

平安好医生 (1833 HK)

乘风破浪的互联网医疗，弄潮搏浪的行业顶流

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 121 港元

我们预期公司收入将在行业增长及龙头地位增强下保持高速增长，由 2019 年的 50.7 亿元人民币增至 20 年/21 年/22 年的 63.0 亿/81.7 亿/109.5 亿元，年均复合增长率约 29.3%；预期短期内会因战略升级导致医生团队扩张、共建互联网医院等费用大幅增加而继续亏损，亏损将由 19 年的 7.3 亿元人民币增至 20 年/21 年的 10.4 亿/15.3 亿元，但公司核心业务运营数据向好，战略升级有助长远发展，毛利率将随着业务结构改善逐步提升，未来随着公司规模增加，扩张成本将得以控制，亏损有望于 22 年开始逐步收窄至 11.3 亿元。我们采用 PS 估值法，目标价 121 港元，上涨空间达 24.5%，相当于 22/17 倍 20E/21E PS，以反映公司于在线问诊领域的龙头竞争优势、高增长潜力及投资稀缺性，预期利好政策将密集发布，首次覆盖给予“买入”评级。

中国互联网医疗行业高速发展为大势所趋

中国存在优质医疗资源供需关系极不平衡，三级医院负荷较重、地域分配不均，患者看病难、等待时间长等问题。互联网医疗有能力为医院承担部分常见病、慢性病患者诊疗需求，无地理位置限制，为解决上述问题的重要途径，需求强烈。此前互联网医疗发展受到政策反复的限制，但当前互联网医疗发展已较早前更为完善，尤其是头部企业于新冠疫情期间经住了考验，疫情加快了线上医疗监管放宽的进程，公司受惠。

政策转为明确支持，发展有望突破瓶颈

预期利好政策将加速落地，包括（1）互联网医疗范围有望从常见病、慢性病复诊和家庭医生签约服务扩大至首诊，市场空间扩大；（2）将出台药品网络销售监督管理办法，网售处方药监管不确定性即将消除，预期网售药品将在处方外流及需求向线上转移的推动下保持高速增长；（3）年底前各地将陆续出台政策逐步扩大医保对常见病、慢性病“互联网+”医疗服务支付的范围，互联网医疗使用意愿将增强；（4）将探索“互联网+”医疗服务异地就医直接结算，真正发挥互联网医疗无地域限制优势。公司自建/与线下医院共建互联网医院及与地区政府共建互联网医院服务平台均是推动互联网医疗医保支付实践及打通全国互联网医疗医保支付的有效探索，有望利用其平台经验及技术为打破互联网医疗医保支付地域瓶颈做贡献并巩固龙头地位。

同业顶级流量平台，竞争优势显著

公司平台为中国覆盖率第一的互联网医疗应用，主要运营数据持续向好，变现能力加速改善，与同业比主要区别包括（1）拥有全职自有医疗团队，相较于同业大多采用兼职外部医生资源，可提供 7x24 小时实时在线咨询，可保障服务专业性及可保持较低医疗风险；（2）拥有人工智能助理辅助自有医疗团队，提升了在线医疗服务效率及降低了成本，并将随着公司在线咨询数据库的扩充持续进步；及（3）于全国 107 个城市提供 1 小时送药服务，因此可真正满足居民快速获取优质医疗资源及良好就医体验的需求，用户体验可持续提升，有助提高用户留存率及巩固龙头竞争优势。

股东支持优势明显，战略升级符合发展

新任管理层于金融及医疗科技拥有丰富经验，并于公司控股股东中国平安（2318 HK/601318 CN）旗下多间公司担任重要职位，有望放大股东背景优势，获取中国平安在医保、商保、医院、政府项目实施及落地的经验及相关技术、用户等资源支持。公司于今年中启动全面战略升级，涉及渠道、服务及能力，符合发展需求，效果可期。

风险提示：（一）竞争加剧；（二）政策风险；（三）依赖大股东；（四）经营风险

主要财务数据（百万 人民币）（估值更新至 2020 年 11 月 23 日）

年结:12月31日	18A	19A	20E	21E	22E
收入	3,338	5,065	6,303	8,169	10,947
增长率	78.7%	51.8%	24.4%	29.6%	34.0%
毛利	912	1,171	1,896	2,646	3,940
增长率	49.0%	28.5%	61.8%	39.6%	48.9%
毛利率	27.3%	23.1%	30.1%	32.4%	36.0%
净利润	-912	-734	-1,037	-1,555	-1,126
每股基本盈利（人民币元）	-0.97	-0.73	-1.03	-1.54	-1.12
市销率	6.9	10.0	18.0	13.9	10.4

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

香港股市 | TMT | 互联网医疗健康

首次覆盖：买入

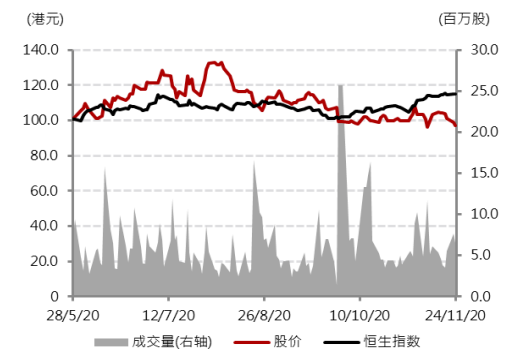
目标价：121.00 港元

股票资料（更新至 2020 年 11 月 24 日）

现价	97.15 港元
总市值	111,459.63 百万 港元
流通股比例	41.04%
已发行总股本	1,147.29 百万
52 周价格区间	50.70-135.00 港元
3 个月日均成交额	660.41 百万 港元
主要股东	中国平安 (2318 HK/601318 CN) (38.43%)

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

分析师

秦越, CFA

+852 2359 1871

angela.qin@ztsc.com.hk

余浩樑

+852 2359 1840

albert.yu@ztsc.com.hk

內容

公司简介	4
公司概况	4
业务模式	4
在线医疗业务	4
消费型医疗业务	5
健康商城业务	5
健康管理和互动业务	5
财务概览	6
投资要点一：中国互联网医疗行业高速发展为大势所趋	8
互联网医疗为解决中国医疗痛点的重要方式	8
政策上给予更多支持的时机已到	8
新冠疫情加速互联网医疗需求释放并推动行业发展	8
投资要点二：政策转为明确支持，发展有望突破瓶颈	10
中国互联网医疗行业已从试水探索期过渡到规范发展期	10
网售处方药监管不确定性即将消除，处方外流推动网售药增长	11
互联网医疗纳入医保支付范围将进一步扩大，公司通过自建及合建互联网医院/互联网服务平台突破瓶颈	12
投资要点三：同业顶流平台，竞争优势显著	14
保持市场龙头地位，主要经营数据持续向好	14
少数能够提供实时在线问诊及 1 小时送药服务的平台，直击传统医疗患者痛点	15
疫情期间知名度进一步扩大，有助用户积累	17
投资要点四：股东支持优势明显，战略升级符合发展	18
控股股东中国平安可为公司提供渠道、用户、业务拓展机会等多方面支持	18
新任管理层有机会带来更多资源	19
战略升级符合发展进程，有助进一步提升竞争力	20
财务分析与盈利预测	21
预计收入将由 19 年的 50.7 亿元人民币增至 22 年的 109.5 亿元人民币，年均复合增长率约 29.3%	21
预计亏损将由 19 年的 7.3 亿元人民币增加至 22 年的 11.3 亿元人民币，主要由于战略扩张	21
估值分析与投资建议	23
采用 PS 估值法，首次覆盖给予买入评级，目标价 121 港元	23
风险提示	24
市场竞争加剧	24
政策风险	24
依赖大股东	24
经营风险	24
历史建议和目标价	25
公司及行业评级定义	26
重要声明	27

图表 1: 公司业务模式.....	4
图表 2: 在线医疗业务概览.....	5
图表 3: 健康商城业务模式.....	5
图表 4: 健康管理和互动业务概览.....	6
图表 5: 公司近年收入 (百万元人民币)	6
图表 6: 公司各业务分部收入 (百万元人民币)	6
图表 7: 公司各业务分部收入占比.....	7
图表 8: 公司各业务分部毛利率比较.....	7
图表 9: 公司各业务分部毛利占比.....	7
图表 10: 公司净利润 (百万元人民币)	7
图表 11: 2019 年中国各级医院数量及诊疗次数	8
图表 12: 2015-2024 年中国在线问诊量占总问诊量的百分比.....	9
图表 13: 2015-2024 年中国在线问诊市场 (十亿元人民币)	9
图表 14: 主要互联网医疗政策.....	10
图表 15: 网售药品相关政策及事件	11
图表 16: 2015-2024 年中国医药产品销售 (人民币十亿元) 及院外线上占比.....	12
图表 17: 2015-2024 年中国在线零售药房医药产品销售额 (人民币十亿元)	12
图表 18: 互联网医疗相关的医保支付政策.....	13
图表 19: 2020 年春节期间互联网医疗领域前 9 大厂商日均活跃人数 (万人) ^.....	14
图表 20: 注册用户数 (百万人)	14
图表 21: MAU^ (百万人)	14
图表 22: MPU^ (百万人)	15
图表 23: 付费用户转化率 (期间平均值)	15
图表 24: 日均咨询量 (千人次)	15
图表 25: 总咨询量 (百万人次) 及累计咨询量 (百万人次)	15
图表 26: 主要互联网医疗企业比较.....	16
图表 27: 自有医疗团队人数 (个人)	17
图表 28: 在线咨询日均咨询量增速远快于自有医疗团队人数增长	17
图表 29: 中国平安个人客户数 (万人) 及互联网用户数量 (万人)	18
图表 30: 中国平安同时持有多家子公司合同的客户数 (万人) 及占比 (%)	18
图表 31: 公司主要业务销售渠道.....	18
图表 32: 新增注册用户数^ (百万) (按渠道划分)	19
图表 33: 注册用户数分布^ (按渠道划分)	19
图表 34: 中国平安医疗生态圈.....	20
图表 35: 公司全面战略升级.....	20
图表 36: 主要收入增速假设.....	21
图表 37: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)	22
图表 37: 同业估值表 (更新至 2020 年 11 月 23 日)	23

公司简介

公司概况

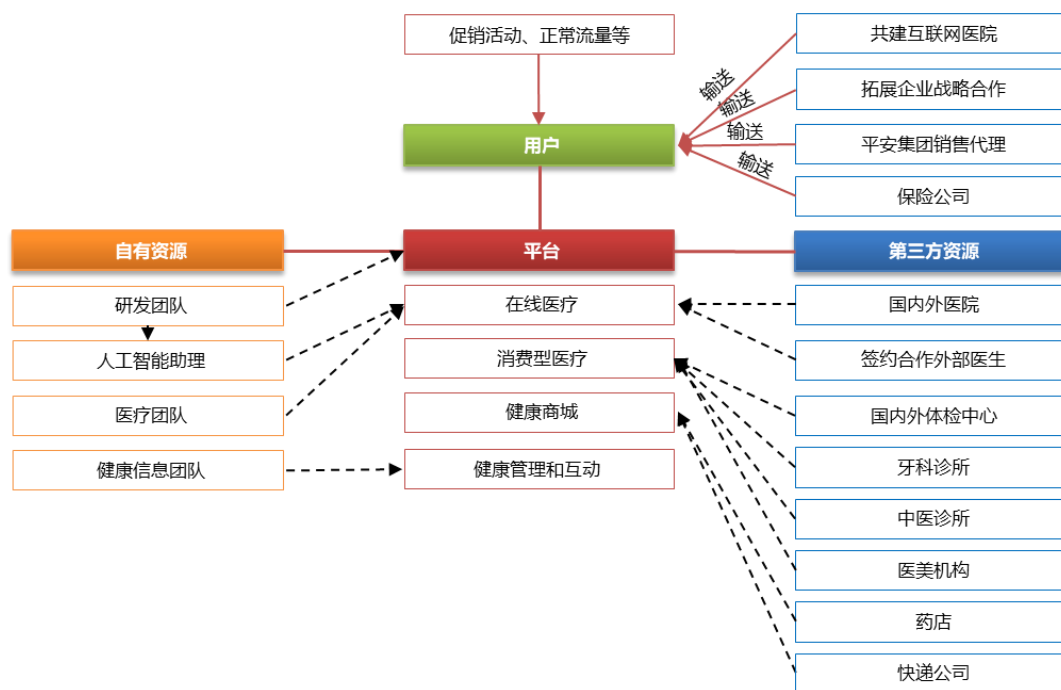
公司成立于 2014 年，于 2018 年 5 月完成从中国平安 (2318 HK/601318 CN) 分拆并独立于联交所主板上市及买卖，为中国互联网医疗健康行业的领军企业。公司主要业务包括在线医疗 (前称“家庭医生服务”)、消费型医疗、健康商城及健康管理和互动。截至 2020 年 6 月底，公司累计注册用户 3.46 亿人，2020 年 6 月的平均月活跃用户为 6,730 万人，2020 年上半年日均咨询量 83.1 万人次，是中国覆盖率第一的互联网医疗应用。

业务模式

公司经营自建的一站式医疗健康平台 (包括移动应用程序及 WAP 网站)，利用自有医疗团队、人工智能辅助系统、外部合作医生及合作的第三方医疗健康服务供应商 (包括医院、体检中心、药房等) 资源为平台用户提供包括快速问诊、在线开药、闪电购药等在内的可覆盖就医前到就医后的一站式在线医疗及健康商城服务，并于平台提供健康资讯等健康管理和互动服务。此外，公司通过名医挂号、体检预约、提供包括销售体检套餐等在内的消费型医疗服务使得用户可享受线下医疗及健康资源。此外，公司正加速自建/共建互联网医院，已在全国布局超 30 家互联网医院，上线数量达 14 家。

截至 2020 年 6 月 30 日，公司自有医疗团队 1,836 人，合作外部医生 (均为三级甲等医院副主任医师及以上职称) 快速增加至 5,978 名 (外部医生主要提供非实时的在线咨询，线下名医二诊等非核心服务)；合作医院数较年初增长近 400 家至超 3,700 家，其中三级甲等医院近 2,000 家；合作药店数目由 2019 年底的 9.4 万家大幅增至 11.1 万家，覆盖中国 32 个省的 371 个城市，其中 1 小时送药网络覆盖 107 个城市。公司医疗健康服务供应商网络持续扩大，截至 2020 年 6 月 30 日，网络覆盖 430 家中医诊所、超 2,000 家体检中心、近 1,800 家牙科诊所、超 160 家医美机构和 4.9 万家诊所。

图表 1: 公司业务模式



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

在线医疗业务

在线医疗主要为通过自主研发的人工智能助理协助自有全职医疗团队于自建的医疗健康移动平台上提供包括 7x24 小时 (24 小时每日, 7 天每周) 在线咨询、处方、转诊、挂号、第二诊疗意见及 1 小时送药等全流程服务, 并以自有医疗团队为核心提供多元化的一站式会员服务类产品。

在线医疗业务主要收入来自在线咨询服务、会员服务（健康守护 360、私家医生等）、电子处方销售及与商险签署服务协议收取的固定费用。

图表 2：在线医疗业务概览

服务/合作	简介	收费
在线咨询		
-快速问诊	由人工智能辅助自有医生提供实时在线咨询，主要流程包括导诊接待、选择医生及医生诊断，每次咨询时间最多 15 分钟，用户可选择延长 15 分钟	人民币 0-60 元/次
-电子处方销售	在线医生可给病人开具电子处方笺，病人可一键购买电子处方笺上的药品，相关药品可在部分城市内 1 小时送达	药品费用
-视频问诊	由与公司订立合约的外部名医（三甲医院副主任或以上级别医师）提供咨询服务，付费用户可于 2 天内不限次数向医生咨询	用户每次付费人民币 50-500 元，公司抽取 20% 作为佣金
-名医工作室	购买名医服务卡，之后预约名医服务时间，可图文、语音、视频咨询	按固定时间收费
转诊及挂号	对于需进一步检查的情况及病例，公司提供公司医院网络内的医院及医生推荐及预约服务	免费
住院安排	公司将协助患有恶性肿瘤、急性心肌梗塞、严重哮喘等 80 种重大疾病的用户快速入住合作的有名望的医院	通常作为某项服务组合（如“就医 360”）的一部分
（海外）二次诊疗	对于想要寻求先前应诊医生以外的医生的二次诊疗意见的用户，公司协助用户编制医疗及相关记录、联系国内外诊疗专家提供二次诊疗意见及诊疗解释	作为私家医生产品的一部分
与平安寿险合作的服务级别协议	通过（其中包括）平安管家管的插件程序为平安寿险保单持有人提供免费家庭医生服务	向平安寿险收取固定费用
与平安健康险合作的增值服务	向平安健康险的部分投保人提供安康和安享增值服务组合，在保单有效时免费提供 60 次在线咨询及 1 年内在公司医院网络内最多 3 次优先预约及优先住院服务	按照投保人数向平安健康险每年收取固定费用
会员产品		
-健康守护 360（原就医 360 升级）	平安人寿的保单持有人可以选择加入此会员计划，若发生重疾可享受线下就医协助及获得额外津贴补助	199 元人民币/年
-企业 360	企业客户为其员工提供订阅计划，包括在线问诊等服务	固定年费
-私家医生	提供无限次私家医生问诊服务、门诊挂号、体检/药券等套餐服务，其中包括：成人关爱版、成人尊享版、儿童版、糖友版、至尊保长辈版	499-1,999 元人民币/年

来源：公司资料，中泰国际研究部

消费型医疗业务

消费型医疗业务主要为与家庭健康检查中心、牙科诊所、美容中心、海外体检中心等第三方保健机构合作，将第三方保健机构提供的健康检查及基因检测、医美、口腔卫生等服务组合以公司品牌通过自有销售团队按批发基准销售予企业（为其雇员利益）或通过自有销售团队、健康商城或中国平安的销售代理按零售基准销售予个人，并提供包括检查报告解读、线下复检等增值服务。

消费型医疗业务主要收入来自向企业及个人销售体检服务等第三方标准化服务组合。

健康商城业务

健康商城主要为通过自营模式及平台模式在线销售包括中西药品（非处方药）、营养保健、医疗器械、母婴育儿及运动健身等多元化医疗、健康及个人护理产品。

健康商城业务收入主要来自自营模式下交易收入及平台模式下的佣金收入。此外，公司还联合中国知名中医师，合作开发了降血糖、降血压系列茶饮，作为 OEM 代工贴牌商品在健康商城上架销售，但该部分占收入比重较小。

图表 3：健康商城业务模式

业务模式	简介	存货管理	产品交付	售后
自营模式	公司向供应商采购商品，自行定价后于平台销售	部分产品：公司负责	公司负责	公司负责
		部分产品：供应商负责，公司监察	供应商负责	与供应商合作负责
平台模式	公司平台促成平台卖家与消费者之间的交易，向平台卖家收取 4%-10% 的佣金	平台卖家负责，公司监察	平台卖家负责	平台卖家负责

来源：公司资料，中泰国际研究部

健康管理和互动业务

健康管理及健康互动业务主要为基于用户上传的健康数据及平台的行为数据，对用户进行精准画像及预测用户潜在兴趣与爱好，向用户精准推荐或展示健康计划（如塑形计划）、多种主题的健康测评（如抑

郁及焦虑测试)、健康课程等以提高用户参与度及粘性,并利用线上平台的精准医疗健康流量为企业客户提供广告产品及服务。

健康管理及健康互动业务收入主要来自于广告收入。

图表 4: 健康管理和互动业务概览

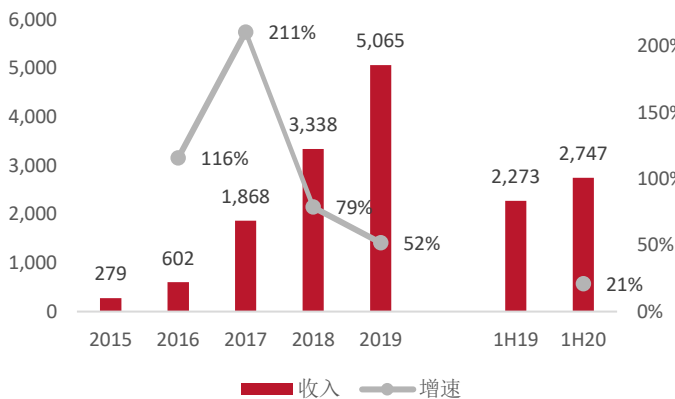
服务/奖励计划	简介	收费/付费
健康头条/私家医生动态	由关键意见领袖、医生、医学专家及自有健康信息团队创作内容,话题包括保健、生活方式、食物、感情、女性健康、育儿、个人护理及运动等,内部职员于内容发布前进行质量控制,借助用户行为数据分析通过推荐引擎预测用户的潜在兴趣爱好,并以文章或短视频的形式发送给用户	免费
健康课程	针对特定的健康相关问题类别制定各种健康计划或课程,如健身、减肥、美容、营养、怀孕、育儿、慢性病管理及心理健康,部分健康计划(如塑身计划)为持续为用户提供详细的指南,其他计划(如婴儿喂食指南)为提供信息提示	免费
健康测评	提供多种主题(如乳腺癌自查、抑郁及焦虑)的健康测评,根据测试结果及用户兴趣为用户精准推荐内容或服务,并将用户分导至其他业务种类以建立协同效应	免费
奖励计划	已开发出基于位置的奖励计划及多种其他项目,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)后将获得奖品,可于健康商城上兑换为实物商品	公司向用户提供奖品
广告业务	与医药及其他保健产品公司以及广告代理商进行合作,合格的广告商可于公司平台特定区域发布广告	公司主要基于每千次展示费用、每次点击费用或按天付费的形式向广告商收取费用
-展示类广告	在公司平台及内容上投放图片或富媒体内容	
-搜索广告	在用户查询结果上投放文本类广告	
-赞助式广告	透过健康管理及健康互动平台在编辑内容中提供促销推广信息	

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

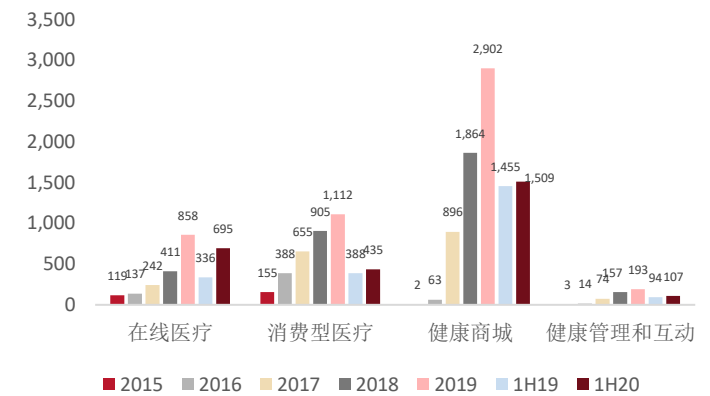
财务概览

健康商城业务持续高速增长,自 2017 年起成为公司最主要的收入来源,其中来自企业客户的收入增长更为强劲;消费型医疗仍为公司最主要的收入来源之一,保持快速增长,但收入占比有所下降;核心业务在线医疗 2019 年收入增长加快,收入占比提升。1H20 健康商城、消费型医疗服务、在线医疗、健康管理和互动业务分别为公司总收入贡献 55.0%、15.8%、25.3% 及 3.9%,公司整体毛利率同比提升 8.3 个百分点至 29.9%。消费型医疗仍为公司毛利的最主要贡献者,但占比逐步降至 34.2%,核心业务在线医疗毛利占比于 1H20 年提升至 46.2%,超越消费型医疗,成为最大毛利贡献业务分部。1H20 公司净亏损收窄至 2.14 亿元人民币,经调整净亏损收窄至 2.08 亿元人民币。

图表 5: 公司近年收入 (百万元人民币)



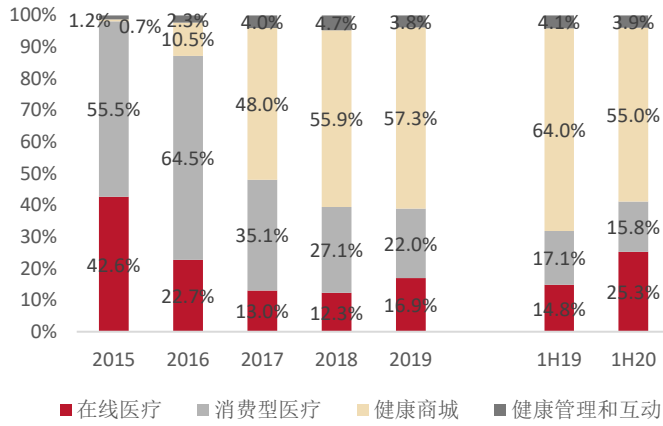
图表 6: 公司各业务分部收入 (百万元人民币)



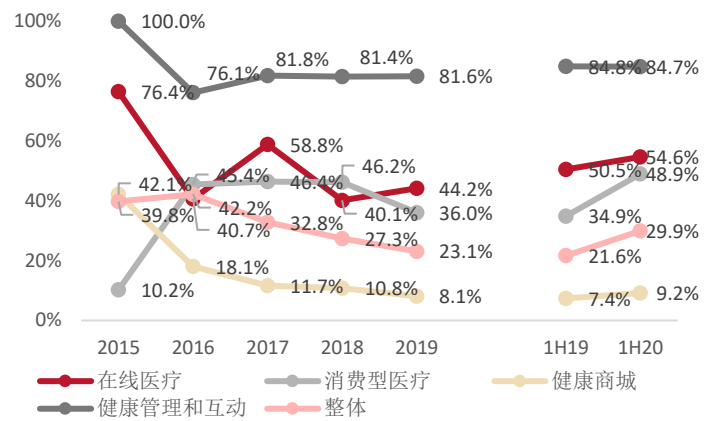
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 7: 公司各业务分部收入占比



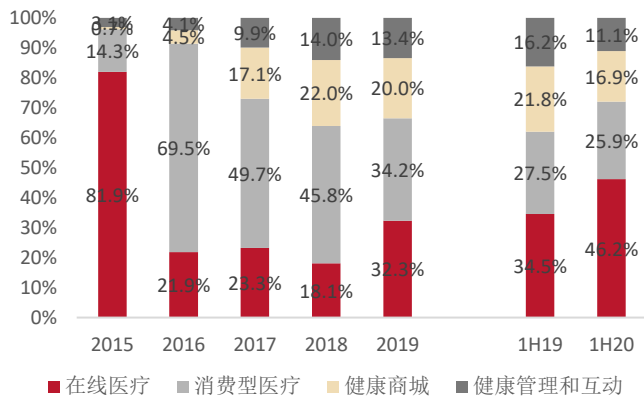
图表 8: 公司各业务分部毛利率比较



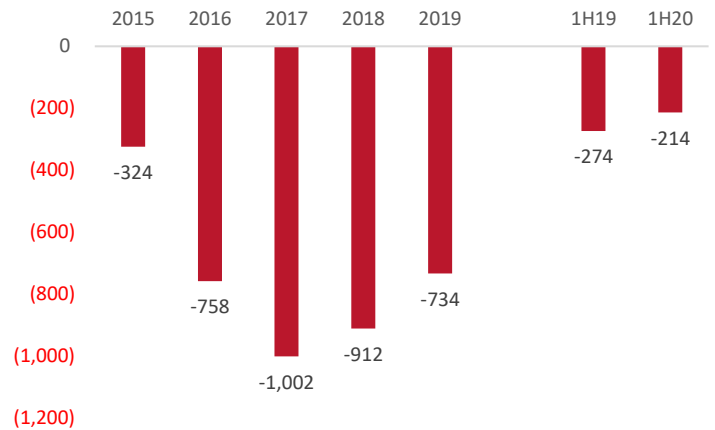
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 9: 公司各业务分部毛利占比



图表 10: 公司净利润 (百万元人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

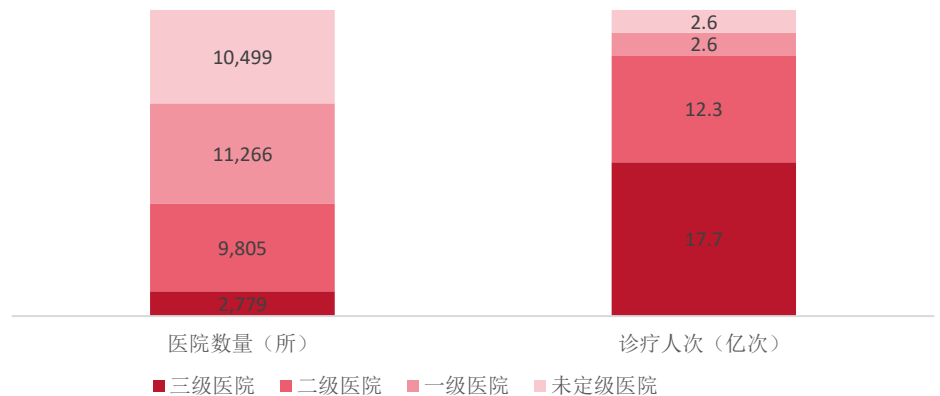
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

投资要点一：中国互联网医疗行业高速发展为大势所趋

互联网医疗为解决中国医疗痛点的重要方式

2019 年中国三级、二级、一级、未评级医院的医院数量占比分别为 8.1%、28.5%、32.8%及 30.6%，而就诊人次占比分别为 50.3%、34.9%、7.4%及 7.4%，拥有优质医疗资源的三级医院数量占比较小，但承担了全国约一半的诊疗需求，优质医疗资源供需关系极不平衡，导致三级医院负荷较重，资源较难有效分配，如常见病、慢性病复诊等较易处理且需求较大的就诊占据了三级医院大量的优质医疗资源。从患者端看，医疗资源供需不平衡导致就医体验不佳，如弗若斯特沙利文报告显示 2019 年患者人均就诊时间 3 小时中仅 8 分钟（4.4%）为诊断时间，效率较低；此外，由于中国大部分三级医院位于北京、上海等一线城市及山东、江苏、浙江等较为富裕及人口密集的东部沿海省份，地域分布不均，导致部分地区居民较难获取优质医疗资源。相比之下，互联网医疗有能力为医院承担部分常见病、慢性病患者诊疗需求，受地理位置限制较小，可以帮助减轻当前中国医疗健康系统的负担，并且能够大幅缩短患者排队时间，实现高效问诊，为改善中国优质医疗资源供需关系及提升患者诊疗体验的重要方式。

图表 11：2019 年中国各级医院数量及诊疗次数



来源：Wind，中泰国际研究部

政策上给予更多支持的时机已到

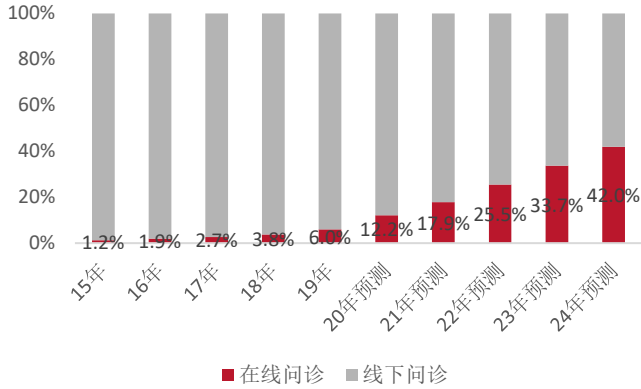
我们认为政府有意愿通过推动互联网医疗发展的方式减轻中国医疗健康系统的负担，因此早在 2015 年国务院发布的《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》中便提出了推广在线医疗卫生新模式，试水互联网医疗。但医疗行业涉及居民生命安全及健康，监管层面需要更加谨慎，只有在可以保障居民安全的前提下才能更为积极的推动，在发展的进程中需要防范及应对与医患安全、数据安全、药品灰色利益等相关的问题，因此不可能是一蹴而就的。我们看到互联网医疗行业前期发展存在政策反复的问题，但我们认为这与行业发展进程及所遇到的问题相关，而非行业发展目标上的改变。整体而言，目前互联网医疗行业发展已较早前更为完善，尤其是头部企业，如平安好医生已有较为明确的商业模式及广泛的医疗机构合作网络，有机会探索出可对其进行有效监管的方式。2019 年底中国出现新冠疫情，导致今年初居民外出受限，线上问诊的应用变得更为急迫，疫情期间政府密集发文明确鼓励态度，互联网医疗成为解决部分医疗需求的手段，例如医生可根据在线问诊用户提供的症状对用户进行新冠初筛，缓解了线下医疗资源紧张的问题，同时可避免面对面问诊可能造成的交叉感染，一些公立医院甚至可以通过独家客户端或者微信小程序完成平日在医院的问诊程序。根据易观数据显示，今年春节期间整体互联网医疗日活峰值达到 862.4 万人，同比增长约 20%。我们认为互联网医疗于新冠疫情期间经受了考验，意味着政策上给予更多支持的时机已到，其于疫情期间发挥的重要作用增强了政府进一步推动互联网医疗发展的意愿。

新冠疫情加速互联网医疗需求释放并推动行业发展

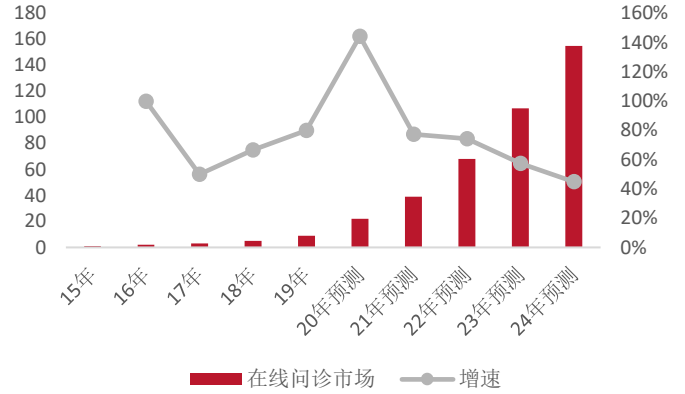
虽然互联网医疗可以提升部分常见病、慢性病复诊效率，并且能够突破地理位置限制帮助患者高效的对接优质医疗资源，但大部分居民长期以来的就医习惯仍是去线下实体医院寻找优质医疗资源，存在对互联网医疗认知较少、对互联网医疗质量及安全存在忧虑或尚未形成互联网医疗习惯等情形，导致互联网医疗即使在可以较传统线下医疗更高效满足诊疗需求的情况下仍可能不被优先选择。新冠疫情迫使部分

居民提前体验互联网医疗，熟悉线上问诊方式，今年春节期间在线问诊需求激增，良好的问诊体验有助提升居民对互联网医疗的信心，加速居民互联网医疗习惯的养成，推动互联网医疗需求释放，促进行业发展。根据弗若斯特沙利文数据，中国在线问诊量占总问诊量的比例在 2015 年至 2019 年间有加快提升的趋势，并将于 2020 年开始进入快速提升阶段，相应的 2017 年至 2019 年间中国在线问诊市场规模加快增长至约人民币 90 亿元，并于 2020 年录得 1 倍以上增长，相信与疫情刺激有关，其后仍将保持高速增长，预期 2019 年至 2024 年间的年均复合增长率将达 77.4%。

图表 12: 2015-2024 年中国在线问诊量占总问诊量的百分比



图表 13: 2015-2024 年中国在线问诊市场 (十亿元人民币)



来源: 弗若斯特沙利文, 中泰国际研究部

来源: 弗若斯特沙利文, 中泰国际研究部

投资要点二：政策转为明确支持，发展有望突破瓶颈

中国互联网医疗行业已从试水探索期过渡到规范发展期

2015 年 7 月国务院发布《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，在“互联网+”惠民服务中提出推广在线医疗卫生新模式，鼓励互联网企业与医疗机构合作建立医疗网络信息平台。然而，之后两年间并无相关更新文件或政策规范如何发展在线医疗新模式，行业进入探索期。2017 年 4 月国家卫计委发布《关于征求互联网诊疗管理办法（试行）》，允许开展互联网诊疗活动，但仅限于医疗机构间的远程医疗服务和基层医疗卫生机构提供的慢性病签约服务，国家对互联网诊疗活动实行严格准入活动，行业发展放缓。2018 年 4 月，行业迎来转折点，国务院发布《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，允许依托医疗机构发展互联网医院，在实体医院基础上，运用互联网技术提供安全适宜的医疗服务。而后国家卫健委连发 4 篇有关互联网医疗的管理文件，根据使用人员和服务将“互联网+医疗服务”分为互联网诊疗、互联网医院及远程医疗并作出明确定义。**我们认为前期政策反复可理解为试探性推进行业发展，当前行业已进入规范发展期，并且 2020 年初的疫情对政策转为明确支持起到了促进作用。值得注意的是（1）对互联网医疗的定义中指出提供的服务为常见病、慢性病复诊和家庭医生签约服务，不得对首诊患者开展互联网诊疗活动，但在 2020 年 4 月发布的《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》中指出将探索推进互联网医疗医保首诊制和预约分诊制，意味着互联网医疗的范围有望扩大；（2）互联网医院既可以是实体医疗机构自我发展的，又可以是第三方依托实体医疗机构并签订合作协议独立设置的，给予第三方机构参与互联网医院的机会；（3）互联网医院既可利用本院医生，也可利用其他医院医生开展互联网诊疗活动，有助扩大医生资源；（4）2019 年 8 月政策开始涉及网售处方药及医保，相关政策有望进一步放开。**

图表 14：主要互联网医疗政策

发布时间	政策/事件	要点	影响
2015 年 7 月	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	(1) 支持第三方机构构建医疗信息共享服务平台，逐步建立跨医院的医疗数据共享交换标准体系。(2) 积极利用移动互联网提供在线预约诊疗、药品配送等便捷服务。(3) 鼓励互联网企业与医疗机构合作建立医疗网络信息平台，加强区域医疗卫生服务资源整合	推广互联网医疗新模式
2017 年 4 月	《关于征求互联网诊疗管理办法（试行）》	(1) 互联网诊疗活动应取得相关执业许可。(2) 三级医院开展互联网诊疗活动主要与下级医疗机构、基层医疗卫生机构提供支持。(3) 强调互联网医疗行业发展意义	对于互联网诊疗服务严格把控，明确行业发展的重要性
2018 年 4 月	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	(1) 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。(2) 允许依托医疗机构发展互联网医院，医疗机构可以使用互联网医院作为第二名称，在实体医院基础上，运用互联网技术提供安全适宜的医疗服务。	鼓励实体医疗机构发展互联网医院
2018 年 7 月	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》	(1) 加快推进智慧医院建设，到 2020 年二级以上医疗机构普遍提供分时段预约诊疗让患者少排队。(2) 各地要建立完善网上预约诊疗服务平台，三级医院要进一步增加预约诊疗服务比例，到 2020 年预约时段精确到 1 小时以内。(3) 鼓励发展互联网医院	对于实体医院制定了多个 2020 年为期限的便民惠民的实际要求，加速互联网医院建设
2018 年 7 月	《互联网诊疗管理办法（试行）》	(1) 定义互联网诊疗主要是指医疗机构利用在本机构注册的医师，通过互联网等信息技术开展部分常见病、慢性病复诊。(2) 若与第三方机构合作建立互联网诊疗服务信息系统，需提交合作协议。(3) 相关执业规则、监督管理	明确互联网诊疗概念，发展逐渐清晰化
2018 年 7 月	《互联网医院管理办法（试行）》	(1) 定义互联网医院包括作为实体医疗机构第二名称的互联网医院，以及依托实体医疗机构独立设置的互联网医院。(2) 相关执业规则、监督管理	明确互联网医院定义，发展逐渐清晰化
2018 年 7 月	《互联网医院基本标准（试行）》	对于互联网医院在诊疗科目、科室设置、人员、房屋和设备设施、规章制度制定标准	规范互联网医院相关准则制度，发展逐渐清晰化
2018 年 7 月	《远程医疗服务管理规范（试行）》	(1) 明确远程医疗服务包括医疗机构直接向其他医疗机构发出邀请，受邀方运用网络技术为邀请方患者诊疗提供技术支持的医疗活动，以及邀请方或第三方机构搭建远程医疗服务平台，受邀方以机构身份在该平台注册，邀请方通过该平台发布需求，由平台匹配受邀方或其他医疗机构主动对需求做出应答(2) 流程及有关要求、管理要求等	明确远程医疗服务概念，发展逐渐清晰化
2019 年 8 月	《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》	符合条件的“互联网+”医疗服务，按照线上线下公平的原则配套医保支付政策	明确推进互联网医疗配套医保支付政策
2019 年 8 月 2020 年 4 月	新《药品管理法》通过 《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》	删除了 4 月修订草案中的上述网售处方药限制 在卫生健康领域探索推进互联网医疗医保首诊制和预约分诊制，开展互联网医疗的医保结算、支付标准、药品网售、分级诊疗、远程会诊、多点执业、家庭医生、线上生态圈接诊等改革试点、实践探索和应用推广	或允许网售处方药 未来有机会放开互联网医疗首诊，将为互联网医疗带来更多用户

来源：国务院，国家卫计委，卫生健康委，中医药局，中泰国际研究部

网售处方药监管不确定性即将消除，处方外流推动网售药增长

我们整理了网售药品相关的重要政策及事件，看到中国在网售药品方面进行不断的探索，自 2018 年开始支持态度明确。2019 年 11 月召开的 2019 年全国医药经济信息发布会上，国家药监局药品监督管理局副巡视员徐胜敏表示药监局正在研究制定《药品网络销售监管办法》，该监管办法允许有条件放开网售处方药，国家药监局正会同卫健委等有关部门研究如何保证处方准确可靠、如何保证公众购药便捷和用药安全。**2019 年 12 月开始实施的新《药品管理法》较早前其修订法案删除了对网售处方药的限制条款**，未明文禁止网售处方药，而是规定“疫苗、血液制品、麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品”等国际实行特殊管理的药品不得在网络上销售。以公司为例，用户在健康商城购买处方药时，会转至“问医生开药”页面，在用户确认为常见病或慢性病复诊后，医生将在问诊后为用户开具处方，用户凭处方完成线上购药。这一过程符合现有互联网医疗监管，为考虑了用药安全后的处方药销售实践。**我们认为监管对网售处方药的态度取决于是否可保障用药安全，从目前行业的实践情况看，除了特殊管理的药品外，处方药已放开网上销售近 1 年时间，已给予监管充足的经验参考。2020 年 11 月 12 日国家药监局综合司公开征求药品网络销售监管办法意见，明确了网售处方药条件，监管不确定性即将消除。**

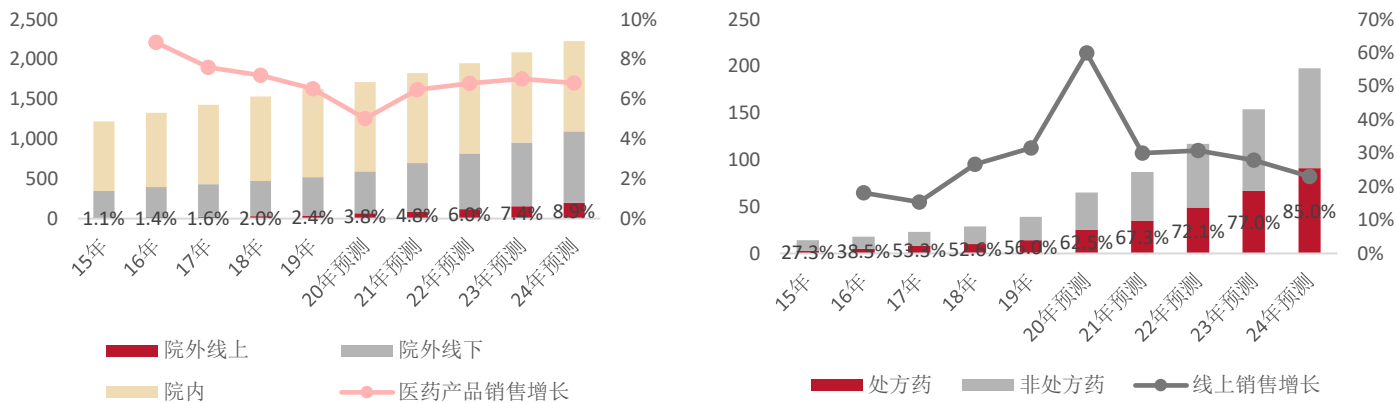
图表 15：网售药品相关重要政策及事件

发布时间	政策/事件	要点	影响
1999 年 12 月	《国家药品监督管理局关于印发处方药与非处方药流通管理暂行规定的通知》	处方药、非处方药暂不允许采用网上销售方式	禁止网售药品
2000 年 6 月	《药品电子商务试点监督管理办法》	广东省、福建省、北京市、上海市进行药品电子商务试点	开始探索网售药品
2000 年 12 月	《互联网药品信息服务管理暂行规定》	从事互联网药品信息服务，拟提供网上药品交易服务的，应按照国家有关规定另行向国家药品监督管理局提出专项申请	
2005 年 12 月	《互联网药品交易服务审批暂行规定》	从事互联网药品交易服务的企业必须经过审查验收并取得互联网药品交易服务机构资格证书	加强对网售药品的监督管理
2009 年 3 月	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》，新医改开始	医药分家等	杜绝以药养医
2013 年 8 月	发放首张第三方服务平台的《互联网药品交易服务资格证书》	-	开启互联网第三方平台医药网上零售试点
2013 年 10 月	《国家食品药品监管总局关于加强互联网药品销售管理的通知》	零售单体药店不得开展网上售药业务；药品零售连锁企业通过药品交易网站只能销售非处方药；应当使用本企业符合《暂行规定》等文件要求的药品配送系统自行配送	监管增强，限制网售处方药
2014 年 5 月	《互联网食品药品经验监督管理办法（征求意见稿）》	互联网药品经营者应当按照药品分类管理规定的要求，凭处方销售处方药	或允许网售处方药
2016 年 8 月	原国家食品药品管理总局取消 B2C 药品网上零售第三方平台试点	-	政策不定
2017 年 1 月	《关于第三批取消 39 项中央指定地方实施的行政许可事项的规定》	取消互联网药品交易服务企业（第三方平台除外）审批，取消审批后对互联网药品交易服务企业严格把关	监管政策放松
2017 年 9 月	《国务院关于取消一批行政许可事项的决定》	取消互联网药品交易服务企业（第三方）审批	监管政策放松
2018 年 2 月	《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》	向个人消费者销售药品的网站不得通过网络发布处方药信息	或继续限制网售处方药
2018 年 4 月	《关于促进“互联网+医疗”发展的意见》	允许依托医疗机构发展互联网医院，允许在线开具部分常见病、慢性病处方，对线上开具的常见病、慢性病处方，经药师审核后，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送，探索医疗卫生机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享，促进药品网络销售和医疗物流配送等规范发展	可线上开具处方，推动互联网医疗发展
2019 年 4 月	《药品管理法》（修订草案）	药品上市许可持有人、药品经营企业不得通过药品网络销售第三方平台直接销售处方药（“网售处方药限制”）	限制网售处方药
2019 年 8 月	新《药品管理法》表决通过	删除了 4 月修订草案中的上述网售处方药限制	或允许网售处方药
2019 年 9 月	《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022 年）》	建立互联网诊疗处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享的渠道，支持在线开具处方药品的第三方配送；加快医药电商发展，向患者提供“网订（药）店取”、“网订（药）店送”等服务	加快医药电商发展
2019 年 11 月	2019 年全国医药经济信息发布会	药监局正在研究制定《药品网络销售监管办法》，该监管办法允许有条件放开网售处方药	有望部分放开网售处方药
2019 年 11 月	《市场准入负面清单（2019 年版）》	药品生产、经营企业不得违反规定采用邮寄、互联网交易等方式直接向公众销售处方药	尚未允许网售处方药
2019 年 12 月	新《药品管理法》开始实施	-	关于网售处方药尚待明确
2020 年 11 月	《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》	允许药品零售企业在满足“确保电子处方来源真实、可靠，并按照有关要求对处方进行审核，对已使用的处方进行电子标记”等条件后通过网络销售处方药及向公众展示处方药信息。	明确网售处方药条件，网售处方药监管不确定性有望消除

来源：金杜律师事务所，商务部公共商务信息服务，国务院，国家药监局，中泰国际研究部

根据艾瑞数据，医药流通的主流为处方药，处方药占药品销售市场 80%以上的份额，为万亿量级的可见市场。由于医药需求、过往医院以药养医的收入模式等原因，当前大部分处方药仍在医院内销售，但医改迫使医院主动释放部分处方，处方外流已成行业重要趋势，互联网作为越来越重要的商品销售渠道亦将成为未来药品销售的重要渠道，预期网售药品将在处方外流及需求向线上转移的推动下保持高速增长。根据弗若斯特沙利文数据，中国药品销售将保持稳定增长，2015 年至 2019 年间医院外线上医药产品销售占比稳步提升，带动中国在线零售药房医药产品销售额加速增长，预期 2020 年院外线上销售占比将快速提升带动销售额大幅增长，相信与新冠疫情期间外出受限导致部分居民就诊转至线上完成有关，预期 2020 年至 2024 年间的年均复合增长率将达 33.7%。2019 年公司电子处方销售增长 2.6 倍，大幅高于行业整体 40%的增速。

图表 16: 2015-2024 年中国医药产品销售 (人民币十亿元) 及院外线上占比 图表 17: 2015-2024 年中国在线零售药房医药产品销售额 (人民币十亿元)



来源: 弗若斯特沙利文, 中泰国际研究部

来源: 弗若斯特沙利文, 中泰国际研究部

互联网医疗纳入医保支付范围将进一步扩大，公司通过自建及合建互联网医院/互联网服务平台突破瓶颈自 2018 年 4 月国务院办公厅首次发文表示将逐步推进互联网诊疗服务纳入医保支付范围后，密集发布政策推动事件发展，至 2020 年 3 月已明确经卫生健康行政部门批准设置互联网医院或批准开展互联网诊疗活动的医疗保障定点医疗机构，按照自愿原则，与统筹地区医保经办机构签订补充协议后，其为参保人员提供的常见病、慢性病“互联网+”复诊服务可纳入医保基金支付范围。此后已有包括山东省、浙江省在内的多地医保局发文明确。2020 年 10 月发布的《国家医疗保障局关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》中明确各地可从门诊慢特病开始，逐步扩大医保对常见病、慢性病“互联网+”医疗服务支付的范围，今年年底前各统筹地区医保部门要制定本地“互联网+”医疗服务医保支付管理办法，意味着各地互联网医疗医保支付有望在 2021 年有实质性的进展。

我们认为利用互联网无地理限制的优势解决医疗资源不均的问题为推进互联网医疗发展的重要目标，而目前被纳入医保基金支付范围的互联网服务的提供者需与统筹地区医保经办机构签订补充协议，尚无法实现在异地互联网医院就诊后进行医保结算，削弱了互联网医疗的优势。2020 年 10 月发布的《国家医疗保障局关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》中指出要探索“互联网+”医疗服务异地就医直接结算，加快推进全国统一的医保信息平台建设，有条件的统筹地区可以依托全国统一医保信息平台加快推进外购处方流转相关功能模块应用，意味着互联网医疗异地医保支付提升日程，将有助互联网医疗真正发挥无地域限制的优势而高速增长。

目前被纳入医保基金支付范围的互联网服务的提供者须为互联网医院或定点医疗机构。我们看到公司正通过自建或与各地医院合建互联网医院的方式积极参与。截至 2020 年 9 月，公司已与全国超 30 家线下医院达成合作共建互联网医院平台的协议（不含福州项目），自建及合建的已上线互联网医院达 14 家。一方面，公司可以通过自建及合建互联网医院的方式接入医保，例如公司已率先接入湖北省医保局“互联网医疗保障服务平台”使得湖北省居民在使用平安好医生 APP 进行问诊后能享受到医保在线支付、公司已获得银川市自建互联网医院的医保资质牌照；另一方面，与线下实体医院合建互联网医院可以为公司平台带来高质量的用户。此外，公司还通过与各地方政府合作共建互联网医院平台的方式接入医保，例如公司与福建省福州市卫生健康委员会合作共建的福州市区域互联网医院服务平台已于 2020 年 7 月上

线，正陆续接入福州市辖区内 37 家市县级医院及 100 多家基层医疗机构，福州市居民可通过登录“榕医通”手机 APP、微信公众号或支付宝生活号享受由公司自有医疗团队及当地医院医生一起提供的线上问诊、健康咨询、续方购药等多项医疗服务并可使用医保卡在线支付。**我们认为无论是自建/与线下医院合建互联网医院还是与地区政府合建互联网医院服务平台，均是公司作为互联网医疗行业领军企业在积极推动互联网医疗医保支付实践及未来打通全国互联网医疗医保支付的有效探索，有机会利用其丰富的互联网医疗平台建设、运营经验为打破互联网医疗医保支付地域瓶颈做贡献，并有助巩固公司龙头地位。**

图表 18: 互联网医疗相关的医保支付政策

发布时间	政策/事件	要点	影响
2018 年 4 月	《关于促进“互联网+医疗健康”的发展意见》	逐步将符合条件的互联网诊疗服务纳入医保支付范围	将建立健全互联网诊疗收费政策
2019 年 6 月	《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》	2019 年 9 月底前完成互联网诊疗收费和医保支付政策文件的制定	明确推进互联网医疗纳入医保支付
2019 年 8 月	《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》	符合条件的“互联网+”医疗服务，按照线上线下公平的原则配套医保支付政策	明确推进互联网医疗配套医保支付政策
2020 年 3 月	《国家医保局 国家卫生健康委关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》	经卫生健康行政部门批准设置互联网医院或批准开展互联网诊疗活动的医疗保障定点医疗机构，按照自愿原则，与统筹地区医保经办机构签订补充协议后，其为参保人员提供的常见病、慢性病“互联网+”复诊服务可纳入医保基金支付范围	明确常见病、慢性病“互联网+”复诊服务可纳入医保基金支付范围
2020 年 3 月	《中共中央 国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	将符合条件的医药机构纳入医保协议管理范围，支持“互联网+医疗”等新服务模式发展。适应异地就医直接结算、“互联网+医疗”和医疗机构服务模式发展需要，探索开展跨区域基金预算试点	探索跨地区基金预算试点
2020 年 4 月	《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》	在卫生健康领域探索推进互联网医疗医保首诊制和预约分诊制，开展互联网医疗的医保结算、支付标准、药品网售、分级诊疗、远程会诊、多点执业、家庭医生、线上生态圈接诊等改革试点、实践探索和应用推广	预期互联网医疗医保范围将扩大
2020 年 10 月	《国家医疗保障局关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》	各地可从门诊慢特病开始，逐步扩大医保对常见病、慢性病“互联网+”医疗服务支付的范围。探索“互联网+”医疗服务异地就医直接结算。有条件的统筹地区可以依托全国统一医保信息平台，加快推进外购处方流转相关功能模块应用，探索开展统筹地区间外购处方流转相关功能模块互认。加快推进全国统一的医保信息平台建设。今年年底前各统筹地区医保部门要制定本地“互联网+”医疗服务医保支付管理办法，完善经办流程和协议范本。	预期各地互联网医疗医保支付政策可于年内发布，2021 年可有实质进展；跨地区互联网医疗医保支付提上日程

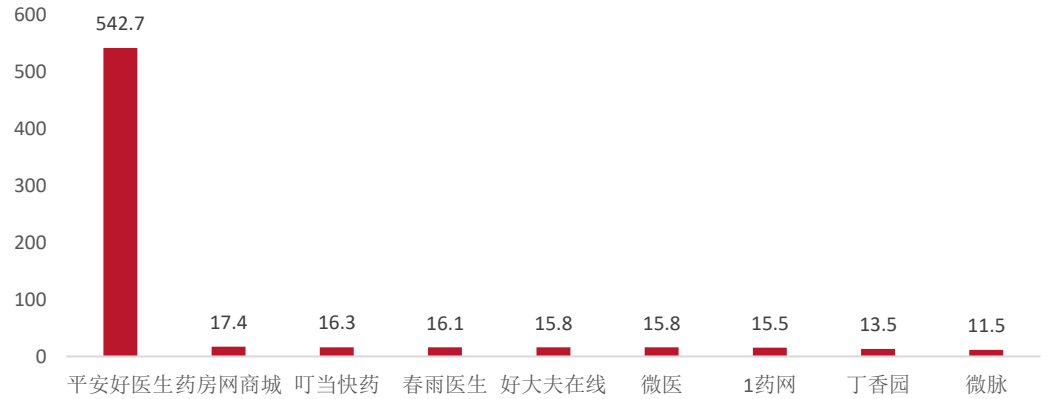
来源：国务院，中泰国际研究部

投资要点三：同业顶流平台，竞争优势显著

保持市场龙头地位，主要经营数据持续向好

公司平台（“平安好医生”）为**中国覆盖率第一的互联网医疗应用**。根据 Mob 研究院数据，2020 年 2 月平安好医生移动应用渗透率较上年同期增加 0.4 个百分点至 2.5%，于互联网医疗移动应用中排第一位。根据易观数据，**2020 年春节期间平安好医生日均活跃人数于互联网医疗领域居第一位，并明显领先。**

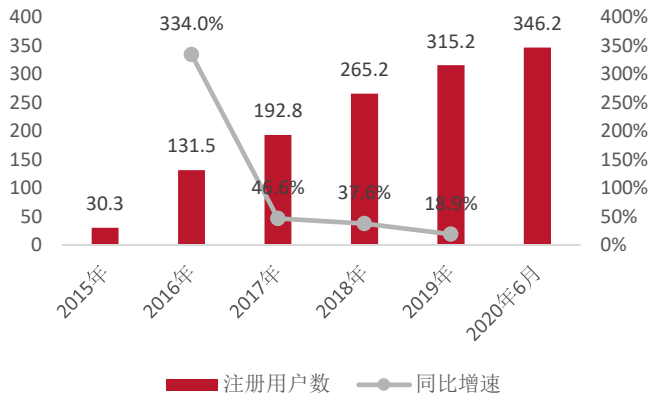
图表 19：2020 年春节期间互联网医疗领域前 9 大厂商日均活跃人数（万人）[^]



来源：易观，中泰国际研究部。[^]数据统计日期为 2020 年春节（1 月 24 日-2 月 8 日）

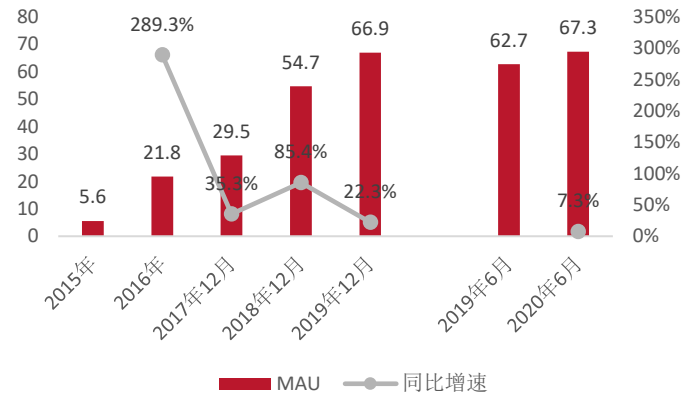
公司**主要运营数据持续向好**。截至 2020 年 6 月 30 日，总注册用户数增至 3.46 亿人，较去年底增加 9.8%。2020 年 6 月月活跃用户数及月付费用户数分别达 6,730 万及 294.9 万，同比分别增长 7.3%及 32.3%。1H20 平均付费用户转化率较上年同期增加 1.4 个百分点至 5.1%，**变现能力加速改善，互联网医疗付费习惯正逐步养成**。1H20 日均在线咨询量同比增长 26.7%至 83.1 万人次，相当中国超 70 个大型三甲医院每天咨询量的总和。1H20 总咨询量达 4.2 亿次，累计咨询量增至 8.3 亿人次。

图表 20：注册用户数（百万人）



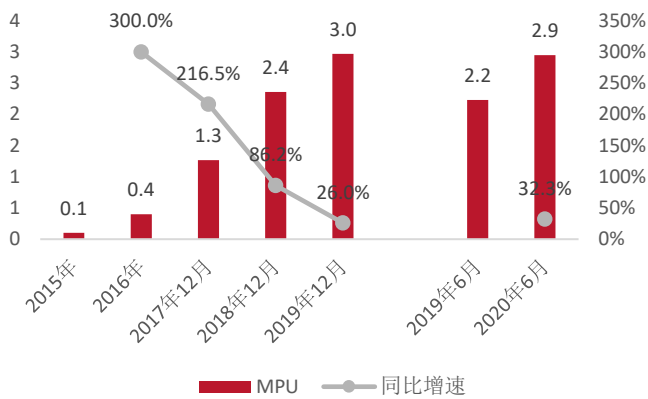
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 21：MAU[^]（百万人）

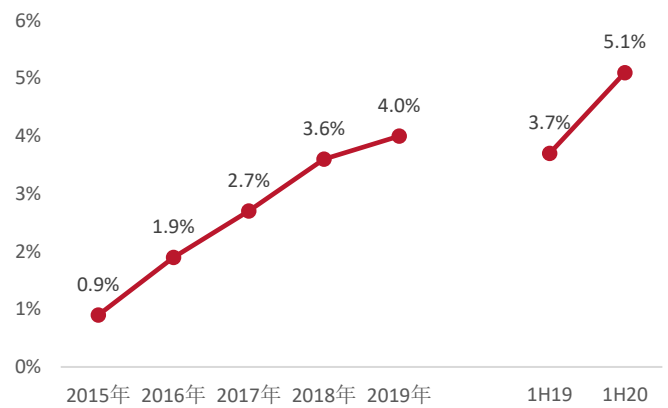


来源：公司资料，中泰国际研究部。[^]2015 年及 2016 年为全年平均值

图表 22: MPU^ (百万人)



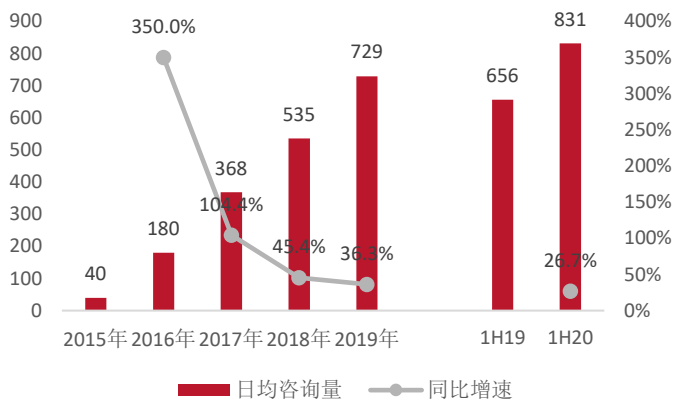
图表 23: 付费用户转化率 (期间平均值)



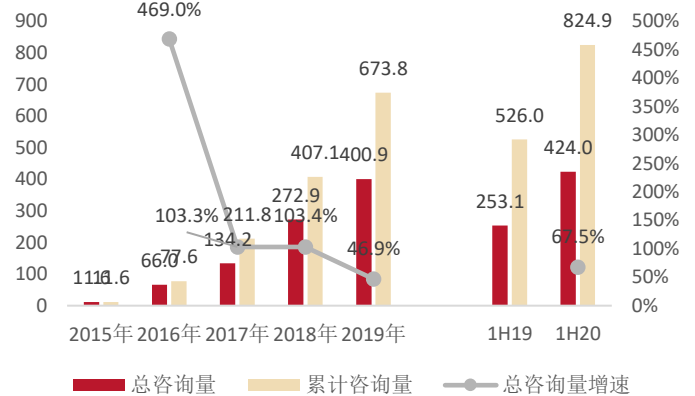
来源: 公司资料, 中泰国际研究部。^2015 年及 2016 年为全年平均值

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 24: 日均咨询量 (千人次)



图表 25: 总咨询量 (百万人次) 及累计咨询量 (百万人次)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

少数能提供实时在线问诊及 1 小时送药服务的平台, 直击传统医疗患者痛点

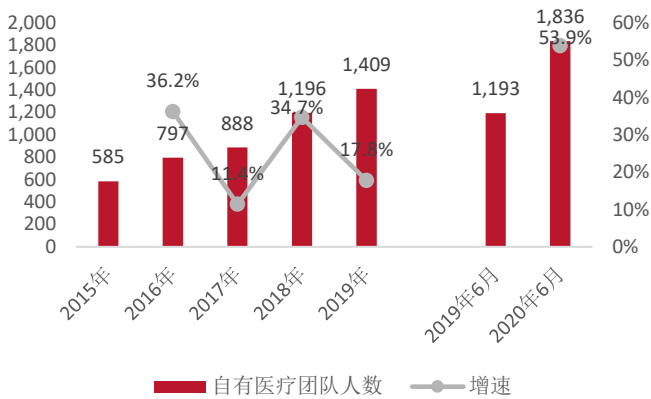
我们认为公司与同业平台最主要的区别在于: (1) 拥有全职自有医疗团队; (2) 拥有人工智能助理辅助自有医疗团队; 及 (3) 在 107 个城市设有附近药房, 提供 1 小时送药服务。相较于行业内大多通过签约或于平台注册而获取的兼职外部医生资源, 全职自有医疗团队具有 (1) 可通过轮班提供全日 24 小时实时在线咨询及 (2) 可保障服务专业性及较低医疗风险的优势, 可真正满足居民快速获取优质医疗资源的需求, 保障良好的用户体验。公司自主开发了人工智能辅助系统 (“人工智能助理”) 协助自有医疗团队进行初步个人问诊, 收集用户症状、医疗记录及其他健康数据, 执行智能分析将患者引至最相关的科室或医生, 并向自有医疗团队提供相关信息及建议。公司近年在线咨询日均咨询量增速远快于自有医疗团队人数增长, 1H20 日均在线咨询量同比增长 26.7% 至 83.1 万人次, 相当中国超 70 个大型三甲医院每天咨询量的总和, 可反映人工智能助理对提升在线医疗服务效率及降低成本的贡献, 使得公司能够实现可用较少的医生资源为更多的用户提供实时在线医疗服务。公司利用语境分析、自然语言处理、用户分析、深度学习等技术训练人工智能助理, 随着公司在线咨询数据库的扩充, 人工智能助理在线咨询能力将持续进步, 有助进一步提升用户体验。截至 2020 年 6 月, 公司临床数据库已涵盖了超 8.3 亿个现有在线咨询记录, 并将持续扩充, 于数据积累方面具明显龙头优势。根据公司用户调查, 在线医疗咨询服务的满意率由 2017 年的 97% 提高至 2019 年的 98%, 反映用户体验持续提升, 有助提高用户留存率及巩固龙头竞争优势。

图表 26: 主要互联网医疗企业比较

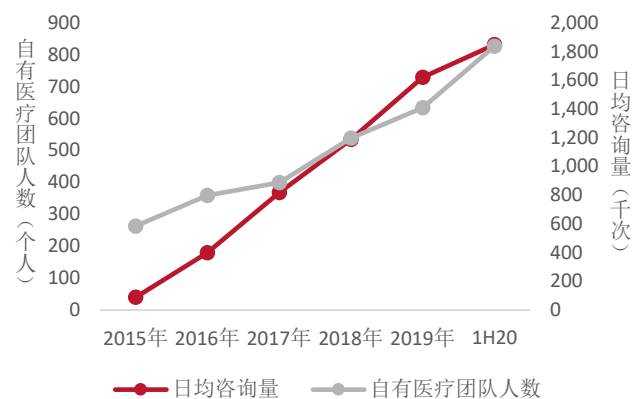
公司	微医	好大夫	阿里健康	春雨医生	京东健康	
简介	2014 年成立, 2018 年从中国平安分拆并于香港上市, 主要业务包括在线医疗、消费型医疗、健康商城及健康管理和互动。	2010 年成立, 前身是国内最大的预约挂号平台挂号网, 2015 年更名为微医, 之后开拓了互联网医院、全科诊所、健康商城、商业保险和微医云等业务线。在一级市场融资时期, 接受腾讯 (700 HK) 多轮投资。	2006 年成立, 是中国领先的互联网医疗平台之一, 在医院/医生信息查询、图文问诊、电话咨询、远程视频门诊、门诊精准预约、诊后疾病管理、家庭医生、疾病知识科普等多个领域取得显著成果。	2004 年成立, 是阿里集团在大健康领域的旗舰平台, 业务主要集中在医药电商及新零售、互联网医疗、消费医疗、智慧医疗等领域。近期 APP 名称正式更名为医鹿。	2011 年成立, 核心业务是医生在线轻问诊, 其中包括图文咨询、电话咨询、视频问诊、私人医生、预约就诊、院后指导等	2014 年 2 月, 医疗健康业务独立于京东集团单独运营, 2017 年 12 月, 推出了在线问诊服务。目前公司近 9 成收入来自医药和健康产品的销售。
服务						
实时在线问诊**	√	×	×	×	×	
非实时快速问诊	外部三甲专家 7*12 小时在线, 1 分钟接诊率 97%	外部三甲专家 7*14 小时在线, 3 分钟接诊, 可图文或电话	外部三甲专家 10 分钟内接诊率 99%, 图文 (接诊后最长交流 2 小时)、电话 (10 分钟)	30 秒接诊快速问诊, 合作医生 15.5 小时在线, 图文 (48 小时内无限问)、电话 (按分钟收费)	图文急诊 7 点-凌晨 1 点 45, 1 分钟快速回答; 电话 (10 分钟回电, 按次数收费)	文字、图片、电话、视频
名医服务	全国专家问诊, 图文咨询 (98% 医生可在当天内回复, 48 小时内可追问); 海外医生二诊 (7*12 小时), 一个工作日响应, 10 个工作日反馈给医生	全国专家问诊, 图文 (接诊后 24 小时内无限问)、电话 (15 分钟); 一病多问 (5-10 名专家留言回复)	全国专家问诊, 图文 (接诊后 48 小时内无限问)、电话 (固定时长收费)、一问一答 (回答后 7 天内可再有 2 次回复机会)、远程视频门诊需 1-3 天预约	全国专家问诊, 图文 (48 小时内无限问)、电话 (预约时间, 固定时长收费)	全国专家问诊, 图文 (48 小时内限制提问 10 次)、电话 (预约制, 长时间自选, 按次收费)	全国专家问诊, 图文问诊 (接诊后 48 小时内无限问)、电话咨询、视频问诊 (固定时长收费)、私人医生 (包月服务)
免费在线问诊	√	√	√	√	√	
收费在线问诊	5-300 元	9-1000 元	9-500 元	10-1000 元	1-600 元	0-500 元 (不含私家医生包月服务)
转诊	√	√	√	√	√	√
挂号	接入 1500 家三甲医院	接入 3200 家医院	接入 870 家医院	×	√	接入超 2700 家医院
住院安排	√	√	√	√	√	√
电子处方销售	√	√	√	√	√	√
送药服务	在约 107 座城市设有附近药房, 1 小时送药	√	√	覆盖 14 座城市, 30 分钟送药	√	全渠道布局覆盖了超过 200 个城市。配送基础设施网络包括 11 个药品仓库和超过 230 个其他仓库
医药商城	合作药店数目 11.1 万家, 覆盖中国 32 省, 371 个城市	√	×	√	√	线上平台上拥有超过 9,000 家第三方商家, 此外也拥有自营店
会员产品	健康守护 360: 企业客户为员工或个人客户的订阅计划, 包括在线问诊等服务; 私家医生: 提供无限次私家医生问诊服务、门诊挂号、体检/药券等套餐服务 (年费 499-1999 元不等)	私人医生: 可选定某位专家医生包月问诊 (月费 0-1 万元不等); 健康 VIP (年费 199 元): 急速问诊、海外就医绿色通道、医疗保险等服务	好大夫会员: 面诊咨询、住院咨询、专属私人医生等服务 (年费 1399 元-5000 元不等)	-	-	京东家医小家护航版、京东家医全家安心版: 健康咨询、专科问诊、电话问诊、视频问诊、名医问诊、门诊挂号 (年费 799-1999 元)
资源						
自有医疗团队	1,836 名医疗员工, 23 个科室	×	×	×	×	171 名自有医生*
外部医生	5,978 (三甲副主任及以上)	31 万	65 万 (23 万实名注册)	4.2 万 (其中主治、副主任及主任医师超 2.9 万人)	60 万名	6.9 万名*
人工智能辅助	AI 智能辅助问诊系统; 智能重症监控系统; 合理用药监测系统; 智能医疗安全监控平台	AI 导诊台	-	智能医生助理导诊	近期搜入股春雨, 搜狗拥有“搜狗明医”等多种 AI 医疗业务, 未来或发挥协同效应	人工智能导诊等分级诊疗系统
合作医院数	3,700+ (其中三甲 2,000+)	3000+	约 1 万家正规医院	1.5 万家医疗机构 (其中二级和三级医院超过 3,900 家)	-	-

来源: 公司资料, 中泰国际研究部, 注: 平安好医生的数据更新至 2020 年 6 月, 阿里健康的数据更新至 2020 年 3 月, 京东健康的数据更新至 2020 年 6 月, 其中*为 2020 年 9 月 20 日数据, 服务价格等部分数据为中泰国际于 2020 年 11 月对自相关平台 APP 显示的总结。 **实时问诊指可立刻与真实医生对话非人工智能。

图表 27: 自有医疗团队人数 (个人)



图表 28: 在线咨询日均咨询量增速远快于自有医疗团队人数增长



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

疫情期间知名度进一步扩大, 有助用户积累

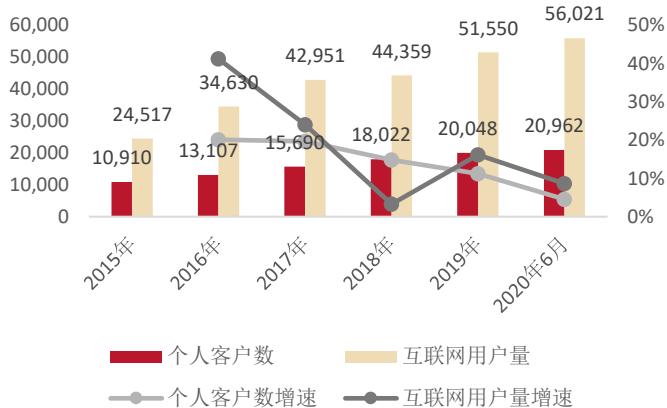
公司于新冠疫情期间积极参与抗击疫情, 包括 (1) 与武汉、福建、北京等中国 62 个省、市地方政府密切合作, 提供新型肺炎实时在线问诊服务, 开通抗疫情的义诊、专线, 组织在线疫情教育; (2) 与包括人民日报、百度、腾讯、美团、拼多多、新浪微博、快手、中国移动等超 30 家的顶级企业和互联网流量平台合作, 可以直接通过各自的移动应用使用公司提供的在线医疗服务; (3) 自有医疗团队研究制定的在线问诊指南和流程获得了银川、合肥、青岛卫健委及当地医疗主管机构的认可和推广; (4) 于 2020 年 4 月上线英文版全球抗疫咨询平台, 全球用户可通过微信公众号“平安好医生”、“LinkedIn” ([linkedin.com/company/ping-an-good-doctor](https://www.linkedin.com/company/ping-an-good-doctor))、“Twitter” (twitter.com/PAGoodDoctor) 或扫描二维码的形式进入平台, 获取 7x24 小时新冠肺炎在线咨询咨询服务; 及 (5) 向武汉及各地医疗机构合计捐赠了 45 万只口罩, 并同时启动了千万口罩派发计划等。公司于疫情期间的表现扩大了其知名度, 为其赢取用户奠定了基础。疫情期间 (2020 年 1 月 20 日至 2 月 10 日) 公司平台累计访问人次达 11.1 亿, 新增用户日均问诊量较疫情前增长 9 倍。

投资要点四：股东支持优势明显，战略升级符合发展

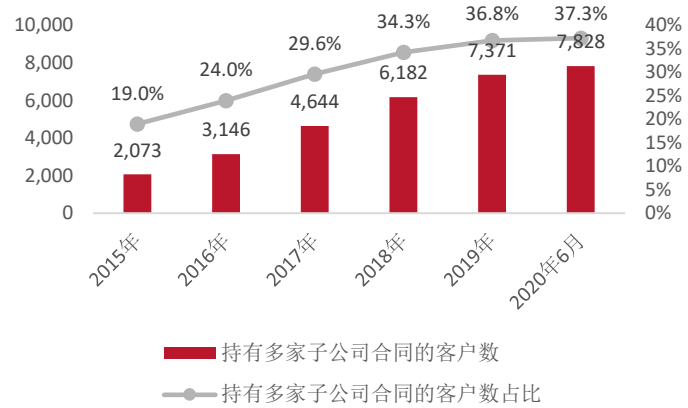
控股股东中国平安可为公司提供渠道、用户、业务拓展机会等多方面支持

我们认为公司快速成为互联网医疗行业领军企业受惠于强大的股东支持。公司控股股东中国平安为中国领先的科技型个人金融生活服务集团，构建金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务及智慧城市五大生态圈，旗下子公司包括平安寿险、平安产险、平安养老险、平安健康险、平安银行、平安信托、平安证券、平安资产管理等，业务覆盖面广，具有较高的知名度及口碑，拥有庞大的销售网络及客户群。截至 2020 年 6 月底，**中国平安拥有约 114.5 万名个人寿险销售代理**。截至 2020 年 6 月底，**中国平安拥有个人客户 2.1 亿名**，较年初增长 4.6%；**拥有互联网用户数达 5.6 亿**，较年初增长 8.7%，其中仍有 3.76 亿尚未转化为客户，仍有较大的挖掘空间。中国平安的个人业务基于“一个客户、多种产品、一站式服务”的客户经营理念，截至 2020 年 6 月底，**中国平安客户交叉渗透程度不断提高**，同时持有多家子公司合同的个人用户数较年初增加 6.2% 至 7,828 万，于整体客户中的占比较年初提高 0.5 个百分点至 37.3%。我们认为这**反映中国平安注重不同生态间的合作互利，将继续为公司发展提供资源支持及扩大合作领域。**

图表 29：中国平安个人客户数（万人）及互联网用户数量（万人）



图表 30：中国平安同时持有多家子公司合同的客户数（万人）及占比（%）



来源：公司资料，中泰国际研究部

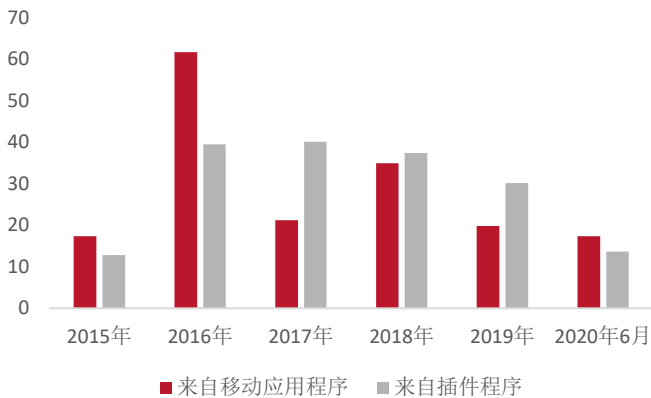
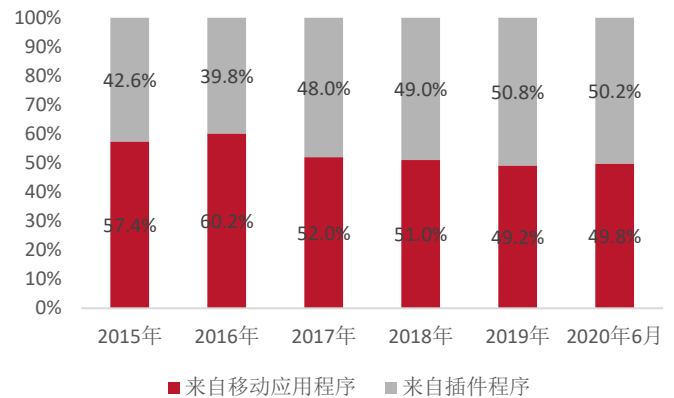
来源：公司资料，中泰国际研究部

公司可通过中国平安的销售代理按零售基准将消费型医疗服务销售予个人，视乎产品类型向中国平安的销售代理支付 5%-25% 的补偿。**公司与平安寿险及平安健康险合作，通过（其中包括）平安管家家的插件向平安寿险及平安健康险的部分投保人提供在线医疗等服务，并向平安寿险及平安健康险收取一定费用。**公司于 2017 年 10 月开始试行向平安寿险保单持有人提供就医 360 会员计划，通过平安管家插件程序提供在线医疗等服务，并向保单持有人收取年费，于 2018 年 1 月正式推出此项产品。通过上述合作方式，公司业务可以渗透至中国平安的客户。自公司成立起，中国平安持续通过插件程序向公司输送用户。**截至 2020 年 6 月底公司注册用户中约 50.2% 为来自中国平安插件程序**，即约 1.7 亿注册用户来自中国平安个人客户。**鉴于中国平安已积累大量个人客户并不断扩张，我们认为中国平安将持续向公司输送用户。**

图表 31：公司主要业务销售渠道

业务	自有渠道	其他渠道
在线医疗	移动应用程序、WAP 网站	与平安寿险订立协议，通过平安管家家的插件程序提供服务； 与平安健康险合作向部分投保人提供增值服务
消费型医疗	自有销售团队	健康商城、中国平安的销售代理
健康商城	移动应用程序、WAP 网站	与平安寿险订立协议，通过平安管家家的插件程序提供服务
健康管理和互动	移动应用程序、WAP 网站	与平安寿险订立协议，通过平安管家家的插件程序提供服务

来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 32: 新增注册用户数[^] (百万) (按渠道划分)

 图表 33: 注册用户数分布[^] (按渠道划分)

 来源: 公司资料, 中泰国际研究部。[^]2018-2020 年 6 月为中泰国际估计

来源: 公司资料, 中泰国际研究部。2018 年为中泰国际估计

公司与中国平安的合作不但为公司带来了用户及收入增长, 还为公司产品拓展以及未来与其他商业保险合作提供了实践基础。公司在推出针对个人客户的就医 360 后, 于 2018 年 5 月推出了针对于企业客户的企业 360 产品, 为企业员工提供在线医疗等服务。在积累了丰富的就医 360 等产品运营经验及大量会员行为数据后, 公司于 2019 年 8 月推出了独立的年付费会员产品“平安好医生私家医生”, 向付费签约用户配备一对一专属私家医生 (均来自公司自有医疗团队), 通过移动应用或微信向用户提供在线医疗、健康管理、线下医院就诊等一站式服务。私家医生产品将医患关系由陌生人转为熟人, 可提升医疗服务体验, 增强用户对医疗健康的关注。私家医生产品上线后的用户满意度为 99.85%, 月人均问诊量为非私家医生用户的 2.7 倍, 健康管理课程的参与率为非私家医生用户的 4 倍, 处方支付的转化率为非私家医生的 2.3 倍, 于健康商城的下单量为其他用户的 2 倍, 意味着该产品有助增强用户粘性及加快互联网医疗习惯养成。2020 年上半年就医 360 已升级为健康守护 360, 在维持价格不变的情况下为重疾客户提供额外津贴补助, 获得了保险代理人 and 保单用户的一致好评。**1H20 包括健康守护 360、私家医生在内的会员产品收入同比增长超 200%至人民币 4.2 亿元**, 占在线医疗业务收入的比重超 60%。

新任管理层有机会带来更多资源整合

公司于 2020 年 5 月委任方蔚豪先生出任执行董事、临时董事会主席及首席执行官。方蔚豪先生在管理、金融及医疗科技方面均拥有丰富经验, 于公司控股股东中国平安旗下多间公司担任重要职位, 包括创建平安国际融资租赁有限公司并担任董事长兼首席执行官, 担任平安医疗健康管理有限公司 (“平安医保科技”) 联席董事长兼首席执行官, 担任医健通医疗健康科技管理有限公司董事, 及担任中国平安财产保险股份有限公司 (“平安产险”) 副董事长。其中, 平安医保科技是中国平安 “大医疗健康” 战略的重要组成部分与集团智慧城市建设的核心成员, 为各级医保局提供一揽子智能化解决方案及技术服务, 为商保提供 “好保险”、“好风控” 和 “好服务” 三大系列核心产品, 并以医保为核心、聚焦控费为政府提供智慧全视通及药房监管平台, 为医院提供医院 DRG 综合管理平台、医院控费与用药管理平台及智慧医疗+药事服务产品, 在与医保、商保、政府及医院合作方面均具经验。平安产险则为公司重要客户。**我们认为方蔚豪先生的任职经验可放大股东背景优势, 有机会帮助公司获取中国平安在医保、商保、医院、政府项目实施及落地的经验及相关技术、用户等资源支持, 符合当前公司发展需求。**

图表 34: 中国平安医疗生态圈



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

战略升级符合发展进程, 有助进一步提升竞争力

公司于 **2020 年中启动全面战略升级**, 主要内容包括: (1) 渠道方面, 除了将继续从个人用户 (患者)、保险服务 (保单用户) 入手外, 将积极从企业客户 (企业雇员) 及互联网医院 (与各地线下医院合作共建) 端入手; (2) 服务方面, 将从医疗拓展至健康管理, 从私家医生拓展至家庭医生, 推出新品牌平安医家, 旗下包括医生之家、私家医生及家庭医生, 其中家庭医生服务为跟随整个家庭, 为每个家庭配备家庭医生, 提供 7x24 高品质、个性化的医疗健康服务, 通过长期追踪用户健康状况, 生成连续的、完整的个人健康档案; (3) 能力方面, 除了继续扩大自有医疗团队外, 积极开拓国内外的知名医生资源, 除了专注在线医疗服务和健康管理服务外, 同时积极拓展线下合作网络。

积极发展企业客户将可快速增加平台用户数量。与各地线下医院合作共建互联网医院不但可以通过线下医院向线上精准导流, 还有助加速接入医保, 打破互联网医疗发展瓶颈。推出新品牌平安医家为基于现有成功经验后的服务扩张, 可以满足更多客户需求, 增加变现途径。扩大国内外知名医生资源及线下合作网络有助提升用户体验。我们认为公司战略升级方向综合考虑了公司短期盈利、行业发展进程及竞争环境, 符合发展需求, 效果可期。

图表 35: 公司全面战略升级



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

财务分析与盈利预测

预计收入将由 19 年的 50.7 亿元人民币增至 22 年的 109.5 亿元人民币，年均复合增长率约 29.3%

于过往业绩期间，公司各项业务均保持增长，其中核心业务在线医疗收入保持高速增长，收入占比持续提升，1H20 已成为公司最主要的毛利来源，预期公司于在线医疗领域的龙头地位将随着公司自有医生及外部医生团队扩张、人工智能助理在线咨询能力持续进步、线上线下合作增强（包括共建互联网医院、接入平台医院增加等）及会员产品扩张而进一步巩固，在线问诊市场可在政策转为明确支持及疫情刺激下保持高速增长，并且行业仍处于初期发展阶段，未来发展空间仍然巨大，料公司在线医疗业务收入可保持高速增长。预期消费型医疗将受惠于公司战略升级后线下合作网络继续扩张而保持高速增长，但增速将受收入基数增加影响有所放缓。健康商城收入仍将受惠于 SKU 数目增加而保持增长，尤其是来自企业客户的收入可受惠战略升级而保持较高增长。健康管理和互动业务的一项重要功能为提升用户粘性，这将是公司长期保持竞争力的一大关键，目前该业务收入来源仅为依赖流量的广告业务，预期将随着活跃用户数量的增加及合作伙伴的增加而增长，变现不是当前重点，当活跃用户数达到一定规模且可保持粘性时，有望开拓更多与健康管理及健康互动业务相关的基于流量的收入来源。我们考虑到过往数据、各项业务所在行业增长规律以及上述增长动力及影响因素作出收入增长假设，预计公司收入将由 2019 年的 50.7 亿元人民币增至 2020 年/2021 年/2022 年的 63.0 亿/81.7 亿/109.5 亿元人民币，未来 3 年年均复合增长率约 29.3%。

图表 36: 主要收入增速假设

	17 年	18 年	19 年	20 预测	21 预测	22 预测
在线医疗	77.5%	69.6%	108.9%	90.5%	78.3%	75.4%
消费型医疗	68.9%	38.2%	22.9%	19.2%	16.0%	11.7%
健康商城	1319.6%	108.1%	55.7%	8.5%	11.7%	11.3%
-个人消费者	-	-	37.4%	-0.3%	3.0%	3.0%
-企业	-	-	84.9%	19.0%	20.4%	18.4%
健康管理和互动	436.9%	111.5%	22.7%	0.4%	3.0%	3.0%
	210.6%	78.7%	51.8%	24.4%	29.6%	34.0%

来源：公司资料，中泰国际研究部

预计亏损将由 19 年的 7.3 亿元人民币增加至 22 年的 11.3 亿元人民币，主要由于战略扩张

我们预期公司总体毛利率将随着毛利率水平较高的在线医疗服务占比提升而逐步提升，2020 年中战略升级后将增加在医生团队扩张、共建互联网医院等方面的战略支出，导致公司短期内仍将继续亏损，但随着公司规模增加，目前占收入比重较大的雇员福利费用、直接销售收费用及业务发展费用的扩张将得以控制，预期亏损可于 2022 年开始逐步收窄。我们预计公司亏损将由 2019 年的 7.3 亿元人民币增至 2020 年/2021 年的 10.4 亿/15.3 亿元人民币，并于 2022 年缩窄至 11.3 亿元人民币。

图表 37: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

资产负债表 (人民币百万元)	18年	19年	20预测	21预测	22预测
商誉	967	967	967	967	967
物业、厂房及设备	172	186	216	262	331
其他无形资产	86	106	82	63	48
以摊余成本计量的金融资产	0	1,516	1,516	1,516	1,516
其他	3,054	1,126	979	847	724
非流动资产总额	4,280	3,901	3,760	3,655	3,586
存货	39	75	81	91	101
应收款项	431	649	962	1,428	2,190
合同资产	61	141	222	347	550
预付款项及其他应收款项	372	223	277	359	482
以摊余成本计量的金融资产	0	575	575	575	575
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	521	1,849	1,849	1,849	1,849
现金及现金等价物	6,671	4,965	11,101	10,144	9,697
流动资产总额	8,094	8,478	15,067	14,793	15,444
股本	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04
库存股份	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002
储备	13,332	13,519	20,268	20,360	20,452
累计亏损	-3,133	-3,870	-4,907	-6,462	-7,588
非控制性权益	68	21	21	22	23
权益总额	10,267	9,669	15,383	13,921	12,887
租赁负债	0	44	44	44	44
其他	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
非流动负债总额	0.05	44.48	44.48	44.48	44.48
应付账款及其他应付款项	1,488	1,777	2,211	2,865	3,839
合同负债	619	837	1,139	1,567	2,208
其他	0	51	51	51	51
流动负债总额	2,106	2,665	3,400	4,483	6,098

损益表 (人民币百万元)	18年	19年	20预测	21预测	22预测
收入	3,338	5,065	6,303	8,169	10,947
在线医疗	411	858	1,634	2,914	5,110
消费型医疗	905	1,112	1,326	1,538	1,718
健康商城	1,864	2,902	3,149	3,517	3,914
健康管理及健康互动	157	193	194	199	205
销售成本	-2,426	-3,894	-4,407	-5,523	-7,007
毛利	912	1,171	1,896	2,646	3,940
销售、营销及管理费用	-2,233	-2,282	-3,119	-4,468	-5,316
其他收入及收益/亏损	212	151	159	52	52
经营利润/亏损	-1,109	-959	-1,064	-1,770	-1,324
财务费用净额	202	253	158	356	331
应占合营公司亏损	-4	-27	-110	-110	-110
除所得税前利润/亏损	-912	-734	-1,016	-1,524	-1,103
所得税费用	-1	-13	-20	-30	-22
年/期内亏损	-913	-747	-1,036	-1,554	-1,125
净利润	-912	-734	-1,037	-1,555	-1,126
每股收益 (基本)	-0.97	-0.73	-1.03	-1.54	-1.12

现金流量表 (人民币百万元)	18年	19年	20预测	21预测	22预测
年/期内亏损	-913	-747	-1,036	-1,554	-1,125
折旧及摊销	45	146	126	118	123
应收账款及其他应收款项、存货增加	-39	-341	-454	-683	-1,097
应付账款及其他应付款项增加	85	681	735	1,083	1,615
其他	-263	-243	-66	-154	-129
经营活动所用现金净值	-1,085	-504	-695	-1,191	-613
就物业、厂房及设备及无形资产付款	-198	-133	-94	-122	-164
其他	-9,359	4,610	268	382	357
投资活动所得现金净值	-9,557	4,477	174	260	194
发行股份的所得款项	7,100	0	6,658	0	0
其他	-84	9	-26	-26	-26
融资活动所得现金净值	7,016	9	6,631	-26	-26
现金及现金等价物增加/(减少)净额	-3,627	3,981	6,110	-957	-446
年初现金及现金等价物	4,595	926	4,965	11,101	10,144
其他	-41	58	25	0	0
年末现金及现金等价物	926	4,965	11,101	10,144	9,697

比率分析	18年	19年	20预测	21预测	22预测
同比增长					
收入	78.7%	51.8%	24.4%	29.6%	34.0%
毛利	49.0%	28.5%	61.8%	39.6%	48.9%
净利润	亏损缩窄	亏损缩窄	亏损扩大	亏损扩大	亏损缩窄
盈利能力					
毛利率	27.3%	23.1%	30.1%	32.4%	36.0%
净利率	-27.3%	-14.5%	-16.5%	-19.0%	-10.3%
资产回报率	-9.9%	-5.9%	-6.6%	-8.3%	-6.0%
净资产收益率	-12.7%	-7.4%	-8.3%	-10.6%	-8.4%
杜邦分析					
净利率	-27.3%	-14.5%	-16.5%	-19.0%	-10.3%
资产周转率	0.3	0.4	0.3	0.4	0.6
杠杆比率	1.2	1.3	1.2	1.3	1.5

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

估值分析与投资建议

采用 PS 估值法，首次覆盖给予买入评级，目标价 121 港元

目前公司尚未盈利，因此我们采用 PS 估值法。公司为互联网医疗龙头，可比公司较少，港股仅阿里健康 (241 HK) 属互联网医疗行业公司，但其主要收入来自医药电商；此外，美股公司 Teladoc Health Inc (TDOC US) 为互联网医疗企业，但其为美国公司，与公司所处市场环境有较大的差别；同时，我们参考港股主要互联网公司历史估值，给予公司 121 港元的目标价，相对现价仍有 24.5% 的上涨空间，相当于 22/17 倍的 2020 年/2021 年预测 PS，2020 年预测 PS 高于阿里健康及目前港股主要互联网公司，但低于 Teladoc Health Inc，主要反映公司于在线问诊领域具龙头竞争优势、具高增长潜力及投资稀缺性。此外，我们认为短期内市场对公司的估值受政策及相关事件影响较大，预期短期内仍将有较多利好估值政策/事件，包括年底前各地政府将陆续出台互联网医疗医保支付相关政策、互联网医疗医保支付范围逐步扩大、网售处方药监管明确放宽、互联网医疗领域领先企业京东健康及微医陆续登陆港股市场等。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 38: 同业估值表 (更新至 2020 年 11 月 23 日)

公司	代码	市值 亿港元	市盈率(倍)			市销率(倍)		
			19 年	20 年预测	21 年预测	19 年	20 年预测	21 年预测
<u>互联网医疗</u>								
阿里健康	241 HK	2,731	-	818.64	399.80	14.72	13.89	8.58
Teladoc Health Inc	TDOC US	2,188	-	-	-	10.87	27.12	2.31
平均		2,460	-	818.64	399.80	12.80	20.50	5.44
<u>港股互联网</u>								
腾讯控股	700 HK	56,358	34.07	38.50	31.16	8.43	9.91	8.03
阿里巴巴	9988 HK	54,762	30.82	26.45	21.55	7.10	6.69	5.16
京东集团	9618 HK	10,516	52.28	43.74	30.65	0.62	1.20	0.98
美团	3690 HK	17,897	233.58	285.83	92.60	5.39	13.52	9.08
小米集团	1810 HK	6,166	22.78	43.87	31.95	1.11	2.15	1.66
网易	9999 HK	4,899	20.81	18.78	16.38	4.64	5.81	4.96
平均		25,100	65.72	76.20	37.38	4.55	6.55	4.98

来源: 彭博, 中泰国际研究部

风险提示

市场竞争加剧

公司正处于一个新兴且不断演变的行业的初期发展阶段，经营历史有限，行业挑战及同业竞争或影响公司业绩。

政策风险

公司所处的互联网医疗行业尚处于行业标准形成阶段，业务发展或受制于不断演变的监管规定。疫情过后，对互联网医疗需求的急迫性降低，政策推进速度或变慢。

依赖大股东

公司依赖与主要股东中国平安及其关联方的合作，若关系恶化将影响公司业绩。

经营风险

公司仍处于海量用户积累阶段，业务拓展仍处于初期，未来平台变现能力有机会不及预期。此外，由于公司所处行业的特殊性，公司或须承受医疗责任赔偿，巨额赔款将影响公司业绩。

历史建议和目标价

平安好医生 (1833 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2020-11-25	HK\$97.15	买入 (首次覆盖)	HK\$121.00

附注: 股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该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。中泰国际不对因使用本报告的内容而导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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他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，并不代表中泰国际或附属机构的观点。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，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805