



健康之路 (2587.HK)

万亿级数字健康医疗大市场，卡位医疗 AI 智能体

核心投资亮点

- 国内领先的全周期数字健康医疗服务平台，在企业服务及数字营销服务上的不断扩展和深化。公司作为全国数字健康医疗服务平台的领军企业，凭借其创新能力将 BC 端用户深度融合，创造协同效应，实现业务高速增长。公司依托数字化平台积累建设，加速与药企、保险公司、运营商、政府及医疗服务端的合作，构建多元化业务增长极。
- 万亿级数字健康医疗服务市场方兴未艾，AI 重塑行业生态。数字健康医疗有望突破传统医疗的物理边界，解决传统医疗服务痛点（老龄化及慢病负担增加，医疗资源错配）。如今大模型兴起，AI 加持数字医疗，加速释放医疗服务信息化、真实世界研究与数字营销增长潜力。2024 年数字健康医疗服务市场 1138 亿，预计 2027 年将达到 4320 亿，2024 年至 2027 年的复合增长率 39.10%；2030 年达到 1 万亿，2027 年至 2030 年的复合增长率 30.30%。
- 独特商业模式构建竞争护城河。区别于综合平台侧重交易、垂直平台侧重连接的模式，公司核心优势在于深度渗透医疗健康全场景服务，覆盖“预防-诊疗-康复-管理”全周期。公司平台注册用户达 2.06 亿，注册医生 88.9 万名，与 11,762 家医院连接，其中 1,499 家三甲医院，覆盖超 5000 家基层医疗机构，构建“三甲医院-基层机构-药企药房”全链条网络。通过企业及数字营销服务连接药企与医疗机构，提供学术推广、真实世界研究及药械供应链优化等服务，形成“资源-需求”精准匹配闭环，强化竞争壁垒。
- 公司股权结构稳定，高管团队兼具产业实践经验与优秀管理能力。公司获国资和产业资本青睐，第二大股东百度持股 12.1%，第三大股东国有资本持股 7.0%，包括江西、浙江、福建和广东国资。创始人张万能先生创办健康之路，深耕医疗健康服务+企业解决方案+数字营销，经营效益优，费用率持续下降，盈利能力改善。
- 我们测算 2025-2027 年，公司营收分别为 21.63/28.83/37.83 亿元，增速分别为 80.10%/33.29%/31.22%；归母净利润分别为-1.03/1.35/3.32 亿元，增速分别为 61.57%/231.07%/145.93%。结合可比公司估值水平，我们认为健康之路后续具有较大增长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游客户投入不及预期、AI 技术发展不及预期、行业竞争加剧、市场拓展不及预期、医疗行业政策风险。

2025 年 06 月 19 日

评级：买入

目标价：68.5 港元

最新收盘价：25.1 港元

总市值：220 亿港元

市盈率：-76

市净率：90

总股本：8.78 亿股

公司股价走势



盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	12.01	21.63	28.83	37.83
YoY	-3.51%	80.10%	33.29%	31.22%
归母净利润(亿元)	-2.68	-1.03	1.35	3.32
YoY	13.42%	61.57%	231.07%	145.93%
EPS (元/股)	-0.31	-0.12	0.15	0.38
PE	-75.48	-195.97	149.52	60.80



目录

一、国内数字健康医疗体系前列	3
1.1 健康之路是中国领先的数字健康医疗服务平台	3
1.2 经验丰富的专业团队保驾护航	4
1.3 核心股东群体稳定，张万能先生为实际控制人	5
1.4 “医学内容数字化传播+智能化技术解决方案”双轮驱动模式	5
1.5 经营数据亮眼，连续 4 年盈利	6
1.6 公司经营效率较高，费用率显著下降	7
二、数字健康医疗服务市场空间大，AI 重塑行业生态	8
2.1 数字健康医疗服务市场方兴未艾	8
2.2 AI 助力数字健康医疗服务智能化升级	9
2.3 真实世界研究正处于政策支持+需求爆发黄金期，千亿市场规模	11
2.4 数字营销行业东风已至，市场规模快速扩张	13
三、中国数字健康医疗服务的领军企业	15
3.1 医疗资源深度整合，全周期医疗健康服务	15
3.2 AI 技术赋能，驱动“效率革命”	16
3.3 独特商业模式构建竞争护城河	18
四、盈利预测与估值	19
五、风险提示	21

一、国内数字健康医疗体系前列

1.1 健康之路是中国领先的数字健康医疗服务平台

公司初创于 2001 年，是国内领先的全周期数字健康医疗服务平台。2024 年，健康之路(2587.HK)正式在香港交易所服务，为企业和机构用户提供数字健康医疗服务，经过二十多年的发展，公司已经构建了涵盖医疗支持、诊断与治疗、康复追踪的全周期医疗服务体系，并已稳居中国数字康医疗服务平台前列。

图：公司立足数字医疗健康服务平台，通过大数据和人工智能技术优化诊疗效率



资料来源：招股说明书

2001 年：前身福州人人成立。医护网正式基础，医疗服务线上预约成为福建省地方政策的公告便民服务的一部分。

2014 年：开曼群岛注册成立为豁免有限公司。

2015 年：引进外部投资。获取百度（香港）A 轮投资，百度赋能公司互联网数字化建设。

2020 年：数字健康医疗服务平台业务进一步发展。公司并表联属实体之一银川无边界获得《医疗机构执业许可证》，支持我们数字健康医疗服务平台业务模式的进一步发展。

2021 年：成为福建省数字经济领域未来“独角兽”。获福建省数字福建建设领导小组办公室认可为福建省数字经济领域未来“独角兽”企业。

2022 年：实现医疗服务体系全周期。完成收购健明堂连锁药房，得以实现医疗服务体系的全周期，涵盖医疗支持、诊疗与治疗以及康复追踪。

2024 年：港交所上市开启资本市场新篇章。拓展医药批发业务，为医药企业提



供更多赋能，并于 2024 年 12 月在港交所主板上市，股票代码为：2587.HK。

1.2 经验丰富的专业团队保驾护航

管理团队经验丰富，专业背景深厚。公司高管团队兼具产业实践经验与管理决策能力，经营效率表现突出。公司创始人董事长张万能先生在创办健康之路之余，率先推出全国性预约挂号服务，并推动分级诊疗“宜昌模式”，为后续公司数字化建设奠定了良好基础。公司其他高管多数从公司基层干起，积累了丰富的市场运营经验，为公司后续团队发展保驾护航。

表：公司主要高管介绍

姓名	职务	履历
张万能	主席、执行董事兼行政总裁	浙江大学生物与医学仪器学士学位、中国人民大学工商管理硕士学位。并于 2006 年 6 月获福建省人力资源和社会保障授予高级工程师职称；2001 年 2 月起为公司服务，自此负责建立公司的业务模式；亦在本集团内的多家附属公司担任董事职务，其中包括健康之路健康科技、福建健康之路、福建健康医疗科技、福建健康管理、银川无边界及湖北健康之路。
陈晶	执行董事兼高级副总裁	厦门大学经济学学士。2006 年加入公司，陆续负责福建、广东、北京区域，2013 年 1 月至 2015 年 6 月担任华中地区（包括福建、湖北、湖南、江西及河南）的总经理，2015 年 12 月至 2016 年 10 月期间担任福建健康之路基层事业部、市场服务中心及营运中心总经理；2016 年 10 月至 2022 年 2 月担任福建健康之路副总裁；2022 年至今担任福建健康之路高级副总裁一直负责本公司的业务拓展、营销及投资者关系。
林小霞	副总裁	大连理工大学管理学士。2002 年 2 月加入公司担任福州人人健康副总裁，于 2007 年 11 月至 2010 年 5 月担任福州健康之路客户服务中心经理，2010 年 5 月至 2015 年 8 月担任福建健康管理福建省总经理，2015 年 9 月至 2018 年 11 月担任福建健康之路华东地区总经理，2018 年 11 月至 2021 年 9 月担任福建健康之路总裁办主任；2021 年 9 月起持续担任福建健康之路副总裁及营运拓展中心副总经理。
陈宙峰	首席财务官兼联席公司秘书	厦门大学会计学士及工商管理硕士。2010 年 6 月至 2013 年 3 月担任福州万达广场商业物业管理有限公司财务管理；2013 年 6 月至 2019 年 5 月担任正荣集团有限公司财务管理中心资本运营部总监；2019 年 9 月至 2020 年 11 月担任安徽省恒泰房地产开发有限公司财务总经理；2020 年 11 月至 2022 年 1 月担任方直发展集团有限公司副总裁兼财务总监。2024 年 6 月加入公司担任副总裁，2025 年 3 月担任首席财务官联席公司秘书，负责财务运营及资本市场实物。
陈成春	副总裁	福州师范大学计算机科学学士学位。2006 年 9 月加入本集团，2006 年 9 月至 2008 年 12 月担任福州健康之路信息技术有限公司技术经理及产品经理，负责核心业务系统的开发及管理；自 2009 年 1 月起，担任福建健康管理多个管理职位。
谈俊纬	联席公司秘书	英国曼彻斯特都会大学会计与金融学学士学位，并拥有逾 15 年之财务及会计管理、企业管治及合规经验。现在为中国香港会计师公会执业会计师及资深会员以及英国特许公认会计师公会之资深会员。于 2018 年 7 月 4 日获委任为盛龙锦秀国际有限公司公司秘书。于 2019 年 5 月 4 日获委任为细叶榕科技控股有限公司（原名称：威诚国际控股有限公司）公司秘书。于 2024 年 03 月 15 日获委任为建中建设发展有限公司公司秘书。于 2023 年 5 月获委任为健康之路股份有限公司联席公司秘书。
庄海丰	公司首席效能官	福建农林大学电子信息工程学士学位。2004 年 8 月至 2007 年 7 月，担任福州健康之路的产品部经理；2007 年 8 月至 2008 年 8 月，担任福州中惠风湿骨关节专科医院有限公司企划部经理；2008 年 9 月至 2010 年 2 月，担任中和盛道（北京）投资管理有限公司企划部经理；2010 年 3 月至 2011 年 2 月，担任厦门皓瑞天祥动漫文化传播有限公司总经理；2011 年 2 月至 2013 年 2 月，担任福建健康管理电信增值事业部技术副总经理；2013 年 3 月至 2015 年 8 月，担任福建健康管理“小微”健康及管理应用产品经理；2015 年 9 月至 2016 年 8 月，担任福建健康之路企管部经理；2016 年 9 月至 2017 年 9 月，担任福建健康之路效能促进中心总监；2017 年 10 月至 2022 年 2 月，担任福建健康之路效能促进中心总经理；2022 年 2 月起，一直担任福建健康之路首席效能官。



1.3 核心股东群体稳定，张万能先生为实际控制人

公司前十大股东合计持股 70.34%，印证核心股东群体稳定集中性。在股权结构方面，IPO 前，公司执行董事张万能通过丰基持股 34.7%，为最大股东；百度持股 12.46%，位列第二大股东；其他主要股东包括陈勇（通过佳满集团持股 10.73%）、美逸（持股 9.5%）等。IPO 后，截至 2024 年 12 月 31 日，张万能的持股比例将略有下降至 33.71%，百度持股比例也将相应调整为 12.1%。

图：公司股权结构清晰稳定，张万能先生为实际控制人



资料来源：公司官网

1.4 “医学内容数字化传播+智能化技术方案”双轮驱动模式

健康之路从在线预约起步，不断拓展服务边界，现已构建起两大业务板块。面向 C 端的健康医疗服务，面向 B 端（包括医院）的企业服务及数字营销服务。在互联网医疗发展历程中，健康之路屡次踩准关键节点，实现了厚积薄发，近几年里业绩高速增长。

作为目前公司核心收入支柱，企业服务及数字营销板块截至 2024 年 12 月 31 日贡献营收占比达 79.19%，彰显其战略地位。该业务聚焦 B 端市场，深度服务医院、医疗机构及医药企业客户，通过“医学内容数字化传播+智能化技术方案”双轮驱动模式，助力客户实现品牌价值提升与运营效率优化。

健康之路凭借在企业服务及数字营销服务上的不断扩展和深化，持续积累 B 端用户基础并扩大市场覆盖规模。截至 2024 年 12 月 31 日，健康之路平台已经拥有 88.9 万名注册医生，链接有 11,762 家合作医院，其中包括 1,499 家三甲医院，占全国三甲医院比例超 85%。依托这一庞大的医生资源和医院网络，健康之路成功构建了一个能够连接广泛的医疗服务提供者的医疗供给网络体系，为



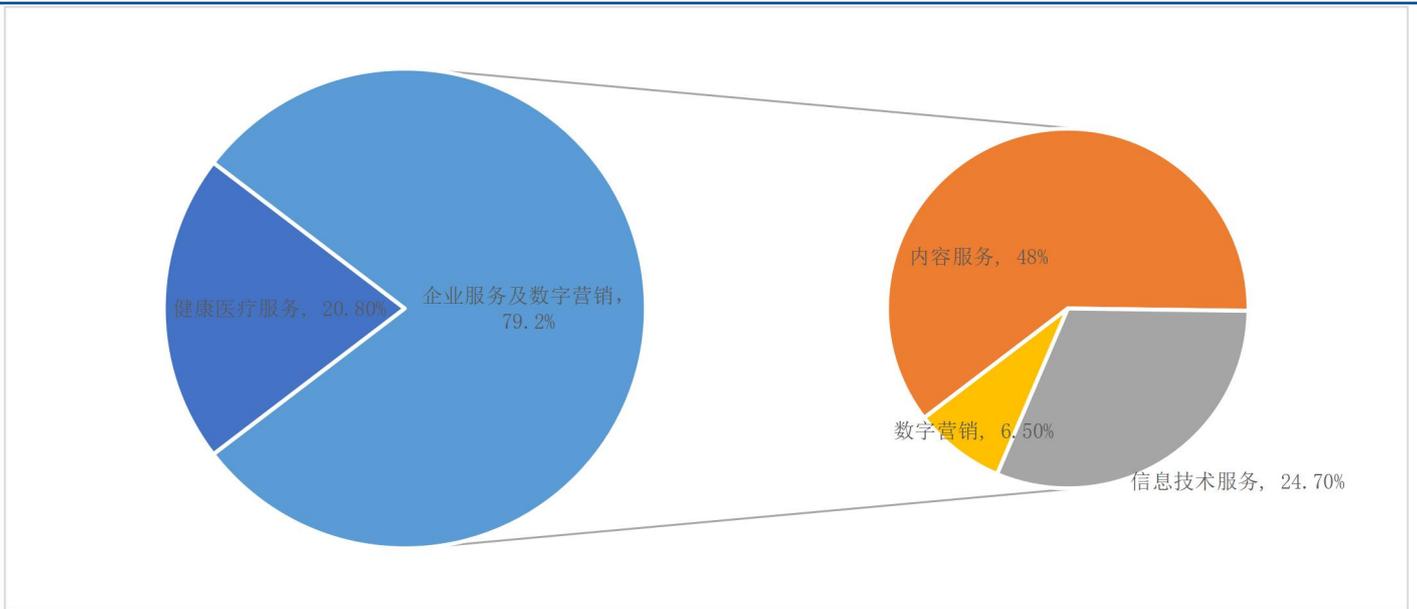
患者提供更加便捷、高效和优质的健康医疗服务，而这也极大增强了对患者的吸引力和粘性，帮助健康之路积累个人用户。

图：公司分成健康医疗服务、企业服务及数字营销服务两大业务板块



资料来源：公开资料

图：2024 年公司主营业务增长动能多元

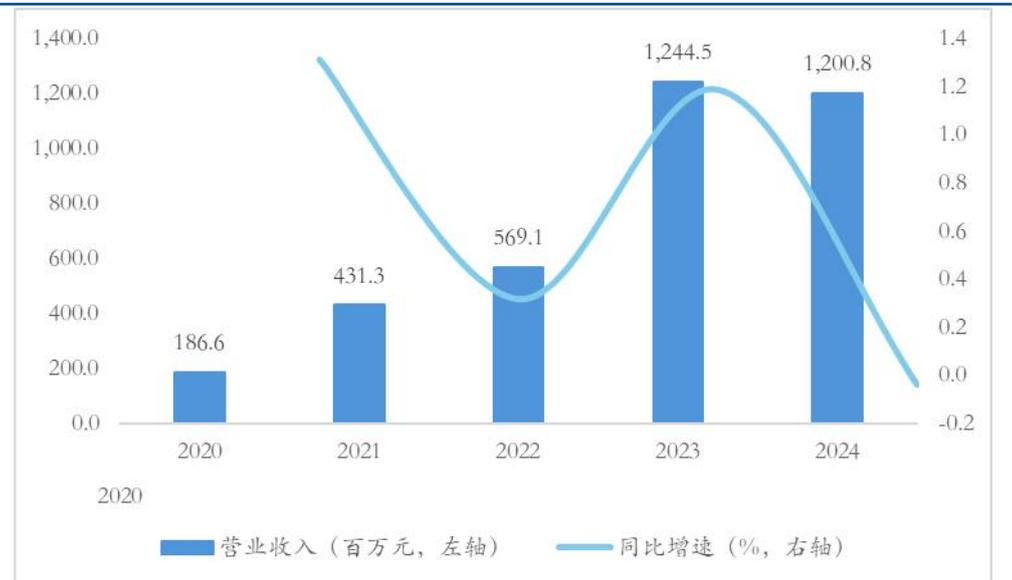


资料来源：公司财报

1.5 经营数据亮眼，连续 4 年盈利

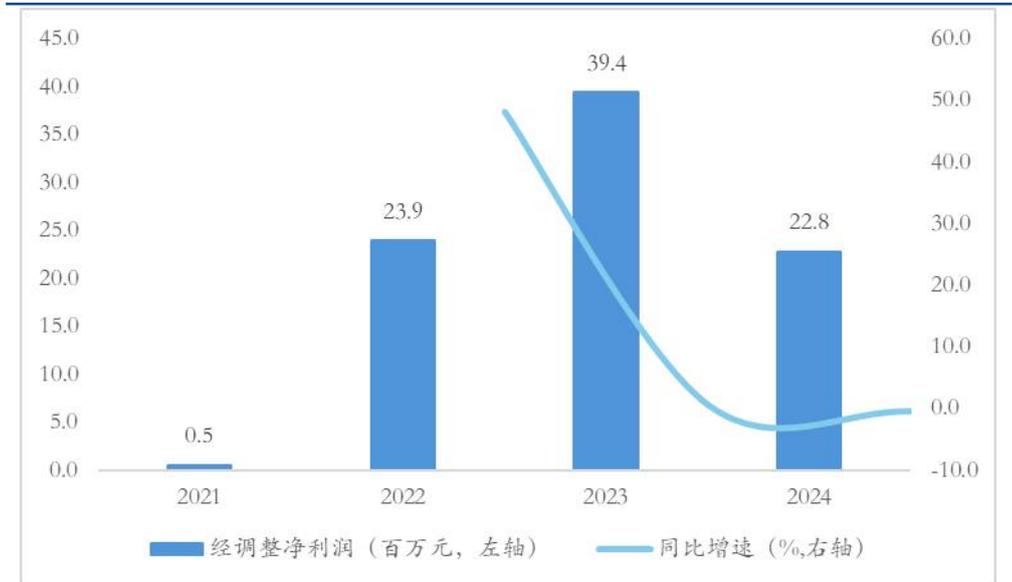
公司近年来收入端表现亮眼。2020 年至 2024 年，健康之路年收入从 1.87 亿元迅速增长至 12.01 亿元，2020-2024 年 4 年 CARG 为 59.28%；以经调整净利润计算，健康之路近四年里均实现了盈利。

图：公司营收保持乐观增速



资料来源：招股说明书

图：公司经调整利润近4年均实现盈利

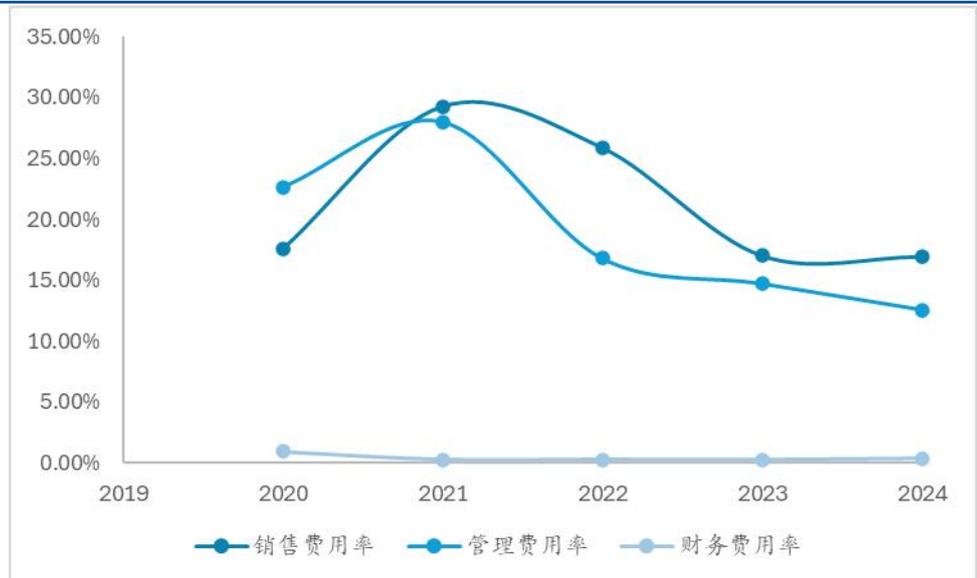


资料来源：招股说明书

1.6 公司经营效率较高，费用率显著下降

随着公司各项业务量的提高，规模效应显现，近三年以来费用率均有所下降，公司盈利能力也得以提升。公司销售费用率从2020年的17.56%下降至2024年的16.92%，管理费用率从2020年的22.67%下降至2024年的12.58%。

图：公司费用率管控成效显著



资料来源：公司招股说明书

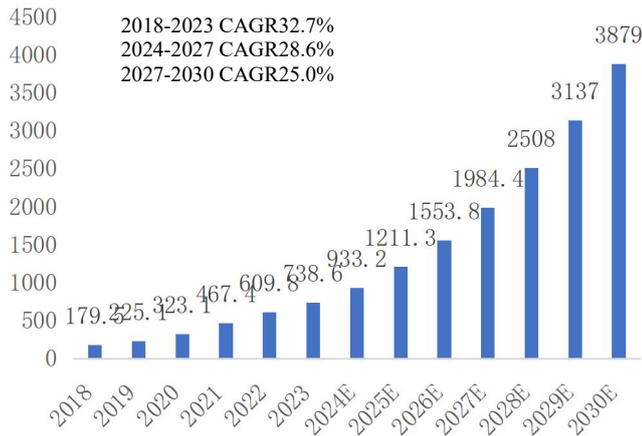
二、数字健康医疗服务市场空间大，AI 重塑行业生态

2.1 数字健康医疗服务市场方兴未艾

我国数字健康医疗市场潜力巨大。我国健康及保健市场主要包括传统健康及保健市场，数字健康及保健市场。2023 年我国健康及保健行业市场规模 11 万亿元，其中传统健康及保健市场规模 10.26 万亿元，数字健康及保健市场规模 7386 亿元，传统健康依然占主导，但数字健康正蓬勃发展。数字健康服务指使用数字技术工具提供服务或产品以满足健康需求。2020 年初以来 COVID-19 在全国范围内爆发，政策端也给予线上医疗更多支持，以及医生患者行为发生转变，进一步推动中国数字健康及保健市场的发展。展望未来，在顶层设计积极推进数字战略背景下，医疗机构及企业已转向数字化策略，医生患者线上诊疗参与度提升。根据沙利文资料，中国数字健康及保健市场规模由 2018 年的 1795 亿元增加至 2023 年的 7386 亿元，复合增长率为 32.7%；预计 2027 年市场规模将达到 19844 亿元，2024 年至 2027 年的复合增长率为 28.6%；到 2030 年市场规模有望达到 38790 亿元，2027 年至 2030 年的复合增长率 25.0%。

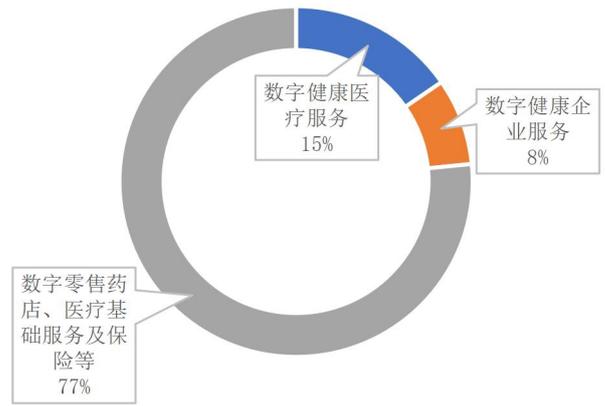
我国数字健康医疗服务市场方兴未艾，行业复合增速 39.1%。数字健康医疗服务市场透过科技平台解决患者对健康医疗服务的需求，涵盖诊断前、诊断中及诊断后，典型服务包括线上预约服务、咨询服务、健康数据追踪集疾病管理治疗。2023 年我国数字健康及保健市场中有 15% 是数字健康医疗服务，将近 1138 亿市场。预计 2027 年将达到 4320 亿，2024 年至 2027 年的复合增长率 39.1%；2030 年达到 1 万亿，2027 年至 2030 年的复合增长率 30.3%。

图：2018-2030 年中国数字健康及保健市场规模（单位：十亿元）



资料来源：Frost & Sullivan Analysis

图：2023 年中国数字健康及保健市场结构

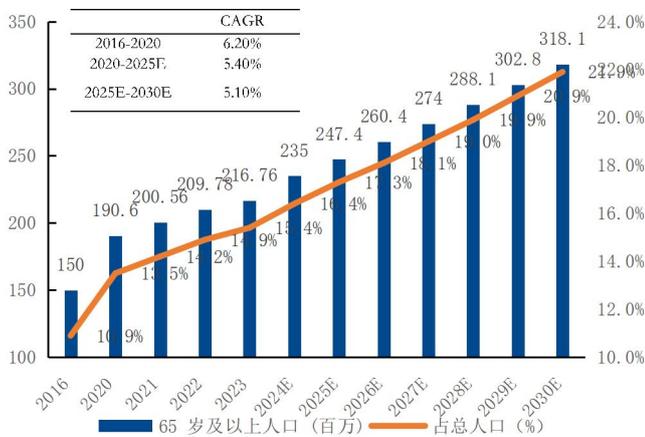


资料来源：Frost & Sullivan Analysis

2.2 AI 助力数字健康医疗服务智能化升级

我国老龄人口及慢性病负担催化医疗服务体系优化的需求，但供给端我国面临医疗资源分布不均、服务水平差异大、医疗服务供需缺口持续扩大的基本现状。无论是医院数量、三级医院数量，还是卫生技术人员、卫生总费用，东部区域明显多于中部、西部。

表：2016-2030 年中国 65 岁以上老年人口



资料来源：Frost & Sullivan Analysis

图：分区域核心医疗资源概览



资料来源：艾瑞咨询

数字化能力突破传统医疗的物理边界，解决传统医疗服务痛点。传统医疗的瓶颈源于空间限制、信息孤岛和经验依赖等，通过数字化能力建设，破解服务能力与资源分配的难题，具体路径主要包括医院信息化、区域医疗信息化、药械信息化、患者管理信息化。

医院信息化建设内容是优化医疗服务流程及内部精细化运营管理，扩大院端服务能力，提升患者端就医体验。医院信息化涵盖基础设施、业务、数据三大核

心内容，其中基础设施在 5G+医疗健康应用、大数据、移动物联网已经逐步部署开来；数据层面包括数据互联互通、数据应用标准化及数据安全在医疗行业应用还处于前期；业务层面移动医疗、医疗管理、运营管理、医疗服务等业务已实现运营流程化，未来将逐步向智慧医院过渡，智慧管理、智慧服务和智慧医疗，来实现精细化运营与良好的就医体验。

区域医疗信息化建设内容是以医疗数据为核心，逐步打通区域信息共享，均衡医疗资源分布，推动分级诊疗落地，缓解“看病难”的问题。根据国家卫健委调研显示，我国省市县区域卫生信息平台建设率分别达到 100%、63%和 46%，各地在积极建设区域信息化平台，以期望均衡区域医疗服务能力。然而，当前区域医疗信息化建设处于探索阶段，信息化平台的功能主要集中在数据共享，并未实现缩短医疗差距、分级诊疗的目标。

患者管理信息化建设内容是以个性化健康管理为基础，实现远程问诊、药物管理与优化、疾病预测与预防。我国健康管理自 2003 年 SARS 疫情后兴起，至今已经发展 20 多年，优先在慢病管理进行试点，从传统 C 端用户线下模式逐步向 C+B 端的数字化演进，但尚未探索出有效的商业模式，患者支付意愿低，平台的专业性与权威性缺乏，行业标准程度低、管理体系不完善等问题，使得行业面临显著的盈利困境。

数字健康医疗服务即医疗服务的数字化、网络化、信息化，通过计算机与现代网络通信技术，为医疗机构、监管机构之间提供患者诊疗与患者管理（信息的收集、存储、处理和数据交互）。5G、大数据、移动物联网、云计算等技术底座的发展，为大量垂直医疗应用场景提供支持。

表：数字基建是数字健康医疗服务的重要支撑



资料来源：艾瑞咨询

如今大模型兴起，AI 加持数字医疗，将进一步推进医院信息化、区域医疗信息化与患者管理信息化建设。AI+覆盖诊疗前，可以自动生成电子病历，智能推荐就诊科室，预问诊，智能分导诊等，明显减少医生翻阅资料及同患者沟通的



时间，还能帮助医生更准确地确定病因，有效提升诊疗质量。AI+覆盖诊疗中，可以进行电子病历分析、药物提醒与剂量优化、辅助诊断等，在传统的电子病历系统上，将沉寂的数据激活，为医生提供诊断建议与鉴别诊断，以及作为知识库供医生便捷查询临床指南、药品说明书等资料资料。AI+覆盖诊疗后，AI进行随访电话，用药指导与康复管理。对于医院运营而言，AI是管理职能体，能够实现医院人、财、物全要素协同，优化医疗服务流程及内部精细化运营管理，扩大院端服务能力。

AI还可以覆盖健康管理，AI健康管理主要是指利用新一代信息、通信、人工智能、生物信息等技术手段，感测、分析、整合健康数据采集、健康检测、健康评估、健康干预四个关键环节的各项信息，从而对个体或群体的健康需求做出智能响应的新模式。2023年健康管理市场规模近1.1万亿，预计2027年将达到2.5万亿，复合增速超23%。

数字健康医疗服务市场进入壁垒高。数字医疗的进入壁垒其一为患者数据，因为用户是平台资源，积累的用户数越多网络效应越强，用户的心智越深，未来转换成本也越高。此外，用户的行为积累对于平台内容的产生也有促进作用。其二是诊断及治疗质量。线上服务模式与治疗会影响患者就医体验，也会影响医疗机构、医生的参与意愿，平台上需要专业的医生，高等级的医疗机构为服务背书。

2.3 真实世界研究正处于政策支持+需求爆发黄金期，千亿市场规模

真实世界研究（Real-World Study, RWS）是基于日常临床实践环境，通过系统收集与分析真实世界数据，评估药品、疗法或医疗器械在实际使用中的效果与安全性的研究方法。其数据来源广泛，涵盖电子健康记录、保险索赔数据库、患者登记系统、健康调查等多元场景，突破了传统随机对照试验的限制，更贴近真实医疗场景。作为传统临床试验的重要补充，真实世界研究的核心价值在于为医疗决策提供“真实世界证据”。它不仅能帮助决策者全面了解产品在常规临床环境中的实际表现，更在长期疗效评估、药品安全性监测及特定人群个性化医疗决策支持等场景中发挥关键作用。此外，该研究还能揭示临床试验与日常诊疗实践间的差异与潜在影响因素，为医保政策制定、医疗资源配置等提供实证支撑，助力决策者更精准地评估医疗干预的成本效益。

真实世界研究获政策支持。我国对RWS的支持呈现“从框架到细则、从研发到全生命周期、从监管到支付”的深化特征：（1）监管端 RWS 逐步被纳入药品/医疗器械注册、上市后监测的核心依据；（2）临床端 推动医院开展真实场景研究，促进临床实践与科研的融合；（3）支付端 为医保目录调整、药品谈判定价提供真实世界证据支撑。

表：真实世界研究支持政策

时间	政策	主要内容
2020年1月	国家药监局发布《真实世界证据支持药物研发与审评的指导原则（试行）》	厘清药物研发和监管决策中真实世界证据的相关定义，指导数据收集及适用性评估，明确其在药物监管决策中的地位和适用范围等
2020年4月	国家药监局发布《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》	引入真实世界证据
2020年8月	国家药监局药审中心发布《真实世界研究支持儿童药物研发与审评的技术指导原则（试行）》	指出真实世界研究可用于支持儿童药物研发与审评，为新药注册等提供支持
2020年9月	国家医疗保障局发布《国家医疗保障局发布国家医疗保障局关于完善基本医疗保险用药管理暂行办法》	鼓励通过真实世界数据评估药品的实际疗效与卫生经济学价值，为医保准入、谈判定价提供实证支持。
2021年4月	国家药监局颁布《用于产生真实世界证据的真实世界数据指导原则（试行）》	是对2020年“一号文”的配套和补充，从多方面对真实世界数据给出具体要求和建议
2023年2月	国家药监局发布《药物真实世界研究设计与方案框架指导原则（试行）》	指导申办者科学合理设计真实世界研究，明确方案撰写技术要求
2023年2月	国家药监局发布《真实世界证据支持药物注册申请的沟通交流指导原则（试行）》	针对申请人与审评机构开展真实世界证据支持注册申请的沟通交流给出具体要求和建议，提高研发效率
2024年11月	国家药监局发布《基于疾病登记的真实世界数据应用指导原则（试行）通告》	旨在支持药物研发和监管决策

资料来源：艾瑞咨询

真实世界研究服务需求爆发。对于企业而言，围绕药品生命的全周期，从研发、上市后安全性评价、卫生经济学、市场准入、营销推广、精准医疗及药品的适应症拓展等诸多方面都有真实世界数据的应用需求，为新药注册上市提供有效性和安全性证据，可以为已上市药物的说明书变更提供证据，也可以指导临床研究设计，为临床研究及精准治疗定位目标人群等。因此，企业为了学术影响力、药品销售额、合规等，有较大的动力投入精力做真实世界研究。展望未来，真实世界研究服务的增长动力来自以下几方面：

- 政策支持。**国家药品监管部门出台支持真实世界研究的指导原则，用于新药注册、药物说明书变更、药物再评价等；医保局建立真实世界数据在医保应用的政策体系；
- 药品研发全周期。**从上市前、上市后（安全性监测、适应症拓展）到医保准入，真实世界研究成为药械企业刚需。
- 中国创新药及临床管线数量激增。**近几年中国新获批创新药数量不断攀升，但面临支付环境趋紧，企业需要高质量的临床数据与学术能力才有望释放一款新药的销售潜力，因此，真实世界研究的作用愈发凸



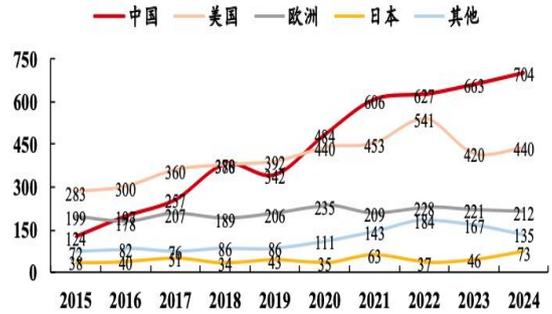
显。其次，中国临床管线已经连续4年位居全球第一，持续为真实世界研究注入新需求。

图：2015-2024年首次在中国获批上市的创新药



来源：医药魔方

图：2015-2024年全球创新药的研发数量及研发区域



真实世界研究服务远期市场规模超千亿。每项真实世界研究例数从几千到十几万不等，目前一位临床患者入组RWS的成本30万元，2024年92个新药上市，假设远期中国药维持每年上市100个，其中50%的新药需进行真实世界研究，平均入住人数1万例，则对应1500亿市场规模。根据头豹研究院、弗若斯特沙利文等机构的估算，2023年真实世界研究市场规模约50-70亿，行业增速20-30%，远期成长空间巨大。

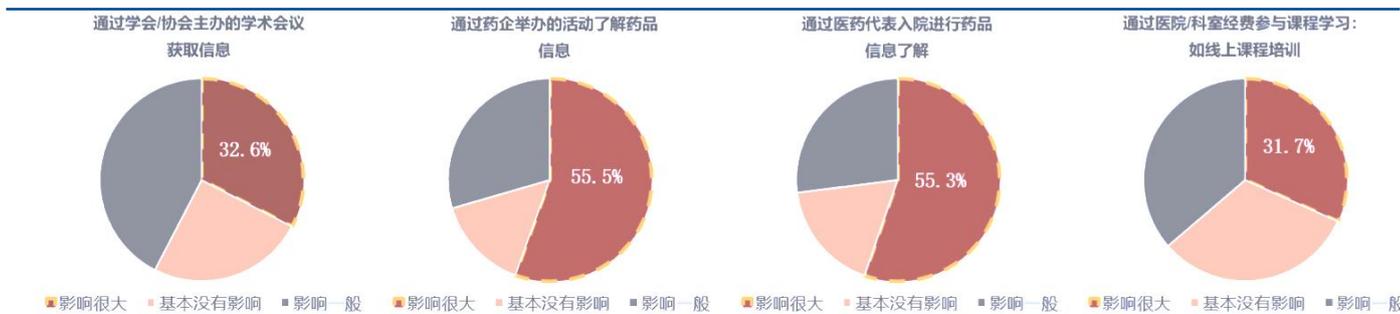
2.4 数字营销行业东风已至，市场规模快速扩张

医药行业反腐肃清进入常态化，渠道秩序正在重构。自2020年起，我国医药行业反腐进入深水期，从中央到地方的政策组合拳持续加码。国家卫健委等部门先后出台《关于印发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》等系列政策，明确重点整治医药购销、医疗服务中的不正之风，涵盖商业贿赂、虚高回扣、收受红包等突出问题，强调构建“生产-流通-使用”全链条监管体系，规范医务人员执业行为，同步建立举报线索倒查、行贿行为惩戒等机制。地方层面积极响应，江苏、安徽等省份已出台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制度文件，形成“国家统筹+地方细化”的反腐治理格局。

展望未来，合规化经营将成为医药行业的刚性要求。企业需构建覆盖研发、生产、流通、推广全流程的合规管理体系，重点规范医药购销、学术推广等关键环节，确保经营活动全链条合法合规。最终推动我国医药产业向高质量、可持续方向迈进。

图：医疗反腐背景下医生获取信息受影响





资料来源:《2023年中国医生数字生活调研报告》医脉通

数字营销较传统医药代表更具高效、合规优势。指医药企业借助 数字技术、互联网平台及数据工具，围绕药品/医疗器械的研发、推广、销售及患者管理等全生命周期，开展精准化、互动化、数据驱动的营销活动。其核心是通过数字化手段连接医生、患者、支付方（如医保、商保）等关键角色，传递科学价值、提升品牌信任，并最终推动临床应用与商业转化。相较于传统营销，数字营销的目标更聚焦“精准触达”与“价值传递”。

中国数字营销渗透率仅 0.15%，预计 2030 年市场规模 315 亿。随着中国医疗反腐常态化，越来越多营销开支转向数字营销平台，我们预测 2030 年中国专业的数字医药营销市场规模约 315 亿，对应 2021 年至 2030 年复合增长率 41.2%。我们认为有日本成熟市场经验，对标日本 2020 年数字医药营销占比 9.5%，专业医生平台的数字营销占比 54%，我们假设 2030 年中国数字营销占比达到 7%，专业医生平台的数字营销占比 50%。

表：各国医药数字营销对比

	2020 年中国	2025 年中国	2030 年中国	2020 年日本
人口 (亿)	14			1.26
医药营销开支 (亿人民币)	6645	8274	9025	852
数字营销占比	2.4%	5.3%	7%	9.5%
数字营销开支 (亿人民币)	162	439	632	81
专业医生的数字营销占比	6.2%	10%	50%	54%
专业医生的数字营销开支 (亿人民币)	10	44	315	44

资料来源: 公开资料

基于医生资源，专业医生平台可以在药械产品生命周期赋能更多业务。数字营销与医疗信息化服务、真实世界研究服务相互协同，医生/医疗机构是公司的客户资源，基于这些资源公司可以覆盖企业做药械真实世界研究，也可以为药械企业做数字营销，覆盖了药械产品上市后临床医学证据产生、传播、营销全过程。药械产品达到成熟期后还可以进行患者管理，提高患者依从性和产品销售额。这些拓展业务可以打开更广阔的市场空间。

三、中国数字健康医疗服务的领军企业

3.1 医疗资源深度整合，全周期医疗健康服务

中国数字健康医疗服务领域的开拓者与标杆企业，健康之路的健康医疗服务于2001年率先推出「医护网」平台，以互联网技术为支点，正式叩开了中国数字健康医疗的大门，也是业内首个推出会员制健康管理计划的平台。

“健康医疗服务”主要是针对患者的C端个人用户，提供医疗支持服务和价值医疗服务，助其管理健康状况。通过在行业的多年深耕，健康之路在医疗供需两端都已积累较大的用户规模。截至2024年底，健康之路平台的注册个人用户数量已达到2.06亿，并拥有88.9万名注册医生，与11762家医院连接，其中包括1499家三甲医院，占全国三甲医院数量超过85%。公司的健康医疗服务收入随着用户规模的增长而水涨船高，健康医疗服务的业务收入由2021年的1.28亿元增长至2024年的2.50亿元，年复合增长约25%。

图：健康之路医疗服务运营数据

指标名	2024年12月数量
注册个人用户	205.5百万名
注册医生	889千名
连接平台的医院	11762家
连接平台的三级甲等医院	1499家
健康医疗服务的个人客户	11.1百万名
在我们平台进行的医疗咨询	3.5百万次
在我们平台作出的线上预约	5.8百万次
每月活跃用户	7.1百万名

资料来源：公司资料

作为覆盖全场景的健康医疗服务平台，健康之路的医疗服务矩阵多元且立体，深度渗透个人健康管理与产业端需求，构建起从个体到企业、从服务到供应的全周期健康生态，成为行业内少数具备「服务+供应+生态」综合能力的标杆企业。

面向个人用户，健康之路打造了覆盖「预防-诊疗-康复」全流程的健康会员计划，提供包括智能预约挂号、医疗事务代理、全程陪诊、高端体检定制、多学科健康咨询、手术/住院协调等 10 余项核心服务，破解传统就医「挂号难、流程繁、体验散」的痛点；更延伸至远程医疗咨询、慢性病管理、健康档案动态监测等创新场景，让优质医疗服务突破时间与空间限制，真正成为用户身边的「健康管家」。

面向企业客户，健康之路以数字化能力赋能医疗管理效率，不仅为企业提供员工健康档案管理、团体体检策划、职场健康管理等服务，更深度参与药品及医疗器械供应链建设，通过合规高效的供应体系，助力企业降低采购成本、优化运营流程。

面向产业生态，健康之路与全国数百家第三方药房、医药贸易公司建立深度合作，通过规模化药品批发服务，畅通药品流通链路，既保障终端用药可及性，又为产业链上下游注入协同动能。

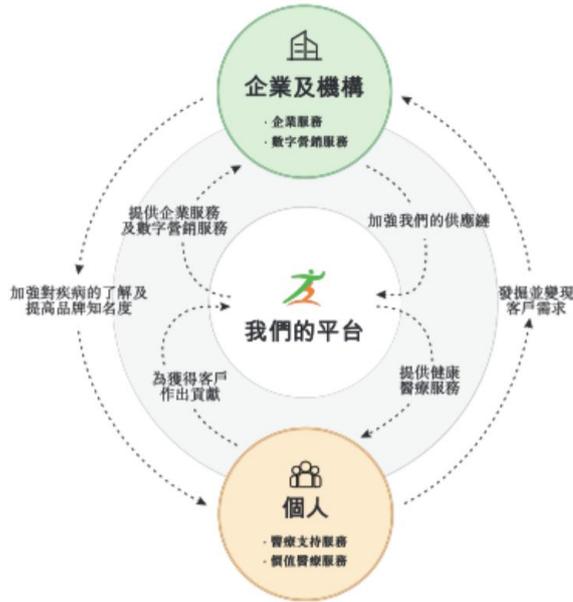
健康之路平台以用户为中心的服务理念与精细化运营能力，成功构建起高粘性的用户流量池——不仅通过全周期、多维度的优质服务持续激活老用户忠诚度，更以差异化价值吸引新客不断涌入，形成了存量稳固+增量增长的良性用户生态。据招股书披露的核心运营数据，这一生态的用户粘性已通过健康会员计划的回购率得到有力验证：截至 2024 年 6 月 30 日，直接个人客户的会员计划回购率已达 33.0%，呈现稳定的复购趋势；而企业客户作为高价值客群，回购率更突破 57.9%，显著高于行业平均水平。两组数据的背后，既是平台预防-诊疗-康复全流程服务对用户健康需求的深度覆盖，也是医疗资源精准匹配+服务体验精细化双轮驱动的成果——从诊前智能导诊到术后康复管理，从企业员工健康档案定制到药品器械供应链支持，每一项服务都精准回应了用户省时、省心、省力的核心诉求，最终转化为可量化的用户留存与复购动力。这份高回购率的成绩单，不仅是市场对健康之路服务价值的直接认可，更印证了其以服务驱动增长模式的可持续性与商业韧性。

3.2 AI 技术赋能，驱动“效率革命”

通过不懈的医患资源积累、业务线完善与服务模式更迭，健康之路除了“健康医疗服务”已形成庞大用户数据外，公司“企业服务及数字营销服务”业务基本盘也十分稳固，与“健康医疗服务”业务已形成协同共振。



图：业务协同效益逻辑



资料来源：招股说明书

截至 2024 年底，企业服务及数字营销服务营业收入约 9.51 亿元，营收占比高达 79.2%。企业服务及数字营销服务业务面向医药企业和机构等 B 端机构用户，健康之路与外部医生及医院合作，提供科普内容和特定疾病医学内容的创作与推广，支持医药企业的真实世界研究。同时，凭借技术积累，为医疗健康企业和机构提供 IT 解决方案，并通过自有平台和第三方媒体提供数字营销服务。

公司在数字营销服务方面具备垂直行业专长，运用大数据分析和算法优化广告投放效果，帮助医药企业实现精准触达。同时，公司通过自有平台及第三方渠道进行多渠道推广，增强客户粘性。公司注重技术积累与数据驱动运营，持续投入研发资源，强化平台功能与数据分析能力，从而在竞争激烈的市场中保持领先。

图：健康之路信息技术服务概览



健康之路的技术能力并非单纯追求“高科技”，而是围绕企业服务与数字营销的“降本、提效、增收”目标，打造可落地、可迭代的技术工具。

SaaS 化服务平台：为企业客户提供定制化的“医疗管理 SaaS 系统”，涵盖员工健康档案管理、体检流程追踪、药品采购审批等功能，支持与企业内部 OA、HR 系统对接，降低企业 IT 投入成本；

AI 智能匹配引擎：基于平台积累的医疗资源数据库（医生擅长领域、医院科室优势、药品库存分布）与企业需求标签（如企业类型、员工年龄结构、药品品类），实现“需求-资源”的秒级匹配。

AI 技术转化收入：通过大数据分析、智能算法优化、搜索引擎精准触达、自动化营销工具四大支柱能力，将有限的营销预算聚焦于转化概率更高的客群。为广告主打通社交媒体关注-用户互动-付费转化的全链路，系统性提升营销效率与投资回报率。

图：健康之路广告内容展示



健康之路的企业服务与数字营销业务，本质是将医疗健康生态的资源优势对企业/用户需求的深度理解与数字化技术的落地能力三者融合，形成“资源-场景-技术”的正向循环。资源整合扩大服务边界，场景适配提升客户价值，技术赋能降低服务成本，最终构建起难以复制的“医疗健康服务+企业解决方案+数字营销”的综合竞争力，这一优势不仅支撑其当前的高客户回购率（企业客户 57.9%），更将在医疗健康产业数字化升级的趋势中，持续释放增长潜力。

3.3 独特商业模式构建竞争护城河

健康之路的核心优势在于对医疗健康服务场景的深度渗透，而非仅聚焦单一环节（如问诊或卖药）。相比同行对手，其服务覆盖“预防-诊疗-康复-管理”全

周期，且针对不同用户需求（个人/企业）提供定制化解决方案，形成“场景即壁垒”的竞争护城河。

健康之路通过「健康会员计划」覆盖从儿童保健、职场健康管理、慢性病干预到老年康复的全场景，相比之下综合平台（如阿里健康）侧重“医+药”交易，垂直平台（如微医）侧重“医生-患者连接”。

健康之路的资源整合优势在通过“三甲医院-基层机构-药企药房”的全链条连接，解决传统医疗“资源分布不均”的痛点，这是综合平台、垂直平台难以复制的壁垒。

综合平台如京东健康虽布局全国，但资源集中于一二线城市三甲医院；垂直平台如好大夫，在线侧重专家资源，对基层医生赋能有限。健康之路则通过医护网早期积累的基层合作网络，覆盖县乡级医院、社区卫生服务中心，为基层医生提供远程会诊、病例讨论、培训工具如 AI 辅助诊断系统，帮助基层提升诊疗能力。目前，平台已连接超 5000 家基层医疗机构，年服务基层患者超 2000 万人次，这一网络既是资源下沉的“入口”，也是药企触达县域市场的“渠道”。

健康之路通过“数字营销服务”连接药企与医疗机构，区别于生态型平台如平安好医生侧重药品零售，医疗信息化服务商如创业慧康侧重医院系统。健康之路药企提供“学术推广+真实世界研究”服务，如通过基层医生收集药品使用反馈，同时为医疗机构提供“药械供应链优化”服务，如集中采购降低成本。这种双向连接能力，使健康之路既能获取药企的优质产品资源如创新药、器械，又能为医疗机构提供“诊疗+供应链”的综合支持，形成“资源-需求”的精准匹配闭环。

四、盈利预测与估值

我们认为随着数字健康医疗服务行业下游需求的增长+AI 赋能行业信息化加速下，公司凭借独特的商业模式构建的竞争护城河，市场份额及业绩有望高速增长。

（1）国内老龄人口及慢病负担催化医疗服务体系优化的需求，以及数字健康医疗服务的渗透率提升，根据沙利文预测，2024-2027 年行业复合增速可达到 39.1%。

（2）公司独特的“医疗助理”角色定位，构建难以复制的“医疗健康服务+企业解决方案+数字营销”的综合竞争力，在医、药、险等细分领域深入布局，未来公司营收增速将进一步加快，推动经营利润加速释放。基于以上，我们测算 2025-2027 年，公司营收分别为 21.63/28.83/37.83 亿元，增速分别为

80.10%/33.29%/31.22%；归母净利润分别为-1.03/1.35/3.32 亿元，增速分别为 61.57%/231.07%/145.93%。

截止 2025 年 6 月 19 日，公司市价为 22.99 元，总股本为 8.78 亿股，EPS 分别为-0.12//0.15/0.38 元/股，对应 PE 分别为-195.97x/149.52x/60.80x 倍。可比公司估值水平差异较大，具有 AI 属性的公司估值水平略高，结合公司的 AI 属性、独特的业务模式与难以复制的竞争力，我们认为健康之路未来具有较大的成长空间与潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

表：公司盈利预测（单位：亿元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	12.01	21.63	28.83	37.83
YoY	-3.51%	80.10%	33.30%	31.20%
归母净利润（亿元）	-2.68	-1.03	1.35	3.32
YoY	13.42%	61.57%	231.07%	145.93%
EPS(元/股)	-0.31	-0.12	0.15	0.38
PE	-77.41	-195.97	149.52	60.80

资料来源：公司财报

表：同业公司估值对比

	EPS(元/股)				PE			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
卫宁健康	0.04	0.17	0.22	0.26	178.48	51.76	40.66	33.35
讯飞医疗科技	-1.10	-0.60	-0.13	0.47	-75.67	-180.78	-825.54	231.78
医渡科技	-0.18	-0.13	-0.07	0	-20.25	-42.45	-81.99	1819.88
平安好医生	0.07	0.09	0.13	0.18	80.36	80.69	57.16	41.17
医脉通	0.43	0.45	0.51	0.60	21.76	34.89	30.35	26.14

资料来源：wind；时间截至：2025/06/19

五、风险提示

- 1) 下游客户投入不及预期
- 2) AI 技术发展不及预期
- 3) 行业竞争加剧
- 4) 市场拓展不及预期
- 5) 医疗行业政策风险