少，从而发挥神经保护作用。同时研究发现，依舒佳林®通过保护海马组织中的神经元，能够显著改善实验动物的认知、学习和记忆功能。该项基础研究为依舒佳林®在延缓衰老和改善与年龄相关的疾病、有益于老年人健康方面的潜力提供科学依据。

自营品数字营销推广，推动业务板块强势增长。智云健康旗下全资子公司享有权益的自营品和唐净®达格列净片已正式获得国家药品监督管理局颁发的药品注册证（国药准字 H20234636），于 2024 年 3 月 11 日上市。和唐净®达格列净片突破了原研究中对晶体形式的专利限制，并根据相关法律法规作为达格列净片仿制药在中国提早上市。达格列净片采取全新降糖机制，是唯一同时列入最新国家医保目录和基药目录的 SGLT-2i，是 2 型糖尿病成人患者改善血糖控制的一线用药。2023 年在中国的年销售额约 70 亿，预计 2024 年接近百亿。

智云健康将通过院内 SaaS 网络和药店 SaaS 网络的强大数字化能力对其进行营销推广，预计会对公司长期业务增长和利润增厚有显著提升作用，进一步印证公司 SaaS 的数字化能力和商业模式的可拓展性。截至 2024 年 4 月，和唐净®商业化进展顺畅，药品已覆盖上海、山东、江苏、河南等 15 个省（市），已经有近 2000 家医疗机构展开合作。

图表 25 和唐净®达格列净片

- 循证证据充分，临床指南力荐
- 市场规模可观：2023 年 70 亿，2024 年~100 亿
- 上市即销售：**突破原研晶型专利限制**，2023 年 12 月 13 日取证，2024 年 3 月 9 日上市会
- **跨界价值显著**：强效排糖，可综合管理心肾疾病的多重危险因素，**糖/心/肾多重获益**
- **减重潜力巨大**：针对糖尿病患者减重的亚组分析，显示体重可在基线水平降低 5%，**有减脂减重效果**



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司 P2M 药品管线多领域布局，市场规模可观。公司 P2M 药品管线布局中枢神经、肿瘤、代谢、抗过敏 / 麻醉、呼吸病、罕见病等多领域，拥有共计 16 条自营药品管线。其中依舒佳林片、补虚通淤颗粒、达格列净片、司维拉姆干混悬已上市，市场规模可观，预计未来会为公司持续带来营收。此外，公司多项产品将于 2024-2026 年陆续上市，市场规模基本均超过百亿元。

图表 26 公司 P2M 药品管线

治疗领域	产品	适应症	预计上市时间	市场规模 (亿元)
中枢神经领域	依舒佳林片	脑血管病后遗症	已上市	160
	A	抑郁症	2024	150
	B	癫痫	2024	150
	C	癫痫、双向情感障碍	2026	100
肿瘤 (长期) 领域	补虚通淤颗粒	活血通络	已上市	百亿
	D	卵巢癌、前列腺癌、乳腺癌	2024	200
代谢领域	E	脑胶质瘤、脑转移瘤	2025	100
	达格列净片	糖尿病, 心衰、慢性肾病	已上市	数百亿
	司维拉姆干混悬	高磷血、肾性骨病	已上市	30
	F	肾性骨病、维生素缺乏症	2024	300
抗过敏 / 麻醉领域	G	骨质疏松	2026	300
	H	抗过敏	2025	150
呼吸病领域	I	肌松剂	2024	250
	J	哮喘领域	2026	100
罕见病领域	K	肺动脉高压	2025	30
		外周动脉闭塞性疾病	2028	150
	L	地中海贫血	2024	50

资料来源：公司官网，华安证券研究所

3 多业态组合，寻求商业模式可拓展性

3.1 关注数据应用，研发行业模型加速人工智能应用

2023 年 3 月，中共中央办公厅和国务院办公厅印发了《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》，强调“发挥信息技术支撑作用”、“加快推进互联网、区块链、物联网、人工智能、云计算、大数据等在医疗卫生领域中的应用，加强健康医疗大数据共享交换与保障体系建设”。此外，该文件还提倡“积极运用互联网、人工智能等技术，持续优化服务流程”，方便患者就医。因此，在政策引导下，数字创新正以较快速度在医疗保健行业占据一席之地。

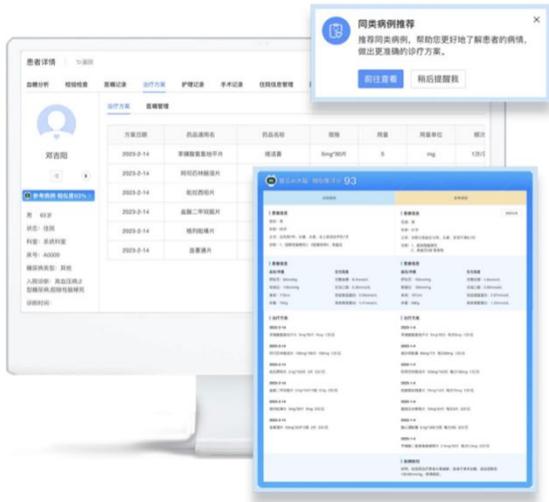
基于此现状，智云健康大力加强医疗人工智能技术，并基于 Cloud GPT 及 Cloud DTx 两大行业模型加速人工智能应用，前者用于支持临床决策，后者用于协助药物和医疗器械开发。

引入辅助诊疗功能，审方功能取得显著成果。Cloud GPT 方面具有两大特点。第一，智云健康在问诊方面引入辅助诊疗功能，显著提高医生工作效率。在智云医汇 SaaS 平台医院端中，医生在查看患者病例时，系统会自动弹出提示，指出是否

存在相似病例。此外，系统还提供用药记录和疾病转归等信息，还能通过数字营销呈现杳无信息，巧妙实现软广告的效果。第二，AI 辅助智能审方功能取得显著成果。成熟的智能审方系统能使处方的准确度达到 99% 以上，并通过事前导诊、事中问诊和事后审核的方式，确保医生的判断与 AI 的判断保持一致，有效规避医疗事故风险，为药店服务提供安全保障。

图表 27 智云医疗大脑落地场景 - 医汇系统

图表 28 智云医疗大脑落地场景 - 药店 SaaS



资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：公司官网，华安证券研究所

联合制定院外处方专家共识，发挥行业领导作用。在 2023 年 6 月 10 日，由中华医学会临床药学分会、上海市医学会临床药学专科分会、上海市药学会医院药学专业委员会牵头，智云健康联合全国 35 家三甲医院携手共同制定的《互联网医疗智能辅助审方系统的构建与应用》专家共识正式发布。其中，智云健康是参与该共识制定的唯一技术单位。此次院外智能处理和流转数字化诊疗处方的专家共识，是国际首家并填补了国内缺乏统一标准的空白，具有首创性、前瞻性。该共识将进一步促进互联网及数字医疗诊疗和审方工作的规范化，提倡合理用药，保障广大用户的诊疗及用药安全。

图表 29 《互联网医疗智能辅助审方系统的构建与应用》专家共识



资料来源：中国全科医学，华安证券研究所

发表多篇研究文章，科研成就硕果累累。在 Cloud DTx 方面，公司发表多篇具有较高研究和应用价值的文章。2023 年 1 月，智云健康在《医学年鉴》上发表《基于真实世界研究的中国高血压患者抗高血压药物处方状况分析》的文章。该文章分析 2021 年 1 月至 2021 年 12 月期间接受抗高血压治疗处方的约 1,110 万患者，并得出钙离子通道阻滞剂 (CCB) 和血管张力素 II 型受体拮抗剂 (ARB) 是医院最常为高血压患者开出的两种药物，处方开具方式基本符合推荐的中国高血压指南。2023 年 4 月，公司在《医学互联网研究杂志》上发表《基于移动设备的认知行为疗法对降低低动脉粥样硬化性心血管疾病患者低密度脂蛋白胆固醇水平的疗效：多中心、前瞻性随机对照试验》的文章，以 CBT 为方法学，是首个公开发表的在国际心脏病领域采用数字疗法 (DTx) 干预血脂的临床研究。该文章得出在动脉粥样硬化性心血管疾病 (ASCVD) 患者中，基于移动设备的认知行为疗法 (CBT) 可有效降低低密度脂蛋白胆固醇 (LDL-C) 水平 (即使对于那些 LDL-C 已经达标的患者)，并可提高自我效能感，改善生活质量。此外，智云健康医学团队利用技术迭新、数据升级的自有 AI 科创研发平台 Cloud DTx，完成一项关于“长新冠”影响的真实世界研究。该研究基于智云健康平台上 670 余万次诊断和处方数据，成果发表于国际期刊《International Journal of General Medicine》。

图表 30 智云医疗大脑落地场景 - Cloud DTx 科研成果

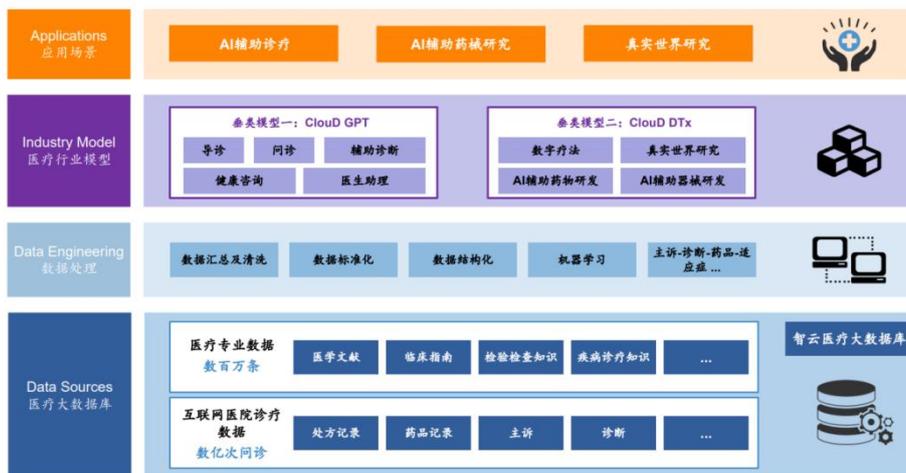
图表 31 智云医疗大脑落地场景 - Cloud DTx 科研成果



资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 32 智云医疗大脑

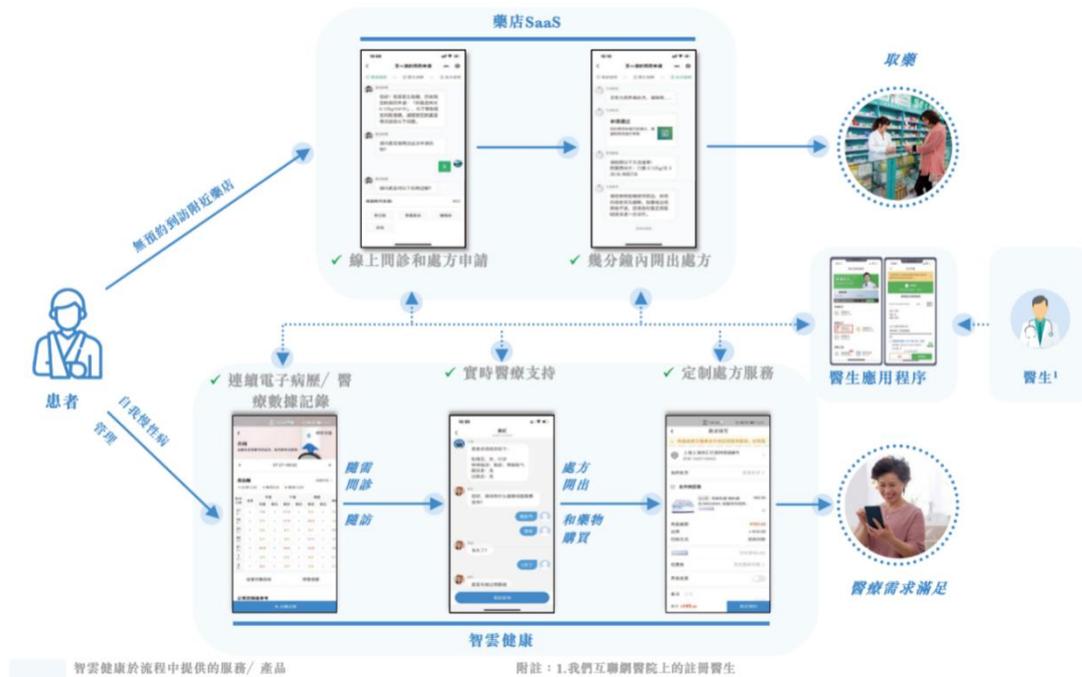


资料来源：公司业绩材料，华安证券研究所

3.2 院内院外有机结合，形成深度闭环的飞轮效应

为了让优质医疗服务惠及医院外场景，智云健康推出药店解决方案和个人慢病管理解决方案。

图表 33 智云健康院外场景



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

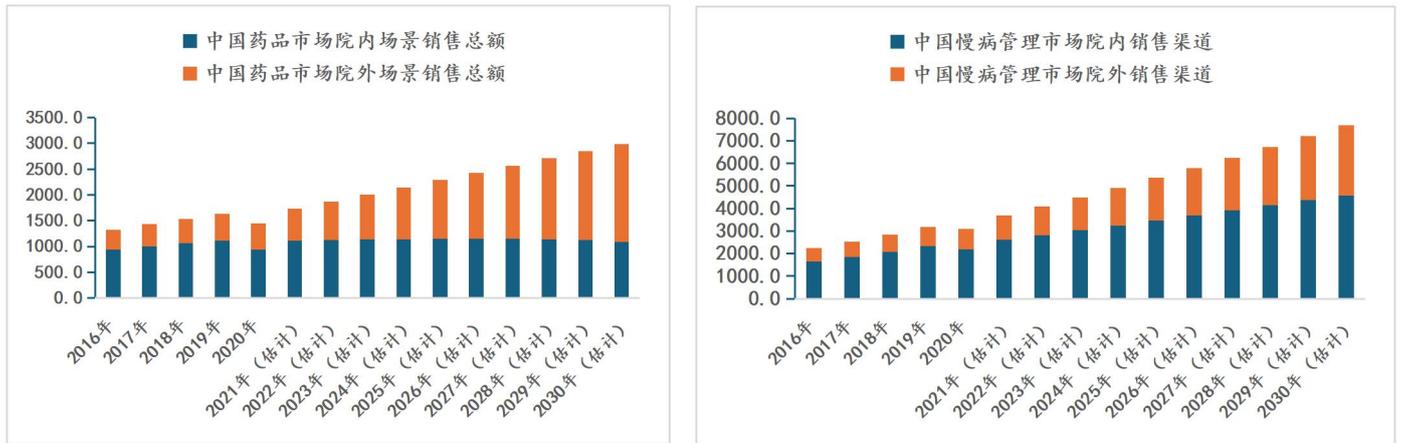
3.2.1 扩大处方药外流，推动零售药店转型

处方药外流作为重要新兴趋势，将会持续扩大。政府出台多项政策对公立医院进行全面改革，如《十三五深化医药卫生体制改革规则》中“禁止公立医院对其销售的药品加价”，降低医院销售药品的积极性。随着对医院药品销售收入占比的监督和评估更加严格，医院会更愿意让患者通过院外渠道购买药品，包括线上和线下零售药店。此外，一系列支持性政策出台和生效，如《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》和《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，为处方药院外分销改革提供指导。因此，在处方药外流扩大的推动下，院外渠道药品销售所占比例将继续增加。根据弗若斯特沙利文数据，2020年至2025年在中国透过院外渠道销售药品的复合年增长率预计为17.5%，远高于院内销售，院内销售同期复合年增长率预计为4.1%。此外，处方药外流的潜在普及率预计最高将增加到占中国门诊药品销售的87.6%。

受处方药外流扩大这一长期趋势驱动，在线下药店数字化及互联网医院涌现的支持下，慢病管理的院外市场有望继续快于院内市场增长。根据弗若斯特沙利文数据，中国院外慢病管理市场（包括销售医疗器械、耗材、药品及提供管理服务）的市场规模将从2020年的9,049亿元增加到2025年的18,833亿元，预计于2030年将达到31,073亿元，从2025年到2030年的复合增长率为10.5%，院外管理比

例从 2016 年的 26.49% 增长至 2030 年的 40.46%。

图表 34 中国药品市场院内院外场景细分情况 (人民币十亿元) 图表 35 中国慢病管理市场规模 (人民币十亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，华安证券研究所 资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，华安证券研究所

线下零售药店是患者购买药品和耗材的主要院外渠道，但需有处方才能购买处方药，而多数患者在踏入药店时并不具备处方。因此，线下零售药店倾向于采用数字解决方案，以满足客户在线下购药期间对在线问诊及处方开具服务日益增长的需求，并符合监管要求。数字化的能力还使药店能够更好地管理药品库存，以满足患者的按需需求。

智云健康的综合药店解决方案包括药店 SaaS 及药店用品。公司于 2019 年上半年推出药店 SaaS 智云问诊，使药店能够为无预约的顾客提供店内的实时在线问诊和处方开具服务，基于处方服务获得的见解辨别药店用品销售机会，帮助药店提升营运效率。此外，凭借经销商及药店网络，智云健康通过批发给经销商或直接销售给终端客户向终端药房客户分销药店用品。同时也有增值服务提供，高级功能如提供私域流量管理的电子商务解决方案（如微信小程序）的新零售功能，公域流量管理以及库存管理服务。截至 2023 年 12 月 31 日，219,716 家药店安装智云问诊，覆盖中国约 35% 的药店，是行业排名第一的药店 SaaS 渗透率。此外，利用药店 SaaS 处方服务获得的数据，公司有效地连接制药公司及药店进行药店用品采购。截至 2023 年 12 月 31 日，公司药店用品交易客户数目达 1,232 名，同比增长 26.4%。

图表 36 部署智云问诊的药店地理覆盖情况



图表 37 药店交易客户数量 (家) 及安装药店 SaaS 药店数量 (百家)



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

资料来源：公司招股说明书，公司年报，华安证券研究所

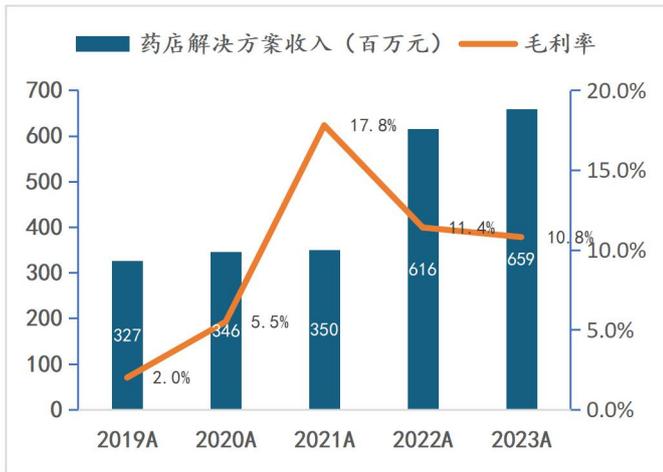
图表 38 智云问诊界面



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

药店解决方案是公司第二大收入来源，增值解决方案收入快速增长。公司药店解决方案收入自 2019 年的 3.27 亿元增长至 2023 年的 6.59 亿元，毛利率逐渐稳定在 10% 左右。按分部划分收入，药店解决方案可分为订阅解决方案收入及增值解决方案收入。其中，药店增值解决方案分部保持强劲增长势头，2023 年收入达 5.99 亿元。

图表 39 药店解决方案收入及毛利率 (百万元, %)



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所
注: 左轴为药店解决方案收入; 右轴为毛利率

图表 40 药店解决方案业绩拆分 (百万元)

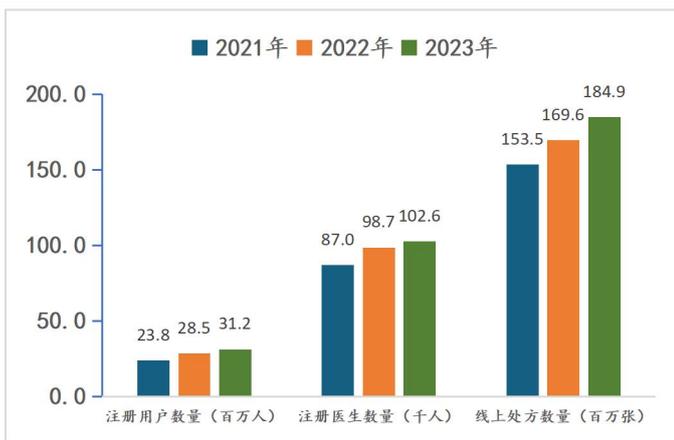


资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 华安证券研究所

3.2.2 立足个人慢病管理, 协同运作三大解决方案

公司个人慢病管理解决方案主要通过其医生与患者移动应用程序、小程序及微信公众号将院内解决方案和药店解决方案获得的医生与患者联系起来, 为慢病患者实现院外监测、问诊和处方开具, 并提供优质可靠的医疗服务及健康保险经纪服务。截至 2023 年 12 月 31 日, 智云健康拥有逾 100,000 注册医生及约 31.2 百万名注册用户。透过公司全渠道用户获取, 如医生推荐、药店未约诊患者使用线上处方服务及患者推荐, 逾 95% 新用户来自原生获取。此外, 公司拥有三家互联网医院, 使公司可以在中国各省份通过线上平台向患者提供在线问诊和处方开具服务。截至 2023 年 12 月 31 日, 透过公司服务提供的在线处方数量达 184.9 百万张。

图表 41 注册用户数量、注册医生数量、线上处方数量 (百万人、千人、百万张)



图表 42 智云医生移动应用程序用户界面截图



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 公司中期报告, 华安证券研究所

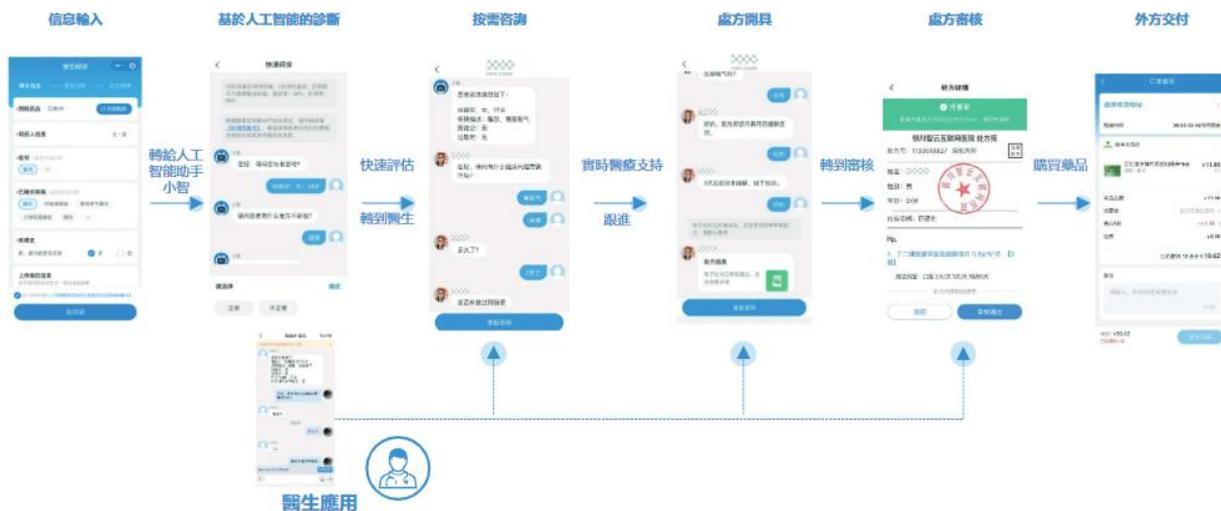
资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 43 智云健康面向个人用户的移动应用程序用户界面截图



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

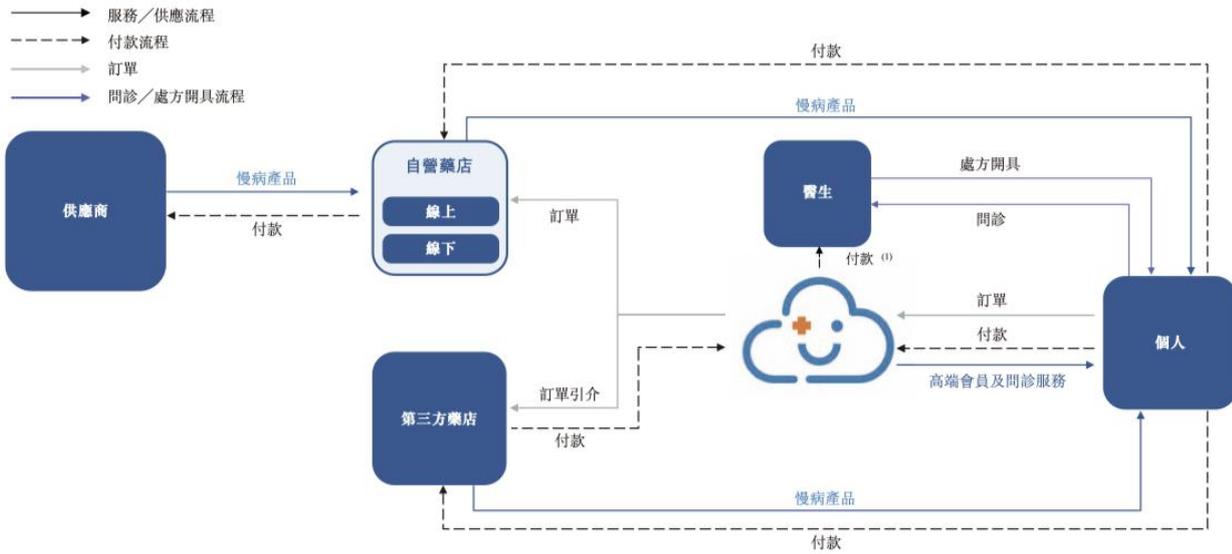
图表 44 患者在智云健康上获取问诊及处方开具历程



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

智云也会为高级会员提供增值服务，高级会员不仅包括购买会员资格的个人，还包括通过合作保险公司和企业雇主而成为会员的用户。智云会为高级会员提供健康评估和筛查、健康顾问和培训师、折扣购买药物、免费送货服务和问诊及处方开具服务的赠送智云健康也会作为代理透过其保险经纪服务向个人消费者零售多个保险公司的消费健康护理套餐，或按批发方式向企业客户的雇员销售有关套餐。

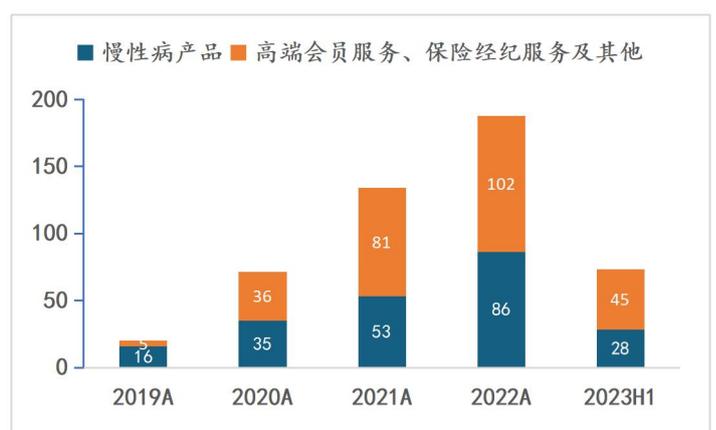
图表 45 个人慢病管理解决方案业务中产品/服务及资金流向



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

C 用户增值服务如保险业务等高毛利率业务持续为公司带来高营收。个人慢病管理解决方案从 2019 年的 0.2 亿元增长至 2023 年的 1.59 亿元，系得益于快速发展的 C 用户增值服务如保险业务。个人慢病管理解决方案毛利率受规模效应影响逐步优化，2023 年达到 28.1%。

图表 46 个人慢病管理解决方案收入及毛利率(百万元,%) 图表 47 个人慢病管理解决方案业绩拆分(百万元)



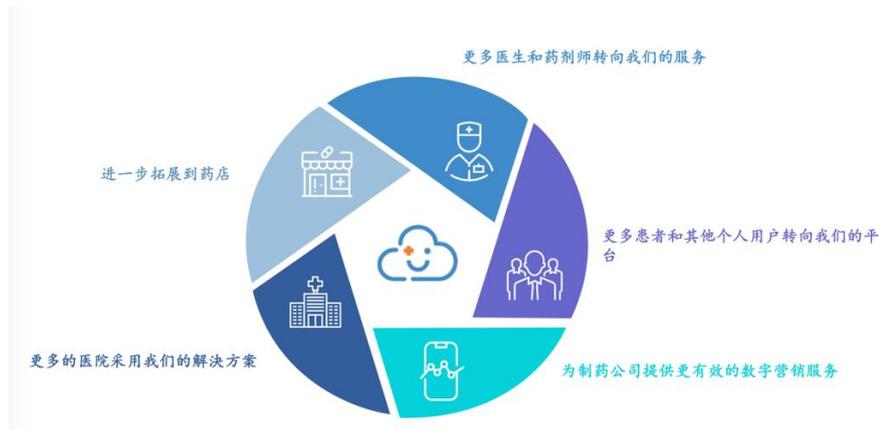
资料来源：公司招股说明书，公司年报，华安证券研究所
注：左轴为个人慢病管理解决方案收入；右轴为毛利率

资料来源：公司招股说明书，公司年报，华安证券研究所

飞轮效应深度闭环，三大解决方案协同运作。透过院内解决方案，公司对医院工作的参与激励更多医生加入平台，为药店客户及个人用户提供更多及更好的问诊及处方服务。此外，患者可以前往药店，透过药店 SaaS 获取处方及下订单，也可

以透过公司与药店 SaaS 相连的患者应用来完成。通过让更多医生和药剂师转向为公司服务促使更多患者和其他个人用户选择公司平台，并以此为基础为制药公司提供更有效的数字营销服务，激励更多医院采用公司院内解决方案，并进一步拓展到药店促使更多医生和药剂师服务公司。循环往复，院内解决方案、药店解决方案及个人慢病管理解决方案为公司业务创造协同价值，让公司能够服务包括医院、医生、患者、药店及制药公司在内的主要行业利益持份者，渗透并接触慢病患者的整个患者旅程。

图表 48 深度闭环的飞轮效应



资料来源：公司官网，华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测与估值分析

我们将公司的业绩拆分为院内解决方案、药店解决方案和个人慢病管理解决方案及其他三个板块进行预测。

院内解决方案板块：公司的核心业务，公司持续触达更多医院科室及增加医疗用品的 SKU，商业化模式具有可拓展性和可持续性；国家持续推进医疗体制改革，越来越多医药和医疗器械公司更加注重“降本增效”，预计公司精准营销服务有更大持续增长空间；尤其是公司进行 P2M 战略升级，销售自营产品依舒佳林、碳酸司维拉姆干混悬剂、和唐净®达格列净片、补虚通淤颗粒，其市场规模可观，预计未来带来较大收入贡献；并且随着 P2M 品类的不断获批和丰富，促进了公司院内解决方案板块的业务持续高速增长，同时公司的毛利率也会随之提升。药店解决方案和个人慢病管理解决方案及其他发展稳定，预计收入和毛利率将保持平稳增长。

图表 49 业绩拆分 (百万元)

		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入		3,691	4,827	6,129	7,728
	(+/-%)	23.5%	30.8%	27.0%	26.1%
营业成本		2,781	3,535	4,480	5,650
	毛利率	24.6%	26.8%	26.9%	26.9%

一、 院内解决方案		2,873	3,828	4,898	6,178
	YOY	31.5%	33.2%	28.0%	26.1%
	占公司收入百分比	96.2%	79.3%	79.9%	79.9%
	成本	2,079.4	2,679	3,429	4,325
	毛利	793.6	1,148.3	1,469.4	1,853.4
	YOY	16.1%	44.7%	28.0%	26.1%
	毛利率	27.6%	30.0%	30.0%	30.0%
二、 药店解决方案		659	813	1,016	1,302
	YOY	6.9%	23.4%	25.0%	28.2%
	占公司收入百分比	17.8%	16.8%	16.6%	16.9%
	成本	588	723	901	1,153
	毛利	71.0	89.4	114.8	149.8
	YOY	1.6%	25.9%	28.4%	30.4%
	毛利率	10.8%	11.0%	11.3%	11.5%
三、 个人慢病管理解决方案及其他		159	186.97	215.02	247.27
	YOY	-15.4%	17.7%	15.0%	15.0%
	占公司收入百分比	4.3%	3.9%	3.5%	3.2%
	成本	114	133	151	173
	毛利	44.7	54.2	64.5	74.2
	YOY	15.3%	21.3%	19.0%	15.0%
	毛利率	28.1%	29.0%	30.0%	30.0%

资料来源: ifind, 华安证券研究所测算

4.2 投资逻辑与建议

深耕数字化慢病领域, 逐步迎来收获期

智云健康科技集团是中国最大的数字化慢病管理解决方案提供商, 2014年在杭州创办, 2016年推出中国第一个针对慢病管理的医院 SaaS 产品。历经多轮境内外股权融资, 公司已初具规模, 逐步进入收获期, 2023年集团平台注册医生达 10.3 万人, 注册用户约 3,100 万人。2019年-2023年, 公司营业收入从 5.24 亿元增长至 36.91 亿元, 盈利能力呈持续增长态势。

2023年3大板块同步发力。

- ◆ 院内解决方案板块: 安装 SaaS 医院数量 2,719 家, +5.9%YoY; 百强医院数量 40 家, +5.3% YoY; 三级医院数量 815 家, +14.1%YoY; 数字化营销服务覆盖 SKU 59 个, +73.5% YoY。
- ◆ 药店解决方案板块: 安装 SaaS 药店数量 219,716 家, 13.6%YoY; 交易客户数 1,232 个, +26.4%YoY; 每名交易客户产生的平均收入 48.7 万元。
- ◆ 个人慢病管理解决方案板块: 注册医生数量 10.3 万名; 在线处方开具数量 1.85 亿张; 注册用户数量>3,100 万名。

公司进军慢病管理市场, AIM 模式提升医院粘性

近年, 我国医疗卫生需求大幅上升, 国内慢病管理市场拥有庞大患者群体和高增长潜力, 市场空间广阔。公司以慢病管理数字化为切入点, 推动院内场景数字化, 通过向医院提供医院 SaaS 及用品, 使院内慢病管理流程数字化和标准化, 为慢性病患者提供从院内到院外的全生命周期服务。

智云健康采用"医院为先"战略和"AIM 模式"(接入、安装、变现), 专注于服务

公立医院的慢性病管理需求，通过其首创的医院 SaaS 智云医汇，实现医疗流程的数字化和标准化，与 80 多个国内外厂商的系统对接，提高了医疗操作效率。至 2023 年，已有 2719 家医院部署了智云健康的解决方案。此外，公司通过提供数字化营销服务和增值服务，与 39 家制药公司合作，实现了医院业务的增长和高客户保留率，进而增强了公司的变现能力和市场占有率。

P2M 战略提升公司盈利，管线丰富值得期待

智云健康通过实施 P2M (Patient to Manufacturer) 模式，有效地连接了患者与制药工业，利用其覆盖全国的规模化 SaaS 网络和数字化能力，实现了从患者到工业的直接对接。通过与陕西医药控股集团、香港迈极康医疗、华润三九集团、山西锦波生物医药等的战略合作，智云健康加强了在医疗数字化、药品供应链、跨境创新药械可及性、以及慢病管理领域的业务拓展和服务能力。此外，公司不仅推广了自有药物，如依舒佳林®和唐净®达格列净片，以提升药品可及性和治疗效率，还通过数字营销推广自营品，展现了其 SaaS 网络的扩展性和对高质量工业产品的吸引力，为公司的长期业务增长和利润增厚提供了显著支持。同时公司拥有多条 P2M 药品管线，预计未来会持续带来营收。

公司 P2M 药品管线布局中枢神经、肿瘤、代谢、抗过敏 / 麻醉、呼吸病、罕见病等多领域，拥有共计 16 条自营药品管线。其中依舒佳林片、补虚通淤颗粒、达格列净片、司维拉姆干混悬已上市，市场规模可观，预计未来会为公司持续带来营收。此外，公司多项产品将于 2024-2026 年陆续上市，市场规模基本均超过百亿元。

院内院外有机结合，形成深度闭环的飞轮效应

稳定推进院内解决方案的同时，公司持续发展药店解决方案和个人慢病管理解决方案。2019 年，公司推出药店 SaaS 智云问诊，使药店为无预约顾客提供店内实时在线问诊和处方开具服务。截至 2023 年 12 月 31 日，219,716 家药店安装智云问诊，覆盖中国 35% 的药店。个人慢病管理解决方案方面，公司主要为慢病患者实现院外监测、问诊和处方开具。截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有逾 10 万名注册医生及约 3 千万名注册用户，2021-2023 年累计超过 5 亿次处方量。

公司持续布局数据应用，研发行业模型加速人工智能应用

政策支持数据应用行业发展，持续布局该领域。2023 年，《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》印发，文件提倡“积极运用互联网、人工智能等技术，持续优化服务流程”。在公司层面，智云健康大力加强医疗人工智能技术，并基于 Cloud GPT 及 ClouD DTx 两大行业模型加速人工智能应用，前者用于支持临床决策，后者用于协助药物和医疗器械开发。

投资建议

我们看好公司近 2800 家医院和近 22 万家药店、超过 10 万名注册医生和每年在线处方近 2 亿张的渠道资源和构建的 AI 体系、自营产品在 2024 年的放量、集采下更多药品与公司持续合作。我们预计，公司 2024~2026 年收入分别 48.3/61.3/77.3 亿元，分别同比增长 30.8%/27.0%/26.1%，归母净利润分别为-0.4/0.03/0.66 亿元，2024/2025/2026 经调整利润为 0.45/1.5/3.4 亿元。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示：

- 行业监管风险
- 竞争加剧风险
- 商业化推广风险

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,303	2,635	2,845	3,182	营业收入	3,691	4,827	6,129	7,728
现金	243	1,673	1,773	1,967	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	815	161	187	215	营业成本	2,781	3,535	4,480	5,650
存货	298	379	480	606	销售费用	829	869	1,042	1,236
其他	947	422	405	395	管理费用	340	343	417	518
非流动资产	642	649	656	661	研发费用	88	96	123	193
固定资产	159	180	200	220	财务费用	9	14	16	16
无形资产	386	382	378	375	除税前溢利	-327	-39	3	66
其他	97	87	77	67	所得税	0	0	0	0
资产总计	2,945	3,284	3,501	3,843	净利润	-327	-39	3	66
流动负债	1,101	1,473	1,686	1,962	少数股东损益	-4	0	0	0
短期借款	220	305	305	305	归属母公司净利润	-323	-39	3	66
应付账款及票据	233	223	321	450	EBIT	-319	-25	19	82
其他	648	945	1,060	1,206	EBITDA	-210	-13	33	96
非流动负债	78	84	84	84	EPS (元)	-0.60	-0.07	0.01	0.11
长期借款	15	15	15	15					
其他	63	69	69	69					
负债合计	1,180	1,557	1,770	2,046					
普通股股本	0	0	0	0					
储备	2,031	1,992	1,996	2,063					
归属母公司股东权	1,825	1,787	1,791	1,857					
少数股东权益	-60	-60	-60	-60					
股东权益合计	1,765	1,727	1,731	1,797					
负债和股东权益	2,945	3,284	3,501	3,843					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-140	1,268	54	112
净利润	-323	-39	3	66
少数股东权益	-4	0	0	0
折旧摊销	108	13	14	15
营运资金变动及其他	79	1,295	37	31
投资活动现金流	-38	89	62	98
资本支出	-123	-30	-30	-30
其他投资	85	119	92	128
筹资活动现金流	172	72	-16	-16
借款增加	25	85	0	0
普通股增加	-36	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	183	-14	-16	-16
现金净增加额	-6	1,429	100	194

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	23.51%	30.80%	26.97%	26.08%
归属于母公司净利	80.87%	87.86%	108.76%	1812.38%
获利能力				
毛利率 (%)	-9.70%	-1.63%	-0.20%	0.18%
销售净利率 (%)	-8.75%	-0.81%	0.06%	0.85%
ROE (%)	-17.70%	-2.20%	0.19%	3.54%
ROIC (%)	-15.93%	-1.24%	0.94%	3.86%
偿债能力				
资产负债率 (%)	40.06%	47.42%	50.56%	53.24%
净负债比率 (%)	-0.47%	-78.31%	-83.92%	-91.62%
流动比率	2.09	1.79	1.69	1.62
速动比率	1.80	1.51	1.38	1.29
营运能力				
总资产周转率	1.28	1.55	1.81	2.10
应收账款周转率	4.69	9.90	35.21	38.45
应付账款周转率	15.71	15.50	16.47	14.65
每股指标 (元)				
每股收益	-0.60	-0.07	0.01	0.11
每股经营现金流薄)	-0.24	2.16	0.09	0.19
每股净资产	3.11	3.04	3.05	3.16
估值比率				
P/E	-10.50	-43.91	501.27	26.21
P/B	2.03	0.96	0.96	0.93
EV/EBITDA	-17.54	-28.73	8.20	0.79

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。