

# 医脉通 Medlive Technology (2192 HK)

## 医脉通深度：中国最大医生平台，内容专业，变现成熟，长期高增长

Medlive In-Depth Report: China's Largest Physician Platform, Professional Content, Mature Monetization, Sustained High Growth

观点聚焦 Investment Focus

### 维持优于大市 Maintain OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$11.60
目标价	HK\$15.00
HTI ESG	5.0-5.0-5.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	
市值	HK\$8.50bn / US\$1.10bn
日交易额 (3个月均值)	US\$9.05mn
发行股票数目	732.88mn
自由流通股 (%)	25%
1年股价最高最低值	HK\$15.82-HK\$6.72

注：现价 HK\$11.60 为 2025 年 04 月 10 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-22.9%	31.2%	44.0%
绝对值 (美元)	-22.7%	31.7%	45.4%
相对 MSCI China	-9.4%	22.8%	26.3%

¥ mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	558	726	944	1,227
Revenue (+/-)	36%	30%	30%	30%
Net profit	324	322	345	389
Net profit (+/-)	19%	-1%	7%	13%
Diluted EPS (¥)	0.45	0.43	0.47	0.53
GPM	58.6%	58.6%	58.6%	58.6%
ROE	6.8%	6.1%	6.2%	6.5%
P/E	26	27	25	22

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**中国最大医生平台，提供数字化精准营销解决方案。**公司已覆盖中国超过 400 万的注册医师，覆盖率达到 88%，为国内外医疗企业提供数字营销解决方案，帮助扩大销售。2024 年公司收入规模达到 5.6 亿元，公司收入主要来源于，1) 精准营销及企业解决方案，收入占比 82%；2) 医学知识解决方案，收入占比 3%，3) 智能患者管理解决方案，收入占比 5%。

**领先的医学信息平台，中立、专业、权威、时效性强。**公司核心壁垒之一是医学内容专业。医生是长期学习职业。市场上存在大量过时、偏误的医学信息，只有少数平台能够提供专业、准确内容，帮助医生临床决策。公司长期跟进海内外一线学术会议、医学进展，经编辑、可视化，向医生推送，建立了中立、专业、权威的学习生态，其他行业参与者短期难以复制。

**营销精准，变现成熟，效果可验证。**公司核心壁垒之二是提供了可验证效果的解决方案，不仅仅是“广告”。公司通过 AI 等技术为医生建立行为画像，形成了事前调研、按医生科室和职称分期推送，事后量化效果的闭环营销能力，并提供真实世界研究、临床数据管理、学术会议、展会举办的综合方案，满足 B 端多种需求。我们认为，公司在营销能力、服务水平方面领先行业。

**轻资产运营，极具规模效应，长期高增长。**2018-2024 年，公司收入复合增速 37%，主要因营销产品数量扩大 5 倍，从 99 款增加到 506 款。我们认为，公司的经营模式规模效应强，主要成本是医学编辑和内容开发费用。同时，公司无库存，账期短，资产轻。2024 年底，国家药监局首次对“医药代表管理办法”征求意见，要求医药代表严格备案，只进行学术推广，不事销售。该政策有望变革药械产品推广模式，扩大线上营销市场。

### 盈利预测及估值

我们预计公司 2025-2027 年收入规模为 7.3 亿元/9.4 亿元/12.3 亿元，增速为 30%/30%/30%。考虑到美元利率下行风险，我们预计利息收入每年减少 3000-4000 万元，扣除利息的经调整利润率稳定在 21%的水平（2024 年）。我们预计公司经调整净利润分别为 3.2 亿元/3.5 亿元/3.9 亿元，增速为 -1%/7%/13%；扣利息的经调整净利润分别为 1.5 亿元/2.0 亿元/2.6 亿元，增速为 28%/29%/33%。

我们认为，公司作为国内专精精准数字营销的稀缺标的，受益于中国创新药械数量增长及营销合规化，参考海外可比公司日本 M3 和美国 Doximity 进行估值，给予 2025 年 32XPE，对应 15.0 港币/股，维持“优于大市”评级。

### 风险提示

国内医疗行业监管、创新药发展不及预期的风险，药企营销观念迟滞的风险、行业竞争格局加剧的风险。

孟科舍 Kehan Meng  
kh.meng@htisec.com

孙旭东 Xudong Sun  
xd.sun@htisec.com

## 目录

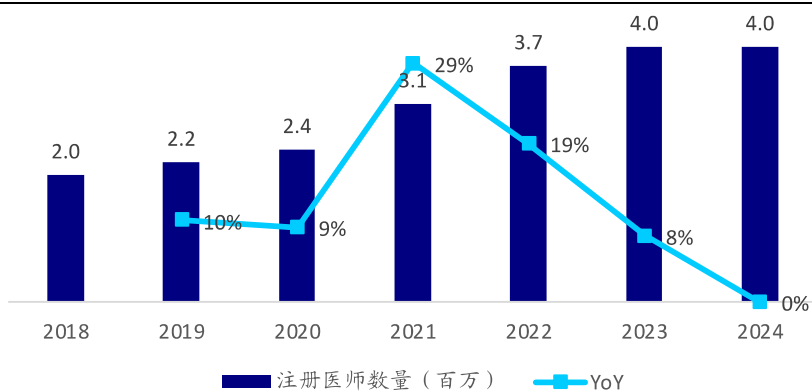
一、医脉通：中国最大医生平台，内容专业，变现成熟，长期高增长.....	3
1.1 主营业务：向医生推送医学信息，帮助药企扩大销售 .....	3
1.2 发展历程：将医学信息产品化，战略合作跨国企业 M3，构建数字营销能力 .....	4
1.3 治理结构：资深且专业的管理团队，股权结构清晰 .....	5
二、行业：中国医疗数字营销市场空间广阔，线下监管趋严下有望快速发展.....	6
2.1 市场潜力：中国医药企业线上营销费用投入有望持续提升 .....	6
2.2 竞争格局：头部企业有马太效应，“精准”和“效果评估”是平台核心能力 .....	9
2.3 医生画像：线上已成为医生学习的主要渠道，仍存在较多未满足需求 .....	11
三、财务：2018-2024 年收入高增长，利润率高，极具规模效应 .....	13
3.1 盈利能力：2018-2024 年收入复合增长 37.3%，利润复合增长 69.0%，经营利润率高达 21.2%.....	13
3.2 收入结构：精准营销及企业解决方案为核心，三类业务相辅相成 .....	14
3.3 成本结构：主要经营成本为编辑、专家费、专利和版权成本，极具规模效应 .....	15
四、盈利预测及估值.....	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 估值.....	17
五、风险提示 .....	17

一、医脉通：中国最大医生平台，内容专业，变现成熟，长期高增长

1.1 主营业务：向医生推送医学信息，帮助药企扩大销售

医脉通是中国领先的精准数字营销服务平台。公司前身是成立于1996年的特科能软件技术，奠定了专业医学知识工具的基因。经过近30年的深耕，公司搭建了医学信息网站和多款软件产品为一体的综合平台。截至2024年末，平台注册执业医师超过400万，占中国总执业医师数量的88%，先发优势显著。

图1 医脉通注册医师数量



数据来源：公司年报，海通国际

公司主要服务 B 端药械企业，以医学信息为核心，衍生三类业务。

- ① 医学知识服务：业务基础。用持续更新、专业的医学信息培养医生用户粘性，对平台工具收取年费，如临床指南、用药参考、诊疗知识库等。
- ② 精准营销及企业解决方案：核心盈利方式。调研、定制营销内容和方案，分期推送至目标医生，按照点击次数收费。针对科研和临床需求，公司提供真实世界研究、临床数据管理等企业级服务，按照项目/软件收费。
- ③ 患者管理：探索 C 端变现。早期为非营利组织或药企提供患教服务。2021年，公司开始通过自有互联网医院提供在线诊疗和患者管理服务。

图2 公司主要服务 B 端药械企业，以医学信息为核心，衍生三类业务

业务	内容	定位	2024年收入 (百万元)	收入占比
精准营销及企业解决方案	向药械企业收费（文字：e信使/视频：e脉播）。 • 精准营销：调研、定制营销内容和方案，分期精准推送至处方医生； • 企业解决方案（SaaS）：支持药械及CRO企业的科研、临床需求，包括真实世界研究（RWS）、临床数据管理（CDMS）、电子数据采集（EDC）、患者招募等。	核心盈利方式。 • 精准营销：以高效、合规的数字营销方式教育医生，提升处方意愿 • 企业解决方案：帮助药械企业高性价比进行科研和临床	513	82%
医学知识服务	对平台工具收取年费。例如，临床指南（超过3万篇，158元/年）；用药参考（3.5万条，98元/年）；医知源疾病知识库（20疾病领域，1700条，98元/年）	用持续迭代、专业的医学信息建立医生粘性	18	3%
患者管理	在线诊疗、疾病教育、患者管理。包括1) 单病种疾病管理：为医师搭建群组，配备医助；2) 患教：与非营利组织和制药公司合作，提供患教服务。	基于医师资源优势，探索C端变现	28	5%

数据来源：公司年报，医脉通 APP，海通国际

1.2 发展历程：将医学信息产品化，战略合作跨国企业 M3，构建数字营销能力

公司始终聚焦于医生需求，开发专业适用的医学工具。医脉通在行业发展早期推出了全医药学大词典、用药参考、医学文献王、临床指南等产品，广为医生使用。2013 年公司与 M3 战略合作，构建数字营销能力，加速基于医生资源的商业化变现，分别于 2014 年推出精准推送文本和视频信息的 e 信使和 e 脉播产品。2024 年，适逢 AI 在行业加速应用的窗口，公司推出 AI 诊疗导图、AI 合理用药、AI 辅助撰写、生物信息分析等工具，增强平台工具能力、提升用户体验。

图 3 将医学信息产品化，战略合作跨国企业 M3 构建数字营销能力



数据来源：公司年报，海通国际

2021 年上市后，公司通过收购拓展业务条线，发挥线上营销的性价比优势。2021-2023 年，公司连续收购美迪康（学术会议）、专注创新（临床指南发布和真实世界研究）、石成医学（医疗展会）、翎博市场信息咨询（市场调研）四家公司，持续加深护城河。

图 4 公司通过外延并购扩展服务能力

日期	收购标的	业务	股权比例	对价 (万元)	估值 (万元)	收购前一年净利润 (万元)	PE
2021年10月	美迪康	学术会议	60%	10025	16709	12853	1.3
2022年6月	专注创新	指南发布、真实世界研究	60%	4800	8000	2266	3.5
2023年6月	石成医学	医疗展会	50%	6500	13000	368	35.3
2023年10月	翎博咨询	市场调研	60%	3393	5655	266	21.3

数据来源：公司年报，海通国际

1.3 治理结构：资深且专业的管理团队，股权结构清晰

管理层行业经验丰富，从业多年。公司管理层在各自领域均具有超过10年的从业经历。董事长、首席执行官兼执行董事田立平女士在医学信息技术行业深耕超过21年，管理经验丰富。田立新先生和田立军先生为田立平女士的弟弟，拥有深厚的医学信息技术行业经验及软件开发背景，目前分别担任公司医学信息科学研究院院长及副院长。此外，来自M3的高管周欣女士等为公司发展提供了国际成熟经验和支持。

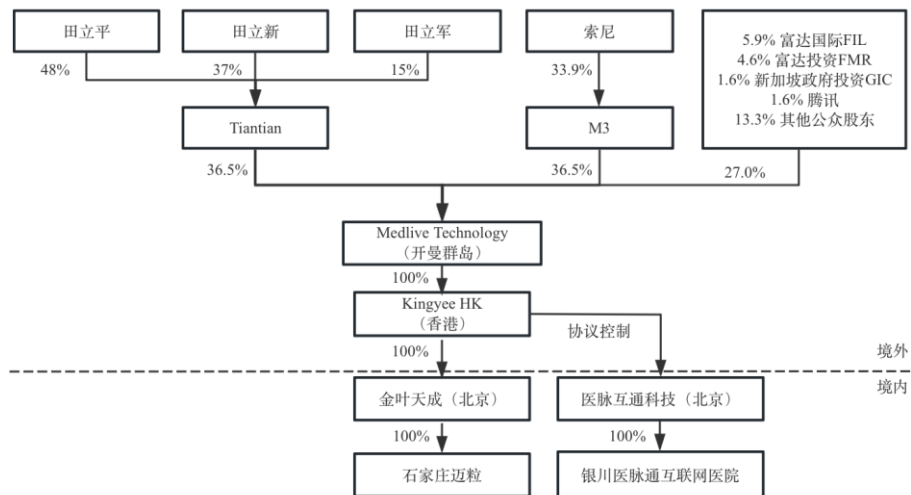
图5 管理层行业经验丰富，从业多年

主要管理层	职位	责任	履历
田立平	董事长、首席执行官、执行董事	制定及实施发展战略及业务规划，监督集团整体发展和运营	<ul style="list-style-type: none"> <li>北京理工大学计算机软件专业学士学位，中欧国际工商学院工商管理硕士学位；</li> <li>1996年与田立新成立集团，自2013年起担任公司董事及金叶天成（北京）科技执行董事兼首席执行官，现任公司各主要运营附属公司董事；</li> <li>拥有超过21年的医学信息技术行业经验。在成立集团之前，于1988年至2003年先后在中国科学院软件研究所任职，并在Technocraft Japan担任系统工程师。</li> <li>清华大学工程物理专业学士学位；</li> </ul>
田立新	总裁、医学信息科学研究院院长、执行董事	集团运营	<ul style="list-style-type: none"> <li>于1996年成立集团，自2013年起一直担任公司董事及金叶天成总裁。</li> <li>拥有超过27年的医学信息技术及软件开发行业经验。自2016年至2019年担任万方城镇投资发展独立董事，曾于1992年至1996年在北京七〇一厂研究所担任研究所所长。</li> <li>北京航空航天大学计算机科学与工程专业学士学位；</li> </ul>
田立军	副总裁、医学信息科学研究院副院长、执行董事	集团产品及技术的研发与创新	<ul style="list-style-type: none"> <li>于1996年加入集团，自2013年起担任公司董事及金叶天成（北京）科技首席技术官；</li> <li>拥有超过21年的医学信息技术行业经验，曾在Technocraft Japan担任软件工程师。</li> <li>日本京都大学工学学士学位，日本东京大学基础信息学硕士学位；</li> </ul>
周欣	副总裁、执行董事	集团数字化营销业务，医疗营销及创新与实施解决方案的多渠道业务发展	<ul style="list-style-type: none"> <li>于2013年加入M3，担任M3事业开发部中国市场负责人。于2016年以M3借调员工身份加入集团，一直担任金叶天成（北京）科技副总裁；</li> <li>拥有超过18年的营销策略及业务管理经验，以及超过10年的医学信息技术行业经验。曾于2006年至2013年先后担任德勤高级顾问、安永及Xrossface策略与营运顾问部经理。</li> <li>日本早稻田大学商学学士学位，美国加州大学欧文分校工商管理硕士学位；</li> </ul>
樋屋英二	非执行董事	向董事会提供专业建议及判断	<ul style="list-style-type: none"> <li>自2013年12月起担任公司董事；</li> <li>拥有37年保险与财务顾问经验及超过17年医疗科技行业经验。于2006年加入M3，现为M3执行董事。曾于1987年至2001年任职于朝日生命保险、德勤和KPMG。</li> <li>日本东京大学航空航天工程硕士学位，美国加州大学伯克利分校工商管理硕士学位；</li> </ul>
金色一贤	非执行董事	向董事会提供专业建议及判断	<ul style="list-style-type: none"> <li>拥有超过12年的并购和管理咨询经验。于2014年加入M3，目前为M3印度及东南亚业务主管及全球企业发展总监。2003年至2014年曾就职于麦肯锡、日本JPMorgan证券。</li> </ul>

数据来源：公司年报，海通国际

股权结构清晰，且相对集中。截至2025年4月5日，董事长、首席执行官兼执行董事田立平为实际控制人，通过直接或间接方式持有公司36.5%的股份。M3位公司战略股东，持股比例为36.5%，两方合计持股比例达到75%，股权相对集中，架构稳定。

图 6 医脉通股东持股情况



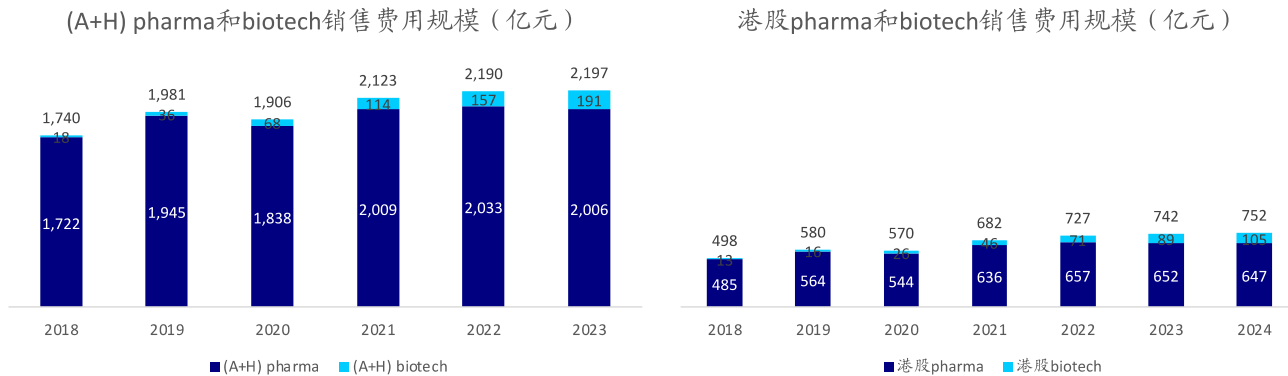
数据来源: BBG, 海通国际; 截至 2025 年 4 月 5 日

二、行业: 中国医疗数字营销市场空间广阔, 线下监管趋严下有望快速发展

2.1 市场潜力: 中国医药企业线上营销费用投入有望持续提升

中国医药企业销售费用大, 数字营销有广阔前景。伴随创新药企盈利能力逐步提升, 其销售费用投入亦逐年增长。根据我们不完全统计, 2023 年 A+H 股药企销售费用规模约 2197 亿元, 其中 pharma 投入 2006 亿元, biotech 投入 191 亿元。根据港股已发 2024 年报上市药企数据, 2024 年港股 biotech 销售费用投入增长至 105 亿元, 同比增长 18.0%。

图 7 中国 A+H 股销售费用统计



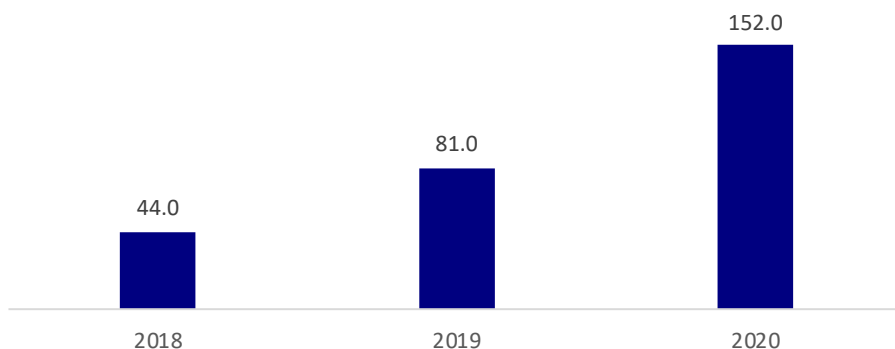
数据来源: wind, 海通国际; 截至 2025 年 4 月 8 日。注释: 统计范围包括 A+H 的 518 家上市药企; 百济神州计入 A 股 biotech, 不在港股重复计算; 剔除中药、流通、cxo、科研服务及上游、医疗服务终端和院内信息化。

我们认为中国医疗数字营销市场将快速发展, 主要得益于,

- 1) NMPA 审评审批速度加快, 新产品数量增长带来药械企业营销需求增加;
- 2) 集采压缩药械企业营销预算, 倾向于选择低成本、高效率的营销方式;
- 3) 医药代表的线下活动、行业学术会议受到愈发严格的监管, 线上数字营销成为企业进行市场推广的重要渠道。

根据公司招股书，中国药企及医疗器械公司用于数字医疗营销的开支从 2018 年的 44 亿元高速扩容至 2020 年的 152 亿元。到 2024 年我们测算在 200-400 亿元上下，占整体药企和医疗器械企业销售费用的 10% 左右。其中，企业投入医生教育的部分少之又少，精准营销观念正逐步建立。

图 8 2018-2020 年中国数字医疗营销开支 (亿元)



数据来源：医脉通招股书

1) 2025 年为医药代表“转型元年”。医药代表转向纯学术推广，压缩客情费，数字营销成为一种中立、合规、性价比的重要市场推广渠道。

通过整理 2021 年至 2024 年医药行业关于营销行为的政策文件，我们认为，2024 年之前，医药行业监管主要以企业和医疗机构为单位进行纠正和审查，监管部门围绕“红包”、“回扣”、“带金销售”等不正当竞争行为主动打击。

图 9 2024 年之前，医药行业监管主要以企业和医疗机构为单位进行纠正和审查

日期	发文机构	文件名	政策关键点
2021年1月	国务院办公厅	《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》	挤出药品购销水分
2021年4月	国家卫健委等九部门	《关于印发2021年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》	打击“红包”、“回扣”
2021年8月	国家卫健委、国家中医药局	《全国医疗机构及其工作人员廉洁从业行动计划2021—2024年》	打击不正当推广活动
2021年11月	国家卫健委、国家医保局、国家中医药局	《医疗机构工作人员廉洁从业九项准则》	严禁回扣
2022年5月	国家卫健委等九部门	《关于印发2022年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》	管控学术推广、聚焦“带金销售”
2023年5月	国家卫健委等十四部门	《关于印发2023年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》	“受贿行贿一起查”，聚焦行业协会不正当利益输送
2023年12月	国家卫健委办公厅	《大型医院巡查工作方案（2023-2026年度）》	加强监管“提成”、企业回扣
2024年5月	国家卫健委等十四部门	《关于印发2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》	监测医生处方行为，严查带金销售

数据来源：国务院办公厅、国家卫健委、国家医保局、国家中医药局等部门，海通国际

国内监管策略在 2024 年底至 2025 年发生显著变化，责任和违规处罚落实到个人，医药代表和医生分别进入了“备案制”和“驾照制”时代，各部门自查、自我规范、协查的细则全面细化。我们预计，线下学术推广将愈加规范、专业化，传统营销方式的效果将越来越低。具体而言，最主要的变化是药代表只能进行学术推广，不事销售，亦禁止药企对医药代表下达销售任务。其次，2024 年 12 月国家医保局下发的《医疗保障定点医药机构相关人员医保支付资格管理经办规程（试行）》将医生行为推向“驾照制”，其遵守医保相关法律法规的情况全程记分，一个自然年度扣分超过 12 分的，将终止医保支付资格。此外，在十四届全国人大常委会第十三次会议的纲领下，国家市场监管总局介入行业监察，发布了《医药企业防范商业贿赂风险合规指引》，文件全面细致地指导药械企业、医疗机构的营销行为及风险防范。

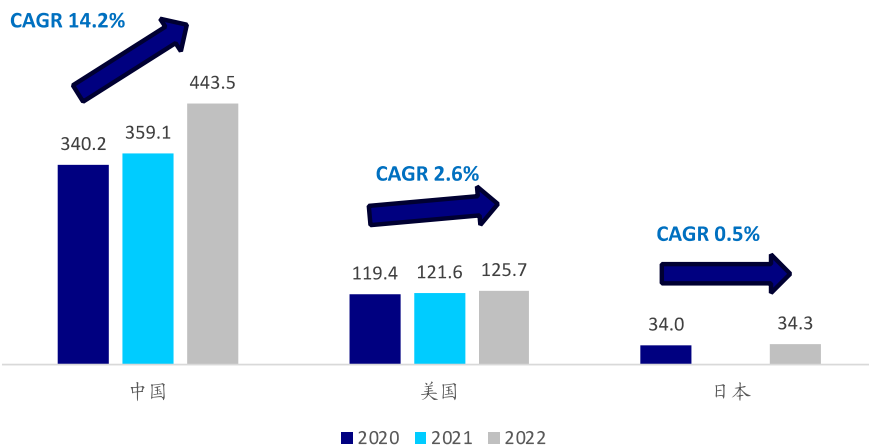
图 10 2025 年开始，医药行业购销监管落实到个人责任，各部门自查、自我规范、协查细则全面细化

日期	发文机构	文件名	政策要点	核心内容
2024年12月	国家医保局办公室	《医疗保障定点医药机构相关人员医保支付资格管理经办规程（试行）》	医生行为“驾照制”	<ul style="list-style-type: none"> <li>医保部门将为定点医药机构相关人员建立医保诚信档案，全面记录其记分情况以及其他遵守医保相关法律法规的情况，伴随其整个职业生涯。一个自然年度内记分达到12分的，将终止医保支付资格。</li> </ul>
2024年11月	国家药监局综合司	《医药代表管理办法（征求意见稿）》	医药代表只推广，不销售；医药代表备案制度	<ul style="list-style-type: none"> <li>对医药代表的信息、行为、专业领域进行备案。国家药品监督管理局建立全国统一的医药代表备案平台。</li> <li>提高医药代表门槛和专业水平。医药代表应当：1) 具有医学、药学或相关专业本科及以上学历（或者中级及以上专业技术职称）；2) 具有相关知识或工作经验；3) 掌握所推广药品的知识；4) 经药品上市许可持有人培训并考核合格。</li> <li>医药代表只进行学术推广，不事销售。医药代表从事药品学术推广活动的主要内容：1) 向医疗卫生机构工作人员传递药品相关信息；2) 收集、反馈药品临床使用情况、药品不良反应及临床需求等信息。</li> </ul>
2024年12月	十四届全国人大常委会第十三次会议	《中华人民共和国反不正当竞争法（修订草案）》	在现行禁止实施贿赂规定的基础上，增加单位和个人不得在交易活动中收受贿赂的规定	<ul style="list-style-type: none"> <li>强化商业贿赂治理，坚持“行贿受贿一起查”。第二十三条，经营者违反本法第八条规定贿赂他人的，由监督检查部门处十万元以上一百万元以下的罚款；情节严重的，处一百万元以上五百万元以下的罚款，吊销营业执照。在交易活动中收受贿赂的，法律、行政法规有规定的，依照其规定；法律、行政法规没有规定的，由监督检查部门对单位处二百万元以下的罚款，对个人处五十万元以下的罚款。</li> </ul>
2025年1月	市场监管总局	《医药企业防范商业贿赂风险合规指引》	各机构、部门与市场监管总局协查商业贿赂，合规开展拜访和学术交流	<ul style="list-style-type: none"> <li>市场监管部门根据法律法规规定，负责职责范围内医药企业商业贿赂行为的查处工作，对医药企业建立防范商业贿赂风险合规制度进行指导。医药企业开展学术拜访交流活动，应当注意防范：1) 禁止向医药代表分配销售任务；2) 禁止医药代表干预医疗行为；3) 禁止医药代表统方；4) 禁止医药代表输送不正当利益，促使其处方、使用产品。</li> </ul>

数据来源：国家医保局办公室、国家药监局综合司、十四届全国人大常委会第十三次会议、市场监管总局，海通国际

2) 中国医生数量庞大，持续增长，线上数字营销能够有效触达全国医生。2022 年中国执业医师数量超过 443 万人，是美国的 3.5X，是日本的 12.9X。对比中国、美国、日本的执业医师数量，中国医生群体显然拥有更为庞大的医学信息需求。且由于中国医师时间和学习资源紧张，而药械企业又难以通过线下推广的方式覆盖低线城市，因此通过线上数字营销的方式更适合对众多医生进行处方教育。

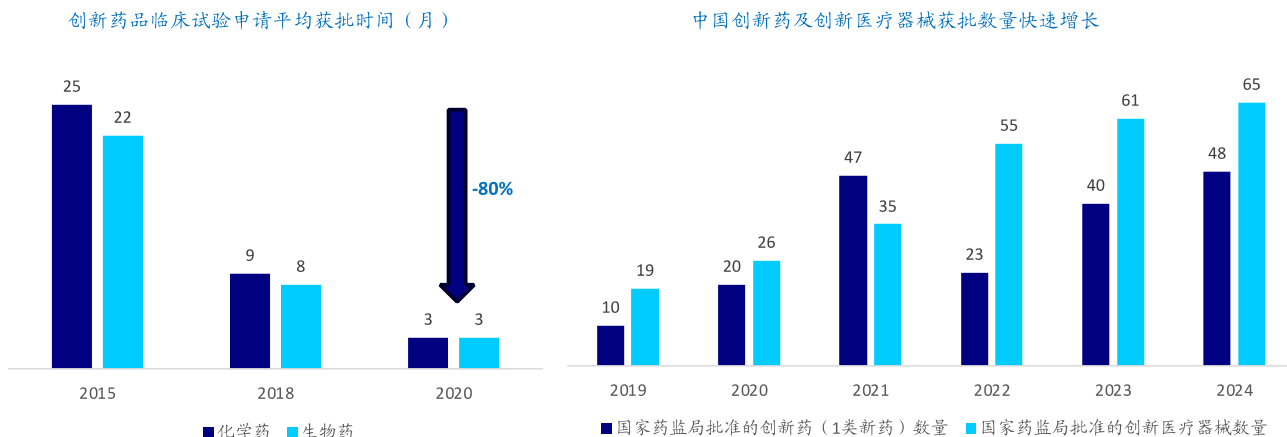
图 11 2022 年中国执业医师数量超过 443 万人，远超美国和日本



数据来源：WHO，海通国际

3) 中国药品审评审批加快，上市创新药和创新医疗器械数量快速增长，带来数字营销需求增加。2024 年，国家药监局批准的创新药达到 48 款，创新医疗器械达到 65 款，过去三年逐年增长。自 2014 年国家药监局发布《创新医疗器械特别审批程序（试行）》、2015 年国务院发布《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》以来，中国创新药及创新医疗器械审评审批速度加快。以药品临床试验申请（IND）时间为例，从 2015 年的 22-25 个月缩短至 2020 年的 3 个月，平均申请时间缩短 80% 以上。2024 年国家药监局发布《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》，试点对 1 类创新药临床试验申请在 30 个工作日内完成审评审批，进一步加快审批速度。审评审批效率的提升带来获批产品数量的快速增长。

图 12 中国药品审评审批加快，上市创新药和创新医疗器械数量快速增长



数据来源：国家药监局，海通国际

2.2 竞争格局：头部企业有马太效应，“精准”和“效果评估”是平台核心能力

我们认为，“精准”是公司业务体量快速增长的核心，能够以高成本效益，帮助药械企业实现对医生的处方教育。线下营销长期以来是行业进行市场推广的主要手段，但成本高，合规性难以监测，在对低线城市和尾部医生对学术推广中成本效益又显得尤为低。线上营销的主要优势在于，中立、广泛触达，且成本显著低于线上。公司专精于开展特定科室、职级的医生教育，并逐渐拓展至线下学术会议举办、展会承揽等业务，初步形成了“一站式市场营销”服务体系。

图 13 线上数字营销是一种中立、触达范围广、成本低的营销



优势：反馈直接，但成本高

优势：中立，触达范围广，成本低，但效果难验证

数据来源：海通国际

医脉通是医疗数字营销平台中，内容相对权威、合规性强，能够触达决策层的平台，适合推广创新药、高值医疗器械。中国医疗数字营销平台主要有三类，包括头部医生社区，如医脉通、丁香园和医学界等；医疗零售或线上医疗服务平台，包括京东健康和阿里健康等；专科垂直平台，如良医汇和医联等。其中，医生社区平台依据其禀赋更聚焦于医生营销和教育，医脉通注册医生超过 400 万，数据库涵盖国内外前沿学术信息、指南及文献等工具内容储量庞大，吸引了众多资深医师。相较而言，丁香园、医学界等平台侧重于社交属性，存在大量 UGC（用户生成内容），更适用推广仿制药或普药。

图 14 医疗数字营销平台竞争格局分析

公司	头部医生社区			医药零售/综合医疗服务		专科垂直平台	
	医脉通	丁香园	医学界	京东健康	阿里健康	良医汇	医联
注册医生	超400万, 高比例资深医生	约280万, 中青年/基层医生多	约250万, 包括医务	未披露, 互联网医院医生	未披露, 互联网医院医生	约20万肿瘤医生	约80万, 专家多
主要盈利方式	精准推送、药企临研	精准推送、付费课程、赛事赞助	精准推送、付费课程、会议赞助	佣金、广告、自营产品	佣金、广告、自营产品	精准推送、医生临研、在线问诊	与药企合作患者管理、在线问诊
广告客户	国内外药企	国内外药企	国内外药企	OTC企业、品牌保健品	OTC企业、品牌保健品	国内外药企	国内外药企
特点	内容权威, 合规性强, 触达决策层(如科室主任), 适合创新药、高值器械推广	社群互动性强, UGC(用户生成内容)占比高, 适合仿制药/普药推广	基层医生覆盖广, UGC内容占比高	AAU超1.8亿(24/12/31), 适合教育C端	AAU超3亿(24/9/30), 适合教育C端	专注肿瘤, 集中肿瘤KOL资源, 可能在肿瘤临研支持方面较强	专注慢病, 从预防到诊疗的全流程服务, 包括保险

数据来源: 公司年报, 公开信息, 海通国际

公司能够获得较多医生用户, 主要与其围绕医生提供专业工具, 做医生的“个人学术秘书”理念有关。公司围绕医生需求, 打造了市场中相对全面的工具库, 如临床指南、药品说明书、医学文献、病例分析、生物信息分析等一系列工具, 且不断开发新产品。很多医生从学生时代即使用医脉通, 进入临床后继续使用。较好的医生知晓度和粘性成为公司重要护城河之一。其他行业参与者, 在工具专业性、平台权威性、医生粘性方面尚且较难企及医脉通。因此, 公司在获得药企的营销订单方面更有优势。

图 15 医疗数字营销平台的业务布局对比

业务	头部医生社区			医药零售/综合医疗服务		专科垂直平台	
	医脉通	丁香园	医学界	京东健康	阿里健康	良医汇	医联
服务企业	精准营销	✓	✓	✓		✓	✓
	广泛营销	✓	✓	✓	✓	✓	
	学术会议	✓	✓	✓		✓	
	企业展会	✓	✓				
	真实世界研究	✓				✓	
服务医生	患者招募	✓				✓	✓
	临床指南	✓	✓	✓		✓	
	药品说明书	✓	✓				
	医学文献	✓	✓	✓		✓	
	病例分析	✓	✓	✓		✓	
	生物信息分析	✓					
	继续教育	✓	✓	✓			✓
	KOL直播	✓	✓	✓			✓
	AI辅助诊疗	✓			✓	✓	✓
	论文撰写	✓					
服务患者	社群运营	✓	✓	✓			
	医生社交		✓	✓			
	在线问诊	✓			✓	✓	✓
	药品零售			✓	✓		✓
	慢病管理	✓		✓	✓		✓
	商业健康险				✓		✓

数据来源: 公司年报, 公开信息, 海通国际

我们认为，公司在 AI 大模型领域的优势主要体现在两方面：

1) 公司有较好的医学术语标准化基础，能快速融入 AI 技术和案例语料，提升既有工具的性能和实用性。2018-2023 年公司初步应用 AI 技术，在赋能精准营销、支持科研、支持临床决策方面进行了较多探索。在 AI 赋能精准营销方面，AI 技术赋能后颇具成效，大大提高了医师的内容点击率。2024 年后，由于行业中 AI 技术的加速应用和自然语言模型的快速成熟，公司进一步优化其产品，形成了 AI-MedAssister、AI-Medseeker、AI-Medpaper 的智能产品矩阵，进一步提高医生使用工具的粘性，并强化其数字营销服务水平。

2) 公司开发的 AI 工具在避免“幻觉”方面较为领先。医疗行业有其严肃性。我们认为，尽管 AI 大模型能够显著提升服务效率，行业已有开放大模型和工具众多，且医生需要专业的辅助工具，但绝大部分工具都不够专业。公司相较于同行业较为领先的是，其产品能较好的应对“大模型幻觉”，通过应用 RAG（检索增强生成）技术，公司大模型本身能够提高生成内容的准确性和相关性。更为实用的是，医生在检索的同时可追溯指南或共识原文、段落、延伸思考，尽可能避免由幻觉导致的医疗事故。

图 16 公司在 AI 赋能平台业务中的布局和进展

阶段	时间/布局/产品
初步应用 2018-2023	<p>2020年前，统一国内外医学语言，形成知识图谱，数据结构化。探索平台业务融入AI技术，提高效率。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 利用NLP技术解析临床指南、药物说明书、论文、病例。</li> <li>• AI赋能精准营销。大数据分析医师用户行为，形成画像，精准推送内容，内容点击率提高50%。</li> <li>• AI支持科研。EDC（电子数据采集）系统用于真实世界研究（RWS），提升企业服务能力。</li> <li>• 探索AI慢病管理。上线智能患者管理系统，提醒用药。</li> </ul>
	<p>2021-2023年，成立医学信息科学研究院，加强基建和算法，自建医学垂直领域大模型，重点探索临床科研应用。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• AI支持临床决策。推出“医搜”，初步实现基于用户语义和意图的检索，辅助医生生成初步诊断建议。</li> <li>• AI支持科研。推出“e研通”，辅助论文选刊、撰写。</li> <li>• AI支持科研。推出罕见病查询平台、DCT（远程智能临床试验）平台（包括远程招募、远程访视、电子知情同意、电子问卷等）。实现医生与临床试验、临床试验与患者的精准匹配和招募。</li> </ul>
产品化 2024-2025	<p>2024年，成立医学 AIGC 研究中心，本地化部署DeepSeek，优化问答能力，加快AI能力产品化，破解 AI “幻觉”。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• AI支持临床决策。推出AI诊疗导图，辅助病情分析。</li> <li>• AI支持临床决策。推出AI合理用药，降低不良反应风险。</li> <li>• AI赋能精准营销和科研。自动化生成医学论文、诊疗方案、科普内容等，医心医译国际会议实时同传。</li> </ul>
	<p>2025年，形成AI产品矩阵，提升医生用户粘性，强化精准营销服务水平。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 形成三大AI产品矩阵，1) 智慧医学助理AI-MedAssister，整合指南、疾病、用药及最新研究成果；2) 临床决策AI-MedSeeker，辅助诊疗，实现“问题-答案-证据链”溯源循证；3) 科研AI-MedPaper，协助医生阅读、选刊。</li> <li>• 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，提高可视化程度。</li> <li>• AI支持科研。推出单细胞数据零代码分析平台，帮助分析生物信息，探索疾病机制和挖掘靶点等。</li> </ul>

数据来源：公司年报，海通国际

### 2.3 医生画像：线上已成为医生学习的主要渠道，仍存在较多未满足需求

通过归纳医生线上获取信息的行为画像，我们认为，行业的监管变化已经极大改变医生的信息获取习惯，线上数字营销具备长期成长潜力，其成本低、范围广、中立有效且合规，优势突出。

1) 线上已经是医生获取信息的主要渠道，且基层医生投入线上学习的时间与一线城市无显著差异。由于线上学习的便捷性和医生长期学习的需求，中国医生平均每周投入 16 小时进行线上活动，占其线上及线下获取信息总时长的 62%。同时，基层医生亦投入几乎等同于一线城市医生的时间用于线上学习，基层医生能够获取的线下资源相对有限，药械企业在低线城市进行线下推广不具成本效益。

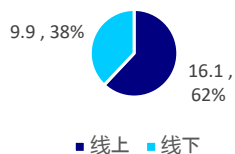
2) 绝大多数医生希望线上信息推送可以依据专业和职称精准推送，帮助自身更新知识、继续学习、收集数据和支持论文撰写及科研，达到提高医学水平、晋升职称的目的。据调研数据，医生最期待在线上获取的信息是，指南共识、文献解读、病例解读、医学会议总结。

3) 医生对医学综合信息平台、医学工具的接受度远高于非医学平台或医药代表。调研中，医学工具、文献数据库、微信公众号和专业医学信息平台能够覆盖超过 60% 的医生，而非专业医学信息平台 and 医药代表仅能覆盖不到 30% 的医生。

4) 医疗行业的监管态势显著影响了医生获取信息的途径，药械企业需要多渠道营销，以对冲单一渠道的风险。调研中，超过 50% 的医生认为 2023 年的严监管情况对药企活动、医药代表入院影响很大。我们认为，伴随医药代表管理办法的出台，药品和医疗器械购销活动严监管的趋势下，线上营销将成为中国药械企业进行新药推广的重要渠道之一。

图 17 画像：医生通过线上渠道获取信息的行为画像

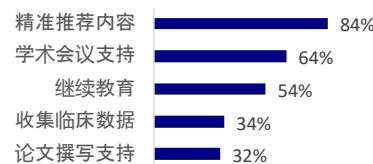
线上已经是医生获取信息的主要渠道，调研医生平均每周投入 16 小时



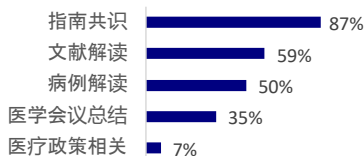
基层医生投入线上学习的时间与一线城市无显著差异



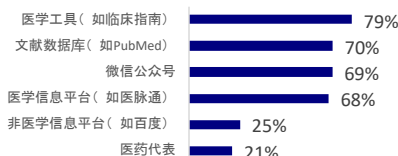
84% 的医生希望推送可以依据专业或职称更加精准



医生最期待阅读的内容是指南、文献解读等



中立、专业数字化平台渠道能够覆盖 68% 的医生



严监管下医生认为多个传统信息获取渠道受影响很大



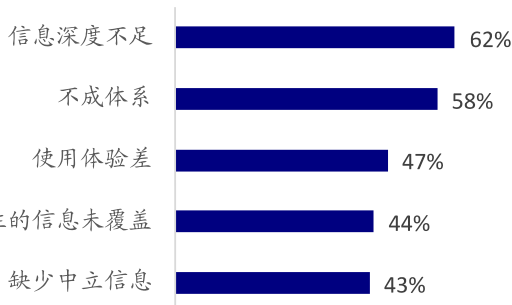
数据来源：医脉通《2023 年度中国医生数字生活调研报告》(调研样本量 7980 名医生)，海通国际

注释：线上活动包括，使用线上工具获取医学进展，查询指南、药品说明书，参加线上课程，学术会议等；线下活动包括参加学术会议、患教、讲座等。

线上内容营销亦存在众多未满足需求，在内容深度和时效性、体系化、使用体验方面深耕的平台更有竞争力。据第三方调研，62% 的医生认为线上医学信息的深度不足，58% 的医生认为不成体系，47% 的医生认为使用体验差。例如，一名新一线城市三甲心内科主治医师反馈，“线上的内容很多，很杂，但是最新的信息配套权威的、有深度的解读却很少”。

图 18 画像：医生认为获取医学信息的过程中存在未满足的需求

医生认为获取医学信息的过程中存在未满足的需求



行业信息的及时更新、深度分析、精准推荐是拉开平台差距的主要因素，我们选取第三方调研信息中的部分反馈列示。

“我们平时确实非常忙，如果能有一个平台经常推荐最适合我的内容，不论是主题，还是深度，都是我能用得上的，可以快速学习的，那我会非常喜欢。”

——一线城市，三甲外科，主任医师

“我们也经常看一些公众号发的学术内容，但是往往感觉内容没讲透，东抄抄西抄抄，浅尝辄止。”

——一线城市，三甲肿瘤科，主任医师

“线上的内容很多，很杂，但是最新的信息配套权威的、有深度的解读却很少。”

——新一线城市，三甲心内科，主治医师

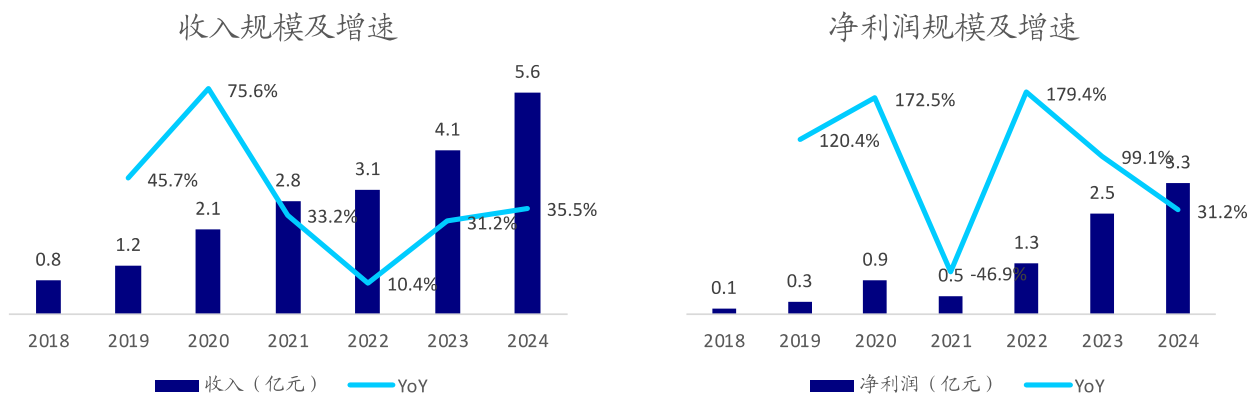
数据来源：《2023 Hi Doctor 中国医生全景洞察报告》(调研样本量 5067 名医生)，海通国际

三、财务：2018-2024 年收入高增长，利润率高，极具规模效应

3.1 盈利能力：2018-2024 年收入复合增长 37.3%，利润复合增长 69.0%，经营利润率高达 21.2%

2018-2024 年，公司收入由 0.8 亿元增长至 5.6 亿元，实现了 6 年复合增速 37.3% 的高增长。同时，其净利润从 0.1 亿元增长至 3.3 亿元，6 年复合增速 69.0%。在行业强监管态势下，2024 年公司收入进一步提速，实现收入同比增长 35.5%。

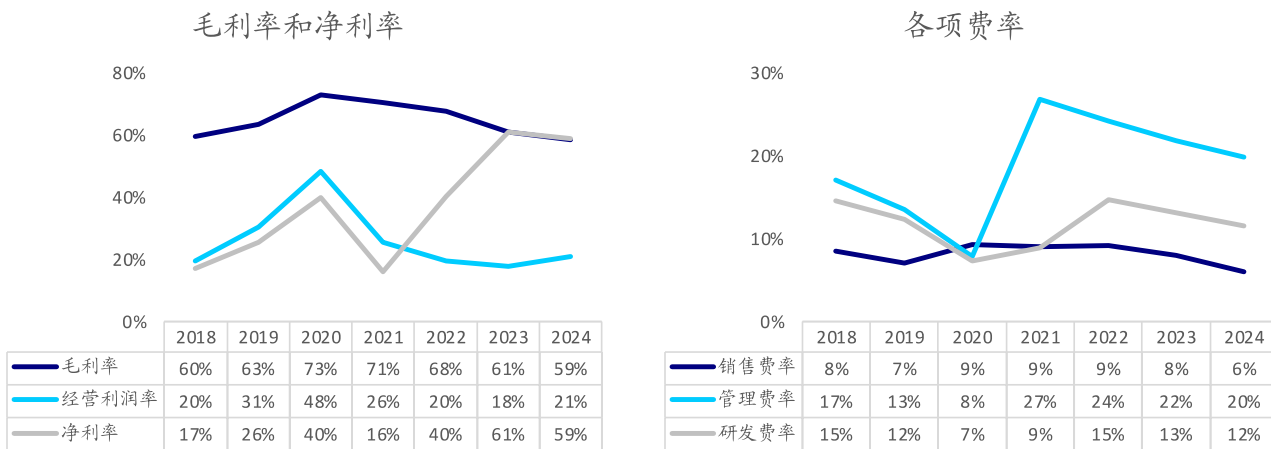
图 19 2018-2024 年公司收入及净利润规模和增速



数据来源：公司年报，海通国际

2021 年上市后，公司毛利率和经营利润率相对稳定，规模效应下各项费率水平持续下降。2024 年，公司毛利率为 59%，同比小幅下降，主要因提高内容质量、完善内容合规性审查流程。销售费率、管理费率 and 研发费率仅占收入的 6%、20% 和 12%，且有持续下降趋势。从经营结果看，公司经营利润率高达 21%。我们预计伴随公司的收入快速增长，其经营利润率将维持在高水平。此外，公司净利率与经营利润率水平差异较大，主要因账面现金超过 40 亿元，2024 年带来 2.1 亿元的利息收入。

图 20 2018-2024 年公司毛利率、净利率及各项费率

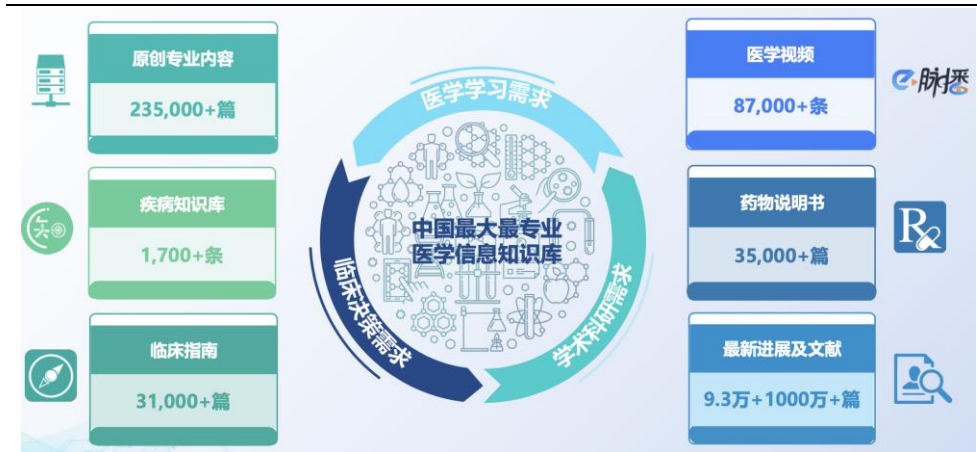


数据来源：公司年报，海通国际



2) 医学知识解决方案: 对平台工具收取年费, 用专业的工具提高医生粘性。截至 2024 年末, 医脉通平台累计产出超过 23 万篇原创专业内容、8.7 万条医学视频、1700 条疾病知识。平台拥有 3.5 万篇药物说明书、3.1 万篇临床指南等资源。公司打造的临床指南、用药参考工具从开发之初即成为医生进行临床、科研、学术活动的主要工具之一。

图 23 公司提供的专业医学知识信息



数据来源: 2024 年公开业绩会材料, 海通国际

3) 智能患者管理方案: 基于医脉通自有互联网医院, 开展医托患管理, 提升患者用药依从性。在门诊阶段, 医脉通协助医生建立医患社群; 患者离院后, 平台持续为患者推送医生直播、围绕患者用药进行教育和答疑; 在复诊阶段, 公司根据医生诊断, 提醒医生进行线上下复诊, 提升其用药的依从性。根据 2024 年业绩公告, 截至 2024 年末, 公司患者管理平台参与医生约 15.9 万名, 拥有约 55.5 万名用户, 建立了 87 个群组。医生的单场直播平均观看人次超过 2000 人。

3.3 成本结构: 主要经营成本为编辑、专家费、专利和版权成本, 极具规模效应

公司的经营成本主要随编辑的数量增长而增长, 主要包括三类成本, 分别是雇员福利开支、内容开发费用和技术服务费。根据招股书, 2020 年总销售成本占收入比例为 27%, 其中, 雇员福利开支和内容开发费用为主要成本, 分别占收入的 11% 和 11%。雇员福利开支为平台运营人员和医学专家 (编辑) 的工资, 内容开发费用为专家费等。2024 年, 公司销售成本占收入比例上升至 41%, 主要因 2022-2023 年大量扩招医学专家等专业雇员。2024 年, 公司医学专家数量达到 187 人。我们可以合理推断, 未来几年伴随新招聘的医学专家承接更多业务, 而公司几乎没有原材料等物料成本, 人效提升下将极具规模效应, 毛利率有望逐步回升。

图 24 公司销售成本拆分

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	内容
销售成本/收入%	40%	37%	27%	29%	32%	39%	41%	
雇员福利开支	24%	19%	11%					经营平台及开发内容的雇员薪金及福利的雇员福利开支
内容开发费用	9%	11%	11%					向内容贡献者支付的费用及向内容制作服务供应商支付的服务费的内容开发费用
技术服务费	6%	5%	4%	29%	32%	39%	41%	云内容交付网络及电信服务的技术服务费以及有关 MR-kun (M3 的专业技术许可) 和外部医学文献数据库的许可费
其他销售成本	1%	1%	1%					顾问费、设备租赁开支、差旅及交通开支等
医学专家数量			92	106	131	186	187	编辑、艺术设计等
YoY				15%	24%	42%	1%	

数据来源: 公司年报, 招股书, 海通国际

#### 四、盈利预测及估值

##### 4.1 盈利预测

关键假设:

1) 公司业务以精准营销及企业解决方案为核心, 该业务主要受到合作产品/企业数量以及产品/企业服务项目单价驱动。考虑到医药代表管理办法等监管政策的落地, 以及中国新批创新药数量每年以 60-70 款、新批创新医疗器械数量以每年 40-50 款的数量增长, 我们预计公司承接的营销产品数量和医疗客户数量将持续增长, **预计 2025-2027 年营销产品数量为 658 款/855 款/1112 款, 增速为 30%/30%/30%**; 合作医疗客户数量为 274 家/328 家/394 家, 增速为 20%/20%/20%。我们预计, 受益于 AI 技术的应用, 以及平台医师粘性的稳步提升, 其营销产品单产亦将稳步提升。营销产品单产的提升主要受到医生对单品的平均点击次数增长拉动, 我们预计 2025-2027 年为 2.76 万次/2.90 万次/3.04 万次, 增速为 5%/5%/5%, 企业解决方案部分单产预计保持稳定在 34 万元。

2) 对于毛利率, 我们主要考虑公司 2023-2024 年编辑数量扩容较快, 未来几年人员扩张相对稳定, 人效稳步增长。同时, 由于营销内容的合规性审查标准提升, 带来更多工作量。综合考虑上述因素, 我们保守预计公司毛利率未来 3 年保持稳定在 59%的水平。

综上所述, 我们预计公司 2025-2027 年收入规模为 **7.3 亿元/9.4 亿元/12.3 亿元, 增速为 30%/30%/30%**。随着公司规模效应扩大, 我们预计其三项费用率稳中有降。同时, 考虑到潜在的美元利率下行影响, 我们预计利息收入每年减少 2000-4000 万元, 扣利息的经调整利润率保持稳定在 21%的水平 (2024 年)。因此, **我们预计公司经调整净利润分别为 3.2 亿元/3.5 亿元/3.9 亿元, 增速为 -1%/7%/13%**; 扣利息的经调整净利润分别为 1.5 亿元/2.0 亿元/2.6 亿元, 增速为 28%/29%/33%。

图 25 盈利预测

Medlive		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
百万元		2023	2024	25E	26E	27E
收入		412	558	726	944	1,227
	yoy	31%	36%	30%	30%	30%
1) 精准营销及企业解决方案		373	513			
	yoy	29%	38%			
2) 医学知识解决方案		16	18			
	yoy	32%	11%			
3) 智能患者管理解决方案		23	28			
	yoy	70%	21%			
毛利润		251	327	425	553	719
	GPM	61%	59%	59%	59%	59%
精准营销及企业解决方案						
收入		373	513	675	891	1,178
				32%	32%	32%
精准营销收入		317	434	582	779	1043
	GPM					
付费点击次数	万	970	1330	1781	2385	3193
	yoy	35%	37%	34%	34%	34%
单次点击付费	元	33	33	33	33	33
	yoy	0%	0%	0%	0%	0%
营销产品数量	个	386	506	658	855	1112
	yoy	36%	31%	30%	30%	30%
产品单产	万元	82	86	88	91	94
(营销能力) 单品点击次数	万	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9
	yoy	-1%	5%	3%	3%	3%
企业解决方案收入		56	78	94	112	135
	GPM					
医疗客户数量	个	182	228	274	328	394
	yoy	40%	25%	20%	20%	20%
企业单产	万元	31	34	34	34	34

数据来源: 公司年报, 海通国际预测

#### 4.2 估值

公司作为国内专精医疗精准数字营销的稀缺标的，受益于中国创新药械数量增长及营销合规化。我们选取海外映射标的日本 M3 公司和美国 Doximity 公司，使用相对估值法进行估值。

日本 M3 成立于 2000 年，经过 20 余年的发展和日本的医药分家历史，已经占据了本土医疗精准数字营销的头部地位，2025 年 PE 约为 34X，PEG 高达 2.1X；美国 Doximity 成立于 2010 年，目前已经成为美国最大医生社区，2025 年 PE 约为 44X，其 PE 较高主要因其覆盖产品数量仍在快速增长。就商业模式而言，医脉通更近似于日本 M3，而 Doximity 近似于医脉通、丁香园和领英的综合体。考虑到医脉通的覆盖产品数量仍处于快速增长期，但美国的医疗体制和投资环境与中国显著不同，我们会综合参考 M3 和 Doximity 的估值水平。

中国的医药分离和营销合规化未来会以何种程度和节奏展开，医疗数字营销领先企业能否持续保持变现优势、定价能力，我们认为需要持续的跟踪。基于保守视角，我们当下使用 PE 指标对医脉通进行相对估值，给予其 2025 年 32XPE，对应市值 102.2 亿元，15.0 港币/股。截至 2025 年 4 月 7 日，公司股价为 9.7 港币，1 年内上涨空间约 54.6%，维持“优于大市”评级。

图 26 相对估值

PE	FY12/21	FY12/22	FY12/23	FY12/24	FY12/25e	FY12/26e	FY12/27e
Stock price (hkd)	21.7	8.1	8.2	9.9	15.0	15.0	15.0
Market Capitalization (mn CNY)	14,406.2	5,383.8	5,551.3	6,761.2	10,223.6	10,223.6	10,223.6
Net Cash (mn CNY)	3,742.0	4,018.7	4,124.4	3,605.0	3,788.0	3,958.9	4,194.7
Enterprise Value (bn yen)	10,664.3	1,365.1	1,426.8	3,156.2	6,435.6	6,264.8	6,028.9
Dividend per share	0.02	0.07	0.23	0.26			
Ending shares (mn)	713.2	717.3	727.0	732.9	732.9	732.9	732.9
P/E	318.4	42.6	22.0	20.5	31.8	29.6	26.3
EV/EBITDA	140.2	9.5	5.4	8.9	18.7	17.0	14.5
P/B	3.6	1.2	1.2	1.4	2.0	1.8	1.7
dividend yield	0.1%	0.8%	2.8%	2.6%			
EPS	0.1	0.2	0.3	0.5	0.4	0.5	0.5

Ticker	2025/3/26	市值	净利润			PE (x)			PEG (x)	Growth
	Company	亿美元	2023	24E	25E	2023	24E	25E	25E	
2413.JP	M3	77.0	3.1	2.9	3.3	32	27	24	2.1	11.2%
DOCS.US	Doximity	117.2	1.5	2.6	2.9	36	48	44	4.8	9.1%
	Average					34	38	34	3.5	

数据来源：BBG, HTI; 截至 2025 年 3 月 26 日; USDJPY=154

#### 五、风险提示

国内医疗行业监管、创新药发展不及预期的风险，药企营销观念迟滞的风险，行业竞争格局加剧的风险。

财务报表分析和预测

rmb/mn				
Profit & Loss (Rmb'm)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Total turnover	558	726	944	1,227
Cost of sales	231	301	391	508
Gross profit	327	425	553	719
Total operating costs	209	284	366	466
Operating profit	118	141	187	253
Other income	(2)	(2)	(2)	(2)
Interest income (expense)	224	189	169	149
Share of loss from others	-	-	-	-
Pre-tax profit	340	328	354	400
Taxation	10	10	11	12
Net Income	330	318	343	388
Minorities	15	15	16	18
Net Income to ord equity	315	304	328	370
One-off expense	8	18	18	19
Normalized net income	324	322	345	389
X				
Balance Sheet (Rmb'm)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Total cash and equivalents	3,845	4,002	4,188	4,422
Inventories	-	-	-	-
Account and other receivables	-	-	-	-
Trade receivables	135	164	201	245
Other current assets	377	377	377	377
Total current assets	4,356	4,543	4,766	5,045
Property, plant and equipment	12	12	12	12
Other non-current assets	739	860	1,011	1,137
Total non-current assets	752	872	1,024	1,149
Total assets	5,108	5,415	5,790	6,194
Contract liabilities	-	-	-	-
Trade and other payable	14	14	14	14
Bank borrowing	-	-	-	-
Other current liabilities	193	166	178	179
Total current liabilities	207	180	192	193
Bank borrowing	-	-	-	-
Contract liabilities	11	7	7	8
Other liabilities	35	41	44	40
Total non-current liabilities	46	48	51	48
Total liabilities	254	228	243	242
Shareholder's equity	4,799	5,117	5,461	5,849
Minority interests	56	70	86	104
Total equity	4,855	5,188	5,547	5,952
Total liabilities & shareholders' equity	5,108	5,415	5,790	6,194

X				
Cash flow (Rmb'm)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Operating profit	118	141	187	253
Deprecation and amortisation	16	16	16	16
Changes in working capital	(24)	(29)	(37)	(44)
Other operating cash flow	30	31	23	14
Cash generated from operations	140	158	188	238
Capex	(14)	(14)	(14)	(14)
Other investing cash flow	205	170	150	130
Net cash flow from investing activities	191	156	136	116
Change in borrowings	-	-	-	-
Proceeds from changes in capital	-	-	-	-
Other financing cash flow	(188)	(156)	(138)	(119)
Net cash flow from financing	(188)	(156)	(138)	(119)
Cash at beginning of period	4,358	3,845	4,002	4,188
Net change in cash	142	157	186	234
Forex effects	(656)	-	-	-
Implied cash at end of period	3,845	4,002	4,188	4,422
Free cash flow	126	144	174	224
X				
Key Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Growth				
Revenue growth	35.5%	30.0%	30.0%	30.0%
Operating profit growth	59.6%	19.2%	32.5%	35.4%
Net profit growth	31.2%	-3.6%	7.9%	13.0%
Margins				
Gross margin	58.6%	58.6%	58.6%	58.6%
Pretax profit margin	61.0%	45.2%	37.5%	32.6%
Tax rate	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Net profit margin	59.1%	43.8%	36.4%	31.6%
Key Ratios				
ROE	6.8%	6.1%	6.2%	6.5%
ROA	6.5%	5.9%	5.9%	6.3%
Capex/revenue	2.5%	1.9%	1.5%	1.1%
Current ratio (x)	21.0	25.2	24.8	26.1
Creditor days	80	75	71	66
Debtor days	23	17	13	10
Inventory days	0	0	0	0
Sales/assets	0.1	0.1	0.2	0.2
Credit analysis				
Debt/EBITDA (x)	2.1	1.6	1.3	1.0
Debt/equity	0.0	0.0	0.0	0.0
Net debt to equity	-79%	-77%	-76%	-74%

数据来源: 公司年报, 海通国际预测; 截至 2025 年 4 月 7 日

## APPENDIX 1

### Summary

The largest doctor platform in China, offering digital precision marketing solutions. The company has covered over 4 million registered physicians in China, with a coverage rate of 88%. It provides digital marketing solutions for domestic and foreign medical enterprises to help expand sales. In 2024, the company's revenue reached 560 million yuan. The company's revenue mainly comes from: 1) Precision marketing and enterprise solutions, accounting for 82% of the revenue; 2) Medical knowledge solutions, accounting for 3% of the revenue; 3) Intelligent patient management solutions, accounting for 5% of the revenue.

It is a leading medical information platform, being neutral, professional, authoritative, and highly time - sensitive. One of the company's core barriers is its professional content. Doctors are in a profession that requires long - term learning. There is a large amount of outdated and inaccurate medical information in the market, and only a few platforms can provide professional and accurate content to assist doctors in clinical decision - making. The company has been following up on first - line academic conferences and medical advancements at home and abroad for a long time. After editing and visualizing the information, it is pushed to doctors, establishing a neutral, professional, and authoritative learning ecosystem that is difficult for other industry participants to replicate in the short term.

The marketing is precise, the monetization is mature, and the effect is verifiable. The second core barrier of the company is that it provides verifiable - effect solutions, not just "advertisements". The company uses technologies such as AI to create behavior profiles for doctors, forming a closed - loop marketing ability that includes pre - research, phased promotion according to doctors' departments and professional titles, and post - event quantitative evaluation of the effect. It also provides comprehensive solutions for real - world research, clinical data management, academic conferences, and exhibition organization, meeting various B - end needs. We believe that the company leads the industry in marketing capabilities and service levels.

It operates with a light - asset model, has strong economies of scale, and has long - term high - growth potential. From 2018 to 2024, the company's revenue compound growth rate was 37%, mainly due to a five - fold expansion in the number of marketing products, increasing from 99 to 506. We believe that the company's business model has strong economies of scale, and its main costs are medical editing and content development expenses. At the same time, the company has no inventory, a short account period, and a light - asset structure. At the end of 2024, the National Medical Products Administration solicited opinions on the "Regulations on the Management of Medical Representatives" for the first time, requiring medical representatives to be strictly registered and only engaged in academic promotion, not sales. This policy is expected to transform the promotion model of medical devices and drugs and expand the online marketing market.

### Earnings Forecast and Valuation

We expect the company's revenue scale to be 730 million yuan / 940 million yuan / 1.23 billion yuan from 2025 to 2027, with growth rates of 30% / 30% / 30%. Considering the risk of a decline in the US dollar interest rate, we expect the interest income to decrease by 30 - 40 million yuan annually. The adjusted profit margin excluding interest remains stable at the 2024 level of 21%. We expect the company's adjusted net profit to be 320 million yuan / 350 million yuan / 390 million yuan respectively, with growth rates of - 1% / 7% / 13%; and the adjusted net profit excluding interest to be 150 million yuan / 200 million yuan / 260 million yuan respectively, with growth rates of 28% / 29% / 33%.

We believe that as a rare domestic target specializing in precision digital marketing, the company benefits from the growth in the number of innovative medical devices and drugs in China and the compliance of marketing. Referring to overseas comparable companies such as M3 in Japan and Doximity in the United States for valuation, we give a 2025 PE of 32X, corresponding to 15.0 Hong Kong dollars per share, and maintain the "Outperform" rating.

### Risk Warnings

There are risks such as domestic medical industry regulation, lower - than - expected development of innovative drugs, sluggish marketing concepts of pharmaceutical companies, and intensifying industry competition.

## APPENDIX 2

### ESG Comments

#### **Environmental:**

Medlive integrates ESG principles into its operations with structured risk management and compliance measures.

#### **Social:**

It supports physicians through AI tools and covers most of China's licensed doctors, enhancing medical accessibility.

#### **Governance:**

The board oversees ESG strategy with transparent policies and anti-corruption framework.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，孟科含，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kehan Meng, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，孙旭东，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xudong Sun, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

#### 分析师股票评级

**优于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case,

### 评级分布 Rating Distribution

ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

#### Analyst Stock Ratings

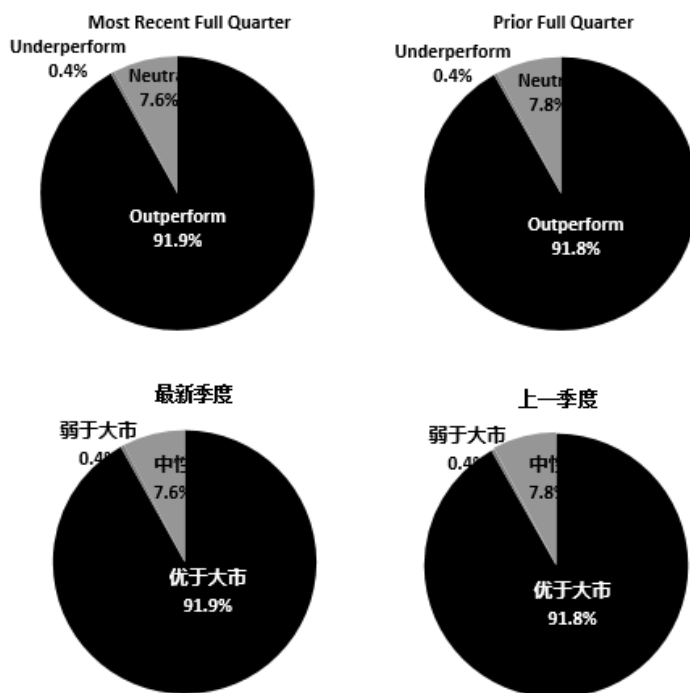
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

## Ratings Distribution



#### 截至 2024 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	2.1%	2.2%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	2.1%	2.2%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖:** 海通国际可能会对沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券 (601211.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (HS; 601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

### 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行，该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的 / 不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息：** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

## IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

## 分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项：** 海通国际证券股份有限公司（“HTISCL”）负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项：** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-

351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.  
1460 Broadway, Suite 11017  
New York, NY 10036  
联系人电话: +1 212-351-6052

## DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI’s research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
1460 Broadway, Suite 11017  
New York, NY 10036  
Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料，其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL"))第 61 (1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称"ASIC")公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India ("SEBI") 监管的 Haitong Securities India Private Limited ("HTSIPL") 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited ("BSE") 和 National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证"。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

## Recommendation Chart

### Medlive Technology - 2192 HK



Source: Company data Bloomberg, HTI estimates