



健康之路 (2587.HK)

从连接者到赋能者，医疗 AI 商业化开启成长新纪元

买入（首次覆盖）

目标价：8.15 港元

華升證券研究所

陳熙

chenxi@cfcg.com.hk

+852 31666826

核心投资亮点

1. 健康之路成立于 2001 年，是国内领先的数字健康医疗服务平台，2015 年完成业务版图扩张，形成企业服务及数字营销服务、健康医疗服务双核心业务分部，2023 年启动 AI 数字员工计划，2025 年正式落地商业化，完成从传统数字医疗服务向数智化医疗生态服务商的转型。
2. 公司核心业务围绕医疗产业链各参与方展开，具备显著的生态协同共享效应。2025 年公司核心运营数据实现全面增长，健康之路平台上的注册个人用户数目增加至 2.23 亿人，注册医生数目增加至 93.4 万人，平台的医院数目增加至截至 12,870 家，平台生态效应持续凸显。
3. 2025 年公司重磅推出 AI 数字医生助手、AI 数字健康管家及定制化 AI 数字员工，标志着公司正式进入 AI+医疗商业化落地阶段。2025 年营收达 15.63 亿元，同比 2024 年增长 30.14%，较 2021 年的 4.31 亿元增长 262.6%，年复合增长率达 37.3%。2025 年依托营收高速增长、业务结构优化及规模效应释放，实现净利润 5390 万元，较 2024 年亏损 2.69 亿元实现根本性扭亏，盈利质量显著提升。
4. 我们认为企业服务及数字营销服务作为核心增长引擎，预计将受益于医药行业营销预算向数字化及真实世界研究（RWS）转移的长期趋势，保持稳健增长。AI 数字员工业务商业化元年（2025 年）收入达 3210 万元，随着在更多医疗机构及县域医共体的落地，预计将进入高速增长期。健康医疗服务作为流量基础和生态入口，预计将保持稳定。我们测算 2026-2028 年，公司营收分别为 20.58 亿元、27.04 亿元、35.14 亿元，同比增长 31.70%、31.40%、30.00%；归母净利润分别为 1.57 亿元、3.50 亿元、6.33 亿元，同比增长 189.13%、122.93%、80.71%；EPS 分别为 0.18 元/股、0.40 元/股、0.72 元/股；PE 分别为 23.75、10.66、5.90。我们认为健康之路 2025 年合理 PE 应为 40 倍，目标价 8.15 港元（1HKD=0.8778CNY），相较现价存在约 75.27% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

公司股价走势

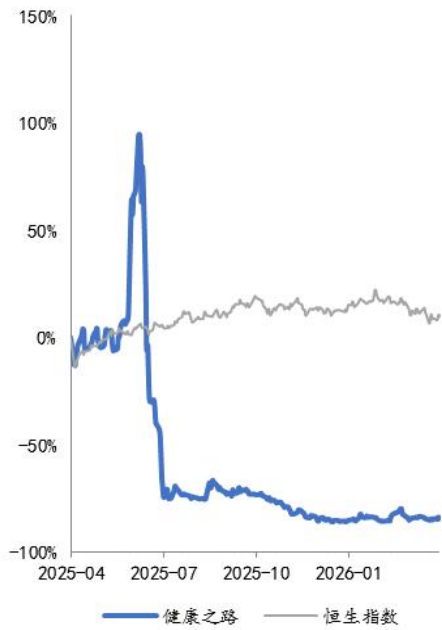
最新收盘价：4.65 港元

总市值：40.67 亿港元

市盈率：66.43

市净率：13.29

总股本：8.78 亿股



数据来源：iFind

风险提示：行业政策风险、市场竞争加剧、业务拓展不及预期、客户集中度风险、技术迭代风险

目录

一、公司业务与财务深度分析	4
1.1 公司业务全景：双板块布局，数智化转型提速	4
1.2 营收高速增长，实现扭亏为盈，盈利能力稳步提升	5
1.3 战略聚焦核心，优化业务结构	8
二、数智化+价值医疗双轮驱动，数字医疗行业迎来黄金发展期	9
2.1 行业市场规模：高速增长，2025 年突破 1.2 万亿元	9
2.2 行业发展驱动因素：四大核心动力支撑行业长期增长	9
2.3 行业发展趋势：数智化、价值医疗、生态化成为核心方向	10
2.4 行业竞争格局：集中度逐步提升，头部企业优势凸显	11
三、构建核心网络资源，占据稀缺生态卡位	13
3.1 核心资源网络：规模效应与生态协同的基石	13
3.2 AI 智能体战略：从技术概念到规模化商业落地	13
3.3 生态合作与战略卡位：拓宽护城河边界	14
四、核心业务迈入收获期，增长动能强劲	15
4.1 RWIS 与数字化营销需求爆发，构筑高增长基本盘	15
4.2 生态扩张与渠道下沉：打开新的市场边界	16
4.3 行业结构性机遇与公司内生进化	17
五、盈利预测及估值	18
六、风险提示	19

一、公司业务与财务深度分析

1.1 公司业务全景：双板块布局，数智化转型提速

健康之路成立于 2001 年，是国内领先的数字健康医疗服务平台，2015 年完成业务版图扩张，形成企业服务及数字营销服务、健康医疗服务双核心业务分部，2023 年启动 AI 数字员工计划，2025 年正式落地商业化，完成从传统数字医疗服务向数智化医疗生态服务商的转型。

公司核心业务围绕医疗产业链各参与方展开，企业服务及数字营销服务聚焦医药企业、医疗机构等 B 端客户，提供内容服务、信息技术服务、数字营销服务等全栈式解决方案；健康医疗服务面向 C 端个人用户，提供健康会员计划、医疗咨询、疾病管理等服务，同时连接医院、医生资源构建线上线下医疗服务闭环。2025 年公司核心运营数据实现全面增长，健康之路平台上的注册个人用户数目增加至 2.23 亿人，注册医生数目增加至 93.4 万人，平台的医院数目增加至截至 12,870 家，平台生态效应持续凸显。

图.公司核心运营数据



数据来源：公司年报

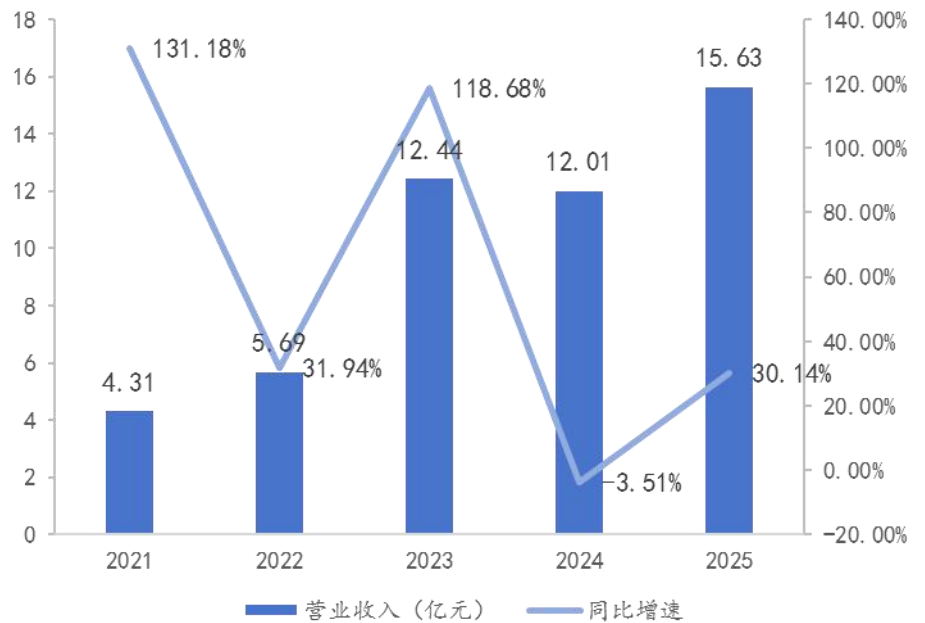
2025 年公司重磅推出 AI 数字医生助手、AI 数字健康管家及定制化 AI 数字员工，前者为 C 端用户及医生提供智能化健康管理、诊疗辅助服务，后者为 B 端企业客户实现降本增效，成为公司全新收入增长极，标志着公司正式进入 AI+医疗商业化落地阶段。

1.2 营收高速增长，实现扭亏为盈，盈利能力稳步提升

营收稳健增长，业务结构持续优化。2021-2025 年公司营收实现阶梯式增长，2025 年营收达 15.63 亿元，同比 2024 年增长 30.14%，较 2021 年的 4.31 亿元增长 262.6%，年复合增长率达 37.3%，增长动力主要来自企业服务和数字营销服务的强劲表现。

从收入结构看，公司业务结构优化效果显著，2025 年企业服务及数字营销服务收入 13.56 亿元，同比增长 42.5%，占总营收比重从 2024 年的 79.2% 提升至 86.8%；其中内容服务收入 8.88 亿元，同比增长 53.9%，成为核心增长极。健康医疗服务收入 2.06 亿元，同比下降 17.5%，主要系公司主动收缩低毛利的健康医疗综合服务包、医药销售业务所致，收入占比降至 13.2%，业务结构更趋健康。

图.公司营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，华升证券研究所

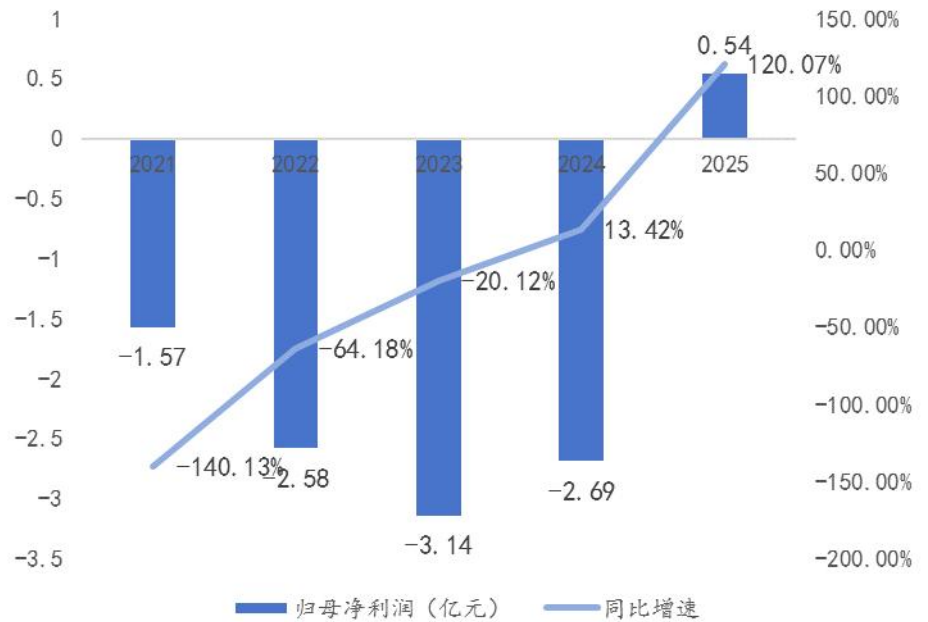
扭亏为盈，盈利质量显著改善。2021-2024 年公司受研发投入、业务扩张影响持续亏损，2025 年依托营收高速增长、业务结构优化及规模效应释

放，实现净利润 5390 万元，较 2024 年亏损 2.69 亿元实现根本性扭亏，盈利质量显著提升。

扭亏核心原因包括：1) 高毛利的企业服务及数字营销服务收入占比大幅提升，带动整体盈利水平提高；2) 规模效应下毛利总额同比增长 30.2% 至 4.76 亿元；3) AI 技术落地推动运营效率提升，费用端管控效果显现。

2021-2025 年公司净利润情况如下：

图.公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，华升证券研究所

毛利稳步增长，整体毛利率保持稳定。2025 年公司毛利达 4.76 亿元，同比 2024 年增长 30.2%，与营收增速基本匹配，整体毛利率维持 30.5%，与 2024 年持平，毛利率稳定性凸显公司成本管控能力及业务定价能力。

分板块看，各业务毛利率呈现差异化特征，企业服务及数字营销服务成为毛利核心贡献者，2025 年毛利 4.28 亿元，占总毛利的 89.8%，毛利率 31.5%，同比微升 0.4 个百分点；其中数字营销服务毛利率 37.3%，同比提升 2.3 个百分点，盈利能力持续增强。健康医疗服务毛利率 23.6%，同比下降 4.4 个百分点，主要系价值医疗服务业务收缩所致，但其医疗支持服务毛利率保持 33.2% 的稳定水平，体现了 C 端服务的盈利韧性。

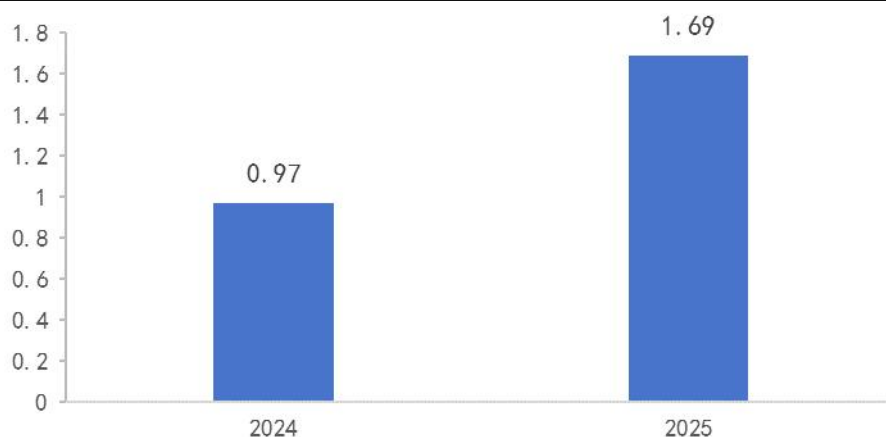
表 各业务板块毛利及毛利率

业务板块	2025 年毛利 (百万元)	2025 年毛利 率	2024 年毛利 (百万元)	2024 年毛利 率
健康医疗服务-医疗支持服务	44.3	33.2%	42.0	33.2%
健康医疗服务-价值医疗服务	4.4	6.1%	27.8	22.6%
健康医疗服务小计	48.7	23.6%	69.9	28.0%
企业服务及数字营销服务-企业服务	397.5	31.2%	268.7	30.8%
企业服务及数字营销服务-数字营销服务	30.0	37.3%	27.2	35.0%
企业服务及数字营销服务小计	427.5	31.5%	295.9	31.1%
总计	476.3	30.5%	365.9	30.5%

数据来源：公司公告

研发成本大幅增长，坚持研发驱动。公司坚持技术驱动发展，2025 年研发成本 1.69 亿元，同比 2024 年增长 74.23%，主要用于 AI 数字员工计划的研发与落地，包括医疗大语言模型训练、AI 数字医生助手/健康管家产品开发、企业定制化 AI 数字员工研发等。研发投入的大幅增长，推动公司实现 AI 技术在医疗全场景的商业化落地，构建了难以复制的技术壁垒，为后续业务增长提供核心动力。

图.公司研发费用情况 (单位: 亿元)



数据来源：公司公告

1.3 战略聚焦核心，优化业务结构

公司基于行业发展趋势，2025年实施“聚焦核心、数智化驱动、生态化扩张”三大经营战略，推动公司业绩实现质的飞跃：

(1) 业务结构优化：主动收缩低毛利、非核心的健康医疗综合服务包等业务，集中资源发力高增长、高毛利的企业服务及数字营销服务，2025年该板块收入占比提升至86.8%，成为业绩核心驱动引擎；

(2) 数智化研发加码：重点投入AI数字员工计划研发，2025年研发成本同比增长74.23%至1.69亿元，完成AI技术在医患两端、企业服务端的全场景落地，构建技术壁垒；

(3) 生态资源整合：深化医生、医院资源网络建设，同时拓展医药企业客户，2025年精准内容服务、RWS支持服务合作客户数同比分别增长246.7%、42.1%，企业服务客户黏性持续提升；

(4) 商业化能力提升：实现AI数字员工业务的首次商业化，2025年贡献收入3210万元，验证了AI技术的商业价值，为后续指数级扩张奠定基础。

未来医疗行业数智化、价值医疗趋势将持续深化，公司将继续深耕企业服务生态，加大AI技术投入，通过区域合资平台、行业生态合作实现全国化布局，推动企业服务板块跨越式增长。

二、数智化+价值医疗双轮驱动，数字医疗行业迎来黄金发展期

健康之路所处的中国数字医疗行业，是指依托互联网、大数据、人工智能、云计算等数字技术，对传统医疗健康服务进行重构与升级的新兴产业，覆盖医疗服务、医药营销、健康管理、医疗信息化等多个领域。结合公司业务布局，核心涉及医药数字化营销、医疗健康管理、真实世界研究（RWS）服务三大细分领域，属于数字医疗行业的核心赛道。

2.1 行业市场规模：高速增长，2025 年突破 1.2 万亿元

中国数字医疗行业受益于人口老龄化、居民健康需求提升、医疗数字化转型加速及政策支持，近年来实现高速增长，市场规模从 2021 年的约 5000 亿元增长至 2025 年的 1.2 万亿元，年复合增长率达 25%，远超医疗行业整体增速。行业机构预测，2030 年行业市场规模将进一步突破 2.5 万亿元，未来 5 年仍将保持 20% 以上的复合增长率，行业发展空间广阔。

其中，医药数字化营销作为数字医疗的核心细分赛道，受益于医药企业传统营销模式转型、合规趋严及数智化工具普及，市场规模增速高于行业平均，2025 年市场规模超 2000 亿元，成为驱动数字医疗行业增长的重要引擎；真实世界研究（RWS）服务随着其在药品研发、医保准入中的核心地位确立，市场需求呈现爆发式增长，成为数字医疗行业的全新增长极。

2.2 行业发展驱动因素：四大核心动力支撑行业长期增长

政策驱动：医疗数字化转型成为国家战略，政策支持持续加码

国家层面持续出台政策推动医疗健康产业数字化、智能化转型，明确提出“发展数字医疗，构建线上线下一体化的医疗服务体系”，同时鼓励真实世界研究在药品研发、临床决策中的应用，为数字医疗行业发展提供了坚实的政策基础。此外，医药行业合规政策趋严，推动医药企业从传统人力营销向精准数智化营销转型，直接拉动了医药数字化营销服务的市场需求。

技术驱动：AI 技术深度渗透，重塑医疗服务范式

人工智能、大数据、医疗大语言模型等技术的快速发展与落地，成为

数字医疗行业的核心技术驱动力。AI 技术能够实现医疗服务的智能化、个性化与高效化，在医生诊疗辅助、患者健康管理、医药精准营销、真实世界研究数据挖掘等场景实现全链路应用，如健康之路的 AI 数字医生助手、AI 数字员工等产品，通过技术赋能实现医疗产业链各环节的降本增效，推动行业从“数字化”向“数智化”升级。

需求驱动：人口老龄化+健康需求升级，催生数字医疗新需求

中国人口老龄化程度持续加深，60 岁以上老年人口占比超 19%，慢性病患者数量持续增长，对健康管理、疾病诊疗的需求呈现个性化、多元化特征。传统线下医疗服务资源紧张、分布不均的问题难以满足居民日益增长的健康需求，数字医疗通过线上线下融合的服务模式，打破时空限制，提升医疗服务可及性，成为解决医疗资源供需矛盾的重要途径。同时，居民健康意识提升，主动健康管理需求增长，推动 C 端健康管理服务市场快速发展。

产业驱动：医药企业数智化转型，B 端需求爆发式增长

医药行业竞争加剧、研发成本高企及医保控费背景下，医药企业面临降本增效、精准营销的核心需求，传统依赖线下学术推广、人海战术的营销模式已难以适应行业发展趋势，数智化转型成为医药企业的必然选择。医药企业对精准内容服务、真实世界研究服务、数字化营销工具、AI 数智化解决方案的需求呈现爆发式增长，为数字医疗 B 端服务市场提供了广阔的发展空间。

2.3 行业发展趋势：数智化、价值医疗、生态化成为核心方向

数智化成为行业核心发展主线，AI 技术实现全场景落地

人工智能技术将成为数字医疗行业的核心底层技术，从工具层、服务层到解决方案层实现全场景渗透，推动医疗服务从“信息化”向“智能化”升级。未来，AI 数字员工、AI 诊疗助手、AI 健康管家等产品将成为行业标配，实现医患两端、医药企业、医疗机构的智能化服务闭环，提升行业整体运营效率。同时，医疗大语言模型、多模态数据挖掘技术的发展，将进一步释放医疗数据的价值，为真实世界研究、精准医疗提供核心支撑。

价值医疗成为行业发展核心，真实世界研究（RWS）地位凸显

医疗行业从“以疾病为中心”向“以患者为中心”、“以价值为中心”转型，价值医疗成为行业发展核心方向。真实世界研究（RWS）作为药品

研发、医保准入、临床决策的核心决策依据，其应用场景将持续拓宽，市场需求呈现爆发式增长。具备医生资源、数据资源、技术能力的数字医疗企业，将成为 RWS 服务的核心提供者，构建起行业核心竞争壁垒。

医药数字化营销进入精准化、全链路阶段

医药数字化营销将从传统的流量投放、广告推广，向精准化、全链路、生态化转型，依托大数据、AI 技术实现医生洞察、患者管理、营销转化的全链路闭环。如健康之路打造的“四大核心通道+两大枢纽型中心载体”营销体系，通过整合临床路径、药店终端、流量平台等资源，实现营销信息的精准分发与服务的无缝递送，成为医药数字化营销的主流模式。未来，医药企业将更注重营销的效果与价值，具备全栈式数字化营销解决方案能力的企业将占据行业主导地位。

行业生态化整合加速，构建多方协同的数字医疗生态

数字医疗行业的竞争已从单一产品/服务竞争，转向生态化竞争，行业参与者将通过资源整合、战略合作、区域布局等方式，构建覆盖医药企业、医疗机构、医生、患者的多方协同数字医疗生态。如健康之路计划通过区域合资平台实现全国化布局，整合地方行业资源，构建企业服务生态共同体。未来，具备生态资源整合能力、全产业链服务能力的数字医疗企业，将在行业竞争中占据优势地位。

2.4 行业竞争格局：集中度逐步提升，头部企业优势凸显

中国数字医疗行业目前处于成长期，市场参与者众多，竞争格局较为分散，但随着行业技术壁垒、资源壁垒逐步提升，市场集中度正逐步提升，头部企业优势持续凸显。

从医药数字化营销及 RWS 服务赛道看，竞争格局呈现“头部集中、差异化竞争”特征，健康之路凭借深厚的医生/医院资源网络、全栈式的企业服务解决方案、领先的 AI 技术研发与商业化能力及丰富的真实世界研究经验，成为行业标杆企业，2025 年合作医药企业超 80 家，交付真实世界研究报告 911 份，在行业内形成了难以复制的竞争优势。此外，京东健康、阿里健康等互联网医疗巨头依托流量优势布局医药数字化营销赛道，与健康之路形成差异化竞争；同时，部分中小型企业聚焦单一细分领域，形成特色化竞争优势。

整体来看，随着行业数智化升级、生态化整合加速，具备技术、资源、

全产业链服务能力的头部企业将进一步抢占市场份额，行业竞争格局将持续优化，集中度逐步提升。

三、构建核心网络资源，占据稀缺生态卡位

健康之路作为中国领先的全周期数字健康医疗服务平台，凭借其独特的“平台+生态+AI智能体”商业模式，构建了以医疗资源网络、真实世界研究（RWS）能力、AI技术商业化落地为核心的多维度竞争壁垒。公司正从传统的连接服务平台，向以数据和AI驱动的医疗产业“智能底座”转型，其护城河在政策红利与行业数字化浪潮下持续加深。

3.1 核心资源网络：规模效应与生态协同的基石

健康之路最根本的竞争力在于其二十余年积累的、难以复制的医疗资源网络与用户基础。截至2025年末，平台注册个人用户达2.231亿人，注册医生93.4万人，连接医院12,870家（其中三甲医院覆盖广泛）。这一规模在中国数字健康服务平台中位居前列，形成了强大的双边网络效应：庞大的患者流量吸引更多医生和医院入驻，而丰富的医疗资源又进一步增强了平台对用户的吸引力。更重要的是，公司通过派驻超过1500名线下医助深入合作医院，实现了对诊疗核心场景的物理卡位，这种“线上平台+线下服务”的深度结合，构筑了纯线上平台难以逾越的运营壁垒。

公司构建了清晰的“健康医疗服务”（C端）与“企业服务及数字营销服务”（B端）双轮驱动模式，且B端已成为业绩增长的绝对核心。

B端飞轮（增长主引擎）：2025年，企业服务及数字营销服务收入达13.56亿元，同比增长42.6%，占总营收比重提升至86.8%。该业务主要包括为药企提供的真实世界研究（RWS）支持服务和数字营销服务。在医药行业营销合规化、数字化转型的背景下，药企对基于真实临床数据的学术推广和疗效验证需求爆发。健康之路依托其庞大的医生网络和诊疗数据，全年交付RWS报告911份，同比增长39.5%，已成为众多药企的首选合作伙伴。这一业务模式具备高客户黏性、高专业壁垒和强政策顺应性。

C端飞轮（生态基础与流量入口）：C端业务虽收入占比下降，但其价值在于持续积累高质量的用户健康数据与诊疗行为数据，为B端服务提供数据源泉和应用场景，同时维持平台的活跃度与品牌影响力。

3.2 AI智能体战略：从技术概念到规模化商业落地

与许多互联网巨头仍处于AI健康应用探索期不同，健康之路的AI战

略已实现清晰的商业化闭环。公司自主研发的“HealthClaw”AI 数字员工体系，包含“AI 数字医生助手”和“AI 数字健康管家”，在推出首年即实现销售收入超 3200 万元。

“医助+健康管家”双智能体：AI 医生助手已在全国 20 余家医疗机构落地，深度嵌入诊前、诊中、诊后流程，提升诊疗效率。AI 健康管家则通过微信等渠道提供 7×24 小时的个性化健康管理服务。

务实的技术路径：公司创始人张万能先生明确提出“不卷大模型”，而是聚焦于医疗垂直场景的 AI 应用落地。近期与宇树科技合作探索“AI 医助+机器人医助+真人医助”三级服务体系，标志着其 AI 能力正从虚拟空间向物理世界延伸，构建更完整的服务闭环。

标杆项目验证：2026 年初中标安吉县人民医院患者全病程管理服务采购项目，并将服务从单一医院延伸至整个县域医共体，证明了其 AI 解决方案在基层医疗市场的实用性与可复制性，为开拓全国近 1.8 万家县级医院市场打开了空间。

3.3 生态合作与战略卡位：拓宽护城河边界

公司通过深化与产业巨头的合作，不断巩固和扩大其生态优势：

与中国移动的“通信+健康”生态：连续中标中国移动康养服务项目，借助运营商庞大的用户基础与政企渠道，将医疗健康服务融入更广泛的消费与政企场景，实现了低成本的用户触达与业务拓展。

与保险机构的“保险+健康管理”探索：与太保财险等机构探讨在医疗场景下的保险产品创新，探索数据赋能保险精算与风险控制的新模式，开辟了“健康管理+金融”的潜在增长曲线。

产业生态定位：不同于阿里健康、京东健康以医药电商为核心，或平安好医生以在线问诊为重心，健康之路更侧重于成为医疗产业的“赋能者”与“连接器”，聚焦 B 端服务，避开了 C 端流量的直接红海竞争，形成了差异化的市场定位。

四、核心业务迈入收获期，增长动能强劲

作为中国领先的全周期数字健康医疗服务平台，健康之路在 2025 年成功实现扭亏为盈（净利润 5433.8 万元），标志着公司从战略投入期正式进入价值收获期。其业绩增长将主要依托于真实世界研究（RWS）与内容服务的政策红利、AI 数字员工的规模化落地与生态赋能，以及县域医疗与战略伙伴合作的渠道扩张三大核心驱动力，在“健康中国”与“数字中国”双战略叠加的万亿级市场中持续释放增长潜力。

4.1 RWS 与数字化营销需求爆发，构筑高增长基本盘

真实世界研究（RWS）：政策东风下的确定性增长极。

RWS 业务已成为健康之路企业服务板块中最具爆发力的增长点。2025 年，公司为 81 家医药企业及其他实体交付 RWS 报告 911 份，同比增长 39.5%。其增长逻辑坚实。

政策驱动需求：随着国家医保局推动利用真实世界证据支持医保科学精细化管理，RWS 正成为药品研发、医保准入和疗效评价的核心决策依据。行业对高质量、合规临床数据的需求呈爆发式增长。

数据与专业壁垒：公司依托超过 93.4 万名注册医生和 2.23 亿注册用户形成的生态，积累了超 2 亿条医患交互数据，这是开展高质量 RWS 的稀缺资源。公司已建立标准化的研究流程和专业团队，服务客户包括众多头部药企，客户黏性高。

市场空间广阔：在医药营销合规化与集采常态化的背景下，药企的营销预算正加速从传统模式向基于学术证据的数字化营销转型。预计高达 8000 亿至 1 万亿元的传统营销预算正在转移，为健康之路的 RWS 及关联的内容服务打开了巨大的市场空间。2025 年，公司内容服务收入达 8.88 亿元，同比增长 53.9%，占总收入 56.8%，印证了这一趋势。

AI 数字员工：从产品验证到规模化复制的第二曲线

公司自主研发的“AI 数字员工”（包括 AI 医生助手和 AI 健康管家）在 2025 年实现商业化“从 0 到 1”的突破，首年即创造销售收入超 3200 万元。这标志着其 AI 战略已从技术研发迈入商业化收获期，未来增长路径清晰。

院内场景深化：AI 医生助手已在全国 20 余家医疗机构落地，实现智能预问诊、自动生成病历、诊后随访等全流程自动化。其价值在于显著提

升医生效率、降低运营成本。公司计划为平台超 90 万名医生全面部署 AI 助理，市场渗透空间巨大。

县域医疗蓝海市场：2026 年初，公司中标安吉县人民医院数智化项目，并将合作从单一医院延伸至整个县域医共体。这验证了其解决方案在基层医疗市场的可复制性。全国有超过 1.8 万家县医院，随着国家推动紧密型县域医共体建设和基层医疗智能化，该市场有望在 2026-2027 年集中释放订单，成为 AI 业务规模化增长的关键。

B 端赋能变现：公司面向药企、保险等机构提供可按需定制的 AI 数字员工解决方案，助力其实现精准营销和患者管理。这种 To B 的软件服务模式（SaaS）具备高毛利和可扩展性，是未来重要的收入增量来源。

4.2 生态扩张与渠道下沉：打开新的市场边界

深化“通信+健康”战略，卡位国民级流量入口

健康之路与中国移动的深度绑定，是其生态扩张的典范。公司在 2025 年连续中标中国移动“康养高价值服务”与“康养互联网医疗原子服务”两大项目。这不仅带来了直接的订单收入（后者项目预算达 6430 万元），更具战略意义的是：

获取海量用户入口：中国移动拥有超 10 亿移动用户，健康之路通过提供普通咨询、专家咨询、爱家家医等基础原子服务，能够以极低成本触达海量潜在用户，为其 C 端和 B 端服务引流。

探索“To C+To B+To G”全维度服务：合作已从个人健康管理延伸至企业员工健康管理、智慧城市建设等领域。借助中国移动的政企渠道，公司可快速将企业健康管家等解决方案推广至广大政企客户，开辟企业健康服务新市场。

模式可复制性：与中国移动的成功合作模式，为公司与其他大型运营商、保险机构或互联网平台开展类似合作提供了标杆，有望在未来复制到更多生态伙伴。

县域医疗数字化：政策驱动下的千亿级下沉市场

国家持续推进分级诊疗和紧密型县域医共体建设，县域医疗机构的数字化、智能化升级已成为明确的政策导向和刚性需求。健康之路凭借其“AI 数字员工+全病程管理”的解决方案，精准切入这一市场。

标杆项目引领：安吉县项目的成功，证明了公司具备为整个县域提供数字化升级整体解决方案的能力。这种“由点及面”的拓展模式，具备强大的示范效应。

服务内容延伸：县域市场不仅需要信息化系统，更需要能提升医疗服务能力、改善患者体验的运营服务。健康之路的 AI 医助、健康管家，以及陪诊、预约挂号等组合服务，能够满足县域医疗机构“提效、增收、优服”的多重需求。

市场空间测算：全国近 2000 个县级行政区，每个县域的数字化升级项目价值可达千万级。即使获得部分市场份额，也将为公司带来可观的增量收入。

4.3 行业结构性机遇与公司内生进化

医药行业营销预算的结构性转移

在带量采购和合规监管双重压力下，药企的营销模式正发生根本性变革。由“带金销售”为主大规模转向基于学术证据的数字化营销和真实世界研究。健康之路作为连接超 90 万医生、拥有庞大真实世界数据资产的平台，是这一预算转移的核心承接方之一。其数字营销服务（2025 年服务广告主 92 家）和 RWS 业务将直接受益于这一长达数年的行业趋势。

平台网络效应与数据飞轮加速

公司的增长具备强大的内生动力：更多的医生和医院入驻平台，吸引更多患者使用服务，产生更丰富的诊疗数据；更高质量的数据又能训练出更精准的 AI 模型，提升对医生和药企的服务能力，从而吸引更多生态伙伴加入。截至 2025 年末，平台注册医生数达 93.4 万人，连接医院 12870 家，注册用户 2.231 亿人。持续扩张的生态网络本身，就是强劲的增长引擎。

从“服务提供商”到“生态赋能者”的战略升级

公司正从提供单一的健康医疗服务，升级为以 AI 和数据能力赋能整个医疗健康产业的生态平台。除了赋能药企（RWS、数字营销）和医疗机构（AI 数字员工），公司还与京东科技等达成战略合作，探索智慧医疗、数智金融等创新领域。这种定位的升维，将打开更广阔的 To B 市场空间，提升公司的估值天花板。

五、盈利预测及估值

企业服务及数字营销服务作为核心增长引擎，预计将受益于医药行业营销预算向数字化及真实世界研究（RWS）转移的长期趋势，保持稳健增长。AI 数字员工业务商业化元年（2025 年）收入达 3210 万元，随着在更多医疗机构及县域医共体的落地，预计将进入高速成长期。健康医疗服务作为流量基础和生态入口，预计将保持稳定。

我们测算 2026-2028 年，公司营收分别为 20.58 亿元、27.04 亿元、35.14 亿元，同比增长 31.70%、31.40%、30.00%；归母净利润分别为 1.57 亿元、3.50 亿元、6.33 亿元，同比增长 189.13%、122.93%、80.71%；EPS 分别为 0.18 元/股、0.40 元/股、0.72 元每股；PE 分别为 23.75、10.66、5.90。我们认为健康之路 2025 年合理 PE 应为 40 倍，目标价 8.15 港元（1HKD=0.8778CNY），相较现价存在约 75.27% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表：盈利预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（人民币，百万元）	1,562.50	2,058.40	2,704.50	3,514.90
yoy	30.10%	31.70%	31.40%	30.00%
归母净利润（人民币，百万元）	54.3	157	350	632.5
yoy	/	189.13%	122.93%	80.71%
每股收益（人民币，元）	0.06	0.18	0.40	0.72
PE	68.70	23.76	10.66	5.90

资料来源：公开资料整理，华升证券研究所

六、风险提示

行业政策风险：医疗数据应用、互联网诊疗监管政策变化可能影响业务模式。

市场竞争加剧：可能面临来自互联网巨头、传统医疗 IT 公司在 AI 医疗和 RWS 领域的竞争。

业务拓展不及预期：县域医疗市场拓展、AI 产品在大型医院的渗透可能慢于预期。

客户集中度风险：企业服务收入可能对部分大型药企存在一定依赖。

技术迭代风险：AI 大模型技术快速迭代，若公司研发跟进不及，可能导致产品竞争力下降。

免责声明

以上内容是华升证券基于公开信息所做的判断，仅代表个人或嘉宾观点。股市波动与很多因素有关，投资决策是个人基于自己的研究分析所做的决定，本报告（文章）目的在于事实、观点分享，不构成任何投资建议。本报告（文章）未经华升证券和作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用本报告（文章）的全部或部分内容。华升证券对任何第三方的未经授权行为所产生的影响不承担任何责任，同时保持实施法律行动的权利。
