2024 年 06 月 07 日

医脉通（02192.HK）

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

医师平台龙头，发力精准营销

国金证券研究所

分析师：孟灿（执业 S1130522050001）

mengcan@gjzq.com.cn

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

联系人：赵彤

zhaotong3@gjzq.com.cn

市价（港币）：7.690 元

目标价（港币）：10.38 元

投资逻辑

医脉通是国内领先的在线专业医师平台。公司早年主要销售医学工具软件，目前平台还提供医学研究最新进展、临床指南、用药参考、业内新闻、医药视频资讯等内容，已经形成覆盖 APP、PC 端、小程序的丰富产品矩阵。公司合作国内外顶尖学术机构以保障平台内容的专业性和及时性，并通过探索 AI 功能、切入医学会议场景等方式，使得用户数量持续增长。截至 2023 年末，公司拥有注册用户 680 万人，2020-2023 年 CAGR 达 24.8%；其中执业医师用户达 400 万人，占全国执业医师总人数的 87%。

公司合作日本医疗 IT 头部企业 M3，持续拓宽业务范围。公司通过有针对性地向医生用户展示医药产品资讯，帮助医药企业实现精准营销，相较于传统线下拜访的模式受众范围更广、传播速度更快、具有更高性价比。截至 2023 年末，公司覆盖客户 182 家，同比增长 40.0%；覆盖产品达 386 个，同比增长 35.9%。此外，公司还面向医药企业推出数字市场研究、EDC 等解决方案；并提供智能患者管理解决方案，帮助医药公司提高患者依从性。

受益于日趋完善的商业模式，2018-2023 年公司营收 CAGR 为 37.6%，2023 年实现营收 4.1 亿元，同比增长 31.2%。剔除股份支付费用及利息收入等影响，2023 年公司实现扣非归母净利润 0.83 亿元，同比增长 19.0%，较 2022 年显著回暖。

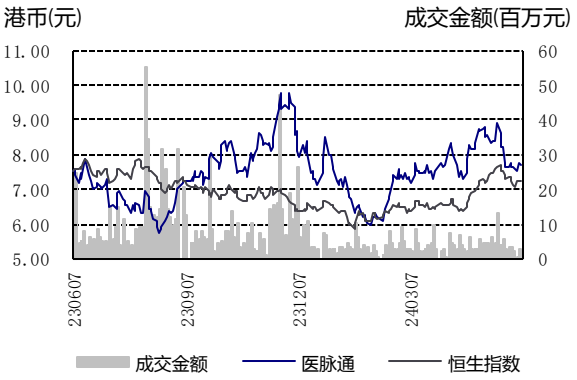
随带量采购、医保谈判、医疗反腐等政策持续推进，医药企业将更加关注下沉市场、加大营销费用管控力度，并更加重视合规，数字化营销市场规模有望持续增长，据弗若斯特沙利文预测，医药数字营销市场规模预计 2022 年至 2030 年的复合年增长率为 31.3%。医师平台模式能够赋能药物流通全生命周期，更为契合医药企业当下需求。医脉通在此细分领域中，覆盖医师数量处于行业第一梯队，营收增速及调整后扣非归母净利率高于上市同业。目前通过医师平台进行线上营销的医药企业数量较少，相较行业总量仍有极大提升空间。

盈利预测、估值和评级

我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 5.41/7.12/9.28 亿元，同比增长 31.4%/31.5%/30.4%；实现归母净利润 2.67/2.85/3.04 亿元，同比增长 10.2%/6.9%/6.7%，对应 EPS 为 0.37/0.39/0.42 元；剔除利息收入影响，同比增长 20.5%/26.9%/27.6%。我们采用市盈率法对公司进行估值，给予公司 2024 年 26 倍 PE 估值，目标价 10.38 港元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

业务增速不及预期，监管风险，行业竞争加剧风险，业务拓展导致盈利能力下降的风险，利息收入下降风险。



公司基本情况（人民币）

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	314	412	541	712	928
营业收入增长率	10.41%	31.19%	31.40%	31.50%	30.40%
归母净利润(百万元)	117	242	267	285	304
归母净利润增长率	188.85%	106.53%	10.17%	6.92%	6.66%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.33	0.37	0.39	0.42
每股经营性现金流净额	0.11	0.14	0.43	0.49	0.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.67%	5.27%	5.52%	5.50%	5.48%
P/E	48.63	23.41	19.27	18.02	16.89
P/B	1.28	1.23	1.06	0.99	0.93

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1. 医学工具软件起家，用户规模持续增长 4
2. 对标 M3 打造医药数字营销龙头，探索多元变现渠道 6
3. 营收端保持高增态势，利润端同比明显回暖 8
4. 处于医药数字营销优质赛道，盈利能力优于同业 9
4.1 数字营销方式更契合医药公司需求，市场空间广阔 9
4.2 在众多医药数字营销玩家中，公司具备高增长确定性+高盈利能力 12
5. 盈利预测与估值 14
6. 风险提示 16

图表目录

图表 1： 医脉通平台提供医学工具软件及业内资讯 4
图表 2： 医学工具软件产品矩阵丰富 4
图表 3： AI 产品提供医学助手、医学文献阅读等功能 5
图表 4： 通过收并购扩充业务范围 5
图表 5： 注册用户数持续提升 6
图表 6： M3 集团为公司控股股东之一 6
图表 7： M3 面向专业医疗人士提供丰富服务 6
图表 8： M3 的主要业务模式 6
图表 9： M3 旗下应用覆盖全球 50%的医生群体 7
图表 10： M3 海内外业务均保持较高营收增速 7
图表 11： 公司精准营销解决方案示意图 7
图表 12： 合作医药公司数及医疗产品数量保持高增 7
图表 13： 公司提供多种面向 B 端的 SaaS 服务 8
图表 14： 精准营销及企业解决方案贡献公司主要营收 8
图表 15： 公司智能患者管理商业模式 8
图表 16： 并购及业务拓展导致公司毛利率有所下降 9
图表 17： 上市后公司费用率保持相对稳定 9
图表 18： 2023 年公司调整后扣非归母净利润同比增长 19.0% 9
图表 19： 历次集采药品价格降幅情况 10
图表 20： 历次新增医保谈判药品价格降幅情况 10
图表 21： 基层医院在慢病药物销售中占比持续提升 10
图表 22： 各地频密出台医药代表管理政策 11

图表 23： 2013 年至今日本医药代表数量逐年减少 11
图表 24： M3 预测医药数字营销将进一步取代医药代表 11
图表 25： 我国医药数字营销市场规模有望持续增长 12
图表 26： 医药数字营销产业图谱 12
图表 27： 以医脉通为代表的医师平台能够赋能药械全生命周期 13
图表 28： 公司营收增速更高（百万元） 13
图表 29： 公司调整后扣非归母净利率保持在 20%以上 13
图表 30： 上市医师平台精准营销方案覆盖医药公司数量较少 14
图表 31： 预计公司合作医疗产品数持续提升 14
图表 32： 预计医学知识解决方案营收逐年提升 15
图表 33： 盈利预测核心假设 15
图表 34： 可比公司估值比较（市盈率法） 16

医脉通是国内领先的在线专业医师平台，截至 2023 年末，通过医脉通网站、PC 端应用及 APP 注册的用户数量约 680 万人，其中超过 400 万名用户为执业医师，占全国执业医师总数的 87%。基于庞大的医师用户群体，公司先后拓展了医药数字化营销、智能患者管理等多种业务模式，2018-2023 年公司营收 CAGR 为 37.62%，调整后扣非归母净利润 CAGR 为 42.44%。

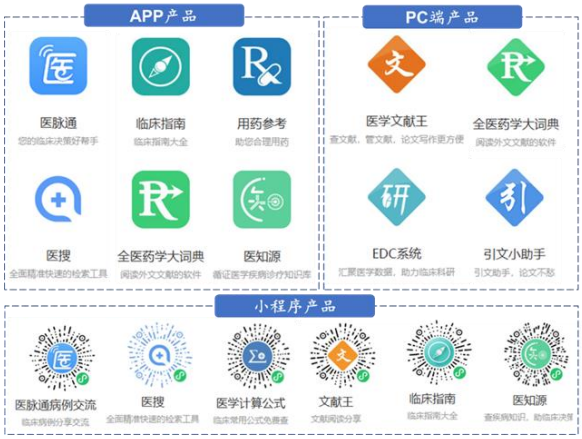
1. 医学工具软件起家，用户规模持续增长

- **提供医学工具软件实现用户积累，产品形式持续丰富。**公司创始人田立平女士、田立新先生于 1996 年成立公司前身特科能软件技术，面向医师群体，先后推出“全医药学大词典”、“用药参考”等医学知识工具软件，2004 年推出国内首个医学文献搜索管理工具“医学文献王”。2006 年，医脉通网站正式上线，除聚合已有医学工具外，还提供医学研究最新进展、业内新闻等信息。伴随移动互联网兴起，公司于 2012 年推出各医疗工具软件的 APP 版本；于 2014 年推出“e 信使”，可根据用户画像推送文字或多媒体定制化内容；于 2019 年推出“e 脉播”，通过直播或录播方式向用户提供医药视频资讯。目前公司已经形成覆盖 APP、PC 端、小程序等多种形态的丰富工具软件产品，除部分模块收取会员费用外，用户可以免费使用大部分功能。

图表1：医脉通平台提供医学工具软件及业内资讯

来源：公司官网及 APP，国金证券研究所

图表2：医学工具软件产品矩阵丰富



来源：公司官网，国金证券研究所

- **合作顶尖学术机构，保障内容专业及时。**公司先后合作中国临床肿瘤学会、中华医学期刊、万方医学数据库、美国国家综合癌症网络等顶尖学术机构，平台内容具备较高的专业性和及时性。截至 2023 年年末，医脉通平台提供 1,200 余条疾病知识库、2.8 万余篇临床指南，累计提供 7 万条视频内容，平台能够满足医师对持续医学教育及临床支持的多维需求。
- **聚焦医师科研需求，AI 功能持续丰富。**2023 年公司基于医学专业语料库训练大模型 MedliveGPT，目前该模型支持医学论文润色、临床实验设计、药物副作用查询、医学文献翻译、医学文献智能阅读等功能。目前公司已将大模型能力嵌入“医学文献王”模块，并提供 SCI 投稿智能选刊服务，可提高论文发表成功率，进而提升产品用户黏性。

图表3：AI 产品提供医学助手、医学文献阅读等功能

来源：公司官网，国金证券研究所

- **切入医学会议场景+建设医院培训基地，用户群体持续扩充。**公司于 21 年 10 月斥资 1.0 亿元收购医学学术会议 SaaS 服务商北京美迪康 60%的股权；23 年 6 月公司收购石成医学 50%的股权，该公司主办中国创新药物医学大会 CMAC 会议。通过切入医学学术会议场景，公司产品能够进一步触达各科室资深医师。此外，自 2022 年起，公司与国家卫健委能力建设和继续教育中心合作，共同制定县域肿瘤医师能力培训策略，预计未来 3 年将至少完成 60 余家医院的培训医师培育基地建设工作，有助于公司产品进一步普及。

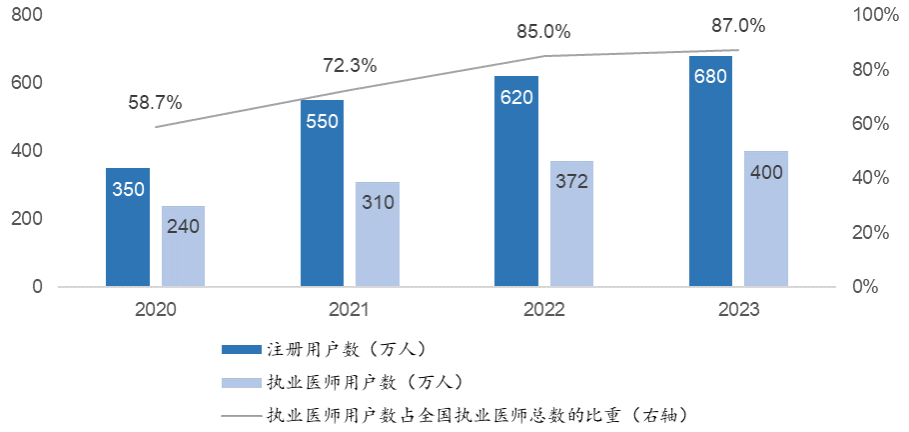
图表4：通过收并购扩充业务范围

目标公司名称	收并购时间	投资金额	业务情况
北京美迪康	2021.10	1.0 亿元	· 医学学术会议 SaaS 服务商
北京专注	2022.6	4,800 万元	· 双方共同开发临床指南
石成医学	2023.6	6,500 万元	· 主办中国创新药物医学大会 CMAC 会议
翎博咨询	2023.10	3,393 万元	· 为药企提供调研服务

来源：iFind，公司年报及招股说明书，国金证券研究所

医脉通平台契合医师在临床和科研领域持续学习的需求，能够提供专业及时的资讯和工具软件，用户数量持续增长。截至 2023 年末，公司拥有注册用户 680 万人，2020-2023 年 CAGR 达 24.8%；其中执业医师用户超过 400 万人，占全国执业医师总人数的 87%，2020-2023 年 CAGR 达 18.6%；平台平均月度活跃用户达 240 万人，较 2022 年增长 17.1%。

图表5：注册用户数持续提升

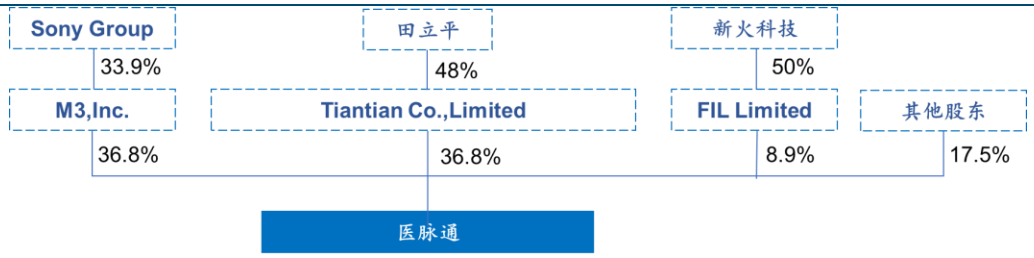


来源：iFind，公司年报及招股说明书，国金证券研究所

2. 对标 M3 打造医药数字营销龙头，探索多元变现渠道

医脉通平台用户数量的稳定增长，以及活跃度的持续提升，为公司探索多元变现模式提供基础。公司与日本 M3 集团合作发力医药数字营销业务，2013 年 M3 收购医脉通 50%的股份并与公司建立战略合作伙伴关系；借助 M3 的技术和海外经验，公司先后推出“e 信使”、“e 脉播”、互联网医院及智能患者解决方案等，持续开拓 B 端业务。

图表6：M3 集团为公司控股股东之一



来源：Wind，国金证券研究所；说明：上图为截至 2023 年 12 月 31 日公司股权结构情况

- M3 是索尼旗下的日本医疗 IT 领域龙头企业，旗下的 m3.com 是日本最大的医疗专业人士门户网站。与医脉通平台类似，m3.com 提供医疗报道、医生论坛、医师求职信息等内容。目前 m3.com 的注册用户包括 33 万余名执业医师、26 万余名执业药师，覆盖全日本 90%的医药从业人员。M3 于 2000 年推出以“MR 君”为代表的医药数字营销方案，旨在将医药企业的药品信息通过网络传递给医生，以替代医药代表去医院拜访推销的方式。2023 财年，M3 的本土医药数字营销业务实现营收 934.14 亿日元，占国内业务总收入的 54.2%；实现利润 386.26 亿日元，贡献国内业务总利润的 72.1%。

图表7：M3 面向专业医疗人士提供丰富服务

图表8：M3 的主要业务模式

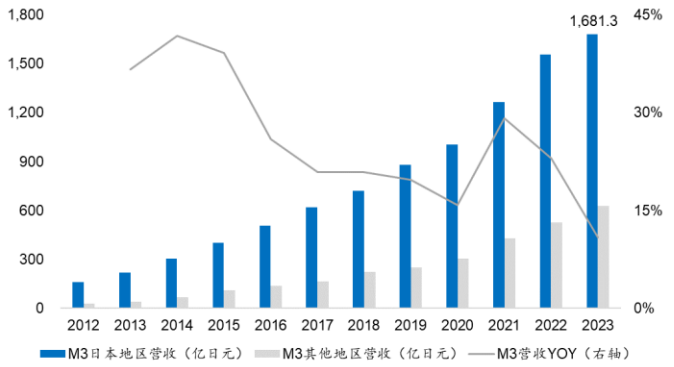
来源：M3 官网，国金证券研究所

来源：itmedia，国金证券研究所

M3 的商业模式已在多个国家和地区实现成功复制。2005 年 M3 并购 Medi C&C 进军韩国市场，平台覆盖韩国约 90%的医生群体；2007 年 M3 在美国推出“M3 Messages”，至 2015 年服务美国医生超过 60 万人，覆盖率达 80%；此外，M3 还通过收并购进入英国、法国、德国、西班牙、印度等市场，截至 2023 年 6 月，M3 旗下应用覆盖全球 50%的医生群体。通过市场扩张及业务模式的成功复制，2013-2023 年 M3 海外营收 CAGR 为 26.6%，总营收 CAGR 达 20.5%。

图表9：M3 旗下应用覆盖全球50%的医生群体

图表10：M3 海内外业务均保持较高营收增速



来源：M3 官网，国金证券研究所

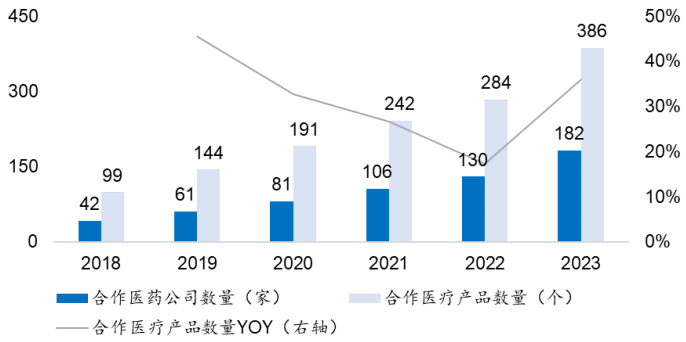
来源：Wind，国金证券研究所

医脉通参考 M3 的成功经验，目前除提供医学工具软件增值服务（医学知识解决方案）外，还面向医药企业提供精准营销及企业解决方案、智能患者管理解决方案：

1）精准营销及企业解决方案：针对医药公司希望特定领域或区域的医生快速了解新产品的营销需求，医脉通可以制作相关文字或视频内容，并结合用户画像和智能分发系统，有针对性地将中立的学术诊疗信息推送给相关医生群体。医药公司根据医师点击相关推送信息的次数进行付费，相较于传统医药代表线下拜访的模式，线上精准营销受众范围更广、传播速度更快、具有更高性价比。使用公司精准营销解决方案的医药公司数量和产品数量保持高速增长，截至 2023 年末，公司覆盖客户数量 182 家，同比增长 40.0%；覆盖产品数量达 386 个，同比增长 35.9%；参与付费点击的医师数达 77.4 万人，同比增长 23.5%；付费点击次数为 970 万次，同比增长 34.7%。

图表11：公司精准营销解决方案示意图

图表12：合作医药公司数及医疗产品数量保持高增



来源：iFind,公司招股说明书，国金证券研究所

来源：iFind，公司年报及招股说明书，国金证券研究所

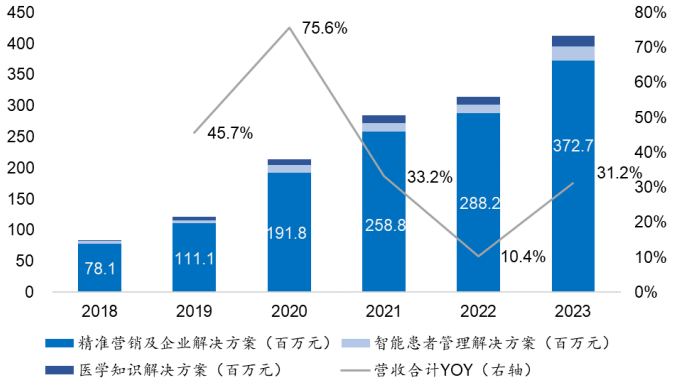
此外，医脉通还面向医药企业及医疗研究机构提供数字市场研究、EDC、CDMS、RWS 等解决方案，采用 SaaS 模式收费，能够与精准营销方案相互支持，提供覆盖医药研究、实验、推广的闭环服务。精准营销及企业解决方案保持高速增长并贡献公司主要营收，2023 年该业务实现营收 3.7 亿元，占总营收比重为 90.5%，2018-2023 年该业务营收 CAGR 为 36.7%。

图表13：公司提供多种面向B端的SaaS服务

企业解决方案	代表客户	具体内容
数字市场研究	制药及医疗设备公司	• 按照客户需求，根据专业、执业市场、地理位置挑选目标医师群组，进行电子研究定制； • 根据研究覆盖的医师数目以及问卷的复杂程度收费
EDC	医院及研究机构	• 自动进行临床关键任务，如数据收集、报告、解决疑问、随机抽样与校验、病理报告表格打印、电子签名及元数据验证等； • 能够直接连接到各种临床研究机构的系统，包括HIS\LIS\PACS等
CDMS	医院及研究机构	• 可运用自定义数据集建立特定疾病的数据库，可自动从医院数据库中提取相关患者记录，并随着临床数据的生成持续更新
RWS	CRO	• 收集及研究药物在真实世界环境所发挥作用的相关数据，尤其是药物潜在益处和风险的临床数据； • 根据参与RWS的患者数量定期向客户收费

来源：iFind，公司年报及招股说明书，国金证券研究所

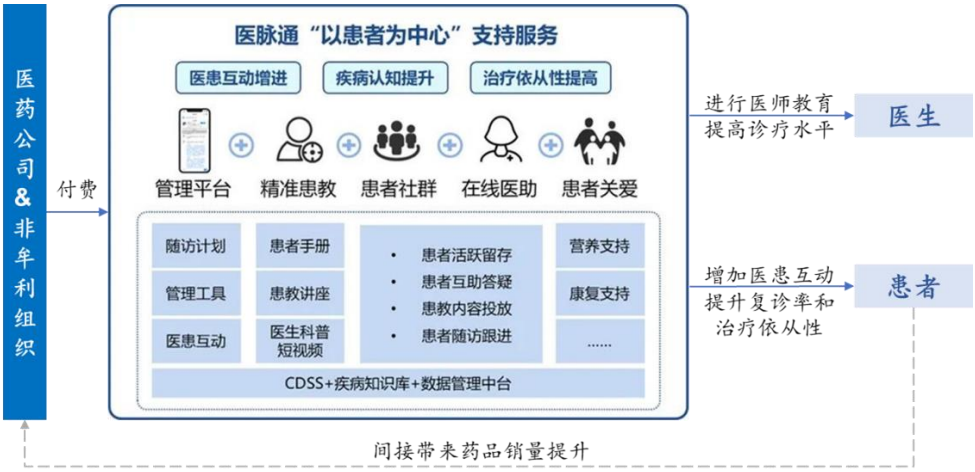
图表14：精准营销及企业解决方案贡献公司主要营收



来源：iFind，公司年报及招股说明书，国金证券研究所

2）智能患者管理解决方案：公司按病种连接医生和患者，由医药公司付费，可实现多方受益。面向医生，公司提供患者管理平台，能够提高患者复诊率，同时更多患者数据的沉淀也能够助力医师科研产出；面向患者，通过医脉通的“医带患”社群、互联网医院互动、科普媒体矩阵、营养和用药管理，帮助患者提升对疾病的认知，提高治疗依从性，从而改善治疗效果；对于医药公司而言，患者的药物治疗依从性提高可间接推动药品销量提升。截至23年12月，公司慢性病疾病管理服务平台累计服务患者37.7万人，参与医师数达10.5万名，较上年同期分别增长41.9%、52.0%。2023年该业务实现营收0.23亿元，同比增长70.2%。

图表15：公司智能患者管理商业模式



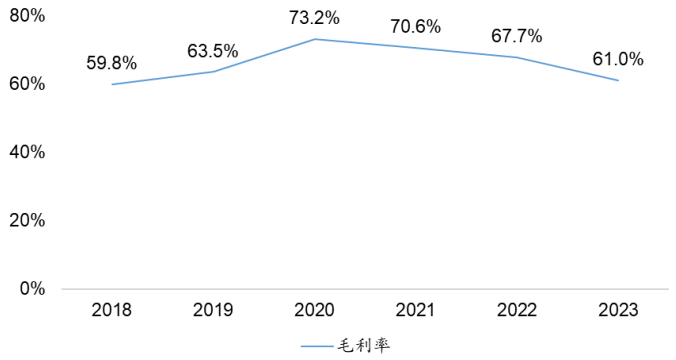
来源：医脉通GCP公众号，iFind，公司年报及招股说明书，国金证券研究所

3. 营收端保持高增态势，利润端同比明显回暖

基于稳定且基数庞大的医生用户池，以及日趋完善的面向B端的商业模式，公司营收保持较高增速。2023年公司实现营收4.1亿元，同比增长31.2%，2018-2023年公司营收CAGR为37.6%，除2022年受到外部环境影响、部分项目执行有所延迟外，其余年份营收增速均保持在30%以上。2023年公司毛利率为61.0%，较上年同期下降6.7pct，主要系相较于传统精准营销业务，新并购公司及临床研究项目毛利率稍低；以及公司切入线下会议场景，导致营业成本有所抬升。

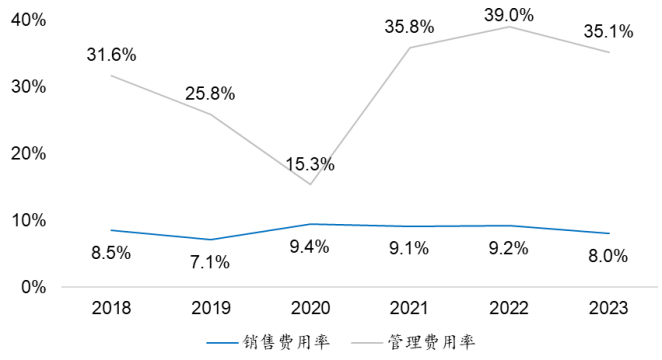
公司销售费用率保持稳定，上市后管理费用率有所抬升。2023年公司销售费用率为8.0%，较上年同期下降1.2pct；管理费用率为35.1%，较上年同期下降3.9pct。医脉通平台维护升级费用及研发开支计入管理费用，2023年公司研发开支共计0.45亿元，占营收比重为13.2%，较上年同期增长17.4%，主要系医疗垂域大模型投入增加。

图表16：并购及业务拓展导致公司毛利率有所下降



来源：iFind，公司年报及招股说明书，国金证券研究所

图表17：上市后公司费用率保持相对稳定

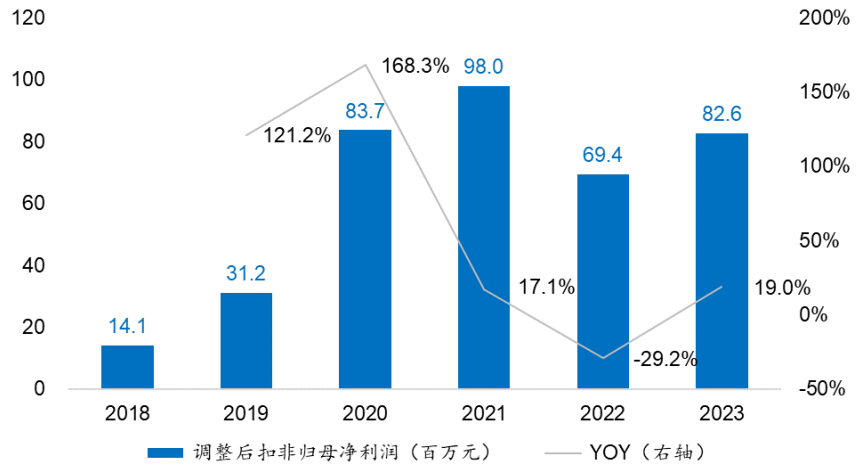


来源：iFind，公司年报及招股说明书，国金证券研究所

说明：公司管理费用中包括研发开支

剔除股份支付费用等影响，2023 年公司实现扣非归母净利润 0.83 亿元，同比增长 19.0%，较 2022 年回暖显著；全年实现调整后扣非归母净利率 20.1%，较上年同期略下降 2.1pct，主要系毛利率下降所致。截至 2023 年末，公司拥有现金及现金等价物 43.58 亿元，占公司 2023 年总市值平均值的 71.4%。充足的在手现金为公司外延式业务扩张提供保障，同时产生的利息收入使得表观归母净利润保持较高增速，2023 年公司表观归母净利润为 2.42 亿元，同比增长 106.5%。

图表18：2023 年公司调整后扣非归母净利润同比增长 19.0%



来源：iFind，公司年报及招股说明书，国金证券研究所

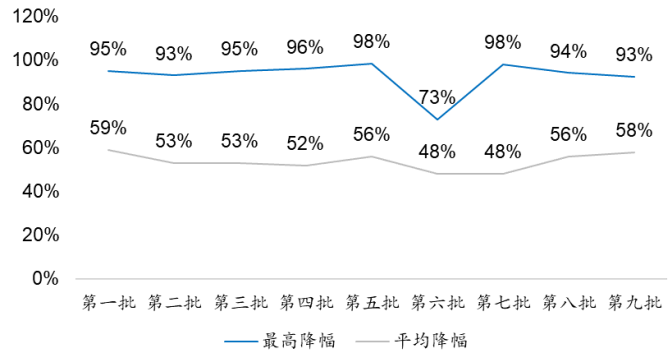
说明：调整后扣非归母净利润=归母净利润-其他收入+上市相关开支+股权支付费用+一次性预扣税+汇兑损益

4. 处于医药数字营销优质赛道，盈利能力优于同业

4.1 数字营销方式更契合医药公司需求，市场空间广阔

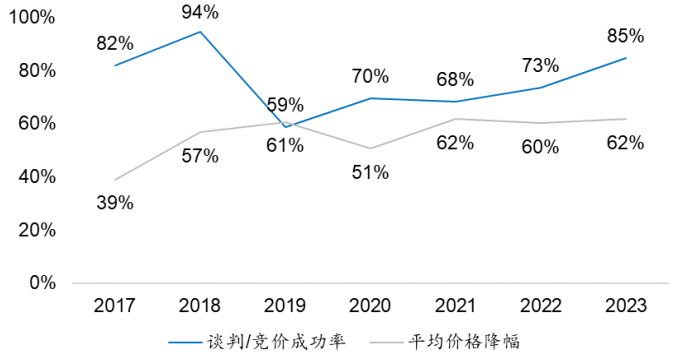
- 带量采购、医保谈判等医药采购政策的施行使得中标的集采药品价格大幅降低，倒逼医药企业开拓新市场增量、推进经营降本增效。
  - 2018 年以来，国家医保局会同有关部门以带量采购为核心，推进药耗带量采购改革，现已进入常态化、制度化阶段。目前我国已开展九批药品带量采购，共纳入 374 种药品，平均价格降幅超 50%。预计未来将继续按照保基本、保临床原则，逐步将符合条件的临床用量大、采购金额高的药品纳入采购范围，积极探索“空白”品种，以减轻患者用药费用负担，提高患者的用药可及性。
  - 自国家医保局成立以来，新药通过价格谈判纳入医保成为年度常规操作。获批上市的新特药一般在两年内就会参与医保谈判，创新药纳入医保的速度大大加快。从 2017 年底开始，目前已经连续进行了七次医保谈判，谈判成功药品数量持续增加，从 36 增至 121 种，平均降价幅度也基本稳定在 60%左右。

图表19：历次集采药品价格降幅情况



来源：动脉网，蛋壳研究院，国金证券研究所

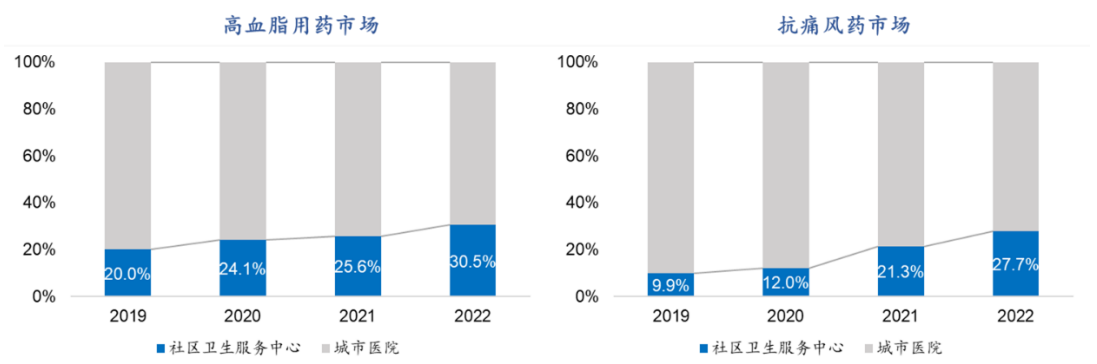
图表20：历次新增医保谈判药品价格降幅情况



来源：动脉网，蛋壳研究院，国金证券研究所

在此背景下，医药企业将更加重视以县域医院和基层医院为代表的下沉市场，并加大营销费用控制力度。我国县级医院服务覆盖人口 9 亿多，占全国居民总数 70%以上，基层市场发展潜力巨大。近年来，国家出台《全面提升县级医院综合能力工作方案的通知》、《“千县工程“县医院综合能力提升工作方案（2021-2025 年）》，持续推动省市优质医疗资源向县域下沉。此外，随着国家分级诊疗制度的持续推进，越来越多城市医院中的常见病、慢性病患者被分流到社区卫生服务中心，推动相关药品市场空间持续扩大。

图表21：基层医院在慢病药物销售中占比持续提升



来源：法伯科技公众号，国金证券研究所

说明：图中百分比为各类医疗机构销售渠道贡献率

基层医疗机构普遍规模小、分布范围广、距离偏远，线下拜访的成本高、效率低，传统的营销手段难以有效覆盖这部分市场，其成本获益比远远达不到药企人效比或者利润率的要求。借助数字化技术手段，药企通过更加高效、低成本的客户拜访和学术会议开展模式，实行线上线下双打策略，能够实现对医生的高频次、大范围、精准化触达，有效提升药企在县域市场开展医药营销的效率。

- 医药代表备案制度的出台以及医疗反腐持续推进，要求药企更加重视营销合规。借助数字营销手段，能够实现全程留痕和数据可追溯，能够满足现阶段药企合规需求。
  - 2020 年 9 月，国家药监局发布《医药代表备案管理办法（试行）》，于 2020 年 12 月 1 日正式施行。随后全国各地纷纷落实医药代表备案，不同医院的举措在细节上有所区分，但整体更加趋严。2023 年末至 2024 年上半年，各地进一步出台政策强调“定时定点定人”“有预约有流程有记录”等规定。
  - 2023 年 5 月，14 部委联合颁布《纠正医药购销领域和医疗服务不正之风工作要点》，医疗行业反腐行动持续升温。2024 年 5 月，国家卫健委印发《2024 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》，强调对医药行业生产、流通、销售、使用、报销等环节进行全流程管理。

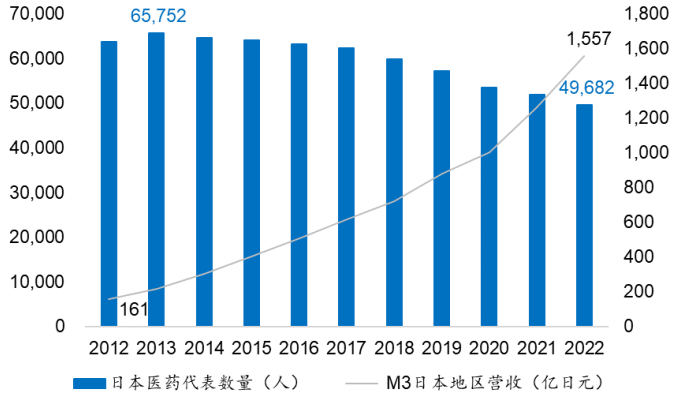
图表22：各地频密出台医药代表管理政策

省份	政策名称	发布时间	相关政策
湖北	《关于进一步规范和加强医药代表管理的通知》	2024.2	• 明确要求按照《医药代表备案管理办法（试行）》加强备案管理 • 明确医疗机构按“六明确”要求建立接待制度 • 明确医药代表进入医疗机构实行预约管理 • 明确医疗机构要建立医药生产经营企业和医药代表诚信记录档案
福建	《福建省公立医院医疗机构工作人员接待医药代表管理暂行规定》	2024.2	• 按照“三定两有”（定接待时间、定接待地点、定接待人员、有接待流程、有接待记录）原则，实行预约接待 • 规定医药代表“七不准”情形
辽宁	《辽宁省医药行业医药代表行为准则》	2024.1	• 明确医药代表药品推广“九不得”行为准则
安徽	《关于规范医药代表行为的提醒告诫函》	2024.1	• 就各药品上市许可持有人的5种禁止行为、医药代表的7种禁止行为进行了重申和明确
陕西	《医疗机构内医药代表接待管理规定（试行）》	2023.12	• 医药代表在医疗机构开展有关产品学术、商业推广活动，应先在相关只能部门登记建档并报医德医风部门统一管理，不得以任何名义、形式向医疗机构工作人员给予回扣
云南	《加强医药代表管理的通知》	2023.11	• 明确药品上市许可持有人应严格按要求对本企业聘用或授权的医药代表进行备案
河北	《关于规范医疗机构工作人员接待医药代表的通知》	2023.11	• 建立接待制度、实行预约管理、加强备案管理、完善诚信档案 • 加强各级卫生健康、中医药管理、药品监督管理部门联动等

来源：赛柏蓝器械公众号，国金证券研究所

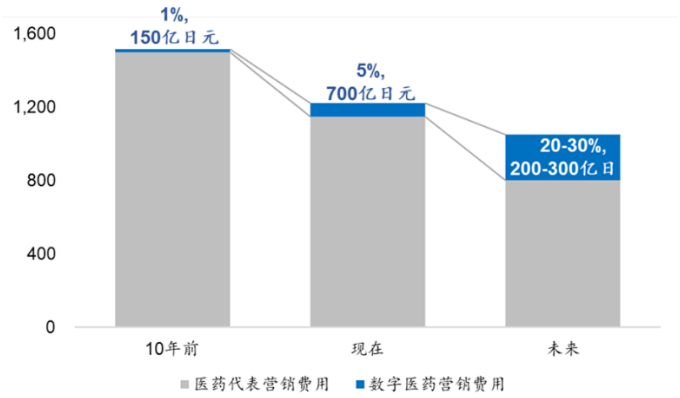
- 参照海外医药营销变革趋势，数字化营销手段能够在一定程度上替代医药代表。我国单位人口对应医药代表数远高于海外，目前国内有约 300 万医药代表，而美国 3 亿人口仅有 7-8 万医药代表，日本 1 亿多人口医药代表不足 5 万人。伴随医药数字营销的普及，日本医药代表数量逐年减少，2022 年共 49,682 人，较 2013 年峰值已减少 24.4%。根据 M3 测算，目前日本医药数字营销占医药营销费用比重为 5%，预计还将持续替代传统医药代表营销方式。

图表23：2013 年至今日本医药代表数量逐年减少



来源：日本医药代表认证中心，国金证券研究所

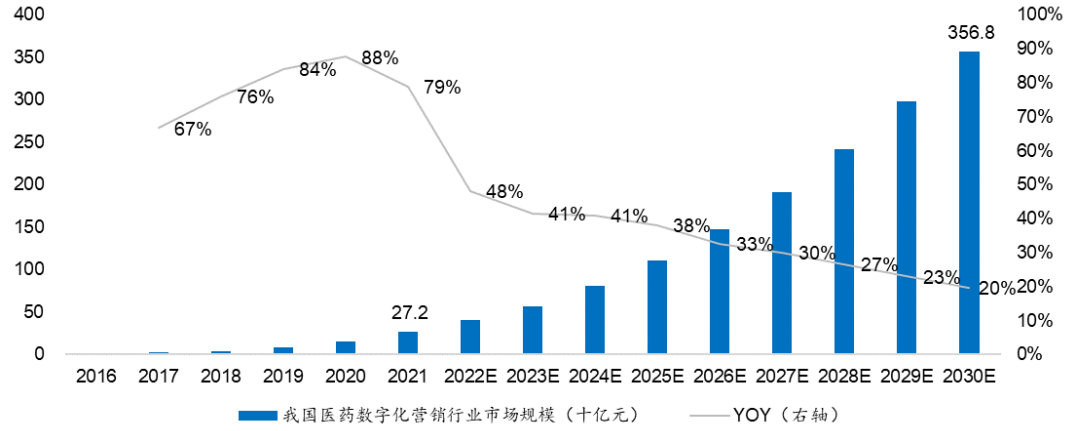
图表24：M3 预测医药数字营销将进一步取代医药代表



来源：M3 年报，国金证券研究所

数字化营销手段具备触达范围广、性价比高、合规可追溯等优势，有望对传统医药营销方式进行补充甚至替代。据弗若斯特沙利文预测，医药数字营销市场规模预计 2022 年至 2030 年的复合年增长率为 31.3%，在 2030 年将达到人民币 3,568 亿元。

图表25：我国医药数字营销市场规模有望持续增长



来源：弗若斯特沙利文，蛋壳研究院，国金证券研究所

4.2 在众多医药数字营销玩家中，公司具备高增长确定性+高盈利能力

医药数字营销包括技术型、平台型、零售终端型 3 大主要赛道：1）技术型赛道主要提供 CRM、SaaS 等技术工具赋能医药企业内部管理或构建私域流量平台；2）平台型赛道包括医师平台、挂号问诊平台、健康管理平台、罕见病交流平台等，医脉通属于此类玩家，定位为医师平台；3）零售终端型赛道可分为 B2B、B2C、O2O 等模式，其中京东健康、阿里健康、美团买药等拥有互联网大平台流量支持，叮当健康等拥有药企供货渠道，药师帮等主要撮合药品供应商和基层医疗终端交易。

图表26：医药数字营销产业图谱

来源：蛋壳研究院，国金证券研究所

相较于其他医药数字营销模式，医脉通的医师平台模式能够与医药企业传统的线下营销模式互补，满足其成本效益及合规需求。此外，由于医师平台直接对接医生群体，用户黏性较高，可通过拓展患者招募、学术会议、患者管理等业务赋能药物流通全生命周期。

图表27：以医脉通为代表的医师平台能够赋能药械全生命周期

药械生命周期	围上市期	上市期	进保期	带量采购期
数字医药营销赋能方式	基于数字手段加速患者招募入组等	药品线上首发宣传，基于数字手段培养医生处方观念	结合数字手段进行药品快速下沉放量，实现广覆盖	向患者提供诊前、诊中、诊后服务，在院外市场做局部保量及创新增量
医脉通服务 牵头研究者	★★★	★★★	★	★
医脉通服务 专家，学会合作	★★★	★★★	★★★	★★★
医脉通服务 产品及医学支持	★★★	★★★	★★★	★★★
医脉通服务 医生平台及精准营销	★	★★	★★★	★★★
医脉通服务 患者管理	★	★★	★	★★

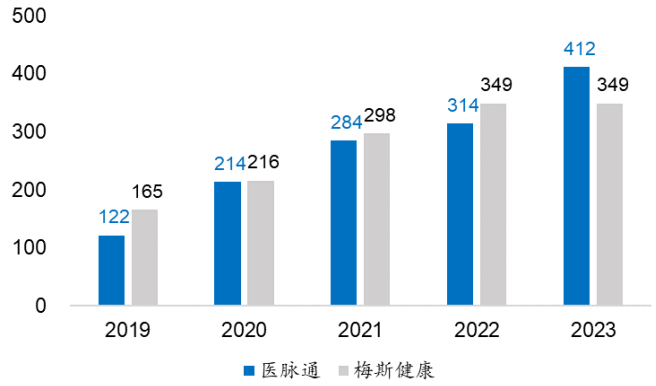
来源：蛋壳研究院，公司公告，国金证券研究所

在医师平台细分赛道中，医脉通覆盖用户范围广，盈利能力较强：

1）市场份额方面，医脉通覆盖医师数量处于行业第一梯队。截至 2023 年末，医脉通平台注册执业医师用户数 400+万，丁香园医生用户数约为 405 万，梅斯健康医生用户数 310 万，良医汇目前覆盖肿瘤科医生 20+万人。据弗若斯特沙利文测算，公司 2021 年市场份额为 20.3%，为行业第一，2021-2023 年公司精准营销及企业解决方案营收 CAGR 为 20.0%，预计市场份额进一步提升。

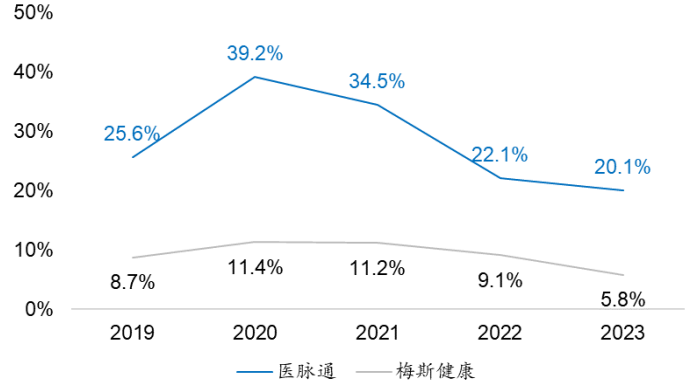
2）盈利能力方面，目前已上市的医师平台类公司共 2 家，2018-2023 年公司营收 CAGR 为 35.7%，高于梅斯健康同期的 20.5%；此外，公司自 2018 年以来调整后扣非归母净利率保持在 20%以上，表现优于同业。

图表28：公司营收增速更高（百万元）



来源：iFind，各公司年报及招股说明书，国金证券研究所

图表29：公司调整后扣非归母净利率保持在20%以上



来源：iFind，各公司年报及招股说明书，国金证券研究所

说明：调整后扣非归母净利率=（归母净利润-其他收入+上市相关开支+股权支付费用+一次性预扣税+汇兑损益）/营业收入

医师平台盈利模式目前仍处于探索期，市场空间广阔。根据工信部数据，截至 2023 年 11 月，我国规模以上医药工业企业超过 1 万家，目前国家医保药品目录内药品总数达 3,088 种。而 2023 年医脉通、梅斯健康精准营销解决方案等 B 端业务合作公司数分别为 182 家、390 家，合作产品数分别为 386 个、484 个，相较行业总量仍有极大提升空间。此外，目前基于医师平台进行数字营销的公司，大多仅面向部分地区的医生进行线上内容投放。预计随医药公司对线上营销方式认可度逐步提升，在单一产品上的数字营销投入将进一步增长。

图表30：上市医师平台精准营销方案覆盖医药公司数量较少

公司名称		2019	2020	2021	2022	2023
医脉通	合作公司数	61	81	106	130	182
	合作产品数	144	191	242	284	386
	精准营销及企业解决方案营收（百万元）	111.14	191.83	258.79	288.18	372.69
梅斯健康	合作公司数	-	约200	约250	约350	390
	合作产品数	-	-	-	-	484
	精准营销及RWS解决方案营收（百万元）	110.96	142.35	220.66	259.82	229.15

来源：iFind，公司年报及招股说明书，梅斯健康年报及招股说明书，国金证券研究所

5. 盈利预测与估值

- **核心假设：**

1）营业收入：

- **精准营销及企业解决方案：**公司合作医疗产品数量逐年提升，2018-2023 年复合增速达 31.3%，我们假设 2024-2026 年合作产品数增速分别为 32%/31%/30%。我们假设 2024 年公司单产品收入为 96 万元。考虑到客户对医药数字营销方式的进一步认可，单产品的数字营销覆盖范围有望逐步扩大，因此我们假设 2025/2026 年单产品贡献收入为 96.5 万元/97 万元。根据上述假设，我们预测 2024-2026 年公司精准营销及企业解决方案营收增速为 31.2%/31.7%/30.7%。

图表31：预计公司合作医疗产品数持续提升

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合作医疗产品数	242	284	386	510	667	868
YOY	26.7%	17.4%	35.9%	32.0%	31.0%	30.0%
单产品贡献收入（万元）	106.94	101.47	96.55	96.00	96.50	97.00
精准营销及企业解决方案营收（百万元）	258.79	288.18	372.69	489.14	644.11	841.68
YOY	34.9%	11.4%	29.3%	31.2%	31.7%	30.7%

来源：iFind，公司年报及招股说明书，国金证券研究所

- **医学知识解决方案：**2021-2023 年医脉通平台注册用户数分别为 550/620/680 万人，增速分别为 57.1%/12.7%/9.7%。2018-2023 年我国执业医生人数 CAGR 为 5.8%，考虑到医脉通平台的执业医师覆盖率还有进一步提升空间，我们保守预测 2024-2026 年公司注册用户数增速维持在 6.0%，对应注册用户数分别为 728/779/833 万人。2021-2023 年公司医学知识解决方案营收/注册用户数分别为 2.23/1.98/2.37 元。考虑到公司推出 Medlive 大模型、新上线了文献智能助手、同时新增论文 AI 扩写和 AI 润色等功能，同时新增了多种会员营销方式，我们认为用户单价将呈现提升趋势，预计 2024-2026 年医学知识解决方案营收/注册用户数为 2.40/2.50/2.60 元，对应分业务营收增速为 7.2%/10.4%/10.2%。

图表32：预计医学知识解决方案营收逐年提升

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
注册用户数（万人）	550	620	680	721	764	810
YOY	57.1%	12.7%	9.7%	6.0%	6.0%	6.0%
医学知识解决方案营收/注册用户数（元）	2.23	1.98	2.37	2.40	2.50	2.60
医学知识解决方案营收（百万元）	12.26	12.26	16.14	17.30	19.10	21.06
YOY	34.5%	0.0%	31.7%	7.2%	10.4%	10.2%

来源：iFind，公司年报及招股说明书，国金证券研究所

- **智能患者管理解决方案：**2023 年公司智能患者管理解决方案营收增速达 70.2%，考虑到该业务累计参与患者数、互联网医院注册医师数持续增长，我们保守预测 2024-2026 年营收增速分别为 50%/40%/35%。

2）成本费用：

- **毛利率：**公司按点击次数付费的精准营销解决方案、按订阅制收费的医学知识解决方案都拥有较为成熟的盈利模式，但智能患者解决方案尚在探索初期，同时公司积极进行收并购也会对毛利率产生一定影响。我们预测，2024-2026 年公司毛利率分别为 60.0%/58.5%/57.0%。
- **销售费用：**公司 2021-2023 年平均销售费用率为 8.7%，考虑到公司持续推进精准营销解决方案合作产品数量增长，我们保守预测公司 2024 年销售费用率与前三年平均值保持一致。同时考虑到公司营收增长，预计 2025/2026 年销售费用率呈现微降趋势，分别为 8.35%/8.00%。
- **管理费用：**公司上市后管理费用率有所抬升，2021-2023 年管理费用率分别为 35.8%/39.0%/35.1%，主要系研发开支、股份支付费用以及医脉通平台升级维护费用增长所致。其中 2021-2023 年公司研发开支占营收比重分别为 8.9%/14.7%/13.2%。考虑到公司持续进行研发投入；同时随营收体量增长，其他类别行政开支占比将随之下降，我们预测 2024-2026 年公司管理费用率将维持相对稳定，分别为 35.0%/34.5%/34.0%。
- **财务费用：**截至 2023 年末，公司拥有 43.58 亿元现金及现金等价物，其产生的银行利息收入共计 1.84 亿元，与政府补贴、按公允价值计量且变动计入损益的金融资产投资收入等一同计入其他收入科目，23 年公司其他收入共计 1.88 亿元。在盈利预测部分，将利息收入与公司融资成本合并为“财务费用”科目，考虑到目前美元降息周期，我们预计 2024-2026 年公司财务费用分别为-1.96/-1.96/-1.90 亿元。

- **盈利预测：**

基于上述假设，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 5.41/7.12/9.28 亿元，同比增长 31.4%/31.5%/30.4%；实现归母净利润 2.67/2.85/3.04 亿元，同比增长 10.2%/6.9%/6.7%，对应 EPS 为 0.37/0.39/0.42 元；剔除利息收入影响，同比增长 20.5%/26.9%/27.6%。

图表33：盈利预测核心假设

单位：亿元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2.84	3.14	4.12	5.41	7.12	9.28
YOY	*33.2%*	*10.4%*	*31.2%*	*31.4%*	*31.5%*	*30.4%*
毛利率	*70.6%*	*67.7%*	*61.0%*	*60.0%*	*58.5%*	*57.0%*
——精准营销及企业解决方案	2.59	2.88	3.72	4.89	6.44	8.42
YOY	*34.9%*	*11.4%*	*29.3%*	*31.2%*	*31.7%*	*30.7%*
——医学知识解决方案	0.12	0.12	0.16	0.17	0.19	0.21
YOY	*34.5%*	*0.0%*	*31.7%*	*7.2%*	*10.4%*	*10.2%*
——智能患者管理解决方案	0.13	0.14	0.23	0.35	0.49	0.66

YOY	6.3%	1.7%%	70.2%	50.0%	40.0%	35.0%
销售费用率	9.1%	9.2%	8.0%	8.7%	8.4%	8.0%
管理费用率	35.8%	39.0%	35.1%	35.0%	34.5%	34.0%

来源：iFinD，国金证券研究所

- **估值分析：**

我们采用市盈率法对公司进行估值，选取港股医药数字营销公司京东健康以及医疗 IT 厂商创业慧康、卫宁健康作为可比公司，参考可比公司 PE 平均水平，给予公司 2024 年 26 倍 PE 估值，目标价 10.38 港元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表34：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS					PE		
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300451.SZ	创业慧康	3.69	0.03	0.02	0.20	0.27	0.33	18.45	13.67	11.18
300253.SZ	卫宁健康	5.96	0.05	0.16	0.25	0.33	0.42	23.64	17.94	14.21
6618.HK	京东健康	26.55	0.12	0.68	0.77	1.05	1.20	34.57	25.18	22.08
平均值								**25.55**	**18.93**	**15.82**
2192.HK	医脉通	7.07	0.16	0.33	0.37	0.39	0.42	19.27	18.02	16.89

来源：Wind，国金证券研究所
说明：创业慧康采用国金研究所盈利预测，其他 2 家可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期，股价为 2024 年 6 月 6 日收盘价；按港币:人民币=0.92:1 的汇率进行换算

6. 风险提示

- 业务增速不及预期

公司主要客户为医药企业，如果医药企业受到集采、医疗反腐、海外技术限制等因素的影响，导致收入不及预期，可能会削减营销预算，进而对公司的业务增速产生不利影响。

- 监管风险

公司面向医师群体提供医学信息推送、面向患者提供慢病管理服务，如果国家医药营销监管、互联网医疗等领域法律法规发生变化，可能会对公司的业务模式产生不利影响。

- 行业竞争加剧风险

我国医药数字营销行业目前还处在发展初期，若后续新进入者较多，可能影响公司的市场份额和盈利能力。

- 业务拓展导致盈利能力下降的风险

目前公司在积极拓展智能患者解决方案、RWS 企业解决方案等业务，并通过收并购切入医疗会议等领域，新业务盈利能力可能低于精准营销解决方案。随新业务收入占比增加，可能对公司的毛利率、净利率产生影响。

- 利息收入下降风险

截至 2023 年末，公司拥有 43.58 亿元现金及现金等价物，23.38 亿元为美元存款、25.99 亿元为港元存款。23 年产生的银行利息收入共计 1.84 亿元。若美联储调降基准利率，会对公司的利息收入产生较大影响，进而影响公司表观净利润。

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	**284**	**314**	**412**	**541**	**712**	**928**
增长率	33.2%	10.4%	31.2%	31.4%	31.5%	30.4%
主营业务成本	84	101	161	217	295	399
%销售收入	29.4%	32.3%	39.0%	40.0%	41.5%	43.0%
毛利	201	213	251	325	416	529
%销售收入	70.6%	67.7%	61.0%	60.0%	58.5%	57.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	26	29	33	47	59	74
%销售收入	9.1%	9.2%	8.0%	8.7%	8.4%	8.0%
管理费用	102	122	144	189	246	316
%销售收入	35.8%	39.0%	35.1%	35.0%	34.5%	34.0%
息税前利润（EBIT）	63	69	70	88	109	136
%销售收入	22.1%	22.1%	16.9%	16.2%	15.4%	14.6%
财务费用	-7	-66	-184	-196	-196	-190
%销售收入	-2.5%	-20.9%	-44.5%	-36.2%	-27.5%	-20.4%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	62	61	65	83	104	130
营业利润率	21.8%	19.3%	15.8%	15.3%	14.7%	14.0%
营业外收支						
税前利润	70	135	253	284	305	325
利润率	24.6%	43.0%	61.4%	52.4%	42.8%	35.0%
所得税	25	9	1	7	9	10
所得税率	35.3%	6.4%	0.5%	2.5%	3.0%	3.0%
净利润	45	126	252	277	296	315
少数股东损益	5	9	9	10	10	11
归属于母公司的净利润	**41**	**117**	**242**	**267**	**285**	**304**
净利率	14.3%	37.4%	58.8%	49.3%	40.1%	32.8%

现金流量表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	41	117	242	267	285	304
少数股东损益	5	9	9	10	10	11
非现金支出	26	-40	-172	5	5	5
非经营收益						
营运资金变动	-28	-10	22	11	24	-14
经营活动现金净流	**44**	**77**	**102**	**315**	**354**	**341**
资本开支	-2	-7	-33	-101	-101	-101
投资	0	-3,579	-699	-3	-3	-3
其他	-49	1	97	5	5	6
投资活动现金净流	**-51**	**-3,586**	**-635**	**-99**	**-99**	**-98**
股权募资	3,888	0	5	0	0	0
债权募资	-4	-5	-6	0	0	0
其他	-93	-17	-133	-91	0	0
筹资活动现金净流	**3,792**	**-22**	**-133**	**-91**	**0**	**0**
现金净流量	**3,732**	**-3,201**	**-603**	**188**	**318**	**305**

资产负债表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,879	4,187	4,358	4,547	4,864	5,170
应收款项	84	105	126	162	183	252
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	49	59	89	100	120	144
流动资产	4,013	4,352	4,573	4,808	5,167	5,566
%总资产	97.5%	94.5%	93.4%	92.5%	92.0%	91.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	3	3	3	3	4	4
%总资产	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
无形资产	93	147	268	336	397	453
非流动资产	103	252	321	390	452	508
%总资产	2.5%	5.5%	6.6%	7.5%	8.0%	8.4%
资产总计	**4,116**	**4,603**	**4,894**	**5,198**	**5,620**	**6,074**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	6	3	15	18	23	31
其他流动负债	107	130	175	227	285	353
流动负债	113	133	190	245	308	384
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	30	39	59	59	59	59
负债	143	171	249	304	367	443
普通股股东权益	3,949	4,401	4,597	4,837	5,185	5,553
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	4,002	4,124	4,258	4,497	4,845	5,213
少数股东权益	23	31	48	58	68	79
负债股东权益合计	**4,116**	**4,603**	**4,894**	**5,198**	**5,620**	**6,074**

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.07	0.16	0.34	0.37	0.39	0.42
每股净资产	5.54	6.14	6.32	6.65	7.13	7.64
每股经营现金净流	0.06	0.11	0.14	0.43	0.49	0.47
每股股利	0.02	0.07	0.23	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	1.03%	2.67%	5.27%	5.52%	5.50%	5.48%
总资产收益率	0.99%	2.55%	4.95%	5.14%	5.08%	5.01%
投入资本收益率	1.02%	1.46%	1.49%	1.75%	2.02%	2.33%
增长率						
主营业务收入增长率	33.21%	10.41%	31.19%	31.40%	31.50%	30.40%
EBIT增长率	-40.01%	10.47%	0.41%	25.85%	24.89%	23.86%
净利润增长率	-52.33%	188.85%	106.53%	10.17%	6.92%	6.66%
总资产增长率	1712.55%	11.85%	6.31%	6.22%	8.10%	8.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.1	98.2	89.5	84.0	76.1	73.2
存货周转天数	0.2	0.5	0.3	0.2	0.3	0.3
应付账款周转天数	26.8	15.9	19.6	27.3	25.0	24.4
固定资产周转天数	3.7	3.8	2.6	2.0	1.8	1.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-97.64%	-94.28%	-93.47%	-92.63%	-92.40%	-91.67%
EBIT利息保障倍数	117.3	130.6	192.8	—	—	—
资产负债率	3.48%	3.72%	5.08%	5.85%	6.52%	7.29%

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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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