

# 【广发海外】平安好医生 (01833.HK)

## 构建医疗健康门户，私家医生发力，AI 助力

### 核心观点:

- 大健康产业为十万亿级市场，互联网医疗健康处于起步阶段，发展前景广阔；政策支持互联网+医疗健康发展，相关细则逐渐落地。平安好医生位居互联网医疗 APP 用户及时长首位，大幅领先于竞争对手。根据 Trustdata 数据，平安好医生 19Q1 新增用户占全行业 6 成，19Q3 占据 7 成主流医疗健康 APP 用户时长。
- 平安好医生致力于构建医疗健康生态系统中的一站式门户，致力于让每个家庭拥有一个家庭医生，让每个人拥有一份电子健康档案，让每个人拥有一个健康管理计划。截至 19H1 注册用户数 2.89 亿人 (YoY+9.1%)，在线医疗累计付费会员 144 万人 (YoY+38.0%)，6 月 MAU 达 6,270 万人，日咨询量 65.6 万人次。通过自有医疗团队，辅以外部医生网络，AI 辅助支持，提供 24/7 的咨询服务，合作医疗资源网络不断扩大。
- 形成涵盖在线医疗、消费型医疗、健康商城、健康管理及互动的四大业务板块。在线医疗：初步积累丰富的用户群，处于商业变现快速增长阶段，业务从向平安集团保险投保人提供服务，逐渐向外部的保险机构、外部企业拓展，就医 360 及新产品私家医生驱动收入快速增长。消费型医疗：主要提供体检等服务，通过自有团队及平安个险销售代理获客。健康商城：SKU 增长驱动 GMV 快速增长，自营+平台模式双驱动。健康管理及互动：广告业务为主，毛利率超 80%。
- 收入增长迅速，亏损逐渐收窄。2016~2018 年及 2019H1 总营收分别为 6.02 亿元 (+115.8% YoY)、18.68 亿元 (+210.6% YoY)、33.38 亿元 (+78.7% YoY) 和 22.73 亿元 (+102.4% YoY)，归母净利润分别为 -7.58 亿元、-10.02 亿元、-9.12 亿元和 -2.73 亿元，综合毛利率分别为 42.2%、32.8%、27.3% 和 21.6%。
- 首次给予“买入”评级。预测公司 2019~2021 年收入分别为 48.97 亿元 (+46.7%)、68.82 亿元 (+40.5%)、96.44 亿元 (+40.1%)，归母净利润分别为 -8.09 亿元、-6.76 亿元、-3.16 亿元。公司处于互联网医疗健康行业领先地位，目前处于跑马圈地获取用户阶段，随着商业化逐步提升，收入快速增长，费用率不断降低，亏损逐渐收窄。给予 2020 年 9 倍 PS，对应合理价值 64.5 港元/股，结合 DCF 估值，对应合理价值 65.51 港元/股，基于稳健原则，选取较低值 64.5 港元/股作为合理价值参考。
- 风险提示：付费会员数增长不及预期；智能辅助诊疗研发进展受阻；可能发生医疗事故，面临巨额理赔和公司声誉损坏；相关政策法规不确定性。

### 盈利预测:

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,868	3,338	4,897	6,882	9,644
增长率 (%)	210.6%	78.7%	46.7%	40.5%	40.1%
EBITDA (百万元)	-970	-1,267	-1,175	-994	-613
净利润 (百万元)	-1,002	-912	-809	-676	-316
增长率 (%)	32.1%	-9.0%	-11.3%	-16.4%	-53.3%
EPS (元/股)	-0.94	-0.85	-0.76	-0.63	-0.30
市盈率 (P/E)	-	-	-	-	-
市净率 (P/B)	13.7	5.4	5.8	6.1	6.2

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：EPS 按最新股本摊薄

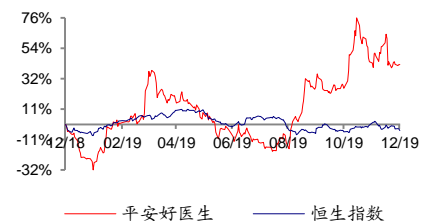
### 公司评级

	买入
当前价格	57.5 港元
合理价值	64.5 港元
报告日期	2019-12-13

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1067.29/1067.29
总市值/流通市值 (百万港元)	55552.66/55552.66
一年内最高/最低 (港元)	64.15/24.70
30 日日均成交量/成交额 (百万)	8.91/482.93
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	4.83/55.84

### 相对市场表现



### 分析师:

杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004

SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

### 分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

### 相关研究:

备注：报告中使用的汇率：1 人民币=1.1106 港元；报告中无特别说明，货币单位均为人民币

## 目录索引

一、全球领先的一站式医疗健康平台 .....	5
1. 公司基本情况 .....	5
2. 股东结构 .....	8
3. 公司管理层 .....	8
二、行业发展前景广阔，平安好医生处于领先地位 .....	10
1. 互联网健康市场处于起步阶段，发展前景广阔 .....	10
2. 平安好医生处于行业第一梯队 .....	13
3. 可比公司分析 .....	16
三、业务：生态逐渐完善，商业变现快速提升 .....	20
1. 在线医疗：提供家庭医生服务，2C 模式刚开始发力 .....	20
2. 消费型医疗：主要提供体检等服务，通过自有团队及平安个险销售代理获客 ...	26
3. 健康商城：SKU 增长驱动 GMV 快速增长 .....	27
4. 健康管理与互动：广告业务为主，毛利率超 80% .....	30
四、盈利预测与估值 .....	32
1. 盈利预测 .....	32
2. 估值及投资评级 .....	34
五、风险提示 .....	36

## 图表索引

图 1: 注册用户情况 .....	6
图 2: 日均在线咨询量 .....	6
图 3: 月活跃用户数 .....	6
图 4: 月付费用户数 .....	6
图 5: 公司业务分部收入情况 .....	7
图 6: 公司归母净利润 .....	7
图 7: 业务分部毛利率 .....	7
图 8: 各业务来自平安集团收益占比 .....	7
图 9: 医疗资源与诊断需求倒置 .....	11
图 10: 中国大健康市场规模 .....	11
图 11: 中国互联网医疗健康市场规模 .....	12
图 12: 中国在线咨询量 .....	12
图 13: 经中国药品 B2C 渠道的医疗保健品交易总额 .....	12
图 14: 中国在线医疗健康广告及营销推广市场 .....	12
图 15: 围绕患者、药企、医疗机构、医生这四种主体, 诞生五类互联网平台 ...	14
图 16: 互联网医疗行业图谱 .....	14
图 17: 互联网医疗 TOP20 APP 用户规模 .....	15
图 18: 平安好医生全域生态流量超 5,500 万 .....	15
图 19: 19Q1 主流医疗健康应用新增用户占比 .....	15
图 20: 19Q3 主流医疗健康 APP 用户使用时长占比 .....	16
图 21: 19Q3 医疗健康类应用日均启动次数 .....	16
图 22: 2019 年 3 月互联网医疗 APP 活跃人数及全网渗透率 .....	18
图 23: 阿里健康、平安好医生、Teladoc 年营收对比 .....	18
图 24: 阿里健康、平安好医生、Teladoc 归母净利润对比 .....	19
图 25: 阿里健康、平安好医生、Teladoc 综合毛利率对比 .....	19
图 26: 在线医疗收入快速增长 .....	23
图 27: 按性质划分在线医疗收入 .....	23
图 28: 按渠道在线医疗收入构成 .....	24
图 29: 按渠道在线咨询量构成 .....	24
图 30: 签约外部医生数量 .....	24
图 31: 自有医疗团队人员数量 .....	24
图 32: 平安好医生在线医疗界面、导诊界面和医生选择界面 .....	25
图 33: 医生问诊界面、电子处方、预约挂号 .....	25
图 34: 消费型医疗收入稳步增长 .....	27
图 35: 按产品类型划分的消费型医疗收入构成 .....	27
图 36: 按销售渠道提供予公司客户收入 .....	27
图 37: 按渠道销售予个人客户收入 .....	27
图 38: 按销售渠道划分的健康商城收入 .....	28
图 39: 按销售渠道划分的健康商城 GMV .....	28

图 40: 健康商城界面 .....	29
图 41: 按销售渠道划分的健康商城收入 .....	29
图 42: 按销售渠道划分的健康商城 GMV .....	29
图 43: 按产品种类划分健康商城 GMV .....	30
图 44: 按用户来源划分健康商城 GMV .....	30
图 45: 健康头条界面, 步步夺金奖励活动 .....	31
表 1: 公司发展历程 .....	7
表 2: 公司主要股东 (截至 2019 年 6 月 30 日) .....	8
表 3: 公司管理层介绍 (截至 2018 年 12 月 31 日) .....	9
表 4: 互联网医疗健康行业相关政策梳理 .....	13
表 5: 互联网医疗 APP 融资情况 .....	16
表 6: 国内外上市互联网医疗公司梳理 .....	18
表 7: 互联网医疗 APP 比较 .....	19
表 8: 在线医疗业务关键经营数据分析 .....	20
表 9: 就医 360 与私家医生产品对比 .....	21
表 10: 在线医疗业务关键经营数据分析 .....	23
表 11: 平安好医生分业务预测表 (人民币百万元) .....	33
表 12: 平安好医生利润表简表 .....	34
表 13: 可比互联网医疗公司估值 .....	35
表 14: 2019-2028 年平安好医生自由现金流 (百万元人民币) .....	35

# 一、全球领先的一站式医疗健康平台

## 1. 公司基本情况

互联网健康市场处于起步阶段，市场前景广阔；政策支持互联网+医疗健康发展，相关细则逐渐落地。据招股书弗若斯特沙利文报告，2018年中国大健康市场规模预测为10.8万亿元，预计到2026年达到26.8万亿元，年复合增长约12%。其中，中国互联网健康市场规模在2018年预测为210亿元，预计到2026年增长到1,980亿元，年复合增长约33.6%。2018年国务院公布《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，2019年6月国家首次明确互联网医疗可以纳入医保支付，政策逐步落地，对互联网健康医疗具有很大推动作用。

平安好医生位居互联网医疗APP用户及时长首位，大幅领先于竞争对手。根据Trustdata《2019年第一季度移动互联网行业分析报告》，平安好医生2019Q1全域生态流量超过5,500万，同比增长180%，排在行业第1，新增用户占全行业6成(60.1%)，大幅领先好大夫在线(16.2%)、微医(12.0%)、春雨医生(5.6%)。根据Trustdata 19Q3数据，在主流医疗健康类应用用户使用总时长中，平安好医生占据7成(73.5%)。

平安好医生致力于构建医疗健康生态系统中的一站式门户，致力于让每个家庭拥有一个家庭医生，让每个人拥有一份电子健康档案，让每个人拥有一个健康管理计划。

活跃用户数逐步提升，付费用户数快速增长。截至2019年6月30日注册用户数2.89亿人(YoY+9.1%)，在线医疗累计付费会员143.9万人(YoY+38.0%)。2019年6月平台MAU和MPU分别为6,270万人(YoY+29.0%)和222.9万(YoY+61.2%)，日均咨询量达到65.6万人次(YoY+23.5%)。

形成涵盖在线医疗、消费型医疗、健康商城、健康管理及互动的四大业务板块。在线医疗：初步积累丰富的用户群，处于商业变现快速增长阶段，业务从向平安集团保险投保人提供服务，逐渐向外部的保险机构、外部企业拓展，就医360及私家医生产品驱动收入增长。消费型医疗：主要提供体检等服务，通过自有团队及平安个险销售代理获客。健康商城：SKU增长驱动GMV快速增长，自营+平台模式双驱动。健康管理及互动：广告业务为主，毛利率超80%。

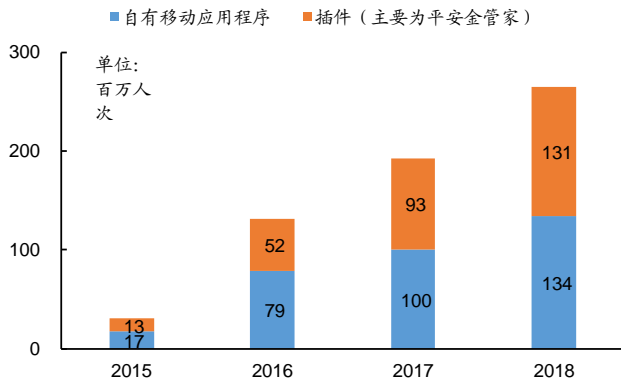
主要通过自有医疗团队，辅以外部医生网络，AI辅助支持，提供24/7的咨询服务，合作医疗资源网络不断扩大。截至2019年6月底，自有医疗团队达1,193人，签约合作外部医生5,324名(均为三甲医院副主任以上职称)，合作医院超3,000家，其中三级甲等医院超1,400家，合作线下药店超3.2万家。

收入增长迅速，亏损逐渐收窄。2016~2018年及2019H1总营收分别为6.02亿元(+115.8% YoY)、18.68亿元(+210.6% YoY)、33.38亿元(+78.7% YoY)和22.73亿元(+102.4% YoY)，归母净利润分别为-7.58亿元、-10.02亿元、-9.12亿元和-2.73亿元，综合毛利率分别为42.2%、32.8%、27.3%和21.6%。

平安集团贡献约40%~50%的收入，逐渐向外部的保险机构、外部企业拓展，对集团收入依赖性有望下降。根据招股书，2015-2017年来自平安集团总收入2.25亿元(占

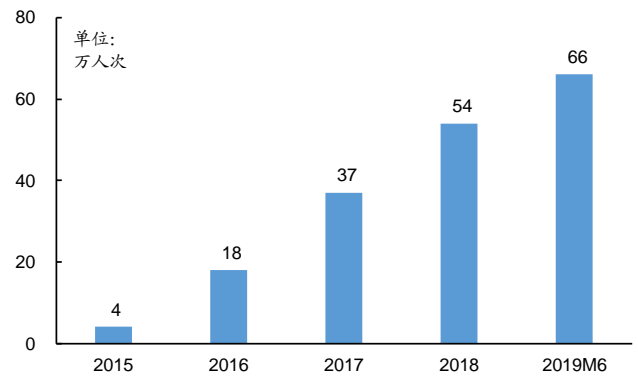
比80.91%)、2.49亿元(占比41.45%)、8.66亿元(占比46.35%)，随着平安家庭医生产品推出，外部企业客户及个人客户预期逐渐增多。

图 1: 注册用户情况



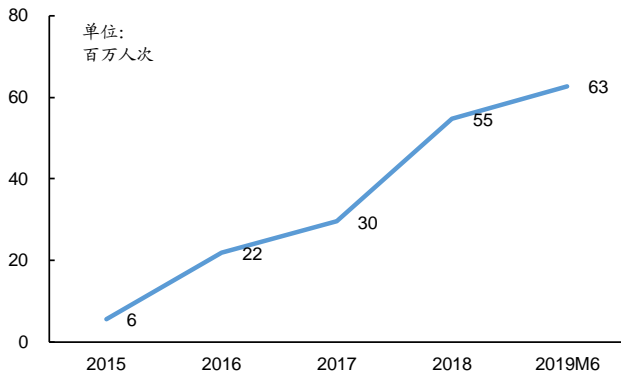
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 2: 日均在线咨询量



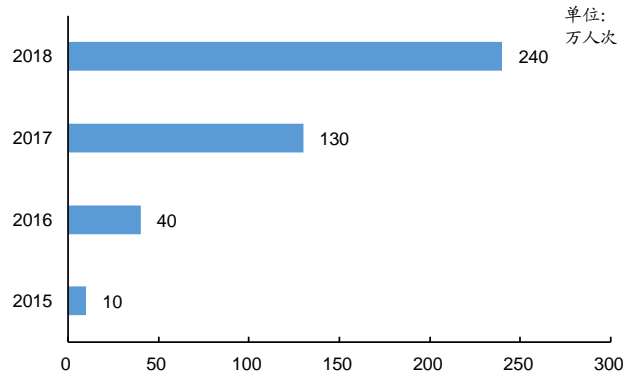
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 3: 月活跃用户数



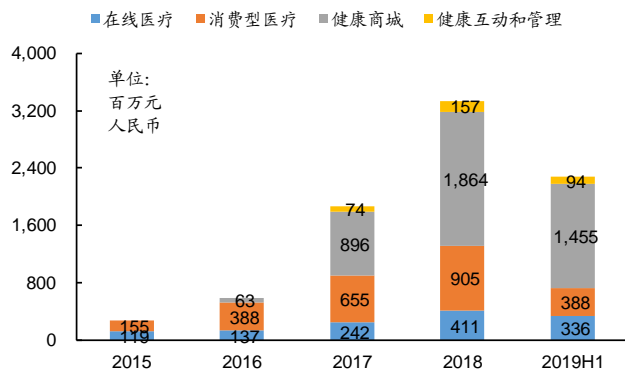
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 月付费用户数



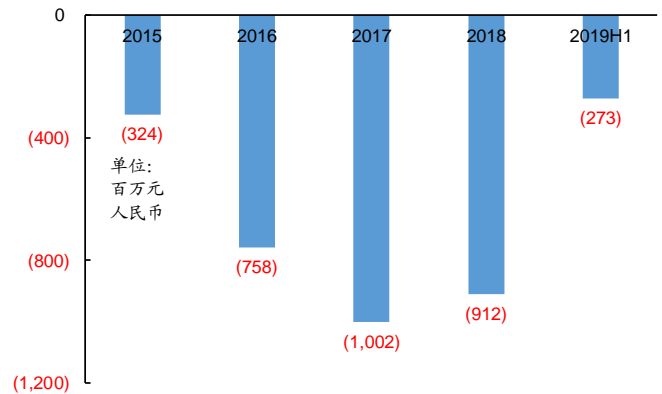
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 5: 公司业务分部收入情况



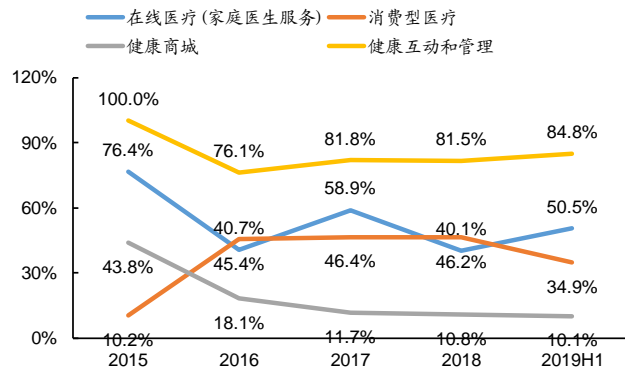
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 6: 公司归母净利润



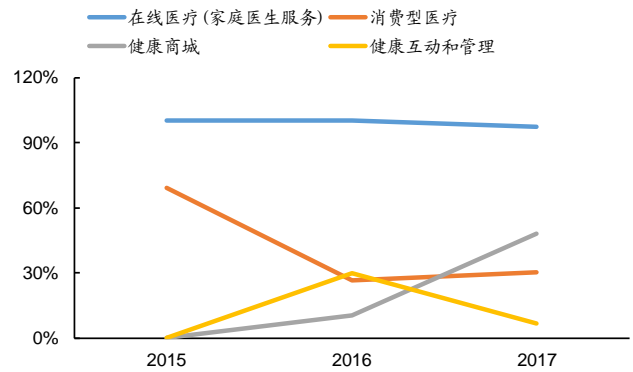
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 7: 业务分部毛利率



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 8: 各业务来自平安集团收益占比



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 1: 公司发展历程

时间	主要事件
2014年8月	注册成立平安健康互联网
2015年4月	“平安好医生”APP上线
2016年4月	完成5亿美元A轮融资
2017年12月	完成软银愿景基金4亿美元首次公开发售前投资
2018年初	会员产品“就医360”发布, 创新按年付费会员产品
2018年5月	公司登陆港交所上市
2018年8月	收购万家医疗, 布局线下基层医疗服务
2019年6月	推出会员产品“平安好医生私家医生”会员, 提升会员一站式医疗健康服务体验
2019年8月	与29家行业巨头达成合作, 为其客户提供平安好医生私家医生会员服务, 签约总金额超3亿元

数据来源: 公司官网, 公司招股书, 广发证券发展研究中心

## 2. 股东结构

截至2019年11月底，平安集团通过旗下全资附属公司安鑫持股41.27%，软银愿景基金持股6.3%，乐安炘（平安好医生员工持股平台）持股5.72%（其中通过乐锦焯持股3.2%），帮骐键持股17.70%（其中直接持股8.85%，通过乐锦焯持股8.85%）。乐锦焯（持股12.05%）为特殊目的公司，主要是合并乐安炘、帮骐键、Zheng He Pentagon Fund 及 Hop-Fast 在公司的间接股权。

乐安炘为平安好医生员工持股平台，由锐键直接全资拥有，锐键由平安健康互联网的人力资源及行政部总经理秦戩先生及平安健康互联网雇员朱承波先生拥有。帮骐键公司为王文君女士和窦文伟先生共同持有（各持股50%），受益人包括平安的若干董事以及平安好医生的6名董事，即王涛先生、姚波先生、蔡方方女士、李源祥先生、王文君女士及窦文伟先生；董事长王涛先生被授予雇员激励计划0.46%的股权比例。

表 2: 公司主要股东（截至2019年6月30日）

股东名称	直接持股数量（百万股）	占已发行普通股比例	备注
安鑫有限公司	441	41.3%	由中国平安保险集团间接控制
乐锦焯有限公司	129	12.1%	平安好医生员工持股平台
帮骐键有限公司	95	8.9%	实际控制人王文君、窦文伟
Vision Fund Singapore SPV	67	6.3%	由软银愿景间接控制
乐安炘	33	3.1%	平安好医生员工持股平台
王涛	5	0.5%	CEO雇员激励计划授予
其他	297	27.8%	持股5%以上股东
合计	1067	100.0%	

数据来源：Wind，公司半年报，广发证券发展研究中心

## 3. 公司管理层

管理团队集结了对中国互联网行业的深入了解与中国医疗健康行业的专业知识，公司高级行政人员平均拥有16年相关行业经验。CEO王涛技术背景深厚，曾担任阿里巴巴集团科技副总裁和高级副总裁、金山软件首席技术官。其他高管曾在阿里巴巴、微软、Sun Microsystems、亚洲万里通等科技公司担任要职。管理医疗团队的互联网医院正副院长过去曾在全国知名医院担任领导职位逾20年。

公司控股股东及策略伙伴平安集团具有庞大客户群及分销网络。根据招股书，截至2017年12月，平安集团拥有1.66亿个人客户，4.36亿互联网用户，拥有140万名寿险销售代理。公司通过平安集团的客户群及销售代理，能有效推广公司的服务。



表 3: 公司管理层介绍 (截至2018年12月31日)

姓名	职务	年龄	履历
王涛	董事长, 首席执行官	49	王先生在管理、科技及医疗方面拥有逾20年经验。王先生于2014年3月至2016年6月担任平安健康险董事长兼首席执行官; 并曾担任阿里巴巴集团科技副总裁和高级副总裁。王先生于2007年至2009年创立并担任阿里软件(上海)有限公司总裁, 2002年至2004年担任北京金山软件有限公司首席技术官。
吴宗逊	首席产品官	43	吴先生在产品开发及营运方面拥有逾20年经验。吴先生于2013年12月至2015年4月担任平安健康险首席产品官; 并曾先后于2008年至2009年担任管理软件部运营总监, 2009年至2010年担任阿里巴巴(中国)网络技术有限公司中小企业资讯化事业部高级总监, 于2010年至2011年担任淘宝(中国)软件有限公司商户平台事业部高级总监。
王齐	首席技术官	46	王先生在互联网技术及计算机系统开发和管理方面拥有逾20年经验。王先生于2013年12月至2015年4月担任平安健康险首席技术官; 王先生于2011年晋升为阿里巴巴集团科技副总裁, 并2003年至2005年担任太阳计算机系统(中国)有限公司上海分公司资深架构师, 与2006年至2008年担任Unisys资深架构师并负责管理开源实验室。
白雪	首席运营官	45	白女士在企业运营及市场推广方面拥有逾15年经验。白女士于2014年3月至2015年4月担任平安健康险首席市场官; 并曾于2006年至2009年担任阿里巴巴软件有限公司人力资源部总监和阿里巴巴软件(上海)有限公司市场部总监, 于2009年至2014年担任江苏炬腾网络技术有限公司首席营销官。
秦戩	人力资源总监, 人事行政部总经理	39	秦先生在人力资源管理方面拥有逾15年经验。秦先生于2014年3月至2016年1月担任平安健康险人事行政部副总经理; 并曾于2008年至2013年先后担任平安寿险人力资源部人力规划室副经理, 于2013年担任人力资源部人才发展室经理。

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 二、行业发展前景广阔，平安好医生处于领先地位

### 1. 互联网健康市场处于起步阶段，发展前景广阔

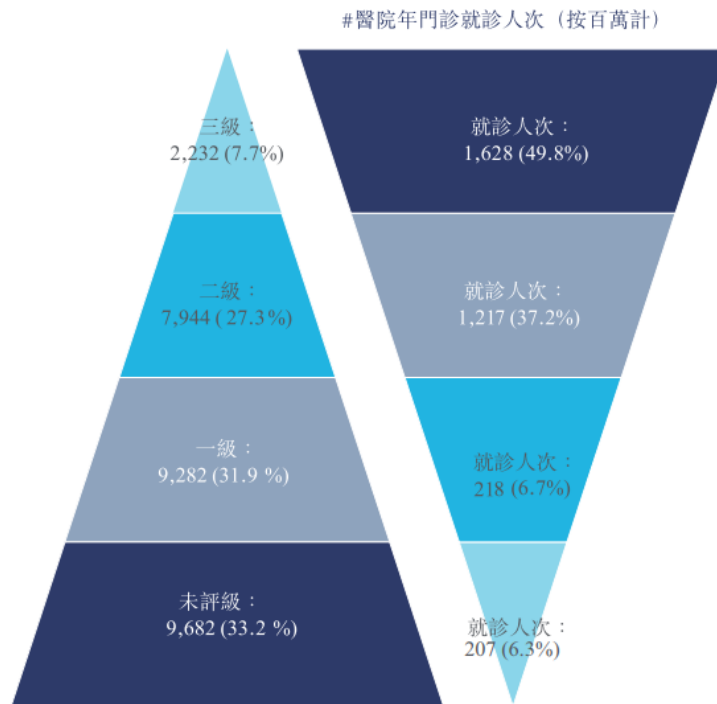
中国优质医疗资源短缺、地域分配不均、存在信息不对称情况。三级甲等医院是中国优质医疗服务机构的代表，根据招股书中弗若斯特沙利文的报告，截至2016年底，中国三甲医院有2,232家（占医院总数7.7%），同时期中国年门诊咨询量为32.7亿人次，三甲医院接待了其中的16.28亿人次（占比49.8%）。中国优质医疗资源主要集中在三甲医院，就诊患者通常更愿意去头部医院。互联网健康医疗利用互联网、AI技术对传统医疗体系起到补充和优化作用，有助于缓解线下压力。

医疗健康产业前景广阔，互联网健康市场处于起步阶段。据招股书弗若斯特沙利文报告，2018年中国大健康市场规模预测为10.8万亿元，预计到2026年达到26.8万亿元，年复合增长约12%。其中，中国互联网健康市场规模在2018年预测为210亿元，预计到2026年增长到1,980亿元，年复合增长约33.6%。中国互联网医疗健康行业包括在线咨询、健康管理、药品B2C业务、在线广告及营销推广、保险合作以及病人导引。其中，在线咨询量于2018年预测为3.72亿次（约占线上线下载咨询量的4.3%），预计到2026年预计达42亿次（渗透率提升至29%），年复合增长约40%；药品B2C业务GMV在2018年预测为350亿元人民币，预测到2026年复合增长超40%达到6,723亿元。

政策支持互联网+医疗健康发展，相关政策及监管细则逐渐落地。2018年国家密集出台多项医疗健康政策，《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》、《互联网诊疗管理办法（试行）》和《关于规范家庭医生签约服务管理的指导意见》，明确国家对发展“互联网+医疗健康”的态度。特别是2019年6月国务院发布的《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》，首次明确互联网医疗可以纳入医保支付，强调国家医保局于2019年9月底之前完成互联网诊疗收费和医保支付相关政策文件的制定。医保政策逐步落地，对互联网健康医疗具有很大推动作用。

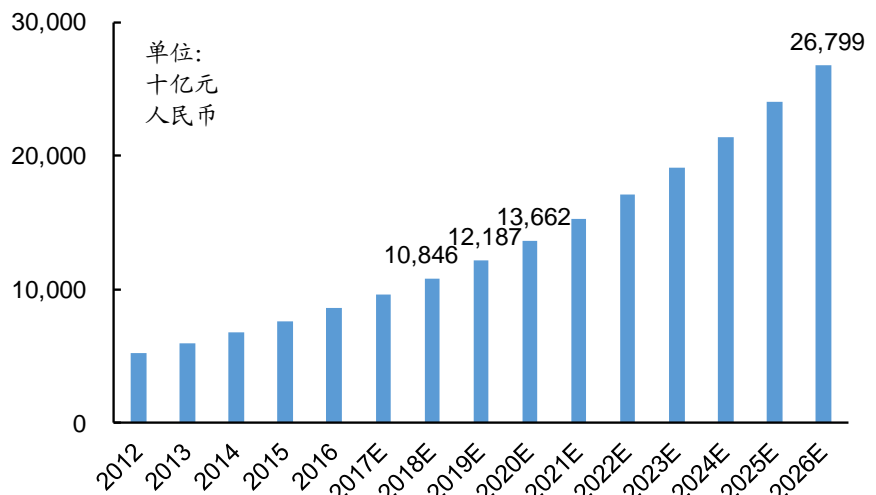
平安好医生深耕行业多年，逐渐构建起互联网健康医疗生态，咨询量快速增长，付费渗透率尚处于起步阶段。平安好医生2018年咨询总量为1.95亿人次，同比增长45.5%，占总在线咨询量超过一半，占中国门诊咨询量不到5%；截至2019H1注册用户2.89亿，月活用户0.63亿，累计付费会员数144万，相比较中国城镇居民6.3亿的规模，月活用户和付费会员均有很大增长空间。

图 9: 医疗资源与诊断需求倒置



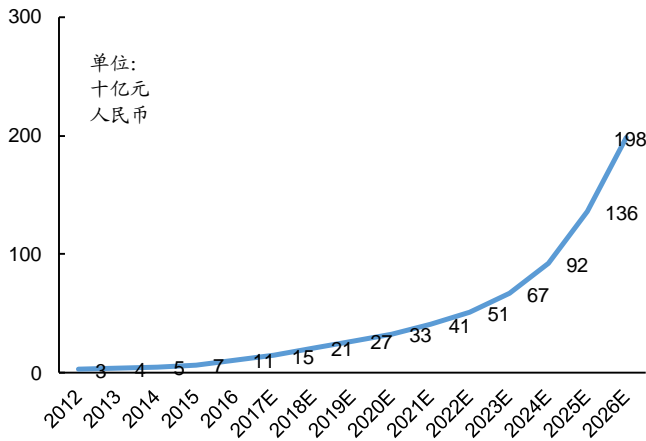
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 10: 中国大健康市场规模



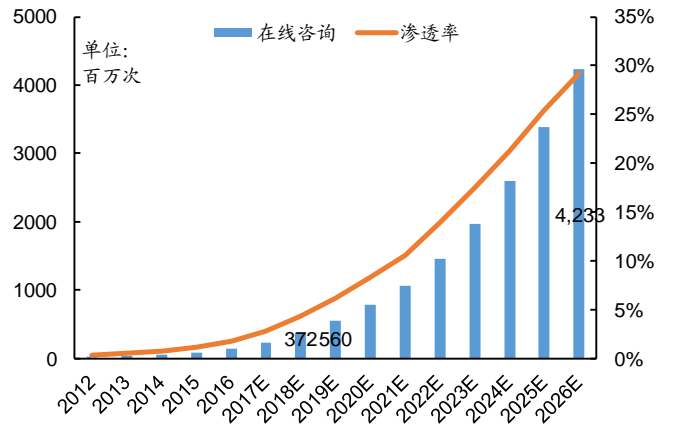
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 11: 中国互联网医疗健康市场规模



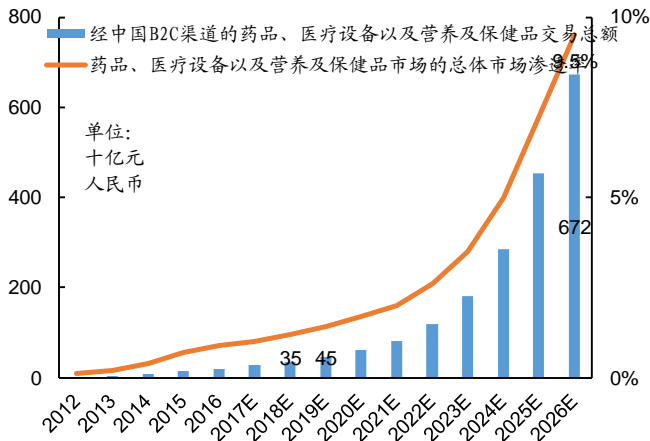
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 12: 中国在线咨询量



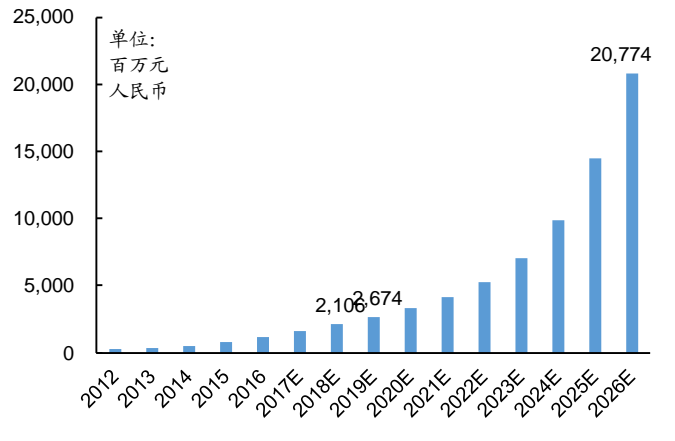
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 13: 经中国药品B2C渠道的医疗保健品交易总额



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 14: 中国在线医疗健康广告及营销推广市场



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

表 4: 互联网医疗健康行业相关政策梳理

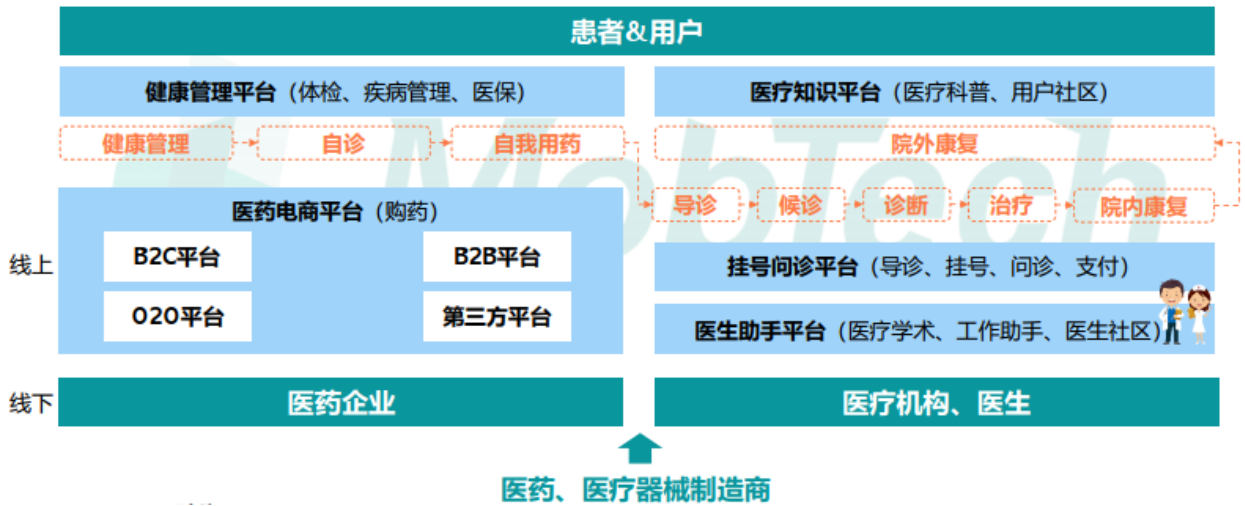
时间	政策	内容
2016年1月	《“健康中国2030”规划纲要》	首次将有关健康医疗产业的纲要提高至国家级战略高度,明确提出到2020年健康服务业总规模达到8万亿,到2030年达到16万亿,行业前景广阔。
2017年1月	《“十三五”卫生与健康规划》	促进人口健康信息互通共享,推动健康医疗信息化新业态快速有序发展,全面实施“互联网+”健康医疗惠民服务,促进云计算、大数据、物联网、移动互联网、虚拟现实等信息技术与健康服务深度融合,提升健康信息服务能力。
2017年4月	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	2017年,基本搭建医联体制度框架,全面启动多种形式的医联体建设试点,到2020年,在总结试点经验的基础上,全面推进医联体建设,形成较为完善的医联体建设政策体系,助力区域内医疗资源有效共享,推动形成基层首诊、双向转诊、急慢分诊、上下联动的分级诊疗模式。
2018年1月	《关于印发进一步改善医疗服务行动计划(2018-2020年)的通知》	提出建立预约诊疗制度、远程医疗制度等五大医院工作制度,发展多学科诊疗、智慧医院等十大创新医疗服务模式。
2018年4月	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	鼓励医疗机构应用互联网等信息技术拓展医疗服务空间和内容,构建覆盖诊前、诊中、诊后的线上线下一体化医疗服务模式。优化“互联网+”家庭医生签约服务,完善“互联网+”药品供应保障服务,推进“互联网+”人工智能应用服务。
2018年7月	《互联网诊疗管理办法(试行)》	对医疗机构进行互联网医疗健康服务的准入程序、医务人员信息管理、医务人员互联网医疗健康服务的规范和监管机构做出要求。
2018年9月	《关于规范家庭医生签约服务管理的指导意见》	推荐“互联网+”家庭医生签约服务,加快区域智能化信息平台建设与应用,搭建家庭医生与签约居民交流互动平台。
2019年6月	《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》	首次明确互联网医疗可以纳入医保支付,强调国家医保局于2019年9月底之前完成互联网诊疗收费和医保支付相关政策文件的制定。

数据来源: 国务院和国家卫健委相关政策发布, 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 2. 平安好医生处于行业第一梯队

互联网医疗健康行业包括在线咨询、健康管理、医药电商、在线广告及营销推广、保险合作以及病人导引。参考Mob研究院, 医疗健康流程涉及患者、药企、医疗机构、医生4个主体, 互联网医疗行业可分为5类平台, 包括健康管理平台(体检、疾病管理、医保)、医疗知识平台(医疗科普、用户社区)、医药电商平台、挂号问诊平台、医生助手平台。

图 15: 围绕患者、药企、医疗机构、医生这四种主体，诞生五类互联网平台



数据来源: Mob 研究院, 广发证券发展研究中心

图 16: 互联网医疗行业图谱



数据来源: Mob 研究院, 广发证券发展研究中心

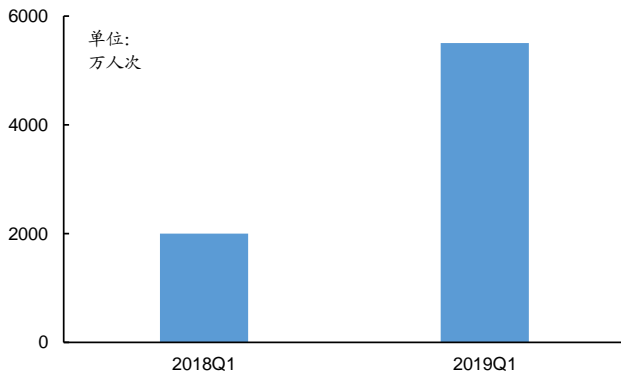
图 17: 互联网医疗TOP20 APP用户规模



数据来源: Mob 研究院, 广发证券发展研究中心

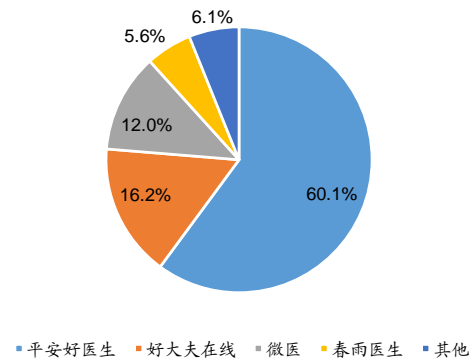
平安好医生位居互联网医疗APP用户及时长首位, 大幅领先于竞争对手。根据Trustdata《2019年第一季度移动互联网行业分析报告》, 平安好医生2019Q1全域生态流量超过5,500万, 同比增长180%, 排在行业第1, 新增用户占全行业6成(60.1%), 大幅领先好大夫在线(16.2%)、微医(12.0%)、春雨医生(5.6%)的新增用户。根据Trustdata 19Q3数据, 在主流医疗健康类应用用户使用总时长中, 平安好医生占据7成(73.5%)。

图 18: 平安好医生全域生态流量超5,500万



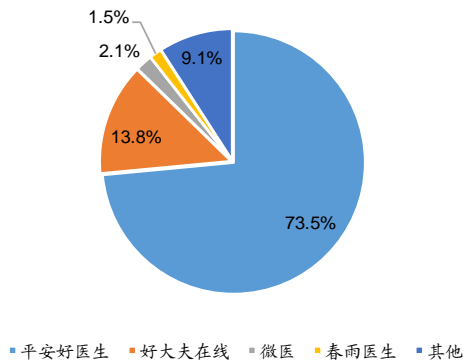
数据来源: Trustdata, 广发证券发展研究中心

图 19: 19Q1主流医疗健康应用新增用户占比



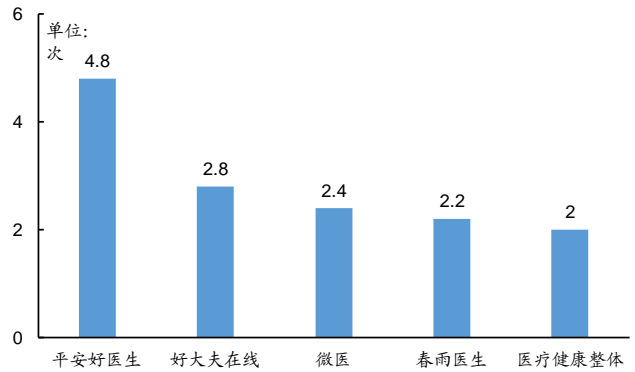
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 20: 19Q3主流医疗健康APP用户使用时长占比



数据来源: Trustdata, 广发证券发展研究中心

图 21: 19Q3医疗健康类应用日均启动次数



数据来源: Trustdata, 广发证券发展研究中心

表 5: 互联网医疗APP融资情况

APP	类型	最新融资及估值	主要投资方
平安好医生	挂号问诊	2018年5月完成86亿港元IPO融资, 融后市值约600亿港元	
微医	挂号问诊	2018年5月完成5亿美元Pre-IPO融资, 融后估值55亿美元	友邦保险、新创建集团
好大夫在线	挂号问诊	2017年3月完成2亿美元D轮融资, 融后市值约14亿美元	腾讯
春雨医生	挂号问诊	2014年8月完成5000万美元C轮融资	蓝驰创投、中金公司
小豆苗	挂号问诊	2015年10月完成数百万美元天使轮融资	松禾资本
就医160	挂号问诊	2016年10月完成5650万元C轮定增, 融后估值15亿元	深圳启赋嘉融投资、湖州亚商投资
丁香园	医生助手	2018年完成1亿美元D轮融资, 融后估值10亿美元	
1药网	医药电商	2018年9月在纳斯达克完成1亿美元上市融资, 市值约4.25亿美元	
叮当快药	医药电商	2019年3月完成6亿人民币B轮融资	招银国际资本、上海中金资本、软银中国创投、国药中金医疗健康投资

数据来源: wind, Mob 研究院《2019 互联网医疗行业观察》, 广发证券发展研究中心

### 3. 可比公司分析

好大夫在线与春雨医生依托外部医生资源发展在线问诊, 微医寻求打造新型HMO模式 (Health Maintenance Organization, 以“医疗+保险”闭环为核心)

好大夫在线致力于专家医生团队的搭建, 春雨医生帮助医生打造个人品牌。二者的核心功能都是联系大量外部医生的在线问诊和预约挂号, 利用医生碎片时间, 帮助患者, 提高医生收入。截至2017年10月好大夫在线已组建6,440个专家团队, 包括8,606位医生, 其注重在诊疗过程中通过预约门诊和手术, 将患者从线上导向线下。而春雨医生帮助医生打造个人诊所, 提高个人知名度进行品牌推广, 医生可以自主定价。



**微医打造“云+HMO”**。2017年微医构建“微医云+微医疗+微医药+微医险”生态，微医云：建立医疗健康服务云平台，实现上级医院、基层医疗机构的信息沟通，赋能线下医疗资源；微医疗：自建全科医疗中心+外部专科专家团队的“全科+专科”，以乌镇互联网医院为核心的线上+自建全科及合作医院的线下，构成“全科+专科，线上+线下”的HMO医疗服务体系，为患者提供全面高效的医疗解决方案。微医药：建立处方共享平台，连接医院信息系统、零售药品配送系统和医保结算系统实现便捷线上购药及配送的流程；微医险：与保险机构合作，为用户提供在线购买健康医疗保险及线上理赔的全过程服务。

相较于平安好医生自有专职医疗团队+人工智能辅助的方式，春雨医生、好大夫在线、微医大都以与外部兼职医生合作方式的在线咨询为主，外部医生在线下正常工作空余时间进行咨询，回复及时性和效率方面会有所欠缺。

### 与背靠互联网巨头的京东健康、阿里健康比较

**阿里健康是医药电商平台**，依托阿里巴巴集团，主要业务是医疗保健产品的销售（2019年Q1收入占比96%），开始布局消费医疗、互联网医疗（在线咨询、预约挂号，支付宝提供接口）。

**京东健康于2019年5月正式独立运营并获得超过10亿美元A轮融资**，之前隶属于京东零售集团生活服务事业群。与阿里巴巴类似，京东健康先从熟悉的电商平台开始获取流量，随后开发互联网医疗、健康服务和智慧解决方案三项业务。京东健康APP预计于2019年12月上线。

### 从国外互联网医疗先行者看平安好医生付费会员发展趋势

**国外远程医疗公司Teladoc主要为企业和个人客户连接线下医疗服务提供商，提供一系列医疗保健服务和解决方案**。Teladoc目前涵盖从偶发性需求（如流感和上呼吸道感染）到慢性复杂医疗条件（如癌症和充血性心力衰竭）的450个医学专科，可为用户随时随地通过电话、互联网、视频和移动设备提供远程医疗服务。**付费会员制是Teladoc主要收入来源**，根据公司财报，截至2018年末公司拥有2,280万会员，来自会员的收入为29.14亿元人民币（收入占比84%）。对比看，平安好医生2018年会员收入仅2亿元，截至2019年6月末会员人数为143.9万人，具有较大增长空间。

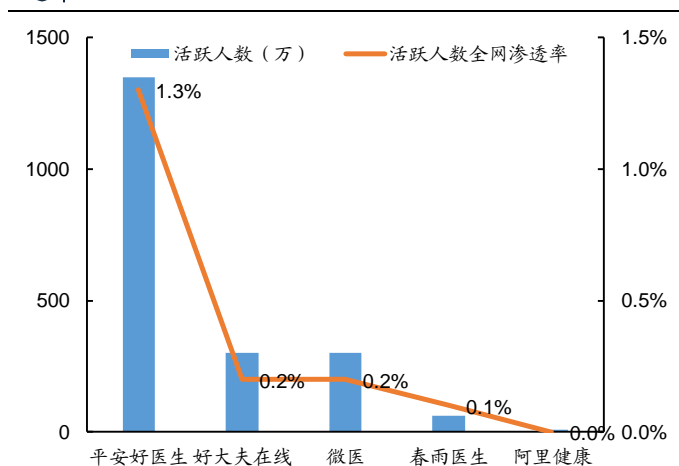
表 6: 国内外上市互联网医疗公司梳理

公司	平安好医生	阿里健康	Teladoc
总市值	495亿元RMB	890亿元RMB	432亿元RMB
<b>业务模式对比</b>			
业务模式	在线医疗+消费型医疗+健康商城+健康互动与管理	医药健康产品及服务销售+消费医疗+互联网医疗+智慧医疗	远程医疗
业务特点	以在线医疗为核心, 付费会员制是发展方向, 人工智能辅助自有医疗团队提供咨询服务; 面向个人客户和企业客户; 与平安集团关系密切	收入主要来自医药电商, 开始向医疗健康全产业链拓展; 与阿里巴巴集团关系密切	覆盖全球130个国家; 通过按月付费会员与散客付费访问创收; 公司客户是付费会员的主要来源
收入构成	2019H1, 在线医疗占14.8%, 消费型医疗占17.1%, 健康商城占64%, 健康管理与健康互动占4.1%	2018年, 医药健康产品及服务销售占97.2%, 消费医疗占2.5%, 互联网医疗占0.3%	2018年, 会员收入占84%, 散户访问收入16%
<b>财务及经营数据对比</b>			
2018年收入	33.38亿元RMB (+78.7%)	50.96亿元RMB (+108.6%)	29.16亿元RMB (+79%)
2018年净利润	亏损9.12亿元RMB	亏损0.92亿元RMB, 调整净利润1.22亿元RMB	亏损4.95亿元RMB,
主营经营数据	截至2019年6月末, 注册用户2.89亿, 累计付费会员143.9万人, 自有医疗团队1,193人, 累计咨询数据5.3亿人次	2018年度集团运营天猫医药馆GMV为595亿元RMB, 在5个城市开通「30分钟送达, 7x24小时送药」服务	2018年, 会员人数2,280万人, 完成264万次医疗访问(+80.5%)

数据来源: 公司招股书, 公司年报, 广发证券发展研究中心

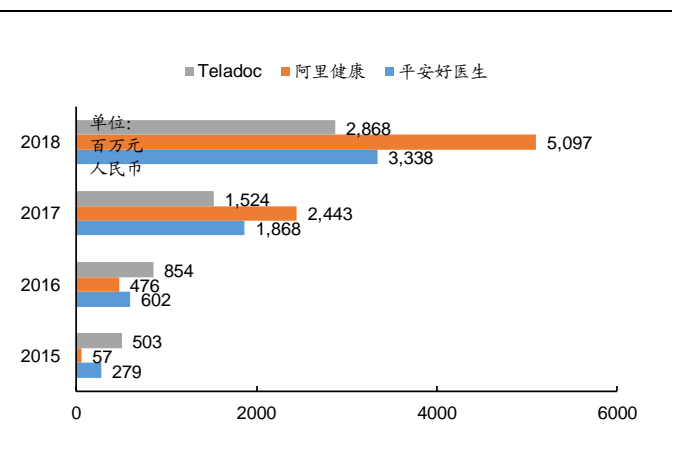
备注: 市值截至2019年11月26日收盘, 美元兑人民币 1:7.0284, 港币兑人民币 1:0.8974 备注: 阿里健康2019财年时间为2018年3月31日至2019年3月31日, 表中2018年度数据为2019财年。

图 22 2019年3月互联网医疗APP活跃人数及全网渗透率



数据来源: 易观千帆, 广发证券发展研究中心

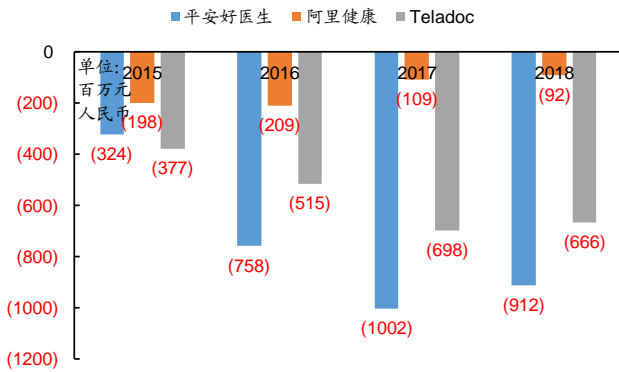
图 23: 阿里健康、平安好医生、Teladoc年营收对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

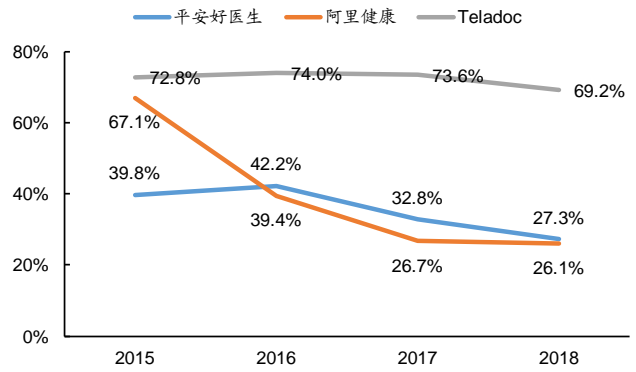
备注: 阿里健康2019财年时间为2018年3月31日至2019年3月31日, 表中2018年度数据为2019财年。

图 24: 阿里健康、平安好医生、Teladoc归母净利润对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 阿里健康 2019 年年报数据时间跨度为 2018 年 3 月 31 日至 2019 年 3 月 31 日, 为便于对比, 表中将公司年报 2019 年度数据记为 2018 年度数据

图 25: 阿里健康、平安好医生、Teladoc综合毛利率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 阿里健康 2019 财年时间 为 2018 年 3 月 31 日至 2019 年 3 月 31 日, 表中 2018 年度数据为 2019 财年。

表 7: 互联网医疗APP比较

App	定位及业务	盈利模式
平安好医生	定位: 以在线医疗为核心的医疗健康生态; 业务: 在线医疗是流量入口, 消费型医疗、健康商城和健康管理及互动是流量增值渠道。	在线医疗 (付费咨询和按年付费会员制); 消费型医疗 (销售消费型医疗服务组合); 健康商城 (自营商品销售、平台模式抽佣); 健康管理及互动 (广告)
阿里健康	定位: 以医药电商及新零售业务为突破口的医疗健康生态; 业务: 医药电商平台及新零售、医药自营、药品追溯、消费医疗、线上健康咨询	医疗保健品销售; 消费医疗产品销售; 付费线上咨询
京东健康	定位: 以医药健康电商为流量入口的医疗健康生态; 业务: 医药健康电商、互联网医疗、智慧解决方案	医疗健康产品的销售批发; 消费医疗服务产品销售
微医	定位: 以预约挂号为基础, 沟通线上线下医疗健康供求关系的平台; 业务: 微医云 (企业用户) 和微医HMO (家庭用户)	付费问诊; 多种微医会员 (348~5999元/年); 私人医生会员 (根据医生个人定价99~3000元/月)
春雨医生	定位: 在线咨询与预约挂号平台; 业务: 图文、语音、电话等在线咨询, 预约挂号	付费咨询和广告营销
好大夫在线	定位: 在线咨询与预约挂号平台; 业务: 在线咨询 (图文、电话、视讯)、预约挂号	专家付费咨询; 好大夫会员 (截至2019年11月6日, 共收入536万元); 私人医生会员 (根据个人品牌6元/月~5000元/月)

数据来源: 公司官网, 公司 APP, 广发证券发展研究中心

### 三、业务：生态逐渐完善，商业变现快速提升

平安好医生致力于构建医疗健康生态系统中的一站式门户，助力消费者连接全国的线上及线下医疗健康资源。公司提供全面的医疗及健康服务，包括在线医疗（家庭医生服务）、消费型医疗服务、健康商城、健康管理和互动服务。

表 8：在线医疗业务关键经营数据分析

单位：百万元人民币	2015	2016	2017	2018
年平均月活跃用户数（百万）	5.6	21.8	32.9	
年平均月付费用户数（百万）	0.1	0.4	0.9	
付费率	0.9%	1.9%	2.7%	3.6%

数据来源：招股说明书，公司财报，广发证券发展研究中心

#### 1. 在线医疗：提供家庭医生服务，2C 模式刚开始发力

在线医疗服务提供 7x24 小时的在线咨询、电子处方、转诊、挂号、住院安排、二次诊疗及 1 小时送药服务

在线咨询包括医疗咨询与健康咨询，健康咨询量约占在线总咨询量的一半。医疗咨询以咨询高血压、糖尿病、过敏症及肠胃炎等常见病和慢性病为主，健康咨询服务涵盖中医养生、减肥、个人护理及健身。症状类医疗咨询，用户首先通过文字、图片或语言描述其症状，以及年龄、性别和过敏药物等信息，系统自动生成相应的医生名单以供选择，用户在完成诊疗过程后，医生可根据结果开具电子处方并利用线下药店网络进行药品配送，若病情严重可为其转诊至线下医院治疗。

**二次诊疗服务：**对于经诊断患有重大或复杂疾病的用户，需要寻求国内外专家提供二次诊疗意见，可通过公司医院网络与国内各大城市知名医院及海外医疗机构的医疗专家取得联系提供二次诊疗意见。

**送药服务：**通过 3.2 万家线下合作药店构建 1 小时送药网络，覆盖 200 个城市，根据用户需求，公司会为其匹配所在位置周边药店，由合作药店完成 1 小时内送药上门服务。

目前主要与保险机构、企业合作，以 B2B 和 B2B2C 收费为主，2C 收费模式处于培育中

在线医疗服务主要提供在线咨询，向个人、企业及保险公司提供健康会员计划等增值服务进行收费，目前主要包括免费咨询、与平安寿险订立的服务协议

（SLA，在平安金管家 APP 中以插件的形式为平安寿险的用户提供在线问诊服务）、会员服务（双安会员、就医 360）、私家医生服务。其中，SLA 于 19 年上调了服务费，就医 360 是近几年增长点，私家医生服务是未来的增长驱动。

与平安寿险订立的服务协议（SLA）是在平安金管家 APP 中以插件的形式为平安寿险用户提供在线问诊服务，并向平安寿险收取固定费用。2016~2018 年公司向平安寿险收取的年费用为 1.13 亿元人民币，2019 年初与平安寿险重签 SLA 病上调了服务

费及匹配的问诊量。公司在提供服务后，每3个月收取年度费用的1/4。

会员服务主要与保险公司合作，在双安会员服务产品基础上升级推出就医360，为保险公司投保人提供在线医疗会员服务。公司与平安健康险合作的安康及安享增值服务组合，是为安康及安享保险产品投保人提供的会员计划，公司按投保人数向平安健康险收取服务费（按每年每人收取固定费用）。就医360是面向更广泛的人寿保险及医疗保险投保人提供按年收费的服务，于2017年10月面向平安寿险投保人提供试行服务，并于2018年1月正式推出，平安寿险客户可通过平安金管家购买就医360服务。就医360收费199元/年/人，2018年服务保险会员超100万，贡献收入超2亿人民币，截至2019H1，累计服务会员超140万。

私家医生产品于2019年6月正式推出，面向更广泛用户群，提供一对一专属私家医生服务。私家医生是公司直接面向广大家庭提供的在线医疗服务，收费499元~1,999元/年，提供的服务更丰富。推广初期主要采取B2B2C模式，与金融、通信、航空、医药、婴幼儿食品等行业大企业合作，借助这些企业庞大的用户基础和渠道，获取付费用户。首批企业用户有29家，签约总金额超3亿元，合作企业包括平安银行、中国平安人寿保险、珠江人寿、中国光大银行、中信银行、中移互联网、北京汽车、惠氏营养品、怡亚通、民生保险、北大方正人寿、九州通医药、益丰大药房、万民药房、青岛医保城、百佳惠苏禾大药房、国大药房、樊登读书、吴晓波频道、未来集市、金通大药房、怡康医药、一心堂、河南仲景药业、辽宁成大方圆医药等。私家医生也面向个人用户开放，几个版本标准版、儿童版、长辈版，分别收费499元、999元、1,999元。

免费咨询占总咨询量的约80%（根据招股书），虽然不贡献收入，不过庞大的活跃用户为后续的付费服务提供用户基础，同时庞大的咨询量也为AI提供数据基础。

表 9：就医360与私家医生产品对比

产品	就医360	私家医生
推出时间	2018年1月	2019年6月
面向人群	人寿保险及医疗保险投保人	更广泛人群
推广方式	主要与平安人寿保险的合作，通过平安金管家为其特定投保人提供服务	与保险公司、金融机构等合作，为其客户提供服务
收费	199元/年	成人关爱版499元/年；儿童版999元/年；成人尊享版999元/年；糖友版699元/年；至尊保长辈版1999~4699元/年
服务内容	享受专家资源+患重疾无忧+药品特惠权益：帮助挂专家号、国内/外专家二次诊疗、协助安排专家病床、海外专家病床安排、原主诊专家院后复诊、中医专家康复调理及心理医生辅导；发生重疾获得理赔，可免费使用3年就医360服务；300元/年药品优惠权益、10,000元药品援助重疾客户	基础家庭医生+全方位陪护+个人定制化档案+保险保障：在线问诊咨询、日常健康管理、医院门诊预约等基础服务；7x24小时全天候照护、秒级医生服务响应、1小时送药上门、三甲医院实地陪诊等全方位、一站式的高品质医疗健康服务；一对一为每位用户提供电子健康档案以及全年定制化健康管理服务；与第三方保险公司合作，为用户提供高额保障，给予重疾患者就医经济支持
核心经营数据	截至2019年6月末，累计会员人数143.9万人；2018年全年会员产品收入超过2亿元	上线首日，与中移互联网、北京汽车、中信银行、惠氏营养品、光大银行、民生保险、珠江人寿、北大方正人寿等29家行业巨头达成合作，签约总金额超3亿元

数据来源：平安金管家、公司 APP、广发证券发展研究中心

### 自有医疗团队为主，广泛连接外部医疗资源，AI辅助提效

公司主要通过自有医疗团队，辅以外部医生网络，AI辅助支持，提供24/7的咨询服务。截至2019年6月底，自有医疗团队达1,193人，签约合作外部医生5,324名（均为三甲医院副主任以上职称）。根据招股书数据，自有医疗团队承担了99%以上的在线咨询量。

自有医疗团队为全职岗位，均为专业人士。分为医师和医疗助理，医师平均拥有14年医疗专业经验，医疗助理主要是助理医生、护士或其他医疗人员，平均拥有3年护理经验，根据公司招股书，医师数量占比约20%左右（2017年约170人）。公司对医疗人员采取严格的招聘流程，并向其提供持续专业培训。医生及医疗助理在广州、合肥、青岛经营场所驻诊。公司支付自有医疗团队薪酬，并对其服务、用户反馈进行考核，2016~2017年内部医疗团队的成本分别为1.5亿、1.7亿，按2016年和2017年自有医疗团队人数计算，人均成本超过20万，其中占20%的医师的成本会明显高于平均。

通过外部医生网络最大化平台价值，有效对接医生资源和用户需求。公司通过“找名医”计划签约外部医疗专家，所有医师均为三级甲等医院副主任或以上级别医师，每次咨询向用户收取50~500元费用，公司抽佣20%，付费客户可于7天内不限次数向医生咨询。此外，公司允许外部医生在平台注册，并向用户提供服务，截至2017年底注册医生超4万名。外部医生需提供专业资格证明供核实。

合作医院、药店网络不断扩大，助力连接用户需求与医疗资源。截至19H1合作医院超3,000家，其中三级甲等医院超1,400家，通常寻求与三级及二级医院合作，向用户提供挂号、住院安排、二次诊疗等服务。截至19H1，合作线下药店超3.2万家，较2018年末增加1.6万家；零售药店云网络覆盖超200个城市。公司合作的医院辐射港澳台及海外，截至2017年与美国、日本、台湾、香港、瑞士、韩国及新加坡等国家和地区的约260家海外医院合作。

自研的AI技术为在线医疗咨询提供辅助支持功能，大幅提升效率，助力智慧医疗发展。公司AI助理参与在线医疗咨询，协助自有医疗团队进行初步个人问诊，收集用户症状、医疗记录及其他健康数据。在收集并分析用户输入数据后，AI助理执行智能分析路径，将患者指引至最相关的科室或医生，并向自有医疗团队提供相关信息及建议，因此，相比传统的线下医疗咨询，能显著提高医疗咨询效率及降低成本。自有医疗团队是公司脱颖而出的关键，且对AI助理的机器学习程序极为重要。截至2018年AI累计覆盖3,000多种疾病。

AI辅助咨询帮助提效降费。公司19H1日均咨询量66万（+23.5%YoY），按目前近1,200人的自有医疗团队计算，人均每日咨询量达550次，这背后很大部分是AI的助力。目前咨询量中健康咨询大概占一半，简单问询、用户基本信息、症状特征数据可由AI完成，诊疗部分由医生完成，AI大幅提升效率并降低成本。

在线医疗业务初步积累用户群，处于商业变现快速增长阶段，业务从向平安集团保险投保人提供服务，逐渐向外部的保险机构、外部企业拓展。2016年以前收入主要来自平安寿险的固定收入，2017年开始向平安健康险提供双安服务组合，驱动收入快速增长，2018年初推出就医360意在向外部保险机构拓展，2019年年中推出私家医生，拓展更广泛的家庭用户。2016~2018年及2019H1在线医疗业务收入分别为1.37亿元（YoY+14.9%）、2.42亿元（YoY+77.4%）、4.11亿元（YoY+69.6%）和3.36亿元（YoY+80.5%）。

在线医疗收入按渠道划分主要来自插件（与平安寿险合作SLA）和自有APP（双安会员、就医360），19H2开始私家医生会开始贡献收入。插件收入16~18年每年固定为1.13亿元，19年重签协议，上调了收费金额。自有APP 16~18年收入分别为0.23亿元（+316.1%）、1.29亿元（+453.6%）、2.88亿元（+130.6%），截至2018年及19H1就医360会员数分别超100万、140万，会员数驱动收入快速增长。

在线医疗业务成本主要是自有医疗团队的部分成本，毛利率在40%~50%。

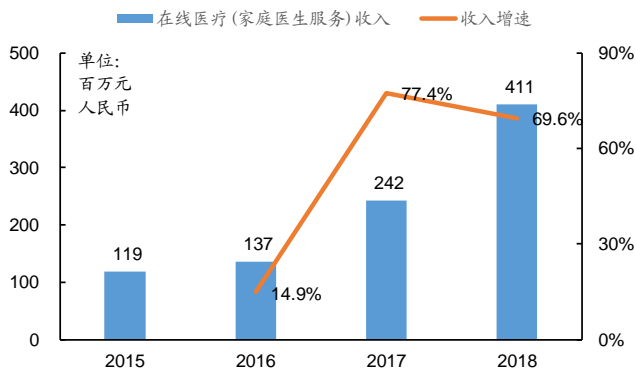
2015~2018年及2019H1毛利率分别为76.4%、40.7%、58.9%、40.1%和50.5%。19H1毛利率提升主要是与平安寿险重签了SLA协议，上调了服务费。

表 10: 在线医疗业务关键经营数据分析

单位: 百万元人民币	2015	2016	2017	2018
收入	119	137	242	411
		同比增长	14.9%	77.4%
			77.4%	69.6%
营业成本	28	81	100	246
		毛利率	76.4%	40.7%
			58.9%	40.1%
内部医疗团队成本-被分配至营业成本的部分	19	60	90	
		内部医疗团队总成本	43	149
		占营业成本比	66.7%	73.9%
			89.9%	

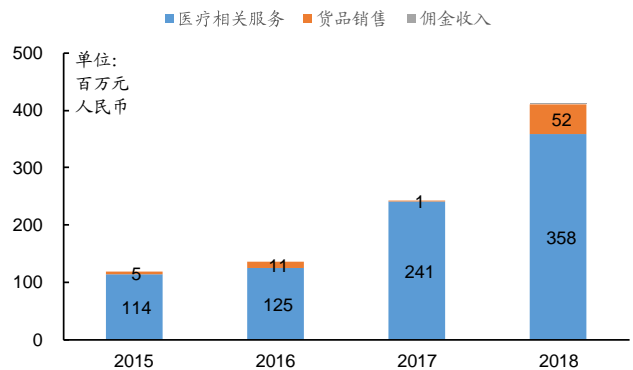
数据来源: 招股说明书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 26: 在线医疗收入快速增长



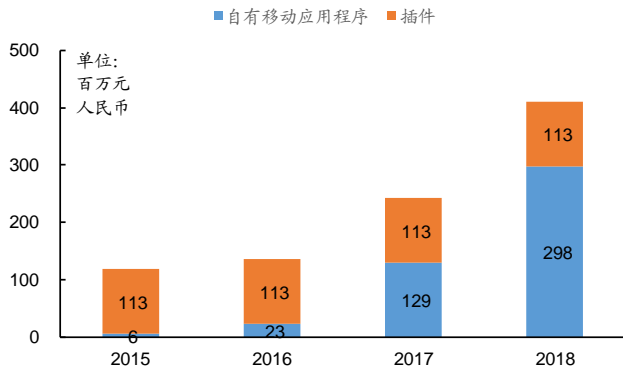
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 27: 按性质划分在线医疗收入



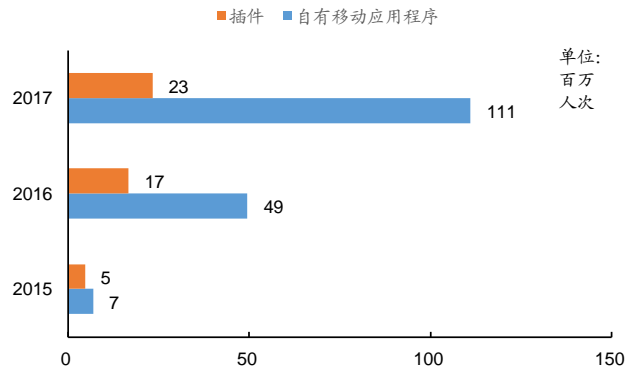
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 28: 按渠道在线医疗收入构成



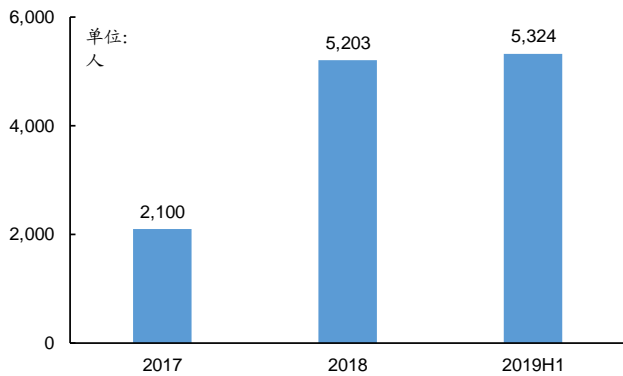
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 29: 按渠道在线咨询量构成



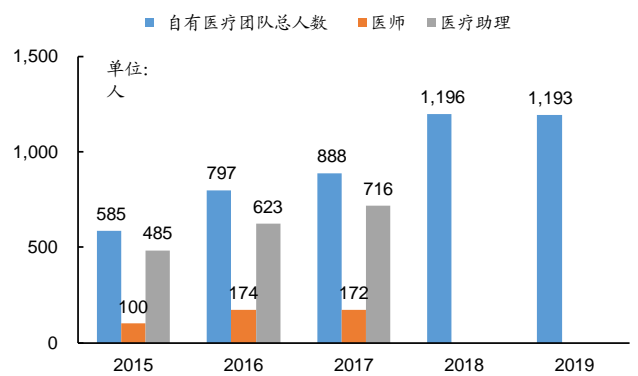
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 30: 签约外部医生数量



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 31: 自有医疗团队人员数量



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心



图 32: 平安好医生在线医疗界面、导诊界面和医生选择界面



数据来源: 公司 APP、广发证券发展研究中心

图 33: 医生问诊界面、电子处方、预约挂号



数据来源: 公司 APP、广发证券发展研究中心

## 2. 消费型医疗：主要提供体检等服务，通过自有团队及平安个险销售代理获客

消费型医疗是公司根据客户需要，同时结合第三方医疗机构所提供的医疗健康服务，设计多种标准化医疗健康服务组合并以公司品牌出售给客户，主要包括体检、基因检测、医美、口腔卫生等服务。2016~2018年19H1收入分别为3.88亿元、6.55亿元（+68.9%）、9.05亿元（+38.2%）和3.87亿元（+56.2%）。

**体检服务贡献约80%的消费型医疗收入，向个人、企业销售体检服务，根据服务人数收费。**2015~2017年体检服务组合项目收入分别为1.36亿元、2.70亿元和5.32亿元，占消费型医疗收入比为87.9%、69.6%和81.2%。体检客户数稳步增长，2018年公司服务体检客户超100万人次，同比增加35%。

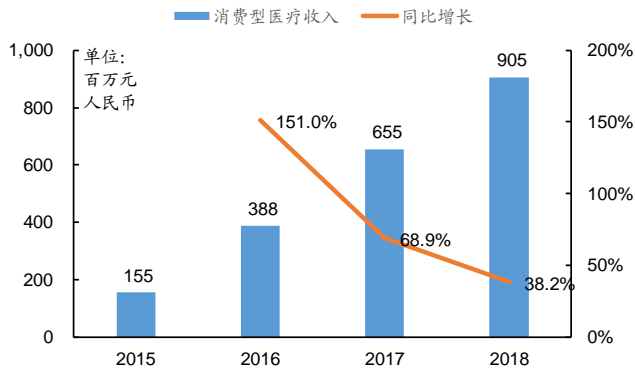
**消费型医疗业务模式较为稳定，毛利率保持在45%以上。**2016~2018年消费型医疗业务毛利率分别为45.4%、46.4%和46.2%，成本主要是线下服务提供商的有关体检及其他健康服务组合的成本。

**消费型医疗业务主要通过自有销售团队、平安集团销售代理获客。**消费型医疗组合通过公司销售团队销售给公司客户，通过健康商城或个险业务员销售给个人客户，个险业务员已与平安集团订立代理协议并同意分销平安集团的产品（非雇用），公司已与个险业务员订立产品及服务转介安排，公司根据产品类型向个险代理支付5%~25%比例的佣金。2017年公司共提供服务组合数142万，公司客户、个人客户各占43.8%、56.2%，收入6.37亿元，公司客户、个人客户各占31%、69%。

**消费型医疗业务来自平安集团的收入占比约30%，个人客户主要来自平安个险销售代理。**2017年公司客户中平安集团的服务数量（通过自有销售团队，不含批发的数量）占总服务组合数（公司+个人客户）的41.8%，收入占总收入的28.4%；个人客户中，通过平安集团的销售代理贡献的服务数量占总服务数量的54.5%，收入占总收入的66.6%。

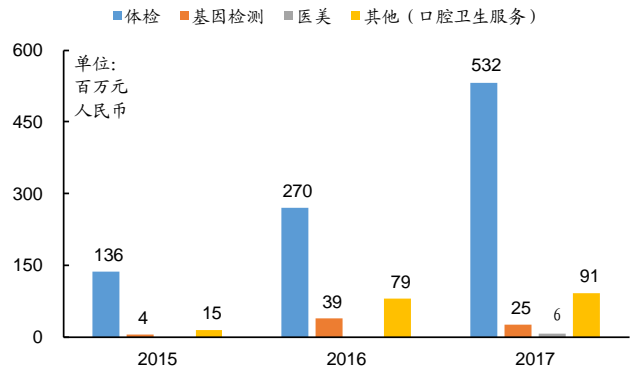
**基于体检服务组合提供相应增值服务。**用户完成体检后，可选择上传检查结果至平台系统，根据上传的检查结果和用户过往电子健康档案，公司可以为用户提供包括检查报告解读、协助疑似患者线下复检、为亚健康客户提供健康资讯和个性化的健康管理计划等增值服务。**为企业客户提供整体雇员健康状况概要**，公司就异常健康指标及发病率，根据年龄和性别对雇员脱敏数据进行自定义分析，并将结果推送至雇主处。

图 34: 消费型医疗收入稳步增长



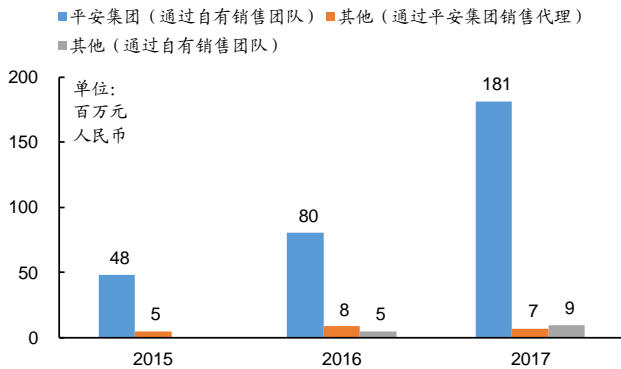
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 35: 按产品类型划分的消费型医疗收入构成



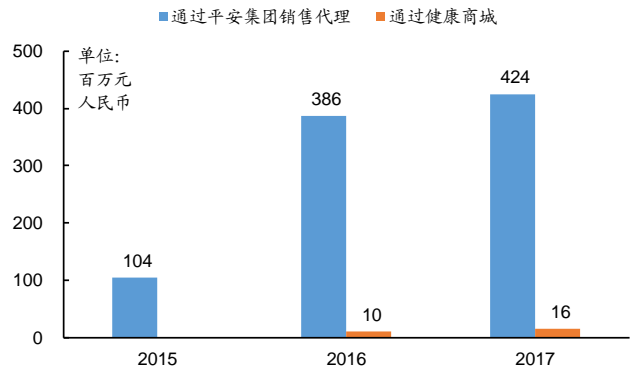
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 36: 按销售渠道提供予公司客户收入



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心  
备注: 不包括按批发基准向平安集团附属公司提供的体检服务组合

图 37: 按渠道销售予个人客户收入



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

### 3. 健康商城: SKU 增长驱动 GMV 快速增长

健康商城主要面向公司客户集团采购和个人消费者的医疗健康产品电商平台, GMV、收入均快速增长。健康商城于2015年8月开始运营, 2018年GMV实现2,973亿元, 同比增长78.7%, 19H1 GMV同比增长129.2%实现23.44亿元; 截至2019H1合作商户近1,300家, 覆盖商品SKU约70万个 (覆盖中西药品、营养保健、医疗器械、母婴育儿及运动健身等品类), 较2018H1分别增加约350家和约5.7万个, 驱动GMV和收入快速增长。2018年和19H1健康商城收入分别实现18.64亿元 (+108.1%) 和14.55亿元 (+131.7%), 收入占比持续提升至19H1的64%。

健康商城包括自营模式、平台模式, GMV分别占68%、32%, 收入分别占95.9%、4.1%, 自营模式按总额确认收入, 平台模式按佣金确认收入。

自营模式下有2类产品管理方式: 1) 对非处方药、健康营养品等产品, 公司自己管

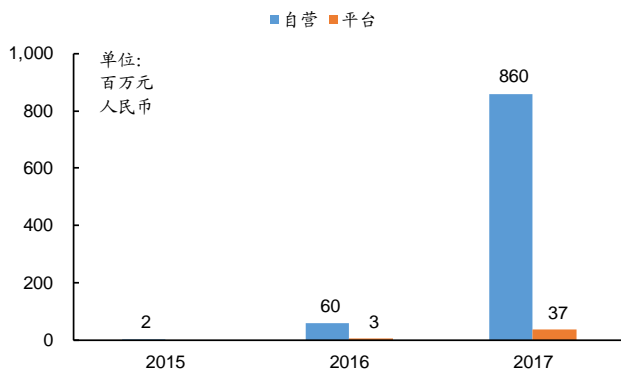
理库存、配送、售后，通过外部物流公司送货，送货成本与产品价格分开收取；  
2) 对其余产品，提供商管理库存及配送，48小时送达，公司在供货商协助下提供售后服务。自营模式下，公司按产品销售总额确认收入，在产品交付时确认扣除折扣及退货拨备后的收入（退货拨备按过往经验估计）。对公司客户，信用期在5~30天。会向公司客户出售预付健康商城卡，交付时确认应收款项及合约负债，在产品交付时合约负债确认为收益。

**平台模式主要收取佣金和年费。**平台卖家包括连锁药店、海外购物服务提供商；公司收取销售额的4%~10%的佣金，亦向平台卖家收取定额年度会员费。平台卖家自行管理库存、交付、售后，连锁药店下单后24小时交付，海外购物下单后96小时交付。已禁止平台卖家销售处方药。佣金收入按净额在客户付款后确认，第三方卖家通常在每月结算佣金。

**从客户角度，目前健康商城销售收入来自企业消费者和个人消费者，**企业消费者主要是平安集团集采，19H1实现收入7.41亿元，同比增长302.5%，个人消费者主要是平台销售收入，19H1实现收入7.15亿元，同比增长60.9%。

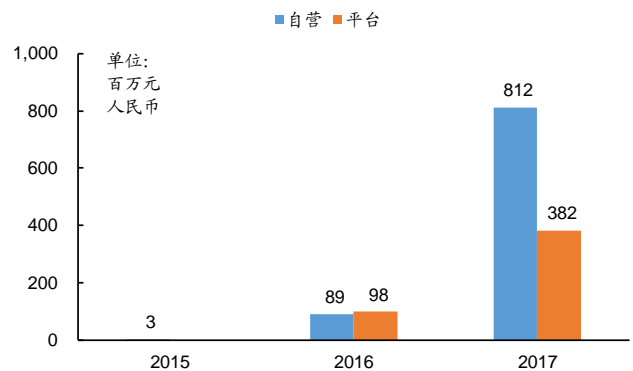
健康商城因为以自营为主，毛利率约在10%左右，其中企业客户毛利率约5%左右，个人客户毛利率略高于10%。健康商城营业成本主要是货品成本和送货成本。

图 38: 按销售渠道划分的健康商城收入



数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

图 39: 按销售渠道划分的健康商城GMV



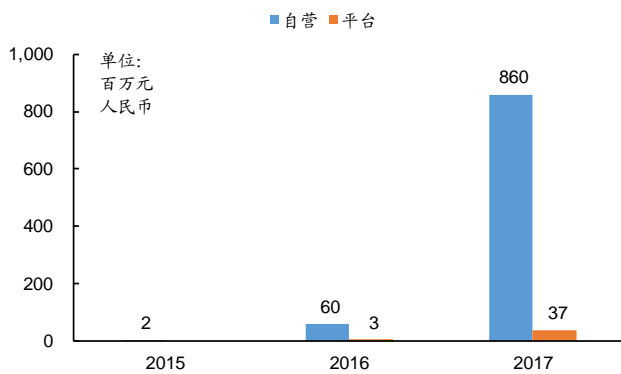
数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

图 40: 健康商城界面



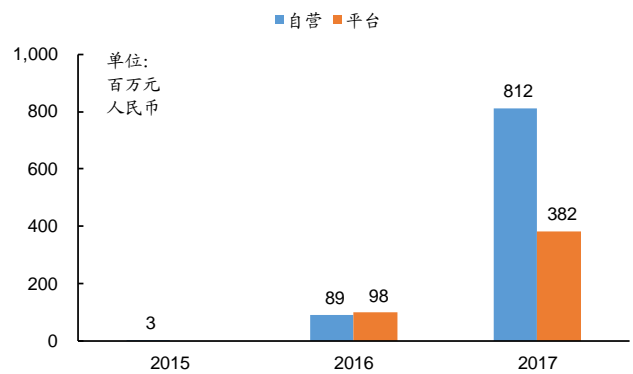
数据来源: 公司 APP, 广发证券发展研究中心

图 41: 按销售渠道划分的健康商城收入



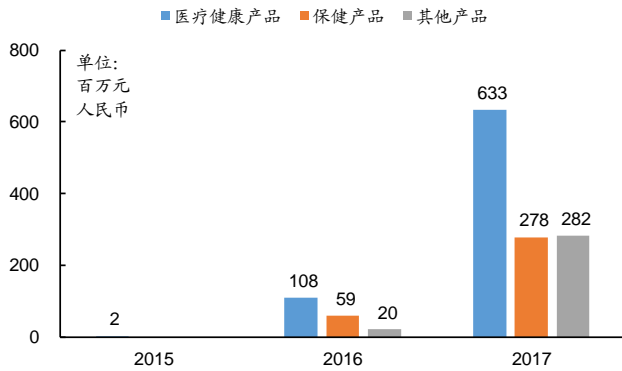
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 42: 按销售渠道划分的健康商城GMV



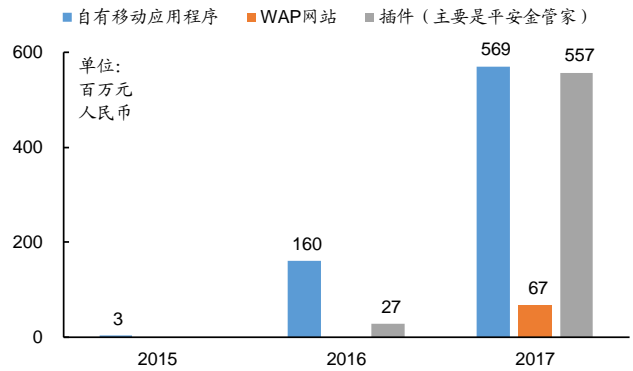
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 43: 按产品种类划分健康商城GMV



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 44: 按用户来源划分健康商城GMV



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

#### 4. 健康管理及互动: 广告业务为主, 毛利率超 80%

**收入快速增长, 毛利率保持高位。**2015~2018年健康管理及互动业务 (主要是广告收入) 收入0.03亿元、0.14亿元、0.74亿元和1.57亿元, 对应毛利率为100%、76.1%、81.8%和81.5%。营业成本主要是奖励计划中的金钱奖励花费。

**广告客户主要是医药及保健产品公司、及广告代理商,** 涵盖拜耳、强生、华润三九、西安杨森及汤臣倍健等国内外知名医药企业。

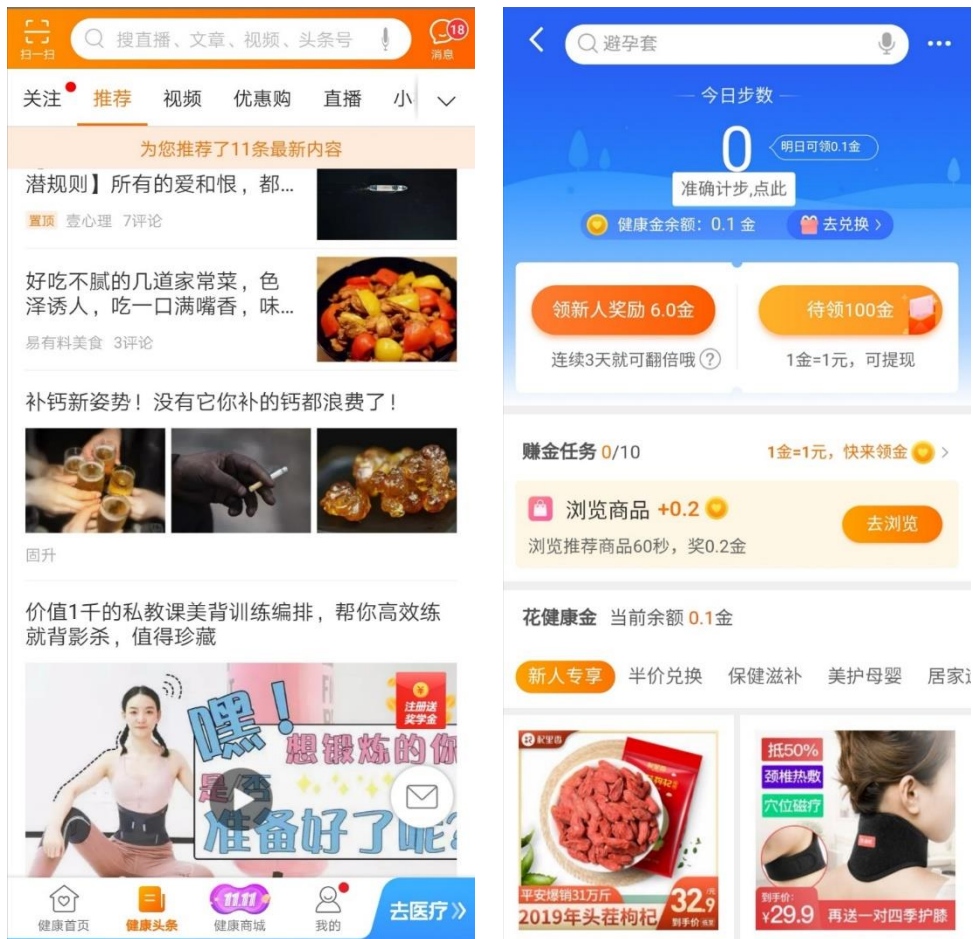
**公司通过提供多种活动计划增加与用户互动, 提高用户粘性。公司向用户提供健康头条、奖励计划、健康管理及健康测评。**

**健康头条:** 内容涵盖医疗健康、生活方式、食物、情感、女性健康、育儿、个人护理及运动等话题, 相关内容由医生、医学专家及自有健康信息团队创作发表。截至2018年12月底, 医疗健康内容覆盖20个垂直频道, 累计内容超过100万条。

**奖励计划:** 用户在完成若干任务 (如完成目标步数或与朋友分享健康互动内容) 后可获得公司提供的奖品, 该奖品可在健康商城上兑换为实物商品。2017年公司已累计吸引1,320万新用户参与奖励计划, 同期平均月活跃用户数约1,840万人。

**健康计划与健康测评:** 公司提供针对特定健康相关问题的健康计划 (如健身、减肥、美容、营养、怀孕、育儿、慢性病管理及心理健康), 为用户提供相关主题信息了解和详细行动指南。截至2017年底, 公司平台共有131个健康计划提供使用。同时公司提供多种主题 (如心理及健康问题) 的健康测评, 公司根据测试结果及用户兴趣, 为用户精准推荐内容或服务并将用户引流至其他业务种类。

图 45: 健康头条界面, 步步夺金奖励活动



数据来源: 公司 APP, 广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测与估值

### 1. 盈利预测

我们预测公司2019~2021年收入分别为人民币48.97亿元(+46.7%)、68.82亿元(+40.5%)、96.44亿元(+40.1%)，归母净利润分别为人民币-8.09亿元、-6.76亿元、-3.42亿元。具体预测如下：

#### 在线医疗

在线医疗致力于做线上家庭医生，目前收入主要来自与**保险机构(主要是平安集团)**合作获取的收入、及**私家医生**。与**保险机构合作**主要是：1、为平安寿险的客户提供线上医疗咨询服务，平安集团每年支付固定费用；2、与**保险机构(如平安健康险)**合作，向**安康、安享**等保险产品部分投保人提供服务组合，并按人数收费。**私家医生服务**是2019年年中上线的新服务，提供的产品更丰富，服务的用户范围更广，目前主要采取**B2B2C**方式获客，与企业合作为其**高端客户**提供**一对一专属**医疗咨询服务，随着用户黏性和依赖度提升，续费用户会逐渐增多。

来自**平安寿险**的费用较固定，2016~2018年为每年1.13亿元，由于咨询量增长双方重签协议，于2019年1月1日起上调费用金额至1.7亿元/年，预计2019~2021年基本不增长。与**保险机构合作的模式**依赖于保险产品的销售，考虑到与更多**保险机构**合作，预计2019~2021年收入增速在55%左右。**私家医生服务**是**新增长点**，首批签约29家企业，签约金额3亿元，预计在未来1年陆续确认收入，预计已有客户续约及新签约客户带来增量，预计19~21年收入分别为1.5亿元、3.5亿元、6.0亿元。

在线医疗业务成本主要是**自有医疗团队的薪酬费用**，近几年公司医疗团队人数平稳增长，未来几年会继续吸纳优秀的人员加入，人数保持平稳增长。公司根据咨询量及是否是**收费客户**将自有医疗团队的费用列入营业成本及销售费用两个项目中，预计毛利率保持在40%~50%。

综上，预计19~21年在线医疗收入分别同比增长90.9%、58.7%、52.1%，毛利率分别为46.9%、46.8%、46.8%。

#### 消费型医疗

收入主要来自为**个人和企业客户**提供**体检、医美、口腔及基因检测**等标准化健康服务，主要通过**自有销售团队、平安集团销售代理**获客，通过**自有销售团队**获取企业客户或向**平安集团批发销售服务组合**，通过**健康商城**或**平安集团的个险代理**获取个人客户。2018年服务体检客户超100万人次，同比增长约35%。公司2019年集中资源开拓企业客户，有效提升个人用户的获取，预计19年收入保持快速增长，毛利率受履约率提升的影响预计有所下降。随着公司覆盖的**线下医疗机构**增多及持续获客，预计19~21年消费型医疗收入增速约在20%~25%，预计毛利率维持稳定，约为30.5%。

#### 健康商城

收入主要来自**个人客户和企业客户集采(主要是平安集团)**。个人业务预计与**电商**



行业增长一致，考虑到公司体量还较小，预计取得高于行业的增速，略高于50%；企业消费者主要是平安集团集采，预计年增速约26%。预测健康商城19~21年收入增速分别为49.3%、40.7%、41.3%。

### 健康互动和管理

主要是广告业务，客户主要是药企、保健品公司等，随着收入体量增长，预计增速会有所下降，毛利率仍维持高位，且因规模效应预计会有一定提升。

### 销售费用

从公司发展进程看，公司目前处于用户和流量获取阶段，尽管19H1销售费用同比有所下降，但市场扩张和新用户获取，预计销售费用短期还不会缩减，销售费用率预计会继续下降，我们预测19~21年销售费用率分别为20.0%、16.0%、13.0%。

### 管理费用

公司致力于打造互联网医疗入口，战略上重视AI/互联网技术与医疗的结合，会持续挖掘优秀人才加入，预计管理费用会持续增长，管理费用率会缩窄，预计19~21年管理费用率分别为25.8%、21.5%、17.0%。

表 11：平安好医生分业务预测表（人民币百万元）

营收	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1
在线医疗	137	242	411	784	1,244	1,892	186	225	336
消费型医疗	388	655	905	1,087	1,353	1,698	248	657	388
健康商城	63	896	1,864	2,783	3,915	5,530	628	1,236	1,455
健康管理和互动	14	74	157	244	370	523	60	97	94
<b>合计</b>	<b>602</b>	<b>1,868</b>	<b>3,338</b>	<b>4,897</b>	<b>6,882</b>	<b>9,644</b>	<b>1,123</b>	<b>2,215</b>	<b>2,273</b>
收入增速	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1
在线医疗	14.9%	77.4%	69.6%	90.9%	58.7%	52.1%	91.4%	54.9%	80.5%
消费型医疗	151.0%	68.9%	38.2%	20.0%	24.5%	25.5%	47.9%	34.8%	56.2%
健康商城	3221.1%	1320.1%	108.1%	49.3%	40.7%	41.3%	302.7%	67.0%	131.7%
健康管理和互动	305.9%	438.4%	111.6%	55.0%	52.0%	41.3%	119.6%	107.0%	55.7%
<b>合计</b>	<b>115.8%</b>	<b>210.6%</b>	<b>78.7%</b>	<b>46.7%</b>	<b>40.5%</b>	<b>40.1%</b>	<b>150.3%</b>	<b>56.1%</b>	<b>102.4%</b>
毛利率	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1
在线医疗	40.7%	58.9%	40.1%	46.9%	46.8%	46.8%	43.7%	37.1%	50.5%
消费型医疗	45.4%	46.4%	46.2%	30.5%	30.5%	30.5%	45.9%	46.3%	34.9%
健康商城	18.1%	11.7%	10.8%	8.3%	8.3%	8.2%	10.2%	11.1%	7.4%
健康管理和互动	76.1%	81.8%	81.5%	83.2%	82.5%	83.2%	82.6%	80.8%	84.8%
<b>合计</b>	<b>42.2%</b>	<b>32.8%</b>	<b>27.3%</b>	<b>23.1%</b>	<b>23.6%</b>	<b>23.8%</b>	<b>27.5%</b>	<b>27.2%</b>	<b>21.6%</b>

数据来源：公司财报，招股说明书，广发证券发展研究中心

表 12: 平安好医生利润表简表

(百万元人民币)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1
营业收入	602	1,868	3,338	4,897	6,882	9,644	1,123	2,215	2,273
营业成本	348	1,256	2,426	3,764	5,257	7,351	814	1,612	1,781
销售费用	781	724	1,238	979	1,101	1,254	472	767	377
管理费用	461	711	995	1,263	1,480	1,639	376	619	544
其他收益净额	239	(199)	183	80	80	80	34	150	27
经营利润	(740)	(996)	(1,109)	(1,005)	(850)	(496)	(497)	(613)	(393)
财务费用	15	0	(202)	(210)	(190)	(170)	(55)	(147)	(127)
除税前溢利	(758)	(1,001)	(912)	(803)	(668)	(334)	(444)	(468)	(270)
归母净利润	(758)	(1,002)	(912)	(809)	(676)	(342)	(444)	(468)	(273)
EPS(元/股)	(0.71)	(0.94)	(0.85)	(0.76)	(0.63)	(0.30)	(0.42)	(0.44)	(0.26)
主要比率	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1
毛利率	42.2%	32.8%	27.3%	23.1%	23.6%	23.8%	27.5%	27.2%	21.6%
销售费用率	129.9%	38.7%	37.1%	20.0%	16.0%	13.0%	42.0%	34.6%	16.6%
管理费用率	76.7%	38.0%	29.8%	25.8%	21.5%	17.0%	33.5%	27.9%	23.9%
营业利润率	-123.0%	-53.3%	-33.2%	-20.5%	-12.4%	-5.1%	-44.2%	-27.7%	-17.3%
财务费用率	2.5%	0.0%	-6.0%	-4.3%	-2.8%	-1.8%	-4.9%	-6.6%	-5.6%
税前利润率	-126.1%	-53.6%	-27.3%	-16.4%	-9.7%	-3.5%	-39.6%	-21.1%	-11.9%
所得税率	0.0%	0.0%	-0.1%	-1.0%	-1.5%	-3.0%	0.0%	0.0%	0.2%
归母净利润率	-126.1%	-53.6%	-27.3%	-16.5%	-9.8%	-3.5%	-39.6%	-21.1%	-12.0%
YoY	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1
营业收入	115.8%	210.6%	78.7%	46.7%	40.5%	40.1%			102.4%
归母净利润	134.2%	32.1%	-9.0%	-11.3%	-16.4%	-49.5%			-39.2%

数据来源: 公司财报, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

## 2. 估值及投资评级

互联网医疗健康市场处于发展初期, 各公司还处于跑马圈地获取用户阶段, 头部公司商业变现刚刚开始, 收入快速增长, 费用率还处于高位, 利润还未转正但亏损逐渐收窄。互联网公司在商业化变现初期且尚未盈利阶段, 通常以PS进行估值, 我们参考可比互联网医疗公司, 阿里健康主要业务是医药电商平台, Teladoc主要是提供医疗健康服务, 以会员模式收费, 两家公司2020年PS约为6.5倍, 考虑到平安好医生在国内互联网医疗健康行业处于领先地位, 收入处于快速增长中, 我们给予2020年9倍PS, 对应合理价值64.50港元/股。

采用DCF估值, 对各项数据预测到2028年, 预计随各业务成熟度提升, 收入增速从40%逐渐放缓至30%, 毛利率维持平稳并小幅提升, 销售费用率逐渐降至10%左右, 管理费用率逐渐降至8%左右, 预计到2022年利润转正并持续提升。根据上市以来平安好医生股价收益率和恒生指数收益率测算 $\beta$ 值为1.07(腾讯近3年的 $\beta$ 值为1.38, 美团、小米科技上市以来 $\beta$ 值分别为0.66、0.92), 采用十年期国债收益率作为无风险利率3.3%, 根据目前的资本结构计算得到WACC为10.8%, 假设长期增长率为3.0%, 采用FCFF模型分别测算得到合理总市值为691亿港元, 对应合理价值65.51港元/股。

两种估值方法得到的每股合理价值为64.50~65.51港元/股，基于稳健原则，我们选取较低值64.5港元/股作为合理价值参考。

平安好医生处于互联网医疗健康行业领先地位，初步构建以线上医疗健康咨询为入口，提供消费型医疗、健康商城、健康管理等多元服务的综合平台，随着商业化逐步提升，收入快速增长，费用率不断降低，亏损逐渐收窄。首次给予“买入”评级。

表 13: 可比互联网医疗公司估值

公司	币种	总市值(亿元/ 亿美元)	EPS(美元/RMB元)			PS(X)			业务简介
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
阿里健康	HKD	945	-0.01	0.01	0.02	18.5	10.5	6.3	医药电商平台
Teladoc	USD	57	-1.34	7.95	14.44	13.6	9.0	6.5	会员模式
行业平均值						16.1	9.8	6.4	

资料来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心 备注: 股价截至2019年12月9日最新收盘价

表 14: 2019~2028年平安好医生自由现金流(百万元人民币)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
FCFF 现值	-1,180	-850	-464	-33	483	1,037	1,766	2,252	3,000	3,883

资料来源: 广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

1. 付费会员数量增长未达预期，收入增长缓慢。
2. 智能辅助诊疗系统AI Doctor研发进展不利，随着在线咨询量的快速增长，无法有效帮助自有医生团队提供高质量诊疗服务，降低用户对公司品牌的信任度。
3. 若在提供医疗服务过程中发生医疗事故，公司将面临巨额赔偿且声誉将受到极大损害。
4. 互联网医疗行业相关政策法规仍在完善发展中，由于未来监管环境的变化，可能需要公司做出大规模调整，影响既定发展计划。
5. 公司目前经营对平安集团依赖性大，若未来出现双方利益不一致，会对公司营收情况造成严重损害。

单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	5,853	8,094	10,632	10,762	11,478
货币资金	4,595	926	2,854	2,468	2,452
应收及预付	649	863	1,048	1,350	1,701
存货	7	39	59	82	113
其他流动资产	603	6,265	6,671	6,863	7,211
<b>非流动资产</b>	119	4,280	1,788	1,944	2,091
长期股权投资	10	255	289	326	369
固定资产	103	172	228	289	336
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	1	86	141	200	257
其他长期资产	5	3,766	1,130	1,130	1,130
<b>资产总计</b>	5,972	12,374	12,420	12,706	13,569
<b>流动负债</b>	1,938	2,106	2,724	3,435	4,346
短期借款	0	0	100	100	100
应付及预收	1,297	1,488	1,731	2,176	2,738
其他流动负债	641	619	893	1,159	1,508
<b>非流动负债</b>	0	0	100	200	300
长期借款	0	0	100	200	300
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	1,938	2,106	2,824	3,635	4,646
股本	0	0	0	0	0
资本公积	6,255	13,332	13,471	13,625	13,794
留存收益	(2,221)	(3,133)	(3,942)	(4,618)	(4,934)
归属母公司股东权益	4,034	10,199	9,530	9,007	8,860
少数股东权益	0	68	66	64	63
<b>负债和股东权益</b>	5,972	12,374	12,420	12,706	13,569

单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1,868	3,338	4,897	6,882	9,644
营业成本	1,256	2,426	3,764	5,257	7,351
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	724	1,238	979	1,101	1,254
管理费用	711	995	1,263	1,480	1,639
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	(202)	(210)	(190)	(170)
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	(199)	183	80	80	80
投资净收益	25	28	25	25	25
<b>营业利润</b>	(996)	(1,109)	(1,005)	(850)	(496)
营业外收支	(5)	(4)	(8)	(8)	(8)
<b>利润总额</b>	(1,001)	(912)	(803)	(668)	(309)
所得税	0	1	8	10	9
<b>净利润</b>	(1,002)	(913)	(811)	(678)	(318)
少数股东损益	0	(1)	(2)	(2)	(2)
<b>归属母公司净利润</b>	(1,002)	(912)	(809)	(676)	(316)
EBITDA	(970)	(1,267)	(1,175)	(994)	(613)
EPS (元)	(0.94)	(0.85)	(0.76)	(0.63)	(0.30)

单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	(484)	(1,085)	(928)	(693)	(320)
净利润	(1,002)	(912)	(809)	(676)	(316)
折旧摊销	27	45	40	46	53
营运资金变动	317	196	158	234	220
其它	174	(414)	(317)	(297)	(277)
<b>投资活动现金流</b>	326	(9,557)	2,201	(242)	(240)
资本支出	(12)	(198)	(151)	(166)	(157)
投资变动	338	(9,359)	2,352	(76)	(83)
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	2,154	7,016	655	549	544
银行借款	(333)	(475)	200	100	100
股权融资	2,661	7,077	140	154	169
其他	(174)	414	315	295	275
<b>现金净增加额</b>	1,996	(3,627)	1,928	(387)	(16)
期初现金余额	2,722	4,595	926	2,854	2,468
期末现金余额	4,595	926	2,854	2,468	2,452

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	211%	79%	47%	41%	40%
营业利润增长	35%	11%	-9%	-15%	-42%
归母净利润增长	32%	-9%	-11%	-16%	-53%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33%	27%	23%	24%	24%
净利率	-54%	-27%	-17%	-10%	-3%
ROE	-25%	-9%	-8%	-8%	-4%
ROIC	-25%	-13%	-13%	-11%	-7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.5%	17.0%	22.7%	28.6%	34.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	1.6%	2.4%	2.9%
流动比率	3.02	3.84	3.90	3.13	2.64
速动比率	3.02	3.82	3.88	3.11	2.61
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.31	0.27	0.39	0.54	0.71
应收账款周转率	5.69	6.65	8.58	9.36	10.38
存货周转率	336.94	107.47	76.96	74.48	75.27
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	(0.94)	(0.85)	(0.76)	(0.63)	(0.30)
每股经营现金流	(0.45)	(1.02)	(0.87)	(0.65)	(0.30)
每股净资产	3.78	9.56	8.93	8.44	8.30
<b>估值比率</b>					
P/E	-	-	-	-	-
P/B	13.68	5.41	5.79	6.13	6.23
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

## 广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动

(就期货合约提供意见) 有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券(香港) 跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。