

行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	5480.49
52周最高	5841.52
52周最低	3963.29

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师:陈涵泊
SAC 登记编号:S1340525080001
Email:chenhanbo@cnpsec.com
分析师:李佩京
SAC 登记编号:S1340525080003
Email:lipeiijing@cnpsec.com

近期研究报告

《大模型 APP，AI 时代第一个爆款》
- 2025. 10. 22

Tempus AI 启示：用数据构筑 AI+医疗行业领先优势

● 海外：AI 辅助精准医疗先驱者 Tempus AI

1、Tempus AI 主要业务包括基因检测业务（xT、xG、xM）、基于 AI 的药企研发工具和服务（Insights、Trials）、AI 辅助医生诊断工具（Algos、Next、Pixel、ECG 等）。

2、业绩表现：2024 年收入 6.93 亿美元（yoy+30.38%），Non-GAAP 毛利率为 58.3%（同比+4.5pct），调整后的 EBITDA 为-1.05 亿美元（yoy-198.11%）；2025 年全年的收入指引为 12.6 亿美元，EBITDA 为 500 万美元。

3、投资逻辑：

1)短期：基因检测业务有望受益于 xT CDs 渗透率提升带来的 ASP 和毛利率提升、xT 和 xG 的检测量提升、xM 进入报销并在 2026 年放量；数据与服务业务有望受益于与大型药企客户阿斯利康/Pathos 的 2 亿美元合作。

2) 长期：

数据业务的强大护城河与高客户粘性（比肿瘤学中最大的公共基因组数据集 TCGA 多 50 倍以上、多模态医疗保健数据超过 350PB+2024 年净客户留存 140%）、

“飞轮”商业模式（检测+数据+AI 应用）、

清晰的盈利路径与利润增长潜力（2025 年实现调整后 EBITDA 转正为 500 万美元）、

AI 与基础模型的领导地位（与阿斯利康、Pathos 合作，利用约 1000 个 H200 GPU 集群构建肿瘤学领域最大的多模态基础模型）、

MRD 与 AI 算法等未来增长长期权（xM 预计 2025 年底进入报销并 2026 年放量+AI 算法已开始获得 CMS 报销）。

4、估值状态：

公司在精准医疗和真实世界数据(RWD)领域占据领先地位，2025E forward-PS 为 12.63、市值 159.1 亿美元（截至 25 年 10 月 27 日）。

● 国内：处于从 0 到 1 的拓展期

润达医疗：加速落地 AI 数智化产品，B/G/C 端全面打通。B 端医疗智能体“良医”，C 端健康智能体“晓慧”协同，贯穿“防-治-管”全流程、形成“诊前-诊中-诊后”闭环，满足医疗机构多元需求；在 G 端，依托“华擎智医”训推一体机，推出城市医疗一朵云方案，积极推动区域医疗加速智慧转型。

嘉和美康：打造医疗 AI 全场景应用生态。公司依托在医疗信息化领域扎根 20 年的实践经验和医疗大数据与 AI 领域的先发优势，以多模态数智中台为智慧底座，深度挖掘高质量多模态大数据，依托自主研发的医疗垂类大模型，打造贴合业务场景需求的智能体矩阵

卫宁健康：医疗大模型注入临床思维，驱动“智能体+”场景应用革新。2025 年初发布 WiNGPT 2.8 和医护智能助手 WiNEX Copilot 2.1，支持覆盖诊前、诊中、诊后和医疗管理 30 多个场景。

晶泰控股：AI+机器人赋能药物研发。公司药物发现业务，最强 AI 大脑与机器人技术深度融合，驱动业务进入新阶段。该业务实现强劲增长，25 年上半年实现营收 4.35 亿元（同比+615.2%）。

固生堂：“国医 AI 分身”实现中医资源智能匹配。“国医 AI 分身”于 25 年 6 月发布，至 8 月合共已发布 10 大“国医 AI 分身”覆盖肿瘤科、皮肤科、消化内科、耳鼻喉科等 8 大中医核心专科领域。

医渡科技：YiduCore“AI 医疗大脑”引领医疗行业大模型。YiduCore 作为医渡科技的核心 AI 医疗算法引擎，通过“数据 - 算法 - 场景”的强化闭环构建“技术—应用—数据”飞轮效应形成竞争壁垒，凭借十余年积累的全流程技术闭环赋能医疗全链条场景。

讯飞医疗科技：背靠科大讯飞医疗大模型第一股。公司产品及解决方案覆盖全流程医疗服务；据弗若斯特沙利文，2023 年公司营收位列中国医疗 AI 行业第一，市场份额 5.9%。

云知声：医疗 AI 从病例语音、质控到保险支付全流程。云知声 2025 年上半年总收入同比增长 20.2%至 4.05 亿元，主要得益于 AI 超算平台、轨交、医疗等领域的业务渗透。其中，医疗业务表现突出：单客户收入同比激增 116.2%至 101.3 万元。

Mirxes 觅瑞：RNA 液体活体全球领先者。Mirxes 觅瑞以 GASTROClear™血液胃癌试剂盒开展大规模筛查，其核心 AI 应用聚焦多癌种早筛。

● 投资建议

建议关注：润达医疗、嘉合美康、卫宁健康、晶泰控股、固生堂、医渡科技、讯飞医疗科技、云知声、Mirxes 觅瑞等。

● 风险提示：

报销政策风险、数据业务增长不及预期、竞争加剧与技术迭代风险。

目录

1 海外：AI 辅助精准医疗先驱者 Tepmus AI.....	6
1.1 AI 辅助精准医疗.....	6
1.2 竞争优势：私有真实医疗数据.....	6
1.3 业务：基因检测业务为主，数据和服务高毛利.....	8
1.4 展望：2025 年 EBITDA 有望首次转正并达到 500 万美元.....	17
1.5 历史股价复盘.....	18
1.6 投资逻辑.....	18
2 国内：AI+医疗仍处于从 0 到 1 的拓展期.....	21
2.1 润达医疗：加速落地 AI 数智化产品，B/G/C 端全面打通.....	21
2.2 嘉和美康：打造医疗 AI 全场景应用生态.....	23
2.3 卫宁健康：医疗大模型注入临床思维，驱动“智能体+”场景应用革新.....	25
2.4 晶泰控股：AI+机器人赋能药物研发.....	26
2.5 固生堂：“国医 AI 分身”实现中医资源智能匹配.....	28
2.6 医渡科技：YiduCore “AI 医疗大脑”引领医疗行业大模型.....	29
2.7 讯飞医疗科技：背靠科大讯飞医疗大模型第一股.....	31
2.8 云知声：医疗 AI 从病例语音、质控到保险支付全流程.....	32
2.9 Mirxes（觅瑞）：RNA 液体活体全球领先者.....	34
3 投资建议.....	36
4 风险提示.....	36

图表目录

图表 1: Tempus AI 发展历程.....	6
图表 2: Tempus 平台: 利用多模态数据为医疗决策和疗法研究提供支持	7
图表 3: Tempus 搜集到的部分数据模态	7
图表 4: Tempus 积累了丰富的专有数据集	7
图表 5: 与 TCGA 相比, Tempus 数据量增长更为迅速	8
图表 6: Tempus 云环境下数据量 (千兆字节)	8
图表 7: Tempus AI 营收结构 (亿美元)	9
图表 8: Tempus AI 毛利率及净利率	9
图表 9: Tempus AI 三大业务相互协同	9
图表 10: 基因检测业务智能诊断与传统准基因组测试的比较	9
图表 11: Tempus AI 基因检测业务营收 (亿美元) 及增速	10
图表 12: 总肿瘤样本测序数量 (个) 及增速	10
图表 13: Tempus AI 基因检测业务主要业务	11
图表 14: Tempus AI 基因检测业务收入拆分 (亿美元)	11
图表 15: 肿瘤学 NGS-交付的测试 (万个)	11
图表 16: 肿瘤学 NGS-ASP (美元)	11
图表 17: 遗传检测业务持续稳定的量增	12
图表 18: 基因检测业务调整后的毛利率	12
图表 19: 数据及服务业务营收 (亿美元) 及增速	13
图表 20: 基因检测业务、数据及服务业务毛利率对比	13
图表 21: Tempus AI 选择数据的标准	14
图表 22: Tempus Trials Network	15
图表 23: Tempus Trials 实验流程	15
图表 24: 头部制药公司 R&D 支出及占收入比	16
图表 25: Tempus AI 应用产品	17
图表 26: Tempus AI 股价复盘	18
图表 27: Tempus AI 与可比公司情况	20
图表 28: 润达医疗 AI 医疗布局	22
图表 29: 润达医疗营收 (亿元) 及增速	23
图表 30: 润达医疗归母净利润 (亿元) 及增速	23
图表 31: 嘉和美康智能客服减轻医院客服压力	24
图表 32: 嘉和美康 AI 教学辅助系统的优势特点	24
图表 33: 嘉和美康营收 (亿元) 及增速	24
图表 34: 嘉和美康归母净利润 (亿元) 及增速	24
图表 35: 卫宁健康医疗大模型及智能体	25

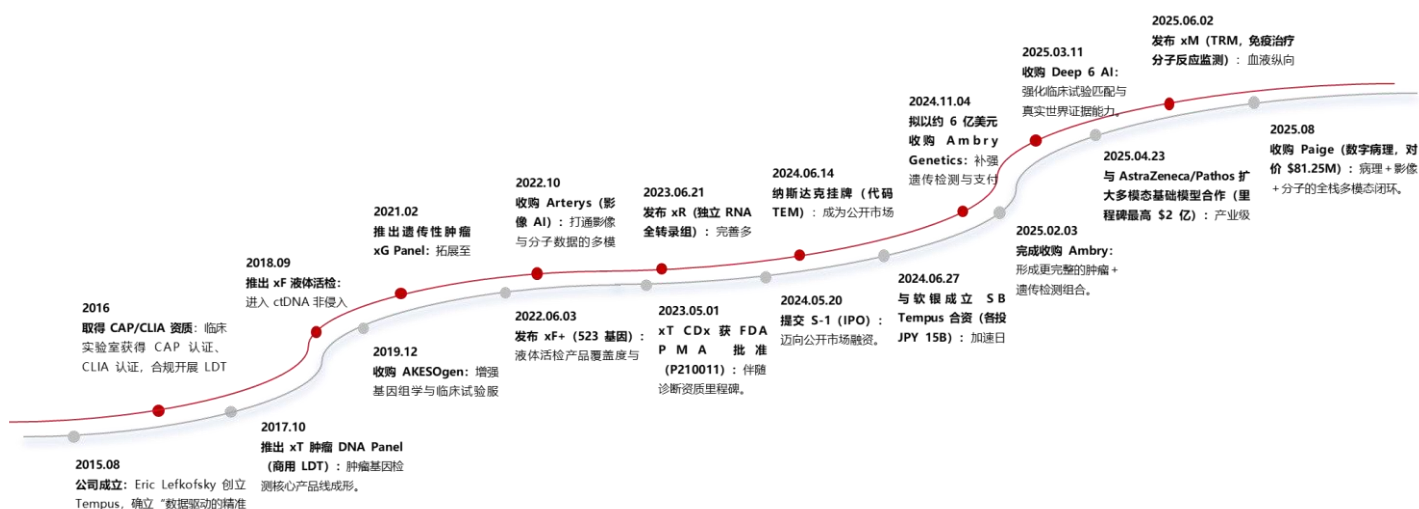
图表 36: 卫宁健康营收(亿元)及增速.....	26
图表 37: 卫宁健康归母净利润(亿元)及增速.....	26
图表 38: AI 和量子物理助力科学家更高效的发现新分子	27
图表 39: 用先进的机器人技术构筑智慧实验室.....	27
图表 40: 晶泰控股营收拆分(亿元)及增速.....	27
图表 41: 固生堂十大 AI 分身	28
图表 42: 固生堂营收(亿元)及增速	29
图表 43: 医渡科技在医疗行业大模型市场地位和发展能力两个关键稳居领导者	30
图表 44: 医渡科技营收拆分(亿元)及增速.....	30
图表 45: 讯飞医疗服务体系	31
图表 46: 讯飞医疗核心技术能力	31
图表 47: 讯飞医疗营收拆分(亿元)及增速.....	32
图表 48: 云知声 AI 解决方案技术栈	33
图表 49: 云知声智慧医疗产品矩阵	34
图表 50: 云知声营收拆分(亿元)及增速.....	34
图表 51: Mirxes 觅瑞 GASTROClear™血液胃癌试剂盒	35
图表 52: 觅瑞营收拆分(万美元)及增速.....	36

1 海外：AI 辅助精准医疗先驱者 Tempus AI

1.1 AI 辅助精准医疗

Tempus AI 是一家美国上市的数据驱动的 AI 辅助精准医疗公司。公司由硅谷创业家 Eric 创立，在此之前他已经成功打造 5 家公司，例如网络团购公司 Groupon；目标是让科技赋能医疗，让医生能够基于完整的数据做出精准的决策。

图表1：Tempus AI 发展历程



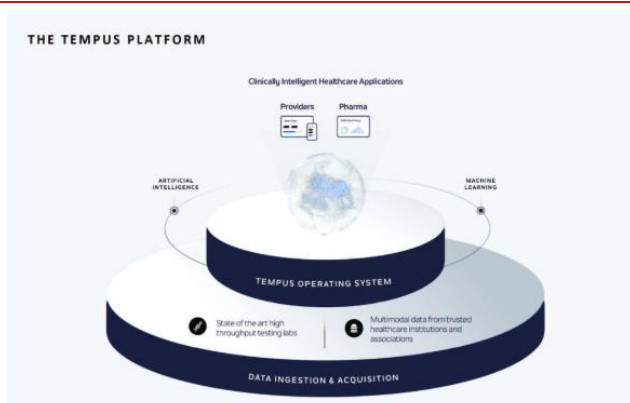
资料来源：Tempus AI 官网，Tempus AI 公司公告等，中邮证券研究所

1.2 竞争优势：私有真实医疗数据

公司最大的竞争优势是构筑了真实、私有医疗数据壁垒：

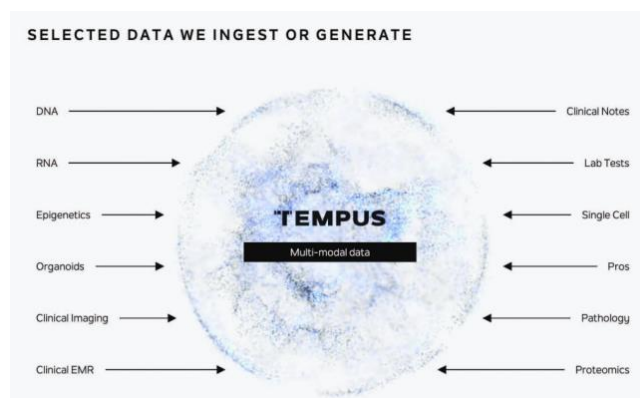
1) 公司早期通过低成本基因测序+逐个医院谈判+手工整理数据构筑初步的数据壁垒。公司开发了一个可以清理整合、标准化分散的医疗数据的平台，为构建数据壁垒，公司通过低成本的基因测序服务吸引患者使用以获取 C 端数据，通过与各家医院机构分别谈判来获取医院共享的 B 端数据，之后再进行人工整理，公司将大部分的精力都投入到了数据的获取整理和标准化处理上，由此逐步形成数据护城河。

图表2: Tempus 平台: 利用多模态数据为医疗决策和疗法研究提供支持



资料来源: Tempus AI 2024 年年报, 中邮证券研究所

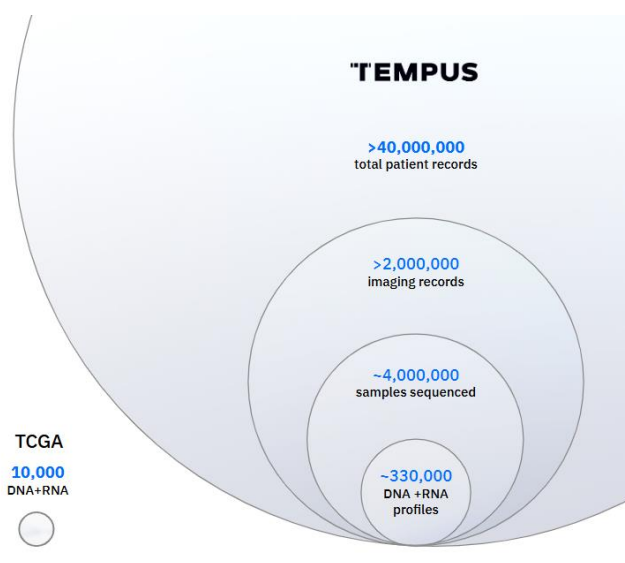
图表3: Tempus 搜集到的部分数据模态



资料来源: Tempus AI 2024 年年报, 中邮证券研究所

2) 公司积累了全球最大的肿瘤学专有数据集。经过近 10 年的努力, 公司目前与超过 3000 家医院、全美 65% 的学术医疗中心、50% 的癌症医生构建了合作关系; 制药领域, 公司拥有超过 200 个生物制药合作伙伴, 并与美国排名前 20 (根据 2023 年收入) 的制药公司中的 19 家构建了合作关系; 数据层面, 公司积累了世界上最大的专有数据集之一, 比肿瘤学中最大的公共基因组数据集 TCGA 多 50 倍以上、多模态医疗保健数据超过 350PB (截至 25Q2, 比 24 年底增加 45% 以上)、DNA+RNA 文件超过 33 万、成像记录超过 200 万、测序样本 400 万、患者记录总数超过 4000 万。

图表4: Tempus 积累了丰富的专有数据集

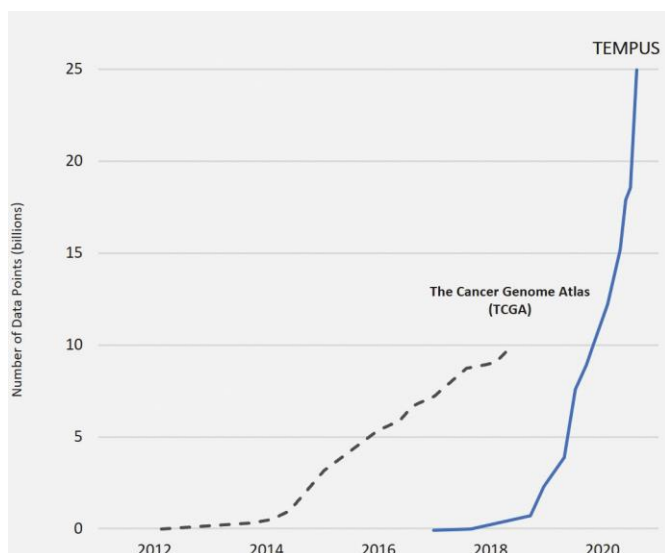


资料来源: Tempus AI 25Q2 IR 材料, 中邮证券研究所

3) 公司形成了数据飞轮，未来有望持续深化数据壁垒。测序的患者越多，收集的真实数据越多，可以更好地为患者和医院提供服务，而更好的服务也会带来更多的真实数据。

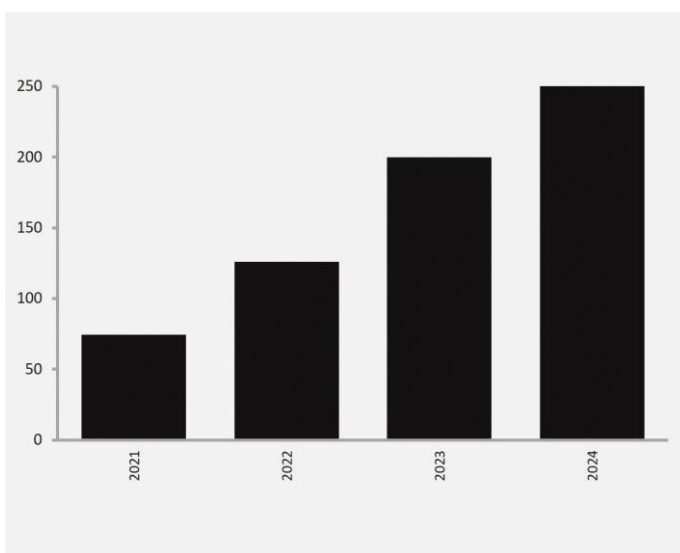
4) B 端数据双向直连带来的网络效应，有望为公司持续提供稀缺的真实、私有数据。公司是稀缺的从 B 端整合数据的厂商，使用各种近实时连接（例如 HL7、FHIR）和批量数据交换，双向连接了全国超过 4500 家医疗服务机构。我们认为，合作的医生、医院、药企会持续共享新的患者数据、医生诊疗数据、药企研发数据，进而不断深化公司的私有数据壁垒。其他竞争对手则更多是从 C 端获得医疗数据，缺乏医生、药企的真实数据；并且很多医院已经与公司达成了合作后，开放共享数据给第三方的意愿相对较弱。

图表5：与 TCGA 相比，Tempus 数据量增长更为迅速



资料来源：Tempus AI 2024 年年报，中邮证券研究所

图表6：Tempus 云环境下数据量（千兆字节）

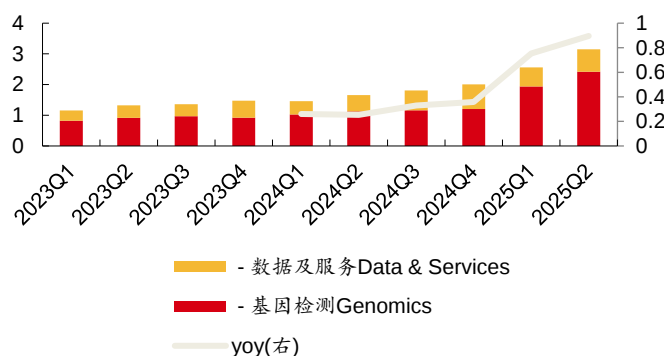


资料来源：Tempus AI 2024 年年报，中邮证券研究所

1.3 业务：基因检测业务为主，数据和服务高毛利

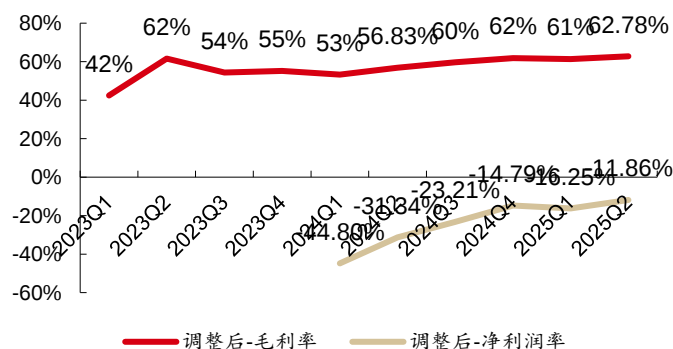
年度业绩方面，公司 2024 年收入 6.93 亿美元 (yoy+30.4%)，Non-GAAP 毛利率为 58.3% (同比+4.5pct)，调整后的 EBITDA 为-1.05 亿美元 (yoy+32.1%)；季度业绩方面，公司 2025Q2 营收达到 3.15 亿美元 (yoy+89.57%)，Non-GAAP 毛利率为 62.78% (yoy+5.95pct, qoq+1.41pct)，调整后的 EBITDA 为-558 万美元 (yoy-82.11%)，自由现金流为 0.37 亿美元 (同比环比明显转正)。

图表7: Tempus AI 营收结构 (亿美元)



资料来源: 彭博, 中邮证券研究所

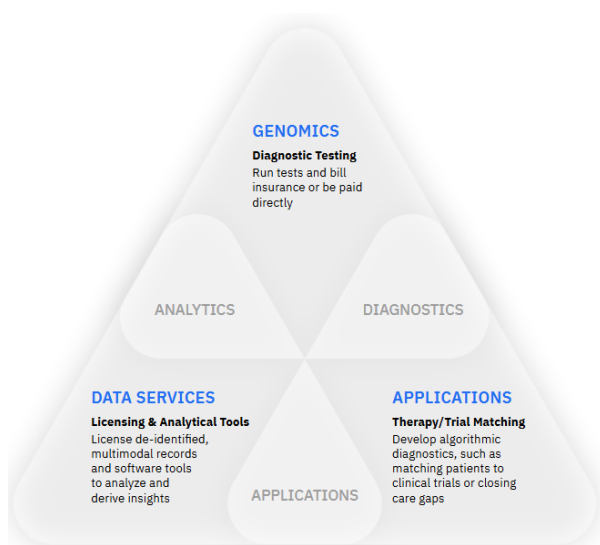
图表8: Tempus AI 毛利率及净利率



资料来源: 彭博, 中邮证券研究所

公司业务分为基因检测业务 (Genomics)、数据和服务 (Data & Services)、AI 应用三个部分, 目前主要收入来自基因检测业务, 数据和服务业务处于起步期, 而 AI 应用暂不成型。

图表9: Tempus AI 三大业务相互协同



资料来源: Tempus AI 25Q2 IR 材料, 中邮证券研究所

图表10: 基因检测业务智能诊断与传统准基因组测试的比较



资料来源: Tempus AI 2024 年年报, 中邮证券研究所

1. 3. 1、基因检测业务: xT CDs 带动 ASP 提升, xG 带来测试量增长, xM2026 年有望放量

基因检测业务 (Genomics), 受益于 xT CDs 带来的 ASP 提升, 未来毛利率有望小幅度的渐进式增长。

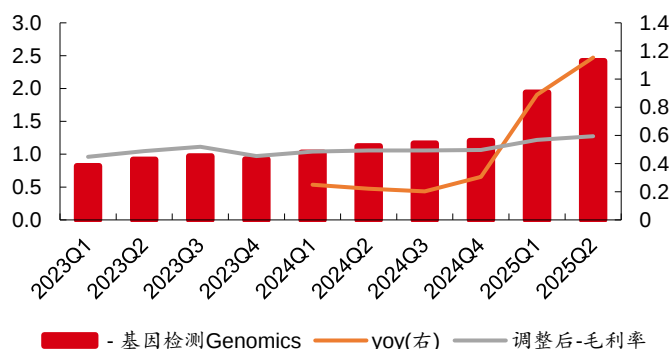
2025Q2 基因检测业务营收 2.42 亿美元 (yoy+115.31%)、Non-GAAP 毛利率为 59.44% (yoy+10.07pct、qoq+2.63pct)；主要为癌症患者提供基因检测服务，医生可以根据检测结果开具药物、跟进患者病情。

收费模式：公司通过向保险公司或直接向患者收费来获得基因服务的费用，他们会报销测试费用，或者直接向供应商或制药公司收费。

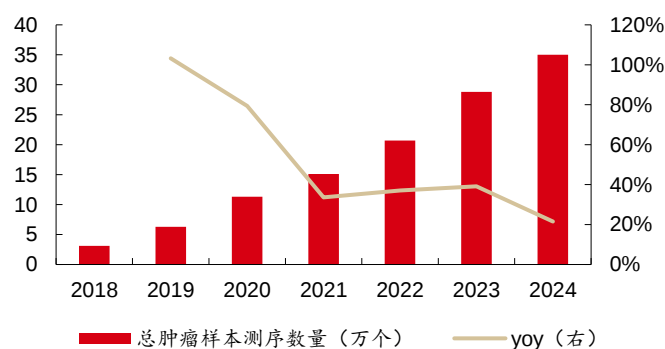
与竞品相比，公司能提供一整套完整的肿瘤学检测组合，覆盖范围更广，能解决更复杂的基因情况，同时检测效率更高，从取样到出结果的周期更短，能大幅提升医生的诊疗速度。

公司已经和超过 3000 家医院建立了合作关系，覆盖了全美 65% 的学术医疗中心，以及 50% 的癌症医生；2018-2024 年，肿瘤学临床测序样本数量从 3.1 万个增加到 35 万个，CAGR 接近 50%。

图表11: Tempus AI 基因检测业务营收（亿美元）及增速



图表12: 总肿瘤样本测序数量（个）及增速



资料来源：彭博，中邮证券研究所

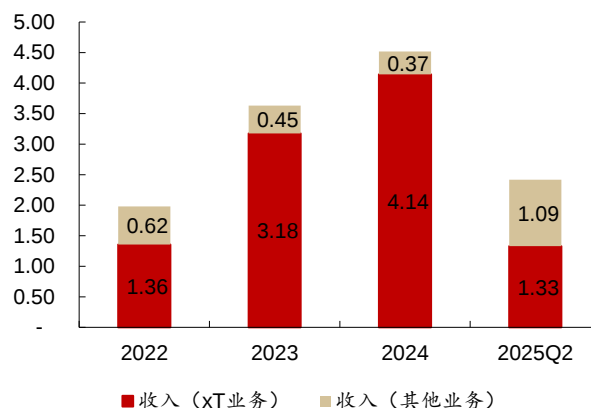
资料来源：Tempus AI 2024 年年报，中邮证券研究所

基因检测业务主要收入由 xT (DNA 检测)、xG (遗传检测)、xM (癌细胞残留检测) 等构成:

图表13: Tempus AI 基因检测业务主要业务

SUMMARY OF TEMPUS' GENOMICS TEST OFFERINGS	
Oncology	Neuropsychiatry
Tempus xT (2017) 648 gene solid tumor cancer assay; FDA approved in April 2023	
Tempus xR (2023) Whole transcriptome RNA cancer assay	Tempus nP (2019) Pharmacogenomics profiling in neuropsychology
Tempus xF (2018) 105 and 523 gene liquid biopsy cancer assay	
Tempus xE (2018) Whole exome cancer assay	
Tempus xG (2021) 52 and 88 gene inherited cancer risk germline assay	
Tempus xM (2024) Joint methylation and variant workflow for minimal residual disease detection	
Tempus xH (2025) Whole-genome sequencing test, available for RUO in hematological malignancies	

图表14: Tempus AI 基因检测业务收入拆分 (亿美元)



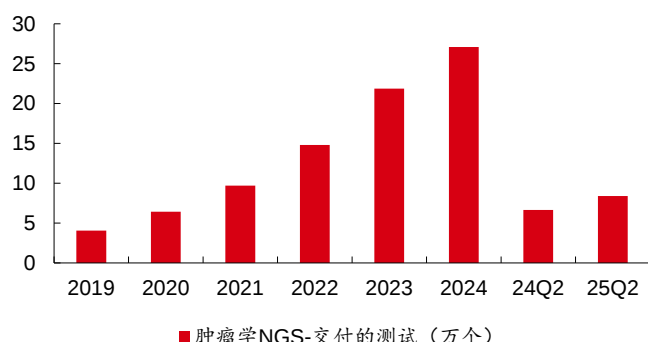
资料来源: Tempus AI 2024 年年报, 中邮证券研究所

资料来源: Tempus AI IR 材料, 中邮证券研究所

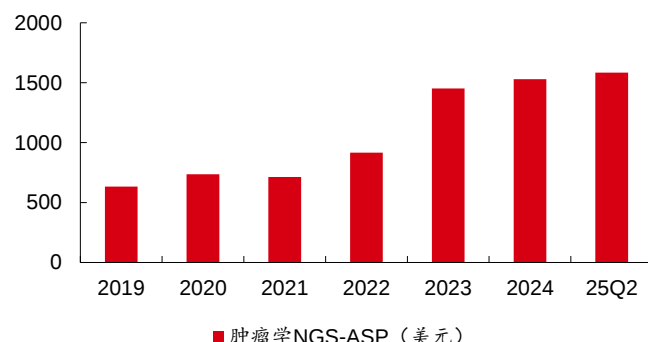
1、xT (DNA 检测): 主要对癌细胞里面的 DNA 进行测序分析, 以帮助医生判断用药, 预期未来 ASP 将在 xT CDs 带动下逐渐上升。在 2024 年占比约为 92%、2025Q2 公司完成收购后降至 55%, 2025Q2 xT 收入为 1.33 亿美元, 检测数量达到 8.4 万 (yoy+26.32%)、ASP 达到 1584 美元 (与 2024 年相比提升 3.53%)。

此外, 公司在 2024 年初推出了高级版 xT CDx, 定价 4500 美元 (比基础版高 55%), 并已纳入美国联邦医保, 2025Q1/2025Q2 销量占比分别为 20%/28%, 公司在业绩会上预计年底将达到 40%, 并带动 ASP 提升。

图表15: 肿瘤学 NGS-交付的测试 (万个)



图表16: 肿瘤学 NGS-ASP (美元)



资料来源: Tempus AI IR 材料, 中邮证券研究所

资料来源: Tempus AI IR 材料, 中邮证券研究所

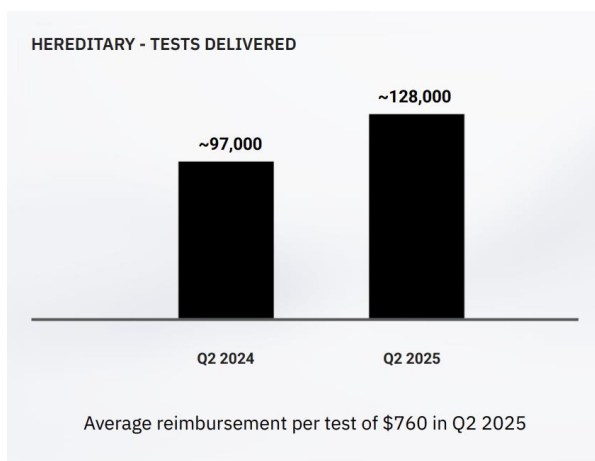
2、xG(遗传检测): 通过分析细胞基因, 评估患者未来的患癌风险, 收购 Ambry 后未来测试量有望持续提升, 并加速数据积累速度。今年 2 月公司以 6 亿美元收

购了 Ambry genetics（遗传癌症筛查领域的领导者、公司供应商）之后，公司迅速切入了更广阔的遗传检测市场，包括儿科、心脏病、罕见病、生殖健康和免疫学等多个专科。

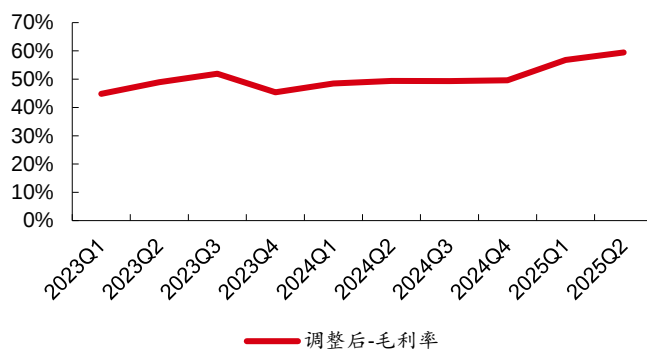
2025Q2，公司 xG 测试量达到 12.8 万（yoy+31.96%），单价为 760 美元，低于 xT 业务，收入 0.97 亿美元，占基因检测业务收入 40.22%。

公司强调，Ambry 的收购会迅速扩大检测覆盖面而不是带来毛利率的提升，能够进一步获客，并带动数据的更快积累；2025Q2 的基因检测业务 Non-GAAP 毛利率为 59.44%（yoy+10.07pct、qoq+2.63pct），受 xG 低 ASP 的影响相对有限；此外，公司认为遗传测序的潜在市场规模量级远大于癌症测序或任何单一疾病。

图表17：遗传检测业务持续稳定的量增



图表18：基因检测业务调整后的毛利率



资料来源：Tempus AI IR 材料，中邮证券研究所

资料来源：彭博，中邮证券研究所

3、xM（癌细胞残留检测）：患者完成治疗后，通过检测极其微小的分子变化来判断是否有复发风险，并追踪治疗效果，2025 年获批后有望在 2026 年放量。既有肿瘤初治产品，也有肿瘤经治产品，同时涉足多个不同的疾病领域，包括乳腺癌、肺癌、免疫治疗反应和结直肠癌。

2025Q2，xM 业务收入占比小于 5%，公司目前暂时限制检测量，直到获得 Medicare 报销批准，公司预计 2025 年能够获得报销批准并在 2026 年开始放量，因此当前指引并未包含 xM 业务的显著增长。

4、基因检测行业正进入需求拉动的结构性扩张周期：

A、检测需求更复杂更全面：NCCN 2024 指南已要求在结直肠癌、前列腺癌、乳腺癌等多种癌症中采用多基因 panel 检测，取代过去的一两个基因单项检测。

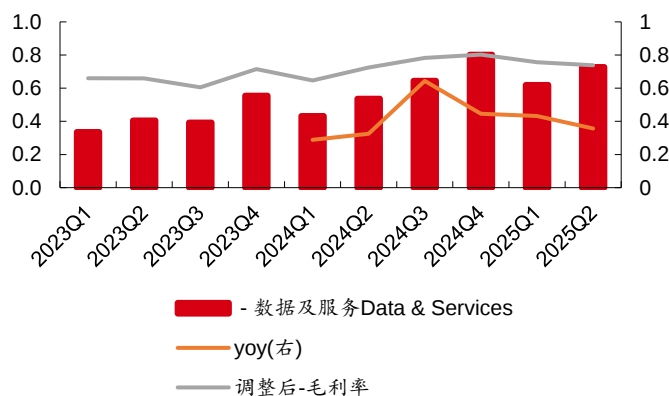
B、美国医保的报销范围正逐步扩展：美国 Medicare 自 2018 年起已将 NGS 检测纳入覆盖范围。与此同时，可商用基因检测数量从 2012 年的 607 项增长至 2022 年的 3097 项（PMC 10142561）。

公司预计未来基因检测业务将持久且可持续增长。

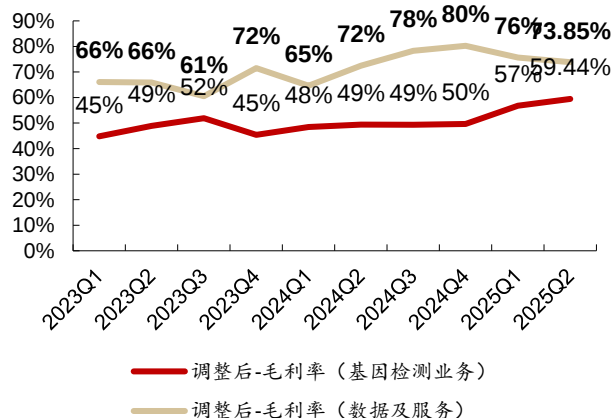
1. 3. 2、数据及服务业务：药企新药研发工具高毛利率带来利润增量

2025Q2 数据及服务业务营收 0.73 亿美元（yoy+35.69%）、Non-GAAP 毛利率为 73.85%（yoy+1.41pct、qoq-1.77pct）；截至 2024 年底剩余合同价值（Total Remaining Contract Value）超过 9.4 亿美元，净收入留存率（Data Licensing Retention）达到 140%；主要业务包括助力药企新药研发、帮助医生进行 AI 诊断的工具两类。

图表19：数据及服务业务营收（亿美元）及增速



图表20：基因检测业务、数据及服务业务毛利率对比



资料来源：彭博，中邮证券研究所

资料来源：彭博，中邮证券研究所

1、Insights + Trials 助力药企新药研发

1) Insights：公司将其去识别化的、结构化的多组学数据库授权给超过 200 家制药和生物技术公司，用于药物研发、靶点发现和临床试验设计。

授权费用价格对所有客户保持一致，并根据所提供数据的特征定价（例如，临床字段数量、数据模态类型等）；Insights 产品的收入通常在授权记录交付时确认，在相关服务履约完成时确认，或在订阅情况下按时间分摊确认。

将一年中所有购买 Insights 产品的客户的年度 Insights 产品收入与同一客户群在次年产生的年度 Insights 产品收入进行比较，截至 2024 年 12 月 31 日，同比净收入留存率约为 140%。

图表21：Tempus AI 选择数据的标准

SELECTED DATA APPLICATIONS		
Biomarker Discovery	Clinical Development	Commercialization
Select indications based on biomarker expression Discover novel biomarkers with RNA pathway enrichment scores	Identify combination therapies by correlating response to biomarker status Assess trial feasibility by analyzing impact of inclusion/exclusion criteria	Identify patient populations via assessment of the mutational landscape Identify prognostic indicators with treatment & outcomes data

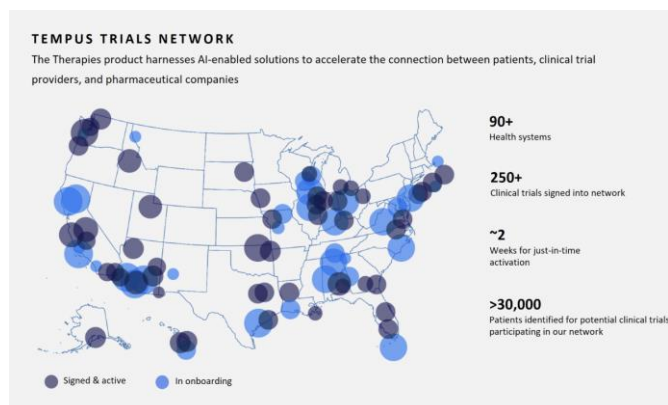
资料来源：Tempus AI 2024 年年报，中邮证券研究所

2) Trials：公司提供 AI 驱动的分析平台和服务，帮助药企加速患者招募，并为医生匹配合适的临床试验。

向药企收取的费用通常是固定的，基于每次匹配和/或每次入组的基础；收入通常在患者与网络中的试验匹配成功或匹配给试验的患者入组时确认。

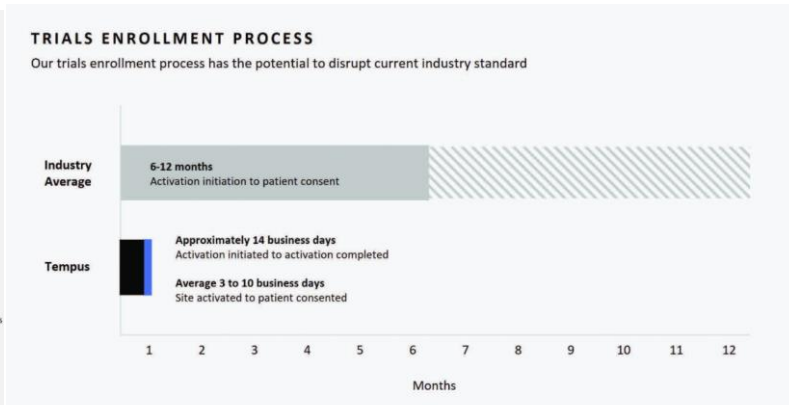
截至 2024 年 12 月 31 日，**Trials** 网络中已有超过 3 万名患者被识别为潜在的临床试验入组对象。第三方研究表明，在美国，启动一项正在进行的临床试验的新试验地点平均需要 6-12 个月。通过利用技术并引入标准方法，公司已经能够大幅简化这一流程，2024 年平均情况下，通过 Trials 产品激活新地点的时间约为两周。

图表22: Tempus Trials Network



资料来源: Tempus AI 2024 年年报, 中邮证券研究所

图表23: Tempus Trials 实验流程



资料来源: Tempus AI 2024 年年报, 中邮证券研究所

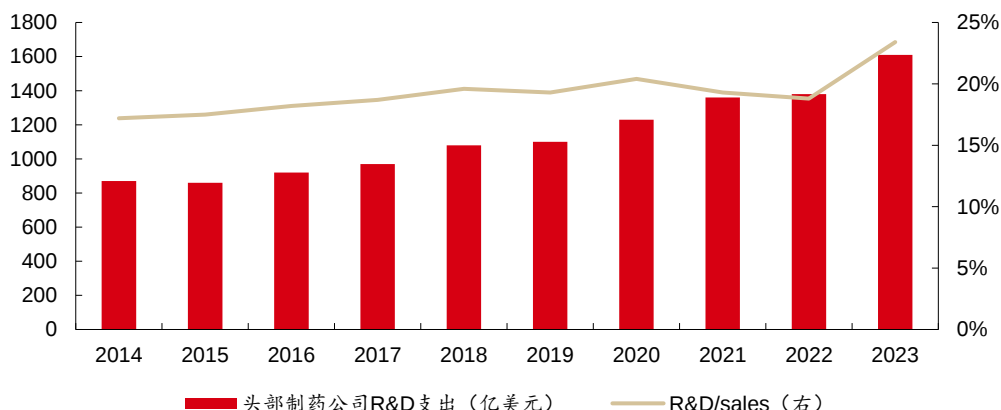
药企研发+监管需求驱动开发服务需求扩张:

1) 低成功率+巨额收益带来药品研发工具需求扩张。新药研发是一个投入巨大失败率极高的过程, 但一旦成功就能带来巨额收益; 因此我们认为能够助力提升研发效率、缩短研发周期、增加成功率的工具和服务具备广泛的需求。

2) 全球监管机构正快速推动真实世界数据 (RWD, Real-World Data) 与真实世界证据 (RWE, Real-World Evidence) 在药物研发与审批中的应用。美国 FDA 自 2018 年起将 RWE 纳入监管决策框架, 用于评估药物新适应症、罕见病药物以及上市后疗效监测 (FDA, 2024); 欧洲药品管理局 (EMA) 也发布了 DARWIN EU 计划, 以系统性地将 RWD 整合进审评流程。与此同时, 制药公司被要求在新药临床试验之外提供更多来自真实世界环境的用药与疗效数据, 以补充临床证据。

3) 全球头部制药公司正处于新一轮高研发密度周期, 研发强度持续上升。根据 IQVIA Institute, 大型制药企业的研发投入在 2023 年达到 1610 亿美元, 较 2018 年增长近 49%, 创下历史新高。研发支出占销售额的比重也升至 23.4%, 显著高于 2022 年的 18.8%。这一增长主要来自疫苗与治疗药物销售下滑后, 企业加大创新药及临床管线投入, 同时部分公司将并购项目的研发费用计入当期支出。

图表24：头部制药公司 R&D 支出及占收入比



资料来源：IQVIA Institue, 中邮证券研究所

公司在药企合作方向上的竞争优势明显，预计未来将持续带来利润增长：

- 1) 公司积累了世界上最大的专有数据集之一，比肿瘤学中最大的公共基因组数据集 TCGA 多 50 倍以上、多模态医疗保健数据超过 350PB(比半年前增加 45% 以上)、DNA+RNA 文件超过 33 万、成像记录超过 200 万、测序样本 400 万、患者记录总数超过 4000 万；药企客户可直接使用并进行新药研发；
- 2) 公司拥有超过 200 个生物制药合作伙伴，并与美国排名前 20 的制药公司中的 19 家构建了合作关系。

2、AI 辅助医生诊断工具 (Algos 等)：

AI 应用产品目前是“Next”，这是一个利用机器学习将“智能层”应用于常规生成数据的人工智能平台，旨在主动识别并减少肿瘤学和心脏病学患者的护理差距。

心电图诊疗工具 ECG 已获得 FDA 批准，并在今年初进入了 Medicare 报销范围。

AI 影像工具 Tempus Pixel 已获 FDA 批准用于心脏应用，但癌细胞应用还未审批。

未来 Algos 的商业化将取决于每个 Algo 的性质以及是否能够单独向保险公司收费。

图表25: Tempus AI 应用产品

Tempus AI Applications

We have a suite of applications that live inside EHRs enabling providers to leverage Tempus technology, from clinical trial matching, to care gap closure, to intelligent results and insights.

We have >4,500 healthcare institutions connected to our platform and have the capabilities to integrate with any EHR—including Epic, Cerner, Flatiron OncoEMR, Meditech, IKnowMed, Allscripts, and more.



TIME: CLINICAL TRIAL MATCHING

AI-enabled clinical trial matching and just-in-time clinical trial activation in ~ 2 weeks



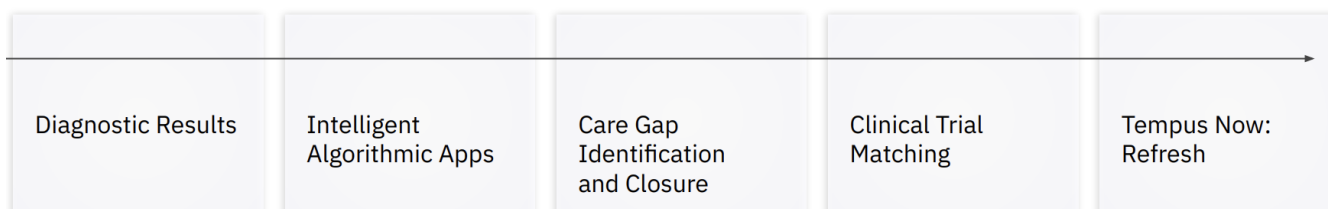
NEXT: CARE GAP INTELLIGENCE

AI-platform that enables healthcare systems to deliver guidelines based care across specialties



ALGOS: ACTIONABLE INSIGHTS

Develop integrated systems that transform genomic data, DICOM images, and digitized H&E slides into automated clinical actions



资料来源: Tempus AI IR 材料, 中邮证券研究所

1.4 展望: 2025 年 EBITDA 有望首次转正并达到 500 万美元

公司正接近调整后 EBITDA 的盈亏平衡点。公司将 2025 年全年的收入指引上调至 12.6 亿美元, 并维持调整后 EBITDA 的年度预测约为 500 万美元, 这比去年增长了约 100%, 即约 1.1 亿美元的改善。

公司将与阿斯利康 (AstraZeneca) /Pathos 合作开发肿瘤学领域规模最大的多模态基础模型。具体而言, 大模型通过学习和推理多模态数据集, 全面理解每位患者的疾病, 提供深度临床见解, 发现新的模式和关联, 生成新的假设并加速药物开发, 公司有望利用该模型改进对肿瘤科医生的推荐, 并增强数据产品 (Insights);

合作项目金额 2 亿美元, 已于 2025 年 Q2 开始贡献收入 (当季贡献 1600 万美元), 推动数据业务积压订单 (TCV) 突破 9.4 亿美元, 为未来 2-3 年的高利润收入增长提供了高确定性。管理层预计 Q3 该项目收入将环比微增, 随后保持稳定。

1.5 历史股价复盘

图表26: Tempus AI 股价复盘



资料来源: Wind, 路透社, Tempus AI 官网等, 中邮证券研究所

1.6 投资逻辑

1.6.1、短期投资逻辑

1、基因检测业务

1) xT: 检测量提升: 2025 年 Q2 肿瘤学检测量同比增长 26%至约 8.4 万次, 增速较 Q1 的 20%显著提升, 主要得益于销售团队效率提升。管理层预计该势头将持续, 为下半年收入提供支撑。

2) xT: 平均售价(ASP)提升可见性高: 公司正将 xT 检测从 LDT 版本迁移至报销价格更高的 FDA 批准的 CDx 版本。截至 2025 年 Q2, 迁移比例已达 28%, 目标在 2025 年底达到 40%, 这将持续推动 ASP 和毛利率提升。

3) xG: 收购业务 Ambry 表现超预期: 新收购的遗传性检测公司 Ambry 在 2025 年 Q2 实现 34%的收入增长和 32%的销量增长, 远超“高双位数”的收购模型预期, 主要通过获取竞争对手市场份额和自身有机增长实现, 为公司 2025 年整体业绩提供额外上行动力。

4) xM: 进入报销将成为关键催化剂: 公司正等待其微小残留病灶 (MRD) 检测产品的医保报销批准, 预计时间点在 2025 年底。一旦获批, 目前被抑制的 MRD 检测有望在 2026 年及以后快速释放, 成为未来股价和业绩的核心驱动因素之一。

2、数据业务

受益于大型药企合作: 与阿斯利康、Pathos 的 2 亿美元合作项目于 2025 年 Q2 开始贡献收入 (当季贡献 1600 万美元), 推动数据业务积压订单 (TCV) 突破 9.4 亿美元, 为未来 2-3 年的高利润收入增长提供了高确定性。管理层预计 Q3 该项目收入将环比微增, 随后保持稳定。

1. 6. 2、长期投资逻辑

1) 数据业务的强大护城河与高客户粘性: 根据公司业绩会, 公司在数据和 AI 领域几乎没有直接竞争对手, 客户流失主要因为项目取消而非转向竞品。其数据业务的净收入留存率在 2024 年高达 140%, 显示出强大的客户扩展能力和高粘性;

2) 独特的“飞轮”商业模式: 公司通过基因检测业务, 积累了海量的专有多模态数据 (截至 2025 年 8 月, 已超过 350PB 的临床和分子数据)。这些数据反哺其高利润率 (毛利率约 70-75%) 的数据服务业务, 并提升 AI 模型能力, 形成“检测-数据-AI”的良性循环, 构筑了难以复制的护城河;

3) 清晰的盈利路径与利润增长潜力: 公司指引 2025 年实现调整后 EBITDA 转正 (约 500 万美元)。随着高利润的数据业务占比提升、基因组学 ASP 改善以及收购业务的整合, 公司预计将实现持续的利润扩张;

4) AI 与基础模型的领导地位: 公司正与阿斯利康、Pathos 合作, 利用约 1000 个 H200 GPU 集群构建肿瘤学领域最大的多模态基础模型。此举不仅巩固了其在 AI 医疗领域的领先地位, 也为未来与其他大型药企建立类似合作提供了蓝图, 有望在药物研发领域产生变革性影响;

5) MRD 与 AI 算法等未来增长期权: 微小残留病灶 (MRD) 检测和 AI 算法 (Algos) 是公司未来的重要增长点。MRD 市场空间巨大, 一旦获得报销, 将成为 2026 年后的主要增长引擎。同时, 公司的 AI 算法已开始获得 CMS 报销 (如心电

图算法每个约 120 美元), 随着更多算法获批和商业化, 有望开辟全新的高利润收入来源。

1.6.3、竞争对手及估值状态

公司在精准医疗和真实世界数据 (RWD) 领域占据领先地位, 主要竞争对手包括:

1) Foundation Medicine (罗氏 RHHBY.OO 旗下): 在肿瘤组织基因测序市场占据主导地位, 拥有强大的商业渠道和数据积累;

2) Flatiron Health (罗氏 RHHBY.OO 旗下): 在肿瘤电子病历 (EHR) 和真实世界证据 (RWE) 领域是核心竞争者, 拥有全美 280 家癌症诊所的 EMR 信息, 拥有超过 300 万癌症患者的数据 (约占美国癌症患者的 20%);

3) Guardant Health (GH.O): 作为晚期癌症液体活检领域的领导者, 其 Guardant Shield™ (用于结直肠癌筛查) 的商业化进程迅速, 预计 2025 年筛查收入预测大幅提高至 5500-6000 万美元, 并正积极推进其 MCED 产品的临床开发;

4) Exact Sciences (EXAS.O): 凭借其结直肠癌筛查产品 Cologuard® 建立了强大的筛查市场渠道和品牌认知度, 其正在开发的 MCED 产品 “Cancerguard” 构成了直接威胁;

5) Grail (GRAL.O): 率先采用新技术来促进早期癌症检测, 液体活检于 2021 年 6 月推出, 称为 Galleri 测试 (也称为多癌早期检测测试, MCED), 通过新一代测序检测血液样本中的 DNA 片段。

图表27: Tempus AI 与可比公司情况

代码	当前市值 (亿美元)	2025E 收入 (亿美元)	Forward-PS
TEM.O	159.10	12.60	12.63
RHHBY.OO	2694.81	776.67	3.47
GH.O	88.35	9.22	9.58
EXAS.O	120.22	31.56	3.81
GRAL.O	30.64	1.44	21.32

资料来源: Wind, 彭博, 中邮证券研究所 (备注: TEM 2025 年预期收入为公司指引, 其余为彭博一致预期; 时间截至为 2025 年 10 月 27 日)

1.6.4、我们认为，以下为公司核心跟踪指标

1、短期（1-2 季度）：

1) **基因检测数量增速**：作为收入的核心驱动力，Q2 肿瘤学检测量同比增速回升至 26%，遗传检测（Ambry）增速达 32%。

2) **xT 至 CDx 转化率**：直接影响 ASP 和毛利率。

3) **调整后 EBITDA**：公司正处于盈利拐点。

2、长期（1-2 年）：

1) **数据与服务业务收入增长及积压合同转化**：该业务是公司高利润和差异化优势的关键。

2) **xM 业务收入贡献**：被视为继肿瘤检测和数据业务后的第三增长引擎。

3) **AI 原生产品（Algos/基础模型）的商业化**：体现公司“AI+医疗”的最终愿景。

2 国内：AI+医疗仍处于从 0 到 1 的拓展期

2.1 润达医疗：加速落地 AI 数智化产品，B/G/C 端全面打通

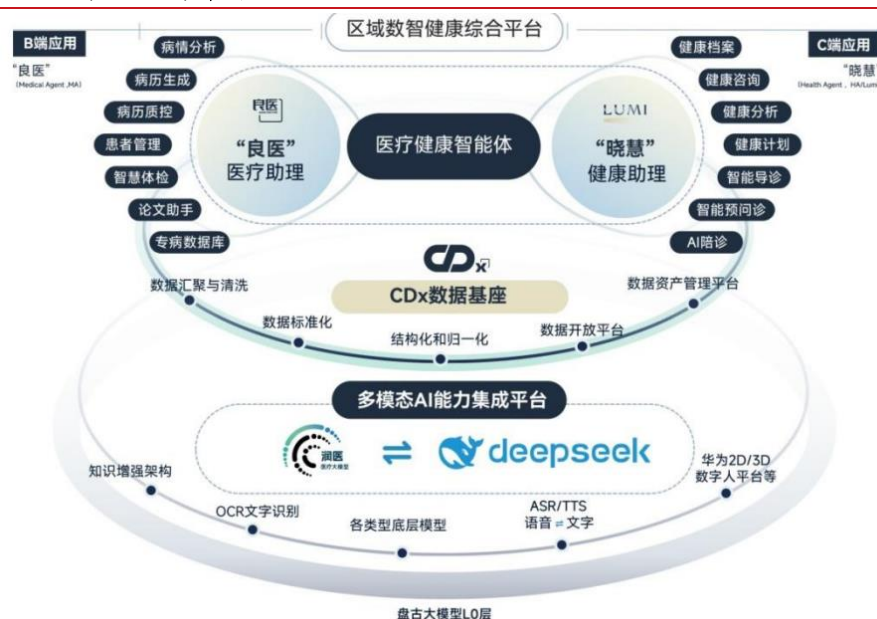
润达医疗是全国最大的体外诊断综合解决方案提供商，为各类医学实验室提供体外诊断产品、技术服务支持、实验室运营管理等全方位的综合服务。信息化系统对接医院超过 2000 家。

2023 年开始，润达医疗通过与华为云的战略合作，进行 AI 医疗与数字化转型。整合华为云算力与润达的医疗数据资源，实现临床数据分析、个性化诊疗方案生成及病历自动化管理。2024 年 9 月 10 日：双方联合发布大模型原生解决方案“CDx 良医小慧”，已在长海医院等三甲医院落地。此类 AI 医疗工具，主要用于 AI 辅助诊断和智慧医疗领域。

深化资源配置，加速落地 AI 数智化产品，B/G/C 端全面打通。公司聚焦智慧医疗创新发展，依托多模型技术打造 AI 医疗全场景应用。B 端医疗智能体“良医”（病情分析、病历生成、患者管理、病历质控、专病数据库、论文助手、智慧

体检及病案编码八大功能模块), C 端健康智能体“晓慧”(健康档案、健康分析、健康咨询、健康计划、智能预问诊、智能导诊及 AI 陪诊七大核心服务)协同,贯穿“防-治-管”全流程、形成“诊前-诊中-诊后”闭环,满足医疗机构多元需求。公司联合华西医院等顶级医院,推出消化科、急性胸痛等专病智能体,推动优质诊疗能力下沉。商业化方面,已为百余家医院提供数字化解决方案。在 G 端,依托“华擎智医”训推一体机,推出城市医疗一朵云方案,积极推动区域医疗加速智慧转型,赋能基层医疗“质效双升”,已在杭州拱墅区、山东寿光市落地并取得显著成效。

图表28：润达医疗 AI 医疗布局

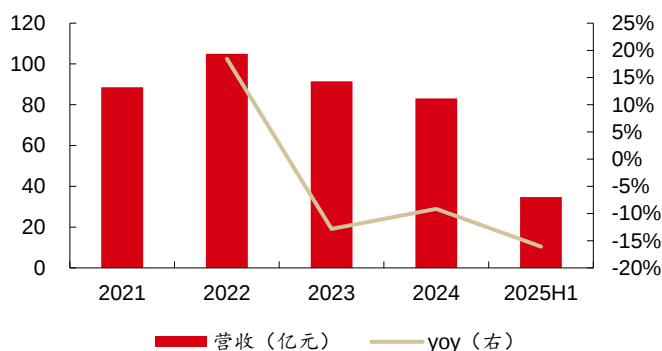


资料来源：润达医疗 2024 年年报，中邮证券研究所

2025H1, 润达医疗实现总营收 34.70 亿元 (同比-16.08%), 主要系报告期内受检验领域集采降价等医疗政策环境影响, 各级医疗机构客户发展受到一定影响, 公司各项业务营收规模较去年同期有所下降; 实现归母净利润-1.21 亿元, 主要系报告期内营业收入下降, 业务毛利率也出现一定程度的下降, 同时折旧摊销、职工薪酬等相对固定的支出不能随收入同比减少。

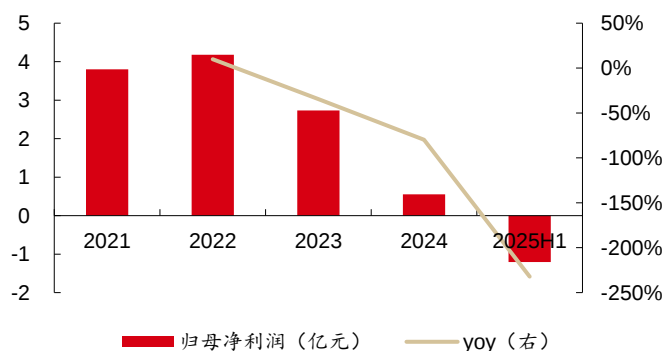
另一方面, 2025 年上半年润达加速 AI 数智化产品在医疗机构的落地推广使用; 同时依托“华擎智医”训推一体机, 推出城市医疗一朵云方案, 积极推动区域医疗加速智慧转型, 赋能基层医疗“质效双升”。通过构建 AI 生态体系平台, 为公司开辟新的增长空间。

图表29：润达医疗营收（亿元）及增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表30：润达医疗归母净利润（亿元）及增速



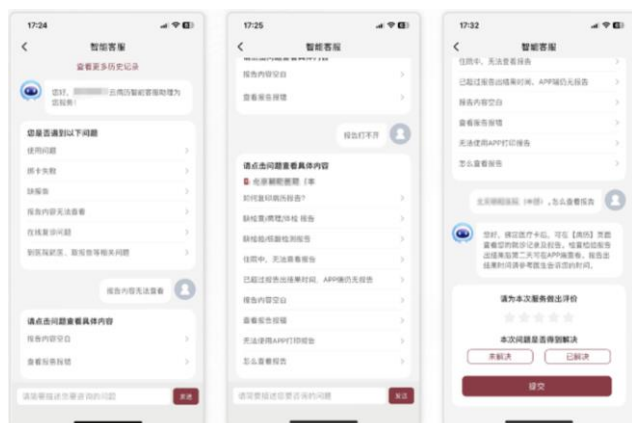
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 嘉和美康：打造医疗 AI 全场景应用生态

嘉合门槛是国内最早从事医疗信息化软件研发与产业化的企业之一，长期深耕临床信息化领域，是国内该领域的领军企业之一。经过十余年的发展和投入，公司目前已经形成了具有自主知识产权的医疗信息化核心技术与产品体系，覆盖临床医疗、医院管理、医学科研、医患互动、医养结合、医疗支付优化等产业链环节，致力于向医疗相关机构提供综合信息化解决方案。

嘉和美康以国家政策为导向，以“技术驱动-场景深耕-生态扩展”为核心理念，依托在医疗信息化领域扎根 20 年的实践经验和医疗大数据与人工智能领域的先发优势，以多模态数智中台为智慧底座，深度挖掘高质量多模态大数据，依托自主研发的医疗垂类大模型，并深度融合 DeepSeek 通用大模型的泛化推理能力，面向智慧医疗、智慧专科、智慧科研、智慧服务、智慧管理、智慧教学、智慧区域等业务领域，打造贴合业务场景需求的智能体矩阵，形成医疗 AI 全场景应用生态。

图表31：嘉和美康智能客服减轻医院客服压力



图表32：嘉和美康 AI 教学辅助系统的优势特点



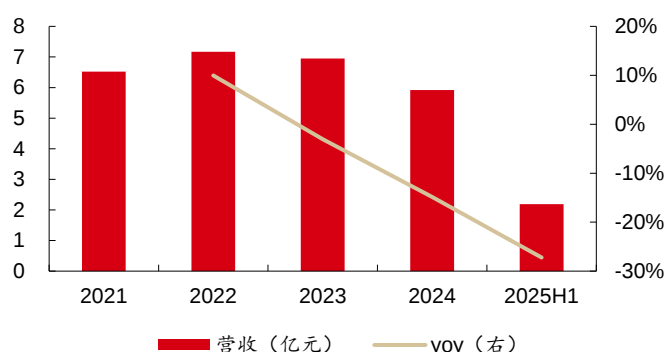
嘉和美康AI教学辅助系统的优势特点

资料来源：亿欧数据，中邮证券研究所

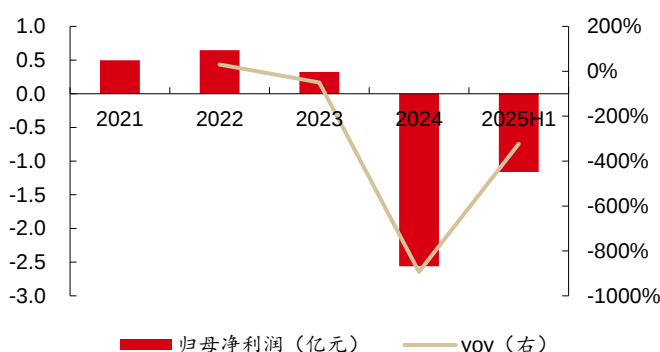
资料来源：亿欧数据，中邮证券研究所

2025H1，嘉和美康以创新技术为手段，完善新技术新产品布局，在医、教、研、管、服、控等多个层面持续发力，用 AI 引领医疗革新，重塑新质生产力，助力医院高质量发展。25 年上半年，公司实现营业收入 2.19 亿元（同比-27.22%）；归属于上市公司股东的净利润-1.16 亿元（同比-323.29%）。报告期经营业绩下滑的主要原因为：①部分客户需求释放递延、招投标节奏滞后；②受预算资金充裕度等因素影响，医院客户购买力降低，市场竞争激烈，影响利润空间；③部分项目受医院客户管理安排影响实施及验收速度放慢，期间成本增加。

图表33：嘉和美康营收（亿元）及增速



图表34：嘉和美康归母净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.3 卫宁健康：医疗大模型注入临床思维，驱动“智能体+”场景应用革新

卫宁健康在 AI+医疗领域布局深远，于 2017 年成立卫宁健康人工智能实验室，2023 年 10 月重磅发布基于通用模型的医疗垂直领域大模型 WiNGPT 与医疗智能助手 WiNEX Copilot。2024 年发布 WiNGPT 2.6，并在北京大学人民医院、上海市肺科医院、上海市同济医院等多家三甲医院落地应用。2025 年初发布 WiNGPT 2.8 和医护智能助手 WiNEX Copilot 2.1，支持覆盖诊前、诊中、诊后和医疗管理 30 多个场景，并全面对接 DeepSeek，WiNEX 以 AI 增强为新的动力，正逐步成为医护人员不可或缺的智能诊疗助手。

公司 AI 大模型技术快速发展，加速落地 AI 数智化产品。公司积极拥抱 AI 技术，依托医疗领域深厚积累与 AI 应用优势，与医疗机构深度合作推动医疗场景智能化产品落地。2025 年 5 月，公司发布具备临床思维能力的医疗大模型 WiNGPT 3.0，通过数据质量提升、强化学习训练等方式持续优化医学推理与循证能力；同步推出 WiNEX Copilot 2.2，以“可即用”（30 余款开箱即用场景应用）、“可编排”（多 Agent 协作）、“可管理”（全流程运维管控）三大特点支撑复杂医疗场景落地，两款产品已在近 150 家医疗机构实现 AI 场景部署。

图表35：卫宁健康医疗大模型及智能体

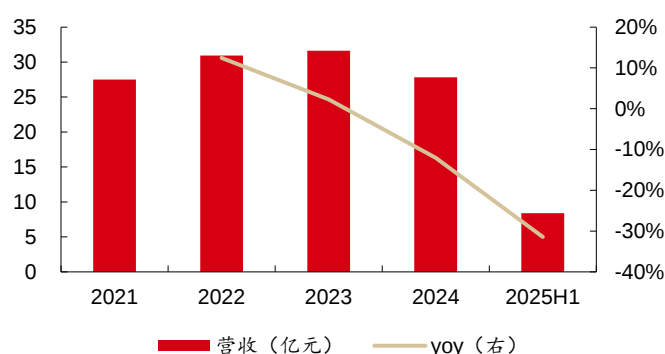


资料来源：HIT 专家网，中邮证券研究所

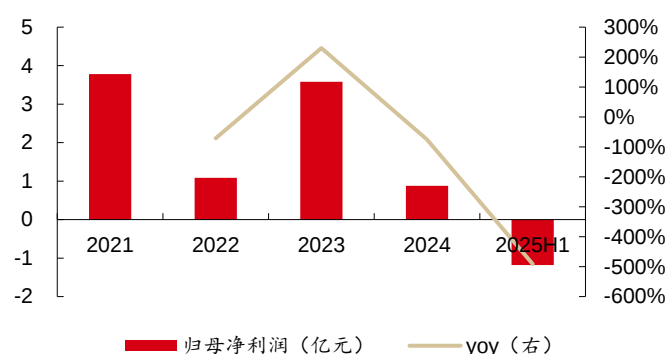
2025 年上半年，面对行业竞争加剧，公司聚焦核心业务并以 AI 为产品引擎，推动医疗场景智能化产品落地（已覆盖近 150 家医疗机构），同时加强成本费用

用管控（销售、管理、研发费用合计同比降 19.07%）。2025H1，公司实现营业收入 8.39 亿元（同比降 31.43%），归母净利润-1.18 亿元（同比降 491.04%），其中医疗卫生信息化业务收入 7.77 亿元（占比 92.54%），核心产品软件销售及技术服务收入占比提升至 84.65%，互联网医疗健康业务收入 0.63 亿元（同比降 64.76%），业务结构持续向核心聚焦；业绩下滑主要受客户需求递延、WiNEX 产品升级未转化为规模收入、成本刚性，以及业务优化、资产减值损失、补缴税款及滞纳金等因素影响。

图表36：卫宁健康营收（亿元）及增速



图表37：卫宁健康归母净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.4 晶泰控股：AI+机器人赋能药物研发

晶泰科技（股份简称：晶泰控股），是一家基于量子物理，以人工智能赋能和机器人驱动的创新平台型科技公司。自创立以来，公司始终将自主创新作为发展的核心驱动力，持续加大研发投入，采用基于量子物理的第一性原理计算、人工智能、高性能云计算以及可扩展及标准化的机器人自动化相结合的方式，为制药及材料科学（包括农业技术、能源及新型化学品以及化妆品）等产业的全球和国内公司提供药物及材料科学研究解决方案及服务。

公司有以下核心业务：1) **药物研发服务**：覆盖小分子药物发现、大分子药物发现、药物固体形态研发等领域，为全球生物医药企业提供一体化解决方案，合作客户包括辉瑞、强生、礼来等国际知名药企，以及中国正大天晴药业、韩国大熊制药等。2) **材料科学研究**：主要应用于新能源电池材料、半导体材料等的模拟与设计，助力材料科学领域的创新与发展。3) **自动化实验室服务**：结合机

机器人、物联网与 AI 技术，实现高通量实验，降低研发周期与成本，其机器人实验室平台可 7*24 小时不间断进行实验。

图表38：AI 和量子物理助力科学家更高效的发现新分子 图表39：用先进的机器人技术构筑智慧实验室



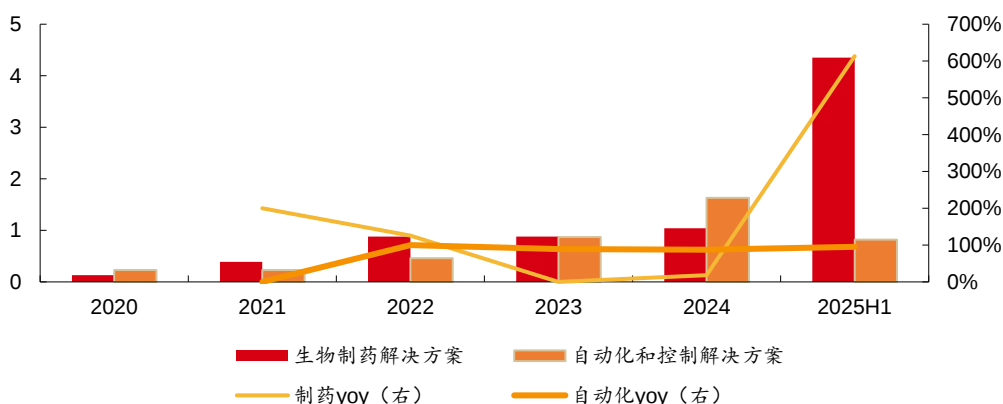
资料来源：晶泰科技官网，中邮证券研究所



资料来源：晶泰科技官网，中邮证券研究所

25 年上半年公司集团实现营业收入人民币 5.17 亿元，同比增长 403.8%。其中，1) 药物发现解决方案，最强 AI 大脑与机器人技术深度融合，驱动业务进入新阶段。该业务实现强劲增长，25 年上半年实现营收 4.35 亿元(同比+615.2%)，这一增长主要得益于集团与 DoveTree Medicines LLC 及其附属公司 (DoveTree) 开展重大合作，合作的第一阶段收到首付款 5100 万美元。2) 智能机器人解决方案:AI+机器人引领重大化学变革。25 年上半年实现营收 8190 万元，同比+95.9%，主要由自动化化学合成服务 XtaPi 研发解决方案的高速增长驱动。

图表40：晶泰控股营收拆分（亿元）及增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.5 固生堂：“国医 AI 分身”实现中医资源智能匹配

固生堂中医连锁管理集团，成立于 2010 年，是国内领先的中医医疗连锁服务企业。2021 年公司于港交所上市，成为“中医医疗连锁服务机构第一股”。固生堂通过数字化和“互联网+”为医疗服务赋能，成功构建了“线上+线下”OMO 服务模式，进一步把北上广深的优质医疗资源下沉到县、乡、村，有效解决区域间医师资格不平衡等痛点，满足患者多样化服务需求。

固生堂通过 AI 技术系统性重构中医服务供给模式，实现从“人找资源”到“资源智能匹配”的升级，是其在数字化转型与高质量扩张中的关键战略举措。固生堂在人工智能（AI）领域的布局主要围绕“国医 AI 分身”与“AI 健康助理”两大核心产品展开，旨在提升优质中医资源的分配效率、标准化诊疗流程，并扩大服务覆盖范围，尤其针对年轻群体和基层医疗需求。“国医 AI 分身”于 25 年 6 月发布，至 8 月合共已发布 10 大“国医 AI 分身”覆盖肿瘤科、皮肤科、消化内科、耳鼻喉科、男科、心理睡眠科、经典方科、骨伤科 8 大中医核心专科领域。

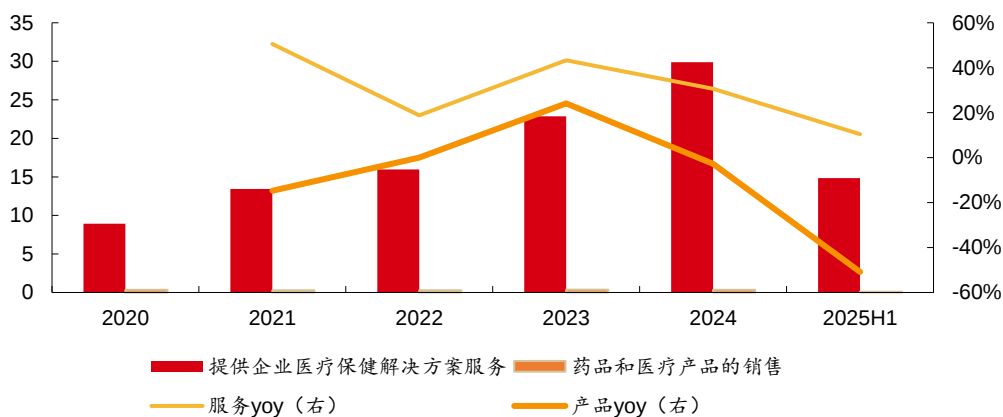
图表41：固生堂十大 AI 分身



资料来源：人民网，中邮证券研究所

公司收入主要由提供企业医疗保健解决方案服务组成。25H1，公司实现营收 14.95 亿元，同比+9.52%。其中，提供企业医疗保健解决方案服务实现营收 14.85 亿元，同比+10.43%，主要是由于线下医疗机构业务增长所致。

图表42：固生堂营收（亿元）及增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

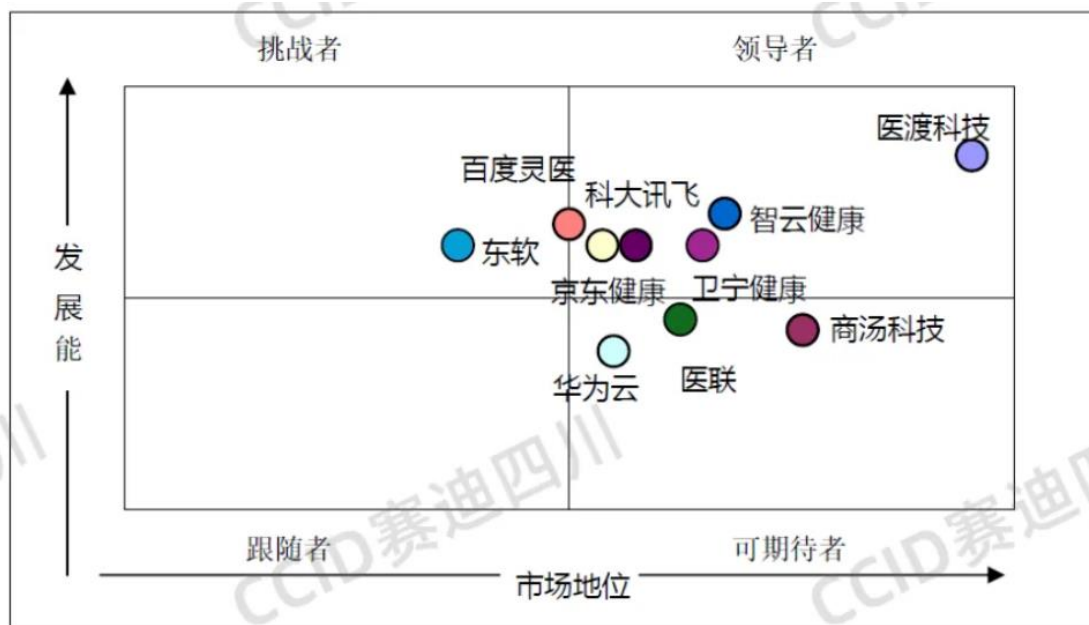
2.6 医渡科技：YiduCore “AI 医疗大脑”引领医疗行业大模型

医渡科技成立于 2014 年，是中国 AI 医疗变革驱动者。医渡科技以 YiduCore “AI 医疗大脑”为核心，为医疗全领域提供智能解决方案，多维度推动行业智能化变革，构建普惠精准的智能医疗体系；同时通过 AI 赋能行业伙伴，助力优化资源配置、精准诊疗与科研创新，加速医疗行业数字化转型与高质量发展。

2025 年 2 月医渡科技接入 DeepSeek 升级 AI 医疗引擎 YiduCore，强化数据挖掘与场景赋能能力，助力医疗降本增效并支撑三大核心场景；截至 24 年 9 月 30 日，YiduCore 累计处理 55 亿+份授权医疗记录，覆盖 2800+家医院，知识图谱涵盖全量已知疾病，据赛迪顾问，公司稳居医疗行业大模型市场领导者象限首位。

YiduCore 作为医渡科技的核心 AI 医疗算法引擎，通过“数据 - 算法 - 场景”的强化闭环构建“技术 — 应用 — 数据”飞轮效应形成竞争壁垒，凭借十余年积累的全流程技术闭环赋能医疗全链条场景；25 财年内持续推进医疗垂直领域大模型研发，基于 5000 亿+精细化 TOKEN 语料完成千万级数据微调，推出 8B-100B 多参数模型版本以适配不同场景需求。

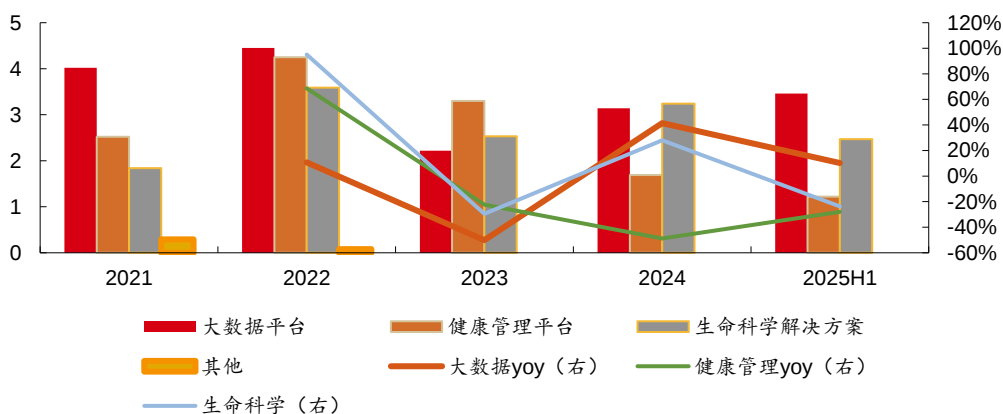
图表43：医渡科技在医疗行业大模型市场地位和发展能力两个关键稳居领导者



资料来源：中国国际广播电台经济之声&赛迪顾问《2024 年人工智能大模型行业调查研究报告》，中邮证券研究所

2025 财年（截至 3 月 31 日）总营收 7.15 亿元，同比下降 11.4%，主要受生命科学解决方案及健康管理平台和解决方案分部收入下滑拖累；大数据平台和解决方案分部实现逆势增长，成为营收稳定器。具体分部表现如下：大数据平台和解决方案：收入 3.459 亿元，同比增长 10.3%，保持平稳增长态势；生命科学解决方案：收入 2.471 亿元，同比下滑 23.7%，主因外部环境挑战；健康管理平台和解决方案：收入 1.22 亿元，同比下降 28.0%，系产品组合调整所致。

图表44：医渡科技营收拆分（亿元）及增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.7 讯飞医疗科技：背靠科大讯飞医疗大模型第一股

背靠科大讯飞的讯飞医疗，2024 年于香港上市成为医疗大模型第一股。公司依托核心科技与讯飞星火医疗大模型，为基层机构、医院及居民等提供全流程 AI 医疗解决方案；其智医助理是全球首个通过国家执业医师资格考试的 AI 机器人，截至 2024 年 12 月，已覆盖全国 30 余省 610 余个区县的 6 万家基层机构，累计提供超 8.77 亿次辅诊建议、规范病历 3.4 亿份，同时服务 500 多家等级医院，含 40 余家百强医院及 37 家医院。

公司产品及解决方案覆盖全流程医疗服务，具体包括 1) 基层医疗服务：以协助基层医疗医生提高服务能力；2) 医院服务，以帮助医院提高医院及医生的效率；3) 患者服务，以提高患者（包括门诊患者、医疗机构住院患者、居家出院住院患者以及其他个人客户）享受医疗服务的质量；4) 区域管理平台解决方案，以协助区域管理机构进行数据驱动的综合管理以及有效部署医疗保险资金。公司致力于推动人机耦合诊疗模式并助力中国医疗改革；据弗若斯特沙利文，2023 年公司营收位列中国医疗 AI 行业第一，市场份额 5.9%。

图表45：讯飞医疗服务体系



图表46：讯飞医疗核心技术能力



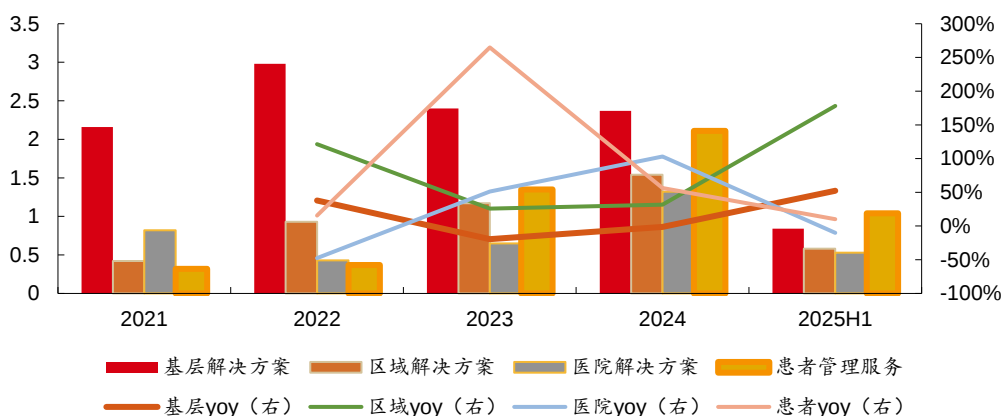
资料来源：讯飞医疗招股书，中邮证券研究所

资料来源：讯飞医疗 2025 年半年报，中邮证券研究所

公司依托技术、客户群及品牌优势，2025 年上半年实现收入 2.986 亿元，同比增长 30.3%，毛利 1.539 亿元同比增长 27.0%，毛利率 51.5%（略降 1.3 个百分点，系基层解决方案毛利率下滑）；收入增长主要驱动力为区域解决方案（收入增 178.1%，主因 AI 传染病防控方案多省落地）、基层解决方案（收入增 52.3%）及患者管理服务（收入增 10.1%）的协同增长，仅医院解决方案收入同比下降 10.0%

(因大模型更新导致应用放缓)，公司预期未来收入将快速增长且综合毛利率保持稳定。

图表47：讯飞医疗营收拆分（亿元）及增速



资料来源：Wind，讯飞医疗 2025 年半年报，中邮证券研究所

2.8 云知声：医疗 AI 从病例语音、质控到保险支付全流程

云知声成立于 2012 年，是中国 AGI 技术产业化的先驱之一。凭借战略远见，云知声于 2016 年开始建立 Atlas 人工智能基础设施，并据此开发了山海大模型，于 2023 年正式发布，成为公司技术平台云知大脑 (UniBrain) 的新核心。在云知大脑的赋能下，公司推出极具竞争优势的产品和解决方案，涵盖智慧生活和智慧医疗中广泛的 AI 应用场景。于 2024 年，按收入计，公司在中国日常生活 AI 解决方案排名第三，在医疗 AI 解决方案排名第四。这些产品和解决方案的广泛商业应用为公司提供了优质的用户反馈，进而支持山海大模型作为云知大脑的核心持续迭代。

图表48：云知声 AI 解决方案技术栈



资料来源：云知声招股书，中邮证券研究所

云知声提供的 AI 赋能医疗解决方案涵盖四大核心产品：一是病历语音输入系统，可将病历输入速度较打字提升 4-6 倍，大幅提升医护人员工作效率；二是病历质控系统，基于自然语言理解技术和临床知识图谱，实现病历标准化、合理性的深度质控，较人工审核减少 80% 时间，覆盖全量病历且质控完成度接近专家水平；三是单一疾病质控及数据报告系统，包含个别疾病自动上报（读取电子病历并向国家卫健委提交数据）、单一疾病指标评估（适配卫健委标准的院内质控工具）、治疗过程管理（实时临床决策支持，提供处方及病历书写提醒）三大模块；四是医疗保险支付管理解决方案，助力医疗机构管控不合理支出，提升医保系统利用率。该系列解决方案通过定制化 AI 业务系统交付，可规范医疗流程、减少失误、保障患者权益，同时助力医院满足国家卫健委的数据上报要求。2024 年已成功服务 166 家医疗客户。

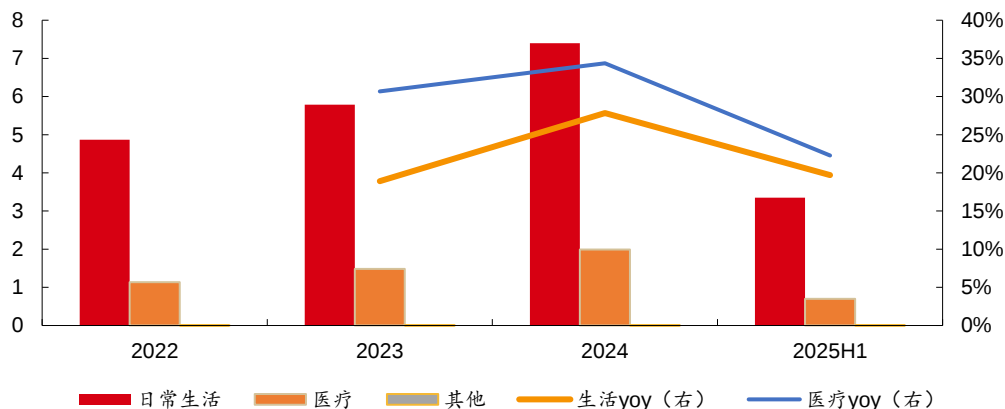
图表49：云知声智慧医疗产品矩阵



资料来源：云知声官网，中邮证券研究所

云知声 2025 年上半年总收入同比增长 20.2%至 4.05 亿元，主要得益于 AI 超算平台、轨交、医疗等领域的业务渗透。其中，医疗业务表现突出：单客户收入同比激增 116.2%至 101.3 万元,山海医疗大模型升级推动高端解决方案落地，持续服务北京协和医院、北京友谊医院等头部三甲机构；保险行业医疗理赔审核服务收入同比增长 1386.8%至 996.3 万元，新签多家保险公司客户，成为第二增长曲线。公司依托技术壁垒与行业影响力，在 AI 医疗领域形成差异化竞争优势。

图表50：云知声营收拆分（亿元）及增速



资料来源：云知声招股书，云知声 25 年半年报，中邮证券研究所

2.9 Mirxes（觅瑞）：RNA 液体活体全球领先者

Mirxes（觅瑞）是 RNA 液体活体全球领先者。觅瑞成立于 2014 年，是一家全球领先的 RNA 液体活检公司，专注于血液 cfRNA 与 cfDNA 的研究，同时整合蛋白质、影像学及流行病学等信息，通过多维度机器学习模型的开发，重点布局全球常见高发癌种早筛早诊的业务管线；同时产品也覆盖了心血管疾病、代谢性疾

病与传染病等领域。借助公司的自有专利 mSMRT-qPCR 技术平台，觅瑞在胃癌、肺癌及乳腺癌早筛领域开展了多项研究，并在 Gut、PNAS、Cancers 等国际期刊发表了多篇研究成果。

Mirxes 觅瑞以 GASTROClear™ 血液胃癌试剂盒开展大规模筛查，其核心 AI 应用聚焦多癌种早筛：针对亚洲人群九大高发癌症，运用多组学技术结合自主研发的人工智能算法模型，可在癌症早期或癌前阶段精准识别异常迹象，助力早期拦截癌症、降低国人癌症负担。公司的胃癌筛查产品（GASTROClear™/觅小卫™）是一款基于血液 miRNA 的分子诊断试剂盒，已在新加坡获批并得到验证，正在中国进行一项接近万人的前瞻性临床试验。根据行业报告，Mirxes 是全球范围内首家且唯一一家获得分子胃癌筛查体外诊断（IVD）产品监管批准的公司。

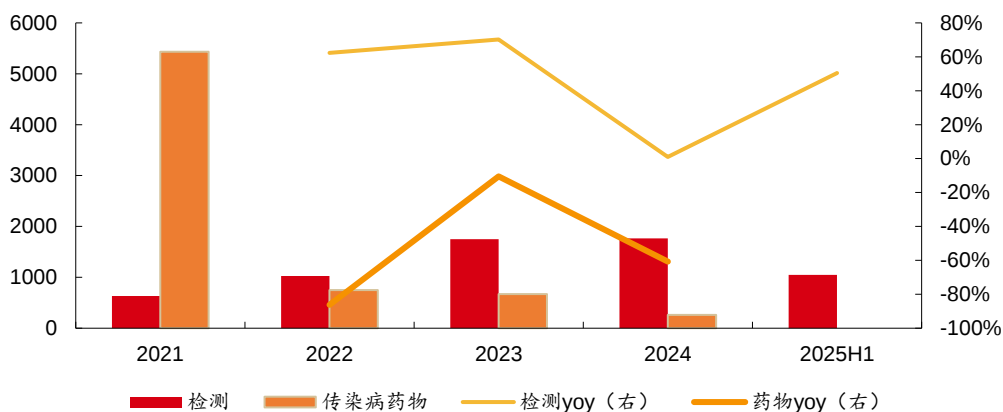
图表51：Mirxes 觅瑞 GASTROClear™ 血液胃癌试剂盒



资料来源：觅瑞官网，中邮证券研究所

公司 25 年上半年实现收入 1047 万美元，同比+9.4%，主要得益于早期检测及精准多组学分部 GASTROClear™ 与 LUNGclear™ 产品收益增加，抵消了传染病分部因终止 Fortitude™ 产品销售导致的 260 万美元收入下滑；其中早期检测及精准多组学分部收益同比大增 50% 至 1047 万美元，核心驱动力为亚洲癌症诊断市场的持续扩张，而传染病分部因 COVID-19 检测市场衰退终止相关产品销售，报告期内未录得收入。

图表52：觅瑞营收拆分（万美元）及增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 投资建议

建议关注：润达医疗、嘉合美康、卫宁健康、晶泰控股、固生堂、医渡科技、讯飞医疗科技、云知声、Mirxes 觅瑞等。

4 风险提示

1) 报销政策风险：公司的基因检测业务（包括未来的 MRD 业务）的收入和盈利能力严重依赖于医保和商业保险的报销政策。任何关于覆盖范围、报销价格的负面变动，或 MRD 报销审批的延迟/失败，都将颠覆其核心增长假设；

2) 数据业务增长不及预期：公司的增长高度依赖数据业务，特别是与大型药企的合作。若新合同签订放缓、现有大客户未能续约，或市场对数据价值的认可度下降，将严重影响其高利润增长和估值逻辑。

3) 竞争加剧与技术迭代风险：虽然目前数据领域竞争不激烈，但未来可能有大型科技或医疗公司进入该领域，构成威胁。同时，AI 技术快速迭代，公司需要持续大量投入研发以保持领先地位，否则可能被颠覆性技术超越。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048