

平安好医生 (01833.HK)

互联网医疗迎来拐点，互医独角兽强势崛起

平安好医生：打造一站式医疗健康平台。平安好医生是中国领先的一站式医疗健康生态平台，致力于让每个家庭拥有一个家庭医生；让每人拥有一份电子健康档案；让每人拥有一个健康管理计划。目前，平安好医生已经形成在线医疗服务、消费型医疗、健康商城、健康管理及健康互动四大业务板块。公司向用户提供广泛的医疗服务和产品以及个性化的健康管理内容及计划，帮助其维持健康的生活方式。不断加强自有医疗团队及开发人工智能等关键技术以及信息基础设施，支持相应的解决方案并提升向用户提供的服务质量，打造一站式医疗健康平台。

政策利好不断，互联网医疗迎来拐点。互联网医疗纳入医保报销，“互联网+”盈利模式明晰。2019年8月30日，医保局发布《国家医疗保障局关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》，正式将“互联网+医疗”纳入医保报销范围，标志着创新业务拐点已到，远程医疗/互联网诊疗收费模式较为明确，模式较为成熟，医院、医生甚至医疗信息化公司可多方参与分成，将成为互联网医疗的重要变现模式。医保为主，商保为辅是必然趋势：1) 医保覆盖广，但保障力度不足；2) 现阶段医保控费能力弱，医保基金支付压力较大；3) 医保局成立后看，未来医保支付改革更加游刃有余，商保介入的空间进一步增大；4) 商业健康险既可以补充医保缺口，提升保障力度，又可以补充高端市场，提供优质医疗服务。

用户快速增长，AI优化诊疗与用药。至2018年12月31日止，注册用户达265.2百万，较2017年末增加72.4百万人。2018年12月，月活跃用户数和月付费用户数分别达54.7百万和2.4百万，同比分别增长85.4%和86.2%；全年平均付费用户转化率从2.7%提升至3.6%。公司重视AI技术研发，改善患者在线就医体验。基于深度学习技术、NLP技术、知识图谱和大数据超算平台，在AI研发与实践应用方面取得显著进展。受益于实践中积累的近4.1亿人次咨询数据，持续优化AI辅助诊疗系统。截至2018年末，该系统已经在自有医疗团队全科室应用，并落地超100家医院。

2020年目标市值742亿，首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司2019-2021年实现收入分别为50.97、74.20、99.65亿元，同比增长54%、46%、34%，实现归母净利润分别为-7.85、-6.16、-4.60亿元。由于公司处于尚未盈利阶段，互联网医疗市场巨大，公司用户快速扩张，用户价值量仍较大提升空间。考虑到用户粘性高，按年费用，服务附加值高，我们以类云模式给予公司PS估值。给予公司2020年目标市值742亿，对应PS 10倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：1) 互联网医疗政策风险；2) 与平安集团的合作不再紧密，增加运营成本；3) 家庭医生业务变现不及预期；4) 关键假设可能存在误差的风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,868	3,337	5,097	7,420	9,965
增长率 yoy (%)	210.3	78.7	53.7	45.6	34.3
归母净利润(百万元)	-1,001	-912	-785	-616	-460
增长率 yoy (%)	32.1	-9.0	-13.9	-21.6	-25.3
EPS 最新摊薄(元/股)	-0.94	-0.85	-0.74	-0.58	-0.43
净资产收益率(%)	-24.8	-8.9	-8.8	-7.4	-5.8
P/E(倍)	56.2	44.6	35.4	28.4	23.0
P/B(倍)	8.09	7.07	5.94	4.91	4.08

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	
最新收盘价	57.65
总市值(百万元)	52,300.08
总股本(百万股)	907.20
其中自由流通股(%)	
30日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaocang@gszq.com

分析师 安鹏

执业证书编号：S0680519030002

邮箱：anpeng@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,853	8,094	16,143	17,725	25,532	营业收入	1,868	3,337	5,097	7,420	9,965
现金	4,595	926	1,355	2,859	3,627	营业成本	1,256	2,426	3,792	5,579	7,519
应收账款	454	431	658	958	1,287	营业税金及附加					
其他应收款	-	-	-	-	-	营业费用	724	1,238	1,239	1,301	1,431
预付账款	525	6,698	14,086	13,844	20,531	管理费用	711	995	1,343	1,746	2,183
存货	5,853	8,094	16,143	17,725	25,532	财务费用	-37	-202	-281	-342	-379
其他流动资产	-	-	-	-	-	资产减值损失	-	-	-	-	-
非流动资产	5,972	12,374	18,257	20,271	28,477	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期投资	10	255	255	255	255	投资净收益	-5	-4	3	8	14
固定投资	103	172	636	1,068	1,468	营业利润	-1,001	-912	-785	-616	-460
无形资产	6	1,053	1,053	1,053	1,053	营业外收入	-	1	-	-	-
其他非流动资产	119	4,280	2,114	2,545	2,945	营业外支出	-	1	-	-	-
资产总计	5,972	12,374	18,257	20,271	28,477	利润总额	-1,001	-912	-785	-616	-460
流动负债	1,938	2,106	3,136	4,087	5,125	所得税	-	1	-	-	-
短期借款	-	-	-	-	-	净利润	-1,001	-912	-785	-616	-460
应付账款	467	329	993	1,461	1,969	少数股东收益	-	-1	-	-	-
其他流动负债	1,472	1,777	2,143	2,626	3,156	归属母公司净利润	-1,001	-912	-785	-616	-460
非流动负债	-	-	5,637	7,070	14,430	EBITDA	-1,001	-867	-749	-547	-360
长期借款	-	-	-	-	-	EPS (元/股)	-0.94	-0.85	-0.74	-0.58	-0.43
其他非流动负债	-	-	5,637	7,070	14,430						
负债合计	1,938	2,106	9,312	11,942	20,608	主要财务比率					
少数股东权益	-	68	68	68	68	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	-	-	-	-	-	成长能力					
资本公积	5,844	12,794	12,794	12,794	12,794	营业收入 (%)	210.3	78.7	52.7	45.6	34.3
留存收益	-2,221	-3,133	-3,918	-4,534	-4,994	营业利润 (%)	32.1	-8.9	-13.9	-21.6	-25.3
归属母公司股东收益	4,034	10,199	8,876	8,260	7,801	归属母公司净利润 (%)	32.1	-9.0	-13.9	-21.6	-25.3
负债和股东权益	5,972	12,374	18,257	20,271	28,477	盈利能力					
						毛利率 (%)	32.8	27.3	25.6	24.8	24.5
现金流量表 (百万元)						净利率 (%)	-53.6	-27.3	-15.4	-8.3	-4.6
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	-24.8	-8.9	-8.8	-7.4	-5.8
经营活动净现金流	-484	-1085	-917	2374	1459	ROIC (%)	18652.6	110.2	-7.6	-6.9	-6.1
净利润	-1,001	-912	-785	-616	-460	偿债能力					
折旧摊销	-	-	-	-	-	资产负债率 (%)	32.5	17.0	44.1	49.0	53.4
财务费用	-	-	37	68	100	净负债比率 (%)	48.0	20.5	78.8	96.0	114.8
投资损失	-	-	-	-	-	流动比率	3.02	3.84	2.84	3.90	4.82
营运资金变动	861	-5867	-954	2306	1359	速动比率	3.02	3.82	2.84	3.89	4.81
其他经营现金流	-	-	-	-	-	营运能力					
投资活动净现金流	326	-9557	2044	-500	-500	总资产周转率	0.37	0.36	0.33	0.39	0.41
资本支出	356	-9557	2544	-	-	应收账款周转率	6.63	7.54	9.36	9.18	8.88
长期投资	0	0	-500	-500	-500	应付账款周转率	5.75	8.39	7.71	6.05	5.81
其他投资现金流	-	-	-	-	-	每股指标 (元/股)					
筹资活动净现金流	2154	7016	539	246	269	每股收益 (最新摊薄)	-0.94	-0.85	-0.74	-0.58	-0.43
短期借款	-	-	-	-	-	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.45	-1.02	-6.14	0.88	-5.53
长期借款	0	0	539	246	269	每股净资产 (最新摊薄)	-16.8	-7.4	-4.3	-3.0	-1.6
普通股增加	-	-	-	-	-	估值指标 (倍)					
资本公积增加	-	-	-	-	-	P/E	-57.8	-63.5	-73.7	-94.1	-125.9
其他筹资现金流	-	-	-	-	-	P/B	14.4	5.7	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	1873	-3668	1366	2120	1228	EV/EBITDA	-	-0.1	-	-	-

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

平安好医生：打造一站式医疗健康平台	4
政策利好不断，互联网医疗迎来拐点	8
互联网医疗纳入医保报销，“互联网 + ”盈利模式明晰	10
医保为主商保为辅趋势下，大健康市场成为蓝海	12
用户快速增长，AI 优化诊疗与用药	14
风险提示	17

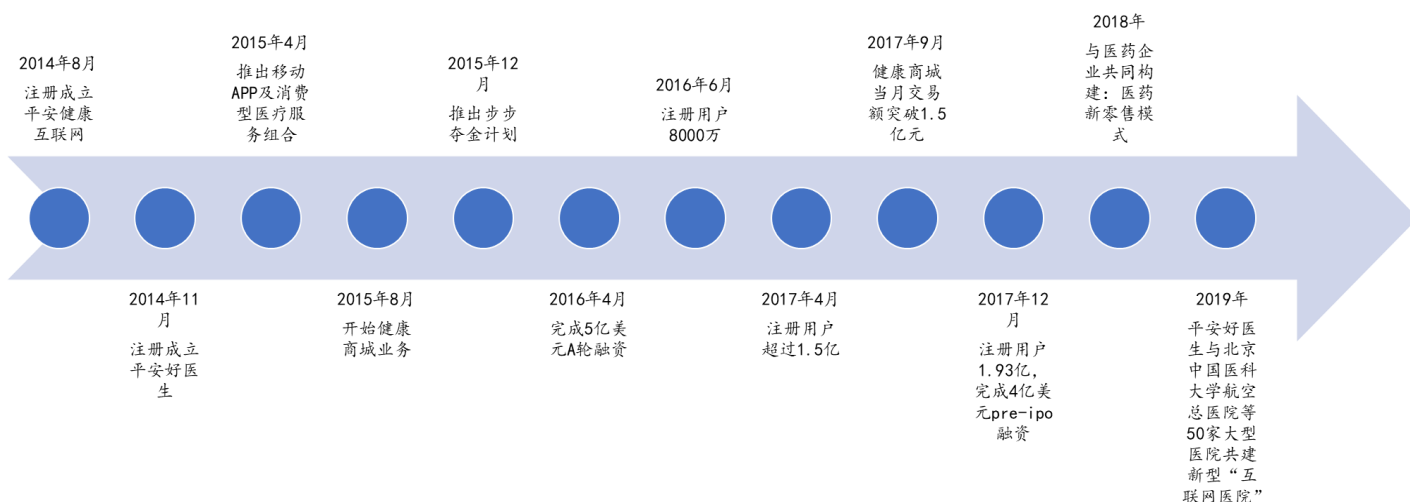
图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 平安好医生收入毛利拆分	5
图表 3: 平安好医生家庭医生服务	6
图表 4: 平安好医生药品配送	6
图表 5: 平安好医生消费型医疗	7
图表 6: 平安好医生健康头条	7
图表 7: 公司股东结构	8
图表 8: 公司战略生态布局	8
图表 9: 2014-2018 年中国互联网医疗行业投融资事件、金额统计情况	9
图表 10: 平安好医生收入保持高速增长	9
图表 11: 平安好医生收入保持高速增长	10
图表 12: 互联网医疗纳入医保报销	10
图表 13: 2018 年是互联网医疗政策大年	11
图表 14: 互联网医疗服务价格（上）	11
图表 15: 互联网医疗服务价格（下）	12
图表 16: 医保为主，商保为辅是必然趋势	12
图表 17: 2011-2020E 健康险保费收入规模	13
图表 18: 2013-2017 年中国健康险密度及深度	13
图表 19: 国内商业保险的对医保的补充空间还很大	13
图表 20: 此处录入标题	14
图表 21: 公司用户快速增长	14
图表 22: AI 辅助诊疗先行	15
图表 23: 公司收入拆分与预测	16

平安好医生：打造一站式医疗健康平台

平安好医生是中国领先的一站式医疗健康生态平台，致力于让每个家庭拥有一个家庭医生；让每人拥有一份电子健康档案；让每人拥有一个健康管理计划。目前，平安好医生已经形成医疗在线服务、消费型医疗、健康商城、健康管理及健康互动四大业务板块。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

平安好医生的业务主要分为以下四块：

- 1、在线医疗服务，主要包括在线问诊、健康 360 会员服务，私家医生服务（包含线上 7x24 小时问诊，个人健康管理计划，儿童发育成长计划，转诊挂号、住院安排和专家二次诊疗报告等线下服务）。
- 2、消费型医疗，提供医疗健康机构服务的标准化服务方案，满足用户持续性、预防性和其他健康相关的需要，例如健康检查，基因检测和医美。
- 3、健康商城，医疗产品例如药品、保健品和医疗器械；健身产品及个人护理用品等等。
- 4、健康管理及健康互动，定制健康计划、工具及活动，向用户推荐个性化内容协助保持健康生活方式。

图表 2: 平安好医生收入毛利拆分

	2016	2017	2018
家庭医生服务			
收入 (亿元)	1.37	2.42	4.11
毛利 (亿元)	0.555	1.43	1.65
毛利率 (%)	41%	59%	40%
消费型医疗			
收入 (亿元)	3.88	6.55	9.05
毛利 (亿元)	1.76	3.04	4.18
毛利率 (%)	45%	46%	46%
健康商场			
收入 (亿元)	0.63	8.96	18.64
毛利 (亿元)	0.11	1.05	2
毛利率 (%)	18%	12%	11%
健康管理及互动			
收入 (亿元)	0.14	0.74	1.57
毛利 (亿元)	0.11	0.61	1.28
毛利率 (%)	75%	82%	82%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在线医疗服务: 通过 AI 辅助的自有医疗团队, 为用户提供涵盖 24x7 在线问诊、转诊、挂号、住院安排、第二诊疗意见及 1 小时送药等一站式服务。截至 2018 年末, 公司的自有医疗团队达 1,196 人; 签约合作外部医生 (均为三级甲等医院 副主任医师及以上职称) 5,203 名; 合作医院数超 3,000 家, 其中三级甲等医院超 1,200 家; 合作药店超 15,000 家; 1 小时送药网络覆盖全国 86 个城市, 较 2017 年末增加 72 个。

图表 3: 平安好医生家庭医生服务



资料来源: 平安好医生 App, 国盛证券研究所

图表 4: 平安好医生药品配送



资料来源: 平安好医生 App, 国盛证券研究所

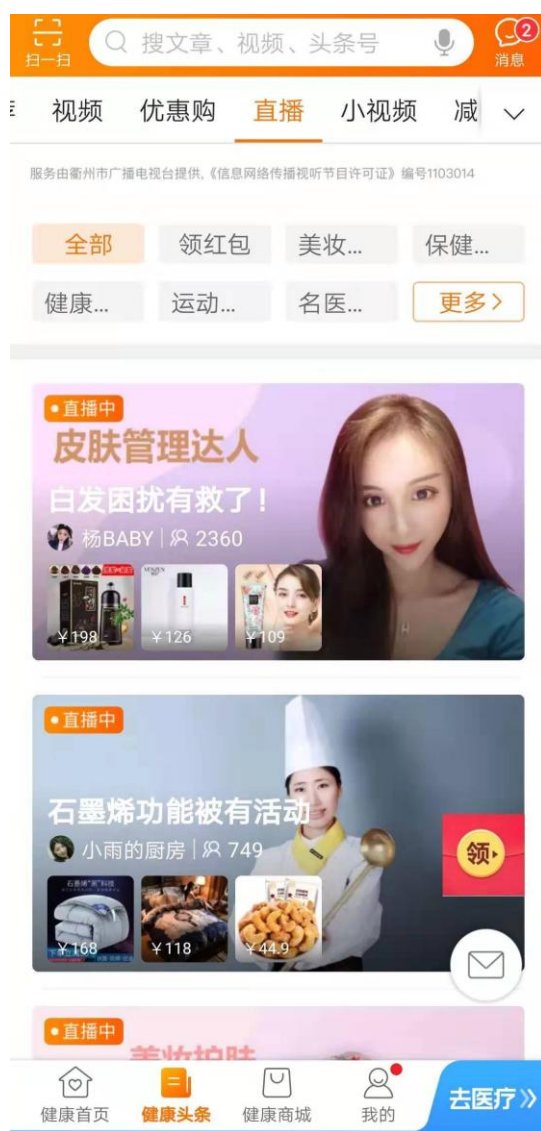
消费型医疗: 整合在线线下服务网络, 为用户提供一站式医疗健康服务。截至 2018 年 12 月 31 日, 公司的医疗健康服务供货商网络覆盖近 400 家中医诊所、超 1,300 家体检中心、超 1,200 家牙科诊所和超 120 家医美机构, 供货商网络较 2017 年末增加约 1,500 家。截至 2018 年 12 月 31 日, 使用万家云诊所系统的诊所近 47,000 家。

图表 5: 平安好医生消费型医疗



资料来源: 平安好医生 App, 国盛证券研究所

图表 6: 平安好医生健康头条



资料来源: 平安好医生 App, 国盛证券研究所

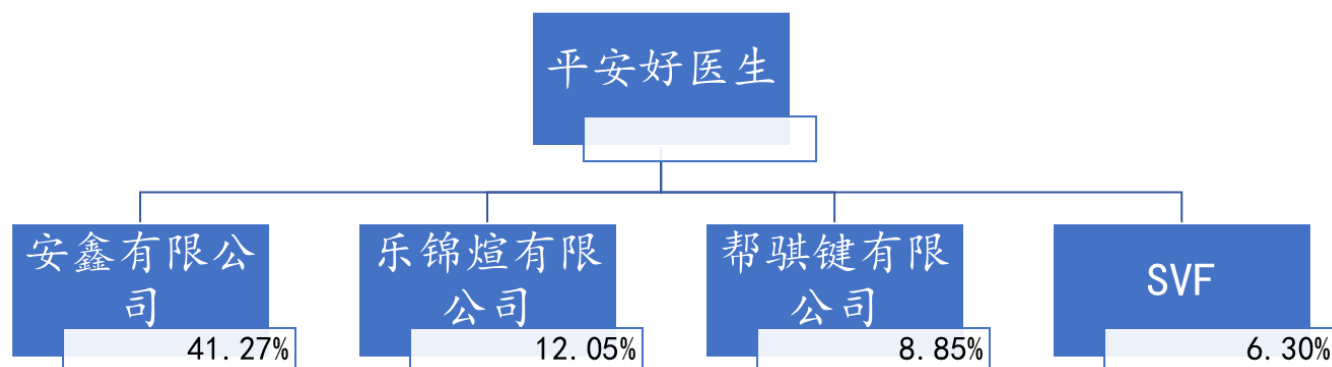
健康商城: 健康商城通过自营和平台两种模式运营, 在线提供覆盖中西药品、营养保健、医疗器械、母婴育儿及运动健身 等众多品类的商品, 提高产品和服务的可达性。截至 2018 年 12 月 31 日, 健康商城合作商户近 900 家, 覆盖商品 SKU 约 61.3 万个, 较 2017 年末分别增加约 550 家和约 43.4 万个。公司不仅丰富和差异化医药及健康产品品类、满足用户的医疗 健康需求, 还通过对用户需求和行为的大数据画像, 进行精准营销, 并结合商家的线下物流网络, 为用户提供良 好的购物体验。2018 年, 健康商城业务贡献 GMV 达人民币 2,973.4 百万元, 同比增长 78.7%。

健康管理和互动: 基于用户上传的健康数据及在平台的行为数据, 对用户进行精准画像和个性化信息展示。同时, 公司通过推荐引擎, 预测用户的潜在兴趣与爱好, 设计及优化健康计划、测试和课程, 将相关产品和服务推送给精准用户。截至 2018 年 12 月 31 日, 公司的医疗健康内容覆盖 20 个垂直频道, 累计内容数量超 100 万条, 高效专业地帮助用户解决常见的健康保健问题, 促进用户形成和保持良好的生活习惯。

公司持股比例集中。 公司主要股东包括安鑫有限公司、乐锦煊有限公司以及愿景基金。其中安鑫 (平安集团全资子公司) 直接持有平安好医生 41.27% 股权, 乐锦煊直接持股 12.06%, 另外 公司 IPO 上市前获软银集团投资, 通过旗下的远景基金以 4 亿美元的

价格换得公司 6.30%的股份。

图表 7: 公司股东结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

打造一站式医疗健康平台。公司向用户提供广泛的医疗及服务和产品以及个性化健康管理内容及计划, 帮助其维持健康的生活方式。不断加强自有医疗团队及开发人工智能助理等关键技术以及信息基础设施, 支持相应的解决方案并提升向用户提供的服务质量。

图表 8: 公司战略生态布局

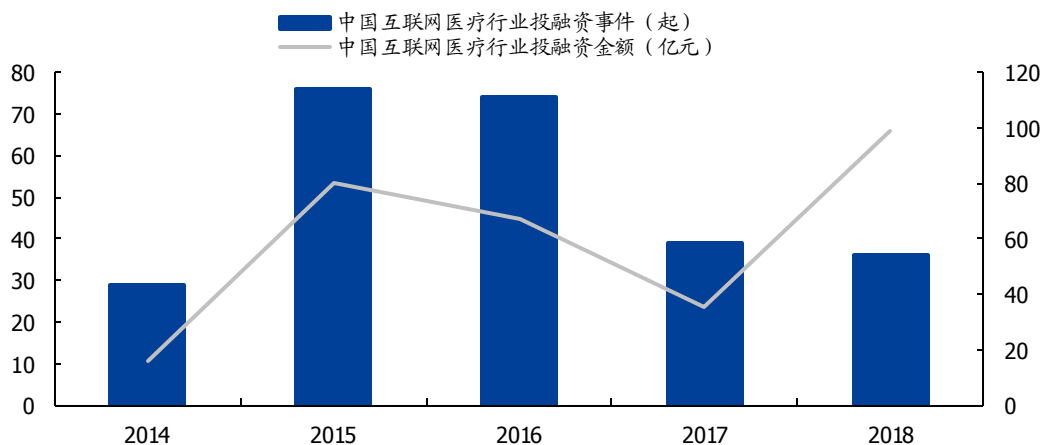


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

政策利好不断, 互联网医疗迎来拐点

互联网医疗风口属性不变，2018 年互联网医疗行业融资额大幅增长。根据 IT 桔子数据，2014-2018 年期间，互联网医疗行业资本市场火热程度总体呈现波动趋势。2018 年，互联网医疗行业发生 36 件投融资事件，融资金额为 98.84 亿元，相较 2017 年融资额暴增，但融资企业的数量却大幅下降。我们认为，近 5 年来，互联网医疗行业的投融资整体规模较小，以平安好医生、丁香园为代表的公司在商业模式和用户运营方面的探索和积累，行业将持续保持资本热度。

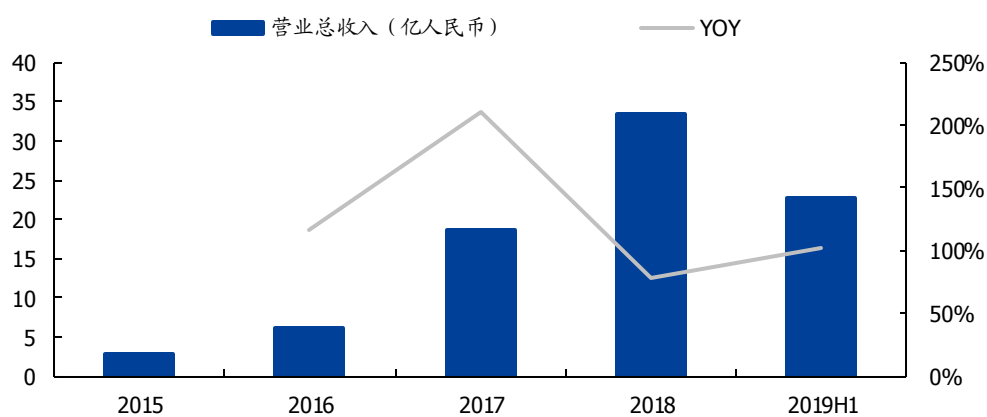
图表 9: 2014-2018 年中国互联网医疗行业投融资事件、金额统计情况



资料来源: IT 桔子, 国盛证券研究所

头部公司经营向好。2018 年，伴随着平安好医生港股上市，微医 Pre-IPO 融资，好大夫在线、丁香园、春雨医生等多个平台估值超过 10 亿美元。可以预见，行业接下来的竞争将是围绕用户入口和资源整合能力的竞争，是真正回归医疗本质的竞争。以平安好医生为例，公司 2019H1 实现总收入人民币 22.73 亿元，同比增长 102.4%；其中，核心业务——在线医疗持续高速增长，实现营业收入 3.36 亿元，同比增长 80.5%。

图表 10: 平安好医生收入保持高速增长



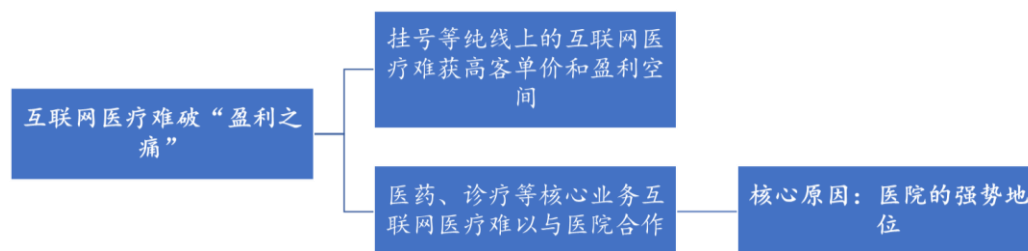
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

互联网医疗多年难破“盈利之痒”。多年来，互联网医疗行业显示出了巨大的发展潜力和市场空间。然而，行业中能够实现产生规模化收入和可持续盈利模式的公司寥寥无几。对于纯线上的互联网医疗企业来说，很难获得高客单价和盈利。因为在医疗行业以往的盈利的空间还是在医药和诊疗上，诊费占比很少。核心业务需要企业跟医院形成协作。导致赛道中多数公司的盈利模式尚在探索阶段。

核心原因：医院掌握核心资源，互联网医疗无法触及核心业务。我国医疗行业的现状决定了，在企业与医院合作中，公立医院体系长期处于强势的一方，掌握核心资源。互联

网医疗企业与医院的合作如果只停留在帮助挂号、问诊的层面，没有触及核心业务，也无法建立有效的商业模式。最终，容易造成企业签了一堆医院，却什么也没干成的尴尬局面。

图表 11: 平安好医生收入保持高速增长



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

如何破局？1. 改变医院强势地位；2. 医疗大数据将在医院与医保层面部分开放使用。

1) 医保局的成立将改变医院的强势地位，使得公立医院控费成为新常态，医院将高度配合医保局进行医保控费；

2) 医保与医院双管齐下建设医疗大数据的互联互通，在政策与成本的压力下，医院将更有动力对医疗大数据部分开放使用。

互联网医疗纳入医保报销，“互联网+”盈利模式明晰

互联网医疗纳入医保报销，“互联网+医疗”迎来拐点。7 月 31 日，国家医保局对十三届全国人大二次会议第 2056 号建议的答复中表示互联网医疗收费细则正在制定，已经形成了初稿，等待征求各方面意见修改完善后正式发布。22 日，全国人大常委会会议三审基本医疗卫生与健康促进法草案，对比此前的二审稿，“开展远程诊疗、远程影像诊断等远程医疗服务”写入了三审稿。目前，四川、甘肃、广州、贵州等省份全省或部分地区已出台线上问诊、远程医疗定价及报销政策，将符合条件的诊疗服务纳入医保支付范围。

图表 12: 互联网医疗纳入医保报销

时间	政策/新闻	主要内容
20190731	国家医保局：互联网医疗收费细则初稿已完成 即将纳入医保报销	国家医保局公开了对十三届全国人大二次会议部分代表关于互联网医疗建议提案的答复，从信息中可以看到，互联网医疗收费细则正在制定，初稿已完成，并且即将纳入医保报销范围。
20190822	“远程诊疗”写入基本医疗卫生与健康促进法草案	全国人大常委会会议三审基本医疗卫生与健康促进法草案，对比此前的二审稿，“开展远程诊疗、远程影像诊断等远程医疗服务”写入了三审稿。
20190830	国家医疗保障局关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见	“互联网+”医疗服务是各级各类医疗机构，在依法合规的前提下，将线下已有医疗服务通过线上开展、延伸。“互联网+”医疗服务价格，纳入现行医疗服务价格的政策体系统一管理。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，并根据服务特点完善协议管理、结算流程和有关指标。

资料来源: 中国政府网, 国盛证券研究所

在政策与成本压力下，医院在创新业务层面合作意愿或增加。2018 年是互联网医疗的政策大年，政策放开给予医院开展创新业务空间。4 月 28 日，国务院办公厅发布了《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，紧接着《互联网诊疗管理办法（试行）》、《互

《互联网医院管理办法（试行）》和《远程医疗服务管理规范（试行）》相继出台，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，允许在线开展部分常见病、慢性病复诊。医师掌握患者病历资料后，允许在线开具部分常见病、慢性病处方。

图表 13: 2018 年是互联网医疗政策大年

时间	事件
2018 年 4 月 12 日	国务院新闻办就《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》召开媒体吹风会。会议透露的主要结果是，互联网医院得到了官方认证，同时互联网将全面链接医疗、医药、医保服务，并针对互联网医疗安全隐患、数据安全、互联网医院举办等问题进行了解答。
2018 年 4 月 28 日	国务院办公厅发布了《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》（下简称《意见》）。健全“互联网+医疗健康”服务体系；完善“互联网+医疗健康”支撑体系；加强行业监管和安全保障。允许依托医疗机构发展互联网医院。鼓励医疗联合体内上级医疗机构借助人工智能等技术手段，面向基层提供远程会诊、远程心电图诊断、远程影像诊断等服务。
2018 年 6 月 4 日	国家领导人在银川市考察，听取了关于“互联网+医疗健康”工作的汇报，对远程门诊、远程诊断等创新给予了充分肯定。他表示，“银川要打造全国的国家级互联网+医疗示范区，希望你们真正把这件事情办好，惠及百姓，给全国提供示范区的经验。”
2018 年 8 月 4 日	国家卫健委和国家中医药管理局联合发布了《关于印发互联网诊疗管理办法（试行）》等 3 个文件的通知，包括《互联网医院管理办法（试行）》、《互联网诊疗管理办法（试行）》、《远程医疗服务管理规范（试行）》。

资料来源：中国政府网，国盛证券研究所

远程医疗将成为互联网医院的重要变现模式。远程医疗在现有互联网医疗商业模式中，价格较为明确，模式较为成熟，医院、医生甚至医疗信息化公司可多放参与分成，是互联网医院的重要变现模式。

图表 14: 互联网医疗服务价格（上）

类别	远程会诊类					远程门诊类(元/次)		
	远程单学科会诊	远程多学科会诊	同步远程病理会诊	非同步远程病理会诊	远程中医辨证论治会诊	主任医师	副主任医师	主治医师
银川						20	15	10
四川	主任医师:100 元/次; 副主任医师 80 元/次	300 元/小时				60	40	30
贵州	主任医师:100 元/次; 副主任医师 80 元/次	320 元/小时	180 元/次	140 元/次	320 元/小时	35	22	12
江苏	200 元/次	600 元/次	600 元/次	400 元/次				
广西		500 元/次	298 元/次	189 元/次				
河北	440 元/次	1130 元/次						
福建	1200 元/次	2400 元/次						
内蒙古	主任医师:100 元/次; 副主任医师 80 元/次	320 元/小时	300 元/小时	200 元/次	320 元/小时	50		

资料来源：蛋壳研究院，国盛证券研究所

图表 15: 互联网医疗服务价格 (下)

类别	远程诊断类					远程监测类			
	远程影像诊断 (CR/DR)	远程影像诊断 (CT/MRI)	远程心电图	远程病理诊断	远程超声诊断	远程心电图监测	远程血压监测	远程血糖监测	远程胎心监测
银川	12 元/片	CT:200 元/部; MRI:380 元/部位				3.9 元/小时	6 元/小时		8.8 元/次
江苏	50 元/次	50 元/部位	50 元/次	300 元/次					
广西		500 元/次	298 元/次	189 元/次		6.3 元/小时			
河北		272 元/次	238 元/次	252 元/次					
福建		320 元/次		480 元/次					
内蒙古		100 元/部位	25 元/次	200 元/次					

资料来源: 蛋壳研究院, 国盛证券研究所

医保为主商保为辅趋势下, 大健康市场成为蓝海

医保为主, 商保为辅是必然趋势: 1) 医保覆盖广, 但保障力度不足; 2) 现阶段医保控费能力弱, 医保基金支付压力较大; 3) 医保局成立后看, 未来医保支付改革更加游刃有余, 商保介入的空间进一步增大; 4) 商业健康险既可以补充医保缺口, 提升保障力度, 又可以补充高端市场, 提供优质医疗服务。

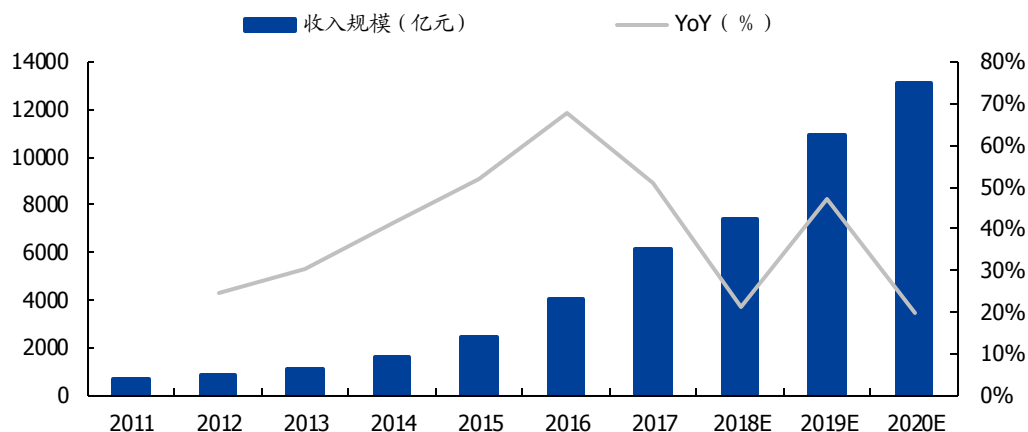
图表 16: 医保为主, 商保为辅是必然趋势



资料来源: 国盛证券研究所

中国健康险规模小, 增速高、空间大, 蓝海特征明显。2017 年中国保险市场总体原保费收入为 36581.01 亿元。其中, 健康险原保费收入为 4389.46 亿元, 占比 12.0%, 与寿险 (占比 58.7%)、财险 (占比 26.9%) 业务相比规模尚小。不过, 2013 年-2017 年, 健康险增速为 40.6%, 远高于其他险种。由此可见, 中国的健康险市场发展空间巨大, 乐观预测到 2020 年健康险市场原保费收入将达到 1.3 万亿元。

图表 17: 2011-2020E 健康险保费收入规模

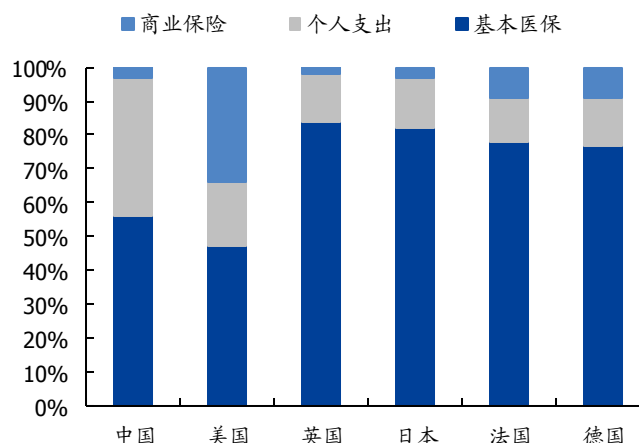
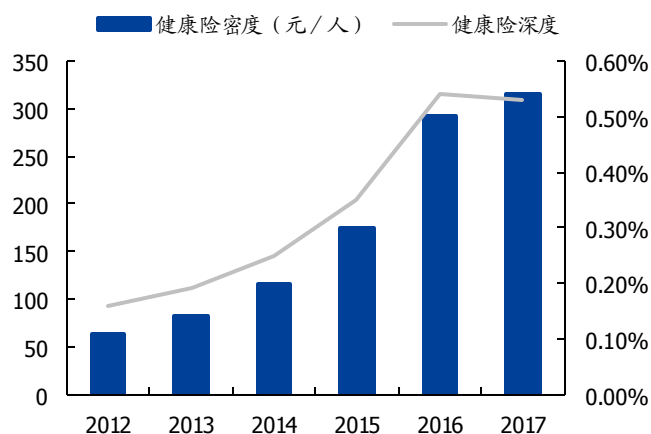


资料来源: 保监会, 国盛证券研究所

中国健康险市场的密度与深度远低于成熟市场水平。美国（商业保险模式）2013 年健康险密度即达到 16800 元/人，德国（社会医疗保险模式）2013 年健康险密度即达康险密度为 3071 元/人。而中国健康险市场经过 5 年的持续增长，2017 年中国的健康险市场密度为 316 元/人，健康险深度为 0.53%。由此可见，中国的健康险市场发展空间巨大，乐观预测到 2020 年健康险市场原保费收入将达到 1.3 万亿。

图表 18: 2013-2017 年中国健康险密度及深度

图表 19: 国内商业保险的对医保的补充空间还很大



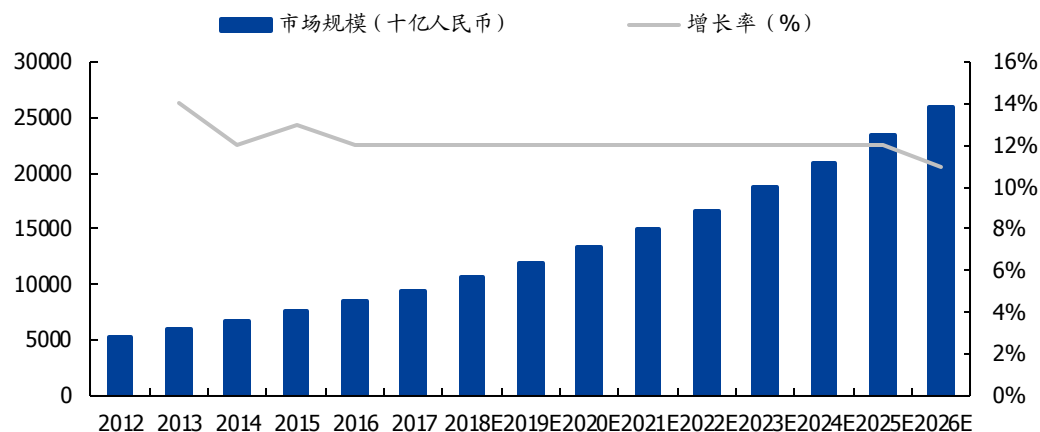
资料来源: 中国统计局, 国盛证券研究所

资料来源: KPMG, 国盛证券研究所

结合基于医疗数据的健康及慢病管理可降低赔付成本。由于赔付率过高，加上代理费和管理费等经营成本，多数健康险亏损。而基于患者健康数据、付费数据及疾病概率监测分析，保险公司可针对用户进行健康及疾病管理，做到“治未病”和“大病早治”等，避免医疗消费升级，从而有效降低理赔成本。保险公司与健康管理公司的合作运营是保险与医疗真正的融合。

公开数据显示，中国大健康产业于 2016 年的市场规模是 8.6 万亿元，并预期于 2026 年增加至人民币 26.8 万亿元，复合年增长率为 12%。尽管医疗需求及开支不断增加，中国优质医疗资源依然稀缺且分布不均衡。随着互联网蓬勃发展，大数据分析及人工智能等科技创新出现，互联网医疗为使用医疗服务提供方便及安全的途径，弥补中国医疗行业的结构性劣势，减少中国社会医疗保险的财务负担。

图表 20: 中国大健康产业市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

用户快速增长, AI 优化诊疗与用药

用户快速增长。至 2018 年 12 月 31 日止, 注册用户达 265.2 百万, 较 2017 年末增加 72.4 百万人。2018 年 12 月, 月活跃用户数和月付费用户数分别达 54.7 百万和 2.4 百万, 同比分别增长 85.4%和 86.2%; 全年平均付费用户转化率从 2.7%提升至 3.6%。

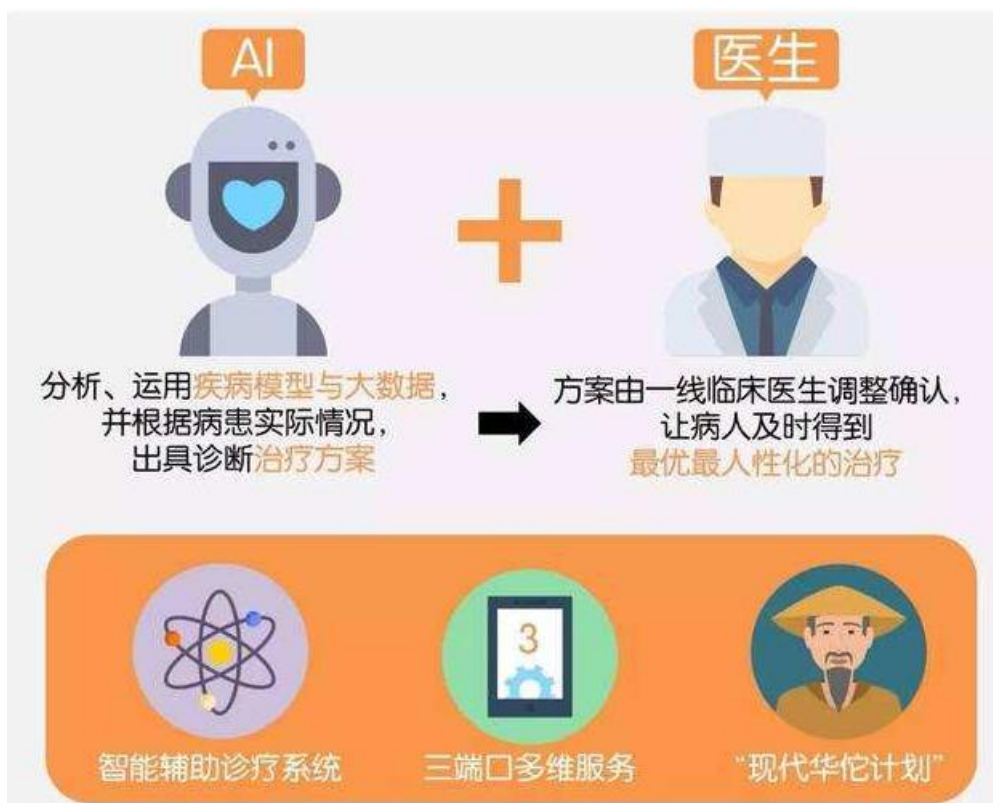
图表 21: 公司用户快速增长

单位 (百万)	2015	2016	2017	2018
注册用户数	30.3	131.5	192.5	265.2
平均月活用户数	5.6	21.8	32.9	54.7
平均月付费用户数	0.1	0.4	0.9	2.4

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

AI 辅助诊疗先行。公司重视 AI 技术研发, 改善患者在线就医体验。基于深度学习技术、NLP 技术、知识图谱和大数据超算平台, 公司在 AI 研发与实践应用方面取得显著进展。受益于实践中积累的近 4.1 亿人次咨询数据, 同时公司持续优化 AI 辅助诊疗系统。截至 2018 年末, 该系统已经在自有医疗团队全科室应用, 并落地超 100 家医院。

图表 22: AI 辅助诊疗先行



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

AI 辅助问诊提高医疗效率

好医生实时问诊的大数据显示，约 20% 的患者经过实时问诊流程后，还需到线下医院做进一步诊疗。对于合作医院而言，平安好医生的智能辅助诊疗系统，将为其专业水平提升打通“信息通道”。

在这个基础上，平安好医生正与合作医院实现线下就医、分诊转诊、随访复诊等一站式医疗健康服务平台。整个医疗服务的流程和效率都将得到提升。

数据提供个体化的专业治疗

大数据能够帮助碎片化、非连续的服务转化成连续的、整合性的服务，从而解决医疗系统的信息不对称问题。通过整合通过多种渠道收集的信息，可单独评估个体患者的风险评估，诊断，治疗和监测，为患者提供从预防，诊断，治疗到完全康复周期的持续专业服务。

平安好医生便捷的实时问诊服务，可以给人们提供帮助，对很多人来说，足不出户、很少甚至免费的问诊费用还是相当有吸引力的。平安好医生的实时问诊和健康内容服务，也在不断的改变人们的健康意识。在这些基础上，平安好医生逐步建立可追踪的个人健康档案，用户对个人健康状况有更清晰的认识，会自发的通过平安好医生或其他渠道寻找合适的健康医疗资源。

大数据促进用药的改善

平安好医生健康商城在医药电商领域也有着重要的位置，不断积累用户用药数据，同时，通过和医院合作使用智能辅助诊疗系统，可以获得患者的用药情况。

通过梳理和挖掘用户用药数据，平安好医生可以获得不同健康状况和病患情况的合理用药信息，有助于医药企业研发新药，和针对用户提供更加合理的保健和用药建议。

随着平安好医生一站式健康管理平台战略更加成熟，进一步的与线下健康管理机构、医院合作，拓展优质医疗资源，同时技术不断革新，将 AI 问诊应用到健康管理的方方面面，会显著改善人们的健康管理模式，提升生命质量。

盈利预测与估值

关键假设：1) 健康商城业务受益用户增长，持续高增，预计 2019-2021 年增速分别为 65%、50%、35%，毛利率保持稳定；2) 消费型医疗业务稳定增长，预计 2019-2021 年增速分别为 20%、25%、20%，毛利率保持稳定；3) 家庭医生服务市场需求空间巨大，公司产品体验领先，业务保持高增长，预计 2019-2021 年增速分别为 70%、60%、50%，毛利率保持稳定；4) 健康管理及健康互动业务受益于家庭医生业务，保持高速增长，预计 2019-2021 年增速分别为 50%、40%、30%，毛利率保持稳定。

图表 23: 公司收入拆分与预测

(单位: 百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
健康商城						
收入	63	896	1,864	3,075.60	4,613.40	6,228.09
增速		1322%	108%	65%	50%	35%
占比	10.48%	47.99%	55.86%	60.36%	62.19%	62.51%
成本	51.62	791.44	1,663.06	2,744.05	4,116.08	5,556.70
毛利润	11.38	104.56	200.94	331.55	497.32	671.39
毛利率	18.07%	11.67%	10.78%	10.78%	10.78%	10.78%
消费型医疗						
收入	388	655	905	1,086.00	1,357.50	1,629.00
增速		69%	38%	20%	25%	20%
占比	64.56%	0.00%	27.12%	21.31%	18.30%	16.35%
成本	211.89	351.01	487.07	584.49	730.61	876.73
毛利润	176.11	303.99	417.93	501.51	626.89	752.27
毛利率	45.39%	46.41%	46.18%	46.18%	46.18%	46.18%
家庭医生服务						
收入	136	242	411	698.70	1,117.92	1,676.88
增速		78%	70%	70%	60%	50%
占比	22.63%	0.00%	12.32%	13.71%	15.07%	16.83%
成本	80.70	99.58	246.15	418.45	669.52	1,004.28
毛利润	55.30	142.42	164.85	280.25	448.40	672.60
毛利率	40.66%	58.85%	40.11%	40.11%	40.11%	40.11%
健康管理及健康互动						
收入	14.00	74.00	157.00	235.50	329.70	428.61
增速		429%	112%	50%	40%	30%
占比	2.33%	0.00%	4.70%	4.62%	4.44%	4.30%
成本	3.34	13.48	29.05	43.57	60.99	79.29
毛利润	10.66	60.52	127.96	191.93	268.71	349.32
毛利率	76.12%	81.79%	81.50%	81.50%	81.50%	81.50%
合计						
收入	601.00	1,867.00	3,337.00	5,095.80	7,418.52	9,962.58
增速		211%	79%	53%	46%	34%
成本	347.55	1,255.51	2,425.32	3,790.55	5,577.20	7,517.01
毛利润	253.45	611.49	911.68	1,305.25	1,841.32	2,445.57
毛利率	42.17%	32.75%	27.32%	25.61%	24.82%	24.55%

资料来源: 国盛证券研究所

2020 年目标市值 742 亿，首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司 2019-2021 年实现收入分别为 50.97、74.20、99.65 亿元，同比增长 54%、46%、34%，实现归母净利润分别为 -7.85、-6.16、-4.60 亿元。由于公司处于尚未盈利阶段，互联网医疗市场巨大，公司用户快速扩张，用户价值量仍较大提升空间。考虑到用户粘性高，按年费用，服务附加值高，我们以类云模式给予公司 PS 估值。给予公司 2020 年目标市值 742 亿，对应 PS 10 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1) 互联网医疗政策风险：**互联网医疗纳入医保政策进行进度低于预期；
- 2) 与平安集团的合作不再紧密，增加运营成本：**公司部分用户与平安集团相关，若平安集团与公司合作不再紧密，将增加公司成本；
- 3) 家庭医生业务变现不及预期：**公司家庭医生签约数量及服务质量反馈不及预期；
- 4) 关键假设可能存在误差的风险：**部分关键假设存在产业逻辑分析，与未来发生的实际情况可能存在偏差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com