

AI 驱动生态价值释放，盈利与估值戴维斯双击在即

投资评级：买入

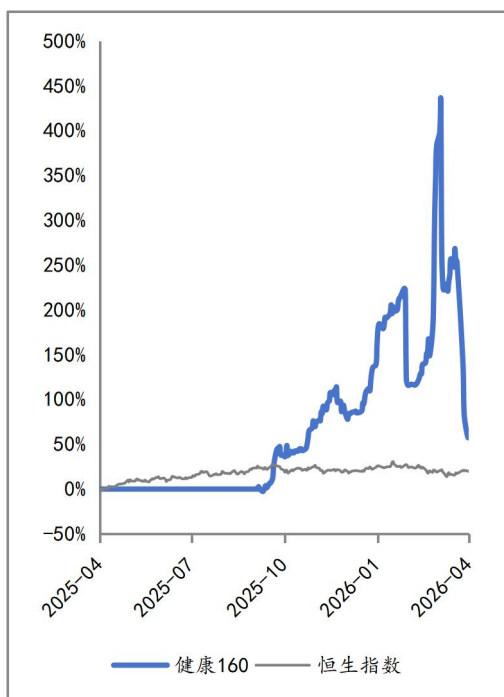
2026 年 4 月 21 日

健康 160(2656.HK)

基本数据

最新收盘价:	32.22 (HKD)
总市值	107.33 亿 (HKD)
市盈率	亏损
市净率	40.53
总股本	3.36 亿

股价基本走势:



数据来源: Wind

投资要点:

1、健康 160 国际有限公司 (02656.HK) 是国内深耕医疗健康领域多年的综合性数字医疗服务平台。经过多年业务拓展与生态建设，公司平台资源已形成显著规模壁垒。截至目前，平台累计连接医疗健康机构超 4.51 万家，其中涵盖医院超 1.46 万家，包含三级医院 3492 家，基层医疗卫生机构超 3.04 万家；累计合作医护人员达 90.59 万名，其中注册医生约 4.78 万名；平台注册用户规模达 6110 万名，平均月活跃用户 330 万名，业务网络覆盖全国 260 余个城市，机构覆盖广度、用户触达深度均处于行业第一梯队，为业务持续扩张与商业化变现奠定了坚实基础。

2、2022 年以来，公司整体处于业务扩张、结构优化、亏损收窄、逐步迈向盈利的关键发展阶段。2025 年公司实现经调整净利润扭亏，标志着公司正式由投入期转向盈利兑现期，经营质量迈上新台阶。在 2025 年，公司已与 82 家公立二甲以上医院签约“160AI 医院”解决方案，同比增长超 720%，呈现逐月提速的高速发展态势，有望为公司业绩增长带来强劲动力。

3、基于健康 160 独特的商业模式、清晰的盈利路径以及 AI 业务的爆发潜力，我们对其未来三年的财务表现进行预测，并探讨合理的估值框架。当前市场对公司的认知正从“低利润率挂号平台”向“高毛利 AI 医疗生态运营商”转变，这一认知差将驱动显著的价值重估。我们测算 2026-2028 年，公司营收分别为 20.00 亿元、26.64 亿元、34.95 亿元，同比增长 28.00%、33.20%、31.20%；归母净利润分别为 0.53 亿元、1.58 亿元、2.92 亿元，同比增长 197.00% 及 85.00%；EPS 分别为 0.16 元/股、0.47 元/股、0.87 元/股；PS 分别为 6.52、4.89、3.73。受益于 AI 云医院等业务的快速发展，健康 160 目前正处于利润快速释放的爆发期。我们认为公司合理市销率应为 15 倍，目标价 102.19 港元/股 (1HKD=0.872CNY)，相较现价存在约 217.16% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:

盈利增长路径有待验证、差异化竞争能力建设、行业政策与合规演进、成长股的估值波动性、新业务研发的投入与产出平衡

目录

一、公司概况与基本面分析	3
1.1 公司基本情况与行业定位	3
1.2 主营业务结构与商业模式剖析	4
1.3 核心管理团队：专业背景深厚，治理架构稳定	5
1.4 营收规模稳步扩张，盈利拐点显现	6
二、AI 医院进化：从单点工具到全流程操作系统的价值重估	8
2.1 市场痛点破解与 OpenClaw 的双轮驱动	9
2.2 市场空间重构：突破传统 IT 估值框架的多维测算	11
2.3 增长极剖析：政策、预算、技术、支付四轮共振	11
2.4 竞争格局演进：从单点突围到“医院 OS”的生态整合	14
2.5 未来已来：AI 医院演进与商业闭环展望	15
三、二十余年积累，构筑难以复制的生态壁垒	17
3.1 规模与网络效应：21 年“苦活累活”沉淀的稀缺资源网络	17
3.2 独特的“双轮驱动”商业模式：现金流与高毛利的完美协同	18
3.3 AI 技术+合规安全：医疗垂直领域的“MiniMax”生态	18
3.4 战略定力与组织能力：深耕医疗的“慢功夫”基因	19
四、增长前景展望——站在价值释放的战略拐点	21
4.1 第一增长曲线：AI 医院解决方案规模化落地，驱动收入结构与利润率双重提升 ..	21
4.2 第二增长曲线：“更广更深”的区域扩张，打开市场天花板	21
4.3 第三增长曲线：全球化布局，复制中国模式到海外蓝海市场	22
五、盈利预测及估值	23
六、风险提示	24

一、公司概况与基本面分析

1.1 公司基本情况与行业定位

健康 160 国际有限公司 (02656.HK) 是国内深耕医疗健康领域多年的综合性数字医疗服务平台, 于 2025 年 9 月正式在港交所主板挂牌上市, 依托长期积累的医疗机构资源、技术研发能力与线上线下一体化运营体系, 构建了面向医疗机构、医护人员及终端用户的多层次医疗健康服务生态。公司以数字化工具为纽带、以医疗场景为核心, 打通预约诊疗、在线健康服务、医院数字化解决方案、医药健康用品流通等关键环节, 形成“技术赋能机构、服务连接用户、供应链保障落地”的闭环商业模式, 在互联网医疗与医院数字化转型赛道中具备鲜明的业务特色与稳定的客户基础。

经过多年业务拓展与生态建设, 公司平台资源已形成显著规模壁垒。截至目前, 平台累计连接医疗健康机构超 4.51 万家, 其中涵盖医院超 1.46 万家, 包含三级医院 3492 家, 基层医疗卫生机构超 3.04 万家; 累计合作医护人员达 90.59 万名, 其中注册医生约 4.78 万名; 平台注册用户规模达 6110 万名, 平均月活跃用户 330 万名, 业务网络覆盖全国 260 余个城市, 机构覆盖广度、用户触达深度均处于行业第一梯队, 为业务持续扩张与商业化变现奠定了坚实基础。

图.健康 160 平台核心运营数据



数据来源: 公司公告

1.2 主营业务结构与商业模式剖析

公司主营业务采用双轮驱动的发展模式，主要分为数字医疗健康解决方案与医药健康用品销售两大板块，二者在收入结构、盈利特征与战略定位上形成互补，共同支撑公司经营规模扩张与盈利水平提高。

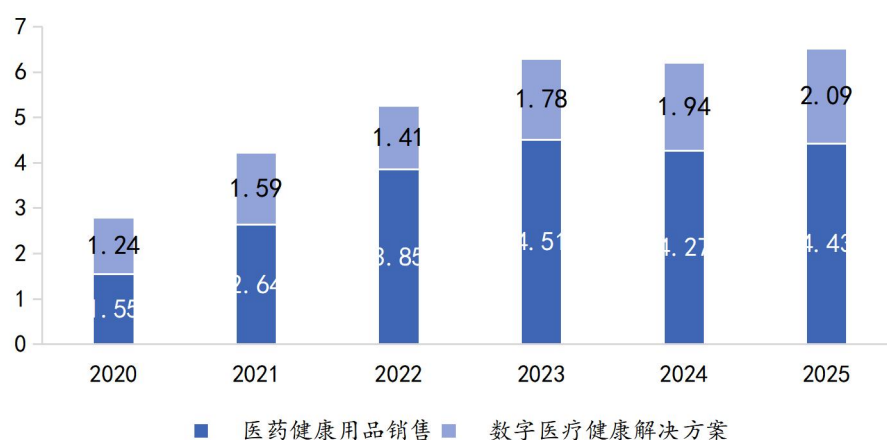
1.2.1 数字医疗健康解决方案：高毛利核心增长引擎

数字医疗健康解决方案是公司的核心技术载体与高毛利业务板块，主要为各级医疗机构、医共体及相关健康管理机构提供全流程数字化服务，涵盖在线挂号、互联网诊疗、电子处方流转、随访管理、智能导诊、智慧医院建设、AI辅助运营等多元化服务内容。公司以自研数字化平台为底座，深度贴合医院实际运营流程，帮助医疗机构优化服务效率、拓展服务半径、提升患者就医体验，同时通过持续运营服务增强客户粘性。该板块具备毛利率高、客户续约率稳定、增长确定性较强等特征，是公司优化收入结构、实现盈利改善的关键引擎。

1.2.2 医药健康用品销售：营收基本盘与现金流支撑

医药健康用品销售业务是公司营收规模的重要支撑，采用批发与零售相结合的运营模式。批发端主要面向医药贸易商、医疗机构、健康服务机构等客户，提供药品、保健品、医用耗材等产品的集中采购与配送服务；零售端依托自有平台及第三方渠道，面向终端个人用户提供线上购药、健康产品消费等服务。该业务虽然毛利率相对偏低，但具备现金流稳定、业务延展性强、与数字医疗服务协同性高等优势，能够有效扩大平台交易规模，提升整体业务抗风险能力。

图.公司各主营业务营收



整体来看,公司以机构资源为核心壁垒,以数字化技术为竞争抓手,以医药流通为规模基础,逐步实现从“流量连接型平台”向“技术服务+深度运营”型数字医疗服务商转型,业务结构持续向高附加值、高毛利方向优化。

1.3 核心管理团队:专业背景深厚,治理架构稳定

公司核心管理团队具备医疗信息化、互联网运营、技术研发、医药产业、资本合规等多元复合背景,核心成员任职稳定、行业经验丰富,对医疗行业政策、医疗机构需求及互联网医疗商业模式具备深刻理解,为公司战略制定、业务落地与长期稳健经营提供有力保障。

表.公司管理层介绍

姓名	职位	工作经历
罗宁政	董事长、执行董事兼首席执行官	公司核心创始人与战略决策者。早年于桂林工学院任教,具备扎实的教育与理论基础;其后任职于深圳市宝安区沙井人民医院,担任计算机中心主任,长期深耕医疗信息化一线场景,对医院信息系统建设、医疗机构运营痛点具备深刻认知。2005年起,罗宁政先生创立并掌舵深圳市宁远科技股份有限公司,历任执行董事、董事长兼总经理,全程主导公司从医疗信息化软件企业向综合性数字医疗平台转型,统筹公司战略规划、业务布局与资本路径规划,为公司登陆港交所、实现业务规模化发展奠定核心治理基础。
冀翠琳	执行董事兼集团副总裁	拥有逾15年企业管理与商业运营经验。2016年加入公司,任职时间超七年,对公司业务体系与运营逻辑具备全面理解。冀先生历任产品经理等职,2020年起担任集团副总裁,负责集团线上业务综合管理,2023年获委任为执行董事,参与集团整体运营决策与业务监督。加入公司前,冀先生在品牌营销、战略投资等领域积累丰富经验,具备跨行业商业视野,有效助力公司线上业务拓展与商业化落地。
王立法	执行董事兼集团总裁办公室主任	拥有超15年销售营销与综合管理经验。王先生2015年加入公司,长期负责集团内部管理、法务、公共关系及总裁秘书部统筹工作,在内部运营管控、外部资源协调、商务沟通等方面具备扎实能力。加入公司前,其在网络营销、电商平台运营、品牌管理等领域担任重要管理职务,综合运营经验丰富,为公司内部治理规范化、业务高效运转提供支撑。
黄浪	执行董事兼智慧医疗中心总	拥有超过15年产品设计与软件工程研发经验,技术功底深厚,是公司技术体系核心负责人。黄先生2012年加入公司,在集团内部历任工程师、研发部经理、事业部负

	经理	责人、产品中心总监等多个关键岗位，深度参与公司技术平台搭建、产品迭代与解决方案落地，2022年起担任智慧医疗中心总经理，全面统筹智慧医疗业务研发与运营。加入公司前，其在物流信息、电商、社交游戏等领域担任技术研发与管理职务，具备丰富的软件开发与团队管理经验，为公司医疗数字化产品与AI相关业务落地提供核心技术保障。
彭访	副总裁	拥有约13年医疗软件研发经验。2013年加入公司，历任工程部总监，2017年升任副总裁，主要负责集团医院解决方案业务的管理与运营。彭先生具备专业的软件工程教育背景，同时拥有金融管理硕士学位，并在读工商管理博士，兼具医疗技术与金融复合视野，加入公司前深耕医疗信息化产品研发，对医院数字化解决方案具备深刻理解，有力推动公司面向医疗机构的技术服务规模化落地。
罗勇	副总裁兼医政事业部经理	拥有近25年医疗服务行业经验，行业资源与产业资源丰富。罗先生2022年加入公司，主要负责医院服务管理与区域城市运营。其在医药流通、区域市场拓展、政府事务等领域资历深厚，曾在多家知名医药企业担任大区总经理、政府事务总监等重要职务，并有创业管理经验，能够有效整合医疗资源、拓展区域市场，助力公司医政业务与线下网络扩张。
唐世华	董事会秘书、联席公司秘书	具备资深的财务合规与上市公司治理经验。唐先生曾任职于专业会计师事务所，具备扎实的财务审计背景，其后长期在上市公司担任财务负责人、监事会主席等职务，对资本市场规则、信息披露、投资者关系管理及公司治理体系建设具备丰富实操经验，为公司港股上市后的合规运营、资本运作及投资者沟通提供专业保障。

数据来源：公司公告

1.4 营收规模稳步扩张，盈利拐点显现

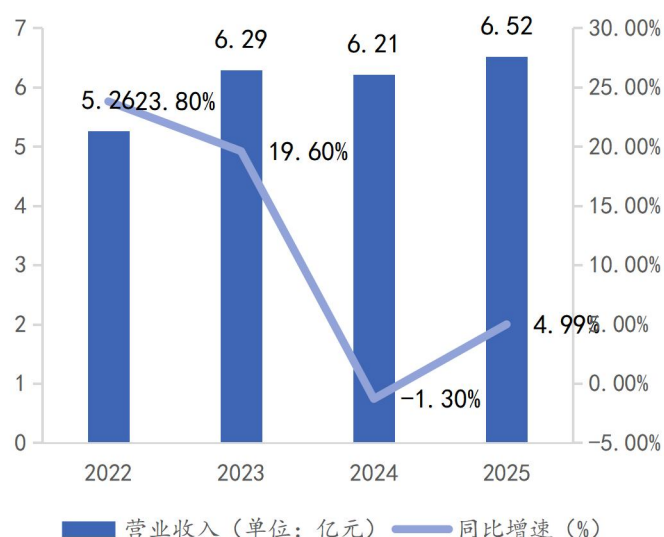
2022年以来，公司整体处于业务扩张、结构优化、亏损收窄、逐步迈向盈利的关键发展阶段。受益于医疗机构合作数量持续提升、数字医疗解决方案渗透率提高以及运营效率不断改善，公司营收规模保持总体扩张态势，盈利结构持续优化，2025年随规模效应显现与费用管控加强，经营业绩实现重要拐点。

营业收入整体步增长。2022年至2023年，公司依托医药流通业务扩张与数字医疗服务需求提升，营业收入由5.26亿元增长至6.29亿元，连续保持双位数增长，展现出良好的业务扩张能力。2024年受行业环境、业务结构调整等因素影响，收入小幅波动，2025年伴随高毛利业务占比提升与运营质量改善，公司营收重回增长通道，整体经营规模保持稳健。从收入结构观察，公司持续推进业务结构升级，低毛利医药健康用品销售业务收

入占比逐步回落，高毛利数字医疗健康解决方案收入占比持续提升，推动公司整体毛利率中枢上行，盈利基础持续夯实。

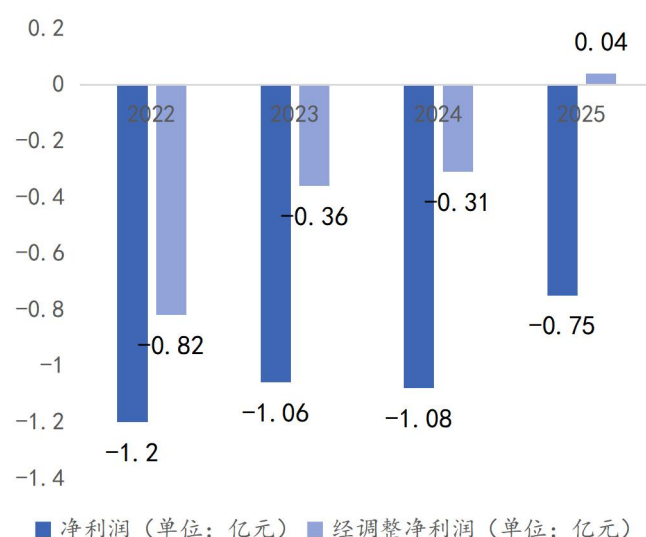
亏损持续收窄，2025 年实现经营层面扭亏。2022-2024 年，公司处于业务投入期与市场拓展期，叠加研发、市场及管理费用投入较高，整体处于净亏损状态，但亏损规模逐年收窄，经调整亏损幅度改善更为显著，反映出公司运营效率持续提升、成本费用管控成效显著。2025 年公司依托高毛利业务贡献提升、费用精细化管理及规模效应释放，经调整净利润实现转正，标志着公司正式由投入期转向盈利兑现期，经营质量迈上新台阶。在 2025 年，公司已与 82 家公立二甲以上医院签约“160AI 医院”解决方案，同比增长超 720%，呈现逐月提速的高速发展态势，有望为公司业绩增长带来强劲动力。

图.公司营业收入及增速



数据来源: Choice、公司公告

图.公司净利润及经调整净利润



数据来源: Choice、公司公告

从财务健康角度观察，公司资产负债结构持续优化，随着港股上市完成资本金补充，公司流动性状况明显改善，偿债压力有所缓解。尽管仍处于经营现金流优化过程中，但随着盈利转正与业务结构改善，公司现金流状况有望持续向好。整体而言，公司财务表现充分体现“扩规模、调结构、控费用、提盈利”的发展主线，经营基本面持续向好，为后续持续增长奠定坚实财务基础。

二、AI 医院进化：从单点工具到全流程操作系统的价值重估

医疗体系的智能化转型并非一蹴而就，而是经历了长周期的基础设施沉淀与技术迭代。回顾过往十余年的产业脉络，医疗 IT 的建设主线呈现出清晰的递进特征：2011 年前后以电子病历标准化评级为起点，打通了院内信息孤岛；2015 年起，分级诊疗政策与互联网医疗的蓬勃发展，将医疗服务触角由实体医院向虚拟空间延伸；至 2019 年，监管层正式确立了“智慧医院”的顶层设计，明确了智慧医疗、智慧服务与智慧管理三大核心支柱。在这一演进过程中，人工智能的角色发生了根本性反转，从早期的边缘性辅助工具，逐步跃升为支撑医院全业务流程的底层基础设施。

图：智慧医院建设各阶段发展特征

发展阶段	信息化	互联网化	智能化
	1995—2008 年	2009—2018 年	2019 年至今
服务主体	医疗机构、医生	患者	全民
管理范围	医疗机构内部	医疗机构内部与外部	医疗机构内外且个机构互通
管理重点	人财物、工作流程	疾病闭环管理	全周期健康管理
数据情况	信息和流程数据化	数据院内互通、线上线下互通	数据院内外互通、线上线下互通
核心目标	提升院内诊疗效率	完成疾病闭环管理	防治一体的动态健康管理
典型应用	HIS/LIS/PACS	EMRS/CIS/GMIS/互联网医院等	

资料来源：公开资料

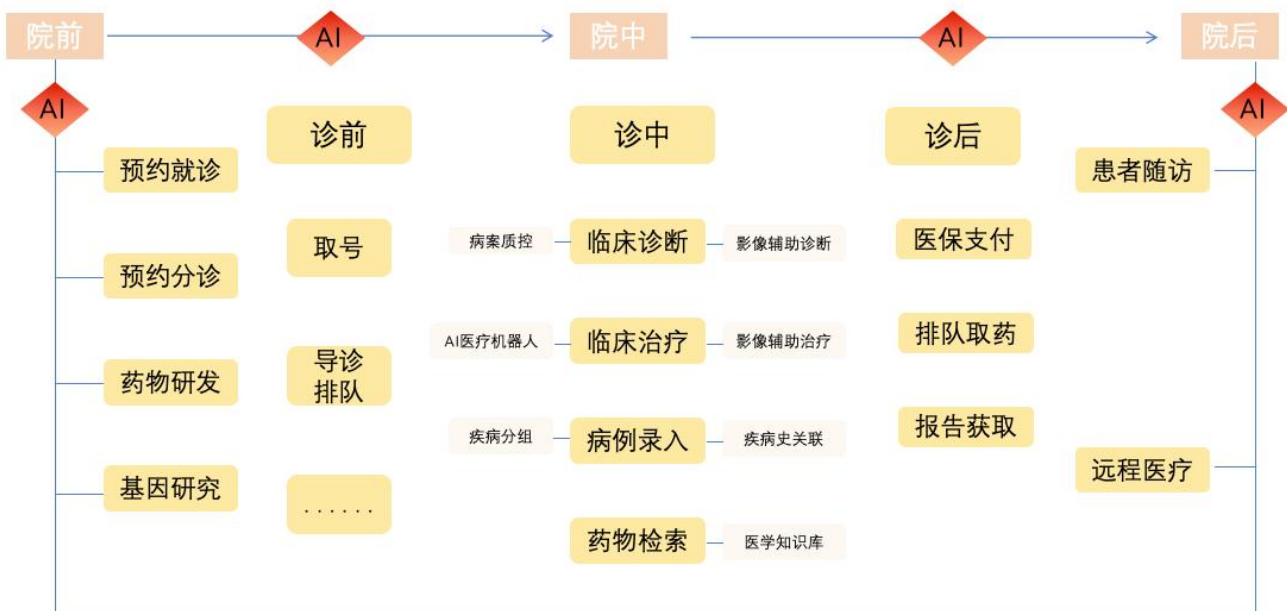
当前市场所探讨的智能化医疗机构，已彻底脱离了单一辅助诊断软件的狭隘范畴，转变为一项高度复杂的系统级工程，其根基深植于底层数据治理、临床业务流程重塑、患者全生命周期服务及院端精细化运营之中。特别是 2023 年以来，大语言模型技术的爆发式突破，推动了医疗 AI 从局部的影像判读、基础导诊等碎片化场景，全面渗透至诊前、诊中、诊后及后勤管理的全链路。这一技术红利促使整个行业跨越了单纯的“技术可用性”验证阶段，加速迈入“具备可运营性、可规模化复制及深度商业化潜力”的全新发展周期。

根据阿里云《2025 医疗健康行业 AI 应用白皮书》，截至 2024 年底，已备案、可对外提供医疗领域 AI 应用的模型和算法数量达到 101 个；根据

动脉网等第三方渠道，截至 2025 年 4 月 30 日，国内排名前 100 的医院中已有 98 家宣布完成大模型部署，33 家医院在通用大模型基础上进一步研发出 55 个垂类大模型，表明 AI 医院已从概念验证进入医院端的快速部署期。

更关键的是，AI 的能力边界正在发生质变。诊前包括 AI 导诊、AI 挂号、预问诊、分诊和智能候诊；诊中包括电子病历分析、辅助诊断、用药提醒、检查建议和治疗方案支持；诊后则延伸至智能随访、康复管理和 7×24 小时咨询服务。这与智慧医院建设从“疾病闭环管理”迈向“全周期健康管理”的演进方向高度一致，也意味着 AI 医院的价值创造开始从单次软件交付，转向持续运营、流程优化和收入分享。

图：AI 赋能诊前、诊中、诊后多个诊疗环节



资料来源：公开资料

2.1 市场痛点破解与 OpenClaw 的双轮驱动

医疗机构之所以具备接纳并规模化采购 AI 系统的内在动力，根本原因在于传统运营模式下长期存在的三大结构性痛点。首先在诊前环节，分诊导流、号源分配及病史预问诊等工作依赖人工，不仅重复性强，且易造成患者排队拥堵与医疗资源错配。其次在诊中环节，临床医师被大量非核心

诊疗事务（如病历文书撰写、医保合规校验等）挤占精力，导致核心生产力受损。最后在诊后环节，患者随访、健康宣教、复诊追踪及慢病长效管理等工作，因缺乏自动化工具而处于低效状态，难以形成有效的患者留存与商业闭环。

OpenClaw 的出现，完美契合了上述长流程、高标准化且具备数据沉淀属性的业务场景。AI 不再仅仅是提供信息检索的问答机器人，而是以“数字化医护员工”的实体形态深度嵌入临床工作流。在此背景下，以 OpenClaw 为代表的先进 AI 智能体展现出了极强的战略卡位价值，其核心贡献可归结为内外双轮驱动：

外部交付能力强化：OpenClaw 等智能体通过多模型协同机制，接管诊前、诊中、诊后的繁杂事务。在实际应用中，其不仅能病历自动生成、医保智能控费核算及科室运营台账等行政性任务，更深度介入患者长效管理、高净值健康服务转化及医学科普等增值场景。这种深度的业务替代，实质上是将医护人员从低附加值的案头工作中解放出来，使其能够重新聚焦于核心的临床诊断与治疗，从而大幅提升了医疗机构的整体服务通量。

内部生产体系重塑：从供给侧视角观察，OpenClaw 的广泛部署不仅优化了医院的运营，更反向提升了技术提供商自身的生产效率。随着智能体在产品研发测试、医学内容生成及客户服务响应等内部环节的深度应用，相关医疗 AI 产品的迭代周期缩短了超过 60%。这印证了 OpenClaw 并非单一的终端软件，而是驱动外部商业化放量与内部研发提效相互咬合的“中枢引擎”。

更为深远的商业逻辑在于，智能化医院的诉求绝非仅仅停留在“削减成本”，而是指向更具想象空间的“创造增量收入”。通过 AI 实现患者精准引流、服务高效承接、不间断的诊后私域运营，以及向高附加值医疗项目的有效转化，能够直接增厚医院的营收利润表。在当前公立医院普遍面临医保控费趋严、整体运营承压的宏观环境下，纯粹的 IT 成本支出往往面临严格的预算约束；但若 AI 解决方案能够切实转化为医院的经营性现金流增量，其财务属性便会从“费用项”跃升为“投资项”，进而打开该赛道的商业化天花板。

2.2 市场空间重构：突破传统 IT 估值框架的多维测算

智能化医院的本质是“数字化运营底座+多智能体协同网络”的复合型生态，其市场容量由医院整体运营开支、医疗服务效率溢价以及底层数据资产的变现价值共同支撑。若仅以传统的医疗信息化采购额来衡量，将严重低估该产业的真实爆发力。因此，我们认为应该从平台扩容及生态重构维度去评估市场空间。

生态重构：2024—2030 年中国数字医疗健康综合服务行业市场规模预计将由 2,203 亿元增长至 7,401 亿元，复合增长率达 22.4%；其中，数字医疗健康服务平台市场预计将由 1,461 亿元增至 5,419 亿元，复合增长率达 24.4%，为 AI 医院提供了明确且持续扩张的产业市场。

平台扩容：若进一步聚焦院端，智慧医院市场 2024 年预计已达 102.48 亿元，2025 年将进一步增至 168.99 亿元，延续高增长态势。

表：AI 医院行业空间测算的三层口径

测算维度	对应市场/指标	关键量化数据	对 AI 医院的含义
直接采购层	智慧医院市场	2024 年 102.48 亿元，2025 年 168.99 亿元；医院信息化市场 2025 年约 700 亿元；	反映医院智能化建设的直接采购市场
平台扩容层	数字医疗健康服务平台/医院信息化	数字医疗健康服务平台 2024 年 1,461 亿元，2030 年 5,419 亿元，CAGR 达 24.4%；	反映 AI 能力嵌入院内外服务平台后的扩容市场
生态重构层	数字医疗健康综合服务行业	2024 年 2,203 亿元，2030 年 7,401 亿元，CAGR 22.4%	反映 AI 医院向医院运营、患者管理、数据增值延伸后的总空间

资料来源：公开资料

2.3 增长极剖析：政策、预算、技术、支付四轮共振

医疗 AI 产业正处于爆发的前夜，其强劲的增长动能来源于宏观政策、院端预算、底层技术与支付机制四个维度的历史性共振。

政策端：AI 医院增长的第一驱动力来自政策坐标系的改变。过去政策更多强调“信息化建设”，如今则转向“三位一体智慧医院”与人工智能的深度融合。智慧医院建设已形成智慧医疗、智慧服务、智慧管理三大维度，分别对应电子病历分级、智慧服务 4S、智慧管理 HM 等评估体系。这意味着医院采购 AI 并非可选消费，而是在越来越多场景中开始成为评级、绩效和高质量发展的必要工具。

表：AI 医疗政策

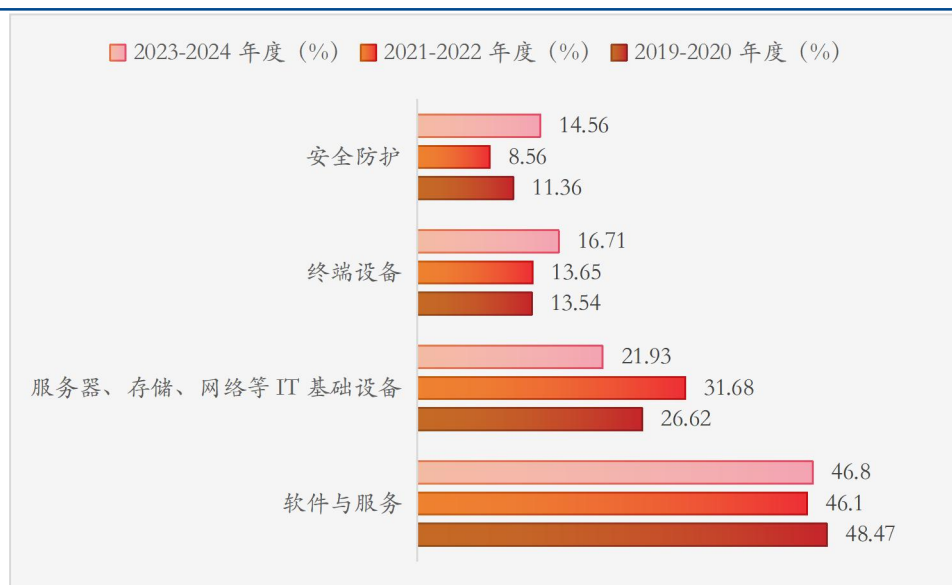
发布时间	政策文件	主要内容
2025 年 5 月	卫健委发布《智慧医疗分级评价方法及标准（2025 版）》	新增对人工智能和国产替代方面的评价要求，鼓励医疗机构应用新技术，如人工智能、大数据、云计算等，以推动医疗服务的创新和发展
2025 年 8 月	国务院发布《关于深入实施“人工智能 +”行动的意见》	探索推广人人可享的高水平居民健康助手，有序推动人工智能在辅助诊疗、健康管理、医保服务等场景的应用，大幅提高基层医疗健康服务能力和效率。
2025 年 11 月	卫健委等五部委发布《关于促进和规范“人工智能 + 医疗卫生”应用发展的实施意见》	到 2030 年，基层诊疗智能辅助应用基本实现全覆盖，推动实现二级以上医院普遍开展医学影像智能辅助诊断、临床诊疗智能辅助决策等人工智能技术应用，“人工智能+医疗卫生”应用标准规范体系基本完善，建成一批全球领先的科技创新和人才培养基地。

资料来源：公开资料

尤其值得注意的是，2024 年 11 月国家医保局首次在放射检查、超声检查、康复类项目中设置“人工智能辅助诊断”扩展项；2025 年 12 月又在《病理类医疗服务价格项目立项指南（试行）》中明确将 AI 辅助诊断纳入病理诊断价格构成，理顺了收费路径。这一系列政策的深远影响在于，其从国家支付体系层面赋予了 AI 作为“合法医疗生产力”的地位，彻底打通了从技术应用到商业收费的逻辑闭环，消除了院方的采购顾虑，显著提升了相关企业的业绩能见度。

预算端：医疗机构 IT 预算的充裕度与结构优化，构成了产业爆发的第二重支撑。行业调研数据显示，在 2023 至 2024 年度，具备明确信息化预算的医院比例高达 90.07%，且千万级以上预算规模的医院占比呈现持续攀升态势，表明数字化投入已固化为医院的常规性刚性支出。在支出结构上，软件采购与后续服务投入的合计占比已达 46.80%，在三级甲等医院中这一比例更是高达 48.35%，凸显出院端需求正从底层的硬件堆砌向应用层的价值挖掘转移。在供应商选择标准上，高达 95.43% 的医院将“产品功能与架构设计”置于首位，94.84% 的医院看重“厂商的持续服务与本地化响应能力”。这预示着行业竞争已跨越了单纯的算法跑分阶段，全面转向产品工程化落地、院内复杂系统协同及长效运维能力的综合博弈，具备先发优势与深厚实施经验的头部厂商将享有更高的护城河溢价。

图：医院信息化建设投入变化



资料来源：公司资料

(3) 技术端：多模态大语言模型的成熟，构成了产业跃升的第三重引擎。当前，医疗机构出于数据安全与响应延迟的考量，对本地化、私有化部署且能无缝衔接现有工作流的 AI 系统展现出偏好。开源大模型生态的繁荣与本地微调技术的进步，压降了医院引入高级 AI 能力的资金与技术门槛。技术泛化能力的提升，使得 AI 的应用场景迅速突破了传统的影像阅片，广泛渗透至智能导诊、结构化病历生成、临床辅助决策（CDSS）、自动化随访、医保合规审查及运营数据洞察等高频核心环节。这种全场景覆盖有可能催生“先提效降本、后引流增收、最终按效分成”的递进式商业路径，未来医疗 AI 的商业模式将逐步摒弃传统的一锤子软件买卖，向 SaaS 化订阅或基于绩效的持续性经营收入模型演进。

(4) 支付端：医保支付方式的深刻变革（DRG/DIP）是驱动医院主动拥抱 AI 的第四重，也是最核心的内生动力。按病种分值付费的全面推行，彻底颠覆了医院传统的规模扩张模式，将其推向了成本敏感、追求效率的新常态。在 DRG/DIP 的约束下，能够有效缩短患者在院流转时间、提升病案首页编码准确率、规避医保拒付风险、优化临床治疗路径以及遏制过度诊疗的智能化工具，将直接转化为医院的财务利润。因此，具备上述能力的 AI 系统已从边缘的“锦上添花”跃升为关乎医院生存与盈利的“经营刚需”，其采购优先级获得提升。

2.4 竞争格局演进：从单点突围到“医院 OS”的生态整合

AI 医院赛道并非一个“模型能力平权后谁都能做”的低门槛市场。随着行业从演示验证走向医院核心流程的落地，竞争维度已发生质变，全面升级为涵盖底层数据治理、复杂场景解构、跨部门组织协同、医疗合规把控及生态构建能力的系统性对抗。

(1) 竞争格局：从“多点入局”走向“分层卡位”

当前 AI 医院产业链的参与者大体可分为四类，这种格局的核心特征不是简单的“谁替代谁”，而是不同参与者围绕不同环节建立优势。互联网巨头擅长 C 端流量获取、支付闭环和药械履约；AI 原生企业擅长专病模型、CDSS 和专业知识工程；传统信息化厂商则拥有深厚的院内系统接口、实施交付与客户关系基础。因此，AI 医院进入了“入口、底座、场景”三层并行竞争的阶段。

表：AI 医院行业空间测算的三层口径

类型	盈利模式	代表公司
互联网平台型公司	依靠流量、支付、供应链与用户入口切入	阿里健康、京东健康、平安好医生、蚂蚁
医疗 AI 原生厂商	依靠算法、专科模型和临床辅助能力切入	讯飞医疗、医渡科技及各类垂直 AI 企业
传统医疗信息化厂商	依靠 HIS、CIS、电子病历、互联互通等既有院内卡位 升级 AI 能力	卫宁健康、创业慧康、嘉和美康、东软
设备与影像厂商	通过“设备+AI”一体化推进院内部署	迈瑞医疗、联影医疗等

资料来源：公开资料

(2) 竞争焦点已经从“模型能力”转向“医院 workflow 控制权”

AI 医院最关键的竞争，不是谁能做出一个更聪明的问答助手，而是谁能将 AI 真正嵌入医院的诊前、诊中、诊后与运营管理流程。医院的采购逻辑决定了，一旦某家公司通过预约挂号、导诊分诊、病历质控、随访复诊、数据驾驶舱等模块持续运行，其角色就会从软件供应商升级为流程参与者，从而产生替换成本。

这也是为什么“医院 OS”成为判断企业战略位置的重要概念。所谓医院 OS，本质上不是单一的 HIS 系统，也不是单个 AI 应用，而是一个能连接医生、患者、管理者、药械与支付场景，并在多流程之间调度数据与服务操作层。医疗资源决定服务供给质量，客户资源决定流量与留存基础，行业知识决定产品是否能真正符合临床和院方需求。AI 医院之所以壁垒更高，在于这三者还需要被进一步升级为数据治理能力、组织协同能力与合规落地能力，形成复合壁垒，而非单一资源的堆积。

(3) 竞争趋势判断：未来胜者更可能是“平台化整合者”而非单点工具商

综合当前行业演进，AI 医院未来的竞争大概率将沿三条线收敛。第一，互联网巨头继续占据 C 端和消费医疗入口，以流量、支付、供应链和品牌为核心；第二，医疗 AI 原生企业继续深耕专病、CDSS 和基层辅助诊疗；第三，真正能够将 AI 嵌入医院经营流程的平台型厂商，将分享最大的 B 端结构性红利，这类平台一旦建立，客户的替换成本高，且可持续承接 AI 医院扩容带来的增量需求。

2.5 未来已来：AI 医院演进与商业闭环展望

展望未来五年，医疗 AI 赛道的核心叙事将从“AI 功能的初步上线”彻底转向“AI 医院操作系统的全面接管”。决定企业长期市值的关键，在于其产品能否打破 HIS、EMR、医保结算、药械供应链及后勤管理等异构系统间的数据孤岛，编织成一张连续、闭环的数据与业务协同网。若仅局限于单点环节的效率提升，企业将陷入产品同质化与项目制低毛利的泥沼；唯有打通全链路，方能实现从软件销售向平台订阅、按效分成及生态抽成的商业模式跃迁。在技术落地的节奏上，呈现出清晰的阶段性特征。当前，具备逻辑推理、长效记忆及工具调用能力的智能体已初具雏形。研究模型预测，在 50% 的可靠性阈值下，AI 可处理的任务复杂度约每 7 个月实现翻倍，推演至 2029 年，AI 将有能力独立完成耗时数月的人类复杂任务。映射至医疗场景：

(1) 2026 至 2027 年：将是“行政与运营类数字员工”的爆发期。预问诊采集、病历自动化归档、医保合规初审、医疗质量校验、患者回访追踪及排班调度等规则明确、重复度高的场景将率先实现规模化替代。行业调研佐证了这一趋势，高达 66% 的受访医院明确计划在 2026 年追加 AI 预

算，重点投向病历解析、影像辅助及收入周期管理领域，且88%的医院已将AI纳入常规应用规划。

(2) 2028至2030年：技术将向深水区迈进，实现跨部门的复杂协同。全院级智能运营驾驶舱、全周期专病管理机器人、临床科研受试者精准匹配系统及复杂的医保支付协同中枢将逐步成熟并投入实战。

更为宏大的长期逻辑在于数据要素的资产化变现。2024年以来的密集政策信号表明，监管层正大力推动医疗数据的合规流通与价值挖掘。《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026年）》明确鼓励公立医疗机构在确保隐私合规的前提下，向商业保险、养老服务等外部金融与产业主体共享脱敏数据，以孵化创新型健康管理业态。这意味着，沉睡在医院服务器中的海量病历与诊疗数据，将通过AI的清洗与结构化处理，转变为可定价、可授权、可交易的核心生产要素。这一制度红利将为深度卡位医院OS的AI平台型企业开启一条极其陡峭的第二增长曲线，彻底夯实其长期商业模式的可持续性。

三、二十余年积累，构筑难以复制的生态壁垒

健康 160 的护城河并非单一的技术或流量优势，而是由规模网络效应、独特的双轮商业模式、AI 技术产品化能力、以及深厚的合规与组织积淀四重维度交织形成的复合型生态壁垒。模仿其技术相对容易，但复制其与数万家医疗机构建立的深度信任与合作关系，以及由此形成的“活数据”闭环，则极为困难。

3.1 规模与网络效应：21 年“苦活累活”沉淀的稀缺资源网络

健康 160 最坚固的护城河源于其用近二十年时间构建的中国最大医疗健康资源连接网络。这种网络效应具有典型的双边市场特征，且转换成本极高。

医疗资源覆盖的深度与广度。截至 2025 年 12 月 31 日，平台已连接超过 44,600 家医疗健康机构，其中包括 14,400 家医院（含 3,430 家三甲医院）及 30,200 家基层医疗卫生机构。平台累计与超过 90 万名医护人员建立合作关系，其中包括约 4.62 万名注册医生。业务覆盖全国 260 多个城市，注册个人用户达 6,110 万名，2025 年平均月活跃用户约 330 万。这一规模在行业内遥遥领先，构成了强大的准入壁垒。

高转换成本与客户锁定效应。董事长罗宁政坦言，公司的护城河源于“21 年做苦活累活的专注力”。医院数字化改造是一项复杂的系统工程，涉及与医院信息系统（HIS）、实验室信息系统（LIS）、影像归档和通信系统（PACS）等数十家不同厂商的数据对接与业务流程适配。健康 160 已与上千家国内医院信息化厂商完成对接，这种深度绑定形成了极高的替换成本。罗宁政强调：“一旦这些医院与我们建立合作关系，其他同行很难进入。很多知名企业都想从事医疗行业，然而很难静下心来去做前端的苦活累活。”这种基于长期信任和深度服务建立的关系，是任何新进入者短期内无法逾越的鸿沟。

独特的生态位。供应商而非竞争者 与试图直接服务 C 端用户或与医院争利的模式不同，健康 160 定位于医院的“数字化合作伙伴”和“线上操作系统”供应商。国产热门手机的负一屏入口、头部互联网平台的挂号服务，其底层技术支持均由健康 160 提供。这种“赋能者”定位使其与医院及各大平台形成了稳固的合作而非竞争关系，确保了其生态系统的可持续性和扩展性。

3.2 独特的“双轮驱动”商业模式：现金流与高毛利的完美协同

健康 160 构建了“医药健康用品销售”与“数字医疗健康解决方案”双轮驱动的业务模式，两者形成了强大的战略协同与财务互补。

低成本获客与流量转化：医药电商业务天然吸引有健康管理需求的用户，为高价值的数字医疗解决方案（如 AI 医院、在线问诊）提供了低成本流量入口。

用户留存与价值深化：高毛利的数字服务（如慢病管理、AI 随访）能显著提升用户粘性和生命周期价值。数据显示，公司用户复购率从 2024 年的 65.7% 提升至 2025 年第一季度的 84.6%，验证了协同效应的有效性。

盈利结构优化：尽管数字解决方案收入占比仅约 32%，但其毛利率超过 70%，对利润的贡献巨大。这种结构使公司能够在维持规模增长的同时，通过提升高毛利业务占比，实现整体盈利能力的非线性跃升。2025 年，公司经调整净利润实现扭亏为盈，达到 406.1 万元，正是这一模式成功运转的关键体现。

3.3 AI 技术+合规安全：医疗垂直领域的“MiniMax”生态

健康 160 被誉为“医疗行业的 MiniMax”，其核心在于成功复刻了“AI 平台+生态”的战略路径，将通用 AI 的智能体理念深度应用于高壁垒的医疗垂直领域。

“能力基座+场景化智能体”的双层结构与 MiniMax 构建“通用大模型+扣子平台”的逻辑一致，健康 160 的 AI 体系同样分为两层：

能力基座：即其庞大的医疗健康生态平台。这个连接了超 4.4 万家机构和 90 万医护人员的网络，是健康 160 的“专属大模型训练场”和“应用分发网络”，提供了任何纯技术公司无法短期获取的海量、真实、连续的医疗场景数据。

场景化智能体：即“160AI 医院”解决方案。该方案并非单一功能，而是像乐高积木一样可灵活组合的智能体集群，主要包括：

流程自动化智能体：自动处理病历文书、医保费用核算、科室台账管理等行政事务。

患者服务智能体：7×24 小时提供智能导诊、分诊、诊后随访与慢病管理。

运营分析智能体：分析医院运营数据，为管理决策提供支持。

从“工具提供商”到“生态运营方”的商业化演进。健康 160 的商业模式正经历深刻转型：

初期阶段：收入主要来源于挂号导流、医药电商等传统服务。

当前阶段（AI 驱动升级）：通过“160AI 医院”解决方案，商业模式从一次性软件销售转向运营服务费或效果分成模式。例如，帮助深圳某医院实现年增收超 5000 万元，公司可与医院共享增长收益。2025 年，该解决方案已与 82 家公立二甲以上医院签约，同比增长超 720%，爆发式增长势头明显。

未来潜力：随着接入医院和智能体数量增加，平台有望成为医疗 AI 智能体的“应用商店”或“解决方案中台”，实现生态化的价值变现。

合规与数据安全构成的终极壁垒。在强监管的医疗行业，合规能力本身就是核心竞争力。健康 160 通过创新技术构建了高标准的数据安全架构：

数据本地化、应用云化原则：与医院合作时，患者数据存储在医院本地服务器，AI 模型在云端调用，确保数据不出院。

隐私计算与脱敏技术：通过中俄应用数学联合研究中心带来的隐私计算技术，实现医疗数据“可用不可见”。所有数据均进行脱敏处理。

权威认可：2026 年 1 月，公司与苏州市立医院（集团）签约，成为其大数据标准化及集成应用的重要合作伙伴，这标志着其数据安全理念获得了大型公立医院集团的权威认可。

3.4 战略定力与组织能力：深耕医疗的“慢功夫”基因

在追求快节奏和规模效应的互联网行业，健康 160 团队展现出了难得的战略耐心和产业深耕精神。创始人罗宁政曾任医院信息科主任，这种“医工结合”的背景使团队对医疗行业的痛点、流程、监管要求和伦理边界有着深刻理解。这种基因是纯互联网或纯技术背景公司难以在短期内培养的。公司坚持长期主义，将资源持续投入于打磨产品、深化医院合作，而非盲目追逐短期流量，这为其构建深厚的护城河奠定了组织基础。

复合型护城河的不可复制性。健康 160 的竞争壁垒不是单一维度的，而是由数据、场景、网络、合规共同构成的复合体系。

数据壁垒：深度嵌入医院工作流，获取源头、实时、闭环的医疗数据，

用于持续优化 AI 模型。

场景壁垒：二十余年积累的医疗业务流程理解，使 AI 产品能真正解决临床和管理痛点。

网络壁垒：与数万家医疗机构建立的信任关系，形成了极高的客户转换成本。

合规壁垒：医疗行业强监管特性，使其拥有的各类牌照、医保对接经验成为重要准入障碍。

这些壁垒共同作用，使得健康 160 的 AI 产品不是空中楼阁，而是根植于中国医疗体系土壤中的“活系统”，模仿其技术容易，复制其生态极难。

四、增长前景展望——站在价值释放的战略拐点

我们认为，健康 160 已跨越规模扩张的初级阶段，进入 AI 业务放量、区域扩张深化、全球化探索、财务结构优化四轮驱动的高质量增长新周期。2025 年经调整净利润扭亏为盈是一个明确的战略拐点信号。

4.1 第一增长曲线：AI 医院解决方案规模化落地，驱动收入结构与利润率双重提升

“160AI 医院”解决方案是公司未来增长的核心引擎，其规模化落地将带来质的变化。

市场空间与增长动力。中国公立医院普遍面临提升运营效率、改善患者体验、增加服务收入的迫切需求。健康 160 的 AI 解决方案直击这些痛点。按医院等级和模块收费，客单价在数十万至数百万元不等。随着 2025 年签约数量的暴增（+720%），该业务已进入快速复制阶段。公司透露，2026 年初已敲定国内多家大型三甲医院的合作意向，预计 AI 业务收入将在 2026-2027 年实现数倍增长。

对财务结构的重塑作用。高毛利的数字解决方案业务占比提升，将直接拉动公司整体毛利率和净利率。该业务毛利率长期维持在 70% 以上，远高于医药销售业务。我们预计，随着 AI 医院解决方案的推广，数字解决方案收入占比有望在 2-3 年内提升至 50% 以上，从而带动公司整体毛利率从目前的 26% 左右向 40% 以上迈进，净利率将实现显著改善。

4.2 第二增长曲线：“更广更深”的区域扩张，打开市场天花板

公司制定了清晰的“更广、更深、全球化”五年发展主线。

横向“更广”——渗透高价值一线及新市场。目前公司在深圳及华南地区品牌优势显著，但北京、上海、广州等一线城市及华东、华北地区仍有大量空白市场。这些地区医疗资源丰富、支付能力强，是数字医疗服务的价值高地。公司的成功渗透将带来收入规模的阶梯式增长。

纵向“更深”——下沉与消费医疗拓展。向基层医疗机构下沉：顺应国家分级诊疗政策，将数字化解决方案从三甲医院向社区卫生服务中心、乡镇卫生院延伸，市场空间巨大。

拓展消费医疗模块——医美、口腔、体检、中医等消费医疗领域需求旺盛、利润率高。平台已连接超过 6,800 家民营医疗机构提供相关服务。通过运营医院公众号私域，公司能有效激活这部分增量市场，提升单医院产值。

4.3 第三增长曲线：全球化布局，复制中国模式到海外蓝海市场

公司已启动系统化出海战略，这将是其中长期最重要的增长极之一。已积累约 40 万香港注册用户，正拓展大型连锁诊所和养老机构。已与日本当地医院达成合作意向，计划将日本医生接入平台，提供远程问诊和新特药服务，解决其医疗资源分布不均的痛点。瞄准韩国医美跨境协作，利用平台流量为韩国医美机构导流，后续将逐步拓展至东南亚、北美及欧洲。

公司成功出海的根源在于，海外许多发达市场的医院线上服务（如预约、患者管理、数字化营销）反而落后于中国。健康 160 董事长罗宁政指出：“日本医疗机构仍大量依赖电话和户外广告进行推广，中国在挂号、问诊等线上服务上已经明显领先。”健康 160 将国内成熟的“公众号私域运营+AI 工具赋能”模式输出，具备明显的后发优势。海外业务通常享有更高的客单价和毛利率，有望成为公司未来的利润增长引擎。

五、盈利预测及估值

基于健康 160 独特的商业模式、清晰的盈利路径以及 AI 业务的爆发潜力，我们对其未来三年的财务表现进行预测，并探讨合理的估值框架。当前市场对公司的认知正从“低利润率挂号平台”向“高毛利 AI 医疗生态运营商”转变，这一认知差将驱动显著的价值重估。

我们测算 2026-2028 年，公司营收分别为 20.00 亿元、26.64 亿元、34.95 亿元，同比增长 28.00%、33.20%、31.20%；归母净利润分别为 0.53 亿元、1.58 亿元、2.92 亿元，同比增长 197.00%及 85.00%；EPS 分别为 0.16 元/股、0.47 元/股、0.87 元/股；PS 分别为 6.52、4.89、3.73。

受益于 AI 云医院等业务的快速发展，健康 160 目前正处于利润快速释放的爆发期。我们认为公司合理市销率应为 15 倍，目标价 102.19 港元/股（1HKD=0.872CNY），相较现价存在约 217.16%% 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	2,000.00	2,664.00	3,495.17
yoy	30.10%	28.00%	33.20%	31.20%
归母净利润（人民币，百万元）	-72.99	53.21	158.03	292.36
yoy	/	/	197.00%	85.00%
每股收益（人民币，元）	-0.22	0.16	0.47	0.87
PS	8.34	6.52	4.89	3.73

资料来源：公开资料整理

六、风险提示

盈利增长路径有待验证：公司已实现经调整净利润扭亏为盈，展现了初步的改善趋势。未来的核心挑战在于，能否将低毛利率的医药批发业务（2025年毛利率1.4%）成功转型，并推动高毛利的数字医疗解决方案业务（毛利率80.9%）成为主导收入来源，从而实现整体盈利能力的持续、稳定提升。

差异化竞争能力建设：公司在巨头林立的互联网健康赛道中，确立了连接医疗机构（B端）和AI医院的差异化定位。其成功的关键在于，能否将先发积累的超过4.48万家医疗机构资源，有效转化为可规模化的、具有客户粘性的商业模式，从而在巨头的生态压力下建立并巩固自身的护城河。

行业政策与合规演进：互联网医疗行业处于快速发展与规范完善并行的阶段。公司的发展将与行业监管政策的演进紧密相关，需持续关注在线诊疗、处方流转、数据安全与隐私保护等方面的细则出台，并确保业务创新始终运行在合规框架内，这既是挑战也是构建长期信任的基础。

成长股的估值波动性：作为一家处于转型关键期且具有AI概念的成长型公司，其估值（如市销率）在相当程度上包含了市场对未来高增长的预期。这意味着，任何关于营收增速、AI业务进展或盈利能力的短期数据波动，都可能被市场情绪放大，导致股价出现高于行业平均水平的波动。

新业务研发的投入与产出平衡：公司对“160AI医院”等创新业务的战略投入，是塑造未来竞争力的关键。这类技术研发和市场培育需要持续且大量的资金与资源投入。如何在确保财务健康的前提下，高效地将技术投入转化为可量化的商业成果和市场份额，是管理层需要精准把握的课题。