

➤ **医疗数字化精准营销行业龙头, 29 年数据资产沉淀锻造 AI+ 医疗稀缺平台。** 医脉通自创立以来围绕执业医师用户群体打造了一系列的信息产品组合, 至今已成为国内第一梯队的医疗信息综合服务平台, 24 年公司旗下产品注册用户总数已超 700 万人, 月活用户数量也已攀升至 265 万人。庞大且活跃的医师用户群体及其平台行为数据积累给公司提供了为药械公司、患者开展增值服务的优质基础。公司自 08 年以来通过为药械公司提供医疗产品数字化精准营销服务, 成功盘活平台用户资产, 实现商业模式的创收闭环。立足当前时点, **医疗数字化营销赛道仍然具备长坡厚雪特征, 公司有望凭借先发优势带来的数据资产沉淀持续突破成长天花板。**

➤ **数字化精准营销比较优势显著, 有望构建药械产品营销推广新业态。** 相较于传统医药代表线下推广, 数字化精准营销在合规性、经济性和时间效率等方面展现出明显的差异化优势。根据相关资料, 23 年我国数字化精准营销市场规模已超 30.0 亿人民币, 19-23 年内 CAGR 高达 33.5%。根据相关调研报告, 在当前医疗反腐成为行业发展新常态的现实背景下, 执业医师出于脱敏需要, 传统获取专业知识和信息的渠道也受到不同程度影响。23 年中立医学信息平台渠道覆盖率已与学协会会议/专业学术期刊比肩, 且平台内容已然具备了较强的临床方案选择影响力。在此背景下, 数字化精准营销有望成为药企多元化营销渠道体系构建的优质选择方案之一。

➤ **盘活庞大医师用户资产, 第一梯队领跑医疗数字化精准营销赛道。** 公司于 08 年开展医疗数字化营销解决方案业务, 在十余载间医师用户画像数据资产的持续挖掘及推荐算法的持续迭代, 公司该业务已形成成熟的盈利模式, 可交付确保成果的营销方案。截至 24 年, 公司达成合作客户数 228 家、合作产品数 506 个, 18-24 年内复合增速分别为 32.5%、31.2%。精准营销及企业解决方案收入也在商务拓展的持续达成下从 18 年的 0.8 亿元攀升至 5.1 亿元, 期内复合增速高达 36.8%。

➤ **AI 赋能深挖前期数据资产效能, 多源蓄势展翼 AI+ 医疗新时代:** 在医学信息激增的数字化时代, 医学领域临床端、科研端具备孕育 AI+ 医疗产品的现实基础。在 25 年 AI 技术持续突破之际, 公司 29 年医学资料数据沉淀与 AI 产业浪潮共振成功推出 MedSeeker 医学垂类大模型等系列代表产品。与通用大模型相比, 公司 AI 系列产品在训练过程中融入了亿万级医学资料文献和数据, 并运用高阶 RAG 技术架构破解通用大模型的 AI “幻觉” 痛点, 通过多重策略机制保障生成内容的准确可靠。垂类 AI 产品接入有望强化公司拓客能力基础, 并加速商业化推广内容的制定及审核, 带动公司进入智能化发展的新阶段。

➤ **盈利预测与估值:** 我们预期 25-27 年内公司归母净利润分别为 3.2、3.6 和 4.2 亿元, 分别同比增长 2.2%、13.2% 和 13.8% (息税前利润增速为 30.1%、28.9% 和 25.4%); 对应 25-27 年 PE 倍数分别为 26、23 和 20 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 行业监管政策变动风险、客户数据泄露风险、宏观经济增长不及预期风险、行业竞争加剧风险、技术迭代速度不及预期风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	558	728	904	1,092
增长率 (%)	35.5	30.4	24.1	20.8
归母净利润	315	322	364	415
增长率 (%)	30.1	2.2	13.2	13.8
EPS	0.43	0.44	0.50	0.57
P/E	27	26	23	20
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源: iFinD, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 5 月 30 日收盘价, 汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐
首次评级
当前价格:
12.56 港元

分析师 王班

执业证书: S0100523050002

邮箱: wangban@mszq.com

研究助理 杨涛

执业证书: S0100124060014

邮箱: yangtao_2@mszq.com

目录

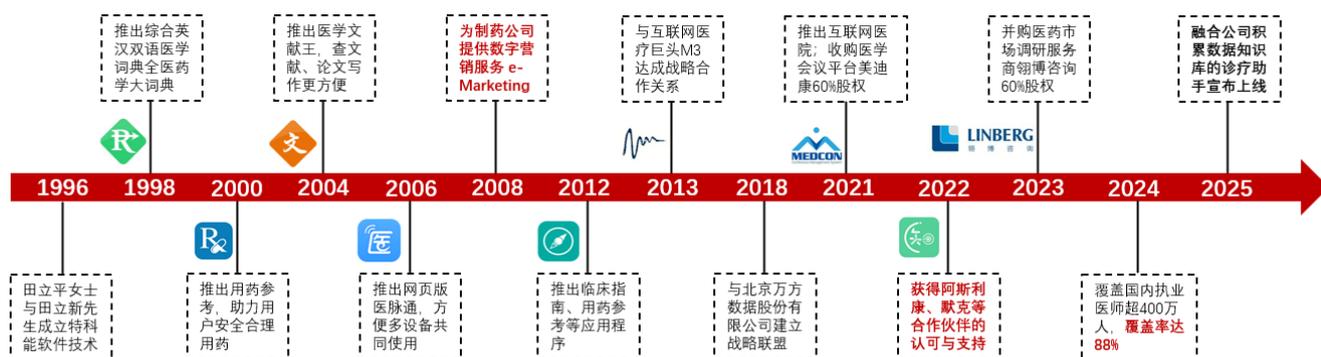
1 医疗信息综合服务平台先锋，AI 赋能开启智能化发展新阶段	3
1.1 领先的医师综合服务平台，战略股东引入赋能未来发展.....	3
1.2 医师资源转化深度推进，公司多业务同频共振向上.....	5
2 数字化营销行业东风已致，市场规模快速扩张	8
2.1 医疗反腐成为新业态，肃清合规发展成为行业主旋律.....	8
2.2 数字化营销比较优势显著，市场规模维持高速扩张.....	10
3 AI 赋能打造差异化能力，用户资源成功盘活变现	14
3.1 打造一揽子周边服务产品，聚焦提升客户粘性.....	14
3.2 形成创收闭环的商业模式，商业化订单维持高速增长.....	17
4 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测假设与业务拆分.....	19
4.2 估值分析.....	20
4.3 投资建议.....	21
5 风险提示	22
插图目录	24
表格目录	24

1 医疗信息综合服务平台先锋，AI 赋能开启智能化发展新阶段

1.1 领先的医师综合服务平台，战略股东引入赋能未来发展

领先的执业医师综合服务平台，注册用户规模已达到行业第一梯队。医脉通前身创立于 1996 年，以“感知世界医学脉搏，助力中国临床决策”为宗旨，为广大临床医生提供前沿医学资讯、临床指南、疾病知识库等专业的医学信息及产品服务。公司围绕执业医师群体打造了系列改善用户体验的丰富产品群，从最初的医学词典拓展到临床支持、论文写作、专科 AI 检索等周边服务。公司已基于自身亿万级医学资料文献和数据积累，推出了 MedAssister、MedSeeker 等 AI 系列产品矩阵。得益于日益完善的内容支持及周边需求服务，公司旗下各平台注册用户数已超过 700 万人（其中执业医师人数超 400 万人，覆盖率达 88%），月活人数再创新高达到 265 万人次。

图1：公司发展过程中标志性事项梳理



资料来源：公司公告，公司官方微信公众号，公司官网，民生证券研究院

发力数字化精准营销业务，达成商业模式的创收闭环。医脉通主要业务包括精准营销及企业解决方案、医学知识解决方案、智能患者管理解决方案三大类。其中：
 1) 精准营销及企业解决方案：涵盖精准营销、数字市场研究等，主要服务于医药企业、医院及研究机构，创收主要依靠向客户收取服务费。
 2) 医学知识解决方案：提供专业医学信息，主要服务医师客户群，创收主要依靠会员制收费。
 3) 智能患者管理解决方案：提供慢性疾病管理服务，面向患者、制药公司及非营利机构，收入主要源自对患者提供线上咨询、处方服务等所收取的服务费。

表1：公司主要创收模式

公司业务	解决方案	代表客户
精准营销及企业	精准营销（营销咨询、内容创建及推送）	制药及医疗设备公司
解决方案	数字市场研究	制药及医疗设备公司
	RWS 支持	制药及医疗设备公司
医学知识	提供专业医学信息，涵盖持续医学教育及临床决策支持	医师及其他医疗专业人员
智能患者管理	慢性疾病管理服务	制药公司以及非营利机构

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司主要股东具备深厚的计算机产业背景，战略股东 M3 引入赋能公司业务规划。根据公司 2024 年报，公司实控人田立平女士合计持股比例 37.6%，战略股东 M3 持有 36.8% 股权。公司核心管理层田立平、田立新及田立军三人具备计算机/工程物理专业背景，截止当前在公司管理运营时长接近 30 年，核心高管团队稳定。M3 在 2013 年 12 月成为公司股东，自此之后在公司发展过程中一直保持战略合作关系。

图2：医脉通科技有限公司股权结构


资料来源：公司公告，民生证券研究院

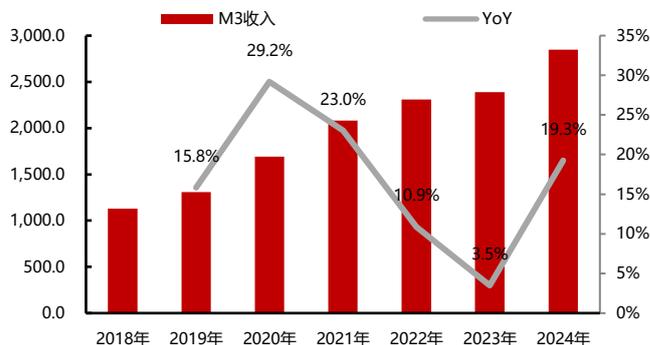
M3 深耕医药数字营销超 20 载，契合的业务模式有望为公司提供战略支持。M3 集团（エムスリー株式会社），成立于 2000 年，是一家全球领先的医疗信息服务供应商。该集团通过其医疗专业门户网站“m3.com”为医疗专业人士提供包括行业资讯、人才招聘、市场推广、医院代运营、诊疗预约等服务；业务涵盖医疗平台、循证解决方案、职业解决方案等多个板块。2000 年 M3 即推出了以“MR 君”为代表的医药数字营销方案，旨在将医药企业的药品信息通过网络传递给医生，以替代医药代表去医院拜访推销的方式。截止 2024 财年，M3 实现营业收入 2849.0 亿日元，18-24 年内复合增速达到 16.7%，于日本市场验证了线上营销的业务模式。基于业务端较高的模式重合性，M3 在精准营销和市场研究方面的专业积累，将有望为医脉通的业务优化和服务升级提供重要借鉴。

图3: M3 业务版图概览



资料来源: M3 2024 年业绩展示材料, 民生证券研究院

图4: 18-24 年 M3 营业收入 (亿日元) 及同比



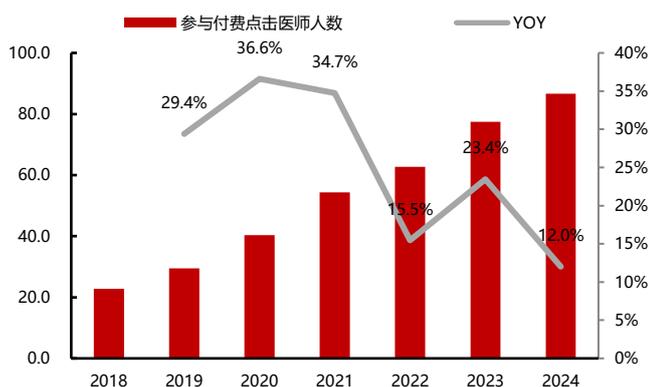
资料来源: M3 2024 年业绩展示材料, 民生证券研究院

1.2 医师资源转化深度推进, 公司多业务同频共振向上

医师用户流量资源持续变现, 公司关键业务+财务指标整体维持快速上升趋势。

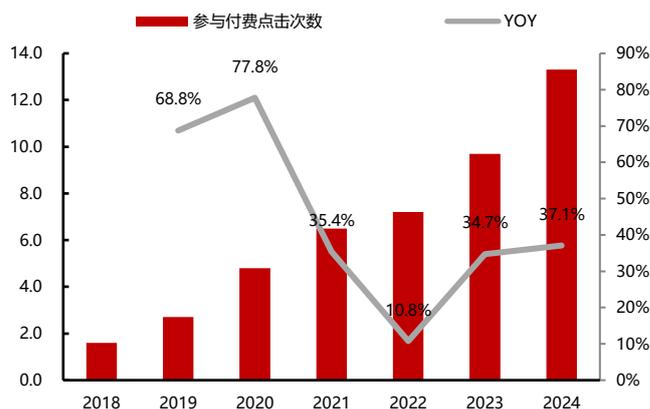
得益于公司针对已有执业医师用户的存量资源活化和医师覆盖率持续提升带来的增量资源, 公司针对药械企业客户提供的确保效果的数字化精准营销方案推广成效显著。2018-2024 年内, 公司参与付费点击的医师人数由 22.8 万人增长至 86.7 万人 (CAGR 24.9%), 付费点击次数亦由 160.0 万次爬坡至 1326.0 万次 (CAGR 42.3%)。在核心业务的持续攀升背景下, 公司收入及归母净利润维持高速增长趋势, 24 年公司营业收入/归母净利润分别为 5.6/3.2 亿元, 2018-2024 年内 CAGR 分别为 37.4%/68.0%。

图5: 18-24 年参与付费点击医师人数 (万人) 及增速



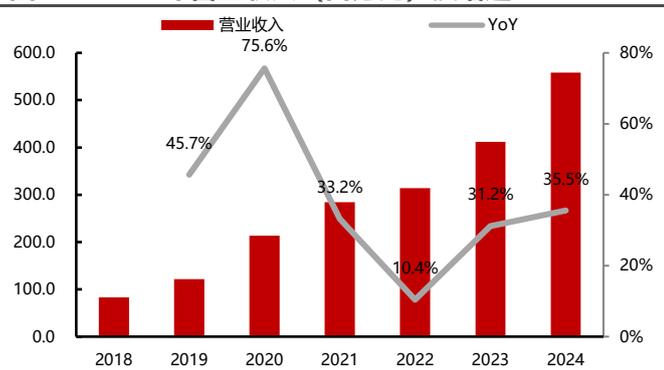
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图6: 18-24 年参与付费点击次数 (百万次) 及增速



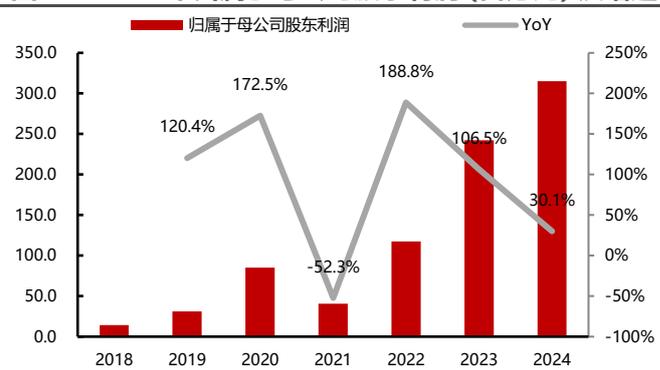
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7：18-24 年营业收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

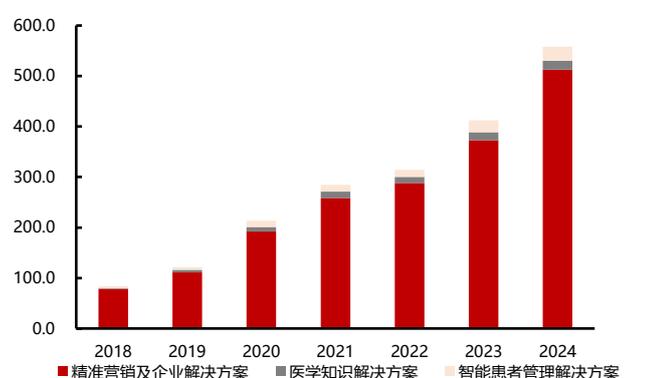
图8：18-24 年归属于母公司股东利润（百万元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

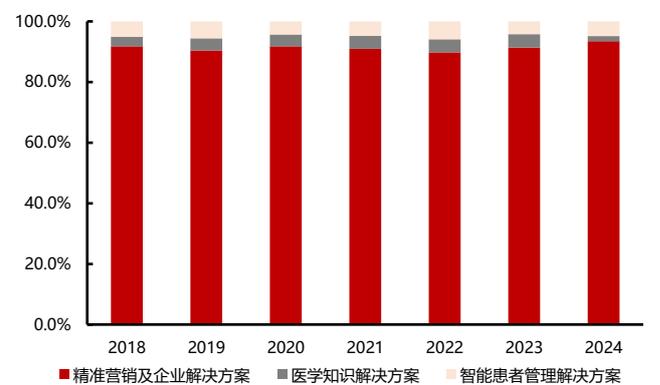
互联网+医疗多业务模式共线发展，精准营销及企业解决方案业务为主要创收来源。2024 年内，公司精准营销及企业解决方案/医学知识解决方案/智能患者管理解决方案三项主要业务 2024 年内分别贡献 5.1/0.2/0.3 亿元营业收入。从历史增速看，精准营销及企业解决方案/医学知识解决方案/智能患者管理解决方案 18-24 期间复合增速依次为 36.8%/53.8%/38.1%，业务线均在医疗行业智能化发展的行业浪潮下迎来高速增长。

图9：18-24 年公司营业收入按业务拆分（百万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

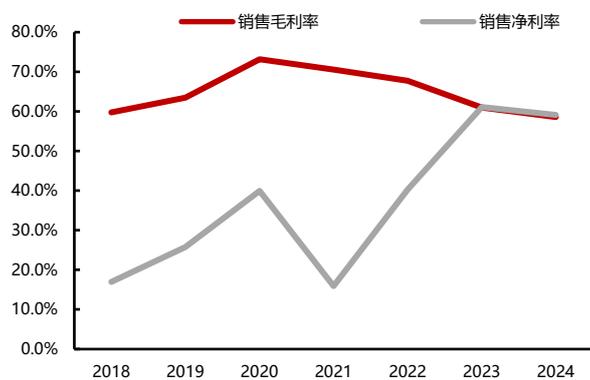
图10：18-24 年公司营业收入按业务拆分（占比）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

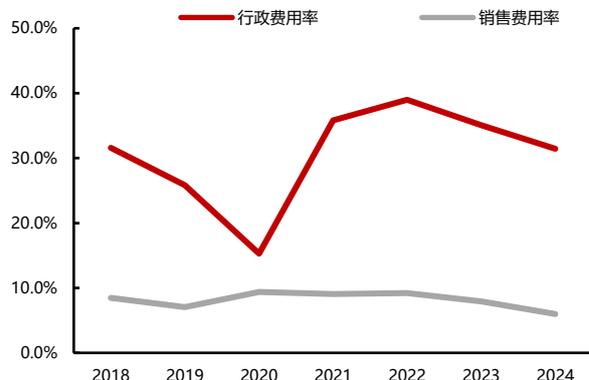
近两年来，公司主要费用率收窄趋势明显，净利率水平显著回升。公司销售毛利率在 2021-2024 年内在员工人数的持续扩张+上市后确认股份支付薪酬等相关费用的影响下，呈现些许回落。销售净利率受制于上市工作带来的行政费用陡升在 2021 年触底。2022-2024 年受影响于 1) 公司上市募集资金产生的理财收益增加、2) 2021 年以来行政费用率及销售费用率均总体呈现出不同程度收窄，公司净利润率快速回暖。

图11: 18-2024 年公司销售毛利率与净利率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图12: 18-2024 年公司行政费用率与销售费用率



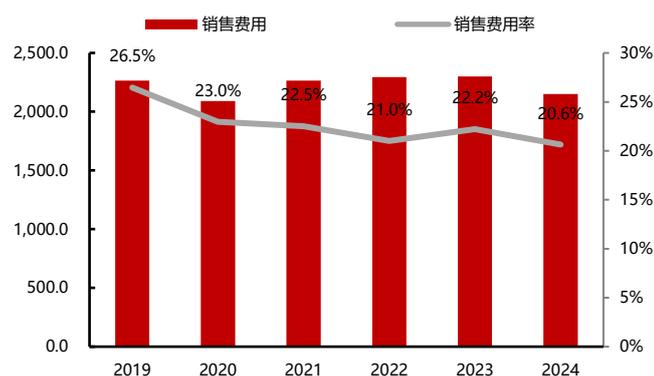
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2 数字化营销行业东风已致，市场规模快速扩张

2.1 医疗反腐成为新业态，肃清合规发展成为行业主旋律

为保障患者群体权益及推动医药事业进步发展，国家多部门联合推进全国医药领域腐败问题的集中整治。加强医药领域反腐工作是促进医药行业高质量发展的重要内容，也是完善医药治理体系建设的重要组成部分。从医药生物申万二级行业分类下的部分子行业汇总数据来看，当前板块整体销售费用仍远超研发费用，至2024年从费用率上看板块销售费用率仍是研发费用率的两倍及以上。多年来，卫健委等部门不断加强行业作风建设，纠治行业不正之风，取得了显著改善。但同时，医药领域腐败问题依然存在，关键岗位人员，利用权力寻租、大肆收受回扣等行为，既掣肘医疗、医保、医药事业改革发展，也危害了医药卫生领域绝大多数人的利益。

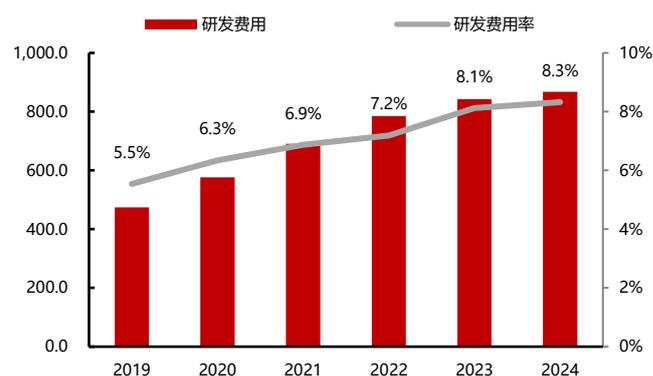
图13：19-24年医药生物部分板块销售费用及占销售比（亿元）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：包含申万分类名录-化学制剂、中药、医疗设备、医疗耗材、体外诊断

图14：19-24年医药生物部分板块研发费用及占销售比（亿元）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：包含申万分类名录-化学制剂、中药、医疗设备、医疗耗材、体外诊断

医药行业反腐肃清进入常态化阶段，渠道秩序重构营造健康新业态。自2020年以来，我国医药行业反腐力度持续加大，从国家到地方层面，一系列政策密集出台。国家卫健委等部门先后发布多项政策，明确打击医药购销和医疗服务中的不正之风，如商业贿赂、虚标回扣、红包等问题，强调全链条监管，规范医务人员行为，建立举报倒查机制等。同时，多省份也积极响应，如江苏省、安徽省等省份出台了医药购销领域商业贿赂不良记录管理办法、医药代表行为准则等政策，加强对医药购销、医药代表行为等重点环节的监管。

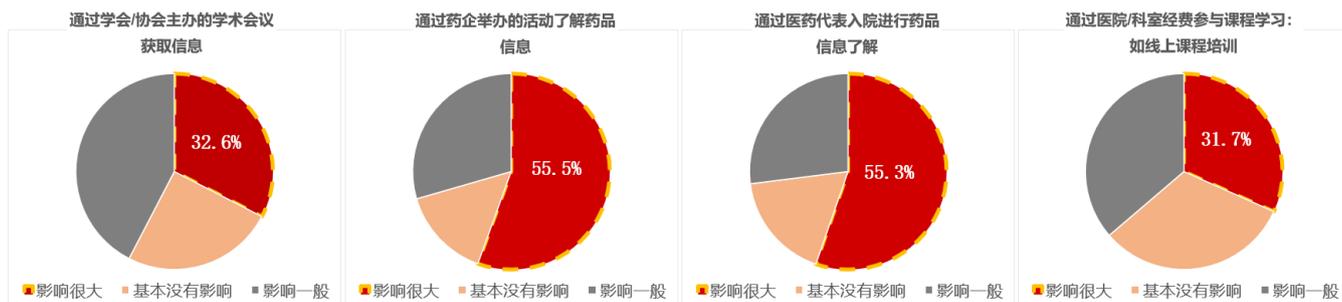
展望未来，医药行业合规化经营将成必然要求，企业需建立健全合规管理体系，规范医药购销、推广等行为，确保经营活动合法合规。亦然只有这样，医药企业才能在日益严格的监管环境下稳定发展，提升行业整体信任度，推动我国医药行业健康、可持续发展。

表2：2020 年至今国家和典型省份出台的反腐政策

国家层面				
政策名称	发布时间	发布机构	相关政策	
2020 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点	2020/6/5	国家卫健委	明确打击商业贿赂、虚标回扣、红包等问题，强调医药购销全链条监管	
国家卫生健康委办公厅关于印发 2020 年医疗行业作风建设工作专项行动方案	2020/7/24	国家卫健委	规范医务人员行为，要求医疗机构全覆盖巡查，建立举报倒查机制	
医药代表备案管理办法（试行）	2020/7/30	国家药监局	在医疗机构开展学术推广活动必须遵守相关规定并获得医疗机构同意，且不得从事销售任务或影响临床合理用药的行为	
2021 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点	2021/4/27	国家卫健委	聚焦打击医药购销和医疗服务中的不正之风，维护疫苗接种和医保基金安全	
典型省份				
省份	政策名称	发布时间	发布机构	相关政策
	医疗机构内医药代表接待管理规定(试行)	2023/12/19	陕西省卫生健康委员会	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
	黑龙江省医疗领域群众身边不正之风和腐败问题集中整治工作报告	2024/5/30	黑龙江省卫生健康委员会	针对医药领域行政管理部门以权寻租的腐败问题，医疗卫生机构内“关键少数”和关键岗位等的腐败问题，接受医药领域行政管理部门管理指导的社会组织利用工作便利牟取利益的腐败问题进行专项整治
	医药生产经营企业防范商业贿赂合规指引	2024/6/19	山西省市场监督管理局	规范医药生产经营活动的商业行为，明确禁止贿赂行为，规定财物及利益的范围和支付方式，强调折扣、佣金等应如实入账
	关于印发《四川省医疗机构及其工作人员廉洁从业行动计划实施方案（2021-2024 年）》的通知	2021/11/16	四川省卫生健康委员会	集中开展整治“红包”、回扣专项行动，实现“4 个 100%”的工作目标。即全省各级卫生健康行政部门和二级以上医疗机构行风建设专（兼）职工作人员配备率达 100%，职工行风教育培训率达 100%，门诊挂号结算或办理出入院手续时开展即时行风满意度评价率达 100%，二级以上公立医院巡查率达 100%。
	医疗机构内医药代表接待管理规定的通知	2024/7/30	甘肃省卫生健康委员会	规范医药代表在医疗机构的学术推广活动，明确医药代表需备案登记，遵守“三定两有”接待制度，禁止承担销售任务、统计处方、提供捐赠等违规行为，医疗机构应加强监管，违规者将面临相应处罚

资料来源：国家卫健委，各省卫健委，各省市场监督管理局，民生证券研究院

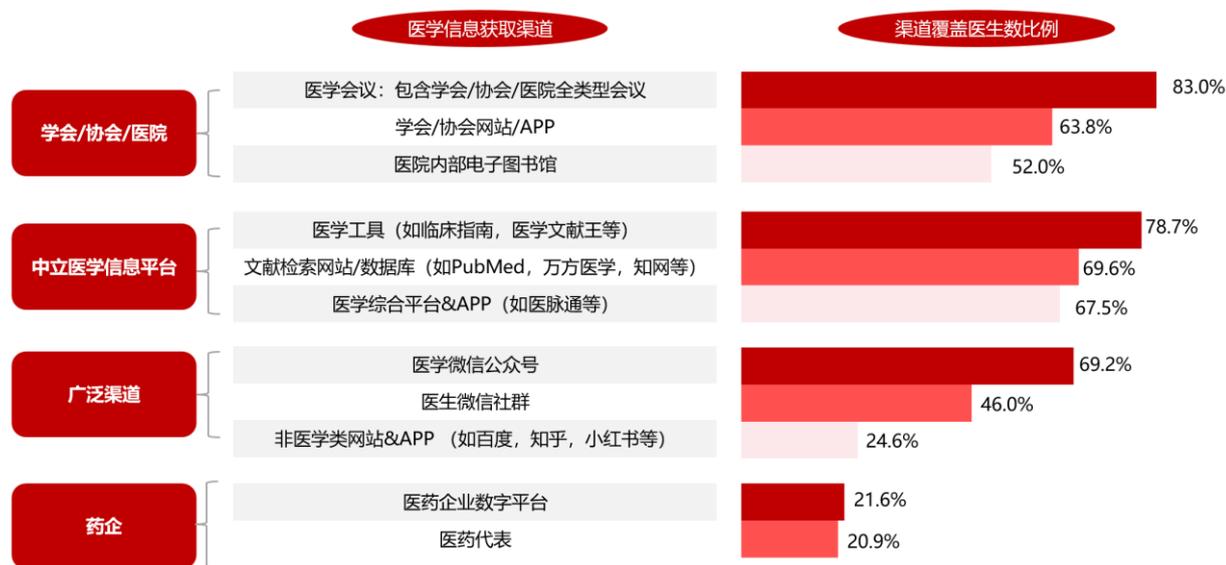
随着医疗领域反腐运动的深入开展，医生获取专业知识与信息的渠道也受到影响。根据公司调研报告，2023 年受制于医疗反腐的持续深化，医生群体对医学信息获取的主要渠道均受到了不同程度的影响。其中，超过半数的被访医生表示在医疗反腐以来，通过药企主导活动及医药代表入院讲解两种渠道的受影响程度较大（究其原因我们认为主要系反腐背景下的医生行为脱敏需要，以及确立其参会动机纯粹出于学术交流的证明存在较大难度）。近三成被访医生群体表示学/协会相关会议和通过课程培训这两种信息获取方式在 23 年反腐背景下同样遭遇了一些挑战。

图 15：医疗反腐背景下医生专业知识与信息获取渠道受影响情况


资料来源：《2023 年度中国医生数字生活调研报告》医脉通，民生证券研究院

中立医学信息平台覆盖面全面领先于药企发力的线上渠道，广泛的用户基数具备发展为线上推广主战场的深厚潜力。在 2020 年以来的特殊市场环境的习惯养成叠加医疗行业反腐肃清的脱敏需要，根据医脉通《2023 年度中国医生数字生活调研报告》调研数据，医生当前医学活动时间分配的线上时间占比已经超过六成。在渠道渗透率视角来看，当前中立性质的医学会议及临床指南/文献王等医学工具是医生群体信息获取渠道的最主要来源（调研数据显示上述渠道渗透将近八成执业医师）。中立医学信息平台细分工具在医生群体中覆盖面均位于医学信息获取渠道的第一/二梯队。而反观当前由药企牵头的企业数字平台及医药代表推广形式在医生群体当中的渗透面仅约占据两成。

图16：学会/协会/医院及中立医学信息平台是医生获取医学信息的最主要渠道



资料来源：《2023 年度中国医生数字生活调研报告》医脉通，民生证券研究院

2.2 数字化营销比较优势显著，市场规模维持高速扩张

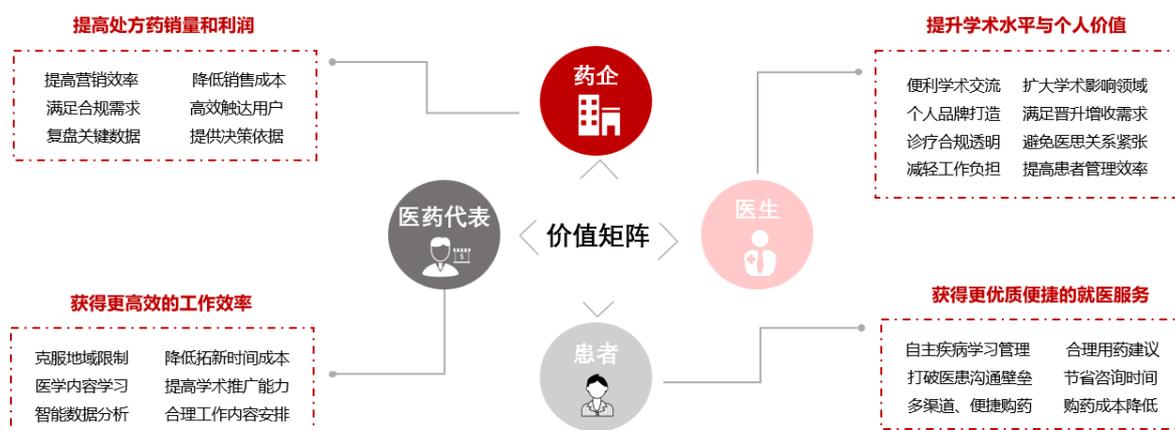
2.2.1 数字化营销差异化优势突出，有望重塑医药营销的传统业态

相较于传统医药代表线下营销，数字化精准营销展现出显著的差异化优势。1) **经济效益**：线上精准营销具备更广的触达范围，同时兼具更低的推广成本（医脉通前期某推广案例数据显示，线上营销成本约为线下推广的十分之一）。2) **时间效率**：数字化手段能够快速将关键信息精准推送给目标受众，实现即时互动与反馈，显著缩短营销周期；3) **合规化传播**：数字化营销行为易于记录与追溯，契合当下严格的政策监管要求，有效规避药企、医疗工作者的合规风险；4) **精准推送**：基于医师线上行为数据记录，实现临床科室及学术主张的差异化推广，显著提升推广销售达成率。在政策驱动与市场环境变化的双重作用下，医药企业加速向数字化营销转型已成大势所趋，这不仅契合政策导向，更是企业实现可持续发展的必然选择。

线上营销通过数字化手段重塑医药营销生态，为各方带来显著增益。药企借助数字化营销服务，可突破地域与时间限制，更为高效的触达医生群体，提升品牌与

产品知名度,从而增强市场竞争力;医药代表可以通过医生行为数据积累所描绘的医生画像,实现产品信息精准传递,提高与医生沟通效率,助力销售转化。医生通过线上平台获取前沿医学资讯、参与学术交流,完善知识体系,同时借助数字化工具优化患者管理,提升诊疗效率与质量。患者则享受更便捷医疗服务,线上渠道打破信息壁垒,降低购药成本,节省时间成本,实现疾病管理与治疗全流程优化。线上营销整合各方需求,构建高效协作生态,成为医药行业数字化转型的关键驱动力,实现多方共赢。

图17: 数字化营销方式的价值矩阵



资料来源: 动脉网, 民生证券研究院

以医脉通当前公开的案例资料来看,线上精准营销相对医药代表线下推广宣传所具备的差异化优势主要集中于 1) 针对新品进行快速而有选定客户群体的广覆盖推广,快速打开市场认知度; 2) 针对成熟品种,以更经济的线上推广形式对基层医院进行高效打通,相较线下推广具有更强的性价比优势。

1) 助力客户快速培养新药市场认知度。客户进入中国市场,计划推广新药并提升目标城市医师的知名度与认可度。传统线下营销效率低、成本高,难以满足需求。医脉通通过数据洞察,精准识别目标城市中约 1.4 万名可能感兴趣的医师,开展 18 期精准学术推广内容。结果显示,约 1.3 万名目标医师(占比 90.0%) 点击阅读内容。营销后,客户在目标医院的新药销量平均增长率比未覆盖医院高出 28.0%,目标医师对新疗法的认知度提高 30.0%以上,开处方意愿增加 35.0%。

2) 协助客户进行成熟品种的基层市场宣传。客户的药品在一二线城市市场趋于饱和,需要拓展次级城市及农村地区医院的市场份额。但这些地区医院数量多、分布广,规模较小且处方需求分散,传统医疗代表难以有效覆盖。医脉通为客户挑选大量目标医师,定制符合其专业水平的内容,并在 2015-2021 年进行了 106 个系列的精准营销推广。众多来自基层地区约 25,000 家医院的约 45,000 名目标医师点击阅读了定制内容。从营销活动后的销量数据来看,2016-2019 年,在医脉通营销活动覆盖但医疗代表未实地访问的地区,客户药品销量增加约 138%,且营销效果与医疗代表实地访问地区相当,但营销成本降低了 85%。

图18：精准营销解决方案和企业解决方案的产品，服务及内容流向

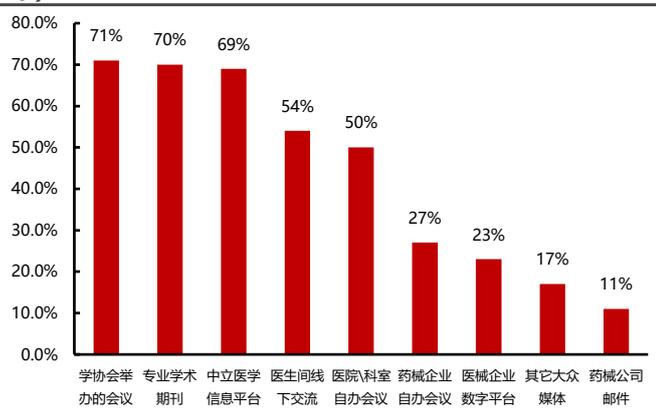


资料来源：公司 2024 年业绩展示材料，民生证券研究院

2.2.2 中立医学信息平台对临床方案选择具备较大影响力，对标成熟市场，我国线上营销仍具备长期成长潜力

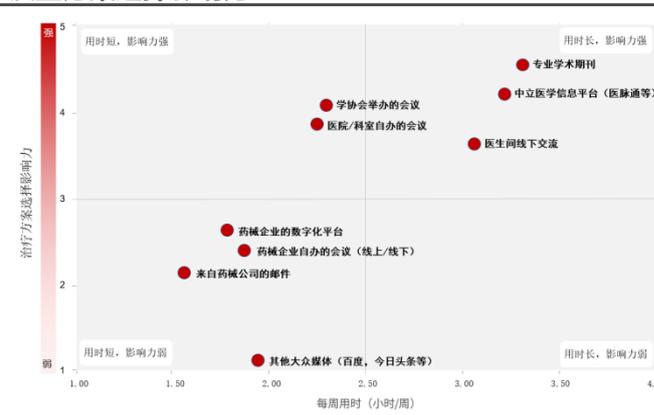
中立医学信息平台渠道覆盖率已于学协会会议/专业学术期刊比肩，且具备较强的临床方案选择影响力。在 2020 年特殊市场环境下的医师习惯养成+医疗反腐政策持续深化的背景下，当前中立医学信息平台渠道覆盖率已近似比肩于学术性/权威性较强的治疗方案学习渠道。而反观当前由药械企业主办的线上/下会议、数字化平台及推送邮件等内容的渠道覆盖率均不及 30%。此外，从渠道用时&治疗方案选择影响力上看，中立医学信息平台已成功跻身于具备较长渠道时间分配+较强治疗方案选择影响力的头部学习渠道之一。

图19：医生治疗方案不同学习渠道覆盖率情况（2023 年）



资料来源：《2023 年度中国医生数字生活调研报告》医脉通，民生证券研究院

图20：医学信息平台拥有较长的时间分配以及较大的质量方案选择影响力

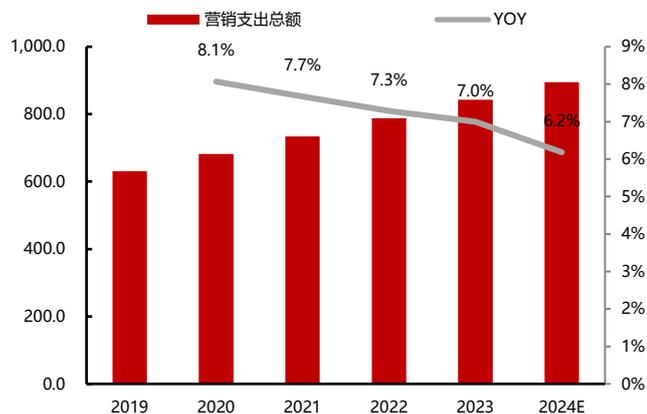


资料来源：《2023 年度中国医生数字生活调研报告》医脉通，民生证券研究院

医药生物数字化解决方案 19-23 年以年化超 30.0%高速增长快速扩容，截至 23 年市场空间已达 33.2 亿元。根据太美医疗科技招股书，国内医药企业 19-23 年的总营销支出维持稳步增长趋势，期内基本以 7.0-8.0%区间内的递减增速扩容。而在近年以来，随着数字化精准营销企业数据的持续积累优化以及行业政策环

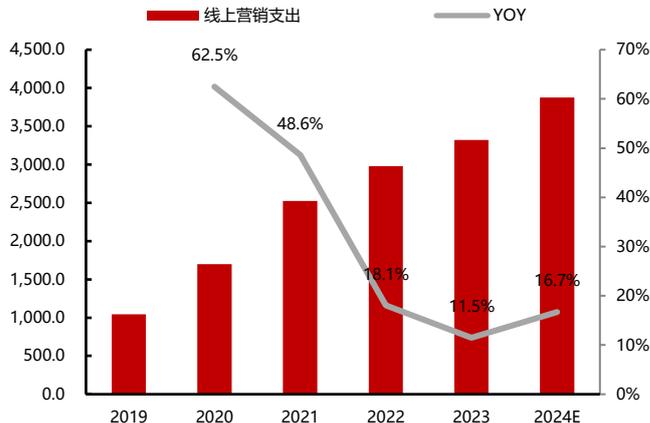
境的侧面推动，国内药械企业营销数字化解决方案市场规模迎来了快速增长。19-23年内，药械企业营销数字化解决方案市场规模由10.5亿快速爬坡至33.2亿元，期内复合增速高达33.5%。

图21：19-24年国内药械企业营销总支出及同比（亿元）



资料来源：太美医疗科技招股书，民生证券研究院

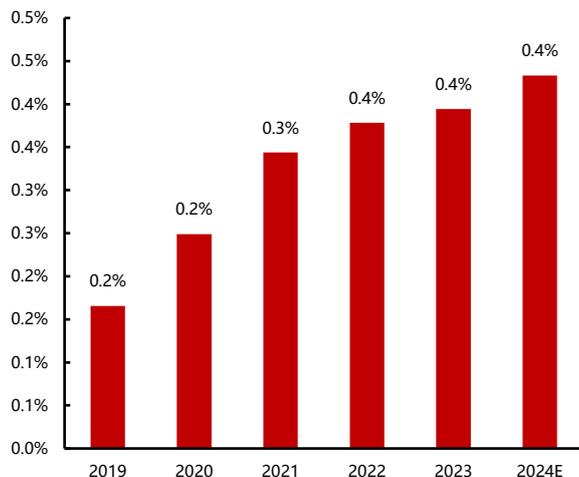
图22：19-24年国内药械企业营销数字化解决方案市场规模及同比（亿元）



资料来源：太美医疗科技招股书，民生证券研究院

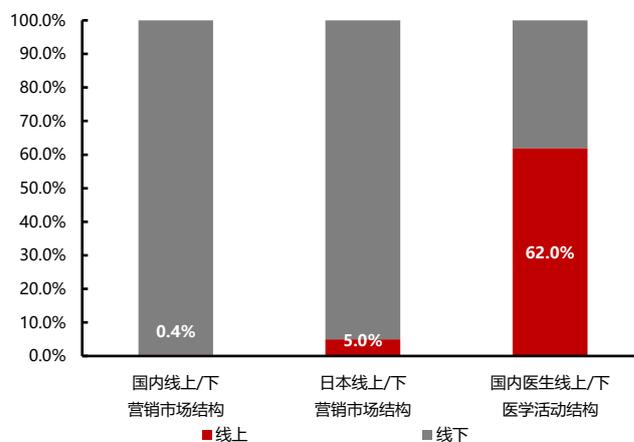
国内线上精准营销市场渗透率仍处于低位，参照日本市场或医生群体线上/下时间分配占比均有长线提升空间。根据太美医疗科技招股书，2023年药械企业营销数字化解决方案市场规模仅占据同时期行业营销总支出的0.4%。而参照M3投资者交流文件，日本市场同时期药械企业营销支出中约5.0%分配于线上营销市场。同时，根据《2023年度中国医生数字生活调研报告》，国内医生群体当前医学活动时间分配上已经形成了超60.0%的线上时间占比，企业端营销推广投入结构与终端处方医生的活跃场景分配仍存在较大差异。

图23：19-24E国内药械企业线上营销市场渗透率（按规模计算）



资料来源：太美医疗科技招股书，民生证券研究院

图24：23年国内线上营销市场渗透率参照



资料来源：太美医疗科技招股书，《2023年度中国医生数字生活调研报告》医脉通，M3 2024年业绩展示材料，民生证券研究院

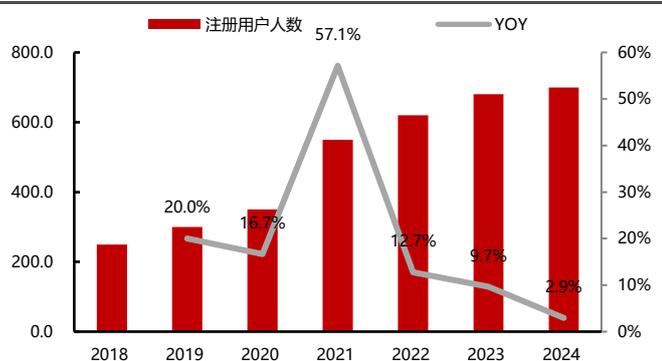
3 AI 赋能打造差异化能力，用户资源成功盘活变现

3.1 打造一揽子周边服务产品，聚焦提升客户粘性

打造覆盖临床决策、学术科研、医学学习全场景产品盘，产品覆盖面稳步提升。得益于公司在网页端、APP 端、PC 端和微信小程序围绕临床决策需求、学术科研需求及医学学习需求全场景打造的丰富产品盘，公司线上程序当前注册用户数已突破 700 万人（18-24 年 CAGR 18.7%），其中执业医师覆盖人数超 400 万人（18-24 年 CAGR 13.9%，24 年国内总执业医师覆盖率达到 88.0%）。

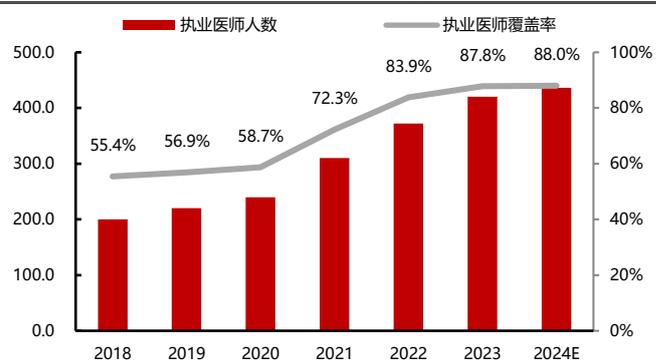
丰富而专业的内容提供叠加周边服务型平台的打造成功培育高粘性用户群体，公司平台月活人数快速提升。在公司持续的宣传推广+用户群体自传播引流打造的广泛用户群体基础上，公司平台月活呈现出高速增长势头，18-24 年内，公司月活人数自 74.3 万人高速增长至 265.0 万人，期内复合增速高达 23.6%。公司能成功打造的具备粘性且活跃的广大客群，我们认为主要系在专业内容刚需满足（指南、共识及诊疗案例文献库的丰富程度）+周边隐性需求提供（医师临床、科研活动辅助）两个维度内均做到了行业领先地位。

图25：18-24 年公司注册用户数（万人）及同比



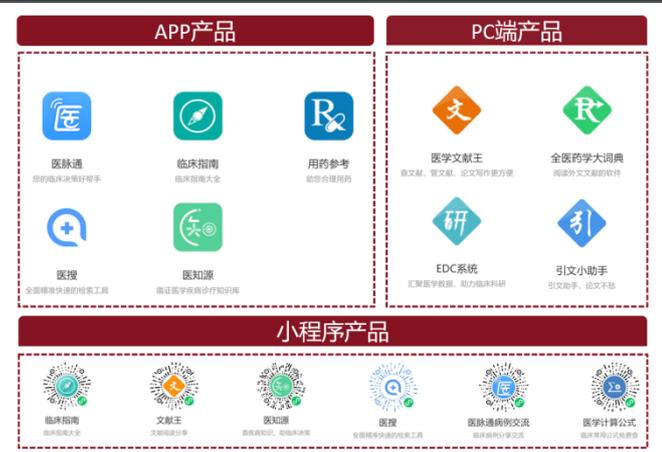
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26：18-24 年公司平台执业医师覆盖人数（万人）



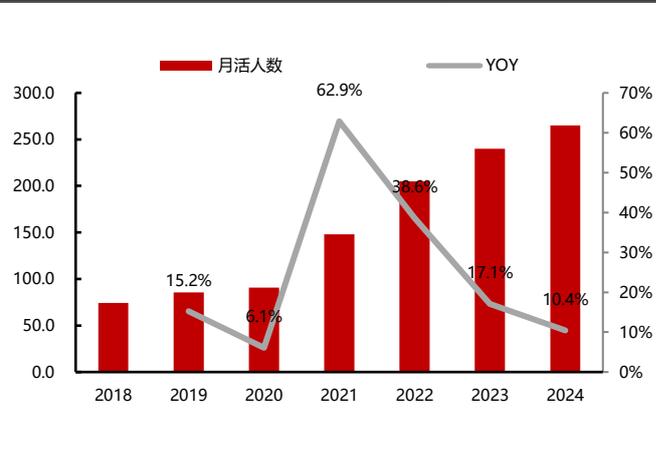
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图27：公司医学内容平台产品组合（部分）



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图28：18-24 年公司平台月活人数（百万人）及同比

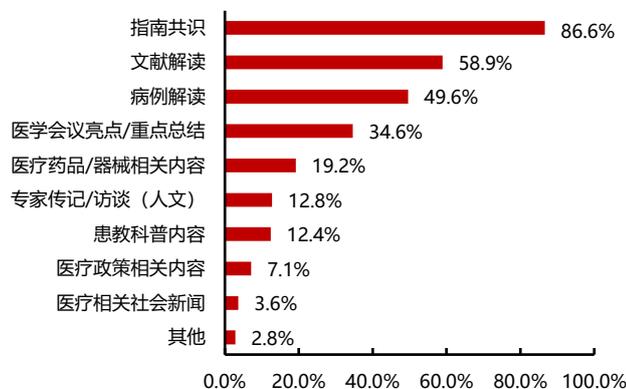


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1) 足够领先的临床指南提供+专业客观的中立内容生成:

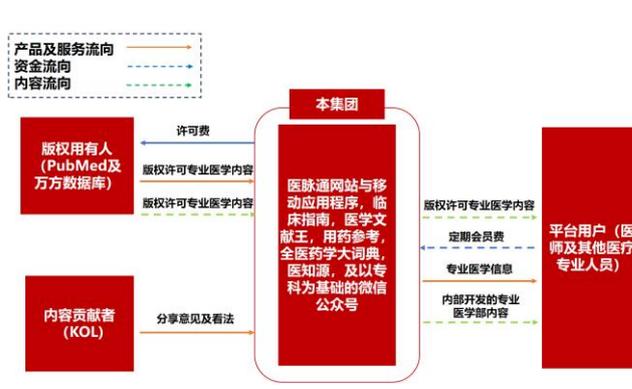
在医学资料库的打造方面,公司构建了覆盖全医学领域的专业内容体系,整合了自主生产与第三方权威医学内容资源。公司与国内外专业机构合作,收录了3.1万份临床指南(相比行业内的头部友商具备明显的领先性)、药品信息累计收录量突破3.5万条。此外,公司仍持续通过三级学术审核机制和动态更新体系,确保了医学内容的专业性和时效性。专业团队由62名全职医学专家和30名数字内容设计师组成,负责编制循证医学指南解读、重大医学进展摘要等内容。该内容体系已被纳入国家卫健委继续医学教育推荐平台,并与多家顶级医学院校建立科研合作关系,在医学信息领域具有重要的学术影响力。

图29: 执业医师最期待阅读的医学内容 Top3 渗透率



资料来源:《2023年度中国医生数字生活调研报告》医脉通,民生证券研究院

图30: 医脉通内容创作模式



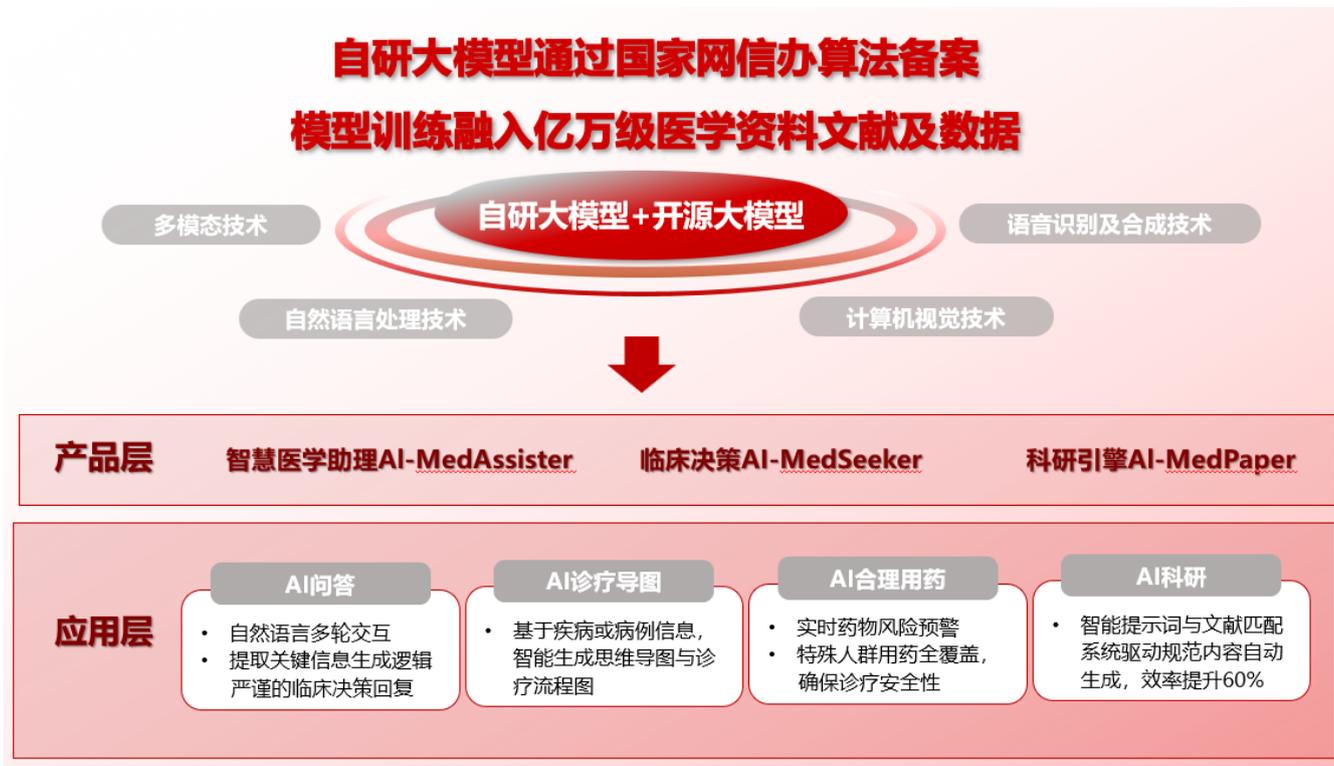
资料来源:公司公告,民生证券研究院

2) AI 赋能挖掘前期数据资产效能,第一梯队领跑 AI+医疗:

临床端具备孕育 AI+医疗产品的现实基础,传统通用大模型弊端明显。在医学信息激增的数字化时代,临床指南数增千份,问题检索精准对应耗时长、指南更新差异对比繁琐、国际前沿指南存留语言障碍等医学困境赋予了 AI+医疗产品出现的可能性和必要性。当前医疗领域的通用大模型产品回答主要基于模型训练数据及全网公开信息,产品受制于 1) 数据来源未经医学专业审核、2) 知识更新滞后性,致使其生成内容可能出现医学逻辑错误、AI 幻觉及关键诊疗要素缺失等问题。若临床医生直接采用此类 AI 辅助诊断,一旦采信错误信息将严重威胁医疗决策的准确性和患者安全。

公司多年医学领域深耕,多元蓄势展翼 AI+医疗新时代。公司持续深耕“人工智能+医疗服务”“人工智能+医药服务”“人工智能+健康管理服务”等重点领域,致力于开发符合医疗专业标准的垂直领域 AI 产品,至今已成功推出智慧医学助理 AI-MedAssister、临床决策 AI+MedSeeker、科研引擎 AI+MedPaper 等 AI+医疗产品。目前公司自主研发的医学垂直领域大模型已率先通过国家网信办深度合成服务算法备案,标志着医脉通在 AI 研发领域的核心技术实力和算法的安全性、规范性均得到了国家级权威的认可。

图31：公司 AI 重磅产品基础信息概览



资料来源：公司 2024 年业绩展示材料，民生证券研究院

MedSeeker——公司 29 年医学数据沉淀和 AI 技术突破互相碰撞带来的稀缺产物。公司医学垂类大模型 MedSeeker 构建于 DeepSeek-R1 架构之上，深度融合了医知源疾病诊疗知识库、临床指南、用药等医学专业知识库。该产品不但在算法上实现了对医学问题处理性能的跃升，更是在训练过程中融入了亿万级医学资料文献和数据，确保了答案的准确性与时效性。此外，公司通过采用混合检索架构（向量检索+语义理解+生成增强）突破传统关键词局限，通过语义理解与多轮追问，实现“问题-答案-证据链”的医学循证过程。

图32：Medseeker 赋能临床决策的具体表现



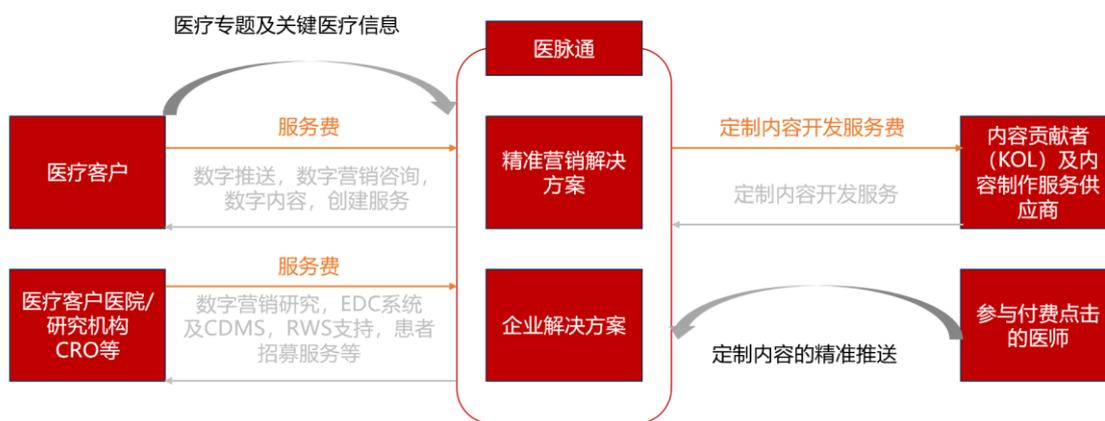
资料来源：公司官方微信公众号，民生证券研究院

3.2 形成创收闭环的商业模式，商业化订单维持高速增长

公司已成功盘活平台医师用户积攒的数据资源，通过营销解决方案实现价值创造，完成商业模式闭环。公司庞大的医师用户基础及用户行为数据资料沉淀使医脉通平台成为了国内药械公司进行精准数字医疗营销的首选平台。借助公司多年来与医师交流所积累的庞大数据库，公司可准确地以符合成本效益的方式向特定医师群组传达定制内容。按照收入口径进行测算，2020 年公司在国内数字医疗营销服务的医师平台中以 21.4% 的市占率稳居行业榜首。

专业化和商业化协调并进，保障平台内容的真实性及专业性。对于特定的某款药物，公司可以将营销信息精准推送给对应科室的相关医生，并根据不同医生的学术偏好和工作场景，选择合适的推广形式，如专业学术文章植入、线上学术讲座邀请、临床案例分享等，提高营销活动的针对性和效果，从而为药械企业带来更高的投资回报率。同时，公司通过自建的医学内容团队或外部 KOL 专家支持进行定制内容开发创作，确保所有营销内容具备科学性、真实性和专业性，维护平台的公信力和专业形象，保障了药械企业与医疗专业人士之间的良性互动和信任关系。

图33：精准营销解决方案和企业解决方案的产品，服务及内容流向



资料来源：公司公告，民生证券研究院

商务合作已实现全流程打通，打造可确保效果的数字化精准医生学术教育平台。公司通过多功能平台的联动叠加，能从营销宣传推广前的策略设计→研究证据解读及学术活动设计→根据医师画像精准营销推送→教育效果确认的全流程环节赋能药械企业投放产品达到想要的预定的推广效果。

图34：形成体系化、数据化的营销方案业务条线，可交付确保成果的营销方案

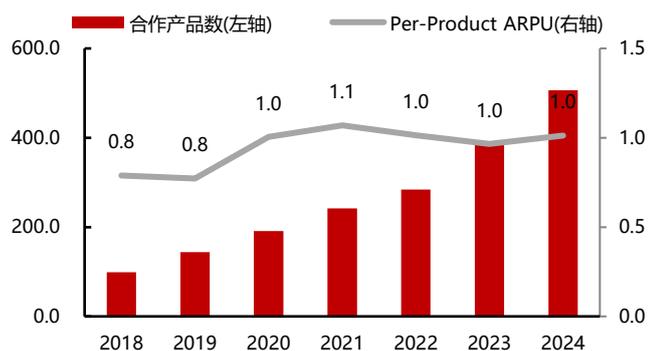


资料来源：公司 2024 年业绩展示材料，民生证券研究院

医师画像数据资产+已有合作案例数据背书，公司商业化订单变现呈现高速增长趋势。18-24 年内，公司的合作企业数量与合作产品数量均呈现出稳定的增长态势，复合年增长率分别为 32.6%和 31.2%。随着数字精准营销的深入推进，公司客户的平均每用户收入（ARPU）以及产品的平均每用户收入（ARPU）也实现了稳步增长。2018-2024 年期间，客户 ARPU 从 1.9 增长至 2.2，产品 ARPU 从 0.8 增长至 1.0。

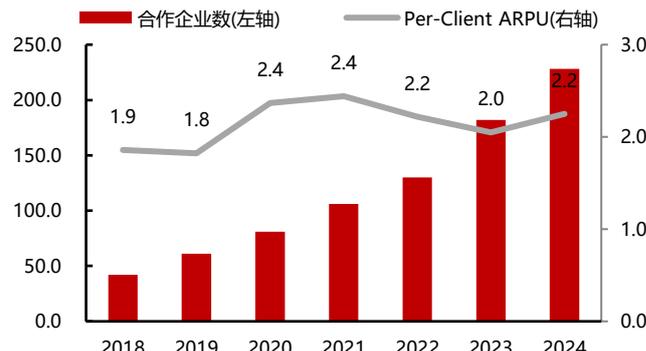
展望未来，公司精准营销解决方案业务有望在行业稳步扩容背景下通过横纵拓展持续打开成长天花板。根据公司 24 年年报，公司当前药械企业客户数拓展至 228 家，合作的药械产品数达到 506 个。从拓客视角看，长期维度看线上精准营销相对医药代表线下推广具备的比较优势明显，短中期内公司将有望乘行业反腐肃清政策东风，推动医疗数字化精准营销在行业端的持续渗透，进而实现公司合作客群的继续扩张；从客户单产上看，根据公司的典型客户合作画像，随着合作程度加深，公司合作的客户单产亦相应从小于百万级至高于千万级转换（单产提升源自合作产品数和单产品平台投入的双轮驱动）。

图35：18-24 年公司精准营销及企业解决方案合作企业数量及单产（个，百万元/个）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图36：18-24 年公司精准营销及企业解决方案合作企业数量及单产（个，百万元/个）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

在当前医疗数字化精准营销行业高速发展的背景下，公司合作客户数及合作产品数在 18-23 六年维度内，均维持了超过 30.0%复合增速的高速增长。鉴于当前医疗数字化精准营销市场渗透率仍具备长期提升空间，在行业反腐肃清常态化发展的现实催化下，我们预期公司 25-27 年实现营业收入 7.3、9.0 和 10.9 亿元，分别同比增长 30.4%、24.1%和 20.8%。盈利能力角度，考虑到未来随着客户合作关系的进一步加深，单一客户订单规模增长可能给公司带来的让利压力，我们保守预期公司毛利率水平稳中略有下滑，25-27 年内依次为 58.5%、58.3%和 58.0%。

1) 精准营销及企业解决方案：截止 2024 年，公司合作企业数、合作产品数及合作产品单产分别为 228 个、506 个和 101.3 万元/个。我们预期 25-27 年内公司该业务实现营业收入 6.8、8.4 和 10.3 亿元，分别同比增长 31.7%、25.0%和 21.5%，业务扩容主要受益于 a) 新客户扩张带来的基础客群扩容、b) 时间推移，线上营销成功案例背书下已有客户的合作逐渐加深，带动单客户贡献的合作产品数增长；

2) 医学知识解决方案：公司当前医学知识解决方案收入主要来自于产品用户的会员/使用费。考虑到公司当前已有医师群体覆盖率仍有进一步提升空间，且新增推出了 MedSeeker、MedPaper 等临床端和科研端的场景化赋能工具，我们预期 25-27 年内该业务实现营业收入 2.0、2.1 和 2.3 百万元，对应同比增速 9.1%、8.0%和 7.7%；

3) 智能患者管理解决方案：公司智能患者管理解决方案主要靠制药公司/中立医学组织为特定网页开发或患者教育而向公司支付的服务收益，且 2021 年来，公司开始开展针对患者的互联网医院在线咨询业务。该业务当前主要收益仍来源于支持药企用以提升患者的复诊率+用药依从性，与公司合作客户数量仍具有较大关联度。因此，我们认为公司该业务将伴随公司客户拓展进度共同成长，预期 25-27 年内实现收入 3.4、3.9 和 4.4 百万元，对应同比增速 19.6%、15.8%和 12.9%。

表3：公司收入及综合毛利率预估

人民币	单位	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	百万元	284.4	314.1	412.0	558.5	728.2	903.5	1,091.7
	yoy		33.2%	10.4%	31.2%	35.5%	30.4%	24.1%
毛利	百万元	200.7	212.7	251.3	327.2	422.4	519.5	622.3
毛利率	/	70.6%	67.7%	61.0%	58.6%	58.0%	57.5%	57.0%
精准营销及企业解决方案	百万元	258.8	288.2	372.7	512.5	675.2	843.6	1,025.1
	yoy		34.9%	11.4%	29.3%	37.5%	31.7%	25.0%
拆分：	/							
合作产品数	个	242	284	386	506	656	807	972
	yoy		26.7%	17.4%	35.9%	31.1%	29.5%	23.2%
产品单产	万元/个	106.9	101.5	96.6	101.3	103.0	104.5	105.5
	yoy		6.5%	-5.1%	-4.8%	4.9%	1.7%	1.5%
医学知识解决方案	百万元	12.3	12.3	16.1	17.9	19.5	21.1	22.7
	yoy		34.5%	0.0%	31.6%	10.8%	9.1%	8.0%
智能患者管理解决方案	百万元	13.4	13.6	23.2	28.0	33.5	38.9	43.9
	yoy		6.3%	1.7%	70.2%	21.0%	19.6%	15.8%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

在可比公司选择方面：医脉通作为具备自研医学垂类大模型、通过精准营销及企业解决方案实现盈利创收闭环的 AI+ 医疗领域稀缺标的，我们选取同处于 AI+ 医疗赛道的创业慧康（主营医院信息化应用软件开发）、卫宁健康（提供医疗健康卫生信息化解决方案）、京东健康（医药电商）、作为可比公司对医脉通合理价值进行评估。在估值因子选择方面：为了剔除与公司主业发展趋势相关性较差的利息收入对估值结果的影响，我们选用息税前利润倍数作为估值因子对医脉通合理价值进行评估。

根据 iFinD 一致预期数据，25-27 年内可比公司平均息税前利润倍数依次为 32、24 和 18 倍（考虑到港股市场相对 A 股市场的流动性折价，我们参考恒生沪深港通 A/H 股溢价指数将 A 股可比公司市值进行折价处理，5 月 30 日指数收盘于 131.7）。医脉通 25-27 年测算息税前利润对应的估值倍数依次为 23、18 和 14 倍，相较同处于 AI+ 医疗赛道可比公司来看处于较低位置。

表4：可比公司息税前利润倍数对比

股票代码	公司简称	企业价值 (百万元)	息税前利润 (百万元)				息税前利润倍数			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300253.SZ	卫宁健康	15,907.4	143.6	511.0	689.0	887.0	111	31	23	18
300451.SZ	创业慧康	5,486.4	-204.5	123.0	172.0	238.5	/	45	32	23
6618.HK	京东健康	70,314.7	2,844.4	3,324.0	4,081.0	4,879.0	25	21	17	14
							68	32	24	18
2192.HK	医脉通	4,070.0	136.6	177.7	229.0	287.1	30	23	18	14

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；

注：医脉通利息相关收入以其他收入科目核算，在 EBIT 计算中我们扣减了利息收益；卫宁健康、创业慧康企业价值测算方法中考虑了 A/H 流动性折价，即市值部分参照指数折价 24.1%；可比公司数据采用 iFinD 一致预期，市值数据时间为 2025 年 5 月 30 日

4.3 投资建议

医脉通作为行业领先的医师综合服务平台，在药械产品数字化营销方案设计、医学知识解决方案等业务端具备显著优势，凭借丰富的数据资源沉淀及领先的技术平台搭建，AI 赋能有望拉动公司进入智能化发展新阶段。展望未来，在医疗信息化需求持续增长、智慧医疗市场快速发展的背景下，我们预期公司将迎来新的发展机遇。我们预期 25-27 年公司分别实现营业收入 7.3、9.0 和 10.9 亿元，分别同比增长 30.4%、24.1%和 20.8%；归母净利润分别为 3.2、3.6 和 4.2 亿元，分别同比增长 2.2%、13.2%和 13.8%（利润端的加速增长主要系主业利润占比逐渐提升）；对应 25-27 年 PE 倍数分别为 26、23 和 20 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 行业监管政策变动风险：作为医疗领域的企业，公司的业务受到医药行业政策监管的影响较大。例如，医疗反腐、药械产品集采等政策环境的变化，可能会对药械企业的营销模式带来影响，进而可能会提升公司业务开展的不确定性；

2) 客户数据泄露风险：国内的数据保护、私隐和相关法例严格限制收集、运用及披露个人信息资料，而公司的业务伙伴或员工不遵守相关法例或该等法例变更，均可能对公司的业务开展具有一定不利影响；

3) 宏观经济增长不及预期风险：尽管公司当前业务增长态势良好，但未来可能受到宏观经济环境、市场需求变化等多种因素的影响。如宏观经济波动可能使医药企业削减营销预算，进而影响医脉通的精准营销等业务收入；

4) 行业竞争加剧风险：国内数字医疗营销市场竞争参与者较多且较为分散。公司面临着来自同行及其他新进入者的竞争压力，若不能持续提升服务质量和拓展业务领域，可能面临市场份额被挤压、业务增长受限的风险；

5) 技术迭代速度不及预期风险：为保持竞争力，公司须不断增强并改善平台的内容覆盖面、功能及特性。公司经营的行业技术发展迅速、用户要求及偏好不断变化、配备新技术的新产品及服务频繁推出及新行业标准及惯例涌现，可能会使公司现有技术及系统落后从而导致用户流失。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	4,356	4,592	4,868	5,176
现金及现金等价物	154	312	503	722
应收账款及票据	135	172	213	258
存货	0	2	2	3
其他	4,068	4,106	4,149	4,194
非流动资产合计	752	786	824	861
固定资产	12	13	13	13
商誉及无形资产	290	310	333	356
其他	449	463	477	491
资产合计	5,108	5,378	5,691	6,037
流动负债合计	207	270	335	404
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	14	18	22	27
其他	193	252	313	378
非流动负债合计	46	46	46	46
长期借贷	0	0	0	0
其他	46	46	46	46
负债合计	254	316	381	451
普通股股本	0	0	0	0
储备	4,799	4,989	5,218	5,472
归属母公司股东权益	4,799	4,990	5,218	5,472
少数股东权益	56	73	92	114
股东权益合计	4,855	5,062	5,310	5,586
负债和股东权益合计	5,108	5,378	5,691	6,037

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	108	184	226	279
净利润	315	322	364	415
少数股东权益	15	17	19	22
折旧摊销	16	16	17	18
营运资金变动及其他	-238	-171	-174	-176
投资活动现金流	111	106	100	102
资本支出	-21	-36	-41	-41
其他投资	132	142	141	143
筹资活动现金流	-198	-190	-194	-219
借款增加	-13	0	0	0
普通股增加	2	0	0	0
已付股利	-179	-189	-193	-219
其他	-8	-1	-1	-1
现金净增加额	79	158	191	219

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	558	728	904	1,092
其他收入	0	0	0	0
营业成本	231	302	377	459
销售费用	33	37	42	49
管理费用	111	131	155	177
研发费用	65	80	99	120
财务费用	1	1	1	1
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	223	176	175	177
除税前利润	340	353	404	463
所得税	10	14	20	27
净利润	330	339	384	437
少数股东损益	15	17	19	22
归属母公司净利润	315	322	364	415
EBIT	341	354	404	464
EBITDA	357	370	421	482
EPS (元)	0.43	0.44	0.50	0.57

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	35.55	30.40	24.08	20.82
归属母公司净利润	30.06	2.17	13.20	13.80
盈利能力(%)				
毛利率	58.59	58.50	58.25	58.00
净利率	56.43	44.21	40.34	37.99
ROE	6.57	6.45	6.98	7.58
ROIC	6.82	6.70	7.23	7.82
偿债能力				
资产负债率(%)	4.96	5.88	6.70	7.47
净负债比率(%)	-3.18	-6.17	-9.47	-12.92
流动比率	21.03	17.03	14.55	12.80
速动比率	2.06	2.41	2.73	2.98
营运能力				
总资产周转率	0.11	0.14	0.16	0.19
应收账款周转率	4.57	4.75	4.69	4.63
应付账款周转率	16.15	19.19	19.04	18.81
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.44	0.50	0.57
每股经营现金流	0.15	0.25	0.31	0.38
每股净资产	6.55	6.81	7.12	7.47
估值比率				
P/E	27	26	23	20
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	23.30	22.47	19.73	17.24

插图目录

图 1: 公司发展过程中标志性事项梳理.....	3
图 2: 医脉通科技有限公司股权结构.....	4
图 3: M3 业务版图概览.....	5
图 4: 18-24 年 M3 营业收入 (亿日元) 及同比.....	5
图 5: 18-24 年参与付费点击医师人数 (万人) 及增速.....	5
图 6: 18-24 年参与付费点击次数 (百万次) 及增速.....	5
图 7: 18-24 年营业收入 (百万元) 及增速.....	6
图 8: 18-24 年归属于母公司股东利润 (百万元) 及增速.....	6
图 9: 18-24 年公司营业收入按业务拆分 (百万元).....	6
图 10: 18-24 年公司营业收入按业务拆分 (占比).....	6
图 11: 18-2024 年公司销售毛利率与净利率.....	7
图 12: 18-2024 年公司行政费用率与销售费用率.....	7
图 13: 19-24 年医药生物部分板块销售费用及占销售比 (亿元).....	8
图 14: 19-24 年医药生物部分板块研发费用及占销售比 (亿元).....	8
图 15: 医疗反腐背景下医生专业知识与信息获取渠道受影响情况.....	9
图 16: 学会/协会/医院及中立医学信息平台是医生获取医学信息的最主要渠道.....	10
图 17: 数字化营销方式的价值矩阵.....	11
图 18: 精准营销解决方案和企业解决方案的产品, 服务及内容流向.....	12
图 19: 医生治疗方案不同学习渠道覆盖率情况 (2023 年).....	12
图 20: 医学信息平台拥有较长的时间分配以及较大的质量方案选择影响力.....	12
图 21: 19-24 年国内药械企业营销总支出及同比 (亿元).....	13
图 22: 19-24 国内药械企业营销数字化解决方案市场规模及同比 (亿元).....	13
图 23: 19-24E 国内药械企业线上营销市场渗透率 (按规模计算).....	13
图 24: 23 年国内线上营销市场渗透率参照.....	13
图 25: 18-24 年公司注册用户数 (万人) 及同比.....	14
图 26: 18-24 年公司平台职业医师覆盖人数 (万人).....	14
图 27: 公司医学内容平台产品组合 (部分).....	14
图 28: 18-24 年公司平台月活人数 (百万人) 及同比.....	14
图 29: 执业医师最期待阅读的医学内容 Top3 渗透率.....	15
图 30: 医脉通内容创作模式.....	15
图 31: 公司 AI 重磅产品基础信息概览.....	16
图 32: Medseeker 赋能临床决策的具体表现.....	16
图 33: 精准营销解决方案和企业解决方案的产品, 服务及内容流向.....	17
图 34: 形成体系化、数据化的营销方案业务条线, 可交付确保成果的营销方案.....	18
图 35: 18-24 年公司精准营销及企业解决方案合作企业数量及单产 (个, 百万元/个).....	18
图 36: 18-24 年公司精准营销及企业解决方案合作企业数量及单产 (个, 百万元/个).....	18

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司主要创收模式.....	4
表 2: 2020 年至今国家和典型省份出台的反腐政策.....	9
表 3: 公司收入及综合毛利率预估.....	20
表 4: 可比公司息税前利润倍数对比.....	21
公司财务报表数据预测汇总.....	23

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048