



Research and
Development Center

88%执业医师的伙伴，精准营销助力创新药商业化，AI 持续赋能平台
—医脉通(2192.HK)公司深度报告

2025 年 8 月 25 日

唐爱金 医药行业首席分析师
S1500523080002
tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师
S1500524030003
zhangzhongtao@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

医脉通 (2192.HK)

投资评级 买入

上次评级



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (港元)	14.65
52 周内股价波动区间 (港元)	6.71-17.18
最近一月涨跌幅 (%)	-2.33
总股本 (亿股)	7.34
流通 H 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿港元)	107.57

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编: 100031

88%执业医师的伙伴, 精准营销助力创新药商业化, AI 持续赋能平台

2025 年 8 月 25 日

报告内容摘要:

◆**核心逻辑:** ①公司系国内领先的医师信息化平台, 平台已覆盖全国 88% 执业医师。公司平台为广大临床医生提供前沿医学资讯、临床指南、疾病知识库、病例、用药、会议等专业的医学信息及产品服务。截至 2024 年底, 公司平台注册用户超 700 万, 其中执业医师超 400 万, 月均活跃用户 265 万。②庞大医师群体为精准营销业务奠定流量基础, 近 5 年公司精准营销及企业解决方案收入 CAGR 约 36%, 未来专业群体精准营销市场有望受益于中国创新药崛起浪潮。2024 年精准营销及企业解决方案业务收入约 5.13 亿元 (占总收入比例约 92%), 付费客户数量达 228 家 (2020-2024 年间付费客户数 CAGR 约 30%), 而营销产品数量达 506 个 (2020-2024 年间营销产品数量 CAGR 约 28%)。此外, 当前中国创新药产业正处于高质量发展新阶段, 而创新药的商业化需要专业且高效的学术推广, 公司在医师群体精准营销领域具备较强竞争优势, 未来公司有望持续受益于中国创新药崛起带来的商业化机遇。③公司通过 AI 赋能精准营销和医学知识服务, 推动业务高效发展。2024 年, 公司推出 AI 问答系统、AI 诊疗导图等工具, 显著提升营销效果和医师临床决策能力。

◆**“高效率+高投入产出比”优势有望推动数字医疗营销行业渗透率提升, “医师+内容+技术”为公司核心竞争力:** ①相比于传统营销模式, 数字医疗营销具备高效率、更好的临床结果、卓越的营销分析及洞察力的优势。在高效率方面, 一方面系数字营销较传统营销便宜 (按每份推送成本计算, 数字推送的效率较人手推送高出约十倍), 另一方面系数字营销的时间效率高。在临床结果方面, 数字医疗营销可以提高目标医生对药品的了解, 有助于医生作出更明智的临床决策。在营销分析及洞察方面, 通过专业医生平台, 制药及医疗设备公司可以轻松与目标医生进行沟通, 包括与全国各地的目标医生进行虚拟会议或线上学术会议, 从而提高营销活动的成效。②当前数字医疗营销市场渗透率较低, 数字医疗营销未来有望凭借自身优势提升渗透率。2020 年数字医疗营销市场仅占总营销开支的 2.2%, 相比于日本而言当前我国数字医疗营销市场渗透率仍较低。我们认为数字医疗营销具备“高效率+高投入产出比”的优势, 未来数字医疗营销行业渗透率仍有望持续提升, 近 5 年公司精准营销及企业解决方案收入 CAGR 约 36%, 我们认为未来公司该业务仍有望持续较快增长。③“医师网络+优质内容+技术积累”系公司核心竞争力。公司在医师综合信息平台已深耕二十余年, 在医师规模、内容产出、技术积累等多维度构建起公司自身护城河。我们认为, 后续 AI 应用的推行或将进一步赋能公司做深自身护城河。同时, M3 集团的战略投资也为公司发展路线提供更好参照范本。

◆**医学知识服务与患者管理双轮驱动, 业务增长动能充足:** ①医学知识服务通过多渠道为医师提供专业内容。该业务主要系通过多个便捷的渠道提供医学知识及智能工具 (包括公司的网站、移动应用程序等), 为中国医师的诊断及治疗提供高效准确的决策支持。业务通过向用户提供专业医学信息和授权软件使用来获取收入, 2019-2024 年业务收入的复合增速约 27.48%, 2024 年该业务收入达 0.18 亿元 (占总收入比例达 3.2%)。②智能患者管理解决方案提供全面的单病种疾病管理服务。业务内容包括 (i) 通过互联网医院提供患者疾病科普及治疗依从性监控及提升的管理服务; (ii) 与非盈利机构合作针对特定病情的患者教育服务。2024 年年底, 智能患者管理平台已累积约 55.5 万名用户, 另外参与医师约 15.9 万名。该业务通过向非营利医学组织及制药公司提供面向患者及非营利组织的患者教育服务 (包括内容开发、应用软件开发及其他相关服务) 获取收入, 2019-2024 年收入的复合增速约 40.51%, 2024 年该业务收入达 0.28 亿

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

元（占总收入比例达 5.02%）。

- ◆**盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别约为 7.2 亿元、9.19 亿元、11.74 亿元，同比增速分别约为 29%、28%、28%，实现归母净利润分别为 3.28 亿元、3.8 亿元、4.44 亿元，同比分别约增长 4%、16%、16%，对应 2025/8/25 股价 PE 分别约为 30 倍、26 倍、22 倍。我们认为，公司收入正处于快速增长阶段，同时中国创新药高质量发展亟需高效学术推广助力，而公司在专业医师群体精准营销具备优势；叠加后续 AI 应用或将改善公司的精准营销效率以及改善医师使用体验，首次覆盖，我们给予“买入”评级。
- ◆**风险因素：**监管政策变动风险、品牌声誉风险、技术迭代适应风险、数据安全与隐私风险、行业竞争加剧风险、跨市场及跨行业估值差异风险。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	558	720	919	1174
增长率 YoY%	36%	29%	28%	28%
归属母公司净利润(百万元)	315	328	380	441
增长率 YoY%	30%	4%	16%	16%
毛利率%	58.59%	58.10%	57.60%	57.10%
净资产收益率 ROE%	6.57%	6.56%	7.26%	8.05%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.45	0.52	0.60
市盈率 P/E(倍)	21.04	30.05	25.96	22.35
市净率 P/B(倍)	1.39	1.97	1.89	1.80

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价

投资聚焦

1. 数字医疗营销渗透率存提升空间，公司有望受益于中国创新药崛起浪潮，且 AI 持续赋能平台

当前数字医疗营销市场渗透率较低，数字医疗营销未来有望凭借自身优势提升渗透率。2020 年数字医疗营销市场仅占总营销开支的 2.2%，相比于日本而言当前我国数字医疗营销市场渗透率仍较低。我们认为数字医疗营销具备“高效率+高投入产出比”的优势，以公司为例，其利用精准营销方案帮助 X 公司目标医院新药销量平均增长率较无覆盖医院高约 28%，目标医师对新疗法认知度平均提高超 30%，开具新疗法处方意愿平均增约 35%。未来数字医疗营销行业渗透率仍有望持续提升，近 5 年公司精准营销及企业解决方案收入 CAGR 约 36%，我们认为未来公司该业务仍有望持续较快增长。

“医师网络+优质内容+技术积累”系公司核心竞争力。公司在医师综合信息平台已深耕二十余年，在医师规模、内容产出、技术积累等多维度构建起公司自身护城河。同时，当前中国创新药产业已达到新的发展阶段，未来创新药产业商业化仍可带来新机遇，这对于数字医疗营销行业具备新产业发展机遇。此外，我们认为，后续 AI 应用的推行或将进一步赋能公司做深自身护城河。同时，M3 集团的战略投资也为公司发展路线提供更好参照范本。

2. 持续做强做深平台优势，以专业内容服务医师、患者等群体

医学知识服务通过多渠道为医师提供专业内容。该业务主要系通过多个便捷的渠道提供医学知识及智能工具（包括公司的网站、移动应用程序等），为中国医师的诊断及治疗提供高效准确的决策支持。业务通过向用户提供专业医学信息和授权软件使用来获取收入，2019-2024 年业务收入的复合增速约 27.48%，2024 年该业务收入达 0.18 亿元（占总收入比例达 3.2%）。

智能患者管理解决方案提供全面的单病种疾病管理服务。该业务包括（i）通过互联网医院提供患者疾病科普及治疗依从性监控及提升的管理服务；（ii）与非盈利机构合作针对特定病情的患者教育服务。智能患者管理平台用户数量持续上升，截至 2024 年年底，平台已累积约 55.5 万名用户，另外参与医师约 15.9 万名。该业务通过向非营利医学组织及制药公司提供面向患者及非营利组织的患者教育服务（包括内容开发、应用软件开发及其他相关服务）获取收入，2019-2024 年收入的复合增速约 40.51%，2024 年该业务收入达 0.28 亿元（占总收入比例达 5.02%）。

一、全国 88% 执业医师的伙伴，聚焦精准营销，实现内容变现	7
1.1 深耕医疗信息化平台二十余载，全国 88% 执业医师的伙伴，AI 或助力平台智能化升级	7
1.2 Tiantian 集团和 M3 集团为公司控股股东，田立平女士为公司实控人	8
1.3 近 5 年收入 CAGR 超 35%，2021 年以来剔除其他收入及收益的净利率呈提升趋势	10
二、精准营销：渗透率仍存提升空间，“医师网络+优质内容+技术积累”系公司核心竞争力	13
2.1 精准营销解决方案助力药械企业达成高效&高投入产出比营销	13
2.2 平台执业医师用户数达 400 万人，近 4 年精准营销业务产品数量 CAGR 约 28%	14
2.3 “高效+合规+强洞察力”有望推动数字医疗营销规模持续增长，公司具备较强竞争力	17
2.4 M3 集团战略赋能，精准营销及企业解决方案业务潜力仍较大	20
2.5 AI 应用助力医脉通跨入智能化时代，内容更优质、工具更便捷、营销更精准	22
三、以专业内容服务医师，纵向扩展智能患者管理业务	23
3.1 医学知识解决方案：多渠道为医师提供专业内容服务	23
3.2 智能患者管理解决方案：借助平台专业化优势，纵向延伸科普、患者教育等服务	24
四、盈利预测&投资评级	25
4.1 业务拆分	25
4.2 盈利预测	25
4.3 投资评级	26
五、风险因素	27

表目录

表 1: 医脉通部分高管相关信息	10
表 2: 近年其他收入及收益构成分析	12
表 3: 近年经调整净利润结构分析	12
表 4: 精准营销解决方案相关案例分析	14
表 5: 精准营销解决方案相关案例分析	19
表 6: 医脉通和日本 M3 集团的对比	22
表 7: 医脉通 AI 的运用发展	22
表 8: 医脉通业务拆分	25
表 9: 医脉通盈利预测	26
表 10: 可比公司估值	26

图目录

图 1: 公司业务布局示意图	7
图 2: 公司发展历程回顾	8
图 3: 公司股权结构及核心子公司分布（截至 2024 年末）	9
图 4: 近年公司收入变动趋势	11
图 5: 近年公司收入结构变动	11
图 6: 近年公司归母净利润变动趋势	11
图 7: 近年公司经调整净利润变动趋势	11
图 8: 近年公司盈利能力变动	13
图 9: 近年公司费用率变动趋势	13
图 10: 精准营销及企业解决方案业务示意图	13
图 11: 近年医脉通执业医师用户数变动	15
图 12: 近年公司月活人数变动趋势	15
图 13: 平台以医师为中心，解决其痛点方可维持平台活跃度	15
图 14: 近年医脉通客户数变化	16
图 15: 近年医脉通营销产品数变化	16
图 16: 公司合作伙伴矩阵示意图	16
图 17: 近年付费点击量变动趋势	17
图 18: 近年单次点击收入变动趋势	17
图 19: 2018 年至 2025 年（预测）中国企业医疗营销开支	18
图 20: 数字医疗营销竞争要素示意图	19
图 21: 2000 年以来 M3 集团收入变动趋势	20
图 22: 2024 财年 M3 集团收入结构	20
图 23: 2024 财年 M3 集团利润结构	20
图 24: 近年公司精准营销收入变动趋势	21
图 25: 近年 M3 精准营销收入变动趋势	21

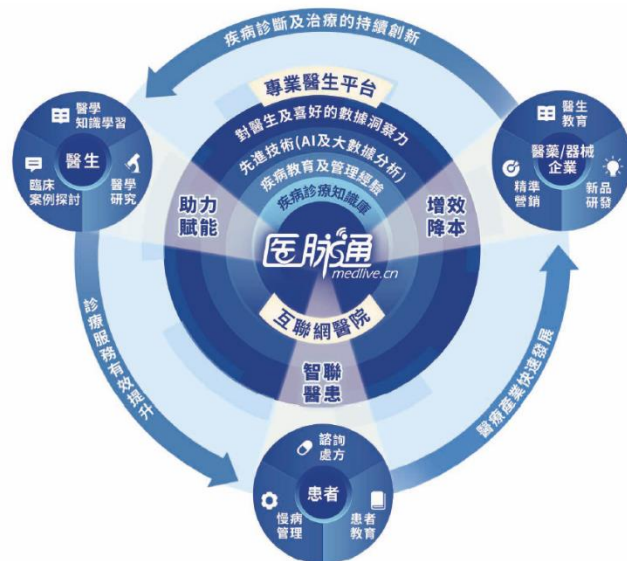
图 26: 医学内容平台产品.....	23
图 27: 执业医师对医学内容的偏好.....	24
图 28: 近年医学知识解决方案收入变动.....	24
图 29: 近年智能患者管理解决方案收入变动.....	24
图 30: 近年智能患者管理平台用户数量变动.....	24

一、全国 88%执业医师的伙伴，聚焦精准营销，实现内容变现

1.1 深耕医疗信息化平台二十余载，全国 88%执业医师的伙伴，AI 或助力平台智能化升级

医脉通平台创立于 2006 年，公司以“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、病例、用药、会议等专业的医学信息及产品服务。2024 年公司依托自主研发的医学垂直领域 AI 大模型，推出 AI 问答系统、AI 诊疗导图、智能合理用药系统以及 AI 翻译引擎、AI 辅助撰写等工具，助力医师提升临床决策能力与学术研究水平。截至 2024 年底，医脉通平台注册用户突破 700 万人，其中执业医师超过 400 万人，占中国执业医师总数的 88%，平台每月平均活跃用户数提升至 265 万人。

图1: 公司业务布局示意图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

回顾公司的发展历程，大致可划分为业务起步阶段、快速发展阶段以及智能扩张阶段。具体系：1）**业务起步阶段（1996-2005 年）**。1996 年公司前身特科能成立，1998 年公司推出“全医药学大辞典”（专业医学翻译软件），2000 年公司推出“用药参考”（帮助医生查询药物说明），2003 年因引入股东，特科能进入注销程序，而其业务由金叶天翔承接，2004 年公司推出“医学文献王”。2）**转型&战略发展阶段（2006-2020 年）**。2006 年公司推出“医脉通”网站，2008 年起公司为制药公司提供数字医疗营销服务 eMarketing，2013 年公司与 M3 建立战略合作伙伴关系，2020 年公司互联网医院获得医疗机构执业许可证。3）**智能化拓张阶段（2021 年至今）**。2021 年公司成功登陆港交所，同时收购最大医学会议 SaaS 平台美迪康，2024 年公司自主研发的医学垂直领域大语言模型通过国家网信办深度合成服务算法备案，2025 年医脉通临床指南正式接入 DeepSeek-R1，并融合临床指南、药品说明书、疾病词条等医学专业知识库，MedSeeker 宣布上线。

图2: 公司发展历程回顾



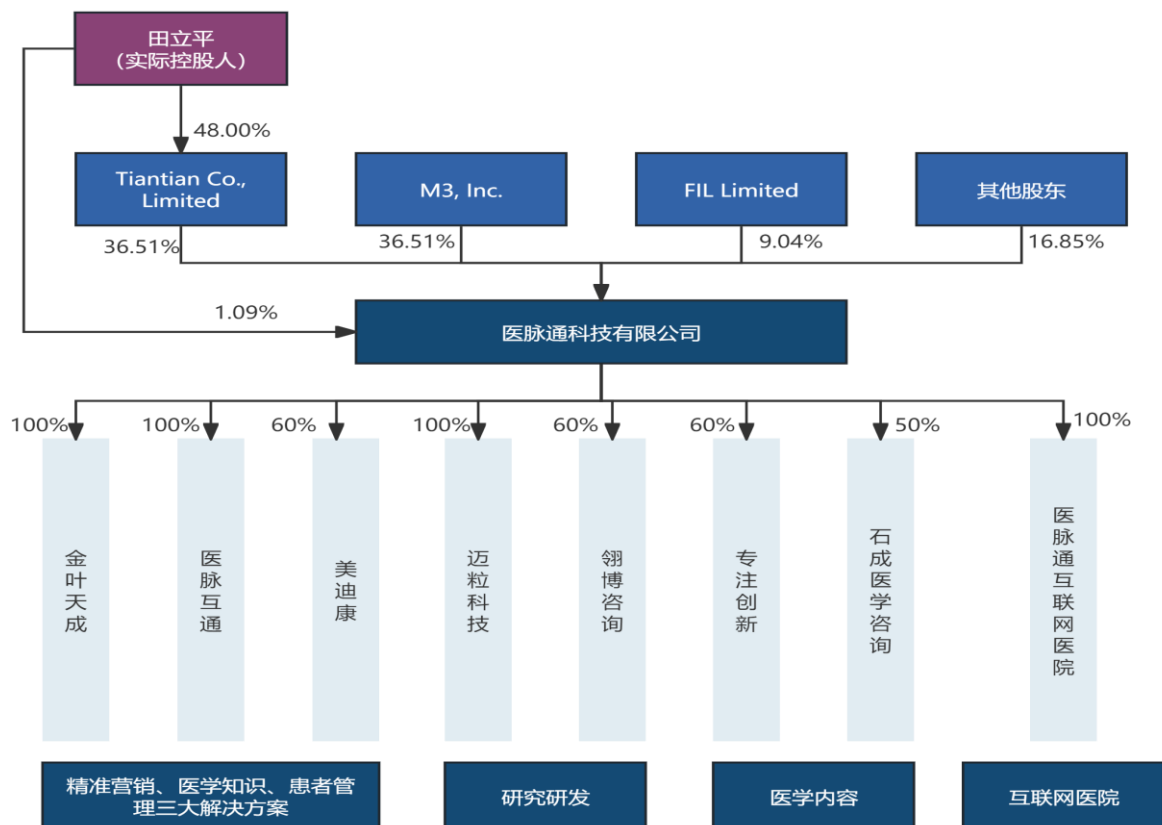
资料来源: 公司官网, 公司公告, 医脉通网易号, 信达证券研发中心

1.2 Tiantian 集团和 M3 集团为公司控股股东, 田立平女士为公司实控人

从股东结构上看, 公司有 2 组控股股东: ①Tiantian 集团 (其持有公司 36.51%股权)。Tiantian 集团为投资控股公司, 田立平女士 (公司董事长、首席执行官兼执行董事)、田立新先生 (公司总裁兼执行董事) 及田立军先生 (公司执行董事兼副总裁) 分别拥有 48%、37%及 15%股权。此外, 田立平女士、田立新先生及田立军先生为胞姐弟。②M3 集团 (其于东京交易所上市, 股票代码为 2413.T; 其业务涵盖医疗门户网站运营、药品及医疗设备营销支持、临床试验及研究服务、医疗设备及用品销售等), 其持股比例为 36.51%。此外, 公司的实际控制人为田立平女士 (其直接持股 1.09%, 间接通过 Tiantian 集团持股 36.51%)。田立平女士毕业于北京理工大学计算机软件专业, 曾于中国科学院软件研究所任职, 于 Technocraft Japan 担任系统工程师, 于 1996 年创立医脉通前身。

从子公司布局上看: ①金叶天成 (持股比例 100%)、北京医脉互通 (持股比例 100%)、美迪康 (持股比例 60%) 主要负责提供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。②迈粒科技 (持股比例 100%)、翎博咨询 (持股比例 60%) 主要负责研究研发工作。③银川医脉通互联网医院 (持股比例 100%) 负责提供互联网医院服务, 而北京专注创新 (持股比例 60%) 和石成医学咨询 (持股比例 50%) 则负责提供专业医疗知识方面的业务。

图3: 公司股权结构及核心子公司分布 (截至 2024 年末)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从高管结构上看，田立平女士为公司首席执行官，田立新先生为公司总裁兼任医学信息科学研究院院长，田立军先生为公司副总裁兼任医学信息科学研究院副院长。此外，公司还有3位副总裁，辛江涛先生负责执行集团整体发展战略及业务计划与实施集团的营销战略，杨连成先生负责执行集团整体发展战略及业务计划与实施集团的营销战略，周欣女士负责监督及管理数字化营销业务，医疗营销及创新与实施解决方案的多渠道业务发展。此外，姜男先生担任医学总监、医学信息科学研究院副院长、内容团队主编，其负责监督集团医学内容的专业性及医学团队管理。

表1: 医脉通部分高管相关信息

姓名	职务	简历	任职时间
田立平	首席执行官	1996 年 6 月参与成立公司前身，2013 年 4 月起任董事，有逾 18 年医学信息技术行业经验。曾任职于中国科学院软件研究所、Technocraft Japan（期间与田立新共同成立集团）。	2021 年至今
田立新	总裁,医学信息科学研究院院长	医脉通创始人。曾任北京 701 厂开发工程师；曾于特科能、金叶天翔、金叶天盛任职总经理；2013 年 8 月至今任金叶天成（北京）科技有限公司总经理。	2021 年至今
田立军	副总裁,医学信息科学研究院副院长	1996 年加入公司，2013 年起任金叶天成首席技术官，负责公司产品及技术研发创新，有逾 18 年行业经验。曾任职于 Technocraft Japan，1996 年获北京航空航天大学计算机科学与技术专业学士学位。	2021 年至今
辛江涛	副总裁	2004 年加入公司，负责产品及服务的研发及创新，拥有逾 17 年的医疗软件开发经验。辛先生曾担任金叶天翔及金叶天盛的产品经理，2007 年获得北京大学计算机科学与技术专业学士学位。	2013 年至今
杨连成	副总裁	2016 年加入公司，负责执行集团整体发展战略及业务计划与实施集团的营销战略，拥有逾 16 年的顾问经验及逾四年的医学信息技术行业经验。加入集团前，杨先生曾任职于埃森哲（中国）和费埃哲（北京）。	2016 年至今
周欣	副总裁	负责监督及管理数字化营销业务，医疗营销及创新与实施解决方案的多渠道业务发展，拥有逾 15 年的营销策略及业务管理经验以及逾 7 年的医学信息技术行业经验。	2021 年至今
姜男	医学总监,医学信息科学研究院副院长,内容团队主编	2013 年加入公司，负责监督集团医学内容的专业性及医学团队管理，拥有逾 7 年的医学信息技术行业经验，曾担任金叶天成医学主编和医学总监。姜先生于 2010 年获得青岛大学临床医学学士学位，于 2012 年获得执业医师证书，2013 年获得北京大学精神病学与精神卫生硕士学位。	2016 年至今

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

1.3 近 5 年收入 CAGR 超 35%，2021 年以来剔除其他收入及收益的净利率呈提升趋势

从收入增长的维度上看，2019-2024 年间公司收入复合增速约为 35.65%，2024 年公司收入规模达 5.58 亿元。近 5 年以来，除 2022 年外，公司收入同比增速均维持在 30% 以上，2022 年公司收入同比增速为 10.41%，主要系 2022 年公司受到新冠疫情反复的影响，业务拓展及项目执行放缓，致使公司当年收入增速明显放缓。2023-2024 年间公司收入增速均在 30% 以上，一方面系带量采购、医保谈判政策的常态化为医药行业提供了更有利于创新的环境；另一方面系医药企业对精准营销的需求提升，医药数字营销行业持续发展。

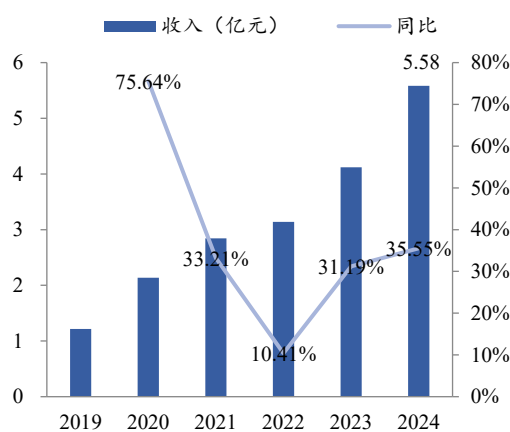
在收入构成方面，公司业务主要分为精准营销及企业解决方案、医学知识解决方案以及智能患者管理解决方案。每块业务的情况具体如下：

- **精准营销及企业解决方案：**该业务主要系面向药械企业。其中，精准营销是指公司为药械企业提供调研、数字化教育内容制作、活动策划及执行，数字化精准传播及效果评估等全流程一站式解决方案，其收入主要来自于药械企业就公司提供的数字推送、数字营销咨询及数字内容创建服务支付的费用；而企业解决方案收入主要来自于药械企业就公司提供的数字市场研究、电子数据采集及临床数据管理系统解决方案、真实世界研究支持解决方案、患者招募服务等服务支付的费用。2019-2024 年该业务收入的复合增速约

35.82%，2024 年该业务收入达 5.13 亿元（占总收入比例达 91.86%）。

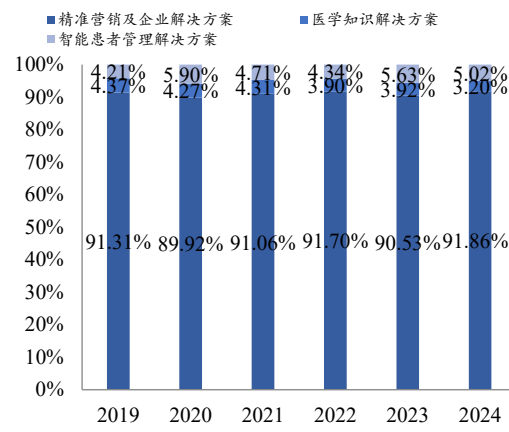
- **医学知识解决方案：**该业务主要系通过多个便捷的渠道提供医学知识及智能工具，包括公司的网站、移动应用程序、桌面应用程序、微信小程序及微信公众号，为中国医师的诊断及治疗提供高效准确的决策支持。因此，该业务收入主要来自提供涵盖持续医学教育及临床决策支持的专业医学信息，包括向医师、其他注册用户（包括其他医疗专业人员）及制药公司授权软件使用。2019-2024 年收入的复合增速约 27.48%，2024 年该业务收入达 0.18 亿元（占总收入比例达 3.2%）。
- **智能患者管理解决方案：**该业务主要系提供全面的单病种疾病管理服务，包括（i）通过互联网医院提供患者疾病科普及治疗依从性监控及提升的管理服务；（ii）与非盈利机构合作针对特定病情的患者教育服务。因此，该业务收入主要来自非营利医学组织及制药公司就向患者及非营利组织提供的患者教育服务（包括内容开发、应用软件开发及其他相关服务）支付的费用。2019-2024 年收入的复合增速约 40.51%，2024 年该业务收入达 0.28 亿元（占总收入比例达 5.02%）。

图4: 近年公司收入变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

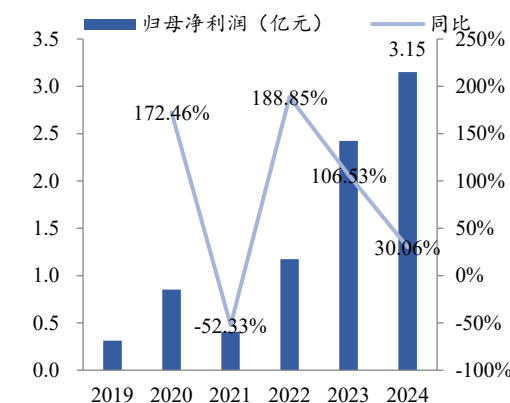
图5: 近年公司收入结构变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

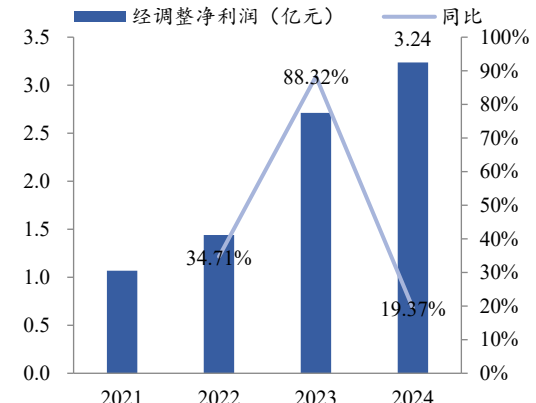
从利润维度上看，2019-2024 年间公司归母净利润复合增速约为 58.74%，2024 年公司归母净利润达 3.15 亿元；2021-2024 年公司经调整净利润复合增速约为 24.81%，经调整净利润为 3.24 亿元（同比+19.37%）。

图6: 近年公司归母净利润变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图7: 近年公司经调整净利润变动趋势



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

在归母净利润构成方面，其他收入及收益的占比较高，2024 年公司归母净利润 3.15 亿元，而其他收入及收益约 2.24 亿元，若不考虑税率等影响，其他收入及收益占归母净利润比例达 71.11%。以 2024 年其他收入及收益的构成上看，主要构成系银行利息收入（1.79 亿元）以及债务投资所得利息收入（0.26 亿元）。2024 年末公司现金及现金等价物为 38.45 亿元，交易性金融资产为 1.02 亿元；2021 年 7 月公司实现 IPO，发行募资净额约 42.19 亿元。

表2: 近年其他收入及收益构成分析

项目（亿元）	2020	2021	2022	2023	2024
其他收入及收益	0.02	0.09	0.76	1.88	2.24
银行利息收入	0.00	0.08	0.66	1.84	1.79
债务投资所得利息收入				-	0.26
或然代价的公允价值调整				-	0.09
政府补贴		0.01	0.08	0.04	0.04
按公允价值计量且其变动计入损益的金融资产投资	0.01	0.00	0.01	0.01	0.02
汇兑收益净额				-	0.03
其他	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01
归母净利润	0.85	0.41	1.17	2.42	3.15
占比	2.35%	21.95%	64.96%	77.69%	71.11%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

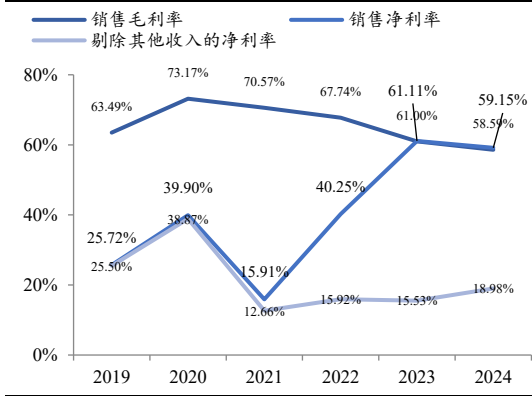
在经调整净利润构成方面，公司主要调整项主要为股份支付、或然代价的公允价值以及汇兑差异，近 3 年调整项影响幅度较小，2022-2024 年调整项影响幅度分别为 0.18 亿元、0.19 亿元、-0.07 亿元。

表3: 近年经调整净利润结构分析

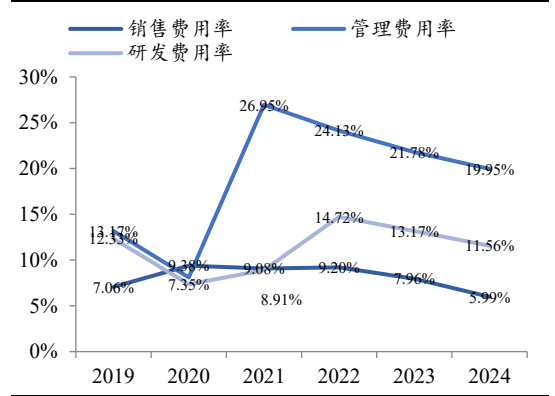
项目（亿元）	2021	2022	2023	2024
税后利润	0.45	1.26	2.52	3.30
加：				
股份支付	0.14	0.17	0.10	0.06
或然代价的公允价值调整	-	-	0.02	-0.09
汇兑差异	0.11	0.00	0.07	-0.03
上市相关开支	0.28	-	-	-
一次性预扣税	0.08	-	-	-
经调整净利润	1.07	1.44	2.71	3.24

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从盈利能力上看，由于 2022 年起公司其他收入及收益的贡献提升，因而公司 2022 年-2024 年净利率水平较高，分别为 40.25%、61.11%、59.15%；若剔除其他收入的影响，2022-2024 年相应的净利率分别为 15.92%、15.53%、18.98%。在毛利率方面，近年来公司毛利率略有下降，2024 年公司毛利率为 58.59%。在期间费用率方面，自 2022 年以来公司销售费用率、管理费用率以及研发费用率均呈现下降趋势，销售费用率从 2022 年的 9.2%下降至 2024 年的 5.99%，管理费用率从 2022 年的 24.13%下降至 2024 年的 19.95%，研发费用率从 2022 年的 14.72%下降至 11.56%。

图8: 近年公司盈利能力变动


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图9: 近年公司费用率变动趋势


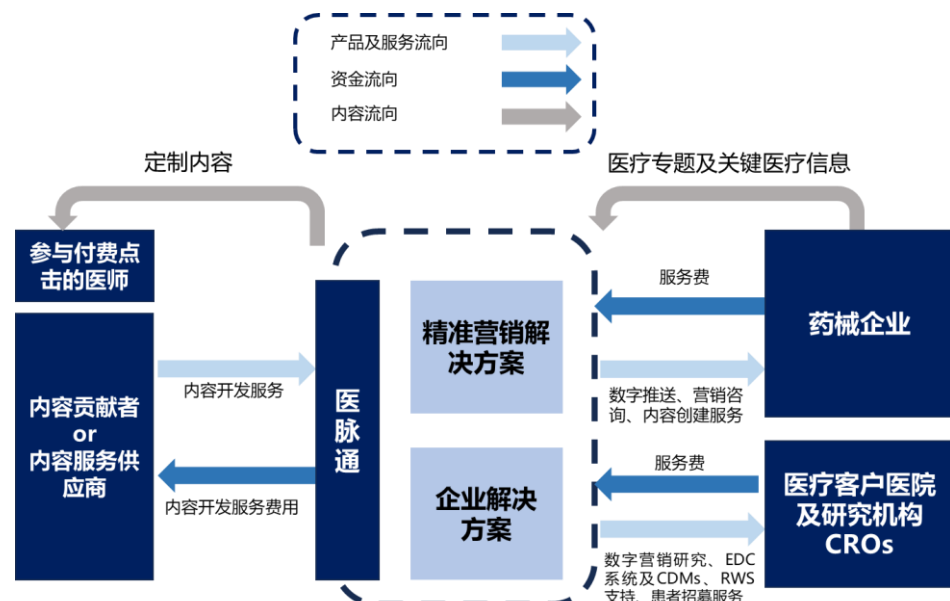
资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

二、精准营销: 渗透率仍存提升空间, “医师网络+优质内容+技术积累”系公司核心竞争力

2.1 精准营销解决方案助力药械企业达成高效&高投入产出比营销

精准营销解决方案是指公司为药械企业提供调研、数字化教育内容制作、活动策划及执行, 数字化精准传播及效果评估等全流程一站式解决方案。具体上看, 公司与药械企业达成药品或者器械销售合作后, 公司寻找内容贡献者或者内容制作服务商撰写相应的推广图文 (2020年公司与 15 个专科范畴超 600 名 KOL 合作), 其次将推广内容定向推送至对应科室的医师, 后续公司会针对医师点击情况、药品销售情况等向客户反馈数字营销的成效。

企业解决方案具体包括: (i) 让制药及医疗设备公司以具备成本效益的方式进行市场研究; 以及 (ii) 帮助制药及医疗设备公司、医院及医疗行业的其他参与者提升临床试验及医学研究的效率。其收入主要来自于药械企业就公司提供的数字市场研究、电子数据采集及临床数据管理系统解决方案、真实世界研究支持解决方案、患者招募服务等服务支付的费用。

图10: 精准营销及企业解决方案业务示意图


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司的精准营销解决方案一方面可以满足药械企业对高效率、高投入产出比的营销要求, 另
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 13

一方面公司也能协助医师快速学习新疗效、新药使用等临床知识。若从药械企业客户的角度上看，公司提供的精准营销解决方案能较好解决其痛点问题。根据公司招股说明书提供的2个案例：**①在新药销售方面**，经过公司的精准营销服务，公司帮助 X 公司向目标医院新药销售量平均增长率较无覆盖医院平均增长率高出约 28%；同时，在公司的精准营销活动后，目标医师对 X 公司新疗法的认知度平均提高 30%以上，他们开具该新疗法处方的意愿平均增加了约 35%。**②在成熟药品开拓新市场方面**，2016 年至 2019 年，在公司的营销活动覆盖但医疗代表并未通过实地访问覆盖的地区，公司 Y 药品的销量增加了约 138%；同时，与医疗代表的实地访问相比，公司的解决方案为 Y 公司降低了 85%的营销成本。

表4: 精准营销解决方案相关案例分析

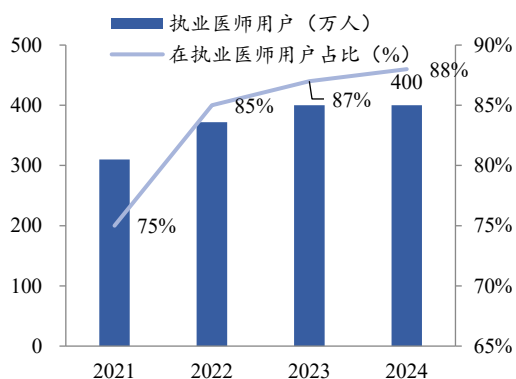
项目	案例1	案例2
Situation (情境)	X跨国药企筹备进军中国市场，计划推出新药	Y跨国药企有一款上市10年的药品，一二线城市市场已饱和 Y拟扩展次级城市及农村医院市场
Task (任务)	帮助跨国药企快速覆盖医院，并向医师培训新药的相关知识	帮助Y公司快速扩展次级城市及农村医院市场
Action (行动)	1) 从X公司目标城市的2000多家医院筛选出约14000名目标医师 2) 开展18个系列 精准营销活动，根据医师用户喜好及兴趣通的约45000名目标医师点击并阅读定制内容。 过不同渠道以不同格式提供推广内容 3) 公司通过 跟进调查追踪 医师对新疗法的熟悉程度及接受程度，以调整公司策略并评估我们的营销成果。	1) 2015年至2021年，公司为Y公司进行了 106个系列精准营销推广 ，共有来自次级城市及农村地区约25000家医院 2) 在营销活动后 对医师反馈及处方模式进行分析 ，根据这些分析，为Y公司从目标领域中识别出日后可投入进一步营销工作的主要市场。
Result (结果)	1) 当年X公司向目标医院新药销售量平均增长率较无覆盖医院平均增长率高出 约28% 2) 在公司的精准营销活动后，目标医师对X公司新疗法的 认知度平均提高30%以上 ，他们开具该新疗法 处方的意愿平均增加了约35%。	1) 2016年至2019年，在公司的营销活动覆盖但医疗代表并未通过实地访问覆盖的地区， 公司Y药品的销量增加了约138% 2) 与医疗代表的实地访问相比，公司的解决方案为Y公司 降低了85%的营销成本。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

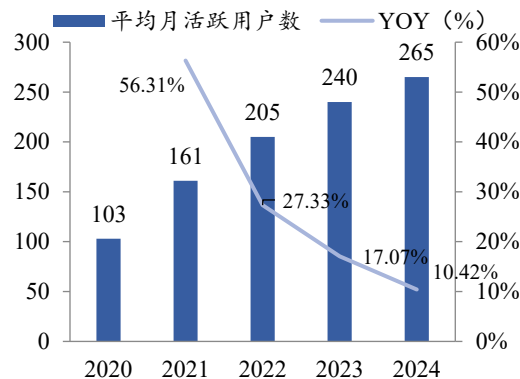
2.2 平台职业医师用户数达 400 万人，近 4 年精准营销业务产品数量 CAGR 约 28%

◆ 庞大医师群体是公司变现的基础，解决医师痛点方能维持平台活跃度

20 多年以来公司专注以科技创新助力医师作出更好的临床决策。截至 2024 年末公司平台的执业医师用户数量达 400 万人，占全国执业医师比例达 88%。同时，平台平均月活用户数达 265 万人，2020-2024 年间平均月活用户数 CAGR 约达 26.65%。若从职级划分注册医师类型，2020 年末公司注册医师用户中有 5.6%为主任医师，12.3%为副主任医师，31.1%为主治医师，25%为住院医师，其余 26%未于注册过程中列明职级；其中，主任医师、副主任医师及主治医师一般分别至少有 15 年、10 年及 5 年的临床经验，而住院医师一般有 5 年以下的临床经验。若从区域上划分，2020 年末注册医师用户约 26.1%于华东工作，21.3%于华中工作，20.3%于华南工作，约 14%于华北工作，约 7.6%于中国西南部工作，约 5.2%于西北部工作，约 3.5%于东北部工作。我们认为，公司通过优质内容（诸如临床指南、研究文献、用药指参考、临床进展以及定制内容等）留存大部分具备处方权的医师用户，而庞大的医师用户基础及用户数据有助于公司洞察医师背景、行为及喜好，进一步提升公司匹配内容、与医师建立联系及向医师精准传达相关内容的的能力，这也是正式公司核心竞争力所在。

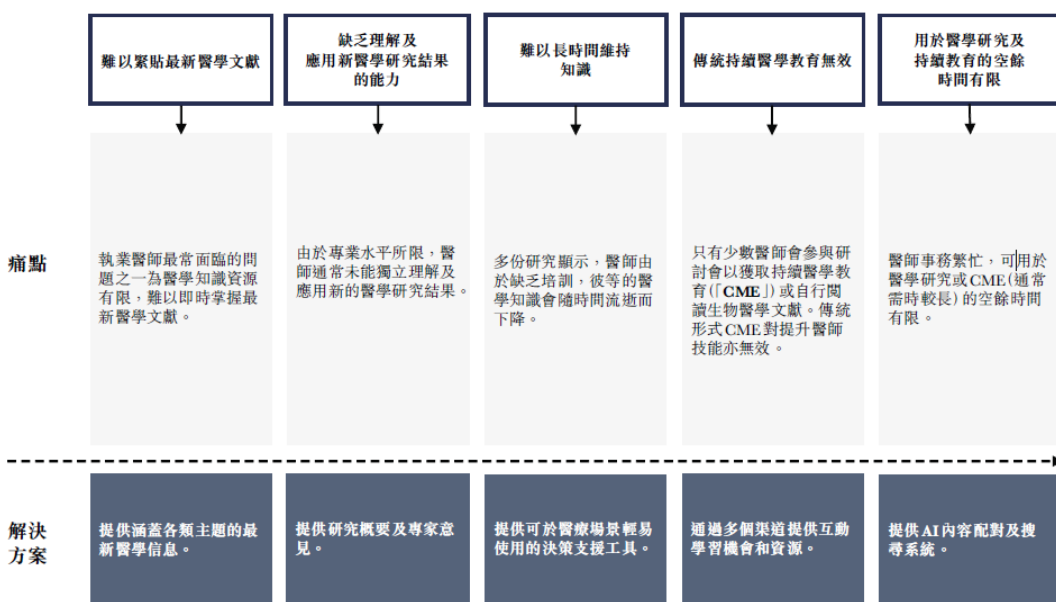
图11: 近年医脉通执业医师用户数变动


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图12: 近年公司月活人数变动趋势


资料来源：公司公告，iFinD, 信达证券研发中心

在医疗数字化生态构建中，医脉通聚焦医师核心痛点，以精准服务逻辑布局平台运营策略，维持平台活跃度。针对“难以紧贴最新医学文献”的痛点，平台通过提供覆盖全主题的最新医学信息，破解知识获取滞后难题。针对“缺乏理解及应用新医学研究结果的能力”的痛点，平台以研究概要与专家意见输出，搭建科研到临床的转化桥梁。针对“难以长时间维持知识”的痛点，平台推出临床场景易用的决策支持工具，助力知识复用与记忆强化。针对“传统持续医学教育低效”的痛点，平台依托多渠道搭建互动学习场景，重塑医学教育模式。针对“医学研究及持续教育空闲时间有限”的痛点，平台部署 AI 内容匹配与搜索系统，精准适配碎片化时间。医脉通通过“痛点识别-方案构建-生态协同”的闭环，构建医师全生命周期赋能体系，既响应医疗人才发展刚需，也为平台沉淀专业用户价值，夯实医疗服务链路粘性，诠释医疗+互联网企业在专业知识服务赛道的深耕路径，驱动医疗知识服务生态的高效迭代。

图13: 平台以医师为中心，解决其痛点方可维持平台活跃度


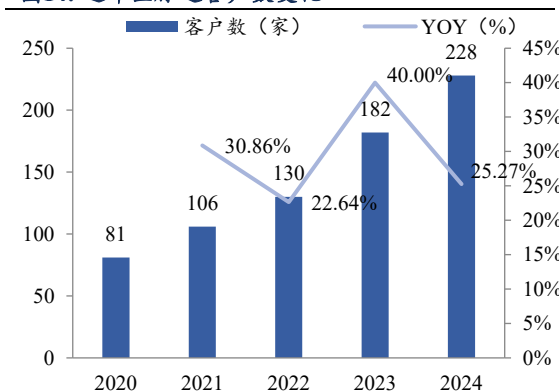
资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

◆ 药械企业系精准营销及企业解决方案的客户，“客户数量+产品数量”系驱动业务增长核心动力

我们认为精准营销及企业解决方案收入增长有 2 个关键驱动：①付费客户数量；②营销产品

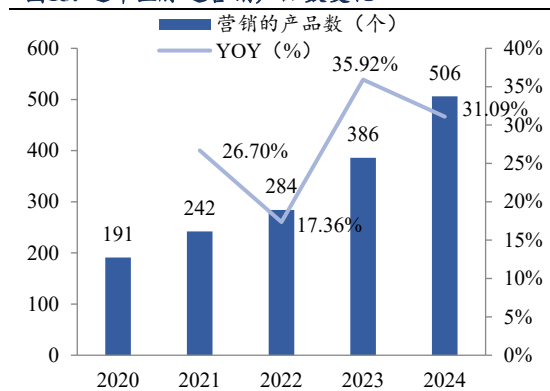
数量。在付费客户数量方面，2024 年公司付费用户数量达 228 家，2020-2024 年间付费用户数 CAGR 约 30%。在营销产品数量方面，2024 年公司营销产品数量达 506 个，2020-2024 年间营销产品数量 CAGR 约 28%。若从增速对比上看，2020-2024 年精准营销及企业解决方案收入 CAGR 约 28%，与营销产品数量 CAGR 基本一致。

图14: 近年医脉通客户数变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

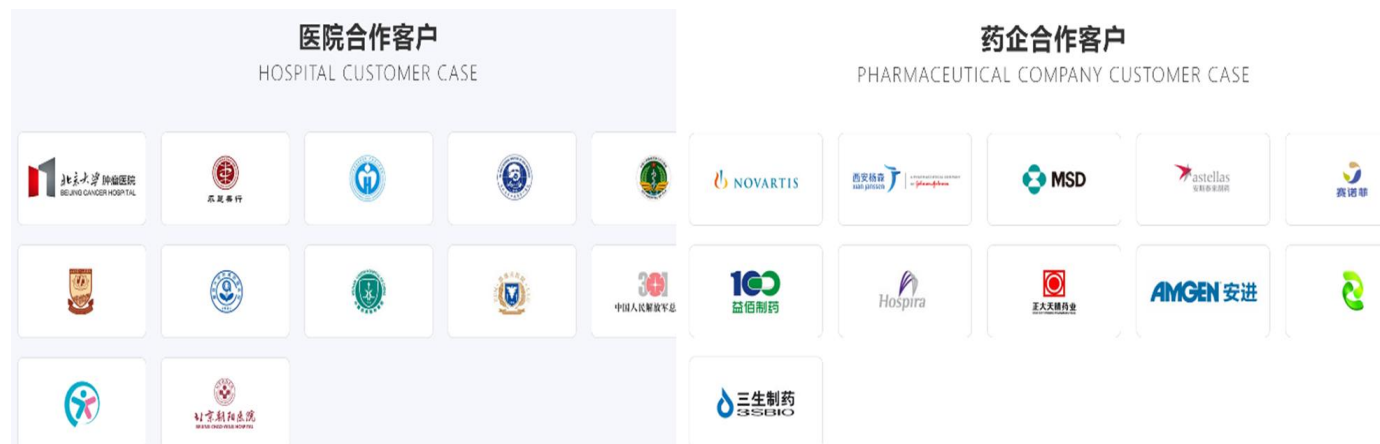
图15: 近年医脉通营销产品数变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从药企客户类型上看，2020 年按收益计算全球 20 大跨国制药公司中，18 家为公司的客户，其中 14 家公司与公司合作 5 年以上。截至 2020 年末，公司的客户群包括 81 家制药及医疗设备公司。根据弗若斯特沙利文报告，分别覆盖在中国设有业务的 29%的跨国制药公司及 9%的跨国医疗设备公司。

图16: 公司合作伙伴矩阵示意图

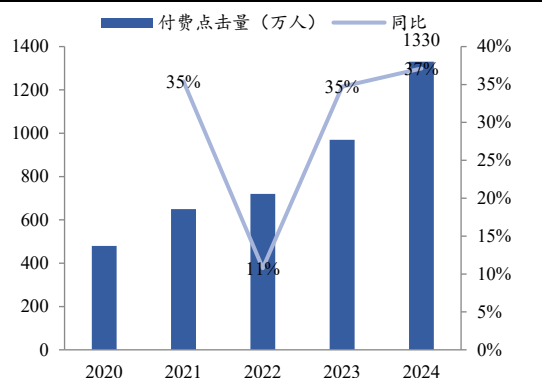


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

若从量和价的维度分析精准营销及企业解决方案收入，我们发现：①2020-2024 年间精准营销及企业解决方案的主要增长驱动力来自于付费点击量的增长，2020-2024 年间付费点击量 CAGR 约 29%，而期间单次付费点击收入 CAGR 约-1%。②付费点击量的增长主要与公司营销产品数增长相关，随着公司营销产品矩阵的扩充，公司定制化营销内容推广频次也对应提升，故相应的付费点击量也呈上升趋势。

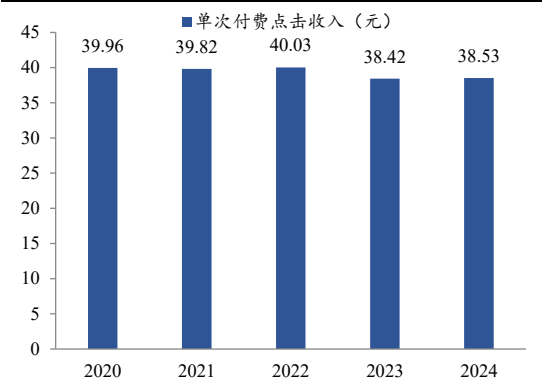


图17: 近年付费点击量变动趋势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图18: 近年单次点击收入变动趋势

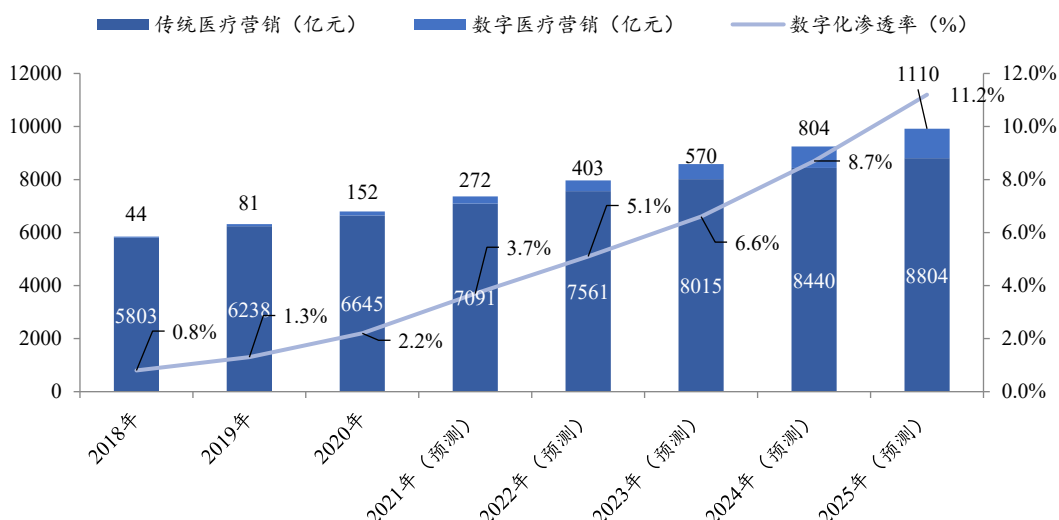


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3 “高效+合规+强洞察力”有望推动数字医疗营销规模持续增长，公司具备较强竞争力

相比于传统营销模式，数字化营销模式具备 3 大优势：①高效率。②更好的临床结果。③卓越的营销分析及洞察力。在效率方面，一方面系数字营销较传统营销便宜，根据弗若斯特沙利文报告，按每份推送成本计算，数字推送的效率较人手推送高出约十倍；另一方面系数字营销的时间效率高，与需要亲身互动的传统营销活动相比，线上营销活动可更快推行，而企业医疗客户亦可实时获得线上营销活动的反馈。在临床结果方面，数字医疗营销可以提高目标医生对药品的了解，有助于医生作出更明智的临床决策。同时，通过专业医生平台，制药及医疗设备公司的医疗代表亦可在营销活动完成后以虚拟方式联系医生并与之互动。在营销分析及洞察力方面，通过专业医生平台，制药及医疗设备公司可以轻松与目标医生进行沟通，包括与全国各地的目标医生进行虚拟会议或线上学术会议，从而提高营销活动的成效。同时，专业医生平台还通过积累用户数据所获得的洞察力进行战略分析、市场研究及营销分析，因此能够提供更准确的医生信息。

从行业发展规模上看，根据弗若斯特沙利文统计显示，2020 年中国制药及医疗设备公司的医疗营销总开支（包括主要以医师为对象的营销及推广活动，其次亦以医疗消费者和医院为对象）为人民币 6797 亿元，2018-2020 年该医疗营销总开支 CAGR 为 7.8%。其次，中国数字医疗营销市场由 2018 年的人民币 44 亿元增至 2020 年的人民币 152 亿元，复合年增长率为 85.8%。2018 年及 2020 年，数字医疗营销市场分别占中国医疗营销市场总额的 0.8%及 2.2%。我们认为，当前数字医疗营销市场占医疗营销市场比例仍较低，而数字医疗营销具备高效率、更优临床结果以及卓越营销分析及洞察力等优势，未来数字医疗营销市场或仍存在提升空间。

图19: 2018年至2025年（预测）中国企业医疗营销开支


资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

数字医疗营销平台主要竞争要素可概括为 5 个要素：①具备庞大的医师网络；②平台有活跃用户参与；③具备精准推送能力；④集成营销解决方案；⑤具备先进技术。在医师网络方面，数字医疗平台需要能够根据客户的需求接触目标医师。因此，专业医师平台（尤其是具备覆盖各个专业、年资及地区的广泛医师网络的平台）拥有提供数字医疗营销服务的有利条件。在用户参与方面，活跃的用户群使制药及医疗设备公司可以更有效地接触目标医师。专业医师平台（尤其是具有精心策划的医学信息的平台）可以满足医师对持续医学教育及临床决策支持的需求，能够更好地维持用户的高度参与及活动，因此对制药及医疗设备公司更具吸引力。在精准推送能力方面，具备可向目标医师推送最相关内容的能力对平台建立品牌认知度至关重要。精准推送方面的良好表现不仅可提升客户忠诚度，同时也有助于吸引新客户。在集成营销解决方案，可提供一站式集成解决方案（包办精准营销方案设计、赞助信息开发及精准数字推送执行）的平台，更能满足制药及医疗设备公司对符合成本效益的营销工具的需求。在技术方面，强大的技术能力使平台能够从原始数据（如用户喜好、处方模式及用户参与度）中有效开发洞察力，并实时向大量用户群提供准确的定制内容建议，这对于提供数字营销服务至关重要。

图20: 数字医疗营销竞争要素示意图



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

中国医疗数字营销平台主要有三类：①医生社区，如医脉通等；②医疗零售或线上医疗服务平台，包括京东健康、阿里健康和平安好医生等；③专科垂直平台，如良医汇和医联等。公司主要属于医生社区领域的数字营销平台，其同行包括梅斯健康、丁香园和医学界等，若从注册医生数量上看，目前医脉通注册医生数量最多。若按照已上市公司收入规模上看，医脉通的收入规模较大幅度领先于梅斯健康。

表5: 精准营销解决方案相关案例分析

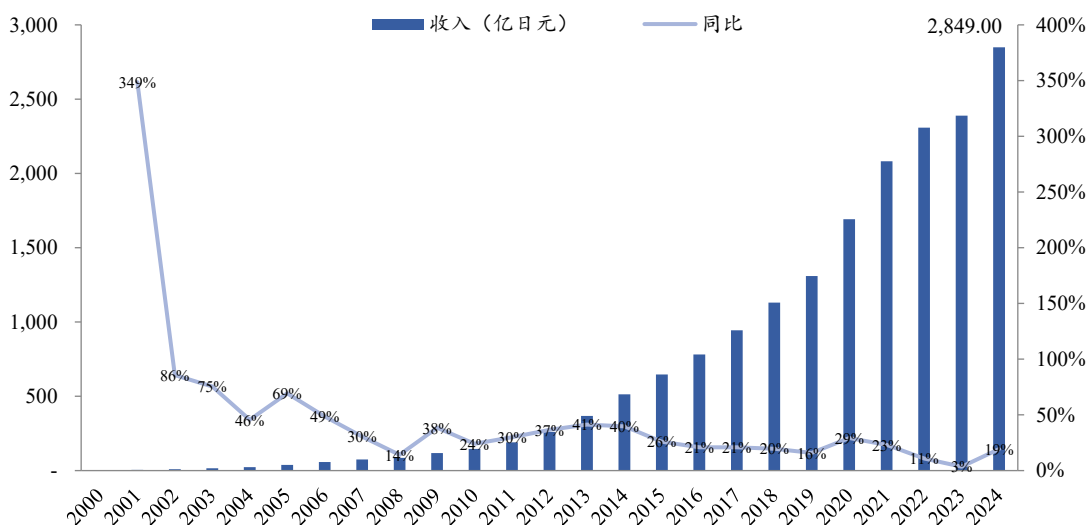
项目	医脉通	梅斯健康	丁香园	医学界
注册医生	超400万	约333万	约280万	约250万
业务模式	精准营销、药企临床	精准营销、药企临床	精准营销、付费课程、赛事赞助	精准营销、付费课程、会议赞助
收入规模	2024年5.58亿元，其中精准营销5.13亿元，智能患者解决方案0.28亿元，医学知识解决方案0.18亿元	2024年2.61亿元，其中精准营销1.15亿元，医师平台1.1亿元，真实世界研究0.36亿元	-	-
上市状态	已上市	已上市	-	-

资料来源：公司公告，梅斯健康公司公告，ifind，丁香园官网，上海杨浦融媒体中心，信达证券研发中心

2.4 M3 集团战略赋能，精准营销及企业解决方案业务潜力仍较大

M3 集团（日本股票代码 2413.T）2000 年创立于日本东京，作为全球最大的医疗信息服务供应商，其以“扩大健康寿龄人群，控制不必要的医疗支出”为宗旨，致力于优质医疗资源的全球共享，世界医疗福祉水平的改善提升。其业务涵盖最新的医疗信息、广泛的通信工具、职业发展支持等功能，覆盖了医生工作场景中的方方面面，现已成为汇聚全球医生群体的重要平台。截至 2024 年末，M3 集团在日本拥有约 34 万名医生注册，2024 年其覆盖全球 650 万医生（包括医脉通所覆盖的中国 400 万医生）。2024 年 M3 集团总收入约 2849 亿日元（若按照 2025/8/12 汇率折算，约人民币 138 亿元），近 5 年（2019-2024 年）M3 集团收入 CAGR 约 17%，近 3 年（2021-2024 年）M3 集团收入 CAGR 约 11%。

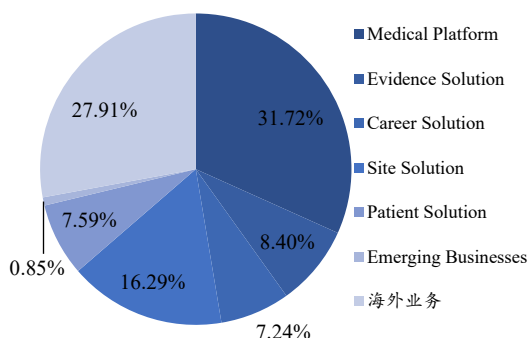
图21: 2000 年以来 M3 集团收入变动趋势



资料来源: M3 集团官网, 信达证券研发中心

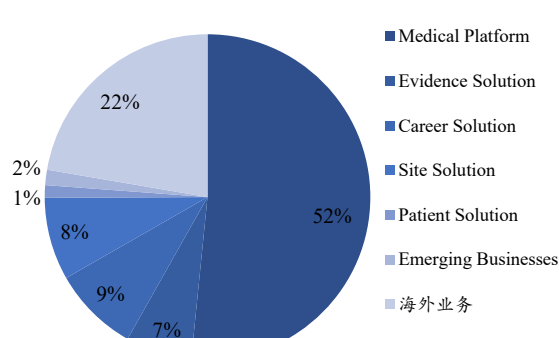
从业务结构上看，2024 财年公司医学平台业务占比约 31.72%（2024 财年该业务收入规模约 915.66 亿日元），同时其利润贡献比例约 52%（2024 财年该业务贡献利润规模约 341.05 亿日元）。对应该业务的净利率约 37%左右。

图22: 2024 财年 M3 集团收入结构



资料来源: M3 集团官网, 信达证券研发中心

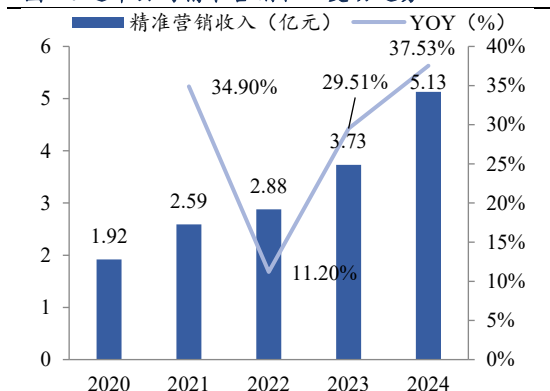
图23: 2024 财年 M3 集团利润结构



资料来源: M3 集团官网, 信达证券研发中心

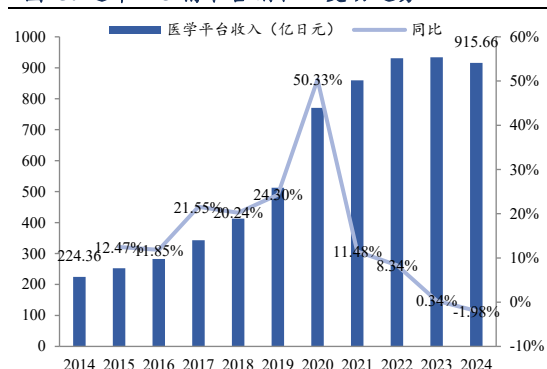
精准营销及企业解决方案业务是公司的核心业务（2024 年该业务收入约 5.13 亿元，占总收入比例约 91.86%），2019-2024 年间该业务收入 CAGR 约 28%。我们认为，当前数字医疗营销行业占医疗营销的渗透率仍较低，未来随着数字医疗营销的优势逐步呈现（高效、性价比、政策驱动等），行业渗透率有望呈现逐步提升的趋势；同时，公司作为该细分领域的龙头，业务规模有望持续增长。参照 M3 医学平台收入的规模，2024 年 M3 集团医学平台收入规模约 915.66 亿日元（若以 2025/8/12 的汇率推算，约人民币 44 亿元），而 2024 年公司精准营销收入规模仅 5.13 亿元。

图24: 近年公司精准营销收入变动趋势



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图25: 近年 M3 精准营销收入变动趋势



资料来源: M3 集团官网, 信达证券研发中心

从与日本的 M3 集团对比分析，发展历程方面，M3 集团 2000 年创立于日本东京。经过多年发展，成为全球领先的医疗信息服务供应商。医脉通由田立平三姐弟 1996 年创立，2006 年推出医脉通网站，2013 年获得 M3 集团战略投资后快速发展，2021 年正式更名为医脉通。

业务范围方面，M3 集团业务涵盖医疗平台、循证解决方案、职业解决方案等，为医疗专业人士提供行业资讯、人才招聘、市场推广等服务，还开展国际医疗信息及健康管理咨询等业务。医脉通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，重点是为药企提供面向医生的数字化精准营销服务。

市场覆盖方面，M3 集团覆盖全球 50% 以上的医师会员，旗下有 300 多家企业载体和平台，与全球多个国家与区域展开合作。医脉通主要聚焦中国市场，截至 2024 年，注册用户接近 700 万，其中超过 400 万名用户为中国执业医师，中国执业医师覆盖率达到 88%。

财务状况方面，截至 2024 财年，M3 集团实现营业收入 2849 亿日元。医脉通 2024 年营业收入为 5.58 亿元人民币。

企业规模方面，M3 集团为日股上市公司，截至 25/8/22 其总市值约为 15294 亿日元（折合人民币约 746 亿元）。医脉通为港股上市公司，截至 25/8/22 总市值约为 106 亿港元。

表6: 医脉通和日本 M3 集团的对比

对比维度	M3集团	医脉通
发展历程	2000年创立于日本东京；经过多年发展，成为全球领先的医疗信息服务供应商	1996年由田立平三姐弟创立；2006年推出医脉通网站；2013年获得M3集团战略投资后快速发展；2021年正式更名为医脉通
业务范围	涵盖医疗平台、循证解决方案、职业解决方案等为医疗专业人士提供行业资讯、人才招聘、市场推广等服务；开展国际医疗信息及健康管理咨询等业务	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；重点为药企提供面向医生的数字化精准营销服务
市场覆盖	覆盖全球50%以上的医师会员；旗下有300多家企业载体和平台；与全球多个国家与区域展开合作	主要聚焦中国市场；截至2024年，注册用户接近700万，其中超过400万名用户为中国执业医师，中国执业医师覆盖率达到88%
财务状况	截至2024财年，实现营业收入2849亿日元	2024年营业收入为5.58亿元人民币
企业规模	日股上市公司，截至25/8/22其总市值约为15294亿日元（按照25/8/22汇率折算，约746亿人民币）	港股上市公司，截至25/8/22总市值约为106亿港元

资料来源：M3C 中国平台，iFinD,医脉通官网，M3 集团官网，公司公告，新浪财经，信达证券研发中心

2.5 AI 应用助力医脉通跨入智能化时代，内容更优质、工具更便捷、营销更精准

随着 AI 技术的发展，医脉通 AI 运用遵循清晰的发展脉络。2020 年前处于初步探索期，聚焦 AI 融入业务的基础应用与效率提升，在科研支持上，1998 年发布《全医药学大词典》辅助科研术语理解，2004 年推出《医学文献王》优化文献检索管理；临床决策支持方面，2014 年自建 EDC 系统，实现临床研究数据智能化管理。2021-2023 年深化技术基建，推动多场景落地，AI 赋能精准营销，依托医生学习行为分析引擎精准触达；科研端，AI 智能选刊工具提升论文投稿效率；临床决策侧，单病种系统 LiveCDSS 覆盖诊疗全流程。2024-2025 年迈向产品化，成立医学 AIGC 研究中心，构建三大 AI 产品矩阵即 MedSeeker、MedPaper、MedAssister。从临床决策、精准营销到科研支持，全面覆盖医疗场景，以可视化、智能化技术，破解医学知识传递与临床应用难题，勾勒出医疗 AI 从工具辅助到生态构建的进阶路径，为医疗行业数字化转型注入持续动能。

表7: 医脉通 AI 的运用发展

阶段	时间/布局/产品
初步应用 2018-2023	<p>2020年前，初步探索AI融入业务，聚焦基础应用与效率提升</p> <ul style="list-style-type: none"> •AI支持科研。1998年发布《全医药学大词典》，方便医生查询专业医学词汇，辅助科研中的术语理解与运用。2004年发布《医学文献王》，辅助医生进行文献检索与管理，提升科研文献处理效率。 •AI支持临床决策。2014年自建临床试验数据管理EDC系统，帮助医院进行智能化、自动化的数据收集及管理，提高临床研究数据管理效率，为科研数据处理提供技术支持。 <p>2021-2023年，深化技术基建，与国内外众多GPT模型平台合作，实现从科研到临床多场景拓展落地。</p> <ul style="list-style-type: none"> •AI赋能精准营销。依托AI建立医生线上学习分析及内容推荐引擎，满足医生个性化学习需求同时，助力药械产品临床医生数字化教育，支持药械企业筛选目标医生，在其偏好渠道和时间精准推送内容，实现AI赋能精准营销深化。 •AI支持科研。AI智能选刊工具，输入稿件标题、摘要、关键词，选影响因子等参数，可快速AI选刊，结合平台医学编辑研究，精确度近似真人编辑，辅助科研论文投稿流程 •AI支持临床决策。推出单病种临床决策支持系统LiveCDSS，以数字化临床指南及单病种诊疗知识图谱为基础，可实现疾病风险评估、病种分型分期辅助判断、检查检验建议与结果解读、治疗方案建议、用药提醒和预警、处方审核等功能。
产品化 2024-2025	<p>2024年，成立医学 AIGC 研究中心，通过实施DeepSeek大模型的本地化部署和运用高阶RAG技术架构破解AI“幻觉”痛点。</p> <ul style="list-style-type: none"> • AI支持临床决策。医学AIGC研究中心致力于将先进的人工智能技术与丰富的医学资料相结合，打造一个全新、统一的技术平台，为医疗行业提供更加精准、高效的临床决策支持。 • AI赋能精准营销和科研。AIGC拥有提高诊疗准确性、改善患者体验、实现降本增效、协助科研论文选题、处理试验数据及论文润色等多重益处。 <p>2025年，形成AI产品矩阵，促进医学可视化，推动精准营销快速发展。</p> <p>形成三大AI产品矩阵，1) MedSeeker，可基于多元异构海量医学数据，快速生成结构化答案，并支持一键溯源验证；2) MedPaper，基于医学专业词典和千万级文献训练，可精确高效地突破语言壁垒。3) MedAssister，一站式汇聚医学指南、疾病用药要点与最新研究成果，打破信息壁垒。借助智能筛选技术，筛选匹配知识。</p> <ul style="list-style-type: none"> •AI赋能精准营销。运用MR、三维重建和AI技术，将复杂医学原理转化为直观动画，实现医学的可视化。 •AI支持科研。Medpaper Ai运用AI辅读、AI翻译等核心功能，协助前沿研究调研、论文写作、学术汇报准备等。

资料来源：医脉通官网，搜狐网站，医脉通官方网易号，医脉通官方雪球号，医脉通血液科微信公众号，公司公告，信达证券研发中心

三、以专业内容服务医师，纵向扩展智能患者管理业务

3.1 医学知识解决方案：多渠道为医师提供专业内容服务

医学知识解决方案主要通过多个便捷的渠道提供医学知识及智能工具，包括公司的网站、移动应用程序、桌面应用程序、微信小程序及微信公众号，为中国医师的诊断及治疗提供高效准确的决策支持。

传统医疗知识资源（如期刊、临床指南及学术文献）普遍存在更新滞后、体系化程度不足以及检索效率低下等问题，难以满足医务工作者及时获取前沿医学资讯以优化临床诊疗方案的需求。医脉通根据最新综合专业医学内容数据库，通过网站、移动应用程序、桌面应用程序、微信小程序及微信公众号，向医师及医疗专业人员提供医学知识解决方案，满足使用者对持续医学教育、临床决策支持、专业医学信息的需求。

平台采用差异化运营模式，部分医学内容免费开放，而临床指南数据库、医学文献王及用药参考等产品则实行会员订阅制，用户需支付定期会员费用以获取完整内容及功能权限。截至2024年，公司线上程序注册用户达700万人，其中执业医师用户达400万人，国内总执业医师覆盖率达到88.0%，平台每月平均活跃用户数提升至265万人。

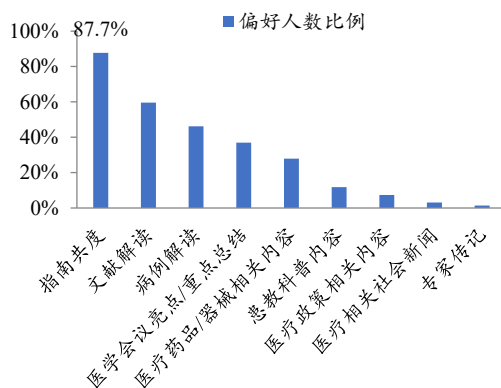
图26: 医学内容平台产品



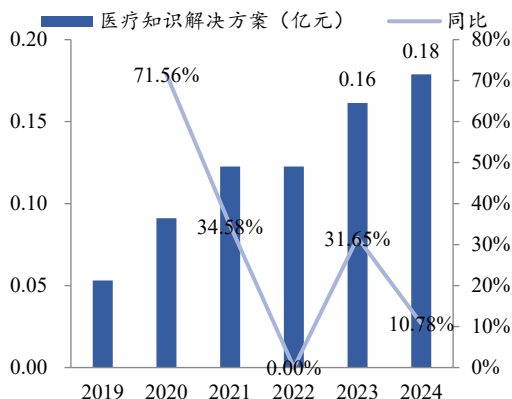
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

医脉通持续加强与国内外专业机构的战略合作，丰富平台专业医学内容，利用 AI 技术对全平台内容进行深度挖掘处理，保持医师用户的高覆盖度与活跃度。2024 年新增 3100 余份临床指南，通过 AI 翻译引擎，转化指南文献 1.8 万篇；新增药物说明书 3000 余条，累计收录量突破 3.5 万条；上线 AI 辅读功能，提升 AI 选刊、AI 润色等技术，辅助医师决策及提升科研效率。

2024 年医学知识解决方案收入为 0.18 亿元（占总收入比例约 3.2%），2019-2024 年间该业务收入 CAGR 约 27%。2021-2022 年医学知识解决方案收入基本持平，公司公告显示这主要是由于付费用户及医学知识产品的增加所带来的积极影响，和 2022 年下半年医师花费大量时间抗击疫情而相应缩短正在进行的医学教育与研究的时间所抵消。2022 年后，医学知识解决方案收入随着企业提供的医学知识产品的增加而上升。该业务 2023 年收入为 0.16 亿元（同比+31.65%），2024 年收入为 0.18 亿元（同比+10.78%）。

图27: 执业医师对医学内容的偏好


资料来源:《2024 中国医生数字生活年度报告》医脉通, 信达证券研发中心

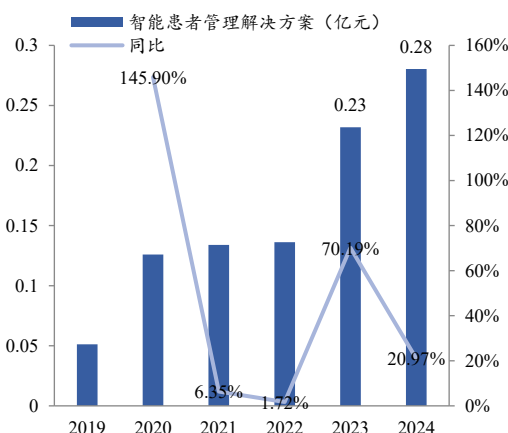
图28: 近年医学知识解决方案收入变动


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

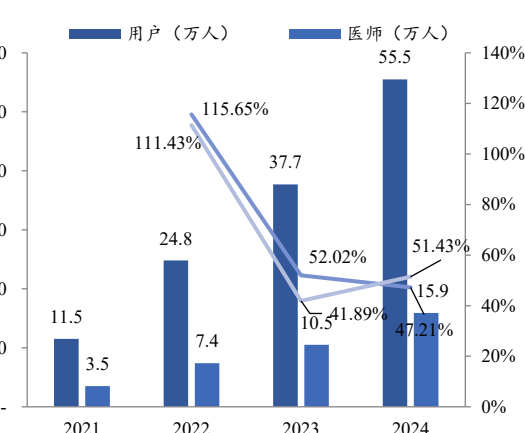
3.2 智能患者管理解决方案: 借助平台专业化优势, 纵向延伸科普、患者教育等服务

智能患者管理解决方案提供全面的单病种疾病管理服务, 包括: **1) 通过互联网医院提供患者疾病科普及治疗依从性监控及提升的管理服务:** 公司打造“医患一体化”服务, 基于药企客户药品的特点及生命周期, 结合疾病临床表现与诊疗问题, 在帮助医师解决临床问题的同时邀请医师开展患者管理合作。平台为医师提供管理工具及医学内容, 为患者提供在线诊疗、疾病教育、患者管理等服务, 公司从患者就使用互联网医院的在线咨询服务及处方服务而支付的费用中赚取佣金收益。**2) 与非盈利机构合作针对特定病情的患者教育服务:** 依托公司信息科技方面的专长, 协助合作伙伴非牟利机构开发网站、微信小程序和微信官方账号提供患者教育内容, 从合作伙伴机构收取有关开发网页和内容的服务费, 服务费根据网页模块及所选内容形式种类定。智能患者管理平台用户数量持续上升, 截至 2024 年年底, 平台已累积约 55.5 万名用户, 另外参与医师约 15.9 万名。

2021-2022 年, 智能患者管理解决方案收入同比增速较低, 主要是由于疫情导致若干非牟利组织的患者管理项目开展冻结或受到延误。自 2023 年至今, 公司建立的单病种患者管理平台初见成效及规模, 有效链接了医生和患者, 科学化、高效地实现了患者管理及教育服务。该业务 2023 年收入为 0.23 亿元 (同比+70.19%), 2024 年收入为 0.28 亿元 (同比+20.97%)。

图29: 近年智能患者管理解决方案收入变动


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图30: 近年智能患者管理平台用户数量变动


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

四、盈利预测&投资评级

4.1 业务拆分

公司业务按照产品划分可分成精准营销及企业解决方案、医学知识解决方案和智能患者管理解决方案共三大块业务。我们对公司三大业务做以下假设：

1) 精准营销及企业解决方案：由于该业务收入与覆盖产品数量和产品单产收入相关，我们假设 2025-2027 年间公司覆盖产品数量增速分别为 30%、20%、20%，而产品单产收入假设分别为 101.38 万元（同比+0%）、108.48 万元（同比+7%）、116.07 万元（同比+7%），故 2025-2027 年间该业务收入增速分别约为 30%、28%、28%。

2) 医学知识解决方案：考虑近年该业务收入增速有所放缓，我们预计 2025-2027 年间该业务收入增速分别为 10%、15%、15%。

3) 智能患者管理解决方案：考虑近年来该业务均保持 20%以上增长，我们预计 2025-2027 年间该业务收入维持 20%增长。

由于近年来公司提高内容质量并完善内容合规审核流程，同时单一客户订单规模增长或让公司存在让利的压力，毛利率有所下降，我们预计 2025-2027 年间毛利率分别为 58.1%、57.6%、57.1%。

表8: 医脉通业务拆分

项目（亿元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4.12	5.58	7.20	9.19	11.74
同比	31.21%	35.44%	29.09%	27.64%	27.70%
成本	1.61	2.31	3.02	3.90	5.04
毛利率	60.92%	58.60%	58.10%	57.60%	57.10%
1-精准营销及企业解决方案	3.73	5.13	6.67	8.56	10.99
同比	29.51%	37.53%	30.00%	28.40%	28.40%
覆盖产品数量（个）	386.00	506.00	657.80	789.36	947.23
同比	36%	31%	30%	20%	20%
产品单产收入（万元）	96.63	101.38	101.38	108.48	116.07
同比	-5%	5%	0%	7%	7%
2-医学知识解决方案	0.16	0.18	0.20	0.23	0.26
同比	33.33%	12.50%	10.00%	15.00%	15.00%
3-智能患者管理解决方案	0.23	0.28	0.34	0.40	0.48
同比	64.29%	21.74%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

4.2 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别约为 7.2 亿元、9.19 亿元、11.74 亿元，同比增速分别约为 29%、28%、28%，实现归母净利润分别为 3.28 亿元、3.8 亿元、4.44 亿元，同比分别约增长 4%、16%、16%，对应 2025/8/25 股价 PE 分别约为 30 倍、26 倍、22 倍。

表9: 医脉通盈利预测

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	558	720	919	1174
增长率YoY%	36%	29%	28%	28%
归属母公司净利润(百万元)	315	328	380	441
增长率YoY%	30%	4%	16%	16%
毛利率%	58.59%	58.10%	57.60%	57.10%
净资产收益率ROE%	6.57%	6.56%	7.26%	8.05%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.45	0.52	0.60
市盈率P/E(倍)	21.04	30.05	25.96	22.35
市净率P/B(倍)	1.39	1.97	1.89	1.80

资料来源: ifind, 信达证券研发中心; 股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价

4.3 投资评级

为综合了解可比公司的估值体系, 我们分成 3 个维度选取可比公司: ①在医药电商领域, 我们选取京东健康和阿里健康, 两者为 B2C 领域的营销平台且均为港股上市公司, 2025 年对应的预测 PE 估值均值约 41 倍。②在医疗信息化领域, 我们选取卫宁健康、创业慧康、嘉和美康作为可比公司, 2025 年对应预测 PE 估值均值约 106 倍, 2027 年对应预测 PE 均值约 38 倍。③在医生社群平台领域, 我们选择日股 M3 和美股 Doximity 作为可比公司, 两者 PE-TTM 均值约 46 倍。根据我们预测, 2025 年医脉通对应的 PE 估值约 30 倍。我们认为, 公司收入处于快速增长阶段, 同时中国创新药高质量发展亟需高效学术推广助力, 而公司在专业医师群体精准营销具备优势; 叠加后续 AI 应用或将改善公司的精准营销效率以及改善医师使用体验, 首次覆盖, 我们给予“买入”评级。

表10: 可比公司估值

类型	代码	公司	币种	总市值(亿元)	归母净利润 (亿元)				估值 (PE)			
					币种	2025E	2026E	2027E	PE-TTM	2025E	2026E	2027E
医药电商	6618.HK	京东健康	港币	2,075.27	人民币	43.69	51.06	58.61	40.81	43.56	37.27	32.47
	0241.HK	阿里健康	港币	920.66	人民币	21.42	25.14	30.15	59.95	39.42	33.58	28.00
均值				1,497.97		32.56	38.10	44.38	50.38	41.49	35.43	30.24
医疗信息化	300253	卫宁健康	人民币	240.75	人民币	3.80	4.81	5.86	-399.62	63.43	50.02	41.06
	300451	创业慧康	人民币	88.92	人民币	1.01	1.55	2.13	-44.12	88.43	57.39	41.78
	688246	嘉和美康	人民币	51.54	人民币	0.42	0.85	1.54	-19.69	123.08	60.35	33.54
均值				70.23		0.71	1.20	1.83	-31.91	105.76	58.87	37.66
医生社群平台	2413.T	M3	日元	15,266.46		-	-	-	37.79	-	-	-
	DOCS.N	Doximity	美元	126.88		-	-	-	53.96	-	-	-
均值						-	-	-	45.88	-	-	-
2192.HK		医脉通	港币	107.57	人民币	3.28	3.80	4.41	32.07	30.05	25.96	22.35

资料来源: ifind, 新浪财经, 信达证券研发中心 (注: 数据截至 2025/8/25)

注: ①可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期; ②港币兑人民币选取 0.9171

五、风险因素

- ◆ **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。医疗及互联网相关行业监管法规持续演进，若公司无法及时适应监管要求，可能面临处罚、业务限制，甚至被迫调整业务模式，对业务产生重大不利影响。
- ◆ **品牌声誉风险：**业务运营依赖平台声誉及用户信任。若因第三方关联、监管处罚、负面报导等因素导致声誉受损或用户信任下降，将削弱平台吸引力，影响业务营运及前景。
- ◆ **技术迭代适应风险：**互联网医疗行业技术发展迅速，用户需求及行业标准不断变化。若无法及时识别、开发或应用新技术以适应变化，可能导致竞争力下降，对业务及经营业绩产生不利影响。
- ◆ **数据安全与隐私风险：**国内的数据保护等相关法例严格限制收集、运用及披露个人信息资料。平台存储和处理大量用户敏感信息，若发生数据泄露、滥用或违反数据保护法规，可能面临监管处罚、用户信任流失及法律责任，损害公司业务及声誉。
- ◆ **行业竞争加剧风险：**我国医药数字营销行业尚处于发展初期，市场格局尚未稳定。若未来大量新参与者涌入，或现有竞争对手推出替代性服务，可能对公司盈利能力及行业地位构成挑战。
- ◆ **跨市场及跨行业估值差异风险：**由于公司暂无业务模式完全一致的可比公司，为了多维度分析公司的估值，我们选取了港股、A 股、日股以及美股的可比标的进行对比，同时也涉及 B2C、医疗信息化等多个领域，这或将存在跨市场及跨行业估值差异风险。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,356	4,540	4,762	5,029
现金	154	263	391	544
应收账款及票据	135	172	220	280
存货	0	0	0	0
其他	4,068	4,105	4,151	4,204
非流动资产	752	853	954	1,054
固定资产	12	14	14	15
无形资产	290	340	390	440
其他	449	499	549	599
资产总计	5,108	5,393	5,716	6,083
流动负债	207	271	346	442
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	14	18	24	31
其他	193	252	322	411
非流动负债	46	46	46	46
长期债务	0	0	0	0
其他	46	46	46	46
负债合计	254	317	392	488
普通股股本	0	0	0	0
储备	4,402	4,607	4,836	5,085
归属母公司股东权益	4,799	5,004	5,233	5,482
少数股东权益	56	72	91	112
股东权益合计	4,855	5,076	5,324	5,595
负债和股东权益	5,108	5,393	5,716	6,083

重要财务指标				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	558	720	919	1,174
同比 (%)	36%	29%	28%	28%
归属母公司净利润	315	328	380	441
同比 (%)	30%	4%	16%	16%
毛利率 (%)	58.59%	58.10%	57.60%	57.10%
ROE%	6.57%	6.56%	7.26%	8.05%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.45	0.52	0.60
P/E	21.04	30.05	25.96	22.35
P/B	1.39	1.97	1.89	1.80
EV/EBITDA	18.25	26.31	22.51	19.16

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	558	720	919	1,174
其他收入	0	0	0	0
营业成本	231	302	390	504
销售费用	33	34	41	49
管理费用	176	213	262	329
研发费用	65	0	0	0
财务费用	1	-1	-2	-3
除税前溢利	340	357	413	480
所得税	10	12	14	17
净利润	330	344	399	463
少数股东损益	15	16	19	22
归属母公司净利润	315	328	380	441
EBIT	341	356	411	477
EBITDA	357	365	421	487
EPS(元)	0.43	0.45	0.52	0.60

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	108	177	226	291
净利润	315	328	380	441
少数股东权益	15	16	19	22
折旧摊销	16	9	9	10
营运资金变动及其他	-238	-176	-183	-182
投资活动现金流	111	55	55	55
资本支出	-21	-60	-60	-60
其他投资	132	115	115	115
筹资活动现金流	-198	-181	-210	-250
借款增加	-13	0	0	0
普通股增加	2	0	0	0
已付股利	-179	-181	-210	-250
其他	-8	0	0	0
现金净增加额	79	109	128	153

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。