

WEDOCTOR GROUP · DEEP RESEARCH

微医集团 从挂号网到数字健共体

基于公开可追溯资料的深度研究整理,全面呈现微医的业务模式转型、财务困境、IPO挑战与AI医疗服务战略,解析中国B2G数字医疗模式的可行路径与风险边界。

研究对象:微医集团(WeDoctor Holdings)

成立时间:2010年(杭州)

创始人:廖杰远(已辞任管理职务)

最新估值:约70亿美元

本研究由词元跳动 Research 基于公开可追溯的行业资料独立研究整理

数据来源:港交所招股书·新浪财经·虎嗅网·央视新闻·界面新闻·东方财富等公开渠道

| 目录

- 01 执行摘要：持续亏损下的IPO突围战
- 02 公司背景：从挂号网到微医的转型之路
- 03 业务模式：B2G健共体的商业逻辑
- 04 财务分析：营收增长与盈利困境
- 05 竞争格局：三足鼎立下的微医定位
- 06 AI技术评估：应用层亮点与底层依赖
- 07 IPO前景：三次递表的障碍与机会
- 08 数字健共同体：商业模式深度拆解
- 09 核心启示：B2G模式的可行性边界

01 · EXECUTIVE SUMMARY

执行摘要：持续亏损下的IPO突围战

微医集团是中国最早进入互联网医疗领域的企业之一，从2010年的"挂号网"起步，历经13轮融资累计募资约14.5亿美元，估值曾达70亿美元高峰。然而，自2018年披露财务数据以来，微医从未实现年度盈利，累计亏损接近百亿级别，总负债高达253亿元。

2024年12月31日，微医第三次向港交所递交上市申请，将自身定位为"中国AI医疗服务第一股"。这一叙事转变背后，是公司对传统医药电商模式的主动放弃和对B2G(企业对政府)健共体业务的全力押注。2025年上半年，微医营收30.8亿元同比增长69.4%，AI医疗服务收入占比飙升至92.2%，经营性现金流首次转正——这些积极信号能否支撑其IPO梦想，仍是未知数。

70亿

美元估值
较高峰期100亿预期回落

253亿

人民币总负债
引发偿债能力担忧

92.2%

AI医疗服务收入占比
2025年上半年数据

77.6%

天津市场收入占比
"天津依赖症"显著

核心判断。微医的IPO之路面临三重考验：单一客户依赖风险(天津市场占比77.6%)、持续亏损与盈利路径不明、创始人治理污点(深交所公开谴责)。若不能有效化解这些障碍，第四次递表可能仍难逃折戟命运。

02 · COMPANY BACKGROUND

公司背景：从挂号网到微医的转型之路

微医的发展史是一部中国互联网医疗行业的缩影。从解决“挂号难”的工具型产品，到综合性数字健康平台，再到如今的**B2G健共体运营商**，每一次转型都紧扣政策脉搏与市场变迁。

发展历程关键节点

时间	事件	战略意义
2010年	以“挂号网”名义创立	切入医院预约挂号痛点
2015年	更名为“微医”，创建乌镇互联网医院	从信息平台转型为服务平台
2018年	Pre-IPO轮融资5亿美元	估值达55亿美元，准备上市
2019年	首次提出“数字健共体”模式	B2G战略雏形形成
2021年4月	第一次递表港交所	采用WVR架构，未果
2023年3月	廖杰远辞去一切管理职务	公司治理结构调整
2024年12月	第二次递表港交所	定位为“AI医疗服务第一股”
2025年9月	更新招股书，招银国际接手	承销商阵容调整

融资历程

微医已完成13轮融资，累计募资约14.5亿美元（折合人民币约100亿元）。主要投资方包括腾讯（早期战略投资者）、高瓴资本、高盛、复星集团等知名机构。2022年9月的G轮融资6,688万美元由国资背景投资者领投，显示政府对微医模式的认可。

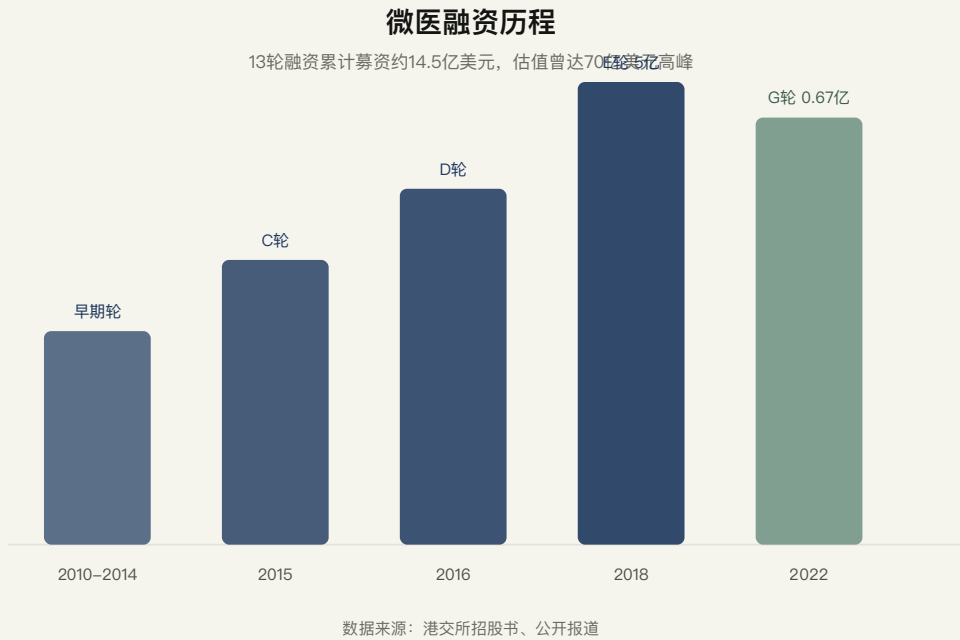


图 1 · 微医融资历程：从早期融资到Pre-IPO，估值从数千万美元攀升至70亿美元

创始人廖杰远：从科大讯飞到微医

廖杰远毕业于北京大学光华管理学院EMBA，曾是科大讯飞联合创始人之一，中国智能语音识别行业的早期参与者。创立微医的初衷源于个人就医经历中的困难与无助，立志通过技术手段改善医疗资源分配不均问题。

然而，2022年证监会认定微医集团及廖杰远在持有易联众股票过程中存在未及时履行报告义务、误导性陈述及限制期交易等行为，2024年1月深交所对其作出公开谴责。虽然廖杰远已辞去管理职务，但仍持有11.51%股份，为最大单一股东，这一治理污点成为IPO的重大障碍。

历史教训

创始人的合规意识薄弱给公司带来了长期的治理阴影。即使已辞任管理职务，历史违规记录仍会在IPO审核中被反复提及，影响投资者信心。这对于创业公司的启示是：合规应从一开始就嵌入公司治理基因，而非事后补救。

03 · BUSINESS MODEL

业务模式：B2G健共体的商业逻辑

微医的商业模式经历了从C端向**B2G(企业对政府)**的根本性转变。早期的在线挂号、药品配送等B2C业务已萎缩至收入占比不足8%，取而代之的是与地方政府合作建设“数字健共体”，承接医保控费项目。

两大业务线对比

维度	AI医疗服务(B2G)	数字医疗平台(传统)
收入占比(2025H1)	92.2%	7.8%
同比增速	+97.3%	大幅下滑
毛利率	3.3%	相对较高但规模小
核心客户	地方政府/医保机构	个人用户/医疗机构
收入来源	政府购买服务+医保支付	会员费+药品流通

"四朵云"平台体系

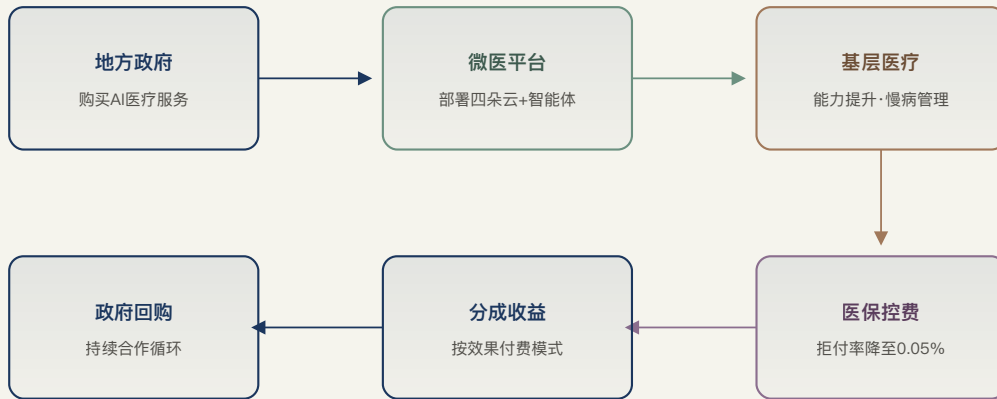
微医数字健共体的核心技术底座包括云管理平台(整合区域内医疗资源)、云服务平台(在线诊疗与健康管理)、云药房平台(统一药品采购配送)、云检查平台(共享检查检验资源)。这四朵云共同构成了区域医疗协同的基础设施。

"5+1智能体"AI架构

基于自研医疗大模型构建的智能体集群包括：AI医生(初筛与辅助诊断)、AI药师(处方审核与用药指导)、AI检查(结果解读与异常预警)、AI健管师(健康档案管理与随访提醒)、AI智控(质量控制与风险预警)，以及用户交互入口“微小医”智能助手。

B2G健共体商业模式闭环

政府购买服务→AI赋能基层→降低医保支出→获得分成收益



天津案例：166.6万会员签约，月均费用降低超20%

图 2 · B2G健共体商业模式：政府购买服务→微医提供AI医疗服务→降低医保支出→获得分成收益

商业模式的核心矛盾。B2G模式的优势在于客户稳定、回款有保障、具有公益属性易获政策支持。但劣势同样明显：毛利率极低（仅3.3%）、复制难度大（高度依赖地方政策环境）、单一客户风险集中（天津占比77.6%）。这种模式能否规模化盈利，仍需时间验证。

04 · FINANCIAL ANALYSIS

财务分析：营收增长与盈利困境

微医的财务数据呈现出“高增长、高亏损、低毛利”的典型特征。2018-2020年三年复合年增长率达168%，2022-2024年年均复合增长率超100%，但自2018年披露财务数据以来从未实现年度盈利，累计亏损接近百亿级别。

营收增长轨迹

年份/期间	营收(亿元)	同比增长	备注
2018年	2.5	-	首次披露
2019年	5.0	+100%	-
2020年	18.3	+266%	疫情推动增长
2022年	13.67	-	持续经营业务收入
2024年	54.96	-	持续经营收入
2025年上半年	30.8	+69.4%	同比大幅增长

亏损与负债情况

51.8亿

2022-2024年累计亏损
持续经营业务

6.75亿

2025年上半年净亏损
但现金流转正

253亿

总负债规模
引发偿债担忧

3.3%

AI医疗服务毛利率
难以覆盖运营成本

亏损的主要原因包括：高额的股权激励费用(类似快手、美团等互联网公司，账面亏损部分源于股权支付)、持续的AI大模型研发投入、市场拓展成本(健共体模式前期投入大)、以及极低的毛利率(AI医疗服务仅3.3%)。

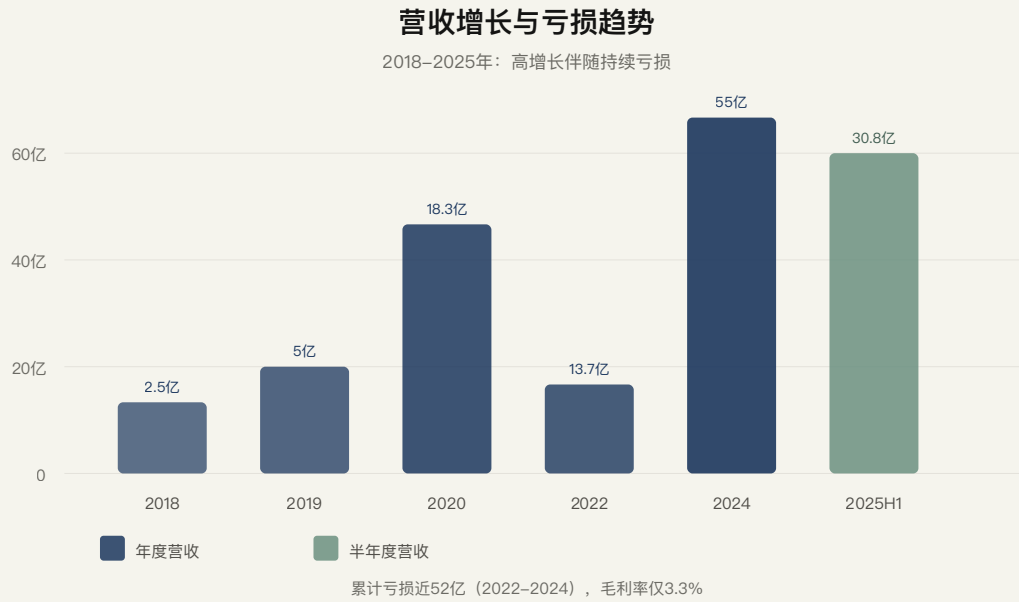


图 3 · 营收高速增长但持续亏损：2018-2025年营收曲线与累计亏损柱状图

争议分红事件

在公司持续亏损、亟需融资的背景下，微医曾进行大额分红，援引开曼群岛法律解释称股息从股份溢价账户支付符合法律规定。但此举与公司现金流紧张的状况形成鲜明对比，被解读为大股东套现行为，损害中小股东利益。

财务健康警示

2025年上半年经营性现金流转正是一个积极信号，表明核心业务开始产生真实现金流。但253亿的巨额负债和3.3%的低毛利率意味着，微医必须大幅提升运营效率或找到更高毛利的收入来源，才能实现可持续盈利。

05 · COMPETITIVE LANDSCAPE

竞争格局：三足鼎立下的微医定位

中国互联网医疗市场已形成**京东健康、阿里健康、平安好医生**三足鼎立的格局，三家占据约68%的市场份额。微医在整体市场中份额相对较小，但在AI医疗服务细分赛道和B2G健共体模式中具有独特地位。

主要竞争对手对比

维度	微医	京东健康	阿里健康	平安好医生
核心优势	B2G政府合作	医药电商+物流	流量+生态	保险+医疗闭环
商业模式	健共体运营	医药零售为主	平台型电商	HMO会员制
盈利能力	持续亏损	已盈利	接近盈利	持续亏损但收窄
市值/估值	~70亿美元	~190亿美元	~70-100亿美元	~30-40亿美元
用户规模	百万级(健共体)	亿级	亿级	亿级

市场份额分布

根据网经社《2025年度中国数字健康市场数据报告》，2025年互联网医疗市场规模达4769亿元，同比增长13%。京东健康、阿里健康、平安好医生三家占据约68%的市场份额，形成稳固的三足鼎立格局。微医在整体市场中份额相对较小，但其B2G模式在特定细分领域具有不可替代性。

互联网医疗竞争格局

京东健康、阿里健康、平安好医生三足鼎立，微医在B2G细分赛道独具特色



图 4 · 竞争格局：京东健康、阿里健康、平安好医生三足鼎立，微医在B2G细分赛道独具特色

微医的差异化定位

与竞争对手相比，微医的独特之处在于：

- 政府关系深厚：与多地政府建立深度合作，B2G模式成熟
- 医保打通能力：少数能直接对接医保支付的平台之一
- 慢病管理专长：在糖尿病等慢病领域积累深厚
- AI应用创新：“AI+人”的人机协同模式提升服务效率

竞争态势判断。微医无法在医药电商规模上与京东健康、阿里健康正面竞争，也不具备平安好医生的保险闭环优势。其生存空间在于深耕B2G健共体模式，成为地方政府医疗数字化转型的首选合作伙伴。这一策略的优势是壁垒高、客户粘性强，劣势是扩张速度慢、利润率低。

06 · AI TECHNOLOGY ASSESSMENT

| AI技术评估：应用层亮点与底层依赖

微医将自身定位为"中国AI医疗服务第一股"，但其AI技术的自主性受到市场质疑。公司在风险提示中明确坦言：**专有AI大模型基于第三方提供的基础模型搭建，无法控制基础模型的演进。**

"AI+健管师"人机协同模式

微医AI应用的核心价值在于通过AI赋能，大幅提升单个健管师的服务capacity。具体应用包括：AI医生负责患者初筛与初步诊断建议、AI药师自动审核处方合理性与药物相互作用检查、AI检查进行检验检查结果自动解读与异常值预警、AI健管师实现健康档案动态管理与随访计划自动生成、AI智控提供服务 quality monitoring与合规性检查。

成效数据显示，一个真人健管师可借助AI同时管理数百名慢性病患者，天津地区医保拒付率降至0.05%，慢病患者月均费用降低超20%。

医疗大模型备案情况

微医医疗大模型算法已通过国家网信办备案，技术架构基于第三方基础模型(如百度文心、阿里通义等)进行医疗垂直领域微调，结合微医积累的医疗数据进行训练优化，构建医疗知识图谱增强专业性和准确性。



图 5 · AI技术架构：基于第三方基础模型的垂直领域微调，构建"5+1智能体"应用层

技术壁垒评估

维度	评价	说明
数据积累	★★★★☆	积累了大量真实世界医疗数据和运营经验
应用创新	★★★★☆	"AI+人"模式有效提升服务效率
底层算法	★★☆☆☆	依赖第三方基础模型, 缺乏自主权
研发投入	★★☆☆☆	近期研发投入仅0.4亿元, 与技术领先定位不符
专利布局	★★★☆☆	有一定专利积累, 但核心算法专利较少

技术自主性风险

微医的AI技术更多体现在应用层创新和运营经验积累, 而非底层算法突破。这种策略的优势是快速落地、成本低, 劣势是技术壁垒不高、容易被模仿或受制于第三方模型提供商。若百度、阿里等基础模型提供商改变授权策略, 微医可能面临"卡脖子"风险。

07 · IPO PROSPECTS

IPO前景：三次递表的障碍与机会

微医已三次递表港交所，但截至2026年6月尚未成功上市。持续亏损、单一客户依赖、创始人治理污点是三大核心障碍。资本市场对微医的核心疑问是：这家公司能否实现可持续盈利？

三次递表历程

递表次数	时间	定位/叙事	结果
第一次	2021年4月1日	数字医疗平台，采用WVR架构	未能完成上市
第二次	2024年12月31日	"中国AI医疗服务第一股"	审核中
第三次	2025年9月更新	招银国际担任整体协调人	审核中

三大核心障碍

障碍一：天津依赖症

天津市场贡献了微医77.6%的收入(2025年上半年数据)，单一客户(天津相关政府/医保机构)占比超过70%。在任何行业中，单一客户占比超过50%都被视为重大风险。一旦天津政策变化或合作关系终止，公司将面临断崖式下跌。

障碍二：持续亏损与盈利路径不明

自2018年披露财务数据以来，微医从未实现年度盈利，累计亏损接近百亿级别。AI医疗服务毛利率仅3.3%，难以支撑可持续盈利。虽然2025年上半年经营性现金流转正，但何时能实现净利润转正仍不明确。

障碍三：创始人治理污点

2022年证监会认定微医集团及廖杰远存在未及时履行报告义务、误导性陈述及限制期交易等行为，2024年1月深交所对其作出公开谴责。该事件被证监会国际司列为境外上市需补充说明的事项。虽然廖杰远已辞去管理职务，但仍持有11.51%股份，为最大单一股东。

IPO成功概率评估。综合考虑上述障碍，微医此次IPO成功的可能性约为40-50%。关键变量在于：监管层是否认可其"AI医疗服务第一股"的叙事、天津模式的可复制性能否得到验证、以及是否有足够的机构投资者愿意为其长期故事买单。若再次失败，微医可能需要考虑并购退出或继续私有化运营。

08 · DIGITAL HEALTH COMMUNITY MODEL

数字健共体：商业模式深度拆解

"数字健共体"是微医首创的B2G业务模式，核心逻辑是与地方政府合作，整合区域内医疗资源，通过AI赋能提升基层医疗服务能力，最终实现**医保控费与服务质量提升的双赢**。

商业模式闭环

数字健共体的商业逻辑可概括为：政府购买微医的AI医疗服务→微医部署"四朵云"平台和"5+1智能体"→提升基层诊疗能力与慢病管理水平→降低医保不合理支出→微医从节省的医保费用中获得分成收益。这是一个典型的"按效果付费"模式。

天津模式的成功要素

天津数字健共体成为行业标杆案例，签约家庭医生服务的会员数超过166.6万人，线上问诊量2022年突破120万人次，医保拒付率降至0.05%，慢病患者月均费用降低超20%。其成功要素包括：

- 政策支持力度大：天津市政府高度重视，给予充分的政策空间和资源倾斜
- 医保打通：实现在线医保支付，形成服务闭环
- 基层医疗能力提升：通过AI赋能，让社区医生能处理更多常见病和慢病
- 数据驱动：积累大量真实世界数据，持续优化AI模型和服务流程

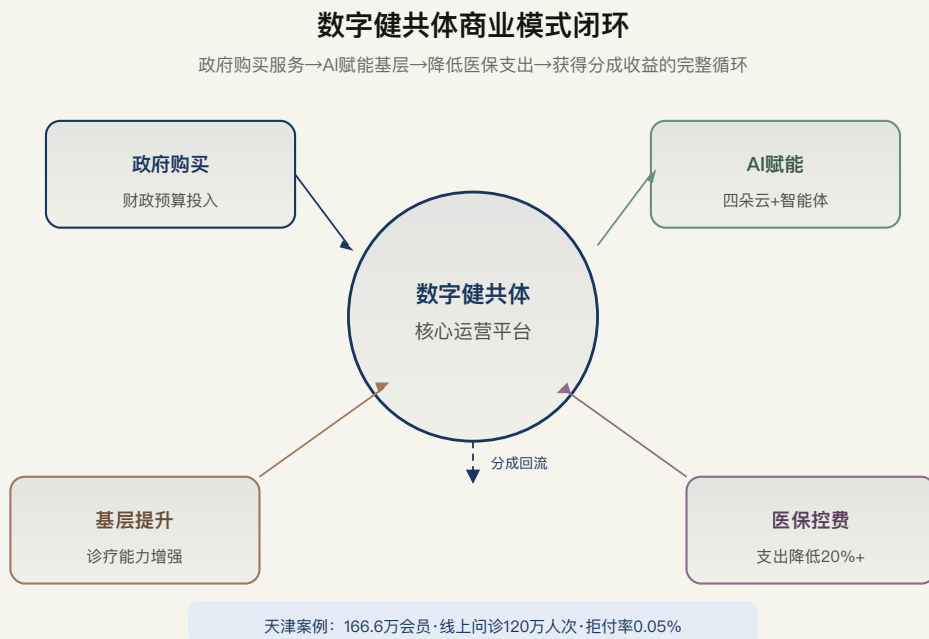


图 6 · 数字健共体商业模式闭环：政府购买服务→AI赋能基层→降低医保支出→获得分成收益

模式复制的挑战

虽然微医已将健共体模式推广至山东、浙江、福建、上海、河北、福州、杭州、温州、银川、海南等多地，但天津之外的地区尚未出现同等规模的标杆案例。山东覆盖全省16地市，累计服务参保人1800万次，但收入贡献远低于天津。

模式复制的主要挑战包括：各地政策环境差异大、医保统筹层级不同、地方政府财政实力参差不齐、医疗资源分布不均、以及微医自身的运营 capacity 限制。

商业模式可行性判断

数字健共体模式在理论上是可行的，天津案例已证明其能帮助地方政府降低医保支出并提升服务质量。但商业化的关键在于：能否在多个地区成功复制、毛利率能否从3.3%提升至可持续水平、以及能否摆脱对单一客户的依赖。这三个问题的答案将决定微医的长期价值。

09 · KEY TAKEAWAYS

核心启示：B2G模式的可行性边界

微医的案例为中国数字医疗行业提供了宝贵的经验教训。B2G模式具有稳定性强、政策风险低的优点，但也面临利润率低、扩张速度慢、客户集中度高挑战。

对行业的启示

启示一：B2G不是万能药

许多互联网医疗企业认为B2G模式可以避免与巨头的正面竞争，但微医的案例表明，B2G模式同样面临严峻的商业化挑战。政府客户虽然稳定，但议价能力强、决策周期长、利润率低。企业需要在社会价值和商业价值之间找到平衡点。

启示二：AI应用层创新不等于技术壁垒

微医的"AI+人"模式在应用层确实有创新，能有效提升服务效率，但这并不构成真正的技术壁垒。底层算法依赖第三方、研发投入不足、专利布局薄弱，这些都是硬伤。对于AI医疗企业而言，要么在底层算法上取得突破，要么在运营效率和数据积累上建立护城河。

启示三：单一客户依赖是致命伤

无论业务多么成功，单一客户占比超过50%都是不可接受的 risk。微医77.6%的收入来自天津市场，这使得其抗风险能力极弱。企业在拓展业务时，必须有意识地分散客户结构，即使这意味着短期增长速度放缓。

启示四：合规应嵌入公司治理基因

廖杰远的治理污点成为微医IPO的重大障碍，这警示所有创业者：合规不是事后的修补，而应从第一天就嵌入公司治理的每一个环节。特别是在涉及资本市场、信息披露、关联交易等敏感领域，宁可过度合规，也不要心存侥幸。

微医案例四大核心启示

B2G模式局限·AI应用边界·客户分散必要·合规前置重要

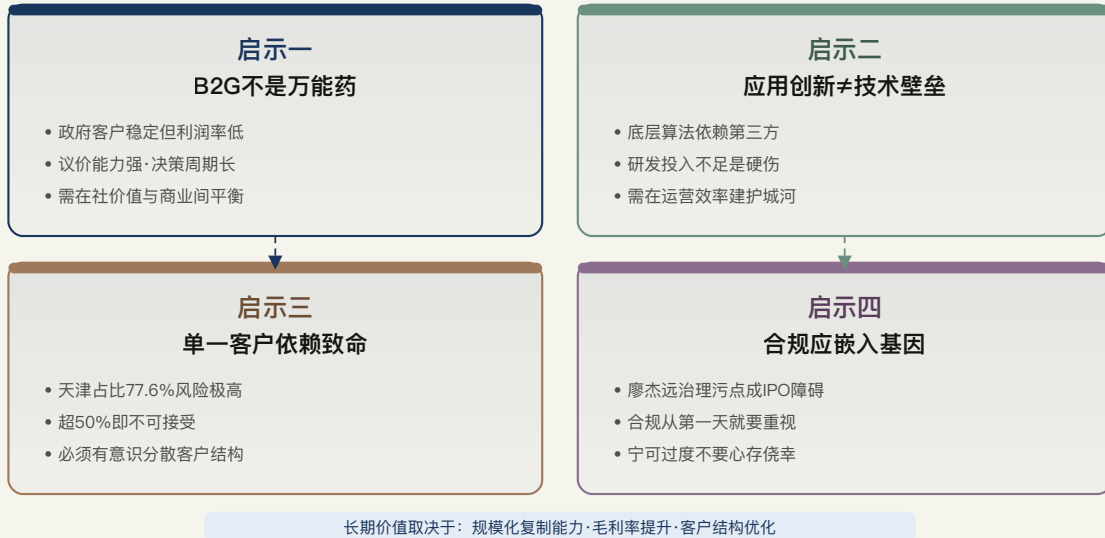


图 7 · 四大核心启示：B2G模式局限、AI应用层创新边界、客户分散必要性、合规前置重要性

微医的未来展望

短期(1-2年)：IPO能否成功是关键变量，天津模式能否在其他地区有效复制决定增长可持续性，现金流能否持续改善。

中期(3-5年)：AI技术在医疗场景的深度应用可能带来效率提升，若能在3-5个省份成功复制健共体模式将打开增长空间，慢病管理市场的爆发可能带来新的增长点。

长期：中国老龄化加速，数字医疗长期赛道确定性强。若能解决盈利问题并建立真正的技术壁垒，微医有望成为数字医疗基础设施提供商。但也可能面临来自互联网巨头的降维打击。

最终判断

微医是一家有理想、有执行力、也有社会价值的公司，但其商业化路径仍存在重大不确定性。对于投资者而言，需要问自己的核心问题是：你是否相信B2G健共体模式能够规模化盈利？你是否相信微医能够在保持社会价值的同时实现商业价值？如果答案是肯定的，那么微医可能是一个长期的价值投资标的；如果答案是否定的，那么请远离这家公司。

关于本报告。本研究报告基于公开可追溯的资料独立研究整理，包括微医集团港交所招股书(2021年、2024年、2025年版本)、权威媒体报道(新浪财经、虎嗅网、央视新闻、界面新闻等)、行业研究报告(网经社、弗若斯特沙利文等)、以及监管机构文件(中国证监会行政处罚决定书、深交所公开谴责决定等)。

研究方法。本研究综合了多源信息，通过交叉验证确保数据准确性。报告中的观点和分析代表词元跳动 Research 的独立判断，不构成投资建议。

免责声明。本报告仅供研究和参考用途。报告中引用的数据和观点来源于公开渠道，如有 inaccuracies，责任由本研究承担。投资决策请谨慎参考，并结合最新信息进行判断。

词元跳动 Research · 专注于科技与产业交叉领域的深度研究

数据来源：港交所招股书 · 新浪财经 · 虎嗅网 · 央视新闻 · 界面新闻 · 东方财富 · 网经社 · 弗若斯特沙利文等公开渠道

研究日期：2026年6月