



买入（首次）

所属行业：医疗保健业/医疗保健设备和服务
当前价格(港币)：15.06 元

证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001

邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

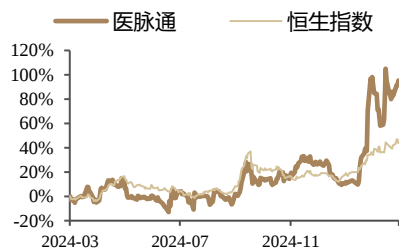
安柯

资格编号：S0120524060006

邮箱：anke@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



恒生指数对	1M	2M	3M
比			
绝对涨幅(%)	2.03	76.55	54.62
相对涨幅(%)	-5.24	55.00	31.81

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

医脉通：数字营销业务高增，AI 助力业务腾飞

投资要点

- **专业医师平台龙头。**公司是覆盖中国执业医师 88%（截止 24H1）的专业医师平台龙头，为医师、制药公司和医疗设备公司与患者提供解决方案。主营业务包括精准营销与企业解决方案、医学知识解决方案及智能患者管理解决方案，其中大部分业务收入来自精准营销；
- **商业模式初步验证，业务持续高增。**该类商业模式的业务增长过程中核心指标变化依次为：1) 对注册医生数量的覆盖率；2) 合作药企数量和合作药品数量持续增长；3) 合作药品的客单价持续提升。从现有数据看，该公司已实现对大部分医生的覆盖，合作药企数量和合作药品数量持续增长，2018-2023 年 CAGR 分别为 34.1%和 31.3%。
- **海外映射增长强劲，国内市场处于快速起步阶段。**对比海外，我们发现日本和美国均有同类的公司，经历了医生覆盖度提升、合作药企/药品数量的提升和业绩快速增长的阶段。中国医药行业药品价格和药品销售面临着更加严格的监管政策，线下营销受到政策影响，药企营销费用压缩后，线上医疗营销发展或将迎来快速发展的机遇。
- **医脉通横向拓展+纵向眼神战略布局，逐步延伸价值链。**公司横向围绕着临床专科进行专科化建设与运营，不断拓宽公司覆盖科室、病种和对应的产品营销；同时沿着药品的临床研究、数字营销和患者管理等方面进行能力建设，投资并购，实现对药企客户需求的全覆盖，不断延伸价值链。并基于现有的海量数据，开发垂直大模型，进一步构建自己的护城河。
- **盈利预测与估值评级。**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5.46/7.25/9.81 亿元，同比增速分别 32.5%/32.8%/35.3%，归母净利润分别为 2.92/3.45/4.09 亿元，同比增速分别为 20.5%/18.3%/18.4%，EPS 分别为 0.40/0.47/0.56 元/股，3 年 CAGR 为 18.4%。日本 M3 公司已经进入到成熟后期，而美国 Doximity 公司仍在业绩快速增长期，因此医脉通更应该对标美国 Doximity 估值，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策进展不及预期的风险、药企营销观念转变速度不及预期的风险、行业竞争加剧的风险

股票数据

总股本(百万股):	732.88
流通股(百万股):	732.88
52 周内股价区间(港元):	6.720-15.820
总市值(百万港元):	11,037.11
总资产(百万港元):	5,415.11
每股净资产(港元):	7.06

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	314	412	546	725	981
(+/-)YOY(%)	10.41%	31.19%	32.51%	32.84%	35.25%
净利润(百万元)	117	242	292	345	409
(+/-)YOY(%)	188.85%	106.53%	20.46%	18.27%	18.37%
全面摊薄 EPS(元)	0.16	0.33	0.40	0.47	0.56
毛利率(%)	67.74%	61.00%	61.50%	61.00%	60.50%
净资产收益率(%)	2.67%	5.27%	6.17%	6.76%	7.38%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 专业医师平台龙头，经营质量稳步提升	5
1.1. 深耕医生生态，赋能精准营销	5
1.2. 股权结构清晰，管理层经验丰富	6
1.3. 业务逐步验证，业绩持续高增	8
2. 海外映射增长强劲，精准营销方兴未艾	9
2.1. 日本 M3：精准营销鼻祖，营收穿越周期	9
2.2. 美国 Doximity：医生版 Linkedin，AI 助力业绩超预期	14
2.3. 中国市场：监管政策趋严，线上营销市场广阔	16
3. 中国版 M3：补齐业务短板，AI 赋能业务腾飞	18
3.1. 并购补齐业务短板，科室拓展深挖行业	18
3.2. 深挖多场景数据，赋能医生工作全流程	19
4. 业绩预测、估值与投资建议	20
4.1. 业绩预测	20
4.2. 估值与投资建议	21
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司用户注册数量	6
图 3: 医师覆盖率与平均每月活跃用户数	6
图 4: 2018-2024H1 公司主要业务构成 (万元/CNY)	6
图 5: 2018-2024H1 医疗客户及产品数量 (个)	6
图 6: 公司股权架构图	7
图 7: 公司管理层简况介绍	7
图 8: 2018-2023 参与付费点击医师数	8
图 9: 2018-2024H1 付费点击次数	8
图 10: 2018-2024H1 公司营收及增速	9
图 11: 2018-2024H1 公司归母净利润及增速	9
图 12: 2018-2024H1 公司毛利率、净利率趋势	9
图 13: 日本 M3 公司发展历程	9
图 14: 1979-2022 年日本国民医疗费及其增速	10
图 15: FY2007-2024 年日本 M3 公司营收及其增速	10
图 16: 2010-2023 年日本 M3 营收结构	10
图 17: 2010-2023 年日本 M3 利润结构	10
图 18: 日本 M3 公司主要业务布局	11
图 19: 日本医生获取信息的时间 VS 制药营销成本	12
图 20: 2009 年日本 M3 公司 M3 君 eCSO 服务价格体系	12
图 21: 2002-2010 年日本 M3.com 医生会员数量	13
图 22: 2006-2010 年日本 M3 公司医生阅读消息次数	13
图 23: 2008-2018 年与日本 M3 公司合作企业数量和平均销售额情况	14
图 24: 2011-2021 年 Doximity 发展里程碑	14
图 25: Doximity 平台的主要功能	15
图 26: FY2019-25 前三季度 Doximity 公司收入结构构成 (万元/USD)	15
图 27: 2019-2024 年该公司创收 10 万美元以上客户数及增速	15
图 28: 2019-2024 年该公司客户净留存率的情况	15
图 29: FY2019-3Q25 期间 Doximity 营收及其增速	16
图 30: FY2019-3Q25 期间 Doximity 扣非归母净利及其增速	16
图 31: 2013-2021 年中日美三国执业医师数 (人)	17
图 32: 2018-2025E 中国企业医疗营销开支	18

图 33: “横向拓展+纵向延伸”战略	19
图 34: 医脉通目前数据资产简况	19
图 35: 医脉通 AI 产品技术框架	20
表 1: 药品集采、反腐、医保目录调整相关文件汇总	16
表 2: 2019 年中日美三国医师/医药代表对比	18
表 3: 医脉通上市以来收购公司简况	18
表 4: 公司营收测算汇总	20
表 5: 公司相对估值表	21

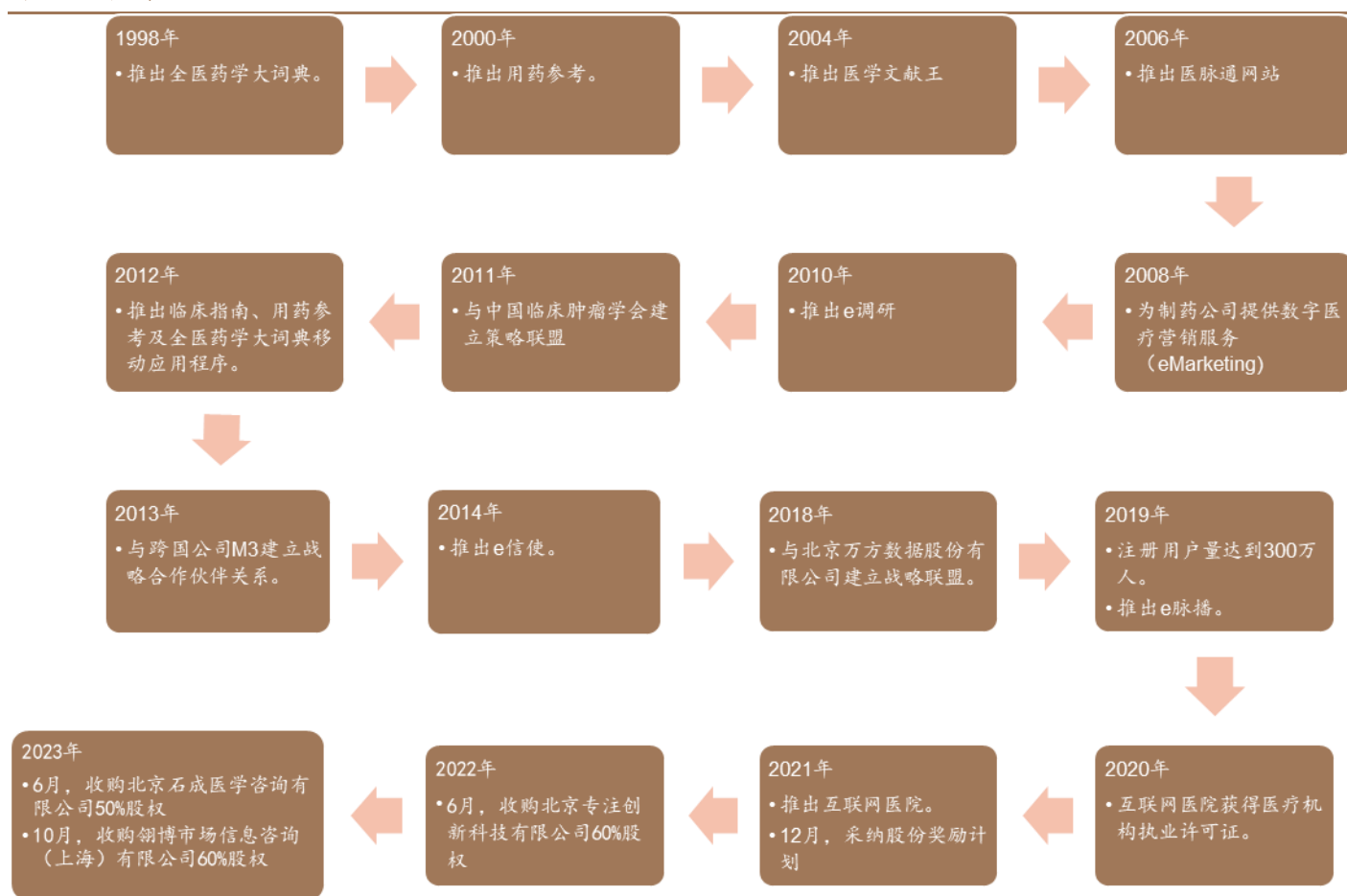
1. 专业医师平台龙头，经营质量稳步提升

公司是中国领先的在线专业医师平台，为医师、制药公司和医疗设备公司与患者提供解决方案。主营业务包括精准营销与企业解决方案、医学知识解决方案及智能患者管理解决方案，其中大部分业务收入来自精准营销。截至 2024 年 6 月 30 日，注册的用户数量接近 700 万，其中超过 400 万名用户为中国执业医师，中国执业医师的覆盖率达到 88%。

1.1. 深耕医生生态，赋能精准营销

医脉通的前身是特科能软件技术，曾推出全医药学大词典、用药参考、医学文献王、eMarketing 以及临床指南。2006 年正式推出了医脉通网站，并于 2013 年和跨国公司 M3 建立战略合作伙伴关系，引进数字化医疗营销模式。同时公司分别收购了北京专注创新科技有限公司 60% 股权、北京石成医学咨询有限公司 50% 和翎博市场信息咨询有限公司 60% 股权，不断拓展上下游服务场景。

图 1：公司发展历程

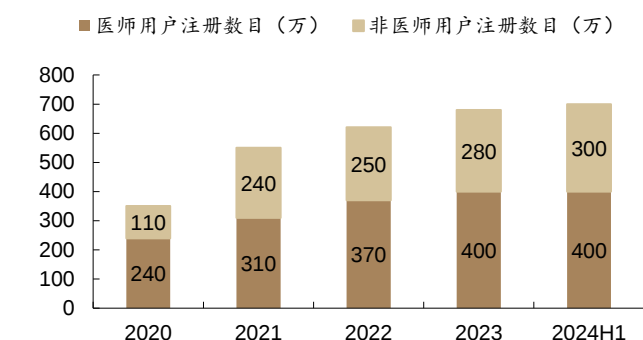


资料来源：公司招股说明书等公告，德邦研究所

深度服务医生学习和科研，覆盖医生数量快速提升：根据公司 24 年半年报，截止 2024 年 6 月 30 日，通过网站、桌面应用程序及移动应用程序在公司平台注册的用户数量近 700 万名，其中超过 400 万名用户为中国执业医师，对中国执业医师的覆盖度进一步提升至 88%。平台专注于满足中国医师在临床诊疗、专业学

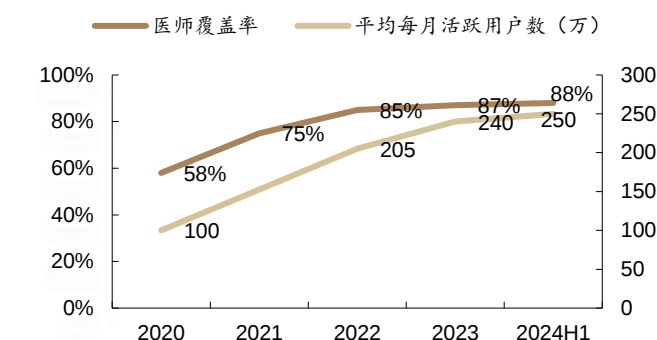
习以及医学研究的三大核心需求，已深度融入到众多中国医师的日常工作场景。医脉通平台去重后的每月平均活跃用户数提升至 250 万人，拥有坚实的医师资源基础。

图 2：公司用户注册数量



资料来源：公司招股说明书、年报、半年报，德邦研究所

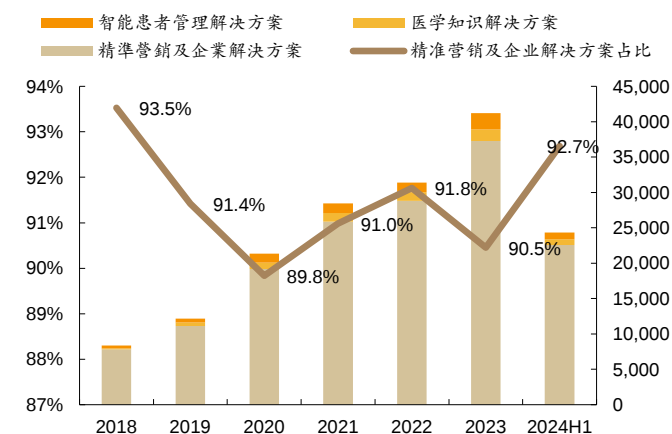
图 3：医师覆盖率与平均每月活跃用户数



资料来源：公司招股说明书、年报、半年报，德邦研究所

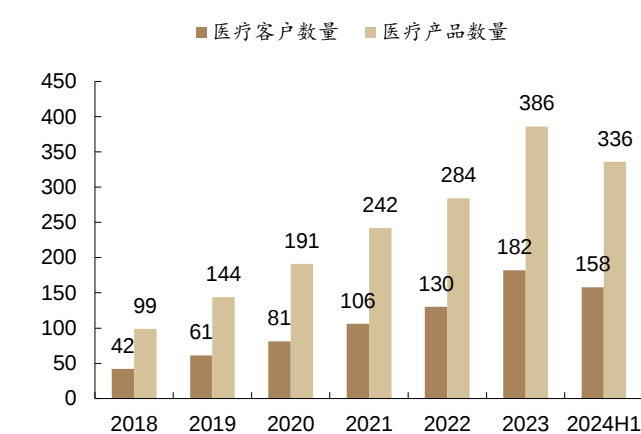
解决方案服务药医患，服务药械企业是现阶段核心业务。三大主营业务收入分别是精准营销及企业解决方案、医学知识解决方案及智能患者管理解决方案，分别面向药企、医生和患者。自 2018 年以来，精准营销及企业解决方案的营收占总体营收的 90% 左右，其中面向药企精准营销业务的营收占主导。2018-2023 年精准营销及企业解决方案营收的 CAGR 为 36.7%。借助坚实的医师资源基础和强大的数字化营销能力，精准营销相比传统营销受众范围更广、传播速度更快、具有更高性价比，吸引了越来越多的药企。2024 年上半年覆盖的医疗客户达 158 家，医疗产品数量达 336 个，同比增长分别为 27.4% 和 32.8%，2018-2023 年 CAGR 分别为 34.1% 和 31.3%。

图 4：2018-2024H1 公司主要业务构成（万元/CNY）



资料来源：公司招股说明书、年报、半年报，德邦研究所

图 5：2018-2024H1 医疗客户及产品数量（个）

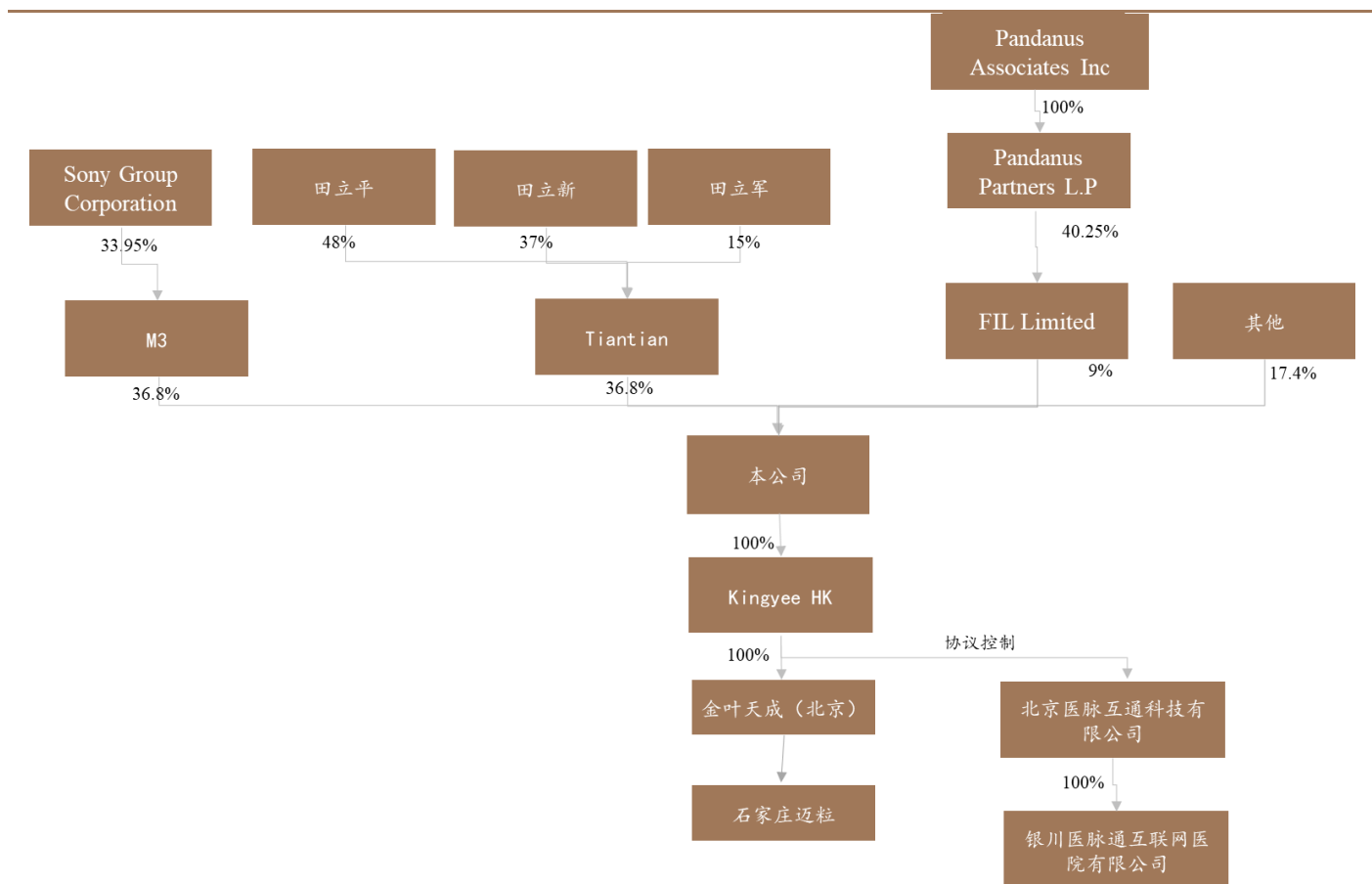


资料来源：公司招股说明书、年报、半年报，德邦研究所

1.2. 股权结构清晰，管理层经验丰富

公司股权相对集中：根据公司 2024 年半年报显示，截至 2024 年 6 月 30 日，公司董事长田立平通过直接或间接方式合计持有公司 38.25% 的股份，是公司的实际控制人，M3 为公司战略股东，持股比例为 36.8%，两者合计持股比例为 75%，股权架构相对稳定。其中公司核心管理层田立平、田立新、田立军为姐弟关系。

图 6：公司股权架构图



资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年半年报，德邦研究所 注：公司参控股信息为截至招股说明书披露情况

管理层经验丰富，具有多年从业经验：公司管理层成员均在各自领域拥有超过十年的从业经历。董事长田立平女士在医学信息技术行业深耕 21 年，积累了丰富的管理经验，成功推动了集团及公司业务的发展。田女士的两位弟弟，田立新先生和田立军先生，同样具备深厚的医学信息技术和软件开发行业背景。此外，来自 M3 的高管团队带来了宝贵的国际成功案例经验，为公司快速发展提供有力支持。

图 7：公司管理层简况介绍

田立平

董事长、首席执行官兼执行董事

- 硕士研究生学历
- 拥有超过21年的医学信息技术行业经验。在成立集团之前，于1988年至2003年期间先后在中国科学院软件研究所任职，并在株式会社テクノクラフト（“Technocraft Japan”）担任系统工程师。
- 1996年6月与田立新成立集团，自2013年4月起担任该公司董事。自2013年8月起，担任金叶天成（北京）科技有限公司执行董事兼首席执行官，现任公司各主要运营附属公司董事。

田立新

总裁兼执行董事

- 清华大学工程物理学专业学士学位
- 拥有逾27年的医学信息技术及软件开发行业经验。自2016年12月至2019年5月担任万方城镇投资发展股份有限公司独立董事。与田立平女士共同成立集团之前，于1992年至1996年在北京七〇一厂研究所担任研究所所长。
- 于1996年6月成立集团，自2013年12月起一直担任公司董事。

田立军

副总裁兼执行董事

- 拥有超过21年的医学信息技术行业经验，曾在Technocraft Japan担任软件工程师。
- 于1996年6月加入集团，自2013年12月起担任公司董事，并自2013年8月起担任金叶天成（北京）科技有限公司首席技术官。

周欣

副总裁兼执行董事

- 硕士研究生学历
- 拥有逾18年的营销策略及业务管理经验，以及逾10年的医学信息技术行业经验。加入集团前，于2006年4月至2013年9月先后担任德勤咨询公司高级顾问、安永咨询公司及Xrossface Inc. 策略与运营顾问部经理。
- 于2013年12月加入M3，担任M3事业开发部中国市场负责人。于2016年1月以M3借调员工身份加入集团，加入后一直担任金叶天成（北京）科技有限公司副总裁。

槌屋英二

非执行董事

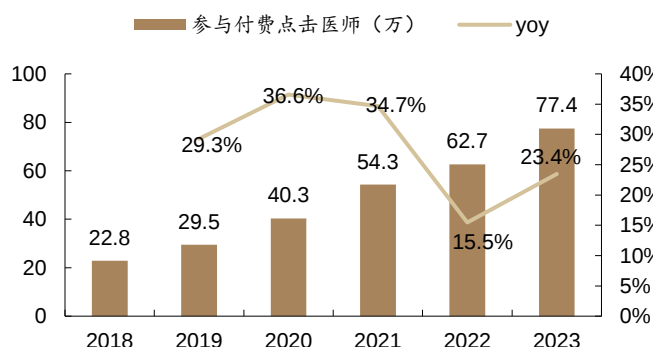
- 硕士研究生学历
- 拥有37年保险与财务顾问经验及超过17年医疗科技行业经验。于2006年加入M3，现为M3执行董事。此前曾在朝日生命保险担任资产管理发展小组的副经理，及在德勤和KPMG担任战略和财务顾问。
- 自2013年12月起担任公司董事

资料来源：公司 2023 年报，德邦研究所

1.3. 业务逐步验证，业绩持续高增

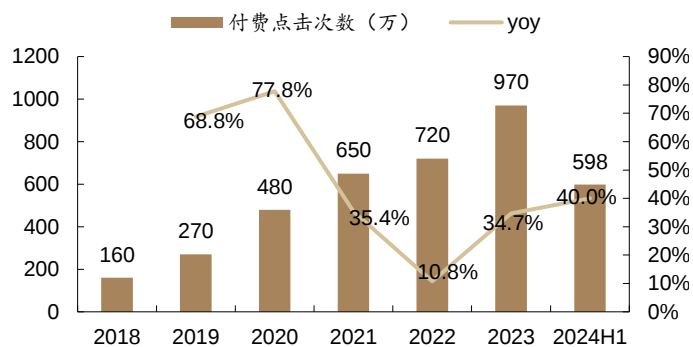
To 药企业务逐步验证，付费点击次数快速增长：公司精准营销业务的核心是将推广内容推送到医生，并促使医生点击，从而获取药企付费。2018-2023 年，参与付费点击医师数由 22.8 万人增长到 77.4 万人，CAGR 为 27.7%，付费点击次数也由 2018 年 160 万次增长到 2023 年 970 万次，CAGR 为 43.4%，核心业务指标快速提升，to 药企业务逻辑逐步得到验证。

图 8：2018-2023 参与付费点击医师数



资料来源：公司招股说明书，历年年报，德邦研究所

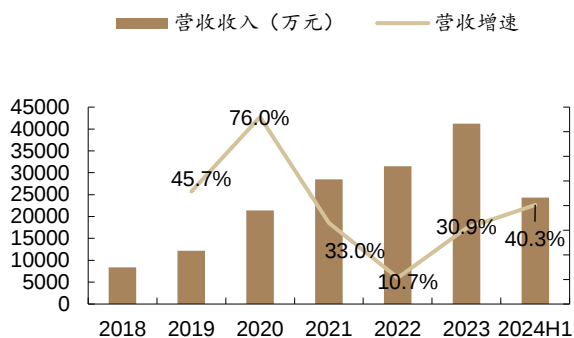
图 9：2018-2024H1 付费点击次数



资料来源：公司招股说明书、年报、半年报，德邦研究所

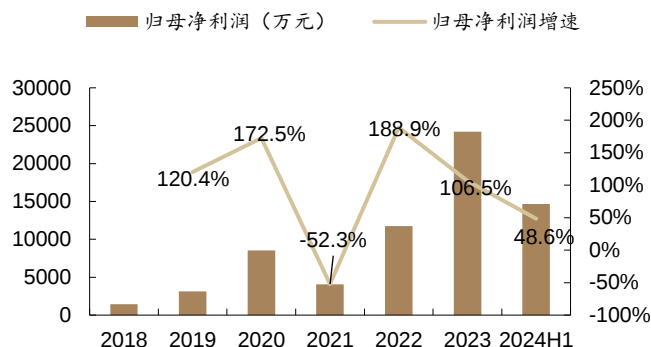
收入和利润高增：2018-2023 年，公司营收由 8346 万元增长至 41,214 万元，CAGR 为 37.6%；归母净利润由 1419 万元增长至 24,230 万元，CAGR 为 76.4%。2024 H1 公司营业收入和归母净利润分别同比增加 40.3%和 48.6%，均实现了快速增长。

图 10: 2018-2024H1 公司营收及增速



资料来源: 公司招股说明书、年报、半年报, 德邦研究所

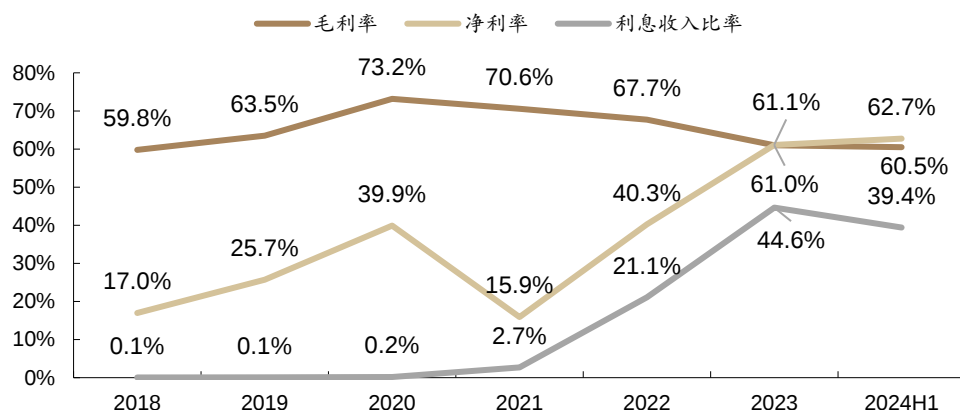
图 11: 2018-2024H1 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司招股说明书、年报、半年报, 德邦研究所

公司盈利能力不断改善: 尽管自 2020 年以来毛利率略有下降, 但整体维持在 60% 以上的高水平。净利润率呈现爆发式增长, 从 2018 年到 2024 年上半年, 净利润率从 17.0% 飙升至 62.7%。其中, 利息收入在净利润中占主导地位, 若剔除利息收入, 净利润率则保持在 20% 左右波动。

图 12: 2018-2024H1 公司毛利率、净利率趋势



资料来源: 公司招股说明书、年报、半年报, 德邦研究所

2. 海外映射增长强劲, 精准营销方兴未艾

2.1. 日本 M3: 精准营销鼻祖, 营收穿越周期

精准营销鼻祖。日本 M3 公司是以医疗专业门户网站“m3.com”为主的医疗平台, 围绕着医疗平台开展对药企的精准营销业务是其主营业务, 同时也是中国医脉通的第二大股东, 可以算是精准营销的鼻祖。

“m3.com”是日本较大规模的医疗专业门户网站, 针对药企、医药关联企业以及医疗从业者提供包括行业资讯、人才招聘、市场推广、医院代运营、诊疗预约等服务。同时公司也将该业务拓展全球其他国家, 包含美国、英国、印度、欧洲等国。

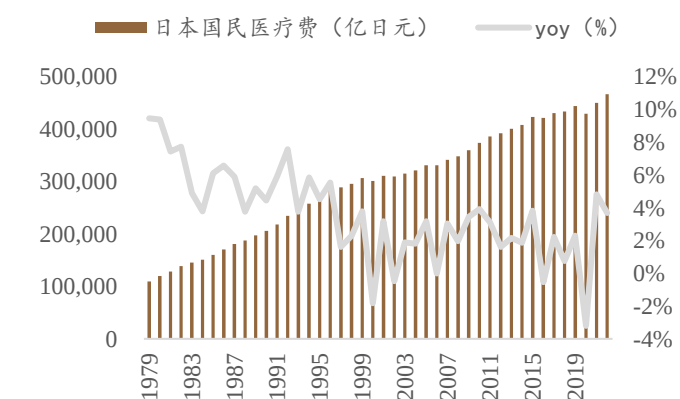
图 13: 日本 M3 公司发展历程



资料来源: 日本 M3 公司官网, 德邦研究所

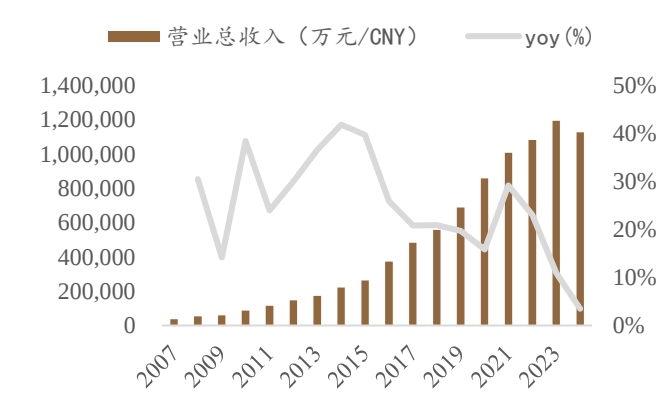
营收穿越医药控费周期。日本进入 90 年代, 由于老龄化医疗支出增加, 而经济增速放慢后医保收入增速变慢, 日本医保体系面临巨大的赤字危机, 因此日本国内采取了较为严格的医保控费措施, 2007-2022 年日本国民医疗费支出 CAGR 为 2.1%, 但与此同时, 2007-2023 年日本 M3 公司的营收 CAGR 为 24.1%, 公司的收入增长穿越了日本的医保控费周期。

图 14: 1979-2022 年日本国民医疗费及其增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 15: FY2007-2024 年日本 M3 公司营收及其增速

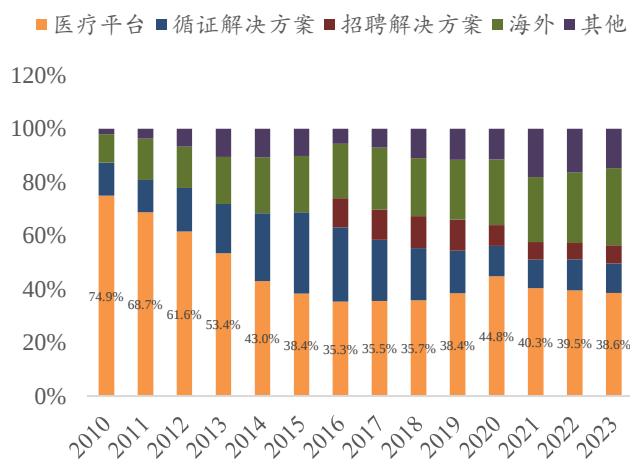


资料来源: Wind, M3 公司各财年公告, 德邦研究所

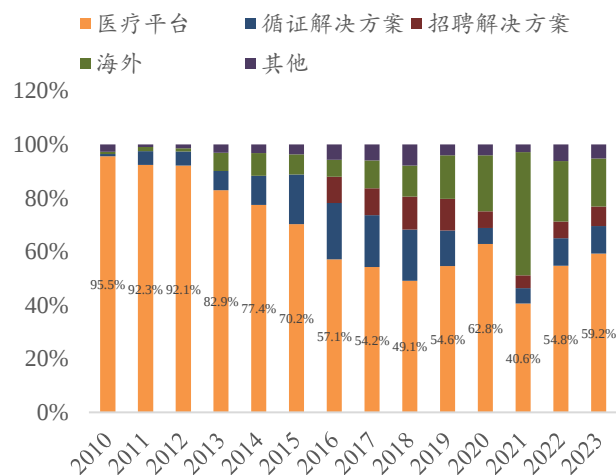
收入多元化与全球化, 国内业务仍是利润的大头。在早期开展医疗平台较为成功的基础上, 该公司 2003 年便成立美国子公司, 后逐步扩展到中国、英国、欧洲、印度等多家, 同时公司也在探索循证解决方案、招聘解决方案等多元化的业务, 从收入端来看公司业务收入较为多元, 2023 年该公司最大的业务医疗平台收入占销售额的 38.6%, 但利润占比为 59.2%。且增速较为强劲, 2010-2023 年公司医疗平台业务收入 CAGR 为 17.7%, 利润 CAGR 为 14.7%。

图 16: 2010-2023 年日本 M3 营收结构

图 17: 2010-2023 年日本 M3 利润结构



资料来源：日本 M3 公司历年决算表材料，德邦研究所



资料来源：日本 M3 公司历年决算表材料，德邦研究所

围绕 M3 医生平台开展，业务较为多元。日本 M3.com 是日本最大的医疗保健专业人员专用平台之一，围绕着 M3.com 网站，该公司开发了 MR 君、MR 演讲会、M3.com career、Drug Carry、治验君、M3 数字、Drug carrier Agent、Askdoctors 等业态，包含着药品推广和营销、网络讲座、医生职业招聘、药剂师职业招聘、CRO 业务、电子病历等多种业务形态。

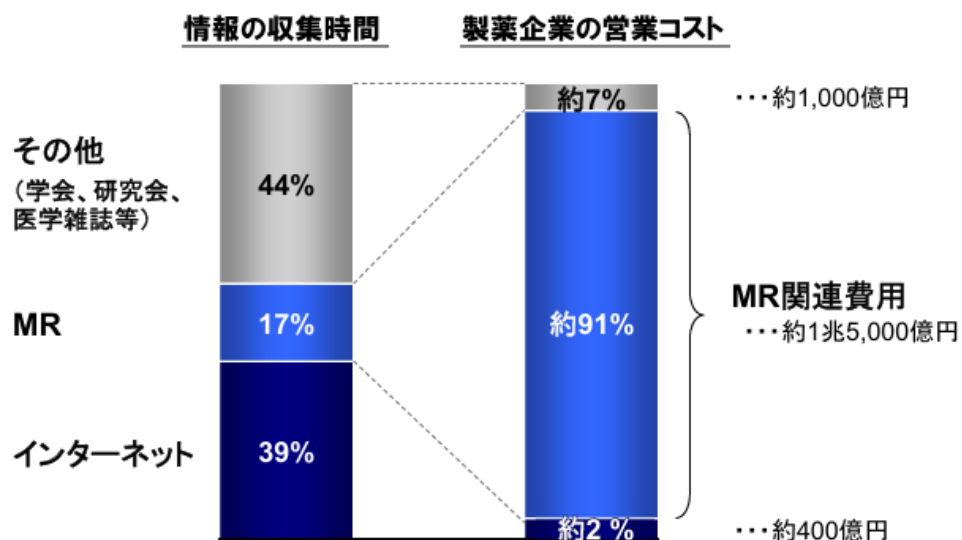
图 18：日本 M3 公司主要业务布局



资料来源：日本 M3 公司官网，德邦研究所

商业机会来自医生信息获取渠道和药企营销费用结构的不匹配。根据公司的材料显示，日本医生获取资料的渠道有互联网、医药代表和其他（学会、研究会、医学杂志等），使用时间占比分别为 39%、17%和 44%。但制药企业的营销费用 91%都投入在了医药代表环节，其他环节占比不足 10%。不同渠道对医生时间的占用与药企的资金投入不匹配。

图 19：日本医生获取信息的时间 VS 制药营销成本



资料来源：日本 M3 公司 2018 年决算说明表，德邦研究所

通过数字化工具精准的向医生推送信息。M3 公司旗下的 MR 君 eCSO 服务是面向药企的整体解决方案，其收费体系包括基本资料费用（7000 万日元，2005 年 10 月后新规）、电子详情推送费（每条信息 100 日元）、内容制作费（3000 万日元左右）、运营服务费（1000 万日元），整体的套餐价格在 1.3 亿-1.5 亿日元（以 1 日元 $\approx$ 0.0488 元的汇率计算，则对应的套餐价格在 634-732 万人民币）。

图 20：2009 年日本 M3 公司 M3 君 eCSO 服务价格体系

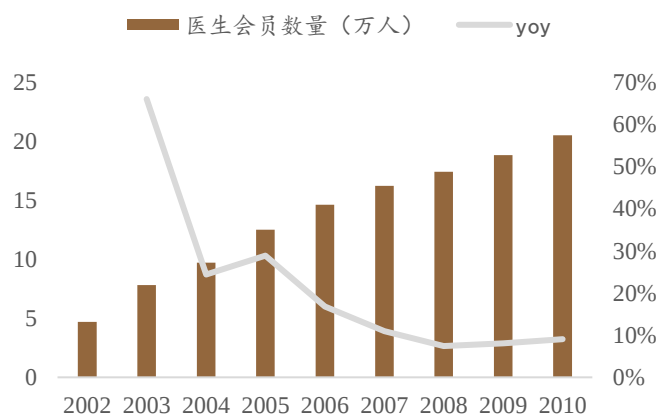
MR君eCSOサービスの価格イメージ(年間)



资料来源：日本 M3 公司 2010 财年业绩说明材料，德邦研究所

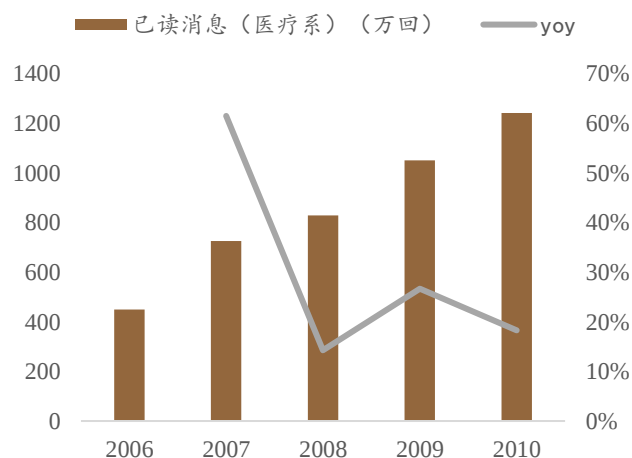
医生平台会员覆盖度高，核心业务指标快速增长。2002-2010 年日本 M3 公司医生会员数量增长 CAGR 为 20.2%，2010 年该平台已经实现了对 75.9% 的医生覆盖。同时 2006-2010 年医生阅读消息数量 CAGR 为 28.9%。核心业务指标保持了较快的增速。

图 21：2002-2010 年日本 M3.com 医生会员数量



资料来源：日本 M3 公司历年财年业绩说明材料，德邦研究所

图 22：2006-2010 年日本 M3 公司医生阅读消息次数

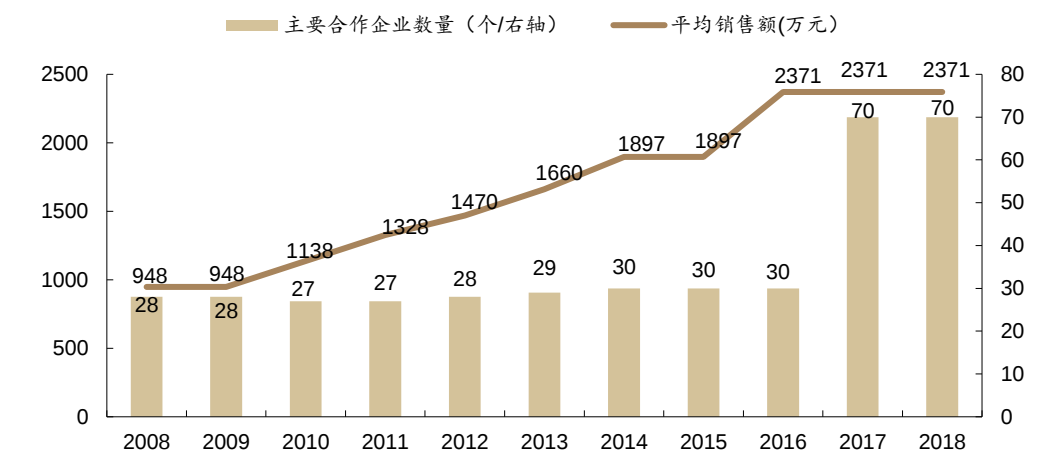


资料来源：日本 M3 公司 2011 财年业绩说明材料，德邦研究所

合作企业数量和金额快速提升。自 2008 年到 2018 年的十年间，与公司合作

的企业数量增加了 1.69 倍，与公司合作的平均销售金额增加了 1.5 倍，带动公司业绩强劲增长。

图 23：2008-2018 年与日本 M3 公司合作企业数量和平均销售额情况

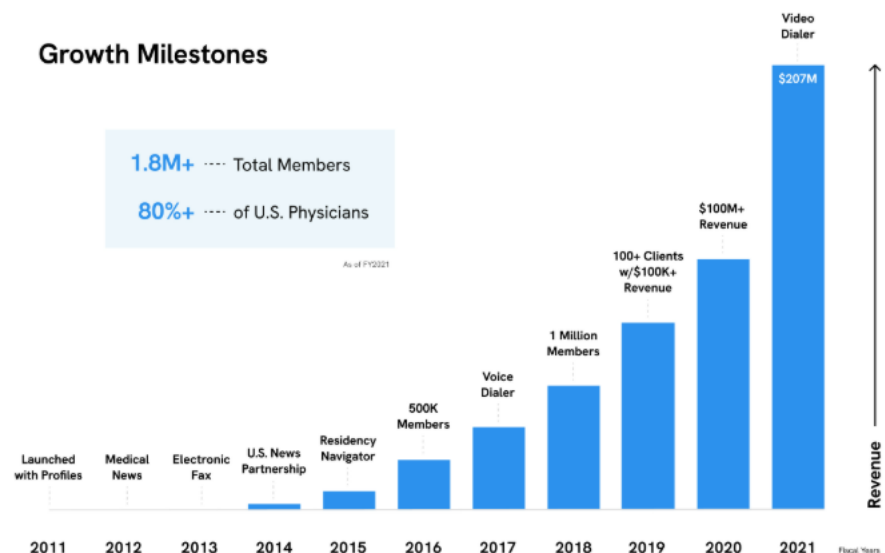


资料来源：日本 M3 公司历年财年说明材料，德邦研究所 注：根据 2025 年 2 月 17 日的估算汇率（100 日元对人民币 4.7424 元，即 1 日元约等于 0.047424 人民币）

2.2. 美国 Doximity：医生版 LinkedIn，AI 助力业绩超预期

Doximity 类似于“医生版 LinkedIn”。它为专业医疗人员提供了一个进行业内联络、信息交流和医疗合作的安全平台，目前覆盖了全美 200 万的医疗保健人员（包括 80% 的医生，50% 的护士及医生助理，90% 的医学毕业生）。公司主要是通过为医生提供软件，从而使医护人员能够与同事合作、了解最新的新闻和研究、管理排班、简化文档、开展线上门诊等，而收入来源主要是来自药企和医疗系统。

图 24：2011-2021 年 Doximity 发展里程碑

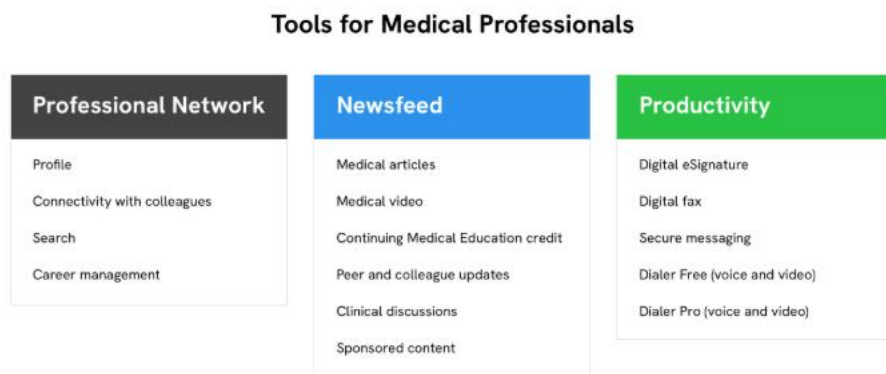


资料来源：Doximity 公司招股说明书，德邦研究所

美国医护人员免费使用的平台。美国医疗专业人员只需导航到该公司的主页或下载该公司的移动应用程序，输入名字和姓氏，并通过国家处方者标识符、社会安全号码、缉毒局注册号或医疗电子邮件帐户确认来验证真实身份，就可以成为平台的会员，会员可以访问网络、新闻源，以及生产力工具的核心功能，包括远

程医疗等。

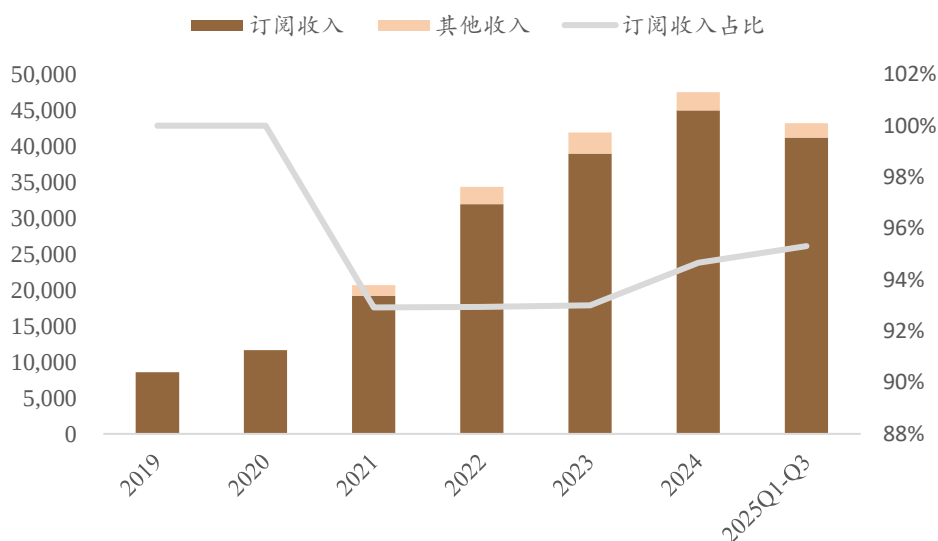
图 25: Doximity 平台的主要功能



资料来源: Doximity 公司招股说明书, 德邦研究所

订阅收入是公司的主要收入来源。2019 年以来公司超过 90% 以上的收入来自订阅收入, 而订阅收入又分为营销解决方案和招聘解决方案, 其中以 2021 年为例, 营销解决方案的收入占比超过了 80% 以上。

图 26: FY2019-25 前三季度 Doximity 公司收入结构构成 (万元/USD)

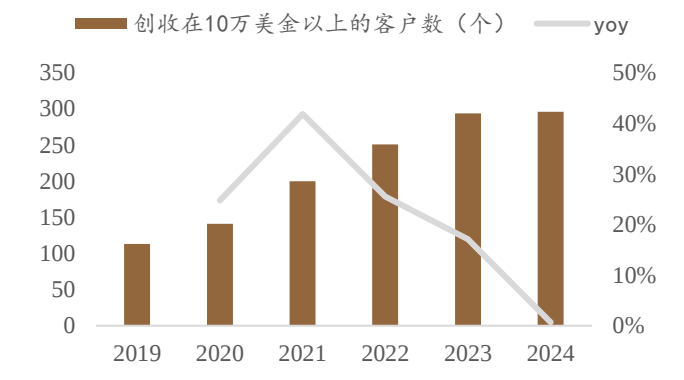


资料来源: Wind, 公司招股说明书及 24 年年报, 德邦研究所

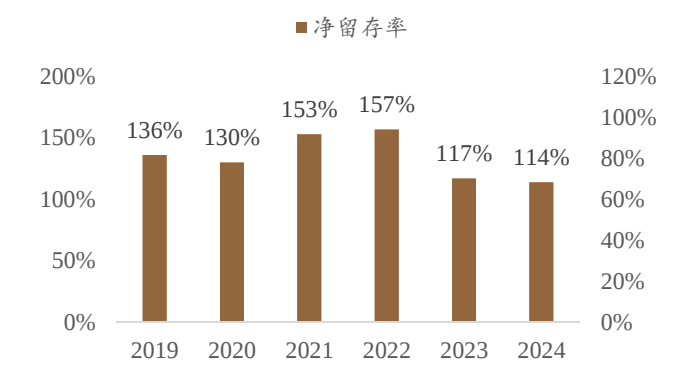
核心大客户驱动收入快速增长: 收入至少为 10 万美元的客户数量稳步增长, 2019-2024 财年创收 10 万美元以上客户数量 CAGR 为 21.2%, 该群组客户占该公司 2024 财年收入的约 90%。且近年来公司客户净留存率持续保持在高位。

图 27: 2019-2024 年该公司创收 10 万美元以上客户数及增速

图 28: 2019-2024 年该公司客户净留存率的情况



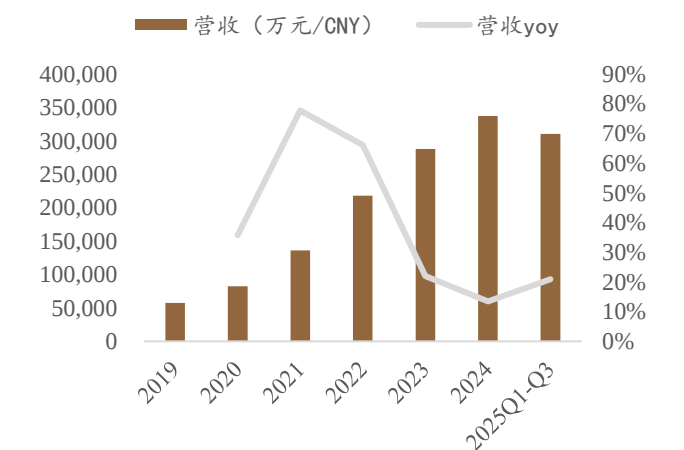
资料来源：公司招股说明书及 24 年年报，德邦研究所



资料来源：公司招股说明书及 24 年年报，德邦研究所

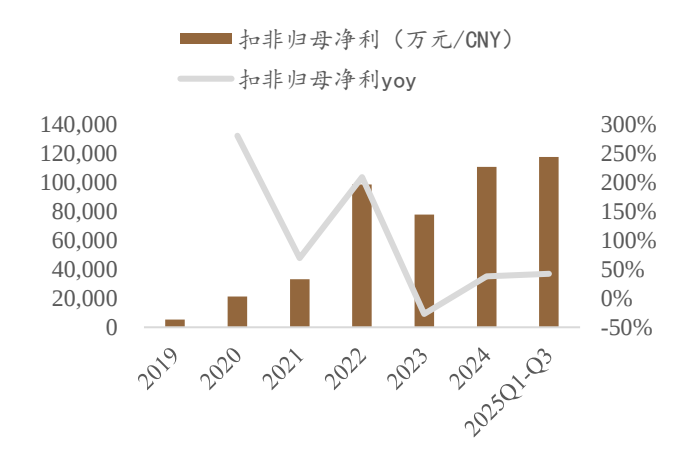
客户数量的增加带动公司业绩持续增长。2019-2024 财年 Doximity 公司营收 CAGR 为 42.4%，扣非归母净利的 CAGR 为 83.7%。其中 2025 财年前三个季度公司收入 yoy+20.9%，扣非归母净利 yoy+41.9%。

图 29: FY2019-3Q25 期间 Doximity 营收及其增速



资料来源：Wind，德邦研究所

图 30: FY2019-3Q25 期间 Doximity 扣非归母净利及其增速



资料来源：Wind，德邦研究所

AI 业务赋能，业绩持续超预期。 Doximity 公司 2025 财年前三个季度连续 3 次业绩均超业绩指引，并上调下一季度的业绩指引。根据公司电话会记录来看，AI 对公司的业务产生了较大的赋能作用；1) 公司第一大业务—新闻推送表现突出，阅读量创下新高，公司通过 12 年的专有数据，为医生会员实现个性化推送；2) workflow 工具也创下新纪录，如 2Q25 Doximity GPT 提示数量超 100 万，3Q25 提示数量超过 180 万实现了较为强劲的增长。

2.3. 中国市场：监管政策趋严，线上营销市场广阔

集采、反腐等监管政策趋严，线下营销或受到影响。 众所周知，中国过去药品领域较为依赖线下医药代表推广，带金销售等方式拉动药品收入增长。但近年来国家医保局等部委通过带量采购、医保目录调整、反腐等政策打击了药品价格和药品销售过程中的带金销售问题，药企线下营销或受到影响。

表 1: 药品集采、反腐、医保目录调整相关文件汇总

日期	发文机构	文件名	简要内容
2019 年 1 月	国务院办公厅	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	明确以北京、上海等 11 个城市为试点，按照“国家组织、联盟采购、平台操作”的总体思路，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药价形成机制，降低群众药费负担，规范药品

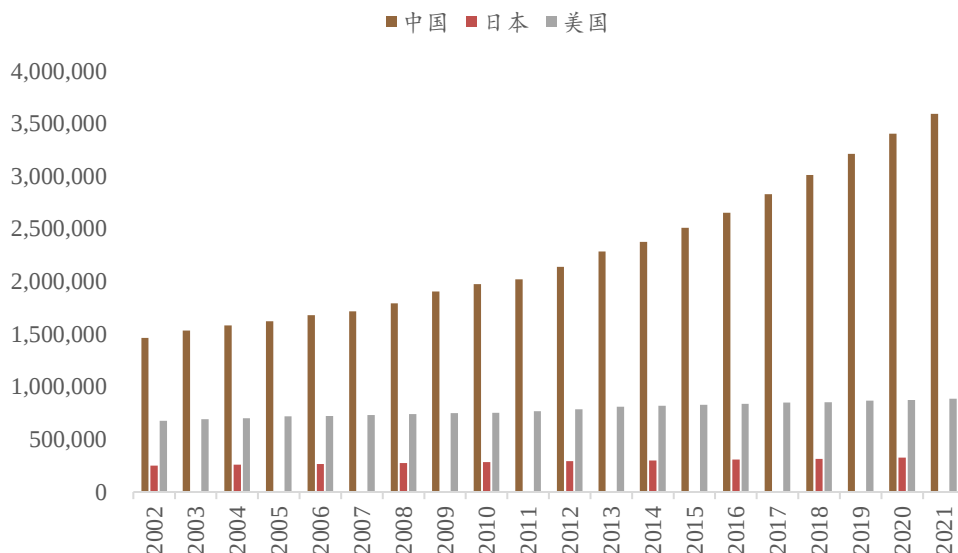
流通秩序。

2019 年 9 月	国家医保局等九部委	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	由国家拟定基本政策、范围和要求，组织试点城市之外相关地区以省为单位形成联盟，委托联合采购办公室，开展跨区域联盟集中带量采购
2020 年 7 月	国家医疗保障局	《基本医疗保险用药管理暂行办法》	从药品目录的制定和调整、医保用药的支付、医保用药的管理与监督等方面作出规定，为医保目录动态调整提供了制度依据，保障参保人员基本用药需求，提升基本医疗保险用药科学化、精细化管理水平。
2021 年 1 月	国务院办公厅	《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》	推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展，明确药品范围、采购规则、保障措施等内容，促进药品价格回归合理水平，减轻群众用药负担，净化行业生态。
2021 年 9 月	国家医疗保障局	《关于适应国家医保谈判常态化持续做好谈判药品落地工作的通知》	要求各地做好国家医保谈判药品落地工作，确保谈判药品及时配备使用，提升患者用药可及性。
2022 年 6 月	国家医疗保障局	《2022 年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案》	部署当年医保药品目录调整工作，明确调整范围、程序等内容，持续优化医保目录结构。
2021 年 4 月	国家卫生健康委等九部门	《关于印发 2021 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》	聚焦医药购销领域和医疗服务中的突出问题，如收受红包、回扣，虚假宣传等，提出一系列治理措施，规范行业秩序。
2022 年 5 月	国家卫生健康委等 9 部门	《关于印发 2022 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》	持续打击医药购销领域非法利益链条，加强行业作风建设，保障群众健康权益。
2024 年 5 月	国家卫生健康委等 14 部门	《关于印发 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》	进一步规范医药领域行政管理部门、医疗机构、医药企业等各方行为，严肃查处各类违法违规行为。

资料来源：中国政府网，国家医保局，德邦研究所

中国医师数量大，增速快，理论市场空间大。以 2020 年为例，中国拥有医师 340 余万人，而日本仅有 32.7 万，美国仅有 87.3 万医师，中国医师数是日本医师数的 10 倍以上，是美国医师数约 4 倍。且 2012-2021 年中国医师数 CAGR 为 5.9%，美国医师数 CAGR 则为 1.4%，相较于美国，中国医师数量增速明显高于美国。且中国医师学习及研究的时间和资源有限，对最新、可靠且相关的专业医学信息的需求较大。在医生人均营销费用相似的前提下，由于中国医生数量多增速快，对线上内容的接受度高，相较于日本和美国，理论上中国通过线上进行精准营销市场更大。

图 31：2013-2021 年中日美三国执业医师数（人）



资料来源：Wind，德邦研究所

现有药企的营销效率低，对效率更高的营销方式有需求。以 2019 年为例，中国医师/医药代表比是 1.3-1.9，而日本是 5.2，美国是 12.3。说明中国通过医药代表直接接触的方式效率较低，预计随着药企及器械企业控制成本需求更大，则相关公司进行线上营销、数字营销的占比或将增加。

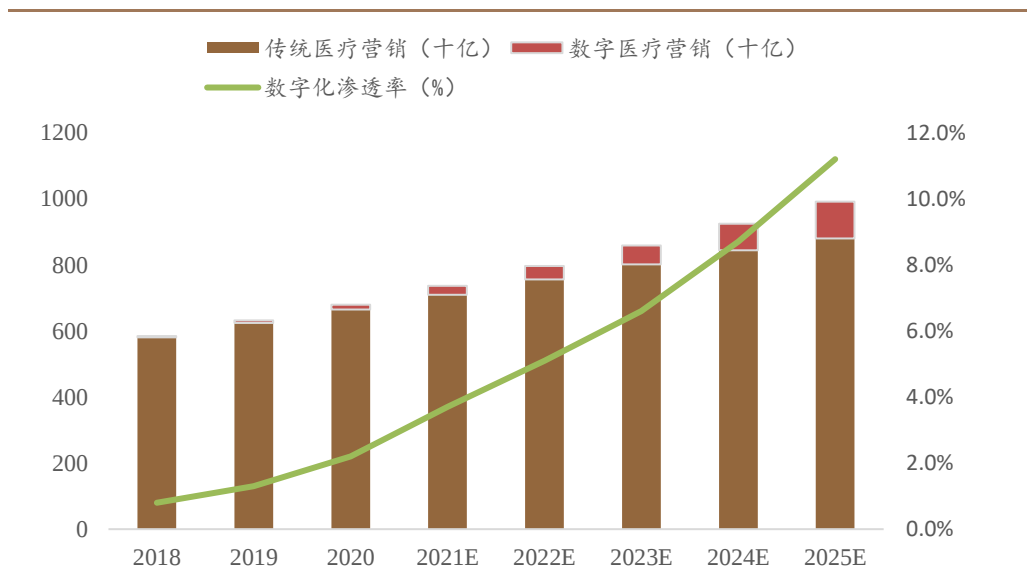
表 2：2019 年中日美三国医师/医药代表对比

	中国	日本	美国
医药代表（千人）	约 2000 到 3000	62	约 70
医师（千人）	3867	327	861
医师/医药代表比	约 1.3 至 1.9	5.2	约 12.3

资料来源：医脉通招股说明书，弗若斯特沙利文，德邦研究所

线上医疗营销发展或迎来机遇期。我们认为中国的医疗技术仍在快速发展，医疗人员尤其是医生的学习需求仍然较为旺盛。但中国医生业务繁忙，时间少学习任务重，方便和全面的学习平台能够有效吸引医生。而线下营销则面临政策影响下药企营销费用逐步被压缩，因此线上医疗营销发展或将迎来快速发展的机遇。

图 32：2018-2025E 中国企业医疗营销开支



资料来源：弗若斯特沙利文，德邦研究所

3. 中国版 M3：补齐业务短板，AI 赋能业务腾飞

3.1. 并购补齐业务短板，科室拓展深挖行业

围绕医生需求并购，补齐服务医生业务短板。自公司上市以来，公司围绕着学术会议、医药指南、医疗展会、药企咨询等方面进行了并购，补齐了公司的业务短板，与现有的公司业务板块一起构成服务医生的多维服务环。进一步增加医生的粘性，构筑公司护城河。

表 3：医脉通上市以来收购公司简介

日期	收购标的	收购标的业务	收购股权比例	支付金额 (万元)	收购估值 (万元)	收购前一年税后利润 (万元)	对应 PE
2021 年 10 月 11 日	美迪康	学术会议 Sass 解决方案	60%	10,025	16,709	12,853	1.3
2022 年 6 月 8 日	专注创新	医药指南推广服务商	60%	4,800	8,000	2,266	3.5
2023 年 6 月 12 日	石成医学	服务于医疗行业的机构组织医疗展会及交流会	50%	6,500	13,000	368	35.3
2023 年 10 月 12 日	翎博咨询	为药企提供咨询业务	60%	3,393	5,655	266	21.3

资料来源：公司公告，德邦研究所

横向拓展科室，实现业务横向变现。随着公司商业的模式成熟，公司的精

准营销解决方案将从肿瘤科室向血液、慢病、罕见病等科室拓展，从而逐步实现各科室的协同发展，覆盖更多的药企和药品品种。

图 33: “横向拓展+纵向延伸” 战略



资料来源：医脉通投资者交流材料，德邦研究所

3.2. 深挖多场景数据，赋能医生工作全流程

覆盖医生学习和科研的多场景，数据资产丰富。医脉通在开展业务过程中积累了丰富的数据资产，包括疾病知识库、临床指南、医学视频、药物说明书、最新科研进展等。2024 年上半年，公司也基于深度学习 Transformer 框架，结合自然语言处理（NLP）、计算机视觉（CV）及多模态等技术，打造了聚焦医学领域的垂直类大模型。

图 34：医脉通目前数据资产简况

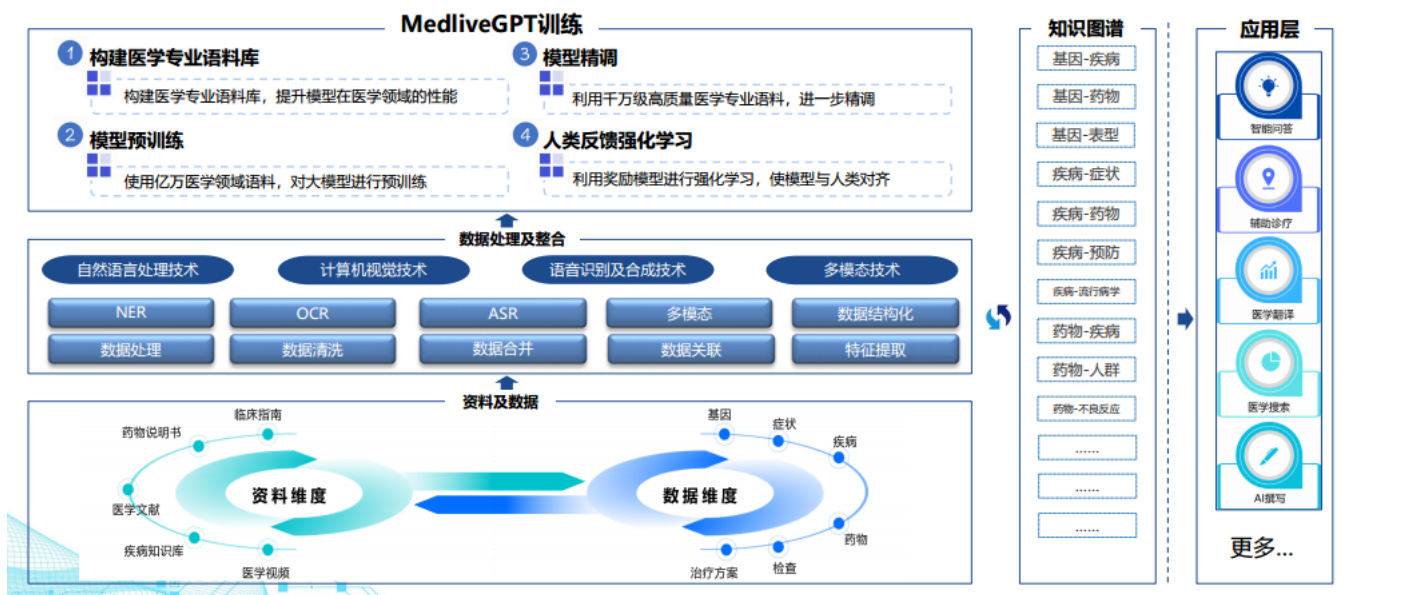


资料来源：医脉通投资者交流材料，德邦研究所

医药垂直类大模型，赋能医生工作全流程。医脉通垂直类大模型不仅具备了处理医学专业知识的能力，还支持溯源循证，通过多重策略机制保障生成内容的准确可靠。在持续探索 AI 底层技术研发的同时，也非常重视应用场景的开发和商

业化落地。该公司大模型已在医师学术教育、患者教育、临床辅助诊疗、专业医学内容检索及生产等多个场景实现了商业化应用。

图 35：医脉通 AI 产品技术框架



资料来源：医脉通投资者交流材料，德邦研究所

4. 业绩预测、估值与投资建议

4.1. 业绩预测

关键假设：

- 1) 公司的核心业务是精准营销及企业解决方案,该业务主要是向药企提供药品的精准营销服务,其收入主要是由公司合作的医疗产品数量和客单价两个要素驱动,考虑到随着监管政策落地,公司 2024 年上半年业绩略超预期,我们预计公司该业务 24-26 年合作医疗产品数量分别为 513/666/866 个,客单价分别为 97/100/105 万元;
- 2) 医学知识解决方案主要是面向医师,为医师提供专业医学信息收费。考虑到该业务占比较低,主要是受到平台知识丰富程度和医生付费意愿的影响,增长相对平稳。因此我们预计 24-26 年业务增速分别为 15%/14%/14%;
- 3) 智能患者管理解决方案是为患者提供单病种管理服务,搭建医师和患者之间的桥梁。随着公司服务产品的数量增长和服务医师数量的增加,我们预计该业务也将保持较高的增长。我们预计该业务 24-26 年增速分别为 30%/25%/25%。
- 4) 考虑到 2024 年公司业绩增长超预期后,毛利率略有提升。之后随着智能患者管理解决方案收入增长,其毛利率较低,公司整体的毛利率预计整体稳中有降,因此我们预计公司 24-26 年毛利率分别为 61.5%、61.0%、60.5%。

表 4：公司营收测算汇总

万元/人民币	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	28,444	31,405	41,201	54,594	72,524	98,087
yoy(%)	33.2%	10.4%	31.2%	32.5%	32.8%	35.2%
精准营销及企业解决方案	25,879	28,818	37,269	49,725	66,642	90,967
占比	91.0%	91.8%	90.5%	91.1%	91.9%	92.7%
yoy(%)	34.9%	11.4%	29.3%	33.4%	34.0%	36.5%
医疗产品数量 (个)	242	284	386	513	666	866
平均客单价(万元)	107	101	97	97	100	105
医学知识解决方案	1,226	1,226	1,614	1,856	2,116	2,412
占比	4.3%	3.9%	3.9%	3.4%	2.9%	2.5%
yoy(%)	34.5%	0.0%	31.6%	15.0%	14.0%	14.0%
智能患者管理解决方案	1,339	1,362	2,318	3,013	3,766	4,708
占比	4.7%	4.3%	5.6%	5.5%	5.2%	4.8%
yoy(%)	6.3%	1.7%	70.2%	30.0%	25.0%	25.0%

资料来源：公司招股说明书、年报，德邦研究所预测

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5.46/7.25/9.81 亿元，对应增速分别为 33%/33%/35%。随着公司规模逐步扩大，三费中销售费用率和管理费用率预计稳中有降，归母净利润分别为 2.92/3.45/4.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.40/0.47/0.56 元，3 年 CAGR 为 18.3%。

4.2. 估值与投资建议

公司作为数字营销的头部标的，在国内相对比较稀缺，且公司受益于政策收紧的过程，因此我们认为不能简单类别国内其他公司，应选取国外相关标的相对估值法进行估值。

因此我们选取了公司的海外映射标的日本 M3 公司和美国 Doximity 公司，截至 2025 年 3 月 17 日，日本 M3 公司已经经过二十年的发展，该业务中客单价和覆盖产品数量均已实现过较大幅度的增长，2020-2023 年日本 M3 公司医疗平台收入复合增速仅为 0.63%，整体业务进入到成熟后期。而美国 Doximity 公司目前覆盖产品数量和收入仍在快速增长，因此我们认为医脉通更应该对标美国 Doximity 估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：公司相对估值表

股票代码	公司简称	货币单位	总市值 (亿元)	归母净利润			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2413.T	M3	JPY	12,162	483.0	430.5	427.1	25	28	28
DOCS.N	Doximity	USD	119	3.1	-	-	39		
			平均值				32		
2192.HK	医脉通	HKD	107	2.9	3.5	4.1	37	31	26

资料来源：Wind（收盘价截止 2025 年 3 月 17 日），德邦研究所 注：医脉通数据为德邦证券研究所预测，DOCS 业绩数据来自公司，其他数据来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

政策进展不及预期的风险。线上医药营销受益于国内集采、反腐、医保目录调整和创新药发展的营销，如果上市政策出现方向上的变动或落地速度的放缓，可能会造成公司业绩增速不及预期。

药企营销观念转变速度不及预期的风险。随着国内监管形势趋严，药企营销

费用下降，营销结构调整是大概率事件。但在具体落地速度上，受各药企管理层观念转变速度的影响，可能不及预期。

行业竞争加剧的风险。竞争营销和广告推广虽然外表相似但内核不同，因此最终竞争结局是确定的。但广告推广的入局门槛较低，可能存在着在某个时期广告推广类的公司对公司的业务发展短期内造成影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.34	0.40	0.47	0.56
每股净资产	6.32	6.46	6.96	7.55
每股经营现金流	0.14	0.31	0.24	0.44
每股股利	0.23	0.12	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	25.27	36.56	30.91	26.12
P/B	1.34	2.25	2.09	1.93
P/S	14.96	19.55	14.71	10.88
EV/EBITDA	77.10	76.10	53.29	39.01
股息率%	2.7%	0.8%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	61.00%	61.50%	61.00%	60.50%
净利润率	58.81%	53.46%	47.60%	41.66%
净资产收益率	5.27%	6.17%	6.76%	7.38%
资产回报率	4.95%	5.73%	6.28%	6.69%
投资回报率	1.49%	2.75%	3.56%	4.30%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	31.19%	32.51%	32.84%	35.25%
EBIT 增长率	0.41%	99.27%	39.80%	31.28%
净利润增长率	106.53%	20.46%	18.27%	18.37%
偿债能力指标				
资产负债率	5.1%	5.9%	5.8%	7.8%
流动比率	24.1	19.9	20.4	13.9
速动比率	23.9	19.7	20.1	13.7
现金比率	0.4	0.5	1.3	1.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	89.5	84.2	84.1	83.5
存货周转天数	0.3	0.2	0.2	0.2
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2
固定资产周转率	139.9	193.6	240.1	324.8

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	242	292	345	409
少数股东损益	9	14	14	17
非现金支出	9	0	0	0
非经营收益	-181	-83	-124	-165
营运资金变动	22	4	-57	60
经营活动现金流	102	226	179	320
资产	-33	-14	0	0
投资	-699	-105	-105	-105
其他	97	88	124	165
投资活动现金流	-635	-31	19	60
债权募资	-6	0	0	0
股权募资	5	0	0	0
其他	-133	-179	0	0
融资活动现金流	-133	-179	0	0
现金净流量	-603	39	222	404

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 17 日

资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	412	547	726	982
营业成本	161	210	283	387
毛利率%	61.00%	61.50%	61.00%	60.50%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	33	35	47	64
营业费用率%	7.96%	6.50%	6.50%	6.50%
管理费用	144	158	210	284
管理费用率%	35.07%	29.00%	29.00%	29.00%
研发费用	54	76	102	137
研发费用率%	13.17%	14.00%	14.00%	14.00%
EBIT	70	139	194	255
财务费用	-184	-183	-185	-193
财务费用率%	-44.54%	-33.52%	-25.45%	-19.72%
资产减值损失				
投资收益	0	0	0	0
营业利润	65	55	70	89
营业外收支				
利润总额	253	322	378	448
EBITDA	79	139	194	255
所得税	1	16	19	22
有效所得税率%	0.54%	5.00%	5.00%	5.00%
少数股东损益	9	14	14	17
归属母公司所有者净利润	242	292	345	409

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	75	115	336	740
应收账款及应收票据	110	146	193	262
存货	0	0	0	0
其它流动资产	4388	4502	4630	4768
流动资产合计	4573	4762	5160	5770
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3	3	3	3
在建工程				
无形资产	268	281	281	281
非流动资产合计	321	336	336	336
资产总计	4894	5098	5496	6106
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	15	20	27	38
预收账款				
其它流动负债	175	218	226	377
流动负债合计	190	239	253	414
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	59	64	64	64
非流动负债合计	59	64	64	64
负债总计	249	303	317	478
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	4597	4734	5103	5535
少数股东权益	48	62	76	93
负债和所有者权益合计	4894	5098	5496	6106

信息披露

分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。