

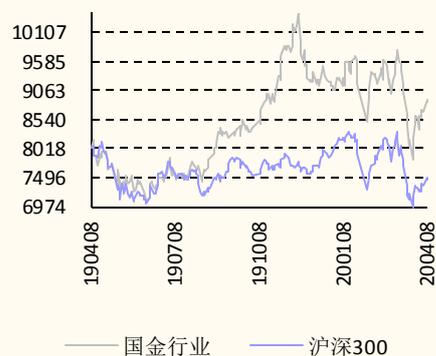
医药健康研究中心

医疗服务行业研究 增持（首次评级）

行业深度研究

## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金医疗服务指数	8862
沪深300指数	3780
上证指数	2815
深证成指	10387
中小板综指	9875



## 互联网医疗行业深度：破局之路，行则将至

## 行业观点：

- 产业链卡位成形，可持续商业模式是破局关键：**互联网医疗行业从2014年开局至今，具有政策导向突出，产业进程快的特征，已成为推进我国医疗服务改革的重要举措之一。当前互联网医疗企业数量逐渐规模化，随医疗资源链条逐步打通，形成生态矩阵。头部参与者的业务模式也已从单一切入点逐步深化，实现了产业链关键点的卡位突破。以移动问诊、移动挂号、互联网医院、医生服务以及医药电商为主的五个产业板块基本形成，在商业保险与国家医保等支付端逐步介入的同时，互联网医疗行业也开启了探索具有服务付费价值与可持续盈利能力的商业模式和产品。
- 多案例分析，拆解互联网医疗企业发展路径：**我们选取微医集团、平安好医生及丁香园三个发展路径不同的代表性企业，试图拆解成长路径与商业模式发展共性。我们认为，线上诊疗相关服务一直是各互联网医疗企业的专注重点，而业务量的拓面则多受制于流量粘性、政策壁垒、支付端瓶颈。为打通支付端瓶颈，商业保险融合办医是主要的支付端多元化形式。聚集患者流量以及流量粘性方面，基层医疗机构、药店等线下资源联通连接是主要渠道载体。同时，商业模式往上游信息化解决方案延伸也成为趋势，一方面增加变现渠道，另一方面也为潜在政策窗口期机遇打下基础。
- 聚焦互联网医院，行业拐点再现：**通过对头部企业成长路径的分析，由于线上问诊模式的咨询付费规模小、增值服务等其他收费模式转化率低，完整的商业闭环难以形成，互联网医院在推动产业链深化延展的作用突出，成为当前业务发展的依托主体。政策导向将互联网医院业务发展指向慢病复诊，随互联网医疗医保支付端政策落地加速，该业态或成为行业中短期突破口。
- 重构政策推进预期，机遇与挑战并存：**结合当前互联网企业商业模式中所存在的普遍困境，当前政策端开启了产业规范性利好政策落地的第一步，行业整体的发展前景也更具确定性。在强监管主旨的定调下，使互联网医疗企业的发展从蛮荒逐步到有序，而要打破行业成长空间与企业持续盈利能力的瓶颈，在政策层面所存在的挑战则主要聚焦在六个方面：1) 报销标准与定价机制；2) 资格审批门槛；3) 医保额度管理；4) 医保统筹层次；5) 门诊费用异地结算；6) 电子医保凭证普及。我们预计，围绕该六大维度的更具操作性与协调性的管理规范与实施细节有望进一步出台，挑战与机遇并存下，互联网医疗服务行业行则将至。

## 投资建议：

- 我们看好互联网医疗的成长空间与发展潜力。2020年伊始，互联网医疗在此次新冠肺炎疫情防控中作用突出，成为后疫情时代医疗投资趋势演变主题之一。在医保支付端政策的加速落地使行业有望迎来投资逻辑重构拐点。虽然目前尚未出现一个经验证的商业模式，头部企业也依然处在可持续性盈利困境中，我们建议关注在商业模型与创收路径逐步清晰化，并逐渐形成自己竞争优势的公司。相关港股标的包括平安好医生、阿里健康。
- 在上游医疗信息化行业中，我们认为随着需求与技术升级，市场份额将向头部厂商集中。建议关注互联网医疗业务布局领先的头部企业，相关公司包括卫宁健康、创业慧康、万达信息。

## 风险提示：

- 监管变动风险；政策落地进度低于预期；行业竞争加剧；业务发展及盈利能力提升低于预期；创新业务发展不及预期。

曾秋林 分析师 SAC 执业编号：S1130519100001  
(8621)60230221  
zengqiulin@gjzq.com.cn

## 内容目录

告别野蛮生长，产业演变趋势日渐清晰.....	4
互联网医疗是平衡医疗资源配置的关键措施之一.....	4
政策规范性转向，上下游快速齐推进.....	4
产业链卡位成形，可持续商业模式是破局关键.....	10
多案例分析，拆解互联网医疗企业发展路径.....	12
微医集团：以互联网推进医改创新，高联通多支点撬动盈利转化.....	13
平安好医生：商保融合，生态圈赋能“医疗健康+”新生态.....	18
丁香园：始于医生服务平台，O2O闭环引流用户至后端产业.....	24
行业拐点再现，机遇与挑战并存.....	28
聚焦互联网医院，或为中短期突破口.....	28
政策指向慢病复诊，机遇与挑战并存.....	30
重构政策推进预期，互联网医疗行则将至.....	32
投资建议.....	34
风险提示.....	35

## 图表目录

图表 1：互联网医疗的应用领域、服务种类及不同的应用场景.....	4
图表 2：我国医疗信息化发展进程.....	5
图表 3：“互联网+医疗”的产业演变趋势分析框架.....	6
图表 4：互联网医疗行业政策导向周期与重点政策一览.....	8
图表 5：政策导向对我国互联网医疗产业的影响与推动.....	9
图表 6：我国互联网医疗的经营模式与发展形态.....	10
图表 7：我国互联网医疗产业链的卡位分解.....	11
图表 8：部分知名互联网医疗公司及其代表性主营业务一览.....	11
图表 9：微医集团、平安好医生、丁香园商业模式对比.....	12
图表 10：微医集团融资历程.....	13
图表 11：微医集团的业务运行体系与三大共享模块.....	14
图表 12：微医集团的发展历程.....	14
图表 13：乌镇互联网医院主要功能模块.....	15
图表 14：我国互联网医院建设情况.....	16
图表 15：微医集团旗下互联网医院数量.....	16
图表 16：微医集团旗下互联网医院分布（城市等级）.....	16
图表 17：微医集团旗下互联网医院分布（地理位置）.....	16
图表 18：微医集团的互联网医联体计划.....	17
图表 19：平安好医生注册用户数（万人）.....	18

图表 20: 平安好医生 MAU 情况 (万人)	18
图表 21: 平安好医生总咨询量 (当年新增)	18
图表 22: 平安好医生总咨询量 (历年累积)	18
图表 23: 2015-2019 年平安好医生营业收入 (万元)	19
图表 24: 2015-2019 年平安好医生净亏损情况 (万元)	19
图表 25: 平安好医生自有医疗团队数量 (人)	19
图表 26: 平安好医生外部名医数量 (人)	19
图表 27: 平安好医生战略与业务发展历程	20
图表 28: 平安好医生三大战略主线下的竞争优势与业务内容	21
图表 29: 平安好医生的线下医疗生态圈串联	21
图表 30: 平安好医生各业务主线收入来源	22
图表 31: 在线医疗板块收入 (万元)	22
图表 32: 消费型医疗版块收入 (万元)	22
图表 33: 健康商城板块收入情况 (万元)	23
图表 34: 健康管理和互动板块收入情况 (万元)	23
图表 35: 平安好医生各业务板块毛利率情况	23
图表 36: 平安好医生各业务板块毛利额占比情况	23
图表 37: 平安好医生历年费用率情况	23
图表 38: 平安好医生历年费用率与经营亏损率情况	23
图表 39: 丁香园医疗生态	24
图表 40: 丁香园诊所发展联盟解决方案	26
图表 41: 丁香园战略布局关键点一览	27
图表 42: 互联网医院产业生态圈示意图	28
图表 43: 互联网医院内涵扩大	28
图表 44: 互联网医院的三种基本形态	29
图表 45: 医院和企业主导的两种互联网医院模式差异	29
图表 46: 互联网医院建设已提前反映政策预期, 数量加速增长	30
图表 47: 《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》主要内容框架	31
图表 48: 互联网医疗医保端政策预期演变分析框架	32
图表 49: 医保电子凭证全国推广时间点	34

## 告别野蛮生长，产业演变趋势日渐清晰

### 互联网医疗是平衡医疗资源配置的关键措施之一

- 互联网医疗已成为推进我国医疗服务改革的重要举措之一。
- “互联网+”行动计划：“互联网+”是以互联网为载体，以信息技术为手段（包括移动通信技术、云计算、物联网、大数据等），与行业服务融合而形成的一种新型服务业态。
- 互联网医疗是传统医疗产业与互联网、物联网等信息技术应用的紧密集合，实现个体健康全过程的覆盖，形成咨询、诊疗、康复、保健、预防等全流程的深度融合，使互联网在医疗产业全链条、全主体结合，成为一种新型业态的医疗健康服务体系。
- 依据应用软件的功能和受众的不同，互联网医疗的市场内容可以分为预约挂号、问诊咨询、医药服务、资讯文献、慢病管理辅助等几个大类别。

图表 1：互联网医疗的应用领域、服务种类及不同的应用场景

特征	内容
应用领域	医疗服务、公共卫生、药物管理、计划生育、医疗保障、综合管理、电子商务等
服务种类	网络健康教育、医疗健康信息查询、在线疾病风险评估和疾病诊疗咨询、网上就诊预约、网上或远程医疗服务、线上医疗支付、电子处方、在线健康监测、慢病管理、康复指导以及由云医院、网络医院提供的多种形式的医疗健康相关服务等
应用场景	
按时间	诊疗前、诊疗中和诊疗后3个环节
按诊疗流程	医院挂号、检测诊疗、药物购买、健康监测、支付与保险5大核心模块
按诊疗场所	线上诊疗和线下诊疗

来源：“中国互联网医疗的发展历程、商业模式及宏观影响因素”，山东大学学报（医学版），国金证券研究所

### 政策规范性转向，上下游快速齐推进

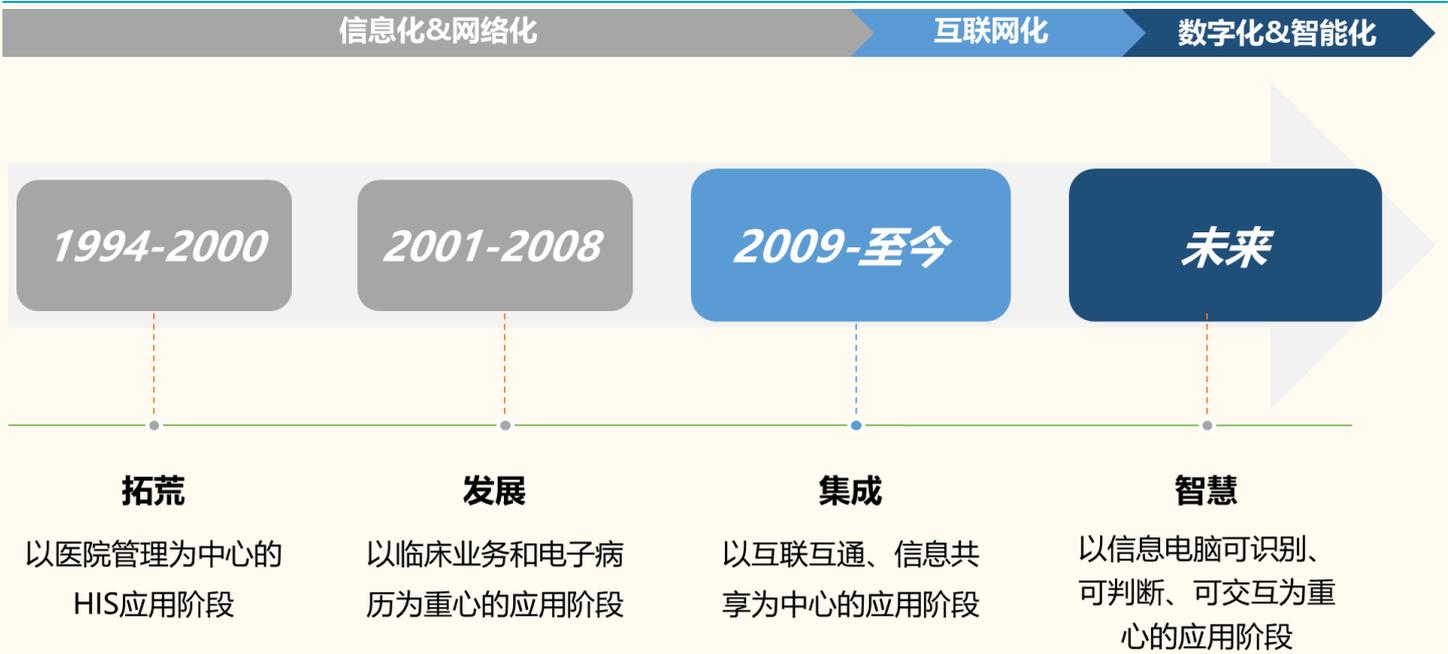
- 互联网医疗行业从 2014 年开局至今，具有政策导向突出，产业进程推进快的特征。我们认为，当前互联网医疗行业已基本告别野蛮生长阶段，产业演变趋势日渐清晰：一方面从上游信息技术的进化与下游医疗服务业态的创新共同影响了我国互联网医疗产业的发展阶段；另一方面，从政策与产业落地历程看，历经推动期、窗口调整期后，行业进入规范化政策落地期，政策的导向也显著推动了上下游产业的进程。
- 1) 从行业演变趋势看，上游信息技术的进化与下游医疗服务业态的创新共同影响了我国互联网医疗产业的发展阶段。

上游的技术应用层面，医院信息化的发展、区域医疗信息的共享以及移动传感器技术的进步等，为医疗诊断提供了大量基础数据，互联网医疗可以利用自身的平台和技术优势，对相关医疗健康数据进行整合和研究。从医疗信息化的发展历程看，互联网医疗是医疗信息化下一个建设方向。

- 我们认为，包括医疗行业在内的所有传统行业的医疗信息化均遵从自信息化起到互联网化再到数字化以及智能化的发展路径。

- 对应到时间维度，目前我国医疗信息化正处于仍处在第一阶段（即信息化&网络化阶段），但第二阶段（即互联网化阶段）在政策引导、产业合力下即将迎来一轮建设高峰。

图表 2：我国医疗信息化发展进程



来源：国金证券研究所

对应信息化建设进程，是下游以医疗服务内涵为主的，围绕“互联网+医疗业态”的商业模式创新演变趋势。

- 借鉴腾讯研究院、动脉网在《2016 年中国互联网医院白皮书》中针对不同阶段的医疗信息化对医疗服务内涵的划分，我们将“互联网+医疗”的产业发展分析框架中的医疗资源的连接及整合能力划分为三个层次，即诊疗服务供应、医疗资源配置以及医药险全环节配置。
- 随该三层次递进推演，其所对应的医疗服务商业模式维度，也将遵从为从传统医疗至互联网医疗再到智慧医疗的演变进程。
- 结合产业发展分析框架，当前我国上游医疗信息化技术进程从信息化向网络化与互联网化迈进时，下游服务端在商业模式维度也逐步从传统医疗向互联网医疗延伸。
- 信息化阶段下的传统医疗更多是以院内流程优化与效率提升为主，而网络化与互联网化阶段下的互联网医疗则强调通过互联网通信、计算机等信息化手段提供一定范围内的医疗健康服务。

图表 3：“互联网+医疗”的产业演变趋势分析框架



来源: 动脉网《2016年中国互联网医院白皮书》, 国金医药整理绘制, 国金证券研究所

- 2) 从政策与产业落地历程, 下游医疗服务端的互联网医疗业态自 2014 年开局, 期间历经起落, 经过推动期、紧缩期、规范期, 政策的导向显著推动了产业的进程, 各进程阶段特征突出。
- 2014 年至 2015 年是互联网医疗产业元年, 行业快速腾飞, 多种新兴医疗业态诞生。
  - 2014 年 8 月, 原国家卫计委发布《关于推进医疗机构远程医疗服务的意见》, 鼓励各地建立远程医疗服务平台, 就此开启了我国互联网医疗的产业元年。同年, 移动医疗大规模上线, 好大夫在线、挂号网、丁香园、医联、阿里健康未来医院等多种新兴医疗业态诞生。
  - 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》, 基本放开了除诊疗以外的所有医疗关联性服务。同时, 传统医疗机构可也可以和互联网企业合作, 探索医疗服务新模式。该政策进一步促进了互联网医疗服务内容的多元化, 国内首家互联网医院乌镇互联网医院也启动运营。
- 2016 年至 2017 年政策收紧, 政策不确定性使互联网医疗产业放缓。
- 2018 年至 2019 年期间, 转折性的政策发布使互联网医疗产业趋于规范化, 政策逐步落地, 使互联网医疗产业提供了发展的空间和信心, 头部企业通过融资和战略方向调整, 商业模式逐步细化明晰。尤其 2019 年 9 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》的发布放开了互联网医疗医保红利的政策入口, 至此, 互联网医疗的三医联动均有政策支撑。
  - 2018 年 4 月, 《国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见 国办发〔2018〕26 号》正式印发, 提出允许依托医疗机构发展互

联网医院。在实体医院基础上，提出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。允许依托医疗机构发展互联网医院，对开展远程医疗提出明确要求

- 同年 9 月，国家卫生健康委发布《互联网诊疗管理办法（试行）》《互联网医院管理办法（试行）》等文件，对开展互联网诊疗、互联网医院提出了明确要求，首次明确无论是互联网诊疗行为还是成立互联网医院都必须依托于线下的实体医疗机构，互联网医疗只允许复诊，不允许首诊。细则出台，意味着互联网医院概念不再局限于诊疗环节，诊断、医生教育、家庭医生、院后跟踪等模块在实践中被引入互联网医院体系中，支付和付费环节也逐渐明朗。
- 2019 年 9 月，国家医保局发布《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》，成为行业转折性文件，该政策导向打通了网销处方药及互联网医疗医保支付的可能性，限制互联网医疗发展“支付端”瓶颈有望突破。文件提出，完善“互联网+”医疗服务的价格和支付政策，合理确定并动态调整价格、医保支付政策，支持“互联网+”在实现优质医疗资源跨区域流动，明确了相应备案后的“互联网+”医疗服务纳入医保支付范围并按规定支付。
- 2020 年伊始，由于新冠肺炎防控需求的催化，政策加速落地，尤其是医保支付与线上诊疗咨询再次获得明确政策支持，同时，在用户端，用户教育突破，线上医疗使用行为快速普及，有望加速行业拐点出现。
  - 2020 年 2 月，国家卫健委发布《国家卫生健康委办公厅关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》，3 月国家医保局与国家卫健委联合发布《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》。
  - 平安好医生、微医、丁香园、春雨医生、好大夫在线等平台类互联网医疗企业推出了疫情防控专区，居民线上问诊及咨询量大幅增长，实体医院也开通在线咨询、线上问诊服务。
  - 线上咨询问诊有效缓解了线下医疗资源紧张，同时引导患者的就医，能够分时段就诊，尽量减少患者在院内的聚集，降低交叉感染的风险。

**图表 4：互联网医疗行业政策导向周期与重点政策一览**

发展阶段	时间	发布部门	文件名称	文件要点
2014年~2015年 互联网医疗产业元年 政策推动期	2014年8月	国家卫计委	关于推进医疗机构远程医疗服务的意见	鼓励各地建立远程医疗服务平台，将发展远程医疗服务作为优化医疗资源配置、实现优质医疗资源下沉、建立分级诊疗制度和解决群众看病就医问题的重要手段积极推进
	2015年3月	国务院	全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）	首次在国家层面制定的医疗卫生服务体系规划，提及移动互联网、物联网、云计算、可穿戴设备等新技术
	2015年7月	国务院	关于积极推进“互联网+”行动的指导意见	鼓励互联网企业与医疗机构合作建立医疗网络信息平台，推广在线医疗卫生新模式
2016年~2017年 产业放缓，政策窗口期	2017年4月	国家卫计委	关于征求互联网诊疗管理办法和关于推进互联网医疗服务发展的意见（征求意见稿） 国卫办医函【2017】420号	允许开展的互联网诊疗活动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，不得开展其他形式的互联网诊疗活动 对互联网诊疗活动实行严格准入管理
	2018年4月	国务院	国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见 国办发〔2018〕26号	提出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。允许依托医疗机构发展互联网医院，对开展远程医疗提出明确要求
2018年~2019年 行业规范，政策落地期	2018年7月	国家卫健委	关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知	决定在全行业开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动
	2018年9月	国家卫健委	互联网诊疗管理办法（试行）	明确互联网诊疗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、慢性病复诊和“互联网+”家庭医生签约服务，对互联网诊疗活动实行准入管理，明确准入程序、执业规则、监督管理等，强调互联网医院应当符合分级诊疗相关规定
	2018年9月	国家卫健委	互联网医院管理办法（试行）	明确互联网医院概念，包括作为实体医疗机构第二名称的互联网医院，及依托实体医疗机构独立设置的互联网医院，对互联网医院实行准入管理，明确准入程序、执业规则、监督管理方面的要求
	2018年9月	国家卫健委	互联网医院基本标准（试行）	从诊疗科目、科室设置、人员、房屋和设备设置、规章制度等方面，对互联网医院提出基本要求
	2018年9月	国家卫健委	远程医疗服务管理规范（试行）	明确远程医疗服务的管理范围，开展远程医疗服务的基本条件，远程医疗服务流程及有关要求，管理要求
	2019年3月	国家卫健委	医院智慧服务分级评估标准体系（试行）	医院智慧服务是医院针对患者的医疗服务需要，应用信息技术改善患者就医体验，加强患者信息互联互通，提升医疗服务智能化水平
	2019年8月	国务院	《中华人民共和国药品管理法》修订案	药品上市许可持有人、药品经营企业通过网络销售药品，应当遵守本法药品经营的有关规定
2020年至今 行业拐点有望出现， 疫情催化政策落地持续加速	2019年8月	国家医保局	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	完善“互联网+”医疗服务的价格和支付政策，合理确定并动态调整价格、医保支付政策，支持“互联网+”在实现优质医疗资源跨区域流动，明确了相应备案后的“互联网+”医疗服务纳入医保支付范围并按规定支付
	2020年2月	国家卫健委	国家卫生健康委办公厅关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知	充分发挥互联网诊疗咨询服务在疫情防控中的作用，建立互联网诊疗服务平台，科学组织互联网诊疗咨询服务工作，有效开展互联网诊疗咨询服务工作
	2020年2月	国家卫健委	关于开展线上服务进一步加强湖北疫情防控工作的通知	强化数据采集分析应用、积极开展远程医疗服务、规范互联网诊疗咨询服务、深化“互联网+”政务服务、加强基础和安全保障等五个方面内容
	2020年2月	国家卫健委	关于加强信息化支撑新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知	对符合要求的互联网医疗机构为参保人提供的常见病、慢性病线上复诊服务，各地可依规纳入医保基金支付范围。互联网医疗机构为参保人在线开具电子处方，线下采取多种方式灵活配药，参保人可享受医保支付待遇。医保部门加强与互联网医疗机构等的协作，诊疗费和药费医保负担部分在线直接结算，参保人如同在实体医院刷卡购药一样，仅需负担自付部分。为防止出现虚构医疗服务等违规行为，《意见》还要求落实线上实名制就医和处方审核等措施，确保医保基金安全
	2020年3月2日	国家医保局 国家卫健委	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	

来源：各政府官网，国金医药整理绘制，国金证券研究所

**图表 5：政策导向对我国互联网医疗产业的影响与推动**

发展阶段	时间	发布部门	文件名称	产业影响与发展
2014年~2015年  互联网医疗产业元年 政策推动期	2014年8月	国家卫计委	关于推进医疗机构远程医疗服务的意见	移动医疗大规模上线，多种新兴医疗业态诞生 好大夫在线的轻问诊服务、挂号网的挂号服务、丁香园的医疗媒体、医联的家庭医生服务、阿里健康的未来医院等
	2015年3月	国务院	全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）	
	2015年7月	国务院	关于积极推进“互联网+”行动的指导意见	基本放开了除诊疗以外的所有医疗关联性服务。传统医疗机构也可以和互联网企业合作，探索医疗服务新模式 国内首家互联网医院乌镇互联网医院启动，由微医与桐乡市政府合作建设
2016年~2017年 产业放缓，政策窗口期	2017年4月	国家卫计委	关于征求互联网诊疗管理办法和关于推进互联网医疗服务发展的意见（征求意见稿） 国卫办医函【2017】420号	政策收紧，互联网医疗前景迷茫
	2018年4月	国务院	国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见 国办发〔2018〕26号	
2018年~2019年 行业规范，政策落地期	2018年7月	国家卫健委	关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知	第一个国家级互联网医疗健康落实细则
	2018年9月	国家卫健委	互联网诊疗管理办法（试行）	首次明确无论是互联网诊疗行为还是成立互联网医院都必须依托于线下的实体医疗机构，互联网医疗只允许复诊，不允许首诊 明晰了规则给互联网医疗产业提供了发展的空间和信心，头部企业通过融资和战略方向调整，商业模式逐步细化明晰
	2018年9月	国家卫健委	互联网医院管理办法（试行）	平安好医生：2018年5月于香港上市，国内首家上市移动互联网医疗企业 微医：延续与各级政府的合作，整合区域医疗，搭建医保智能平台 医联：深耕慢病管理，打造慢病互联网医院
	2018年9月	国家卫健委	互联网医院基本标准（试行）	丁香园：建设权威医疗健康信息科普平台，品牌力使用户引流至后端产业 春雨医生：深挖大数据，研发分诊模型、评估模型等，扩大大数据应用医疗场景，建立健康小站
	2018年9月	国家卫健委	远程医疗服务管理规范（试行）	好大夫在线：创新建立品牌医生团队，为知名医师配置助理医生、护士、康复师等，组成成熟运营团队，提升接诊数量
	2019年3月	国家卫健委	医院智慧服务分级评估标准体系（试行）	
	2019年8月	国务院	《中华人民共和国药品管理法》修订案	网售处方药不被明文禁止
	2019年8月	国家医保局	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	政策导向打通了网销处方药及互联网医疗医保支付的可能性 互联网医疗发展的症结与瓶颈有望突破
2020年至今 行业拐点有望出现， 疫情催化政策落地持续加速	2020年2月	国家卫健委	国家卫生健康委办公厅关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知	互联网医疗在此次新冠肺炎疫情防控中作用突出，文件将作为互联网医疗发展瓶颈的医保支付再次明确政策支持，用户教育突破，线上医疗使用行为快速普及，有望加速行业拐点
	2020年2月	国家卫健委	关于开展线上服务进一步加强湖北疫情防控工作的通知	平安好医生、微医、丁香园、春雨医生、好大夫在线等平台类互联网医疗企业推出了疫情防控专区，居民线上问诊及咨询量大幅增长
	2020年2月	国家卫健委	关于加强信息化支撑新型冠状病毒肺炎疫情防控工作的通知	实体医院也开通在线咨询、线上问诊服务
	2020年3月	国家医保局 国家卫健委	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	线上咨询问诊有效缓解了线下医疗资源紧张，同时引导患者的就医，能够分时段就诊，尽量减少患者在院内的聚集，降低交叉感染的风险

来源：各政府官网，国金医药整理绘制，国金证券研究所

### 产业链卡位成形，可持续商业模式是破局关键

- 当前，我国互联网医疗的服务内涵也不断扩容，业务范围持续扩大，医疗资源链条逐步打通，形成了较为完整的互联网医疗产业链。
- 从静态看，根据经营模式、细分赛道以及发展形态的不同，可以将目前国内的互联网医疗大致归纳为以下六大模式：
  - 1) 非互动医疗健康信息服务模式：主要通过数据库与使用者的进行互动。2011年，作为中国规模最大的医疗专业人士交流平台—丁香园团队—推出的“丁香园药用助手”是该模式的代表案例；
  - 2) 互动医疗健康信息服务模式：即与医生进行线上就医交流及咨询的模式，是初步了解病情及治疗方向的一种途径，为疾病管理及治疗方式的选择提供参考性的健康方案。代表案例包括春雨医生、平安好医生、好大夫在线以及微医（原挂号网）。该模式是消费者最为熟知的互联网医疗模式之一，也是竞争最为激烈，产生移动医疗巨头最多的细分领域之一。
  - 3) 医疗服务流程优化模式：一方面包括从预约挂号、医师多点执业、转诊等相关就医环节优化，另一方面是受益政策推动的互联网医院与线上诊疗；
  - 4) 医药电商模式：该模式打破了药品信息交易壁垒，消费者不仅可以通过比较价格买到价格低廉的常用药，同时在隐私药、短缺药和新特药的购买上也更加便利。医药电商模式可进一步细分为自营式 B2C 模式，平台式 B2C 模式，医药电子商务 O2O 模式，外卖 O2O 模式，医疗资源整合 B2B2C 服务模式。
  - 5) 健康保险融合模式：该模式的核心在于打通控费方与支付方，通过商业保险公司的介入，作为移动医疗市场的核心控费与付费方，扩展和延伸到线上线下相结合的健康保险与健康服务业务链条。
  - 6) 健康监测管理模式：通过可穿戴设备的传感器动态监测身体健康状态，并对获取的数据进行分析。

图表 6：我国互联网医疗的经营模式与发展形态

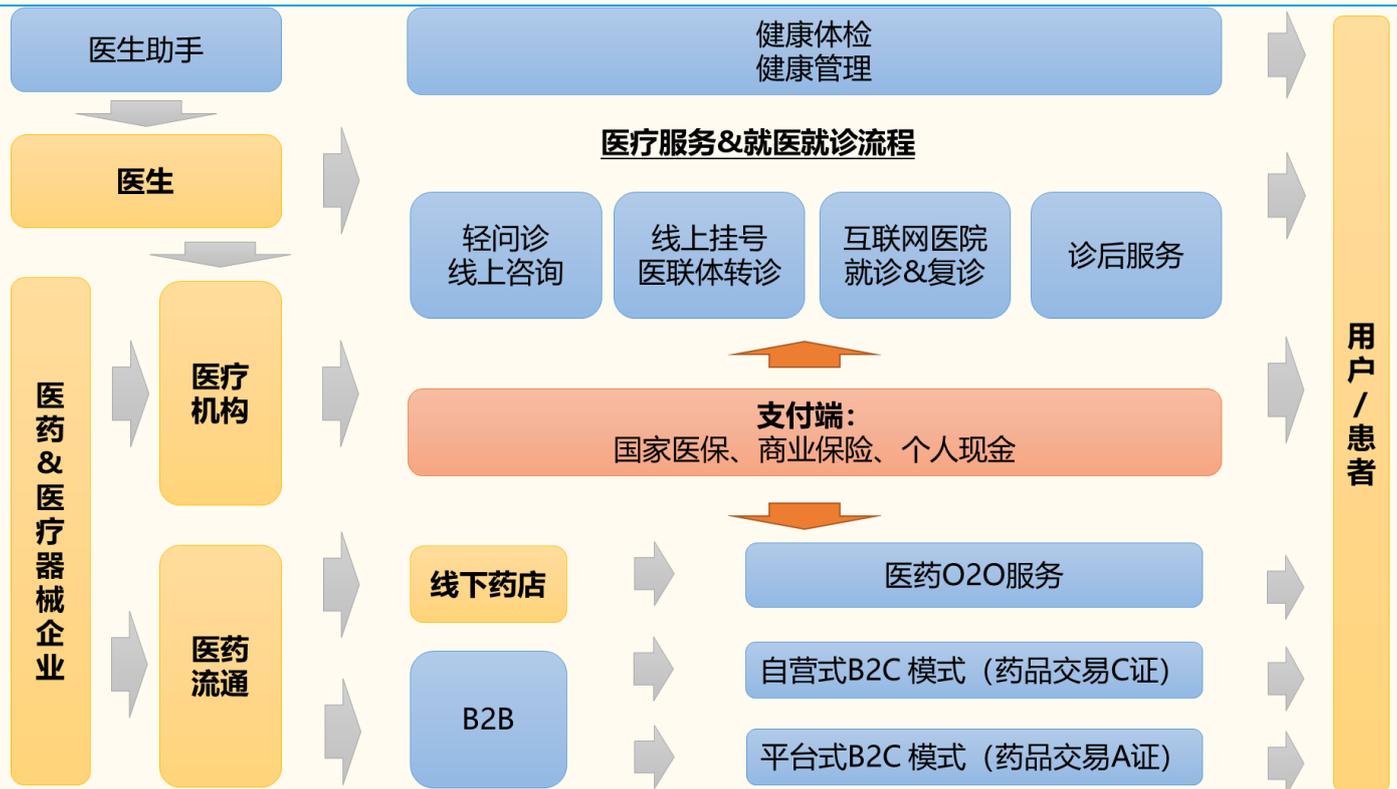
## 我国互联网医疗经营模式与发展形态

非互动医疗健康信息服务模式	互动医疗健康信息服务模式	医疗服务流程优化模式	医药电商模式	健康保险融合模式	健康监测管理模式
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 人与机器、数据库的互动</li> <li>■ 相关业务代表公司                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 丁香药用助手</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 在线问诊模式，通过网络平台，与医生进行线上就医交流及咨询的模式，是初步了解病情及治疗方向的一种途径</li> <li>■ 相关业务代表公司                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 春雨医生</li> <li>➢ 丁香园</li> <li>➢ 平安好医生</li> <li>➢ 好大夫在线</li> <li>➢ 微医</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 预约挂号、医师多点执业、转诊等相关就医环节优化：                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 微医</li> <li>➢ 好大夫在线</li> </ul> </li> <li>■ 互联网医院：                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 乌镇互联网医院</li> <li>➢ 微医宁夏互联网医院</li> <li>➢ 银川丁香互联网医院</li> <li>➢ 银川春雨互联网医院</li> <li>➢ 银川京东互联网医院</li> <li>➢ 浙大医学院附属邵逸夫医院等</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 自营式 B2C 模式：                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 1药网</li> </ul> </li> <li>■ 平台式 B2C 模式：                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 阿里健康</li> </ul> </li> <li>■ 医药电子商务 O2O 模式：                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 叮当快药、快方送药、药给力</li> </ul> </li> <li>■ 外卖 O2O 模式：                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 京东健康到家</li> </ul> </li> <li>■ 医疗资源整合 B2B2C 服务模式：                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 医联</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 扩展和延伸到线上线下相结合的健康保险与健康服务业务链条</li> <li>■ 相关业务代表公司：                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 春雨医生+人保财险</li> <li>➢ 平安好医生+平安健康</li> <li>➢ 众安保险+腾讯+丁香园</li> <li>➢ 泰康在线+互联网医疗企业(丁香园、寻医问药)</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 通过可穿戴设备的传感器动态监测身体健康状态，并对获取的数据进行分析</li> <li>■ 相关业务代表公司：                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 九安医疗</li> </ul> </li> </ul>

来源：“中国互联网医疗的发展历程、商业模式及宏观影响因素”，山东大学学报（医学版），国金证券研究所

- 当前，随着互联网医院监管政策逐步明晰，历经六年产业推进后，互联网医疗市场的头部参与者也基本出清，聚焦在互联网巨头(百度、阿里巴巴、腾讯、小米等)、险资(平安、泰康等)、第三方创业者(移动 App 如春雨医生、丁香园、微医等)以及部分医药企业。
- 互联网医疗企业数量逐渐规模化，形成生态矩阵。头部参与者的业务模式也已从单一切入点逐步深化，实现了产业链关键点的卡位突破。以移动问诊、移动挂号、互联网医院、医生服务以及医药电商为主的五个产业板块基本形成，在商业保险与国家医保等支付端逐步介入的同时，互联网医疗行业也开启了探索具有服务付费价值与可持续盈利能力的商业模式和产品。

图表 7：我国互联网医疗产业链的卡位分解



来源：国金医药整理绘制，国金证券研究所

图表 8：部分知名互联网医疗公司及其代表性主营业务一览

序号	名称	代表性主营业务	序号	名称	代表性主营业务
1	平安好医生	家庭医生与专科医生的在线诊疗服务	11	七乐康	在线问诊、买药
2	微医	在线问诊、预约挂号、健康咨询	12	叮当快药	提供O2O医药服务的产品
3	好大夫在线	医疗信息查询、咨询、转诊、分享	13	杏仁医生	医生业务经营平台
4	春雨医生	用户自诊、健康咨询、医患互动	14	掌上药店	买药、送药、用药指南
5	丁香园	医疗领域连接者、数字化领域专业服务提供商	15	微糖	专业的糖尿病全程管理平台
6	阿里健康	医药服务和智慧医疗服务平台	16	贴心医生	垂直社交的健康管理服务
7	健康之路	专业就诊服务、移动健康管理	17	青苹果健康	熟人医患沟通、预约加号、配药服务
8	医护到家	移动健康信息服务平台	18	强森医疗	社区诊疗和家庭医生服务
9	健康160预约挂号	预约挂号、导医、咨询点评	19	寻医问药	健康资讯、寻医、问答、药品器械导购
10	健客网	查药、问诊、买药、送药上门	20	茉莉健康	预约挂号、智能导医、专家问诊

来源：2018《互联网周刊》&eNet 研究院，国金证券研究所

### 多案例分析，拆解互联网医疗企业发展路径

- 目前互联网医疗目前尚未出现一个经市场验证的商业模式，头部企业也依然处在可持续性盈利困境中，但各平台依然努力对分支主线和医疗资源进行整合，并逐渐形成自己的风格与壁垒。
- 2020 年伊始，互联网医疗在此次新冠肺炎疫情防控中作用突出，线上咨询问诊有效缓解了线下医疗资源紧张，同时引导患者的就医，能够分时段就诊，尽量减少患者在院内的聚集，降低交叉感染的风险。因此，用户教育得到突破，线上医疗使用行为快速普及，为后续客户留存粘性奠定基础，成为后疫情时代医疗投资趋势演变主题之一。
- 同时，在医保支付端政策的加速落地也为互联网医疗行业带来发展机遇，行业有望迎来投资逻辑重构拐点。
- 借此，我们选取微医集团、平安好医生、丁香园三个发展路径不同的行业代表性头部企业，对其经营模式、细分赛道、发展战略及竞争壁垒进行探讨分析，试图拆解互联网医疗企业的成长路径与商业模式发展共性。主要结论呈现于下图（图表 9）。
- 我们认为，线上诊疗相关服务一直是各互联网医疗企业的专注重点，而业务量的拓面则多受制于流量粘性、政策壁垒、支付端瓶颈。为打通支付端瓶颈，商业保险融合办医是主要的支付端多元化形式。聚集患者流量以及流量粘性方面，基层医疗机构、药店等线下资源联通连接是主要渠道载体。同时，商业模式往上游信息化解决方案延伸也成为趋势，一方面增加变现渠道，另一方面也为潜在政策窗口期机遇打下基础。

图表 9：微医集团、平安好医生、丁香园商业模式对比

	微医集团	平安好医生	丁香园
商业模式起始点	挂号网	在线问诊	专业医生服务平台
起始核心竞争力	医院连接	平安集团&健康险产品融合	核心医生资源
业务运营主体	移动端APP、互联网医院、互联网医联体	移动端APP、互联网医院	移动端APP、互联网医院
线下医疗资源连接	基层社区医院、诊所、药店	药店、诊所、专科医疗机构	基层诊所
上游信息化解决方案延伸	√	√	√
支付端接入	友邦保险战略合作，打造微医HMO	拓宽商业保险客户，北大方正人寿 珠江人寿 民生人寿等	丁香园&众安保险&腾讯：腾讯糖大夫智能血糖仪产品

来源：各公司资料，国金医药整理绘制，国金证券研究所

**微医集团：以互联网推进医改创新，高联通多支点撬动盈利转化**

- 微医集团（浙江）有限公司（后简称“微医集团”）创建于 2010 年，预约挂号起步，电子病历等就医流程优化服务做起，经过十年的数据积累和场景连接，微医深度连接了医院、医生、患者和医药险产业等多类医疗服务供需场景，提供包含互联网医院、医联体、家庭医生签约、云药房、医疗 AI 辅助诊断等在内的数十种云化解决方案，织就了国际规模的医疗云，成为全球领先的医疗健康科技平台。
- 目前，微医集团已完成多轮融资，引入资方包括红杉资本、晨兴资本、复星、高盛、高瓴资本、腾讯等知名机构。2018 年 5 月，微医公布了 Pre-IPO 轮融资，融资金额 5 亿美元，由友邦保险控股有限公司和新创建集团战略领投，融资完成后，微医的估值达 55.56 亿美元。

图表 10：微医集团融资历程

日期	交易金额	融资轮次	估值	比例	投资方
2018/5/9	5亿美元	Pre-IPO	55.56亿美元	9%	友邦保险 老股东跟投 中投中财基金 新创建集团
2015/9/1	3.94亿美元	C轮	19.7亿美元	20%	Goldman Sachs 联新资本 国开金融 复星医药 腾讯投资 Great Health Investments Limited 高瓴资本 汉富资本
2014/10/15	1.064亿美元	B轮	-	-	晨兴资本 复星锐正资本 腾讯投资 启明创投
2012/1/1	2200万美元	A轮	-	-	晨兴资本 风和投资

来源：天眼查，国金证券研究所

- 微医集团的业务运行体系由三大共享模块构成：1) 互联网医院为核心的平台共享模块；2) 团队医疗为支点的医生共享模块；3) “一支点、一网络、一体系”的区域医疗卫生信息平台模块。
- 体现到业务规模，截至 2018 年 5 月，微医连接了全国 30 个省市的 2700 多家重点医院、24 万名医生，搭建起线上线下结合、全科专科融合的医疗资源供应体系，与全国 100 多家医院合作建设医联体，并搭建了包含微医全科、社区卫生服务中心和药诊店在内的 1.9 万家医疗健康服务网点；创建了全国首家互联网医院——乌镇互联网医院，并在 19 个省市落地；实名注册用户数超过 1.6 亿，累计服务人次超过 5.8 亿。

图表 11：微医集团的业务运行体系与三大共享模块



来源：公司资料，国金证券研究所

- 从发展历程看，微医集团也引领性的推动了互联网医疗行业整体的进展，是互联网医院与互联网医联体的标杆型企业。
- 创立至今，微医集团共历经了三轮发展阶段。第一个阶段是“挂号网”，实现的是对医院的连接；第二阶段是“互联网医院”，实现的是对大医生和基层医疗机构的连接；当前所在的第三个发展阶段是“医联体+AI”，即通过医联体和医学人工智能，深度连接大医院、小医院，大医生、小医生以及医药险的全业务链。

图表 12：微医集团的发展历程

### 第三阶段：医联体+AI

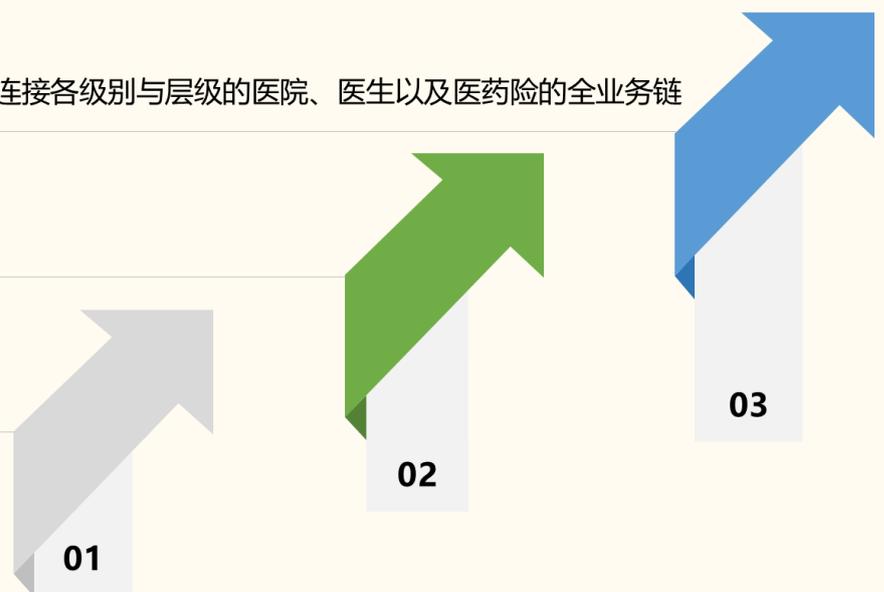
- 通过医联体和医学人工智能，深度连接各级别与层级的医院、医生以及医药险的全业务链

### 第二阶段：互联网医院

- 对大医生和基层医疗机构的连接

### 第一阶段：挂号网

- 对医院的连接



来源：公司资料，国金证券研究所

- 2015年12月，微医集团创建了全国首家互联网医院——乌镇互联网医院，引领行业进入互联网医院建设热潮的同时，也成为微医集团商业模式脉络的重要拐点。
  - 乌镇互联网医院是微医集团与浙江省桐乡市政府合作建立了全国首家互联网医院。依托线下实体医院成立，提供在线复诊、远程会诊、家庭医生签约等服务，开创了在线预约、远程诊疗、在线处方、药品配送、在线医保等一系列融合式医疗服务的新业态。
- 区别与其他互联网医疗的服务内容，乌镇互联网医院的盈利模式主要依托以下两个方面：第一是坚持做在线复诊、远程会诊和健康管理等业务，不做初诊；第二是坚持以实体医疗机构为依托，提供线上+线下结合的服务模式。

图表 13：乌镇互联网医院主要功能模块



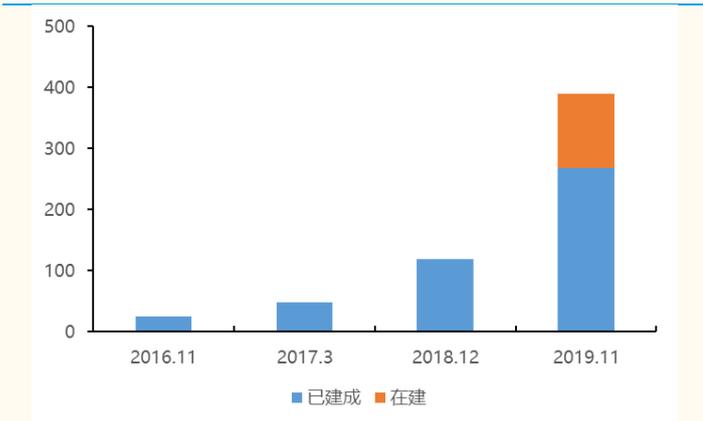
来源：互联网医院发展态势分析与对策研究，中国卫生信息管理杂志 2018 年 2 月第 15 卷第 1 期，国金证券研究所

- 乌镇互联网医院的服务内涵与合作模式进一步多元化完善，2017年9月，乌镇互联网医院与桐乡市合作开发的桐乡市家庭医生签约管理服务平台正式投入使用。
  - 该平台实现了“五位一体”，兼具诊疗服务平台、健康管理平台、医生协作平台、医患互动平台、综合管理平台功能。
  - 桐乡市医保在保居民可通过平台与社区卫生服务中心家庭医生完成移动签约，获得个性化服务包、在线咨询、健康宣教、慢病随访、远程诊疗、电子处方、药品配送等服务。
  - 平台上线一个月内，已覆盖全市 12 家社区卫生服务中心，151 组家庭医生团队、719 名家医成员与 16 万名居民完成了线上线下的“健康约定”。
- 以乌镇互联网医院为起点，全国掀起了大规模建设互联网医院的浪潮。
  - 根据动脉网，截止至 2016 年 11 月、2017 年 3 月以及 2018 年 12 月，我国已建成互联网医院数量分别为 25 家、48 家和 119 家。受 2018 年

政策催化因素影响以及对医保覆盖互联网医疗领域的预期，进入到2019年以后互联网医院的建设加速，截止至10月，全国已建成互联网医院达269家；截止至11月8日，又有121家企业参与到互联网医院建设中来。

- 微医集团旗下互联网医院的区位覆盖面也逐年增加。根据我们统计，截止2020年3月，微医集团旗下可查询经工商注册的互联网医院共约46家，分布在全国16省40个地市行政区。从区位分布来看，下沉趋势较为突出，微医集团旗下的互联网医院也更多设立在二三四线城市。

图表 14：我国互联网医院建设情况



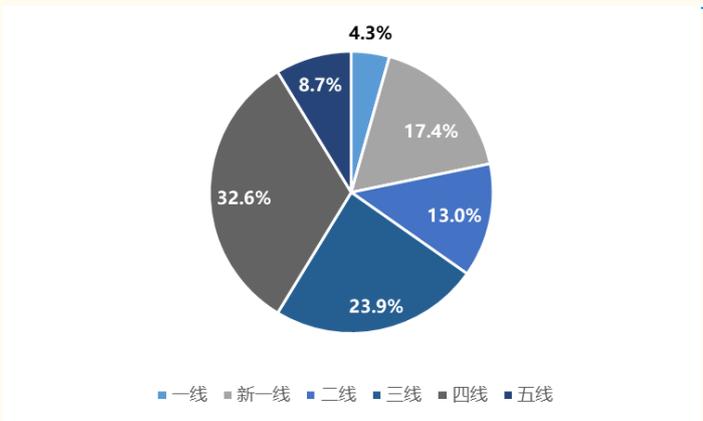
来源：动脉网，国金证券研究所

图表 15：微医集团旗下互联网医院数量



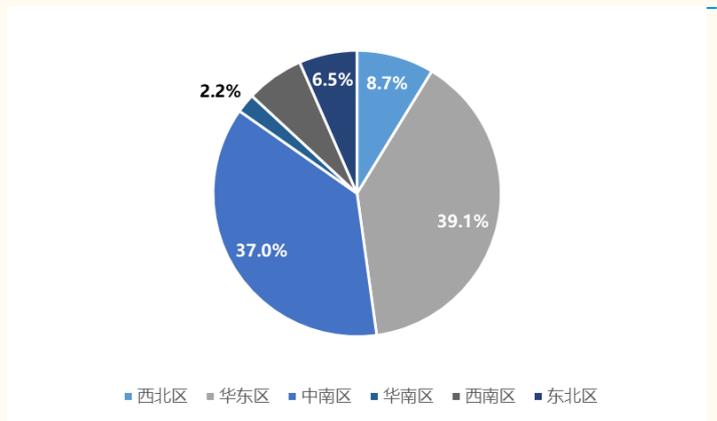
来源：天眼查，国金证券研究所

图表 16：微医集团旗下互联网医院分布 (城市等级)



来源：天眼查，国金证券研究所

图表 17：微医集团旗下互联网医院分布 (地理位置)

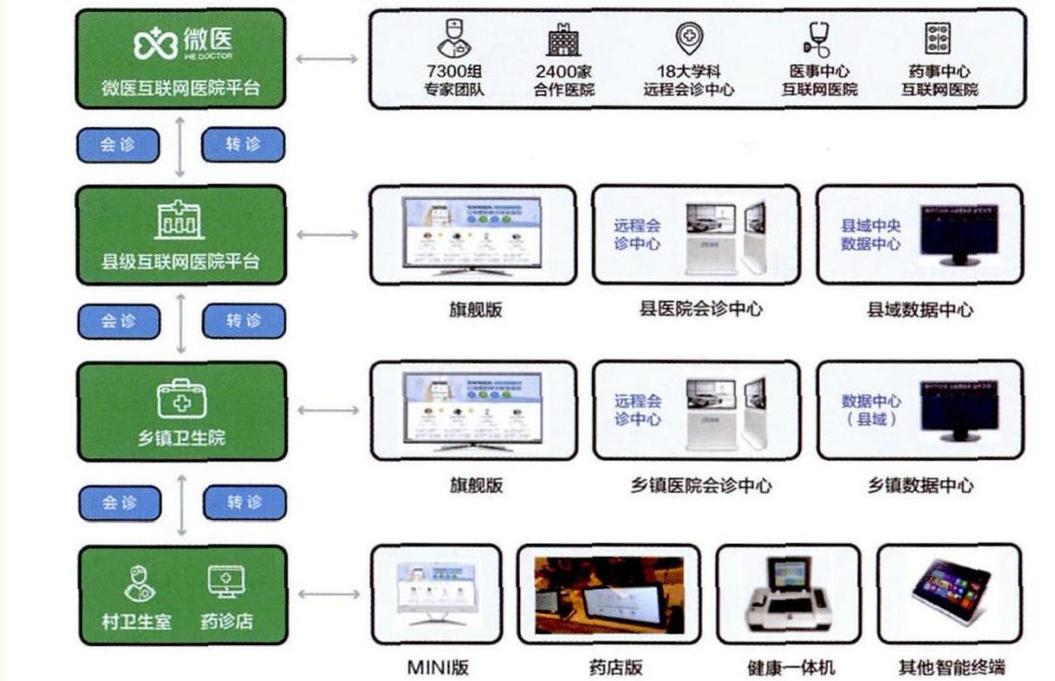


来源：天眼查，国金证券研究所

- 微医集团在互联网医疗的战略脉络中并未止步于互联网医院，微医集团将互联网医院定位成互联网医联体的前置条件。而进一步打通区域医疗连接壁垒，使互联网医联体成为微医盈利模式转化的基础。
- 由于互联网医院的盈利转化面局限于其所依托的线下医院和慢病复诊业务，于2017年启动的互联网医联体计划的目的则是将各级别各层级的医院在业务层面、资源层面、利益层面等维度进行深度绑定，拓宽盈利模式转化面。

- 因此，微医集团与全国 100 多家医院合作建设医联体，并搭建了包含微医全科、社区卫生服务中心和药诊店在内的 1.9 万家医疗健康服务网点。
- 同时，希望分批援建全国 1000 家县级互联网医院，形成以县级医院为中心的医疗服务平台，通过互联网向上连接全国的专家资源，向下支援基层医疗机构与医生，形成互联网医联体。该计划在福建、陕西、河南、四川等多个省份有了实质性进展，未来有望落地到更多基层。

图表 18：微医集团的互联网医联体计划



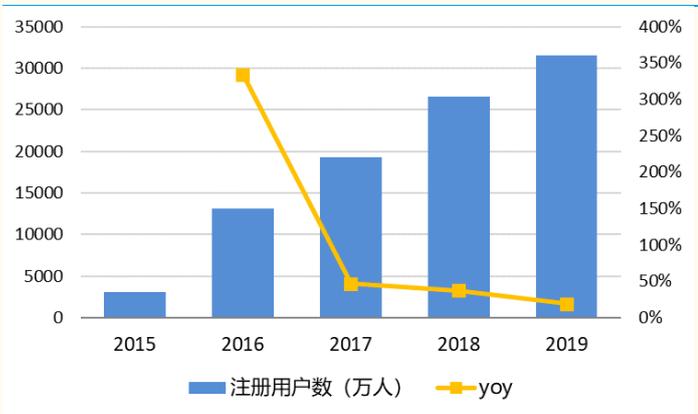
来源：公司资料，国金证券研究所

- 在连接医院、政府合作和行业探索的三个发展阶段中，微医集团也逐步形成了围绕微医云和微医 HMO 的两大主线的盈利模式。
  - “微医云”是全国领先的健康医疗行业云平台，主要面向政府、医院、基层医疗机构和企业等多类用户，提供智能医疗云和医学人工智能解决方案。
  - “微医 HMO”整合了微医在医疗、医药、保险领域的资源和优势，由医疗供应网络、健康管理服务和医疗保障体系共同组成，面向亿万家庭，提供“线上+ 线下、全科+ 专科”的管理式医疗健康服务。

### 平安好医生：商保融合，生态圈赋能“医疗健康+”新生态

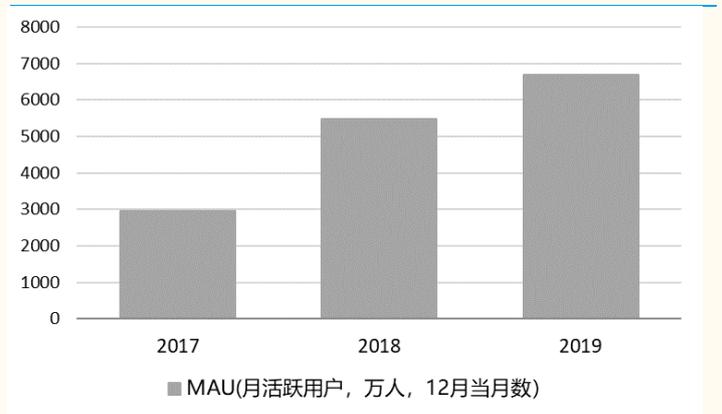
- 平安健康医疗科技有限公司（以下简称“平安好医生”；01833.HK）是国内领先的一站式互联网医疗健康生态平台。
- 以注册用户数和 MAU 计算，平安好医生也是全球规模领先的互联网医疗健康平台。
- 截止 2019 年 12 月 31 日，公司注册用户数达到约 3.15 亿人次，较 2018 年末增加 5000 万人次，同比增长 18.9%；期末月活跃用户数（MAU）达到约 6690 万人次，同比增长 22.3%。2019 年全年总咨询量达到约 2.67 亿人次，同比增长 36.6%。截止至 2019 年底，平安好医生自成立以来累积服务了超过 6.74 亿人次在线咨询。
- 2019 年，公司实现营业收入 50.65 亿元，较 2018 年同比增长 51.8%；随经营管理效率与业务运营能力的增强，2019 年平安好医生的净亏损收窄至 7.47 亿元，同比下降 18.2%，净亏损率由 2018 年的 27.4% 下降至 12.7%。

图表 19：平安好医生注册用户数（万人）



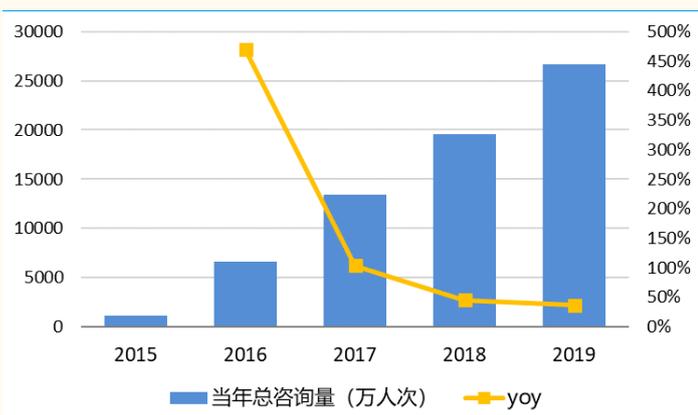
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20：平安好医生 MAU 情况（万人）



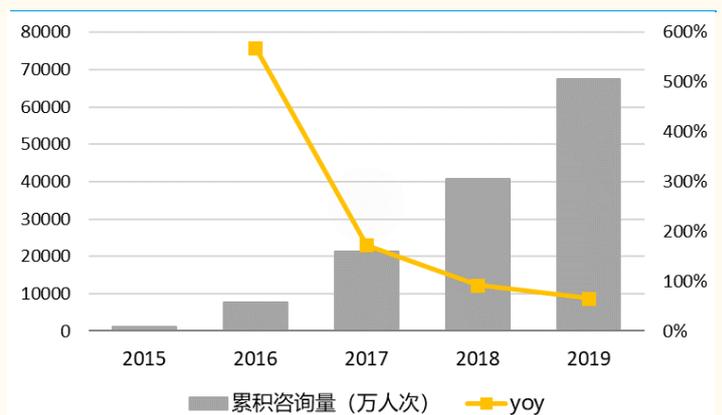
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：平安好医生总咨询量（当年新增）



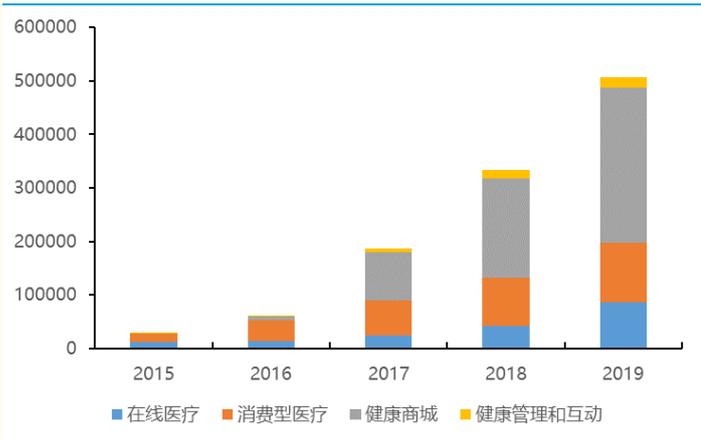
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：平安好医生总咨询量（历年累积）



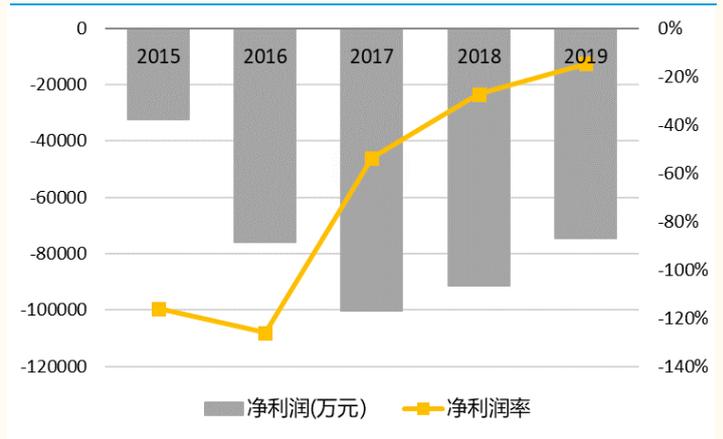
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23: 2015-2019 年平安好医生营业收入 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

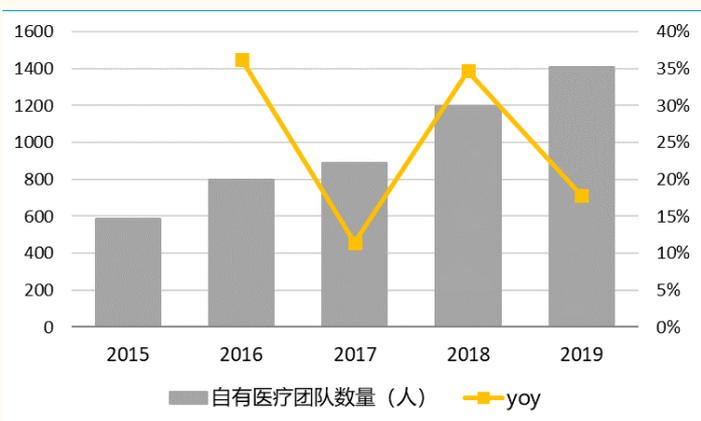
图表 24: 2015-2019 年平安好医生净亏损情况 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 平安好医生于 2014 年注册成立, 2015 年 4 月, 平安好医生 APP 正式发布。平安好医生自创立以来经历过两次大方向的战略调整。当前, 围绕升级后的三大战略主线, 公司已基本形成清晰的竞争优势。
- 2015 年 4 月 21 日上线时, 平安好医生定位为“健康管理+移动医疗”, 构建健康管理和在线问诊服务为核心, 通过三个圈层搭建起医疗服务体系: 核心服务圈层由来自三甲医院的 1000 名主治医师组成, 为患者提供全职一对一服务; 次外圈层则是与 5 万余名社会化医生签约, 可提供分诊转诊、线下首诊及复诊随访服务; 在外圈层建立名医预约体系, 为用户提供名医一键呼叫服务。
- 而模式的重大弊端体现为对医院、医药的渗透欠缺, 以导致患者核心诉求难以满足, 用户粘度低, 平台商业化困难。
- 基于用户需求多元化, 以及对平台多产业方串联的需求, 平安好医生对整体战略进行了升级, 制定了从构建闭环到走向搭建线上开放平台、打造健康医疗线上生态圈的战略升级。

图表 25: 平安好医生自有医疗团队数量 (人)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 平安好医生外部名医数量 (人)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表 27：平安好医生战略与业务发展历程**

战略发展	业务发展	时间	重要事件
<b>首次战略定位：</b> “健康管理+移动医疗”，三个圈层搭建医疗服务体系	在线问诊服务、健康管理、AI辅助诊疗技术研发； 医疗服务体系圈层：1) 核心服务圈—自建医生团队，全职一对一；2) 次外圈社会化签约医生—分诊转诊、线下首诊及复诊随访服务；3) 在外圈层建立名医预约体系，名医一键呼叫服务。	2014年8月	平安健康互联网公司在上海成立，开始组建全职医生团队
		2015年4月	平安好医生APP正式发布，接诊首例线上问诊用户，8月在线诊疗“AI助手”上线
		2016年5月	公司完成A轮融资，融资金额5亿美元，投后估值为30亿美元
		2016年6月	健康直播上线
		2017年1月	智能辅助诊疗系统集成超过 2亿条在线咨询和问诊数据
<b>战略调整：</b> 制定了从构建闭环到走向搭建线上开放平台、打造健康医疗线上生态圈的战略升级	形成在线医疗、消费型医疗、健康商城、健康管理和健康互动四大业务线条，变现路径逐渐清晰； 持续AI技术的研发与提升； 对接渠道多元化	2017年5月	平安好医生青岛互联网医院成立，获得电子处方权
		2017年6月	北上广深等13个城市开通一小时送药上门服务
		2017年7月	启动“现代华佗计划”，用AI助力于中医行业标准化、智能化、信息化
		2017年11月	平安好医生健康商城GMV突破10亿大关
		2017年12月	获孙正义愿景基金Pre-IPO四亿美金投资，投后估值超过54亿美元
		2018年1月	平安好医生在香港联交所申请IPO
		2018年3月	推出只能语音问诊系统，国内多家三甲医院率先使用
<b>深化战略执行：</b> 加大生态圈布局 多元化拓展合作内容	在线医疗、消费型医疗、健康商城、健康管理和健康互动四大业务线条深化变现能力； 与商业保险公司合作及针对个人用户收费的会员制产品是在线医疗板块商业化的重要方向，依托核心优势推出新产品 AI辅助诊疗系统实现就诊全流程覆盖 围绕医疗服务输出，持续完善多元化生态圈	2018年8月	与Grab Holdings Inc. 订立协议成立合营公司，将医疗服务与AI技术对外输出，为东南亚永华提供在线医疗健康服务
		2018年10月	完成万家医疗的收购，布局线下网络，完善线上线下服务闭环
		2019年5月	与全球知名营养品牌惠氏达成战略合作，将为惠氏高端会员配备平安好医生私家医生会员服务
		2019年6月	正式推出了战略级新产品「平安好医生私家医生会员」，与商业保险公司的合作及会员制是核心业务在线医疗商业化的重要方向
		2019年7月	我们与浙江省衢州市卫健委签署战略合作协议，为受其管辖的所有医院共建互联网医院
		2019年7月	与北大方正人寿、珠江人寿和民生人寿，达成战略合作，为其保险客户提供全方位、高质量的医疗健康服务，
		2019年11月	入驻光大手机银行，为光大银行的客户提供私家医生会员服务
2019年12月	投资中国最大连锁药店渠道ERP/SaaS信息服务提供商海典软件20%股权		
		2019年12月	与福建省福州市卫生健康委员会达成合作，将工件福州市区域互联网医院服务平台

来源：公司资料，国金医药整理绘制，国金证券研究所

- 我们认为，平安好医生的三大战略主线下的竞争优势与看点分别体现为：
  - 产品战略：创新会员制服务，升级保险合作模式，持续推出新产品。以就医 360 会员服务为例，该产品是按年付费的商业保险会员产品，为保险客户提供涵盖预防、就医到康复的全流程医疗健康会员服务。同时，基于“就医 360”的产品经验，平安好医生与 2019 年正式推出了战略级新产品「平安好医生私家医生会员」，同时打开与多家商业保险公司的合作及会员制是也是在线医疗板块商业化的重要方向。
  - 生态圈战略：打造“医疗健康+”新生态，围绕医疗服务输出，持续完善多元化生态圈。目前已针对互联网医院、区域互联网医疗服务平台。药店、诊所等多种业态形成布局。
  - 全球化战略：AI 辅助诊疗技术的输出，高效率可复制探索全球化开拓。

图表 28：平安好医生三大战略主线下的竞争优势与业务内容

	竞争优势	业务内容
产品战略	AI辅助诊疗技术与自有医疗团队形成合力	在线问诊、在线咨询
	创新会员制服务，深耕保险合作	就医360会员服务
生态圈战略	升级保险合作模式，持续推出新产品	平安好医生私家医生
	打造“医疗健康+”新生态	医院云、互联网医院建设+运营、
	互联网医疗平台建设	区域互联网医疗服务平台
全球化战略	赋能药店打造零售新业态	药店云、平安好医生药店联盟
	诊所业务平台、诊所赋能等提升基层诊疗水平	村医云、诊所云
	AI技术输出，高效率可复制	东南亚：与Grab合作
		日本：与软银合作
		沙特阿拉伯：与政府指定的公司Lean合作

来源：公司资料，国金医药整理绘制，国金证券研究所

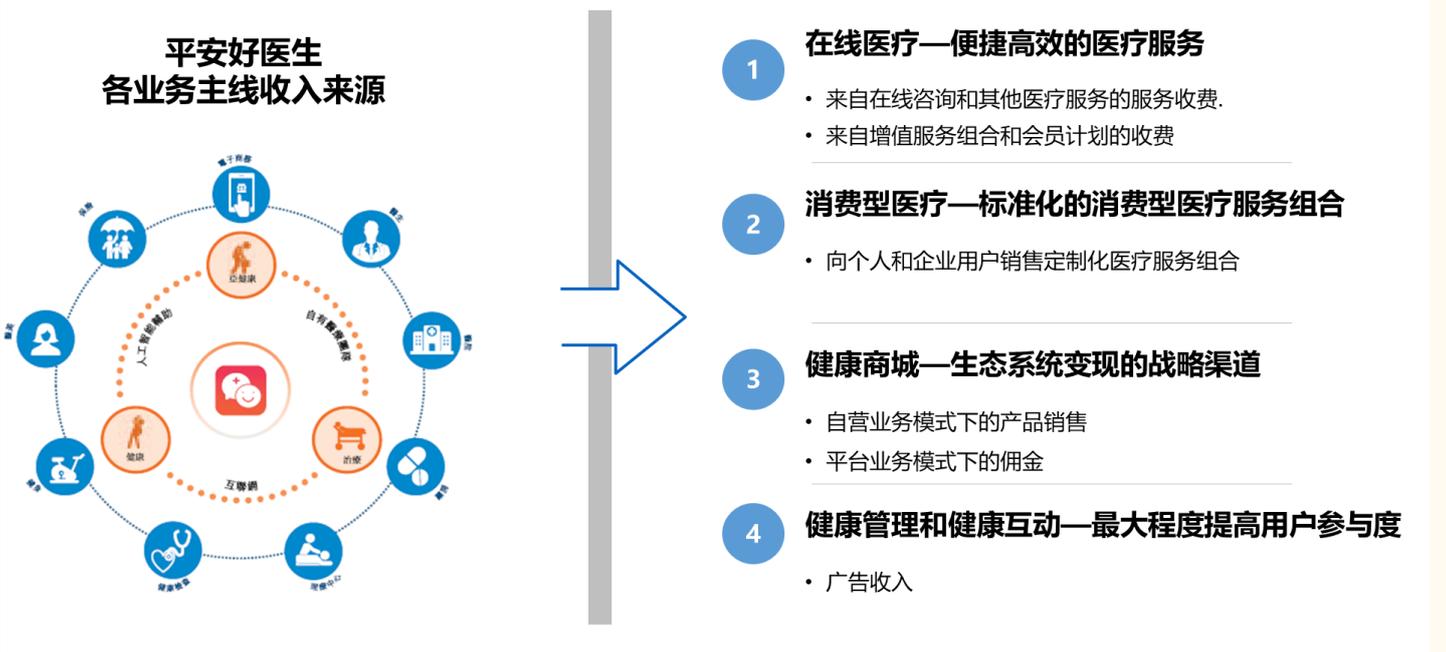
图表 29：平安好医生的线下医疗生态圈串联



来源：公司资料，国金证券研究所

- 体现在经营与创收路径方面，平安好医生形成了以下四大业务主线：
  - 在线医疗（原“家庭医生服务”）：我们的人工智能辅助自有医疗团队及外部医生透过我们的合作医院网络提供家庭医生服务，主要包括在线咨询、转诊及挂号、住院安排及二次诊疗意见；
  - 消费型医疗：我们提供多种整合医疗健康机构服务的标准化服务组合，以满足用户持续性、预防性及其他健康相关需要，如体检、基因检测及医美；
  - 健康商城：我们的健康商城提供多元化及不断变化的产品类别，包括 (i) 医疗健康产品（如药品、健康营养品及医疗器械）、(ii) 健身产品（如健身设备及配件）及个人护理用品以及 (iii) 其他产品；
  - 健康管理和互动：我们制订各种健康计划、工具及活动，并向用户推荐个性化内容以协助保持健康的生活方式。

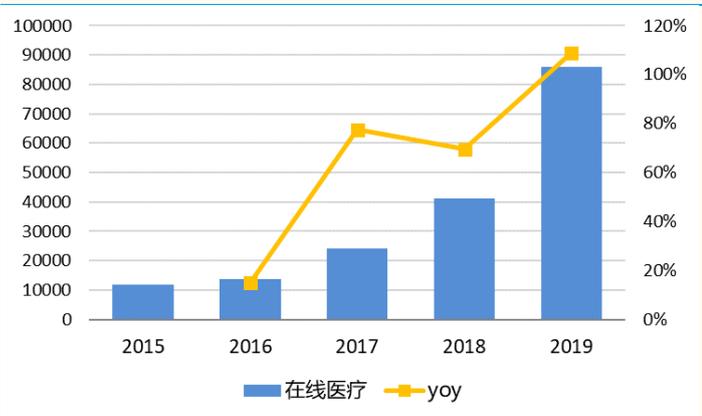
图表 30：平安好医生各业务主线收入来源



来源：公司资料，国金证券研究所

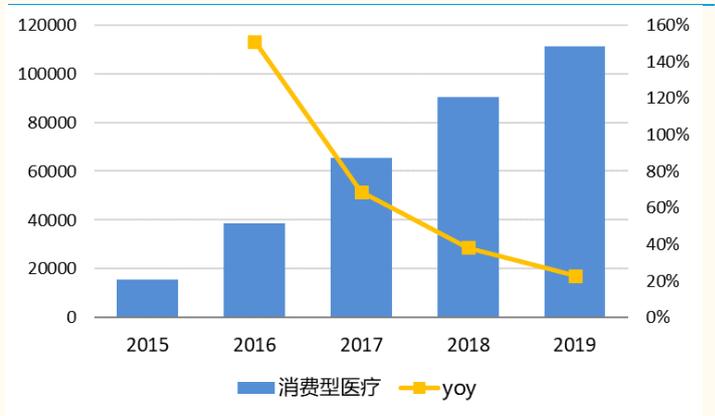
- 2019 年，平安好医生的各业务板块增长突出，其中，在线医疗板块收入增速突出，盈利能力增强。
- 2019 年，在线医疗板块实现营业收入 8.58 亿元，同比增长 108.9%；消费型医疗板块实现营业收入 11.12 亿元，同比增长 22.9%；健康商城板块的营业收入达到 29.02 亿元，同比增长 55.7%；健康管理和互动板块实现营业收入 1.93 亿元，同比增长 22.7%。
- 从各业务板块的毛利率情况看，2019 年在线医疗板块毛利率为 44.14%，同比提升 4.1%，毛利额贡献额同步提升。我们预计，在线医疗板块盈利能力的增强与会员服务类产品（就医 360、平安好医生私家医生）的上量及问诊服务协议的重新签订有关。消费型医疗板块的毛利率有所下降，我们预计是由于企业用户中团体体检业务收入占比上升以及履约率增加的影响。其余板块的毛利率相对稳定。

图表 31：在线医疗板块收入（万元）



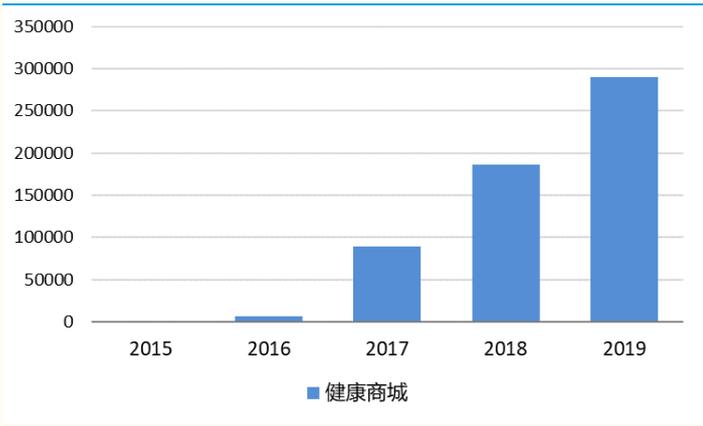
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：消费型医疗板块收入（万元）



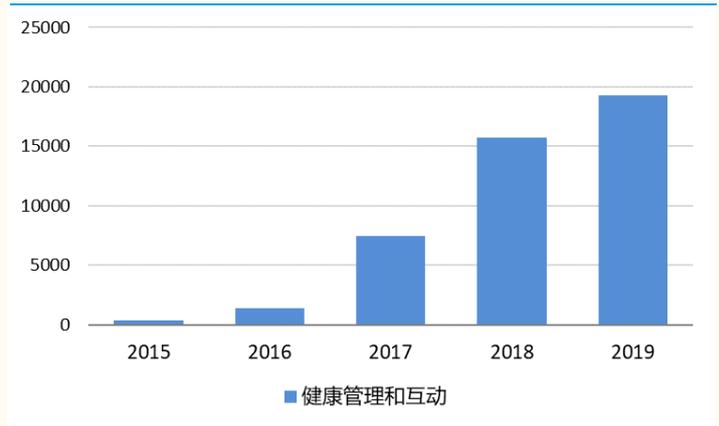
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33: 健康商城板块收入情况 (万元)



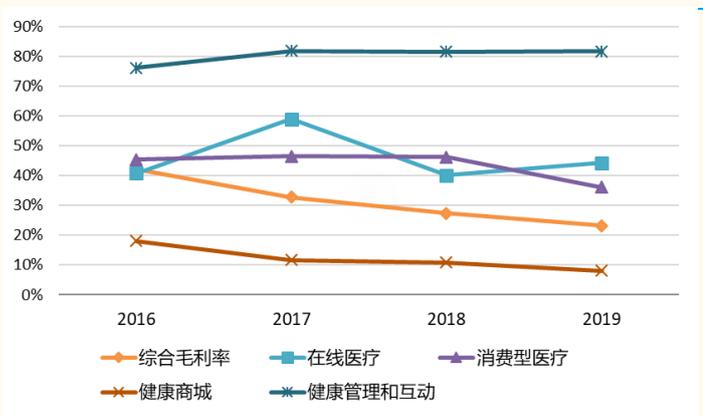
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 34: 健康管理和互动板块收入情况 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 35: 平安好医生各业务板块毛利率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

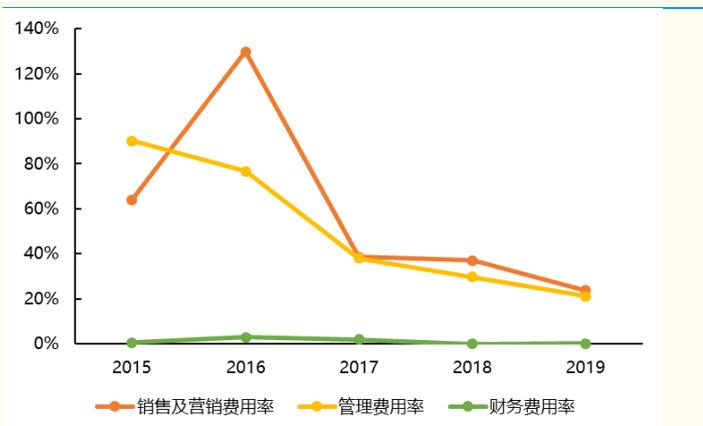
图表 36: 平安好医生各业务板块毛利额占比情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

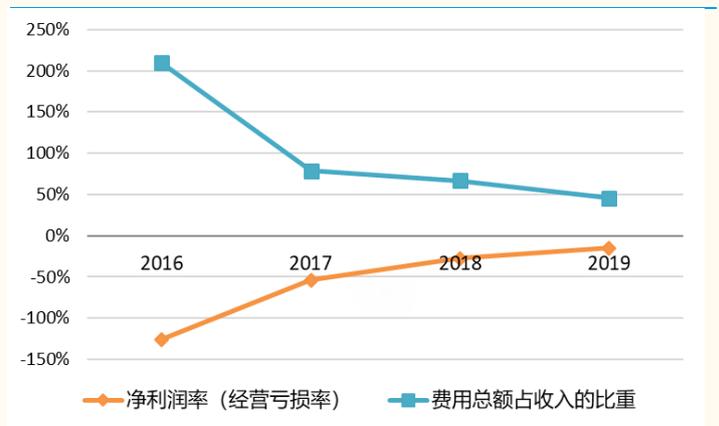
■ 整体看, 自 2019 年起, 公司的业务质量趋于稳定, 运营数据持续攀升的同时, 运营效率提升, 经营亏损同比收窄, 互联网平台变现有望持续加速。

图表 37: 平安好医生历年费用率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 38: 平安好医生历年费用率与经营亏损率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 丁香园：始于医生服务平台，O2O 闭环引流用户至后端产业

- 丁香园是中国最大的专业医生社区，始建于 2000 年，初衷是以医生为核心打造学术交流的专业平台。2006 年正式成立公司，优质医生资源始终是丁香园的核心资源。丁香园拥有 550 万医疗行业专业用户，其中包含 210 万医生用户，约覆盖中国逾 70% 的医生群体。

图表 39：丁香园医疗生态

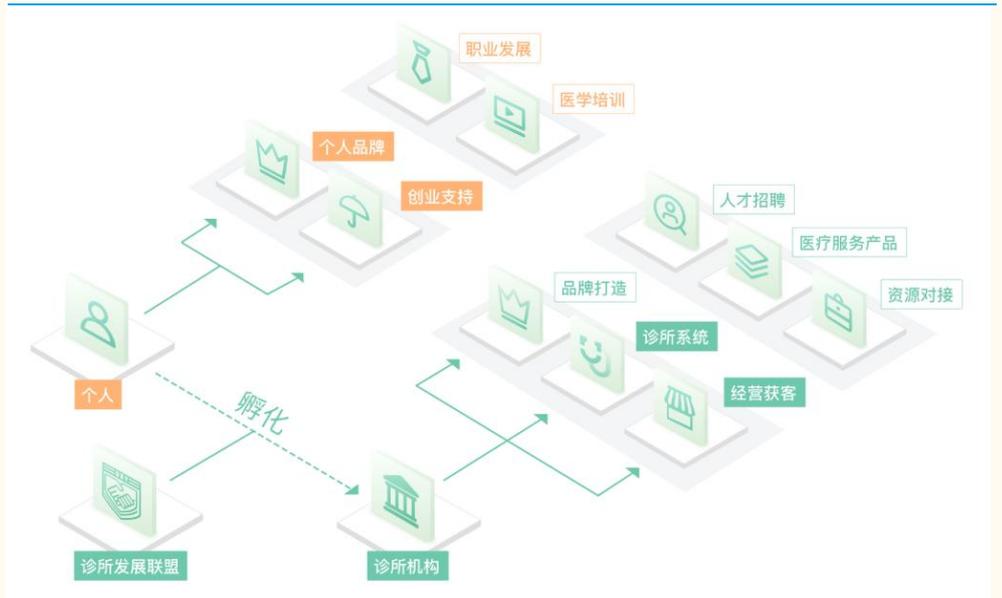


来源：丁香医生：寻路移动互联网医疗，互联网经济，国金证券研究所

- **第一阶段：探索初期，学术型社区与医生资源累积**
- 2000 年，丁香园创立，定位学术型论坛，立足于学术，才吸引到一大批活跃用户，尤其是医生群体。
- 2006 年起，丁香园开始进行区隔化商业运营，将论坛和子网站分开运营，也逐步建立起多元盈利模式。针对生物医学人才招聘、生物试剂耗材的电子商务平台分别诞生两个子网站：“丁香人才”（2007 年）、“丁香通”（2008 年）。为保持论坛学术探讨的中立性，丁香园建立了一套用户发表内容的规范性管理制度，还特别制定了针对避免学术与商业行为相冲突的论坛管理方式。同时在丁香园主页医药生命科学资讯和子网站中，植入领域专家调研、学术会议直播等学术推广形式的广告，拓宽盈利模式。
- 继 PC 端之后，基于移动终端的医疗健康市场已经成为丁香园下一个发展重点。对丁香园来说，新终端意味着更广阔的用户市场和产品延伸空间，代表性的产品是 2011 年推出的“丁香园药用助手”。
  - “用药助手”是丁香园在移动端的首次尝试，也是丁香园迈入移动互联网医疗的重要里程碑。该产品的初衷是希望给医生提供一款更方便的产品，随时随地帮他们解决实际工作中找药、查药遇到的问题。
  - 至今，“用药助手”依然是丁香园的明星产品。它收录了数万种药品说明书，数千种临床用药指南，通过数据库与使用者的进行互动。可通过商品名、通用名、疾病名称等迅速找到标准的药品说明书内容。应用根据临床医生实际工作流程设计，以满足随时随地查询药品信息的需求，同时，实时推送临床用药经验总结及药品相互作用的数据等。帮助医生更安全准确地进行药物信息查询和临床决策参考。

- 在产品内容上，“用药助手”提供了普通版和专业版，普通版涵盖了大部分常用药品，能基本满足药物信息查询的需要。专业版包括了更多药品信息、专业用药指南、医学常用计算工具。专业版用户还可以发送免费短信对患者进行用药指导。其对应的盈利模式除了专业版的收费之外，还有药企广告、学术推广方面的收入来源。
- **2012年起，丁香园向第二阶段迈进，打通线上线下，连接医生和患者两端。**
- “用药助手”的推出意外间打开丁香园从专注专业医生到连接患者终端的创新模式之路。2012年面向大众及患者的药品信息工具“家庭用药”App随之上线，2014年10月更名为“丁香医生”，成为丁香园首个大众健康领域的布局。
- 同时，针对医生端的产品也同步丰富整合，通过“丁香客”、“文献救助”等产品，向医生提供临床和学术知识、社交、求职等服务。
  - 丁香医生是丁香园旗下专门针对患者的应用软件，通过医生轻问诊建立医患间的初步联系，其后患者可以通过平台进行后续预约和随访，获取相关信息和知识，使慢性病患者与医生保持联系。
  - APP目前包括健康资讯、问问医生、智能搜索等功能，旨在帮助用户咨询了解疾病、药品相关信息。其中，搜索页面摒弃医疗广告，提供查疾病、查药品、查药店、查疫苗、就医推荐等功能。问问医生提供专业健康顾问，目前已覆盖上百个疾病，并在持续更新中。用户可在问答中，轻松了解病痛所在和疾病知识。丁香医生希望以专业的医药科普文章，提供专业有用的健康帮助。
- 2014年9月，丁香园获得腾讯的战略投资，使双方在资源上实现互补效应，有机会与微信和QQ平台进行深入合作，高用户量和活跃度有助对丁香医生导流，实现用户互导。同时，丁香园2015年起开始设立的线下诊所也接入微信预约挂号、微信支付等第三方移动医疗服务。
- **2015年起至今，核心品牌向大健康迁移，布局线下诊所、互联网医院等业态，构建移动医疗O2O闭环。**
- 2015年，随着医生自由执业政策的推行，丁香园开始布局开设全科诊所，而筹办实体诊所只是该阶段的第一步，真正的目标与盈利模式是为基础医疗机构提供信息化服务系统和医疗服务产品输出等一站式解决方案。
- 首家丁香诊所于2015年10月落地杭州，目前丁香园共有直营诊所四家。
  - 根据公司官网，丁香园从儿科诊所切入，瞄准二三线城市的健康人群，探索以诊金为主要盈利方式。培育期约为2年，各诊所99%的客流量是自费病人，每日门诊量50-70人次。
  - 丁香诊所的定位是可负担的全科诊所，每次诊疗费用约为300~500元，其中不包括药费和检查费；以儿科作为诊所服务的切入点，定位于慢性病、常见病、多发病、老年性疾病，进而向提供家庭医生式全科服务的方向发展。与社区医院相比，丁香园更聚焦在患者照顾环节，药品供应配送、检验、配液、输液平台、心电监测都交给第三方机构完成。除诊疗业务外，丁香园诊所还支持第三方远程诊断、电子处方流转及第三方配送，以及微信预约挂号、远程就诊、微信支付等业业务。
- 2018年5月12日，丁香园正式成立“诊所发展联盟”，以“丁香云管家”为信息化技术主体，为成员带来医疗机构筹办运营、经营管理、品牌打造、资源对接、人员培训、人才招聘、基础医疗机构信息化服务系统和医疗服务产品输出等一站式服务。截至2019年底，已覆盖70000+基础医疗从业者，丁香云管家累计服务全国2000+基础医疗机构，深度合作的核心成员达300+。

图表 40：丁香园诊所发展联盟解决方案



来源：公司官网，国金证券研究所

- 2019 年 12 月，丁香园进一步发布“城市合作伙伴计划”。“城市合作伙伴计划”是在“诊所发展联盟”赋能基础上的升级，为更医疗机构提供更紧密的连接。第一批已有 5 家明星诊所加入，分别是广州天爱儿科、南京台宝儿科、妈咪知道、长沙信睦全科门诊、西安世脉医疗。
  - 丁香园将为联盟城市合作伙伴提供包括：诊所发展联盟及丁香妈妈合作授牌及品牌活动冠名、联盟会员及丁香云管家推荐收益共享等基础权益和明星儿科医生培训认证、人才招聘优享等专享服务。
  - 同时，“城市合作伙伴”仅代表医疗机构成为联盟在特定城市区域内的指定支持方，不等于冠名或者加盟丁香诊所，不能使用丁香诊所的商标授权；丁香妈妈大学训练营也仅会为儿科、妇科相关的、指定合作伙伴授牌。
- 另一方面，2017 年 3 月，丁香园旗下首家互联网医院及大数据中心落户银川。此次在银川建设互联网医院，将是丁香园在 C 端业务的又一战略补充，使丁香园对于 C 端用户提供的服务与连接更加完善。
  - 银川丁香互联网医院的业务将由线上线下相结合的形式组成，其中线上业务包括：分诊导诊、在线问诊、会诊、转诊、远程医疗，同时也将推出网上用药指导、健康体检报告解读等服务。
  - 线下服务包括与社区医院、连锁药店合作，为患者提供视频问诊及远程会诊场所，促进家庭医生签约运营、培训及管理。并与全国三甲医院建立合作关系，提高医院面诊水平，改善就诊患者体验。
- 丁香园逐渐将银川丁香互联网医院的发展方向聚焦在诊前和诊后慢病管理、人工智能领域，同时，优化、整体化、智能化也成为银川丁香互联网医院发展的三部曲。
  - 优化：医疗服务、医生工作流程以及医生学习流程的优化。
  - 服务整体化：通过互联网模式将诊前、诊中、诊后三个环节打通。简单来说就是「看一看、问一问、管一管」，三者是一个连贯的过程。「看一看」，是指丁香医生通过生产与健康 and 疾病相关的可靠信息来满足患者获取信息的需求。「问一问」丁香园推出的「来问丁香医生」，通过连接患者和医生，提供了在线的咨询服务。「管一管」，主要是线上线下结合的健康管理、诊断和治疗。

- 智能化：丁香园选择将人工智能与皮肤领域疾病相结合，联合中南大学湘雅二医院和睿琪软件共同开发出了一款识别皮肤疾病的应用「智能皮肤」。智能皮肤已经在内蒙古、银川、黑龙江、海南、新疆这四省一市落地，缺乏皮肤科医生的基层医院最喜欢该产品。为了帮助基层更薄弱的一些偏远地区。

图表 41：丁香园战略布局关键点一览

战略定位	产品名称名称	推出时间	业务内容	针对用户群	规模	产业链布局影响
医生等专业用户资源的开发与积累	丁香园	2000	从专业学术论坛起步，成长为中国领先的医疗领域连接者以及数字化领域专业服务提供商，打造了国内领先的医疗学术论坛及一系列移动产品，并全资筹建了线下诊所	连接医院、医生、科研人员、患者、生物医药企业和保险，覆盖众用户	拥有 550 万专业用户，其中包含 200 万医生用户	2006 年开始将论坛和子网站分开运营，逐步建立起多元盈利模式
	丁香人才	2007	专业的医疗行业招聘平台，与医疗行业公立民营医院和医药生物行业各大知名企业建立合作关系		发布超过 6 万个临床医药相关职位，同时拥有专业人才简历 220 余万份	进行有限的区隔化商业运营的第一步，作为生物医学人才招聘子网站拆解运营
	丁香通	2008	生物试剂耗材的电子商务平台	临床和科研用户、生物医药企业	超过 230 万落日及用户，超过 180 次累计触达，超过 4600 天品牌营销经验	进行有限的区隔化商业运营的第一步，作为生物医学人才招聘子网站拆解运营
	用药助手	2011	通过数据库与使用者的进行互动，可通过商品名、通用名、疾病名称等迅速找到标准的药品说明书内容	面向专业用户的移动App		布局移动互联网
医患链接	丁香医生	2012	通过医生轻问诊建立医患间的初步联系，其后患者可以通过平台进行后续预约和随访，获取相关信息和知识，使慢性病患者与医生保持联系	专门针对患者的应用软件	已服务 3000 万用户	首个大众健康领域的布局，初步建立与患者之间的连接
线上线下多维度连接，大健康O2O闭环	丁香诊所	2015	可负担线下全科诊所，以儿科作为诊所服务的切入点，定位于慢性病、常见病、多发病、老年性疾病，向提供家庭医生式全科服务的方向发展	瞄准二三线城市的健康人群	杭州滨江店、杭州城西店、福州融侨外滩店、福州正祥中心店	探索诊所盈利与管理模式，布局线下连接线上，实现O2O闭环
	银川丁香互联网	2017	由线上线下结合的形式组成，聚焦在诊前和诊后慢病管理、人工智能领域	C 端用户提		C 端业务的又一战略补充
	丁香云管家	2018	丁香园发起的服务平台，专注于为基础医疗从业者提供可靠解决方案		截至 2019 年底，已覆盖 70000+ 基础医疗从业者，丁香云管家累计服务全国 2000+ 基础医疗机构，深度合作的核心成员达 300+	以解决方案输出为主要形式，扩大线下覆盖面，多维度整合线上线下医疗资源，构建完善的移动医疗 O2O 闭环
	"城市合作伙伴计划"	2019	在“诊所发展联盟”赋能基础上的升级，丁香妈妈合作授牌及品牌活动冠名、联盟会员及丁香云管家推荐收益共享等基础权益和明星儿科医生培训认证、人才招聘优享等服务	基层诊所	首批已有 5 家明星诊所加入，包括广州天爱儿科、南京台宝儿科、妈咪知道、长沙信睦全科门诊、西安世脉医疗	

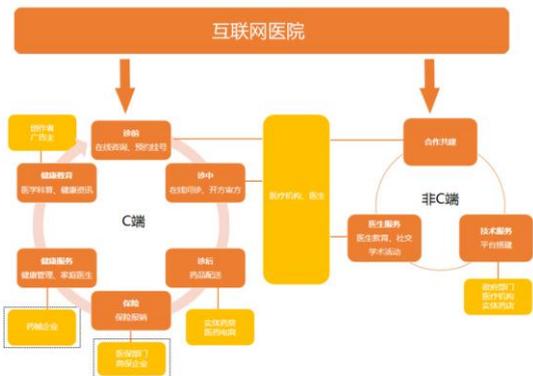
来源：公司资料，国金医药整理绘制，国金证券研究所

## 行业拐点再现，机遇与挑战并存

### 聚焦互联网医院，或为中短期突破口

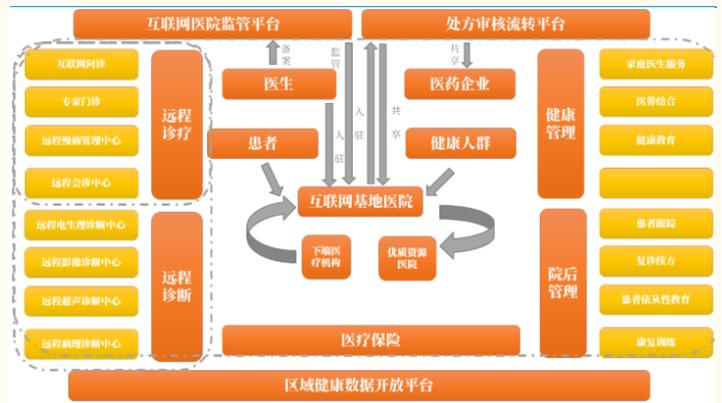
- 通过对头部企业成长路径的分析，我们发现，业务发展的依托主体以互联网医院为核心业态。
- 互联网医院作为一种推动产业链深化的商业模式，由线上问诊模式过渡而来。由于线上问诊模式的咨询付费规模小、增值服务等其他收费模式转化率极低，完整的商业闭环难以形成，使得轻问诊平台无法单纯依靠线上模式来支撑长期发展，亟需找到一种新的延展模式，从流量争夺进入到医疗资源扩张。
- 2016年起，互联网医疗企业与实体医院的结合探索下，通过更深层次地与传统医疗行业结合，互联网医疗企业开始尝试除问诊和挂号以外的就医环节的业务开拓，逐步将诊前、诊中及诊后连接到了一起，互联网医院应运而生。
- 互联网医院的内涵从开始的远程问诊、轻问诊，逐渐覆盖诊疗、诊断、健康管理、院后管理等诸多环节。当前，围绕着医疗资源配置以及医疗服务流程再造，互联网对医院场景的渗透以及对人的整个生命周期的介入越来越深。互联网医院建设的参与主体也不再局限于医疗机构，而是扩大到了医药、医保领域，涉及面越来越广泛。
- 同时，随着政策的清晰和业内探索的深度，在业务环节增加的同时，连接的实体业态也越来越多，形成了特有的互联网医院业态。

图表 42：互联网医院产业生态圈示意图



来源：动脉网，国金证券研究所

图表 43：互联网医院内涵扩大



来源：动脉网《2018 互联网医院报告》，国金证券研究所

- 2018年9月国家卫健委发布的《互联网医院管理办法（试行）》中，将互联网医院分成三种基本形式：1) 实体医疗机构+本机构和其他医疗机构注册的医师；2) 实体医疗机构+第三方机构+本机构和其他医疗机构注册的医师；3) 实体医疗机构+本机构注册的医师。

图表 44：互联网医院的三种基本形态



来源：卫健委官网，国金证券研究所

- 根据主导者的不同，互联网医院有两种发展模式：一种由医院主导，将线下的医疗服务互联网化；另一种由企业主导，利用互联网技术提供医疗服务。
  - 实体医院主导的优势在于，可以完成在本院的线上线下就诊闭环，除了问诊、开方、送药和支付之外，还可与检查检验、报告查询、床位预约等服务结合，更好地满足患者的本地就医需求。
  - 企业主导的平台型互联网医院优势在于，可集中各地优质资源，促进医疗资源均衡分配；并且平台型互联网医院基于良好的用户运营能力，可聚集更多数量和科室的医生，扩大患者的选择范围。

图表 45：医院和企业主导的两种互联网医院模式差异

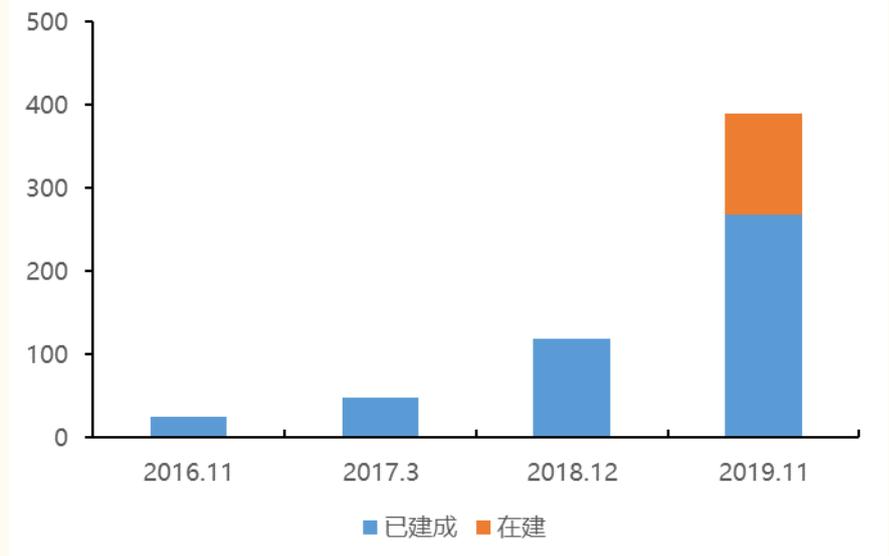
利益相关方	医院主导	企业主导
企业	服务对象是医院，提供技术支持提高医院服务能力 模式可复制，可靠医院带来大量的医生 没有问诊费分成，靠处方药创收	服务对象是医生 医生的数量和质量决定成败 靠问诊费及处方药获利
医院	有运营权，处于强势地位 线下就诊服务网络化，处于医药分离的局面 就医服务由医院提供，处方单流转由企业负责	给企业提供资质 负责接收医生多点执业的备案
医生	就医行为受医院管理，限制较多，并非多点执业 问诊费由医院统一结算后分配	不受线下医院的束缚，有很高的自主权 依赖自身价值，不依赖医院 可获得问诊费分成以及药品返点
患者	就医流程更加规范，更接近线下的就医服务	企业的趋利性使得消费者被引导消费及服务

来源：“中国互联网医疗的发展历程、商业模式及宏观影响因素”，山东大学学报（医学版），国金证券研究所

- 同时，互联网医院建设已提前反映政策预期，数量加速增长。根据动脉网，截止至 2016 年 11 月、2017 年 3 月以及 2018 年 12 月，我国已建成互联网医院数量分别为 25 家、48 家和 119 家。受 2018 年政策催化因素影响以及对医保覆盖互联网医疗领域的预期，进入到 2019 年以后互联网医院

的建设加速，截止至 10 月，全国已建成互联网医院达 269 家；截止至 11 月 8 日，又有 121 家企业参与到互联网医院建设中来。

图表 46：互联网医院建设已提前反映政策预期，数量加速增长



来源：动脉网，国金证券研究所

### 政策指向慢病复诊，机遇与挑战并存

- 区别于实体医院在整个医疗环节中更多承载出具诊断结果、给出治疗方案的作用，互联网的技术优势也使互联网医院的业务更多聚焦在导诊、挂号、健康咨询及治疗后的复诊、慢病管理部分。同时，能否进一步打开互联网医疗成长空间与持续盈利能力的关键依旧聚焦在支付端的多方介入与细化政策落地。
- 首先在业务层面，政策导向将互联网医院的业务发展指向了慢病复诊。2018 年 9 月，国家卫健委发布的《互联网诊疗管理办法（试行）》中对互联网诊疗的定义为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、慢性病复诊和“互联网+”家庭医生签约服务。
- 由于慢病复诊具有就医频次高、用药周期长、病患老龄化的特征，因此，互联网医院对医保接需求程度突出，同时处方外流也备受关注。
  - 互联网医院慢病复诊的便利程度体现在：1) 避免反复医院的挂号、排队等一系列流程；2) 慢病处方开具后，经药师审核，医疗机构或者药品经营企业即可委托符合条件的第三方机构配送上门，提供了购药的便利性。
- 在备受关注的支付端层面，在部分商业保险企业在持续探索的同时，2019 年 8 月 30 日国家医保局发布的《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》（后简称“指导意见”）成为了行业推动的重要里程碑，是将互联网医疗纳入国家医保支付范畴的首个落地文件，对“互联网+”医疗服务的定价与报销标准以及成本核算提出框架性指导意见。
  - 《指导意见》明确目的，通过合理确定并动态调整价格、医保支付政策，支持“互联网+”在实现优质医疗资源跨区域流动、促进医疗服务降本增效和公平可及、改善患者就医体验、重构医疗市场竞争关系等方面发挥积极作用。

- 《指导意见》主要包括四大框架性内容：1) 完善“互联网+”医疗服务价格项目管理；2) 健全“互联网+”医疗服务价格形成机制 明确；3) 明确“互联网+”医疗服务的医保支付政策；4) 强化组织实施。
- 结合当前互联网企业商业模式中所存在的普遍困境，同时细化该《指导意见》的分析解读，我们认为，该《指导意见》开启了产业规范性利好政策落地的第一步，在强监管主旨的定调下，使互联网医疗企业的发展从蛮荒逐步到有序，而要打破行业成长空间与企业持续盈利能力的瓶颈，在政策层面所存在的挑战则主要聚焦在六个方面：1) 报销标准与定价机制；2) 资格审批门槛；3) 医保额度管理；4) 医保统筹层次；5) 门诊费用异地结算；6) 电子医保凭证普及。
- 不可否认的是，作为首个以解开支付端症结的执行层面的文件，该政策的发布堪称万众瞩目，为互联网医疗企业未来的发展路径提供了更为清晰的参考蓝图，行业整体的发展前景也更具确定性。

图表 47: 《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》主要内容框架

### 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

医保发〔2019〕47号

- 《指导意见》目的：通过合理确定并动态调整价格、医保支付政策，支持“互联网+”在实现优质医疗资源跨区域流动、促进医疗服务降本增效和公平可及、改善患者就医体验、重构医疗市场竞争关系等方面发挥积极作用

#### 完善“互联网+”医疗服务价格项目管理

- 项目政策按医疗机构经营性质分类管理
- 项目准入以省为主实行分级管理
- 明确项目准入应符合的基本条件
- 明确不作为医疗服务价格项目的情形

#### 明确“互联网+”医疗服务的医保支付政策

- 确定医保支付范围
- 完善医保协议管理

#### 健全“互联网+”医疗服务价格形成机制

- 价格政策按公立非公立实行分类管理
- 收费方式应体现跨区域服务的特征
- 医保部门制定调整价格实行省级管理
- 制定调整价格应保持线上线下合理比价
- 针对各类服务特点细化价格政策
- 充分保障患者合理合法的价格权益

#### 强化组织实施

- 抓好贯彻落实和疏导矛盾
- 加强价格监测和跟踪评估
- 做好政策解读和舆论引导

来源：国家医保局官网，国金证券研究所

### 重构政策推进预期，互联网医疗行则将至

- 综上，我们提出，展望互联网医疗行业于医保支付端政策带来的边际演变，可以基于由以下六大维度构建的政策预期要点分析框架：1) 报销标准与定价机制；2) 资格审批门槛；3) 医保额度管理；4) 医保统筹层次；5) 门诊费用异地结算；6) 电子医保凭证普及。
- 我们预计，围绕该六大维度的更具可操作性与协调性的管理规范与实施细节的有望进一步出台，挑战与机遇并存下，互联网医疗行业行则将至。

图表 48：互联网医疗医保端政策预期演变分析框架

## 互联网医疗：医保端政策推进预期

### 政策主旨：强监管，医保基金的高效使用



来源：国金医药整理绘制，国金证券研究所

- 1) 报销标准与定价机制：考量互联网医疗服务非标准化业务模式下的成本核算、定价合理性及报销体系
- 由于互联网医疗服务没有确定的业务模式，且其服务内容多是非标准化，如果将各地不同的互联网+医疗服务项目进行合理的分类，同时合理制定定价标准、报销体系与成本核算准则都成为政策设计上的难点。
  - 2019年8月30日国家医保局发布的《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》的重大意义在于其对“互联网+”医疗服务价格项目管理、价格形成机制、医保支付政策提出了框架性建议，同时更具可操作性与协调性的管理规范与实施细节的也值得期待。
  - 文件明确将“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，要求对符合条件的“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。该意见对完善“互联网+”医疗服务价格项目管理、健全“互联网+”医疗服务价格形成机制以及明确“互联网+”医疗服务的医保支付政策等也给出了明确指导。

- **2) 医保资格审批门槛：依托线下实体医院作为获批条件，医保定点资格审批趋严**
  - 根据最新 2020 年 1 月 22 日国家医保局发布的《医疗机构医疗保障定点管理暂行办法（征求意见稿）》显示，互联网医院可依托其实体医院申请定点，同时医保定点医疗机构的资格审批趋严。
  
- **3) 医保额度管理：医保总额预付制度及存在限制发展规模的可能性**
  - 根据国家卫健委印发《互联网医院管理办法（试行）》中将“互联网医院”定义为“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”，因此我们推断，互联网医院也有可能参照医疗机构的监管标准，采取医保总额预付制度作为其医保额度管理的机制。
  - 这意味着，与线下实体医疗机构共用医保额度或者与线下聊机构进行医保额度分割谈判的可能性较大。对于拟通过互联网医院业务纳入医保支付以撬动及拓宽业务面的互联网医疗企业，其边际放大效应过多取决于其线下依托的医疗机构或医联体的医保额度，若其医保额度有限，则可能限制线上业务的发展规模。
  
- **4) 医保统筹层次：地市级统筹或使互联网医院的报销局限区域性发展**
  - 由于目前我国医保统筹层次仍然较低，以集中在地市级统筹为主，互联网医院的医保报销范围或限于区域性发展，与原全国性跨区域联通的互联网医疗行业的初衷背离。
  - 同时，综合医保统筹层次与医保额度管理看，依托大型公立医院或区域医联体所设立的互联网医院或成为本轮政策的受益者。
  
- **5) 门诊费用异地结算：有望拓展第三方医疗平台至全国**
  - 目前医保异地结算只开通了住院部分，门诊统筹仅部分地区与慢病开展。在门诊统筹智商，若门诊异地结算的开通有望将第三方互联网医疗的平台扩大至全国。
  
- **6) 全国电子医保凭证：国家医保局重要顶层设计，逐步跨区域联通全国**
  - 以医保电子凭证为载体，异地跨省医保就医有望得以大范围推广。通过逐步完善，医保电子凭证未来将全国覆盖，实现跨区域联通，使异地就医享受本地医保成为可能。
  - 与传统凭证相比，医保电子凭证具有以下突出优点：一是方便快捷，因其不依托实体卡，可以通过国家医保 APP 等多种方式快捷激活；二是应用丰富，可以应用于医保查询、参保登记、报销支付等医保各业务场景；三是全国通用，由国家医保信息平台统一生成，标准全国统一，跨区域准确互认；四是安全可靠，通过实名和实人认证，数据加密传输，二维码动态展示，确保了个人信息和医保基金使用安全。
  - 2020 年 2 月 28 日，国家医疗保障局办公室印发《关于全面推广应用医保电子凭证的通知》，对制定各阶段执行时间节点，医保电子凭证将在全国推广。

图表 49：医保电子凭证全国推广时间点



来源：国家医保局，国金证券研究所

## 投资建议

- 我们看好互联网医疗的成长空间与发展潜力，互联网医疗已成为推进我国医疗服务改革的重要举措之一。
- 2020年伊始，互联网医疗在此次新冠肺炎疫情防控中作用突出，成为后疫情时代医疗投资趋势演变主题之一。同时，在医保支付端政策的加速落地也为互联网医疗行业带来发展机遇，行业有望迎来投资逻辑重构拐点。
- 在互联网医疗服务行业中，虽然目前尚未出现一个经验证的商业模式，头部企业也依然处在可持续性盈利困境中，但各企业依然努力对医疗资源进行整合，我们建议关注在商业模式与创收路径逐步清晰化，并逐渐形成自己竞争优势的公司。相关港股标的包括平安好医生、阿里健康。
- 在上游医疗信息化行业中，我们认为随着需求与技术升级，市场份额将向头部厂商集中，建议关注互联网医疗业务布局领先的头部企业，相关公司包括卫宁健康、创业慧康、万达信息。

## 风险提示

- **监管变动风险：**互联网医疗行业受监管影响较大，如 2017 年左右互联网医疗行业发展受政策限制曾短期陷入停滞状态。若未来监管方向发生重大变化，可能会出现不利于互联网医疗行业发展的因素出现，进而阻碍行业发展。
- **政策落地进度低于预期：**政策是互联网医疗行业发展的核心驱动力之一，若上述报告中所提及的政策落地进度低于预期，可能导致行业发展速度放缓。
- **行业竞争加剧：**互联网行业仍处于快速发展阶段。若行业竞争加剧，可能会导致获取关键医疗资源等不当竞争因素出现，进而阻碍行业整体发展。
- **业务发展及盈利能力提升低于预期：**目前多数行业头部企业仍处于亏损状态，若可持续性盈利能力不能突破将导致行业发展放缓。
- **创新业务发展不及预期：**长期来看，互联网+医疗、AI+医疗等创新业务是行业重点发力的方向，若相关厂商的技术和产品储备不足或者下游客户需求不足，将导致行业长期发展失去动力。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH