

2020年6月4日

科新主题报告

证券研究报告

解构远程医疗标杆 Teladoc 崛起之路，找寻中国医疗企业新方向

## 医疗信息化专题系列二

■写在前面：疫情来袭，国内远程医疗公司如何破局重生？我们之前发布了《互联网医疗：科技战“疫”，雏鹰起飞》专题报告，详细分析了新冠疫情下我国互联网医疗新看点，通过辨析社会需求，放眼海外市场，找寻产业链标的受益机会。本篇报告我们将重点聚焦在美国远程医疗标杆 Teladoc 公司，看国内互联网医疗平台要想通过疫情大展身手，有哪些经营策略可以学习？我们对 Teladoc 发展历史、核心竞争力、经营表现、全球远程医疗市场进行深入分析，探寻公司成为全球唯一全领域覆盖远程医疗巨头的经营逻辑。

■纵观历史，如何从电话医疗咨询公司到全球远程医疗领导者？Teladoc 成立于 2002 年。从 2002 年到 2015 年，公司成为大型企业医疗解决方案供应商。2015 年 Teladoc（股票代码：TDOC.N）在纽交所上市，开始通过收购的方式开拓全球市场，打造全球唯一覆盖所有护理领域的远程医疗企业。公司主要通过 B2B2C 策略吸引大型企业成为合作商，2019 年 Teladoc 已有 12000 家以上的企业客户，其中包括 300 家以上的财富 1000 强企业，与超过 50 个健康计划合作，为超过 300 家医院和健康机构服务，从而迅速俘获 C 端零散客户。对于客户，Teladoc 主要收取会员订阅费，部分零散客户收取平台访问费。目前公司主要有 4 个子品牌，主打复杂疾病远程医疗在内的 4 项服务，有选择性收购、开发新疾病种类等 5 大发展策略。目前 Teladoc 有超过 2400 个员工，450 多位分支专家，5 万多位医师。2020 年，Teladoc 将完成对 InTouch Health 的收购，成为真正意义上的全球远程医疗领导者。InTouch Health 的服务囊括神经病学、重症监护、精神病学、新生儿学、心脏病学等多个关键领域的医疗咨询。InTouch Health 在业内一直保持着患者和提供者满意度排名第一，连续第三年被评为 KLAS 最佳虚拟护理平台。

■回归数据：公司运营数据和财务数据的亮点之处在哪？Teladoc 自 2015 年上市以来，业绩持续高速增长。在财务数据方面，2019 年公司营收突破 5.5 亿美元（+32.3%），毛利率在 70% 左右。营收复合增速超 60%。2019 年运营现金流达 3000 万美元（+700%），调整后 EBITDA 达 3200 万美元（+146.2%）。在运营数据方面，2019 年平台访问量达 410 万（+55.3%），复合增速超 60%，会员数量达 3670 万（+60%）。2020 年预计营收将达 7 亿美元左右（对应 PS 14X 左右），调整后 EBITDA 预计在 6000 到 7000 万美元。（公司财报）

■纵观行业：远程医疗市场空间还有几何？全球远程医疗市场处于持续增长状态，2026 年市场规模将达到 1857 亿美元。Teladoc 所处的美国远程医疗市场总值也在持续增长，2025 年预计达 640 亿美元。美国医疗费用昂贵是促使其远程医疗行业快速发展的主要原因。据 Barclay 估计，Teladoc 潜在市场总值达 57 亿美元。据 AmWell2019 年的调查报告估计，未来心理健康诊疗将成为热门领域，Teladoc 在该领域已有全面布局。反观国内，从经营模式上来看，当下我国远程医疗市场的盈利模式主要有两种：与药企合作的平台电商，如阿里健康，以引流为目标的在线问诊平台，如平安好医生。通过分析 Teladoc

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082086

### 相关报告

国内射频通信测试仪器龙头

公司，创远仪器精选层获受 2020-05-23 理

亿童文教：新品研发、渠道

管理发力，经销渠道网络覆盖 2020-05-23 盖全国、深入区县

IPO 观察：芯朋微 等 7 家企

业 IPO 过会，本期 三生国 2020-05-20 健 或值得追踪

精选精投系列一：精选层申

报公司 TMT 行业解析 2020-05-19

线下教培机构逐步复课，回

望整体受影响程度如何？ 2020-05-18

崛起之路，可以看出我国远程医疗企业突破行业局限和当下经营瓶颈有两个主要方向：第一，在经营模式垂直化和平行化之间进行取舍，选择简单轻度广覆盖，还是对某一领域进行深度挖掘，提供该领域完整的垂直式服务。第二，加强定向宣传，尽可能培养用户网络就医意识。加强线上平台后端核心竞争力，以及各模块之间的连接性从而更好的培植和增强用户黏性。(Fortune Business、Global Market Insight)

■风险提示：远程医疗法律监管影响；行业竞争加剧；业绩下滑风险

## 内容目录

1. 写在前面：疫情来袭，中国远程医疗企业如何破局重生？ .....	7
2. 思考一：总结历史，公司如何从电话医疗咨询到全球远程医疗领跑者？ .....	9
2.1. 发展历程：从大型企业供应商出发，打造全球唯一全领域覆盖远程医疗巨头 .....	9
2.2. 经营模式：B2B2C 策略俘获 1 万家企业客户，会员订阅费用稳固 84% 收入 .....	10
2.2.1. 获客策略：吸引超 300 家财富 1000 强企业，分销 C 端客户企业雇主达 1.2 万+ .....	10
2.2.2. 盈利模式：84% 会员订阅费+16% 平台访问费 .....	13
2.3. 产品分类：四大品牌关注不同市场，远程问诊为主辅以护理+心理咨询 .....	14
2.3.1. 按品牌分类：Advance Medical、Best Doctors、Better Help、Healthiest You .....	14
2.3.2. 按服务分类：复杂疾病远程医疗+虚拟护理+心理诊疗+软件销售 .....	16
2.4. 发展策略：5 大方向全面发力，全球并购打造医疗网络 .....	18
2.4.1. 行业发展趋势：不同年限需求分化，处方更新最受关注+心理诊疗最具潜力 .....	18
2.4.2. 整体发展策略：五大策略全面发力，产品使用率达到 2.3 倍 .....	20
2.4.3. 并购策略：全球并购数量达 9 家，扩展分销渠道+丰富服务种类 .....	21
3. 思考二：回归数据，公司运营数据和财务数据的亮点之处在哪？ .....	31
3.1. 总体业绩：2019 年营收突破 5.5 亿，平台访问量超 400 万 .....	31
3.1.1. 营收情况：2019 年营收达 5.53 亿美元，复合增长率 60% .....	31
3.1.1.1. 按类别：会员订阅费达 4.63 亿美元，平台访问费达 9001 万美元 .....	31
3.1.1.1. 按地区：美国地区贡献营收达 4.45 亿美元，占比达 80% .....	32
3.1.1. 盈利情况：初现转机，营运现金流达 3000 万美元，EBITDA 达 3200 万美元 .....	33
3.1.2. 费用情况：整体支出增速回落，营运费用带来收入增长持续提升 .....	34
3.1.3. 客户关系：2019 年客户关系稳定，UNH 未来两年带来 4290 万美元收入 .....	35
3.1.4. 业绩展望：2020 年营收预计达 7 亿美元，对应 PS 估值 14X .....	35
4. 思考三：纵观行业，远程医疗市场空间还有几何？ .....	37
4.1. 全球远程医疗市场：2026 年市场规模突破 1857 亿美元，远程医疗步入 3.0 时代 .....	37
4.2. 美国远程医疗市场：远程医疗覆盖率达 60%，2025 年将达 640 亿美元 .....	38
4.3. 美国市场主要玩家：大型远程医疗企业超 20 家，明星企业来势凶猛 .....	45
4.3.1.1. American Well：美国明星远程医疗公司，主打按次收费医疗模式 .....	45
4.3.1.2. Doctor on Demand：医疗版 Uber，患者发问+医生接单 .....	46
5. 启示：反观国内，行业龙头超前商业模式如何应用于当下格局？ .....	47
5.1. 平安好医生：仍在引流阶段，线上问诊模式不是盈利主力 .....	47
5.2. 阿里健康：互联网诊疗使用率较低，医药商城收入占 82.9% .....	48
5.3. 国内外对比：克服行业固有缺陷，取舍经营模式+定向宣传培养用户黏性 .....	49

## 图表目录

图 1：公司股价图 .....	7
图 2：Teladoc 独特成长模型 .....	8
图 3：抗击新冠疫情 Teladoc 举措 .....	8
图 4：Teladoc 发展历程 .....	10
图 5：为员工提供医疗保障的企业中，愿意提供远程医疗的企业比例上升 .....	10
图 6：Teladoc B2B2C 经营模式 .....	11
图 7：Teladoc 全球分销渠道 .....	11

图 8: Teladoc 用户画像.....	12
图 9: Teladoc 强大的参与度和产品利用率.....	12
图 10: Teladoc 显著改善用户健康.....	12
图 11: Teladoc 会员数突破 3670 万 .....	13
图 12: 访问量复合增长率 60%.....	13
图 13: Teladoc 盈利模式.....	13
图 14: IPO 以来品牌发展策略.....	14
图 15: Advance Medical 业务范围.....	14
图 16: Best Doctors 业务流程.....	14
图 17: Better Help 提供心理健康咨询服务.....	15
图 18: Healthiest You app 服务种类.....	15
图 19: Best Doctors 访问量情况.....	15
图 20: Advance Medical 访问量情况.....	15
图 21: Healthiest You 访问量情况.....	15
图 22: Better Help 访问量情况.....	15
图 23: Teladoc 提供强大的服务组合.....	16
图 24: Teladoc 核心与创新产品.....	17
图 25: Teladoc 优势图 .....	17
图 26: 远程医疗使用意愿按年龄分布.....	18
图 27: PCP 换远程医疗可能性按年龄分类.....	18
图 28: 不同年龄群体选择远程医疗理由.....	18
图 29: 愿意使用远程医疗进行处方更新的比例.....	19
图 30: 愿意使用远程医疗进行慢病管理的比例.....	19
图 31: 愿意使用远程医疗进行急诊的比例.....	19
图 32: 愿意使用远程医疗进行心理疾病诊疗的比例.....	19
图 33: 愿意使用远程医疗进行术后诊后跟踪的比例.....	19
图 34: Teladoc 整体发展策略.....	20
图 35: Teladoc 差异化竞争优势.....	20
图 36: 雇主使用率中位值不断提高.....	21
图 37: 新增产品使得月度用户订阅不断提高.....	21
图 38: 产品多元化策略使得使用率不断提高.....	21
图 39: Teladoc 全球机构情况.....	22
图 40: InTouch Health 增加多元化收入.....	22
图 41: 收购 InTouch Health 增强 Teladoc 核心竞争力 .....	23
图 42: 收购 Intouch Health 全方位增强 Teladoc 实力.....	23
图 43: InTouch Health 的起源.....	24
图 44: InTouch Health 的发展历程.....	24
图 45: 竞争者的弱势和 InTouch 的优化服务.....	24
图 46: InTouch 运营系统连接内外部网络.....	25
图 47: InTouch 平台实现了全系统的虚拟化在线远程护理 .....	25
图 48: 与 InTouch Health 合作的世界领先的医疗系统、医疗计划提供商和客户 .....	26
图 49: 收购 InTouch Health 后的 Teladoc Health 可以达到各种医疗场合的所有敏锐度要求..	26
图 50: 一系列非综合护理点组成的医疗保健系统.....	26
图 51: InTouch 的医疗保健服务.....	26
图 52: InTouch 平台可以提供一整套虚拟护理技术解决方案.....	27

图 53: InTouch 平台模块软件具有可配置性.....	27
图 54: 传统看病流程.....	28
图 55: 所有看病环节需要现场进行.....	28
图 56: 当前已虚拟化的看病环节.....	28
图 57: Teladoc 收购 InTouch 后的看病流程.....	28
图 58: 客户如何从 InTouch Health 购买服务.....	28
图 59: 领先的直面消费者的虚拟医疗平台.....	29
图 60: Teladoc Health 将提供满足全范围敏锐度及医疗场合的虚拟医疗服务.....	29
图 61: 2014-2020 年 Teladoc 并购历史图.....	30
图 62: 收入复合增长率 60%.....	31
图 63: 销售毛利保持稳定.....	31
图 64: 会员订阅费 (美元).....	32
图 65: 平台访问费 (美元).....	32
图 66: 美国的付费访问量 (百万).....	32
图 67: 使用率情况.....	32
图 68: 美国地区会员订阅费 (百万美元) 持续上涨.....	32
图 69: 美国地区平台访问费 (百万美元) 持续上涨.....	32
图 70: 营运现金流 2016 年-2019 年转负为正.....	33
图 71: 息税前利润 2016-2019 转负为正.....	33
图 72: 收入及 EBITDA 利润率情况.....	33
图 73: 毛利润变化情况.....	34
图 74: 毛利率情况.....	34
图 75: 营运费用情况.....	34
图 76: 每 1 美元客户购买和营销费用产生的收入情况.....	34
图 77: 技术、管理费用、法律和监管成本占收入比例.....	34
图 78: Aetna 会员及平台访问数.....	35
图 79: Aetna 带来收入 (百万美元).....	35
图 80: PS 均值在 11X 右.....	36
图 81: 远程医疗发展历程.....	37
图 82: 全球远程医疗市场规模 (十亿美元).....	37
图 83: 2019 年医疗系统 IT 预算使用领域.....	38
图 84: 2018 年美国人均医疗成本超过全球人均成本两倍.....	38
图 85: 2015 年全美医疗支出.....	39
图 86: 美国急诊平均费用.....	39
图 87: 癌症治疗费用.....	39
图 88: 家庭健康计划平均费用.....	39
图 89: 跌打损伤类疾病平均质量费用.....	39
图 90: 普通医疗检测, 开药与手术平均费用.....	40
图 91: 美国医师供需不平衡 (个).....	40
图 92: 就诊时间分布比例.....	41
图 93: 就诊后因为同样疾病进行二次诊疗的比例.....	41
图 94: 美国远程医疗 1.0-2.0 时代.....	41
图 95: 美国远程医疗使用率按地区分类.....	42
图 96: 全球潜在用户数达 11 亿.....	42
图 97: 美国本土潜在市场 7300 万.....	42

图 98: 美国付费访问量持续增长.....	43
图 99: Teladoc 潜在市场.....	43
图 100: 心理健康服务业务收入.....	44
图 101: BetterHelp 电脑端/手机端访问量 (人) .....	44
图 102: TalkSpace 电脑端/手机端访问量 (人) .....	44
图 103: Betterhelp App 下载量 (人) .....	44
图 104: BetterHelp 每日活跃用户数 (人) .....	44
图 105: American Well 平台服务.....	46
图 106: American Well 问诊 App.....	46
图 107: Doctor on Demand 诊疗 app.....	46
图 108: Doctor on Demand 诊疗平台 .....	46
图 109: 平安好医生发展历程.....	47
图 110: 阿里健康盈利模式.....	48
图 111: 我国远程医疗企业主要经营模式.....	49
表 1: Teladoc 并购历史.....	30
表 2: 2019 年 Teladoc 的核心指标概览.....	31
表 3: UNH 将给 Teladoc 带来 4290 万美元收入.....	35
表 4: 2020 年业绩指引 .....	36
表 5: 长期经营规划.....	36
表 6: 美国远程医疗发展.....	41
表 7: 美国大型远程医疗企业.....	45

## 1. 写在前面：疫情来袭，中国远程医疗企业如何破局重生？

2019年12月，新型冠状病毒疫情爆发，并迅速蔓延。疫情带来的大量医疗需求让线下门诊供不应求。国家卫生健康委办公厅一周内连发两个通知，要求就疫情积极开展互联网诊疗服务，以缓解定点医院诊疗压力，降低交叉感染风险。一时间远程问诊平台遍地开花，阿里健康、京东、腾讯微信、微医、丁香园、新浪微博、1药网、好大夫等均上线了在线问诊平台。除此之外，各地定点医院也主动开设了线上问诊服务。部分医院的公众号开设了线上问诊平台，还有部分医疗平台也专设了线上问诊分区。蓄力好几年的远程医疗，借助疫情大展身手，开始培育用户使用习惯。

疫情对于我国远程医疗公司来说是一个难得的契机，同时也是优秀平台的试金石。一方面，民众特殊时期的医疗需求让远程问诊获得前所未有的市场接受度，但另一方面，疫情过去去医院恢复正常问诊流程，远程医疗的需求将会大幅降低。大量企业都试图抓住这次契机，平台间的竞争也将进一步加大。因此远程医疗企业想要在疫情过去后获得长足发展，在市场中占据有利位置，还需要克服自身的不足，认清行业趋势，为长远发展设立有效规划。纵观全球，国外远程医疗市场进入成熟稳定期，而其中美国远程医疗 Teladoc 是当之无愧的领军企业。

图 1: Teladoc 公司股价图

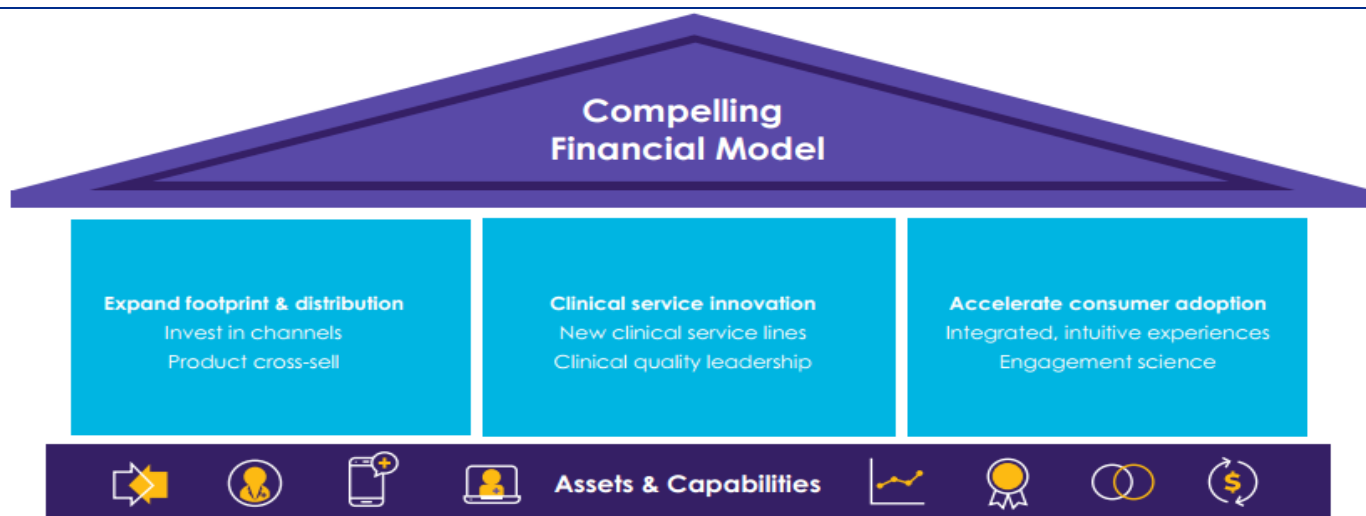


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

作为远程医疗标杆，早在 2002 年设立之初，Teladoc 就已经瞄准了远程医疗市场的巨大潜力，业务版图急速扩张。2019 年，Teladoc 营收达到 5.53 亿美元，平台访问量达 410 万，注册会员达到 3670 万，已是全球领先水平。

本次专题将通过对 Teladoc 发展历史、核心竞争力、经营表现、全球医疗市场现状及未来进行深入分析，找寻国内远程医疗产业的投资机会。

图 2: Teladoc 独特成长模型



资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心

此次新冠疫情的爆发, Teladoc 针对医疗供应商、企业雇主和用户提供了多方位的服务。针对医疗供应商, Teladoc 提供疾控中心、医疗规章和定期报告职责监督等服务, 针对雇主, Teladoc 提供远程抗疫指导服务; 针对会员, Teladoc 提供救治和抗疫知识普及等一系列服务。

图 3: 抗击新冠疫情 Teladoc 举措

### COVID-19 case study

In market within first week with education and access to care around the world

- |  |  |   |
|--|--|---|
| <br><b>Providers</b>        | <br><b>Clients</b>  | <br><b>Members</b> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ CDC</li> <li>✓ Protocols</li> <li>✓ Reporting capabilities</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Medical leadership calls</li> <li>✓ Webinars</li> <li>✓ Consumer collateral in Engagement Center</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Education</li> <li>✓ Aid</li> <li>✓ Awareness</li> </ul>     |

Scale-driven clinical data, analytics and AI



Teladoc

资料来源: Teladoc 投资者报告, 安信证券研究中心



## 2. 思考一：总结历史，公司如何从电话医疗咨询到全球远程医疗领跑者？

Teladoc Health，简称 Teladoc，是一家总部位于美国的跨国远程医疗和虚拟医疗公司。Teladoc 提供高质量的护理和专业知识，从偶发性需求，如流感和上呼吸道感染，到复杂的医疗需求，如癌症和心力衰竭，响应时间大约在 10 分钟以内。据 Teladoc 官网统计，2019 年 Teladoc 以 40 多种语言在全球 175 个国家提供远程医疗服务。

### 2.1. 发展历程：从大型企业供应商出发，打造全球全领域覆盖远程医疗巨头

Teladoc 成立于 2002 年，是美国第一家远程医疗企业。它由前 NASA 飞行外科医生 Byron Brooks 博士和 Michael Gorton 创立。据统计，当时共有超过 4500 万的美国人缺乏医保救治，而行业调查表明，70%~75% 的非紧急医疗事故无需门诊治疗，可以直接通过电话解决。在某些特殊情况下（比如人烟稀少的地区），电话医疗甚至是患者的唯一的选择。远程医疗服务在当时的美国仍然是新兴领域，没有公司涉足，这就成为了 Teladoc 创立的契机。

2005 年 4 月，公司推出“TelaDoc 医疗服务”，即远程电话咨询项目，向员工提供方便廉价的医疗途径。员工只需花 35 美元即可向医生进行电话咨询，且可以通过健康储蓄账户(HSAs)付款。在注册为会员时，系统会建立个人账户和电子医疗记录。

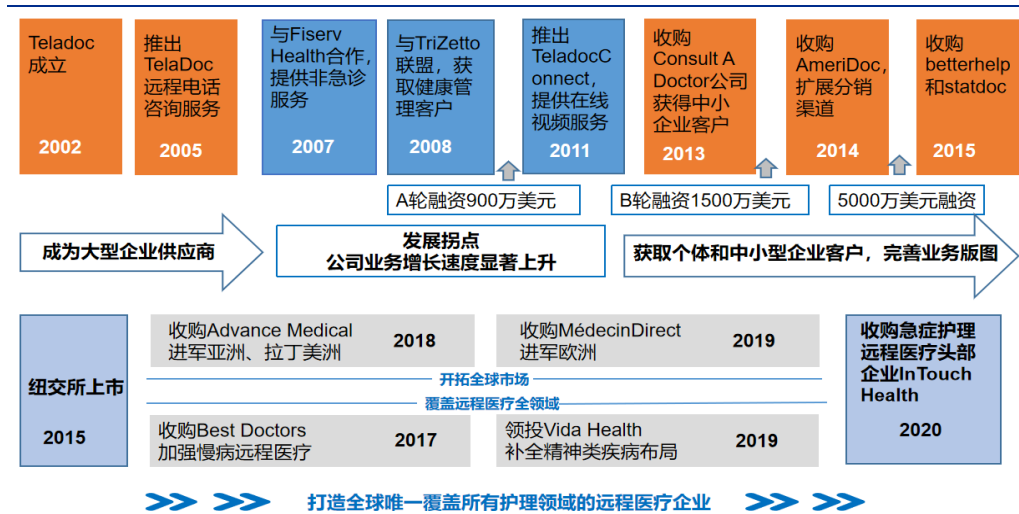
2007 年公司开始成为大型企业供应商，并与其他公司战略联盟，以扩张分销渠道。首先与美国最大的第三方管理金融公司 Fiserv Health 合作，由 Fiserv 为 Teladoc 会员提供日常、非急诊的电话咨询服务。2008 年与 TriZetto 市场联盟，获取到对方公司的福利健康管理客户。2009 年 12 月，Teladoc A 轮融资 900 万美元。

2011 年，Teladoc 迎来发展拐点，公司业务增长速度显著上升，获得 1860 万美元融资。2012 年公司顺势推出 TeladocConnect 项目，为用户提供每周 7 天，每天 24 小时的不间断电话或在线视频服务。2013 年 9 月，获 B 轮融资 1500 万美元。

在获得了几轮融资之后，Teladoc 开始收购同类远程医疗公司，获取个体和中小型企业客户，进一步完善业务版图。2013 年收购 ConsultADoctor 公司，由此获得个体和中小型企业客户，扩张服务市场。2014 年，以 1720 万美元收购远程医疗公司 AmeriDoc，提高市场占有率，进一步获取中小型企业分销渠道。并在同年 9 月获得 5000 万美元的融资。2015 年以 350 万美金现金和 100 万美元本票收购健康服务供应商 BetterHelp，同年收购远程医疗供应商 statdoc。

2015 年 7 月，公司宣布在纽交所上市，进入到全球市场开拓和全领域扩张阶段。在全球市场方面，2018 年公司以 3.51 亿美元收购西班牙远程医疗服务公司 Advance Medical，进军拉丁美洲和亚洲市场。2019 年收购法国远程医疗服务企业 Medecin Direct，获得对方公司 40 多家保险合作伙伴，并以此为支点开拓欧洲市场。而在全领域扩张方面，Teladoc 2017 年收购 Best Doctors，加强慢病远程医疗。同年收购 Healthiest You，进一步加强远程医疗服务。2019 年领投 Vida Health 的 C 轮融资，补齐在精神类疾病上的布局，推出针对复杂精神疾病和身体健康的 Teladoc Medical Experts 服务。2020 年 6 亿美元收购 InTouch Health。该公司是急症护理远程医疗解决方案的头部企业，旗下的可扩展平台可在任何情况下针对任何用例提供护理。与全球 450 多家医院和医疗系统合作，拥有 14500 多名医生用户。该收购完成后，Teladoc 将成为全球唯一覆盖所有护理领域的远程医疗企业，业务将包括从重症监护、慢性病到日常护理等多种服务，涵盖在家、药房、零售、医生办公室、救护车等多种场景。

图 4: Teladoc 发展历程



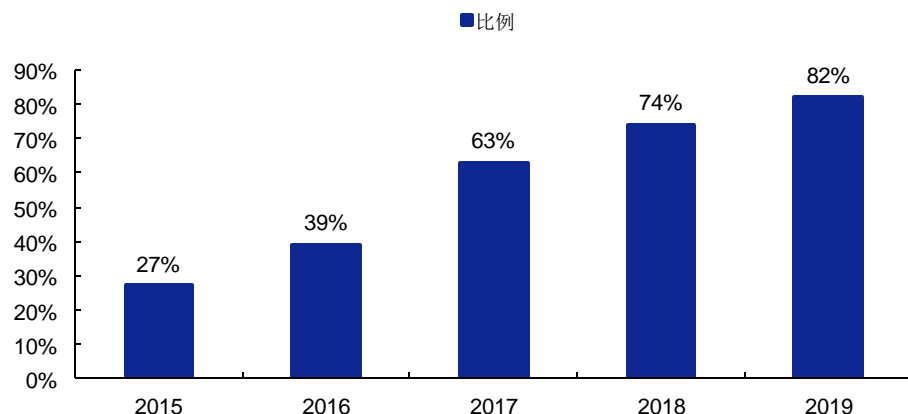
资料来源: 动脉网、安信证券研究中心制图

## 2.2. 经营模式: B2B2C 策略俘获 1 万家企业客户, 会员订阅费用稳固 84% 收入

### 2.2.1. 获客策略: 吸引超 300 家财富 1000 强企业, 分销 C 端客户企业雇主达 1.2 万+

Teladoc 从经营开始就坚持从 B 端切入市场的战略, 通过为大型企业提供远程医疗解决方案, 迅速俘获 C 端企业员工, 从而吸纳成千上万的零散群体成为会员。Teladoc 的销售渠道包括健康计划、金融机构、经纪人、代理商、福利顾问和经销商在内的各种第三方机构, 而这些机构客户中的一些转而成为 Teladoc 的渠道合作伙伴。比如健康计划机构可以将 Teladoc 的解决方案转售给他们的管理服务(ASO)账户和其他客户, 金融服务机构可以将 Teladoc 的解决方案嵌入到一系列保险、信用卡和其他金融产品中。而对于大型企业和医院、医疗系统供应商来说, Teladoc 则是直接出售解决方案, 为企业员工和医院患者提供虚拟医疗。

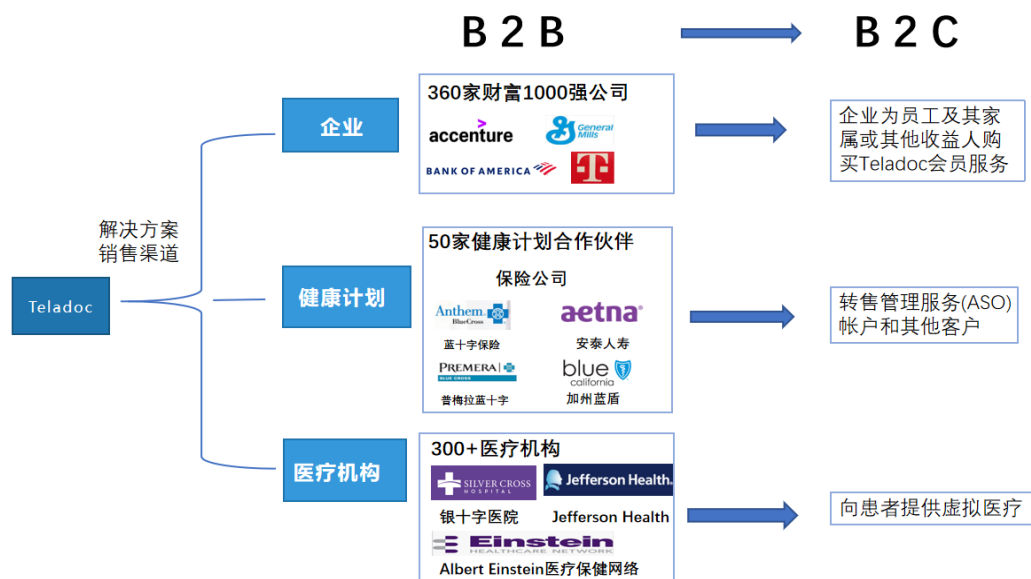
图 5: 为员工提供医疗保障的企业中, 愿意提供远程医疗的企业比例上升



资料来源: KFF Employer Health Benefits Survey、安信证券研究中心

2019 年, 据公司年报披露, Teladoc 有 12000 家以上的企业客户, 其中包括 300 家以上的财富 1000 强企业, 与超过 50 个健康计划合作, 为超过 300 家医院和健康机构服务。这些大客户使其会员总数达到了 3670 万, 带来了 4.63 亿美元的收入, 这也是 Teladoc 最重要的收入来源, 占据了整个收入的 84%。

图 6: Teladoc B2B2C 经营模式



资料来源：公司年报、安信证券研究中心制图

Teladoc 的网站不止向企业大客户开放，也提供零散客户的医疗咨询服务，并按访问次数收费。有时根据咨询内容的不同，也有可能提供免费咨询。Teladoc 主要通过子品牌 Better Help 来服务 D2C (direct-to-consumer) 市场。To C 方面的子品牌还有 Advance Medical, Best Doctors 和 Healthiest You。随着移动技术逐渐发达，消费者通过网站和 app 直接访问远程医疗的可能性将逐渐增加，零散客户营收也有望继续增加。

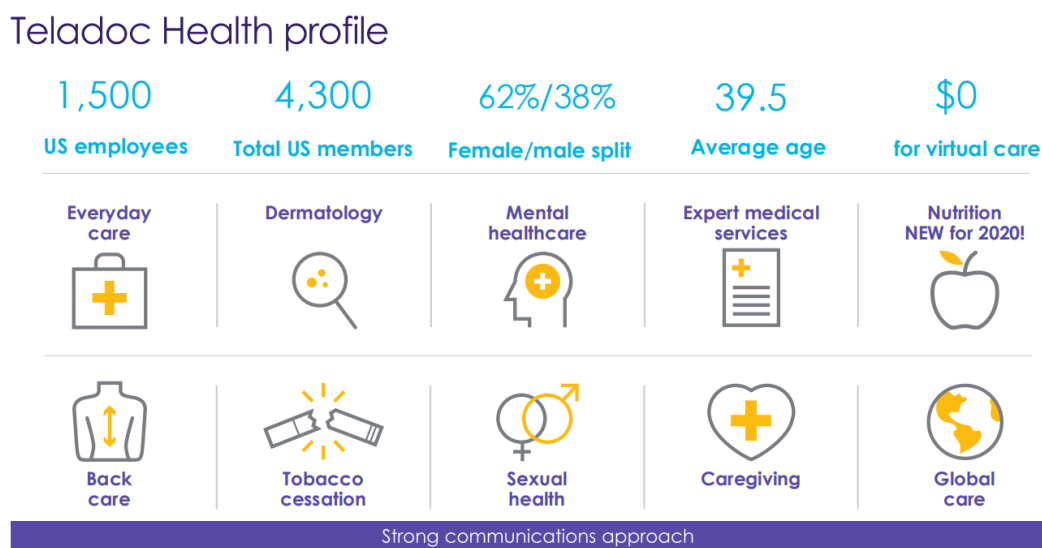
图 7: Teladoc 全球分销渠道



资料来源：Teladoc 投资者会议、安信证券研究中心

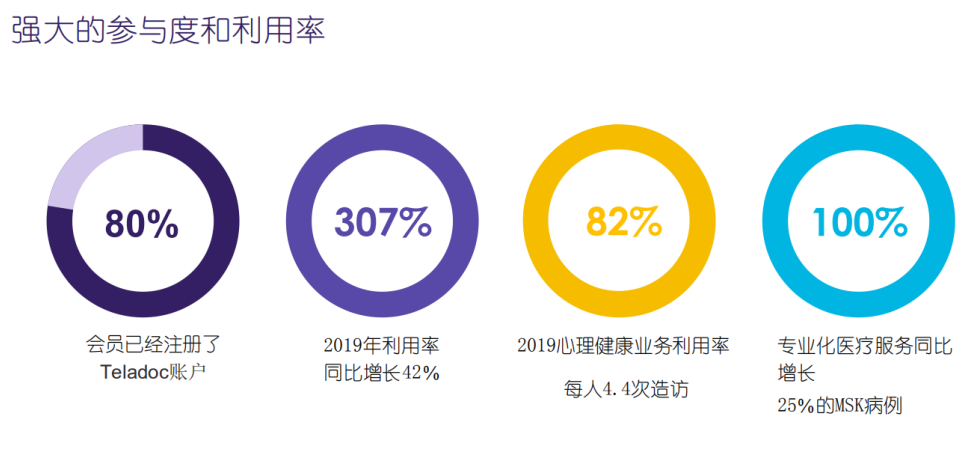
凭借独特的获客策略，Teladoc 吸引了大量的用户。Teladoc 的用户中，共有 62% 的女性用户，38% 的男性用户，平均年龄在 39.5 岁。此外，Teladoc 拥有强大的用户参与度和产品利用率，2019 年，已有 80% 的会员开通了 Teladoc 账户。2019 年产品利用率达到 307%，同比增长 42%。其中心理健康产品利用率达到了 82%，平均每名用户使用次数达 4.4 次。专业化医疗服务利用率同比增长达 100%。

图 8: Teladoc 用户画像



资料来源: Teladoc 投资者会议、安信证券研究中心

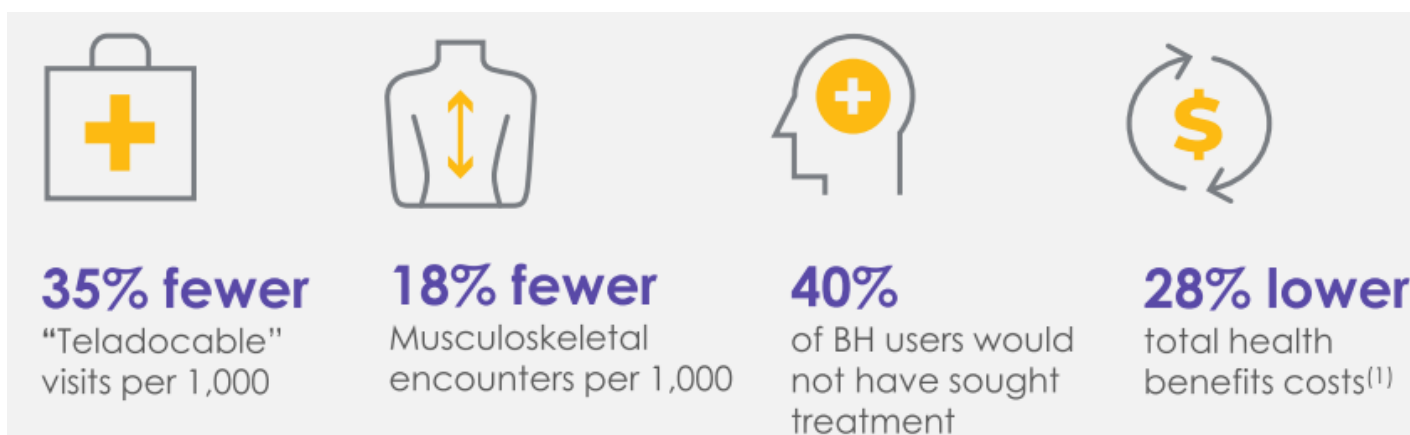
图 9: Teladoc 强大的参与度和产品利用率



资料来源: Teladoc 投资者报告、安信证券研究中心

据 Teladoc 投资者报告披露, Teladoc 对用户健康有显著改善, 为雇主减少了 35% 的医疗需求, 18% 的肌肉类疾病诊疗, 共节省了 28% 的医疗成本。

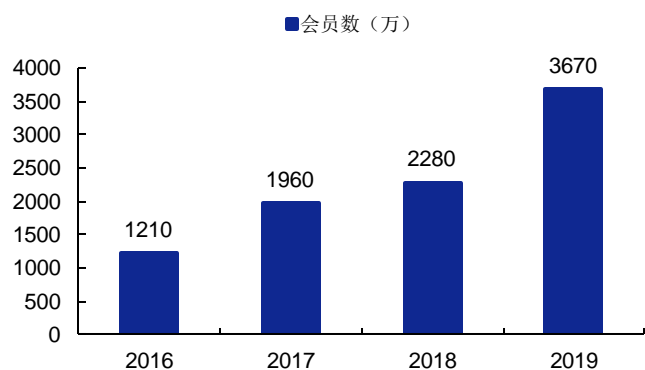
图 10: Teladoc 显著改善用户健康



资料来源: Teladoc 投资者报告、安信证券研究中心

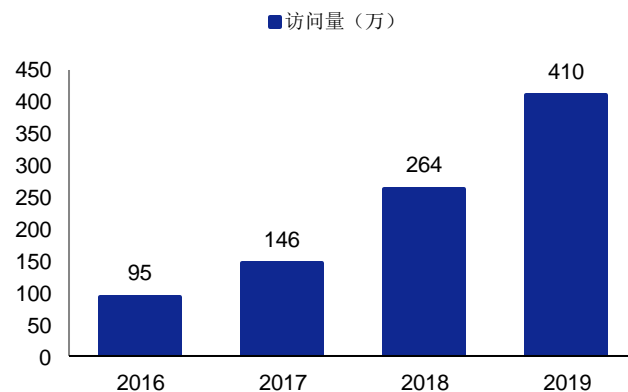
得益于 Teladoc 给企业及零散用户带来的益处，Teladoc 会员数和平台访问数持续增加，2017 年 Teladoc 国内会员数量达到 1960 万，同比增长 60%，2018 年会员数达到 2280 万，同比增长 15%，2019 年达 3670 万，同比增长 61%。平台访问量增加幅度更大，自 2017 年以来每年成倍增长，2019 年达到 410 万访问量。

图 11: Teladoc 会员数突破 3670 万



资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心

图 12: 访问量复合增长率 60%



资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心

### 2.2.2. 盈利模式: 84%会员订阅费+16%平台访问费

在盈利模式方面，Teladoc 主要有订阅访问费和单次访问费两种收费方式。订阅访问费通常是在每个成员每月(Per-member-per-month)的基础上，通过签订合同收费，订阅访问费占营收的大部分。另一种是只收取访问费(Visit fee only)的客户，在每次访问的基础上收取费用。在 2019 年全年，Teladoc 平台共计有 410 万多次访问，为其带来了 9001 万美元的收入。

但这两种方式并不互斥，对于某些客户，在收取订阅费的同时，还收取访问费或按案例收费。根据 2019 年年报，84%和 16%的收入分别来自订阅访问费和访问费。借助用户数量的不断上涨，其收入有望进一步提升。

图 13: Teladoc 盈利模式



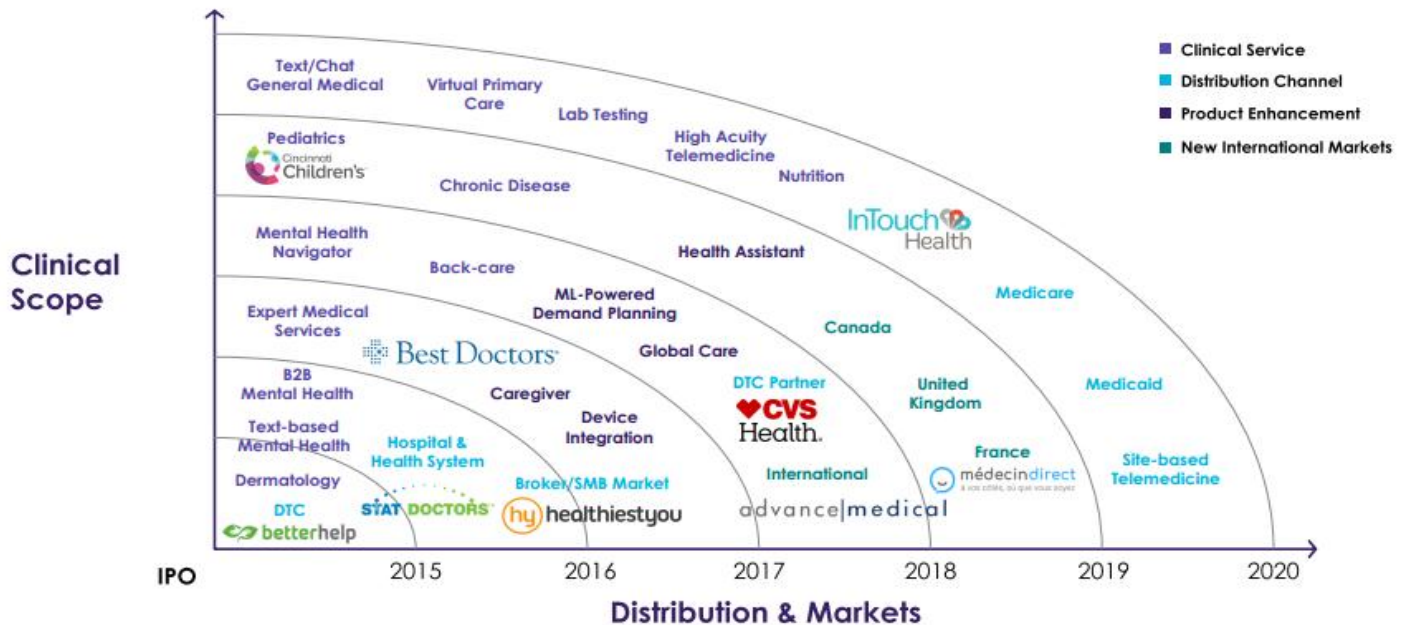
资料来源: Teladoc 年报, 安信证券研究中心制图

## 2.3. 产品分类：四大品牌关注不同市场，远程问诊为主辅以护理+心理咨询

### 2.3.1. 按品牌分类：Advance Medical、Best Doctors、Better Help、Healthiest You

Teladoc 旗下主要有四个子品牌，除 Teladoc 本身以外，还有 Advance Medical, Best Doctors, Better Help 和 Healthiest You。Advance Medical 是一家西班牙远程医疗服务公司。2018 年被 Teladoc 收购，主要负责拉丁美洲和亚洲市场的远程医疗服务。Advance Medical 的加入完善了公司在虚拟医疗家庭和临床风险评估方面的多项功能。在亚洲地区，Advance Medical 主要提供慢病管理和慢病体检报告专业意见在内的服务。

图 14：IPO 以来品牌发展策略



资料来源：Teladoc 投资者会议、安信证券研究中心

Best Doctors 原先是一家坐标波士顿的医疗咨询公司，后被 Teladoc 收购作为子品牌之一，目前的业务版图遍布 100 个国家，40% 的收入来自美国本土之外。主要面向一般患者、保险公司、医疗机构和工人赔偿案件中的涉事方提供二次征询服务 (The second opinion service)。在征得患者同意后，获取其医疗记录与合适的医学专家进行匹配，二次审查他们的诊断和治疗计划，以确定赔偿或保险金额。Best Doctors 也针对一般患者提供重大疾病问诊服务，但最受欢迎的问诊类别还是肌肉骨骼类疾病和癌症。除了基础医疗服务外，Teladoc Health 还和 Best Doctors 联合推出了集成移动体验，Teladoc 会员可以通过访问虚拟医疗服务平台获得全方位医疗建议。

图 15：Advance Medical 业务范围



资料来源：Advance Medical 中国官网、安信证券研究中心

图 16：Best Doctors 业务流程



资料来源：Best Doctors 官网、安信证券研究中心

Better help 是一家在线医疗咨询机构, 2015 年被 Teladoc 收购, 仍保持原品牌名称。Better help 主要负责行为健康方面的咨询服务 (behavioral health services), 通过专业心理医师和治疗师远程或面对面进行抑郁症、焦虑症等方面的诊疗服务。

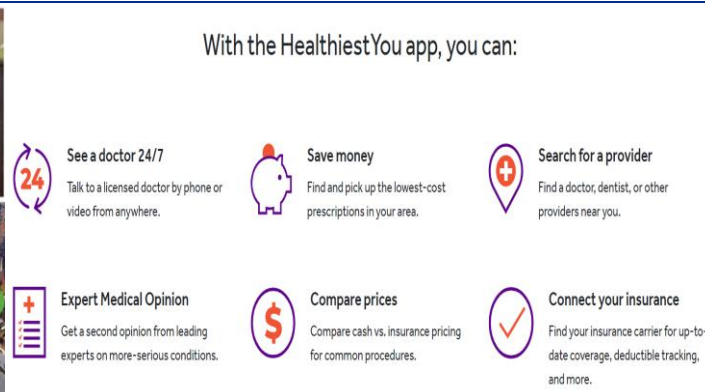
Healthiest You 总部在亚利桑那州的斯科茨代尔, 是一家开发员工健康服务应用程序的公司。Teladoc 于 2017 年收购该公司, 主要用于增强其在智能手机、网络电视等设备方面的视频诊断技术。Healthiest You 研发的 app 能够为用户提供基于位置信息的服务方目录, 还可查询服务方的评级、评论和背景信息等。目前该 app 可以比较超过 10 万家医药企业的 5000 余种药品的价格, 还可以定制个性化提醒, 以获取最优服务。

图 17: Better Help 提供心理健康咨询服务



资料来源: Betterhelp 官网、安信证券研究中心

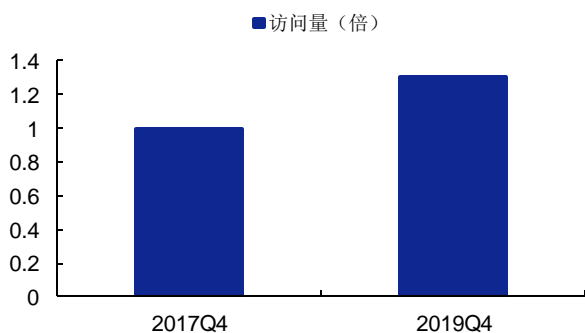
图 18: Healthiest You app 服务种类



资料来源: HealthiestYou 官网、安信证券研究中心

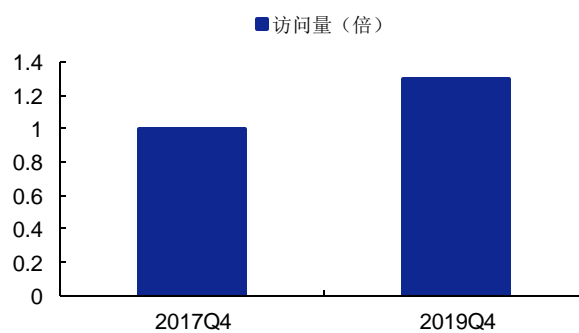
2019 年 Q4 四大品牌的访问量相较于 2017 年同期都有所提升, Best Doctors 为 1.3x, Advance Medical 为 1.3x, Healthiest You 为 2.4x, Better Help 为 100x。其中前三个品牌的年复合增长率分别为 16%、28%、33%, Better Help 的年复合增长率超过 100%。

图 19: Best Doctors 访问量情况



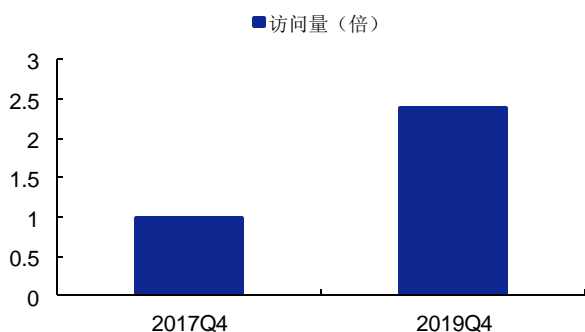
资料来源: InvestorDay2020, 安信证券研究中心

图 20: Advance Medical 访问量情况



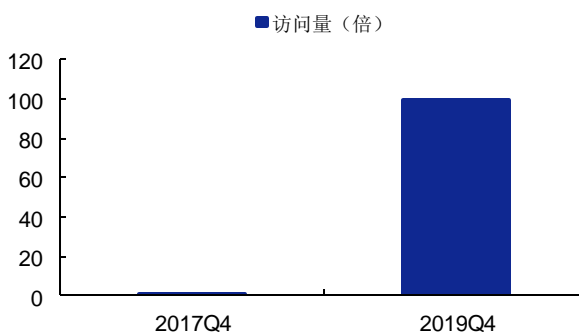
资料来源: InvestorDay2020, 安信证券研究中心

图 21: Healthiest You 访问量情况



资料来源: InvestorDay2020, 安信证券研究中心

图 22: Better Help 访问量情况



资料来源: InvestorDay2020, 安信证券研究中心

### 2.3.2. 按服务分类：复杂疾病远程医疗+虚拟护理+心理诊疗+软件销售

Teladoc 的核心竞争力在于服务类型覆盖范围十分广，可以给用户带来一套完整的解决方案，从而提高产品使用度和客户黏性，这一点行业内的其它公司很难复制。除此之外，Teladoc 通过交叉销售来给客户提供更深度的服务，如 2019 年 Best Doctors 就为 Teladoc 提供了 2 亿美元的交叉销售（Barclay 统计）。Teladoc 的服务包括医疗专家服务（Expert Medical Services）、医疗指导（Guidance & Support）、门诊综合诊疗方案（Integrated Clinical Services）、心理健康咨询（Mental Health）、平台及软件服务（Platform& Program）以及远程医疗服务（Telehealth）。

医疗专家服务（Expert Medical Services）是由平台签约专家根据每个病例的独特需求，审查病历，病理和检查结果，来确认诊断和治疗计划的准确性。Teladoc Medical Experts 是第一项针对复杂疾病及精神健康的远程医疗服务。根据 Teladoc 网站统计，三分之一的美国人同时存在身体和精神健康方面的问题，Teladoc Health 可以为他们提供全面的一站式服务。

图 23：Teladoc 提供强大的服务组合



资料来源：Teladoc 官网、安信证券研究中心

**门诊综合诊疗方案（Integrated Clinical Services）** 主要提供临床服务，和全方位的虚拟护理，会员可以根据需求联系平台职业医师，也可以申请由世界顶级专家进行复杂病例会诊。  
**心理健康咨询服务（Mental Health）** 主要提供高质量的心理专家咨询，包括心理健康专家全程跟随诊疗和复杂病例的专家会诊。目前 Mental Health 已有超过 3,300 万次诊疗服务。  
**医疗指导（Guidance & Support）** 主要是通过收集病例数据形成医疗知识库，方便会员查阅专业医疗知识或是获得就医指导。

**平台与软件服务（Platform& Program）** 主要提供在线医疗平台的硬件与软件支持技术。Teladoc 通过其技术平台为客户解决访问、成本和医疗保健质量方面的问题。技术平台能够动态、有效地匹配会员和供应商需求，实现预测建模，自动排队和预约医生等功能。Teladoc 平台的 API 还支持外部连接，能够接入各种付款方、第三方的深度集成应用程序。Teladoc 还在平台上开发一系列移动应用程序，满足患者的独特需求，包括管理自己的电子病历、查看安全消息、搜索引擎和图像上传，并能够与提供者实时共享，包括访问调度、单点登录以及本地 iOS 和 Android 应用程序连接。医生可在专门的移动应用程序中管理电子病历（EMR）和患者排队情况，开具电子处方和使用一系列其他功能如诊断和收费。医院可以利用平台的灵活性和定制功能，进行调度和双向临床数据共享，实现医疗系统 EMR 平台的深度集成。



图 24: Teladoc 核心与创新产品

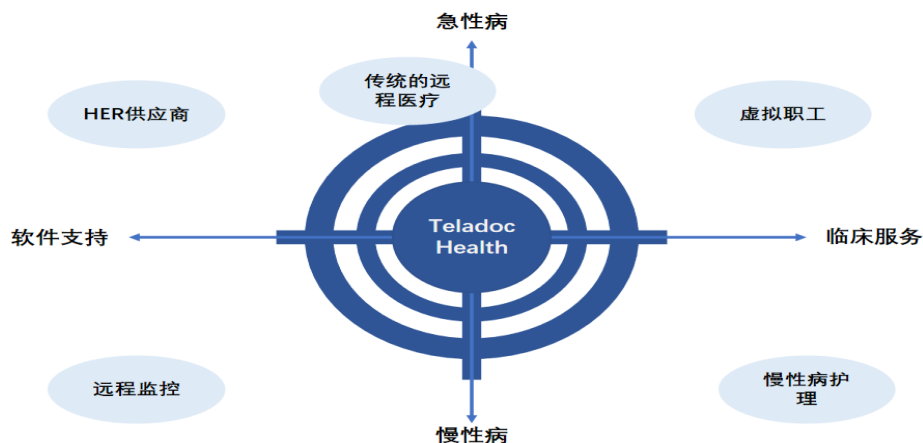


资料来源: Teladoc 官网、安信证券研究中心制图

除了核心业务, Teladoc 还在不断创新产品。2018 年 4 月, Teladoc Health 在美国推出行为健康导航 (Behavioral Health Navigator) 服务, 这是一个精神类远程医疗咨询服务, 用户可以通过远程访问专家, 咨询有关精神健康方面的问题。2018 年 8 月, 与 Partners HealthCare 合作, 推出 Partners HealthCare On Demand 服务, 为用户提供紧急护理视频服务。2018 年 9 月, 推出 Teladoc Global Care 服务, 主要客户为跨国企业的海外派驻人员。这项服务也是 Teladoc Health 全球战略的一部分, 为公司实现了全球业务增长。

2019 年 1 月, Teladoc Health 在美国推出 Teladoc Back Care 服务, 一项针对背痛疾病的远程医疗服务。根据统计, 患者花在背痛上的医疗费用每年高达 870 亿美元。2019 年 2 月, 远程医疗平台上线 Clinical Work Scope 功能, 为远程医疗增加了很多自定义功能, 从而可以应对病人出院再入院和慢性病管理等复杂场景。接入 Teladoc Health 平台的诊所还可以通过平台获取诸如 LabCorp 和 Quest Diagnostics 等认证检测机构所提供的影像和实验室检测服务, 从而大大提升了诊所应对复杂疾病的能力。2019 年 3 月, Teladoc Health 在加拿大推出了 Teladoc Telemedicine 服务。这项远程医疗服务是加拿大首个可以提供 24×7 诊疗的远程医疗服务。2019 年 12 月, Teladoc Health 推出 Teladoc Nutrition 服务, 一项远程个性化营养顾问服务。

图 25: Teladoc 优势图



资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心制图

## 2.4. 发展策略：5大方向全面发力，全球并购打造医疗网络

### 2.4.1. 行业发展趋势：不同年龄需求分化，处方更新最受关注+心理诊疗最具潜力

目前远程医疗企业的数量在逐渐增多，但服务种类同质化倾向严重。如何识别潜在用户，精准推广用户需要的服务将成为远程医疗企业未来的竞争力所在，而定制化服务需要了解各个年龄段用户对于远程医疗的不同需求。

从远程医疗的使用倾向上来看，年轻一代更可能采用远程医疗，在使用远程医疗的人中，有54%是千禧一代，25%年龄在35-44岁之间。用户使用远程医疗的意愿随着年龄下降，65岁以上的用户中，非常不愿意使用远程医疗的比例达到了52%。

图 26：远程医疗使用意愿按年龄分布

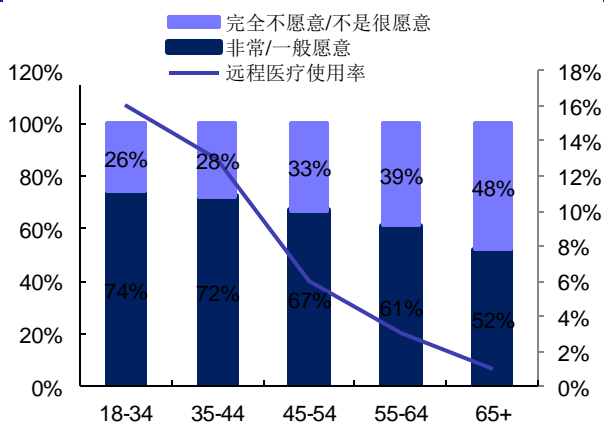
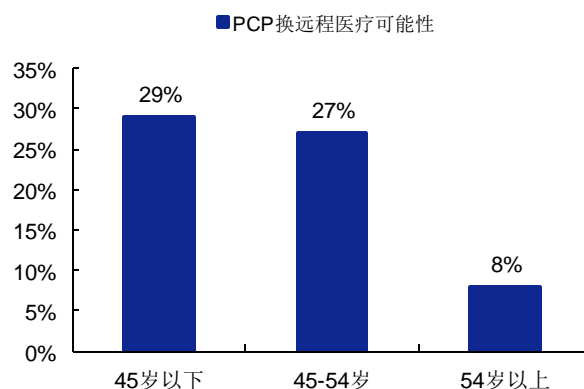


图 27：PCP 换远程医疗可能性按年龄分类

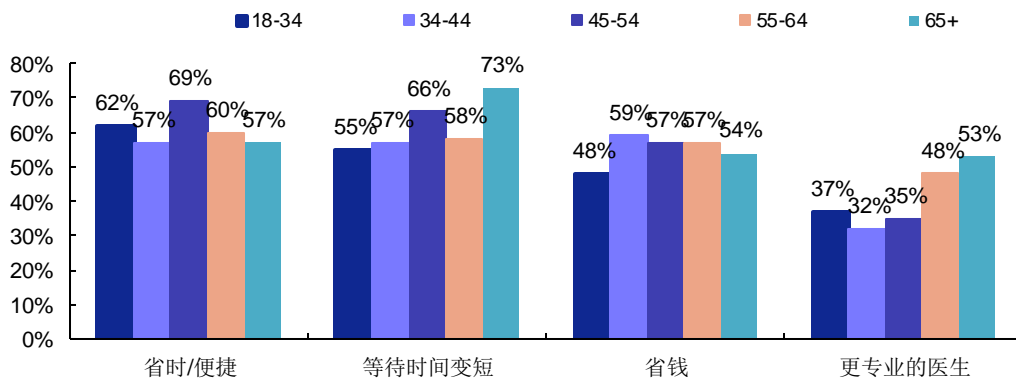


资料来源：AmWell2019 远程医疗行业发展报告、安信证券研究中心

资料来源：AmWell2019 远程医疗行业发展报告、安信证券研究中心

此外有 69% 的消费者不会选择将其 PCP (个人护理医师 Personal care physician) 换为远程医疗医师，但是 23% 的家庭医生表示他们会利用远程平台来进行医疗服务，这表明，许多消费者并不知道他们的医生提供远程医疗，这也是远程医疗使用率低的原因之一。尽管很多用户不会更换 PCP，仍然有 25% 的消费者愿意将 PCP 更换为远程医疗服务，相比起 2017 年的 20% 有所增加。因此，通过家庭医生和线下渠道向患者宣传远程医疗计划，可以更好提供远程医疗的使用率。

图 28：不同年龄群体选择远程医疗理由

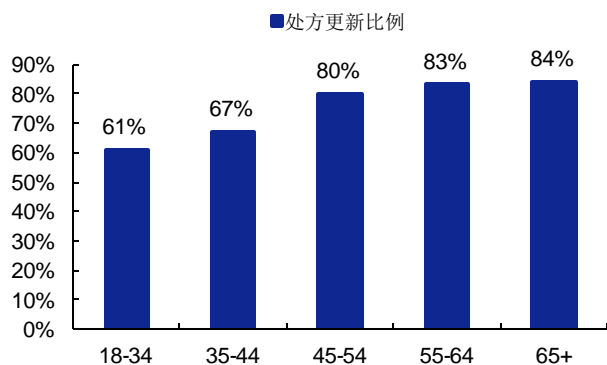


资料来源：AmWell2019 远程医疗行业发展报告、安信证券研究中心

在选择远程医疗的理由方面，有 61% 的人表示会使用远程医疗来提供便利服务，有 54% 的人表示会用它来省钱。65 岁以上用户最关注远程医疗缩短等待时间这一优点，而其余人群则重视远程医疗提供的便利。同样，老年人也是最认同远程医疗可以提供专业服务的群体。因

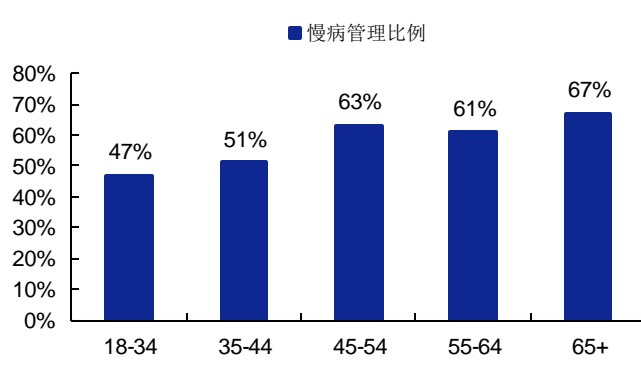
此，远程医疗对与青年人群的吸引力在于省时，对于老年群体的吸引力在于减少等待时间和更专业的医生。从远程医疗的功能来看，用户使用远程医疗进行处方更新的意愿随着年龄增加而增加，84%的65岁以上老人愿意使用远程医疗。在慢病管理方面，45-54岁和65岁以上人群较愿意使用该功能。

图 29：愿意使用远程医疗进行处方更新的比例



资料来源：AmWell2019 远程医疗行业发展报告、安信证券研究中心

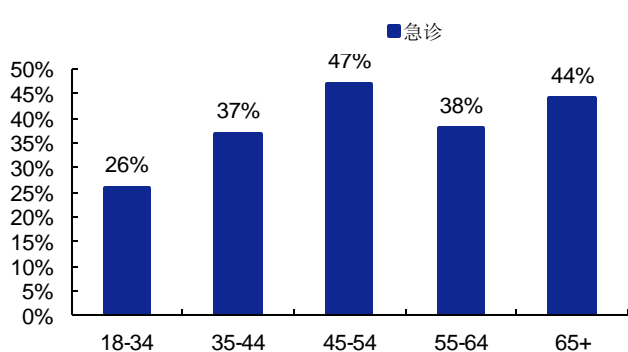
图 30：愿意使用远程医疗进行慢病管理的比例



资料来源：AmWell2019 远程医疗行业发展报告、安信证券研究中心

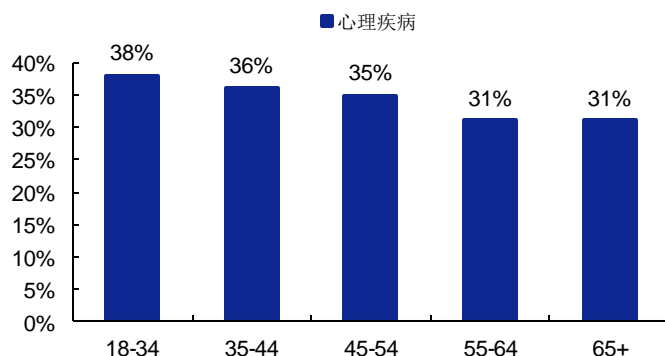
在使用远程医疗进行急诊的可能性方面，各年龄段差异较大，18-34岁可能性较低，只有26%，但45-54岁最愿意使用该功能；而在心理疾病的诊疗方面，使用远程医疗的可能性随年龄递减，18-34岁最愿意使用该功能。

图 31：愿意使用远程医疗进行急诊的比例



资料来源：AmWell2019 远程医疗行业发展报告、安信证券研究中心

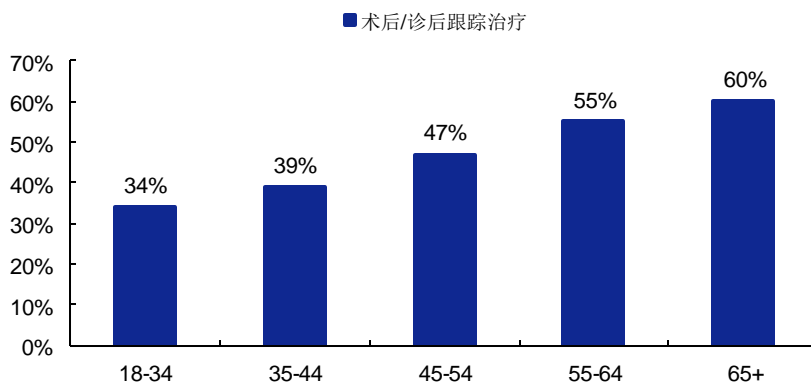
图 32：愿意使用远程医疗进行心理疾病诊疗的比例



资料来源：AmWell2019 远程医疗行业发展报告、安信证券研究中心

在术后和诊后跟踪这一部分，用户使用远程医疗的意愿随着年龄增加而增加，65岁以上老人有60%愿意使用远程医疗。

图 33：愿意使用远程医疗进行术后诊后跟踪的比例



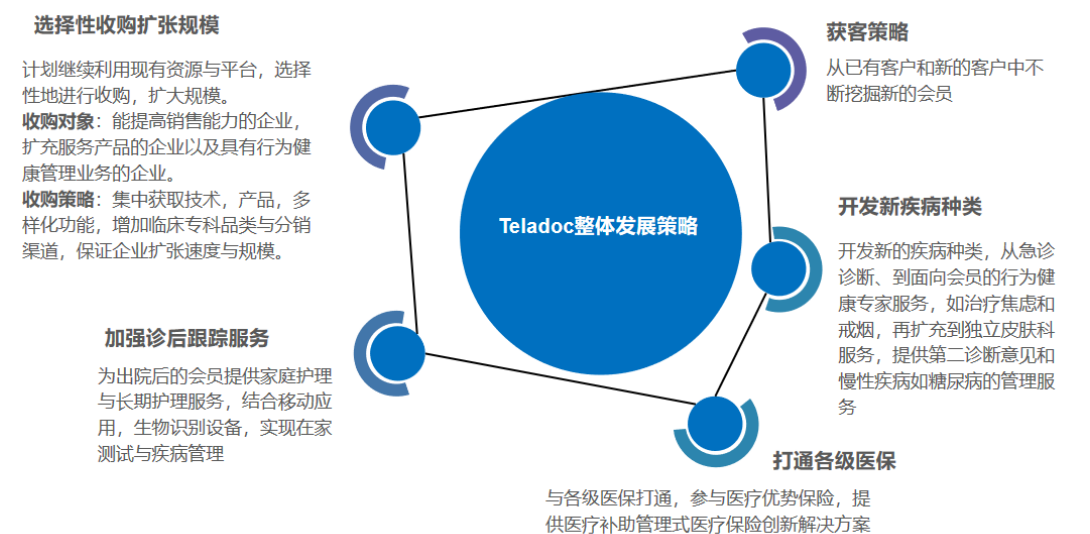
资料来源：AmWell2019 远程医疗行业发展报告、安信证券研究中心

总体来看，处方更新该功能最受关注，心理疾病功能使用可能性最小。从年龄分布上来看，术后诊疗、慢病管理和急诊是老年人群关注的功能，年轻人群比较喜欢心理咨询功能，中年人群对各类功能都比较关注。

### 2.4.2. 整体发展策略：五大策略全面发力，产品使用率达到 2.3 倍

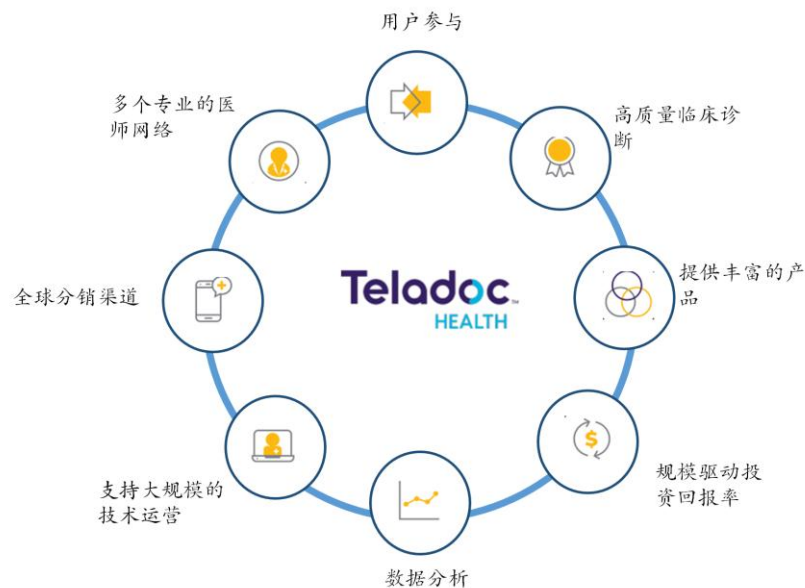
Teladoc 的发展策略主要包括五个方面：一是收购策略，主要通过收购销售能力强的公司来拓展分销渠道；二是获客策略，Teladoc 注重从现有客户中挖掘新的会员；三是加强诊后跟踪服务，结合移动应用保证线下护理，从而更加深入客户的生活；四是开发新疾病种类，Teladoc 希望覆盖从急诊到普通诊疗，从行为健康到慢病服务等多领域的远程医疗服务；最后是打通各级医保，实现医险结合模式。

图 34：Teladoc 整体发展策略



资料来源：动脉网、安信证券研究中心

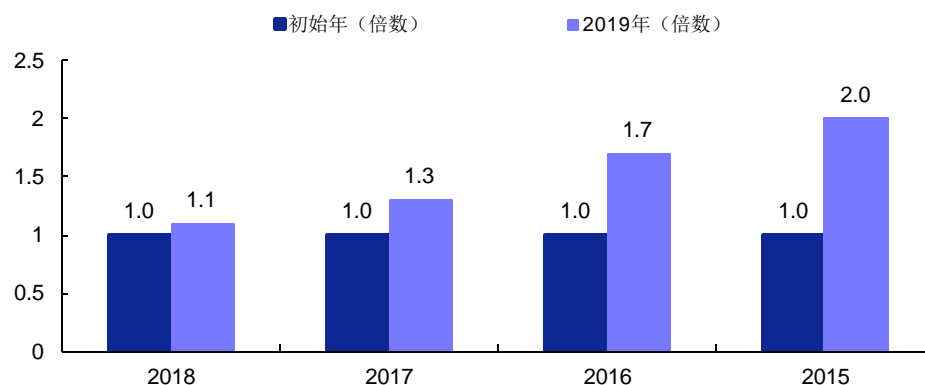
图 35：Teladoc 差异化竞争优势



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

在获客发展上，从 2016 年到 2018 年，Teladoc 的雇主使用率中位值不断提高，从现有客户发展新客户的策略实施效果良好。雇主使用率的升高还得益于雇主对远程医疗接受程度和使用意识的提高，这对于公司之后持续推广远程医疗服务和缩短会员激活时间有很大帮助。此外，雇主使用率升高有利于弥补合约模式变化带来的不稳定性。例如，2018 年开始，Aetna 将与 Teladoc 的合约从会员订阅费+平台访问费模式转换为只交平台访问费的模式。通过引导雇主更多使用不同类型的服务，Teladoc 得以弥补损失，削减单独客户对整体盈利的影响。

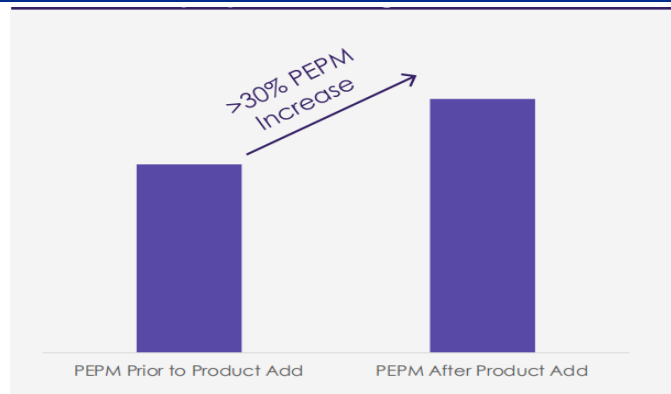
图 36：雇主使用率中位值不断提高



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

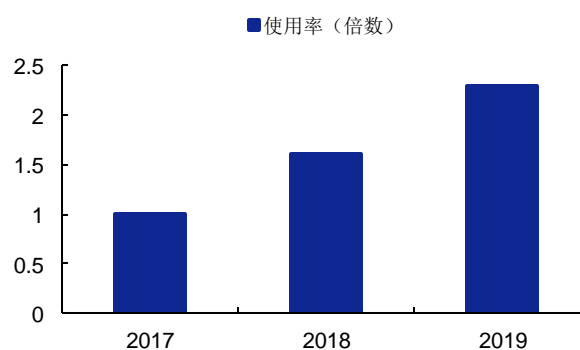
而在开发新疾病种类方面，近两年来 Teladoc Health 不断完善产品组合，推出一系列创新产品。通过不断提升服务的质量和种类，提升会员粘性。其会员总数、会员收入以及国内会员访问次数都在这两年屡创新高。

图 37：新增产品使得月度用户订阅不断提高



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 38：产品多元化策略使得使用率不断提高



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

### 2.4.3. 并购策略：全球并购数量达 9 家，扩展分销渠道+丰富服务种类

Teladoc 的总公司位于美国，在欧洲和亚洲都有业务发展。欧洲地区主要集中在伦敦、巴黎、巴塞罗那、马德里、里斯本、布达佩斯等地，亚洲则在上海地区，此外还有澳洲的墨尔本、奥克兰地区。在线平台业务方面，目前 Teladoc Health 平台只向美国居民开放在线问诊服务，子品牌 Advance Medical 负责拉丁美洲和亚洲市场的远程医疗服务。目前 Teladoc 有超过 2400 个员工，450 多位分支专家，5 万多位医师。

图 39: Teladoc 全球机构情况



资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心

Teladoc 通过多次收购, 不断扩大自己的业务范围和用户数量。2014 年 5 月, Teladoc 以总计 1720 万美元收购了 AmeriDoc, 目的是开拓针对中小企业的远程医疗保健服务。2015 年 1 月, Teladoc 以 330 万美元收购了 Better Help, 目的是借助 Better Help 的渠道开拓直接面向消费者的健康服务模块。2015 年 6 月收购了 StatDoc, 借助收购拓展了基于健康管理的系统模块。2015 年 7 月通过从 Gateway 收购了部分资产, 扩充了可从第三方销售服务的渠道。2016 年 7 月通过对 HY Holdings 的收购, 进一步完善了在移动终端方面的服务。2017 年 7 月收购 Best Doctors, 提高针对疑难杂症提供远程治疗的能力。2018 年 5 月收购了 Advance Medical, 其出色的国际临床能力与 Teladoc 的技术优势和运作规模相结合, 使 Teladoc 能够满足美国跨国雇主的需求, 这些雇主为超过三分之一的海外雇员提供服务。2019 年第一季度收购了法国远程医疗公司 Médecin Direct, 新增法国办事处, 在全球的普及率进一步提高。

此外, 2020 年 Teladoc 用 6 亿美元对 InTouch Health 进行收购, 此次收购也给 Teladoc 的成长注入了强心剂。据 Teladoc 管理层估计, 此次收购给 Teladoc 带来诸如 Jefferson Health、Bon Secours、Pinnacle Health 等 B 端客户, 进一步完善了 Teladoc 在慢病管理、神经性疾病、心理疾病以及平台软件研发等方面的业务版图。收购 InTouch Health 之后, Teladoc 的盈利能力有望进一步增加。

图 40: InTouch Health 增加多元化收入

### InTouch Health 多元化的收入来源

	2019年合约价值的百分比 <sup>(1)</sup>
<p>Operating System</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>虚拟护理软件“操作系统”和网络连接服务</li> </ul>	30%
<p>Software</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>用例特定的软件模块</li> <li>用户许可证</li> </ul>	27%
<p>Devices</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>InTouch Health软件支持的高低敏锐设备</li> </ul>	30% (包括租赁和购买)
<p>Physician services</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>虚拟同步医师急性时间敏感医师配备</li> </ul>	7%

资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心制图

图 41：收购 InTouch Health 增强 Teladoc 核心竞争力

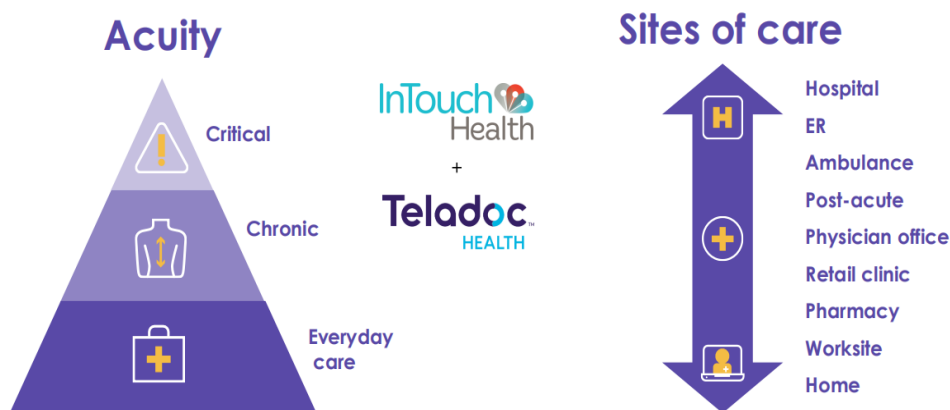


资料来源：Teladoc 投资者会议、安信证券研究中心制图

Teladoc Health 之所以选择基于设施的远程医疗提供商 InTouch Health，是由于目前基于设备的远程医疗产业市场渗透不足，且临床用例不断增加，市场红利空间大。而 InTouch Health 在该市场处于领先地位，有着优秀的企业文化、良好的商业模式和健康的财务状况。作为企业远程医疗解决方案的领先提供商，它提供囊括神经病学、重症监护、精神病学、新生儿学、心脏病学等多个关键领域的医疗咨询服务，能在家庭、诊所和拥有最高敏锐度的住院等不同环境中将患者和护理提供者联系起来。InTouch Health 拥有领先的软件、硬件和网络解决方案，包括市场上最全面的基于站点的虚拟护理解决方案，它拥有令人信服的财务模式和很高的经常性收入，客户群体有巨大增长潜力。

图 42：收购 Intouch Health 全方位增强 Teladoc 实力

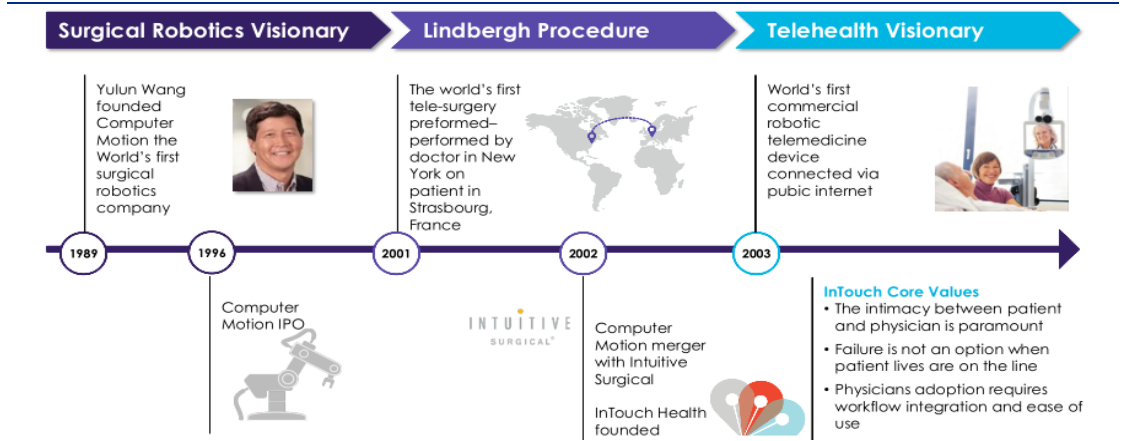
Teladoc Health addresses the full range of acuity & care sites



资料来源：Teladoc 投资者会议、安信证券研究中心

世界上第一家外科机器人公司 Computer Motion 的创始人王友伦在 1989 年研制出用于医学外科手术声控机器人手臂。世界上第一台远程手术“林德伯格手术”利用了一个完整的手术器械机器人系统“宙斯”，该远程手术促进了 Computer Motion 和 Intuitive Surgical 公司的合作。王友伦在 2002 年创办了 InTouch Health，旨在利用互联网让远程手术实现更广泛的运用。无论何时何地，只要病人需要，系统就可以通过互联网提供专业帮助，并且成本低廉。

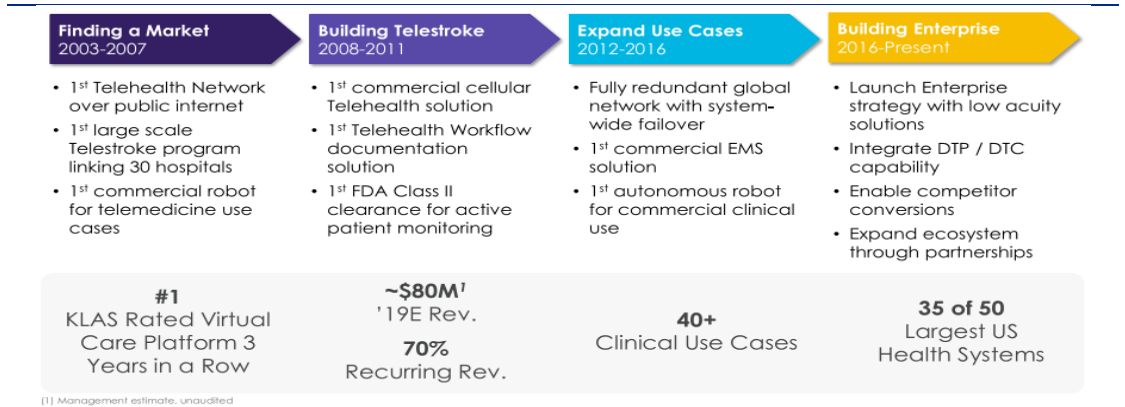
图 43: InTouch Health 的起源



资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心

2008年后, 因为 TeleStroke 的发明, InTouch Health 找到了临床诊断和客户投资回报并存的商业模式, 成长为基于设备的远程医疗市场领先者。

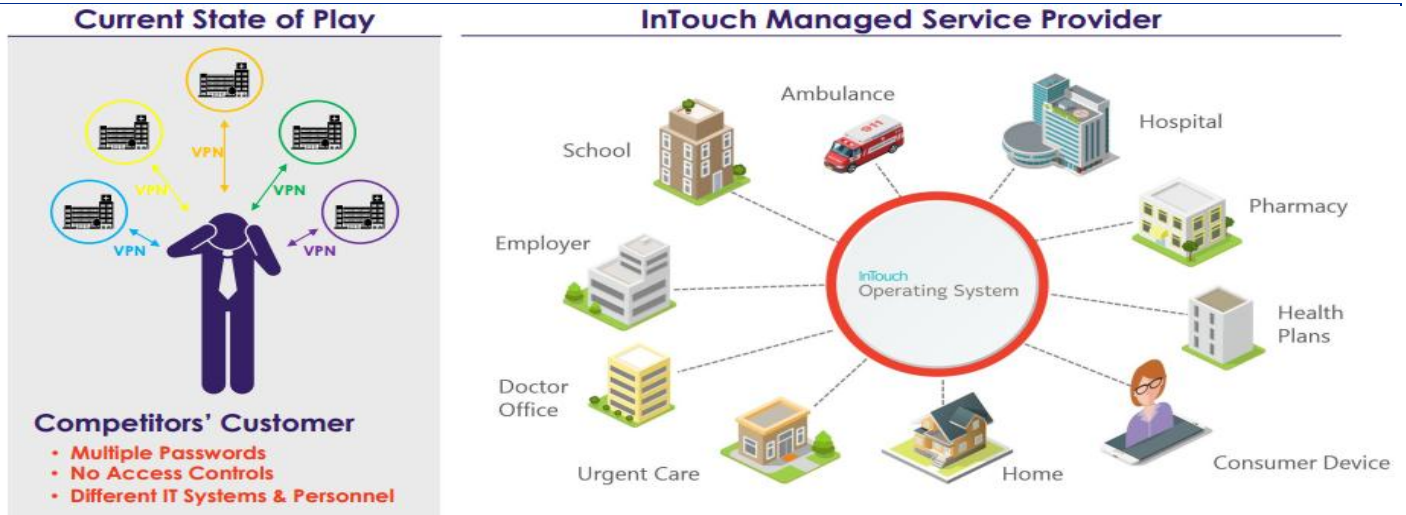
图 44: InTouch Health 的发展历程



资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心

InTouch Health 有着强大的 InTouch 平台和运营系统, 运用可连接多个护理地点和提供商的专有单一网络架构提供企业解决方案, 避免了同行竞争者给客户带来的诸如密码繁琐, 登陆不受保护, IT 系统和人力系统不匹配等不良体验。这样的运营系统如同一个单一的虚拟主干网, 可以连接人员、医疗保健系统、HIT 系统、设备和第三方应用程序, 以虚拟化医疗保健服务。

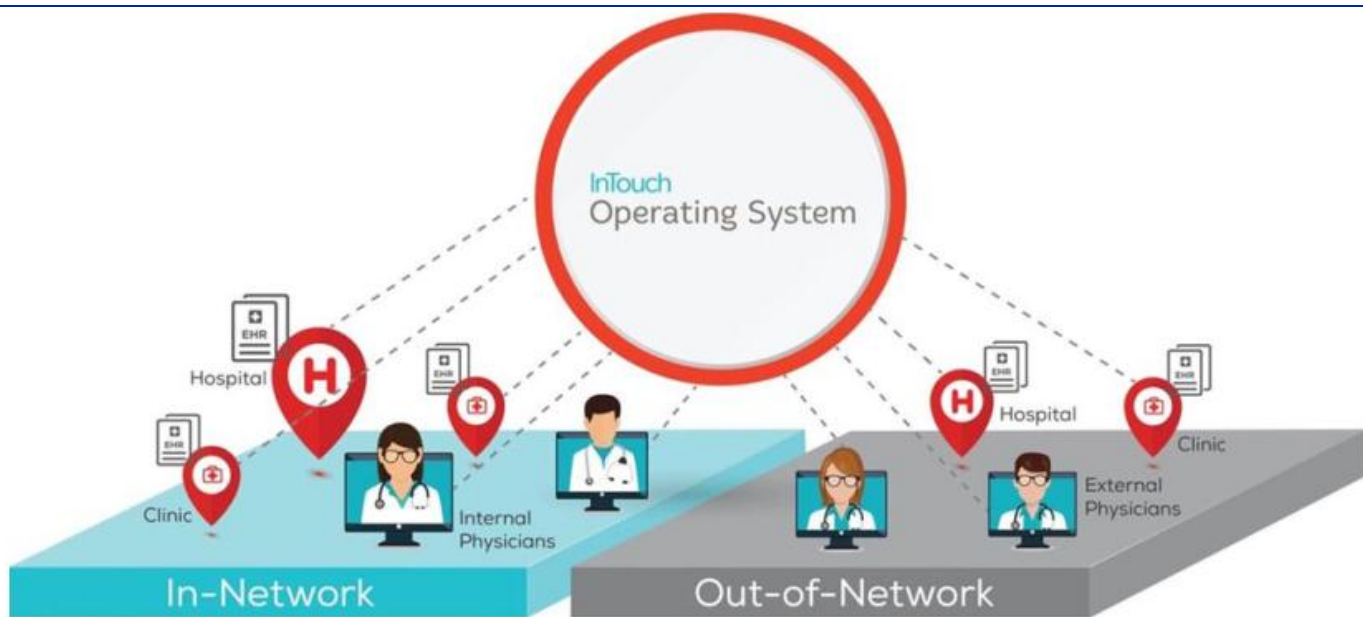
图 45: 竞争者的弱势和 InTouch 的优化服务



资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心



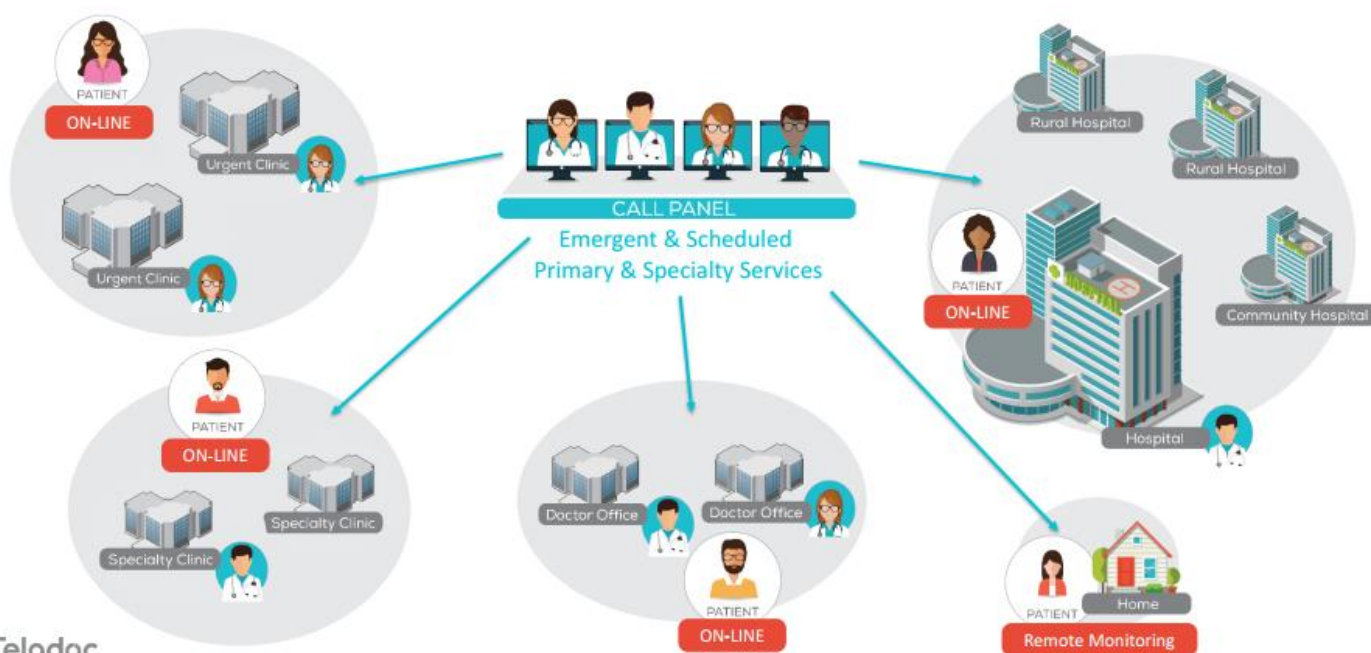
图 46: InTouch 运营系统连接内外部网络



资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心

客户利用 InTouch 平台可以实现 IoMT (Internet of Medical Things) 解决方案, 从而能够远程访问位于医院防火墙内的设备。Intuitive Surgical 签订了多年许可服务协议来建立 IoMT 网络, 该网络将连接世界各地成千上万的达芬奇外科系统以交换实时数据, 从而可以增强临床洞察力以得到更好的治疗结果, 得到主动服务、维护监测及提取数据并分析和机器学习的能力。

图 47: InTouch 平台实现了全系统的虚拟化在线远程护理



资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心

在 KLAS 调研中, InTouch Health 以无与伦比的客户服务和临床医生/患者体验获得“第一虚拟护理平台”的称号, 它的合作方和客户都是世界领先的公司或组织, 其医疗级远程设备也多次获奖。

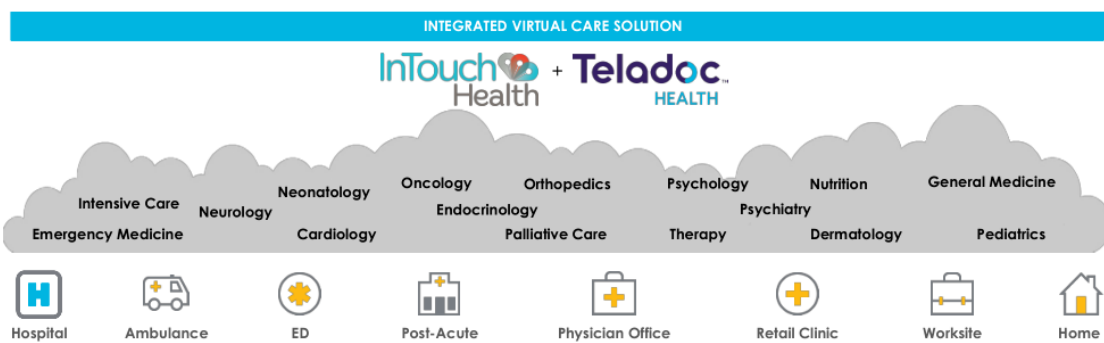
图 48: 与 InTouch Health 合作的世界领先的医疗系统、医疗计划提供商和客户



资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心

Teladoc Health 在收购 InTouch Health 后, 将成为唯一全领域覆盖的虚拟护理提供商, 通过遍布全球所有护理地点的单一解决方案, 涵盖从重症监护, 慢性病到日常护理的全方位服务。

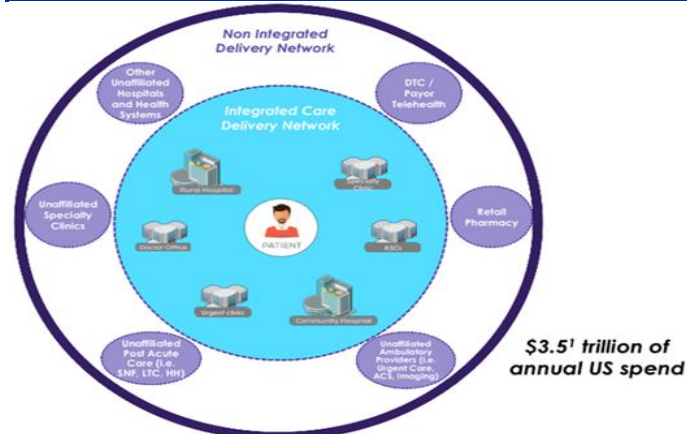
图 49: 收购 InTouch Health 后的 Teladoc Health 可以达到各种医疗场合的所有敏锐度要求



资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心

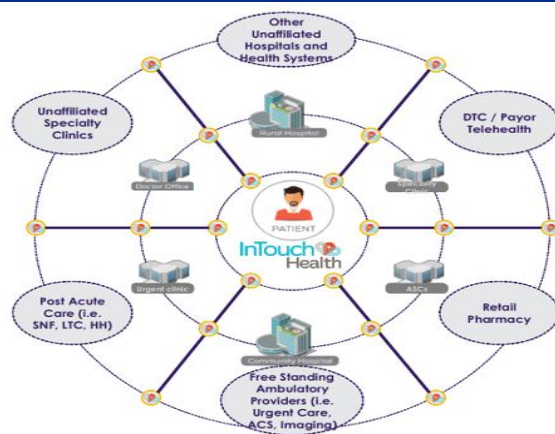
根据 CMS, 美国医疗保健系统年花费高达 3.5 万亿美元。而 Sage 成长合作伙伴研究中表明大多数卫生系统管理人员更喜欢单一的、企业范围内的远程医疗平台, 可以随时随地连接医生、随时随地为病人服务, 同时可以接受有计划和非计划、现场或在线的情况。InTouch Health 正是这样一个可以将医疗保健服务从本地医疗系统内部虚拟出来的平台。

图 50: 一系列非综合护理点组成的医疗保健系统



资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心

图 51: InTouch 的医疗保健服务



资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心

InTouch 平台可以提供一整套虚拟护理技术解决方案(包括心理健康、新生儿学、重症监护、儿科急救、心脏病学等多方面临床用例解决方案),从能够保证全面的计划和非计划临床工作流程的分层软件模块到能够确保整个护理过程连续的专用软件和设备。

图 52: InTouch 平台可以提供一整套虚拟护理技术解决方案

### Software

Layered software modules to enable a broad range of scheduled and unscheduled clinical workflows



### Devices

Purpose-built software and devices to ensure reliable connections across the entire care continuum



### 44 active use cases

Elements of the InTouch Platform are combined to deliver a wide range of clinical use case solutions



资料来源: Teladoc 投资者会议, 安信证券研究中心

在软件模块方面, InTouch 平台提供的模块化软件旨在构建适用于任何用例和工作流程的解决方案, 以及提供跨 Web, 台式机和移动设备的无缝衔接体验。

图 53: InTouch 平台模块软件具有可配置性

## Configurable software modules

Modular software designed to build a solution that works for any use case and workflow and provide a seamless experience across web, desktop, and mobile.



资料来源: Teladoc Health, 安信证券研究中心

InTouch 平台无疑为病人提供了便捷高效的看病流程，其被 Teladoc 收购后将产生强大的正向效应，看病流程中的虚拟化环节会不断增多。

图 54：传统看病流程

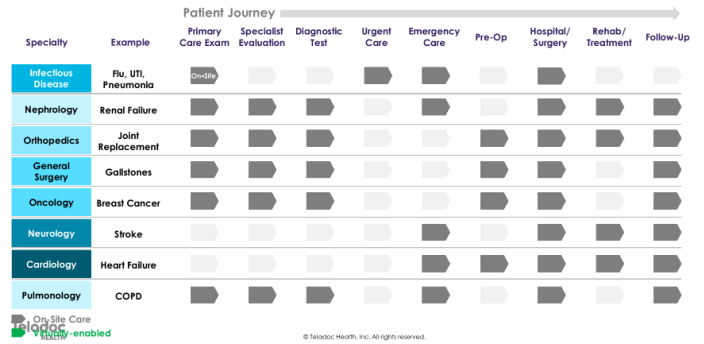
Traditional patient journey



资料来源：Teladoc Health，安信证券研究中心

图 55：所有看病环节需要现场进行

Historically all on-site



资料来源：Teladoc Health，安信证券研究中心

图 56：当前已虚拟化的看病环节

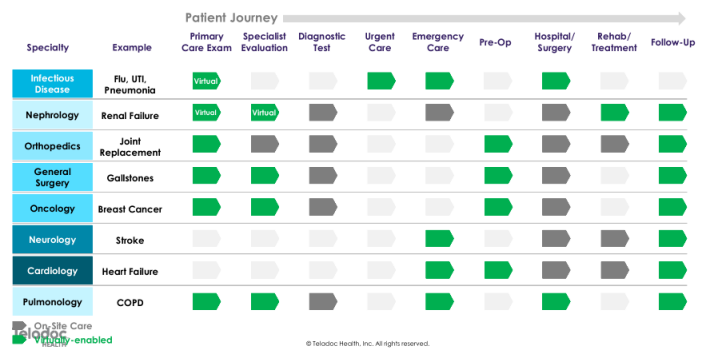
Today's virtual enabled



资料来源：Teladoc 投资者会议，安信证券研究中心

图 57：Teladoc 收购 InTouch 后的看病流程

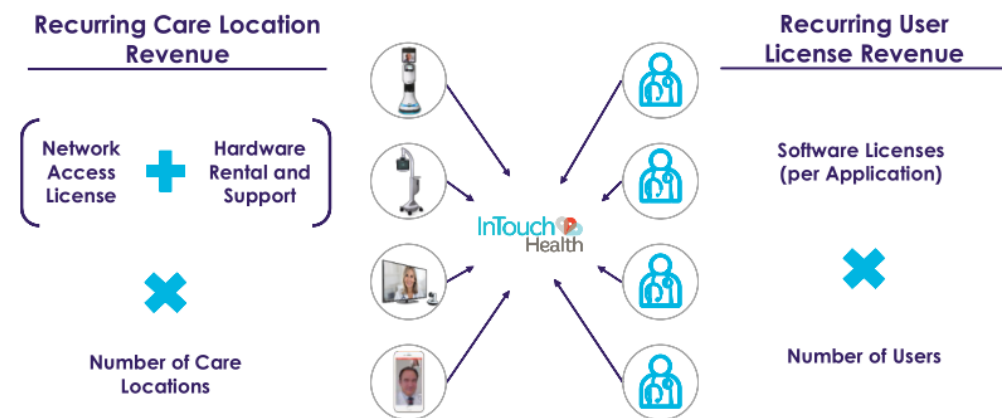
InTouch Health + Teladoc Health future



资料来源：Teladoc 投资者会议，安信证券研究中心

值得注意的是，InTouch Health 与客户签订的三年期合同和经常性收入模式推动了收入的显著增长。Intouch Health 的客户可以购买其硬件设备，来保证远程医疗访问的效率和效果，或者购买其应用软件，使用如便携医疗笔记，医疗协作系统等功能提高诊疗效率。其中：医疗机构重复性收入=(Intouch Health 医疗网络接入许可证+硬件租赁和支持)\*医疗机构数量；用户许可证重复性收入=应用程序的软件许可证购买单价\*用户数量。

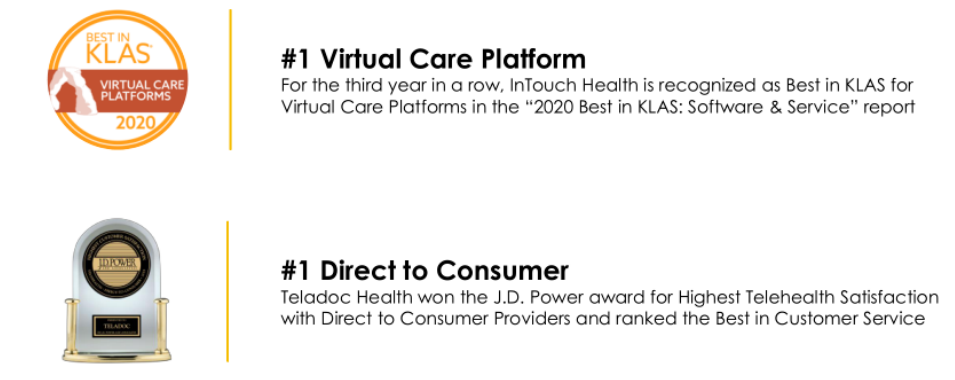
图 58：客户如何从 InTouch Health 购买服务



资料来源：Teladoc 投资者会议，安信证券研究中心

Teladoc Health 在收购 InTouch Health 后，无疑将成为业界领先的值得信赖虚拟护理解决方案提供商。InTouch Health 在业内一直保持着患者和提供者满意度排名第一：在“2020KLAS 最佳：软件与服务”报告中，连续第三年被评为 KLAS 最佳虚拟护理平台。Teladoc Health 自身也以最高的直接向消费者提供服务的远程医疗满意度荣获 J.D.Power 奖，并在客户服务方面排名第一。

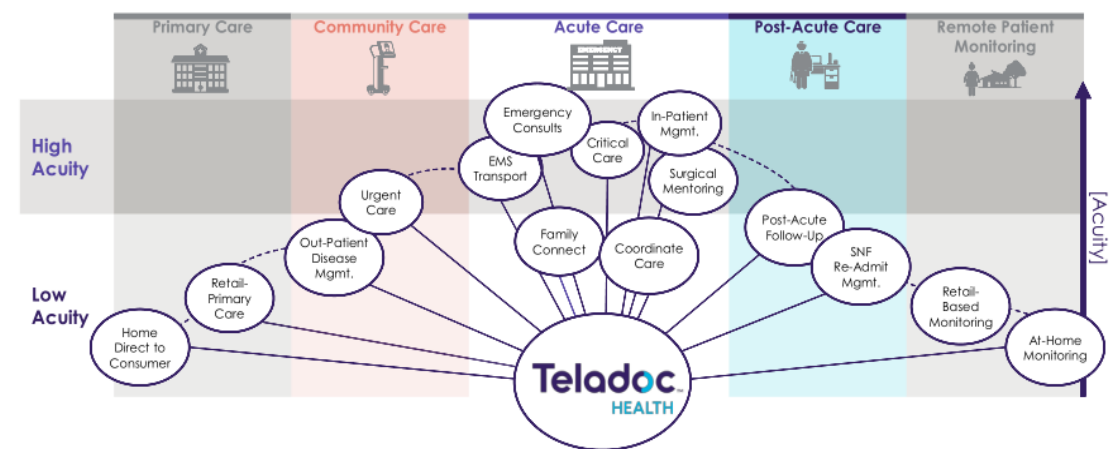
图 59：领先的直面消费者的虚拟医疗平台



资料来源：Teladoc 投资者会议，安信证券研究中心

作为 end-end 虚拟护理平台，Teladoc Health 完全能够随着全系统医疗虚拟化的迅速扩展解决整个医疗连续性问题。

图 60：Teladoc Health 将提供满足全范围敏锐度及医疗场合的虚拟医疗服务



资料来源：Teladoc 投资者会议，安信证券研究中心

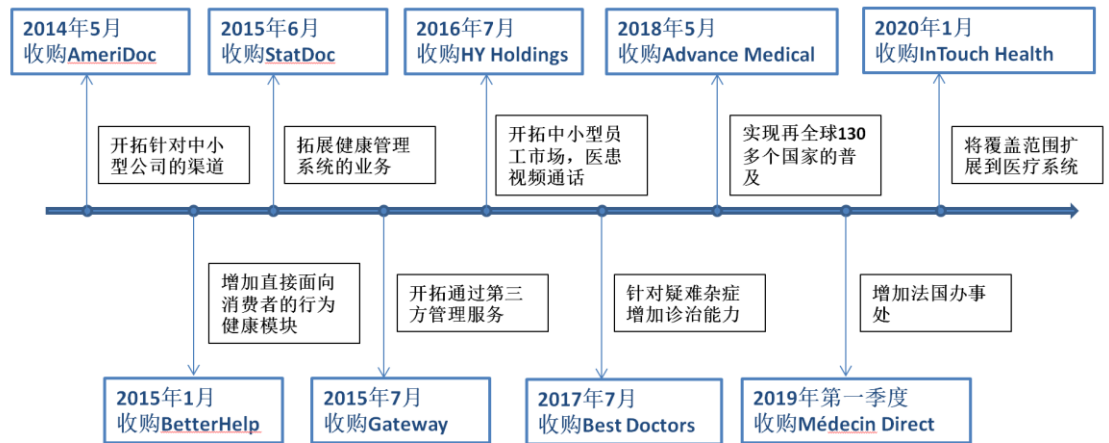
Teladoc 通过多次收购，扩大了分销能力和服务范围，并创建了一个全球网络。根据 2018 年年报，Teladoc 的收购战略是专注于收购产品、能力、临床专业、技术和分销渠道中快速增长的公司。Teladoc 还建立了整合这些收购的记录，为客户和会员带来增值，在 2018 年开始为美国跨国公司提供的新的全球护理服务。

表 1: Teladoc 并购历史

时间	收购或投资企业	金额(百万美元)	目的
2014年5月	AmeriDoc	17.2	开拓针对中小型公司的渠道
2015年1月	BetterHelp	3.3	开拓直接面向消费者的服务和行为健康模块
2015年6月	Stat Health Services Inc.(StatDoc)	30.1	拓展业务, 专注于健康管理, 健康系统
2015年7月	Gateway	-	通过第三方管理服务
2016年7月	HY Holdings(Healthiest you)	145.3	开拓中小型员工市场, 随时随地通过电话或视频与医生对话
2017年7月	Best Doctors	445.5	针对疑难杂症
2018年5月	Advance Medical	351.7	在全球 130 多个国家普及
2019Q1	Médecin Direct	-	Médecin Direct 将成为 Teladoc 的法国办事处
2020年1月	InTouch Health	600	Teladoc 成为唯一的虚拟护理提供商

资料来源: 年报, 安信证券研究中心

图 61: 2014-2020 年 Teladoc 并购历史图



资料来源: Teladoc 年报, 安信证券研究中心制图

### 3. 思考二：回归数据，公司运营数据和财务数据的亮点之处在哪？

#### 3.1. 总体业绩：2019 年营收突破 5.5 亿，平台访问量超 400 万

Teladoc 是全球远程医疗的领导者，领先的技术，全球销售渠道推动了 Teladoc 的高速增长。2019 年全年收入达 5.53 亿美元，访问量达 410 万，调整后 EBITDA 为 3200 万美元。其中，访问量增长率为 63%，收入增长率为 33%，调整后 EBITDA 增长率达 137.4%。

表 2：2019 年 Teladoc 的核心指标概览

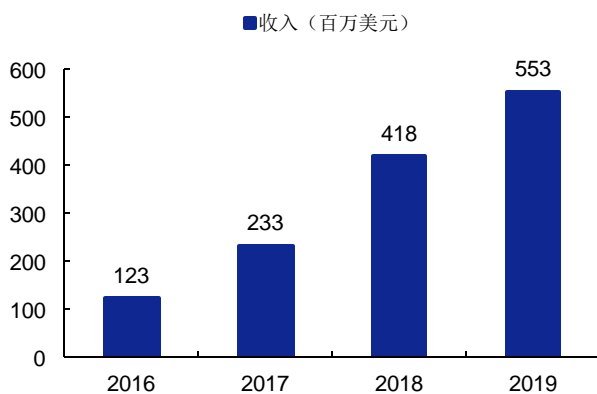
核心指标	2019 年	增长率	2019 年
收入	5.53 亿美元	收入增长率	33%
访问量	410 万	访问增长率	63%
总利润	-7382 万美元	总利润	-11.9%
调整后 EBITDA	3200 万美元	调整后 EBITDA	137.4%

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

#### 3.1.1. 营收情况：2019 年营收达 5.53 亿美元，复合增长率 60%

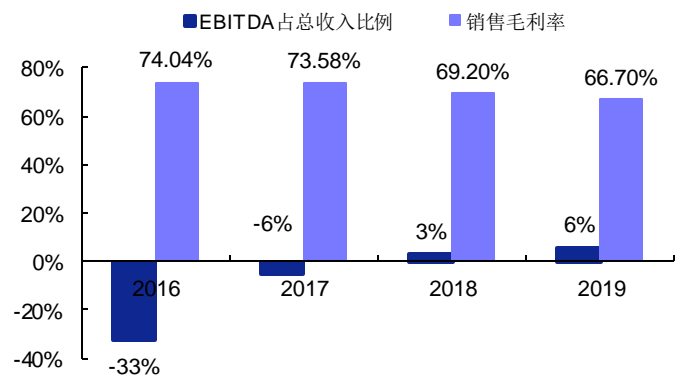
从营收角度来看，Teladoc 的营收总体呈上升趋势。从年度增长速度来看，2016 年是 Teladoc 上市的第一年，营收为 1.23 亿美元，2017 年营收达到 2.3 亿美元，增长速度达到了 89%。2018 年营收继续翻倍，增长速度仍然十分可观，达到了 79%。2019 年营收达到 5.5 亿美元，增速有所放缓，只有 33% 的增长。毛利率自 2017 年以来有下降趋势，但下降幅度较小，2018 年毛利率为 69.2%，2019 年毛利率为 66.70%。EBITDA 占总收入比例从 2018 年开始转负为正，将持续上升。

图 62：收入复合增长率 60%



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 63：销售毛利保持稳定



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

#### 3.1.1.1. 按类别：会员订阅费达 4.63 亿美元，平台访问费达 9001 万美元

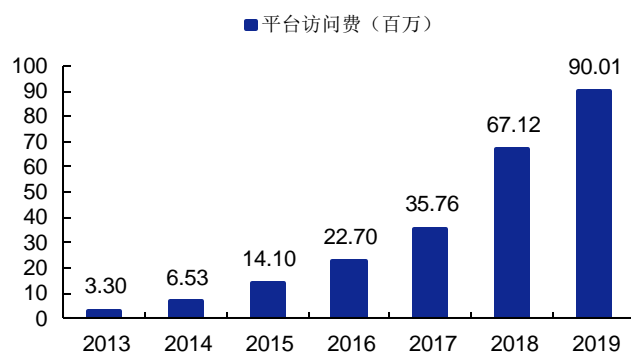
从营收类别来看，Teladoc 的营收主要来自于会员服务订阅费和平台访问费。2019 年 4.63 亿美元来自会员服务订阅，同比增长 32%，9001 万美元来自平台访问，同比增长 34%。

图 64: 会员订阅费 (美元)



资料来源: Bloomberg、安信证券研究中心

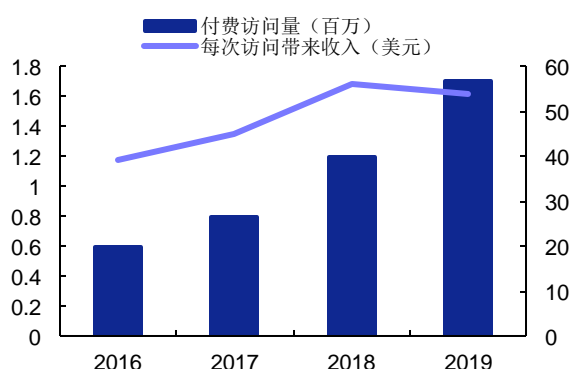
图 65: 平台访问费 (美元)



资料来源: Bloomberg、安信证券研究中心

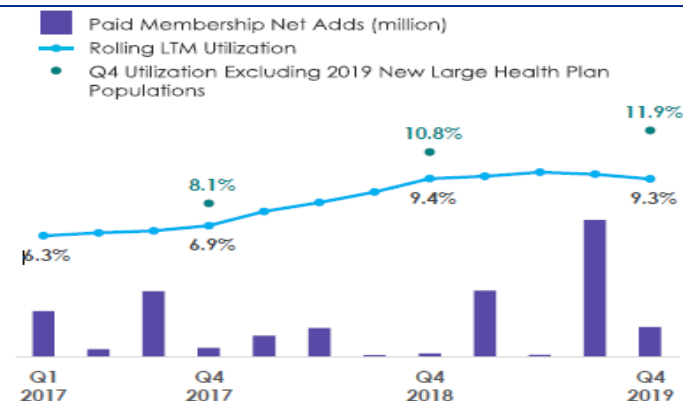
随着访问量的增加, 每次访问产生的收入也呈增长趋势, 2016 年为 39 美元, 2018 年为 56 美元, 为近四年峰值, 2019 年有所回落, 每次访问带来的收入为 54 美元。2017 年 Q1-2019Q4, 使用率在连续 12 个月期内呈现不断增长趋势, 从 2017 年 Q1 的 6.3% 增至 2019 年 Q4 的 9.3%。若排除大量健康计划人口, 2017-2019 年 Q4 的使用率分别为 8.1%、10.8%、11.9%。

图 66: 美国的付费访问量 (百万)



资料来源: InvestorDay2020, 安信证券研究中心

图 67: 使用率情况

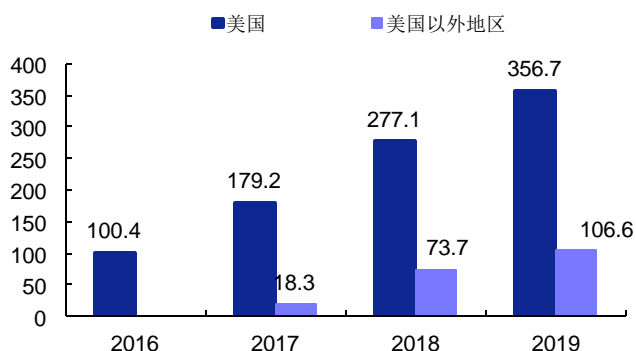


资料来源: InvestorDay2020, 安信证券研究中心

### 3.1.1.1. 按地区: 美国地区贡献营收达 4.45 亿美元, 占比达 80%

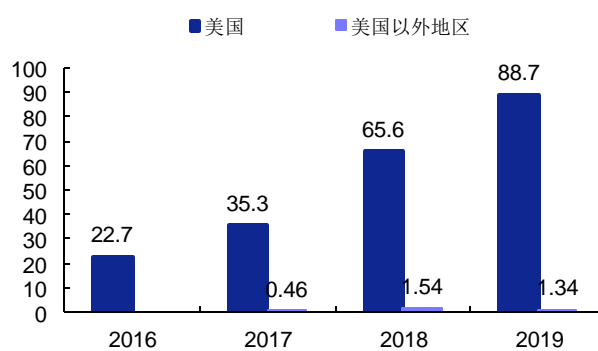
从收入地区角度来看, 美国地区是 Teladoc 主要的收入来源。2016-2018 年, 美国地区的平台访问费和会员订阅费稳步上升, 美国以外地区从 2017 年开始有营收, 也处于平稳上升阶段。2019 年 Teladoc 的会员订阅收入共有 4.63 亿美元, 其中美国本土收入为 3.57 亿美元, 占 77%, 美国以外地区收入为 1.07 亿美元, 占 23%。平台访问收入共有 9001 万美元, 其中美国本土贡献 8870 万美元, 占比达到 99%, 美国以外地区贡献为 134 万美元, 仅占 1%。

图 68: 美国地区会员订阅费 (百万美元) 持续上涨



资料来源: Teladoc 年报、安信证券研究中心

图 69: 美国地区平台访问费 (百万美元) 持续上涨



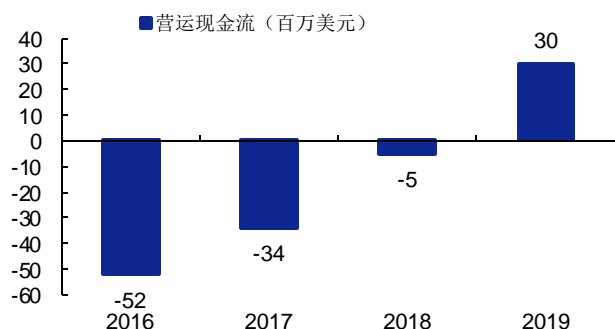
资料来源: Teladoc 年报、安信证券研究中心



### 3.1.1. 盈利情况：初现转机，营运现金流达 3000 万美元，EBITDA 达 3200 万美元

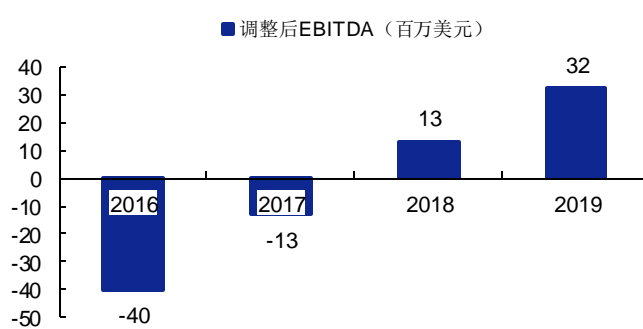
从 2016 年至 2019 年，Teladoc 公司始终处于亏损状态，其中 2017 年净损失达到 1.06 亿美元，2018 年净损失下降 9%，为 9708 万美元。调整后的 EBITDA 在净亏损的基础上加回了未计利息，税项，折旧，摊销，基于股票的补偿，出售收益，认股权证摊销和债务清偿损失以及与收购和合并相关的成本。2018 年调整后的 EBITDA 开始盈利，2019 年达到 3200 万美元。营运现金流方面，2016 年至 2018 年营运现金流均为负数，但亏损在逐步减小。2019 年现金融转负为正，资产负债表中仍有 4.75 亿美元现金，财务状况整体发展向好。

图 70：营运现金流 2016 年-2019 年转负为正



资料来源：Teladoc 年报，安信证券研究中心

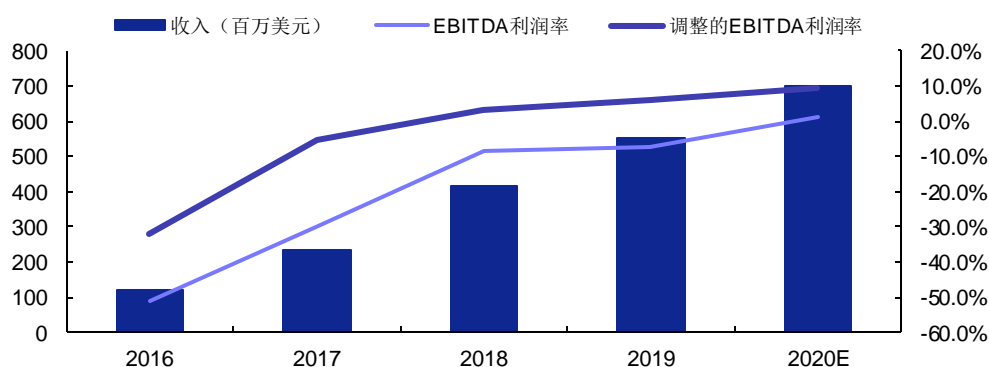
图 71：息税前利润 2016-2019 转负为正



资料来源：Teladoc 投资者会议，安信证券研究中心

同时，EBITDA 利润率和调整后的 EBITDA 也转负为正，并不断增长。预计 2020 年 EBITDA 利润率达到 1.4%，调整的 EBITDA 利润率达到 9.3%。

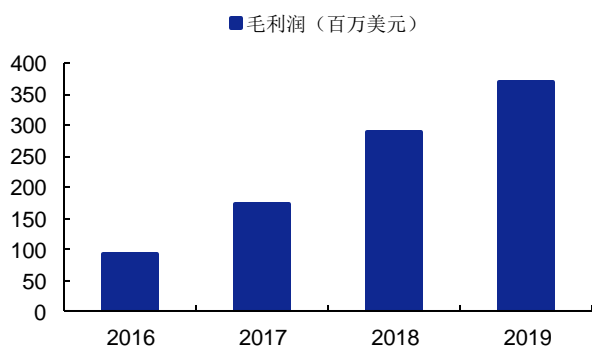
图 72：收入及 EBITDA 利润率情况



资料来源：InvestorDay2020，安信证券研究中心

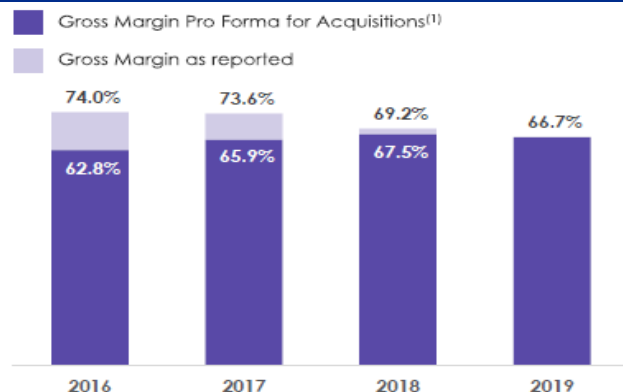
Teladoc Health 的毛利润呈逐年增长趋势，2016 年毛利润为 9100 万美元，以高达 60% 的年复合增长率增长，2019 年的毛利润为 3.69 亿美元。公司的毛利率较为稳定，2016 年报告的毛利率为 62.8%，收购形式的毛利率为 74%，到 2019 年报告毛利率为 66.7%。

图 73: 毛利润变化情况



资料来源: InvestorDay2020, 安信证券研究中心

图 74: 毛利率情况

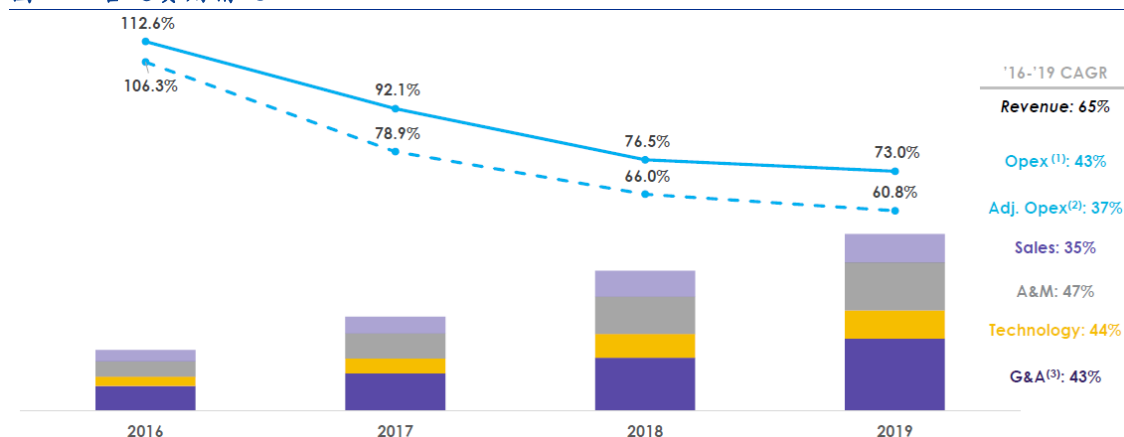


资料来源: InvestorDay2020, 安信证券研究中心

### 3.1.2. 费用情况: 整体支出增速回落, 营运费用带来收入增长持续提升

公司的营运费用以 16-19% 的年复合增长率呈逐年增趋势。销售费用、客户购买和营销费用 (Customer Acquisition & Engagement Marketing)、技术、一般性支出与管理费用支出 (general & administrative) 均有所增长, 其中管理费用占比最高。营运费用率 (不包含折旧、摊销, 销售费用和收购产生的费用) 逐年下降, 2019 年为 73%。经调整的营运费用率 (不包括基于股票的补偿, 折旧和摊销, 销售收益以及并购相关费用), 2019 年为 60.8%。

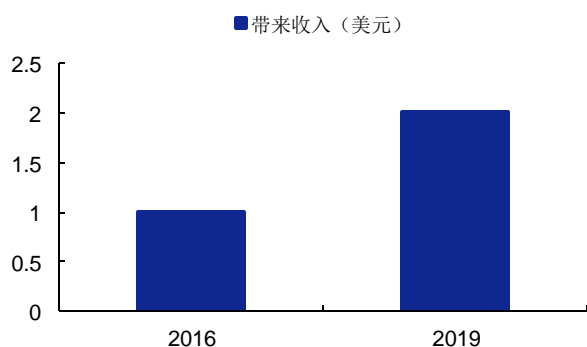
图 75: 营运费用情况



资料来源: InvestorDay2020, 安信证券研究中心

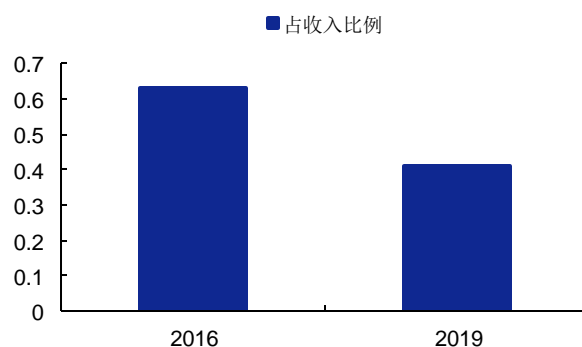
其中每 1 美元客户购买和营销费用产生的收入不断增加, 2016 年能够产生 1 美元的收入, 到 2019 年为 2 美元, 年复合增长率为 26%。技术、管理费用、法律和监管成本占收入比例不断下降, 从 2016 年的 63% 降至 2019 年的 41%。

图 76: 每 1 美元客户购买和营销费用产生的收入情况



资料来源: InvestorDay2020, 安信证券研究中心

图 77: 技术、管理费用、法律和监管成本占收入比例



资料来源: InvestorDay2020, 安信证券研究中心

### 3.1.3. 客户关系：2019 年客户关系稳定，UNH 未来两年带来 4290 万美元收入

2019 年第三季度时，Teladoc 与 United Health 达成协议，成为 UNH 平台唯一显示的远程医疗服务商。此次合作为 Teladoc 带来了 1500 万商业客户。其中有 500 万成为付费会员，1000 万成为该公司的 VFO 访问用户。从 UNH 中获得的每月收入约为 100 万美元，转换为 PMPM 约为 0.2 美元。据估计，2020 年平台访问使用率将达到 1.7%，2021 年达到 2.2%。2020 年和 2021 年将给 Teladoc 带来 4290 万美元的收入。

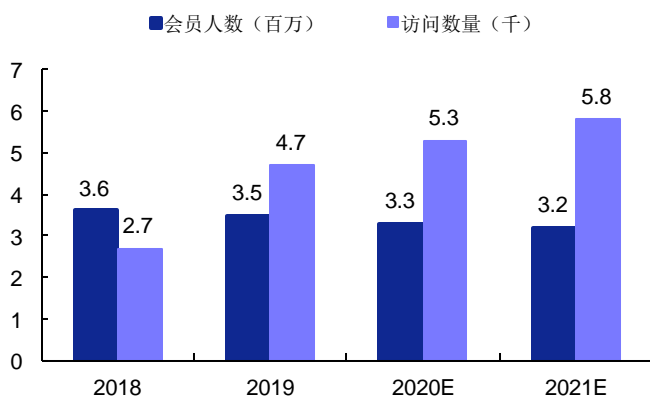
表 3：UNH 将给 Teladoc 带来 4290 万美元收入

UNH	2020	2021
订阅会员数 (百万)	5	5
平台访问数 (百万)	10	10
订阅会员人均付费 (美元)	2.4	2.4
平台人均访问费 (美元)	49	49
平台访问转化率	1.70%	2.20%
平台访问总人数 (百万)	165	220
会员收入 (百万美元)	12	12
平台访问收入 (百万美元)	8.1	10.8
总收入 (百万美元)	20.1	22.8

资料来源：Barclay、安信证券研究中心

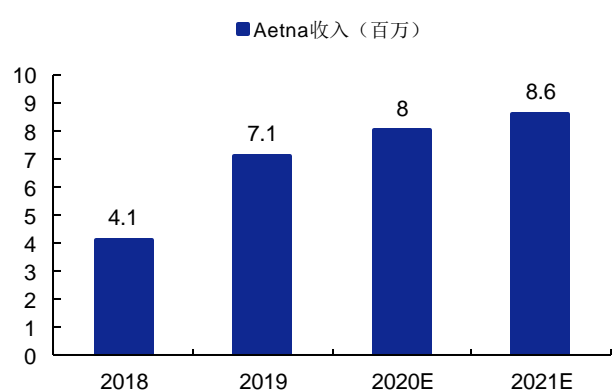
Teladoc 和 Aetna 公司从 2011 年开始就签署了长期合作协议。开始只与 Aetna 的商业客户合作，现在业务范围已经扩大到了其他国家、Aetna 的雇员以及部分管理医疗补助人口。2018 年，Aetna 将合同从会员订阅+平台访问形式改成了只进行平台访问。据 Barclay 估计，合作模式的变更虽然会对会员订阅费有不利影响，但是并不妨碍 Aetna 为 Teladoc 带了总收入的增长。2019 年该合约仍然进行了续签，预计将在 2020 年和 2021 年给 Teladoc 带来年均 800 万美元的收入。

图 78：Aetna 会员及平台访问数



资料来源：Barclay、安信证券研究中心

图 79：Aetna 带来收入 (百万美元)



资料来源：Barclay、安信证券研究中心

### 3.1.4. 指引：2020 年 PS 或 14X

根据 Teladoc 2020 年发布的业绩指引，Teladoc 预计在 2020 财年实现 6.95 到 7.1 亿美元营收，调整后 EBITDA 预计在 6000 到 7000 万美元，调整后 EBITDA 占总收入比例在 8.6% 到 9.9% 之间。美国付费会员数在 4300 万到 4500 万之间，总访问量在 550 万到 590 万之间。

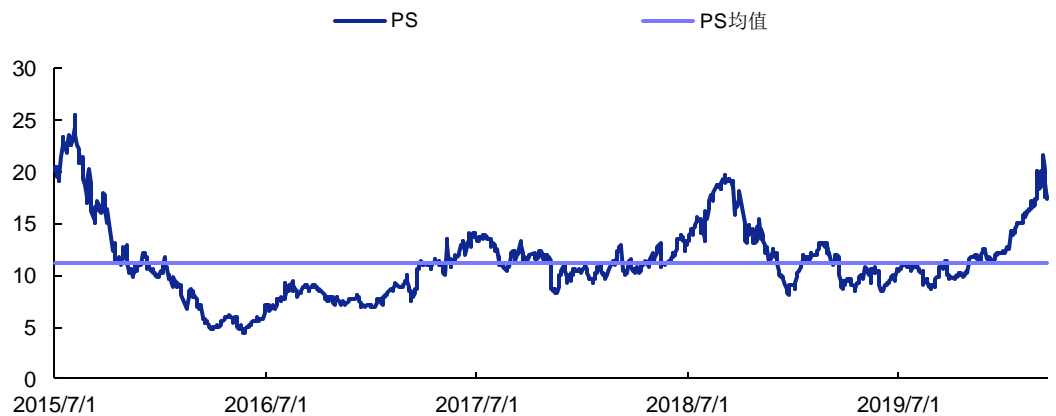
表 4: 2020 年业绩指引

	2020 年业绩指引	业绩增长
收入(百万美元)	695-710	27%
调整后 EBITDA(百万美元)	60-70	>100%
调整后 EBITDA 占收入比例	8.6%-9.9%	290bps-410bps
美国付费会员数 (百万)	43.0-45.0	20%
总访问量 (百万)	5.5-5.9	38%

资料来源: Teladoc 投资者会议

Teladoc 自上市以来股价整体呈上升趋势, 目前来看, Teladoc 公司市值突破 95 亿美元, PS 估值突破 15X。Teladoc 的 PS 估值平均值在 11X 左右。按照公司给予 2020 年业绩指引, 收入均值在 7 亿美元, 对应 PS 14X。

图 80: PS 均值在 11X 右



资料来源: wind、安信证券研究中心

对于长期经营, Teladoc 也做出了规划, 指引性数据包括: 营业收入达到 20%-30% 的年增长率, 调整的 EBITDA 利润率每年达到 2%-3% 的增长。

表 5: 长期经营规划

指引性数据	描述
营业收入	20%-30% 年增长率
调整的 EBITDA 利润率	每年 200-300 基点的增长

持续增长的会员
扩大交叉销售和追加销售
超越核心市场的国际扩张
将产品范围扩展到虚拟初级护理和特别护理
订阅、访问量和收购兼并的平衡增长
定价机制
持续的技术、销售和管理费用带来的规模经济增长
持续的营销效率

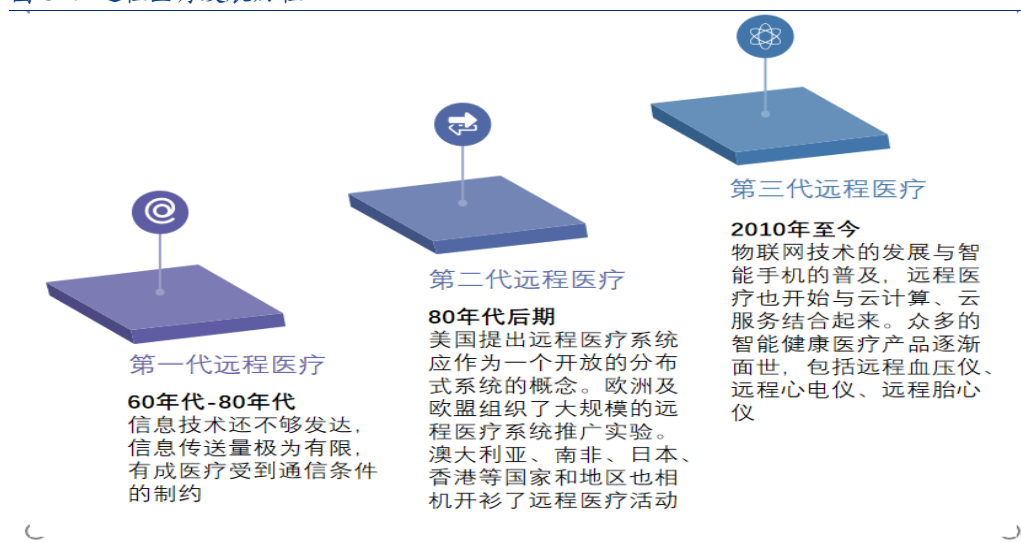
资料来源: InvestorDay2020, 安信证券研究中心

## 4. 思考三：纵观行业，远程医疗市场空间还有几何？

### 4.1. 全球远程医疗市场：2026 年市场规模突破 1857 亿美元，远程医疗步入 3.0 时代

全球远程医疗市场的发展是循序渐进的。第一代远程医疗起始于 60 年代到 80 年代，远程医疗受制于通信条件，主要以电话问诊的方式进行。第二代远程医疗开始与 80 年代后期。随着现代通信技术水平的不断提高，一大批有价值的项目相继启动，其声势和影响远远超过了第一代。第三代远程医疗的开始于 2010 年，得益于物联网技术的发展，远程医疗开始与云计算、云服务结合起来，健康医疗产品逐渐面世。

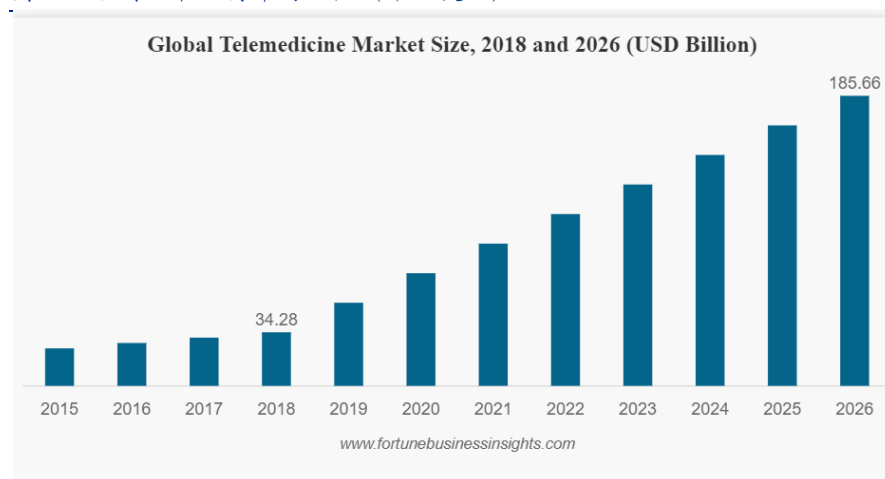
图 81：远程医疗发展历程



资料来源：动脉网、安信证券研究中心

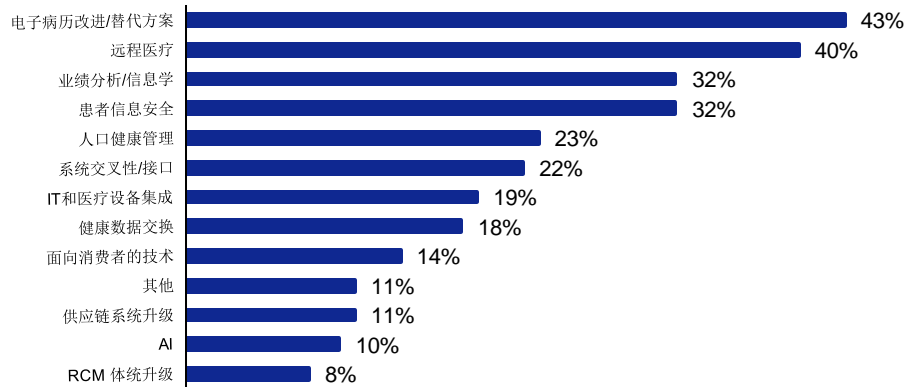
随着网络技术越来越发达，远程医疗概念开始受到医疗系统和大众媒体的重视，行业获得了快速增长，发展速度和规模远远超过了移动医疗和其他数字医疗相关领域。2019 年 J.P. Morgan 的调查显示，医疗系统 IT 预算增加的部分有 40%用于远程医疗，仅次于电子病历。目前远程医疗中最为成熟的模式是远程问诊和医生评价网站，这两类网站决定了病人在就医时候的根本需求。据 Fortune business 统计，全球远程医疗市场规模始终处于增长状态，2026 年全球远程医疗市场将达到 1857 亿美元。Teladoc 从建立之初就一直深耕于远程问诊技术的提高，远程医疗行业的快速增长将进一步助力 Teladoc 的发展。

图 82：全球远程医疗市场规模（十亿美元）



资料来源：Fortunebusiness、安信证券研究中心

图 83: 2019 年医疗系统 IT 预算使用领域

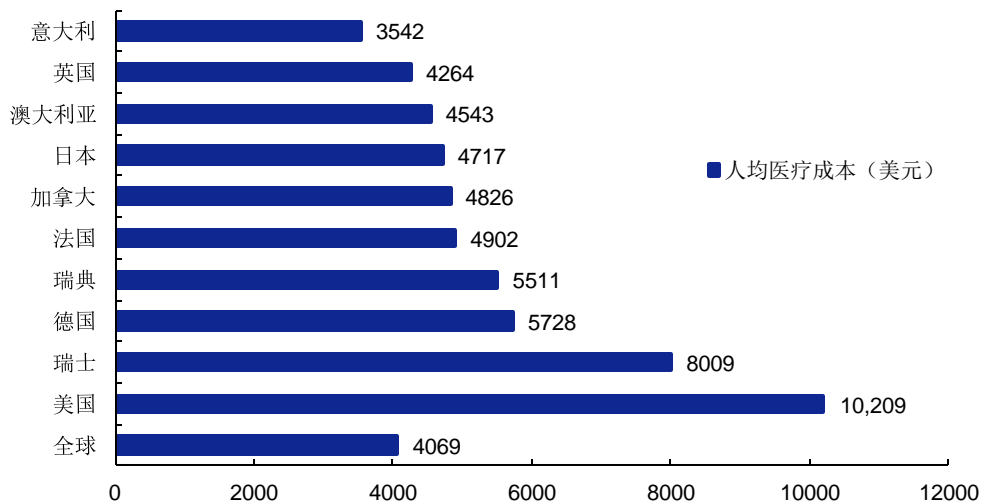


资料来源: 2019 J.P. Morgan Hospital Survey、安信证券研究中心

#### 4.2. 美国远程医疗市场: 远程医疗覆盖率达 60%，2025 年将达 640 亿美元

美国医疗价格十分高昂，据 Blue Cross& Blue Shield 统计，美国每年的医疗保健支出为 3 万亿美元，给家庭、企业和纳税人的造成了巨大压力。到 2025 年，医疗保健支出将占据经济总量的五分之一。美国人均医疗费用为 10209 美元，达到全球最高水平，是全球平均人均医疗成本的 2 倍以上。

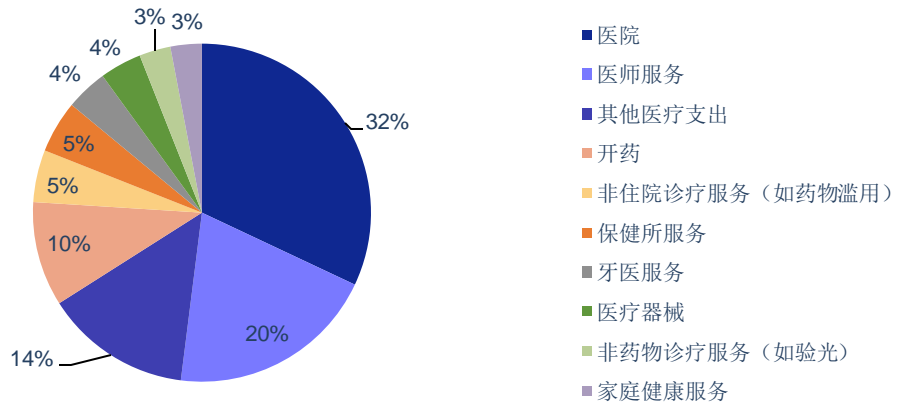
图 84: 2018 年美国人均医疗成本超过全球人均成本两倍



资料来源: Peterson center on healthcare、安信证券研究中心

其中，花费在医院和医生上的支出占到 52%。据 Medium 网站统计，2018 年，美国医师的年薪中位数达到 29.4 万美元，是其他发达国家医生年薪的两倍。神经外科医生的年薪可以达到 66.3 万美元。

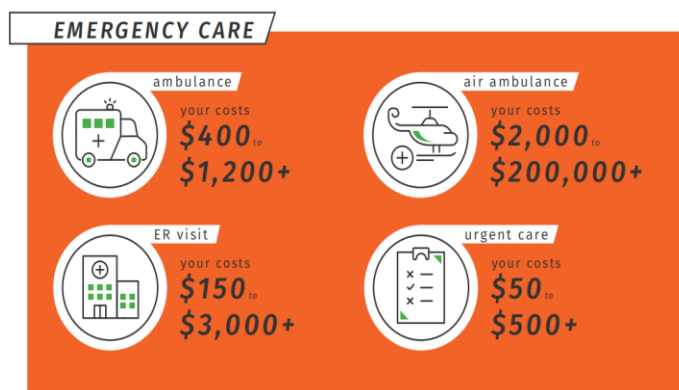
图 85: 2015 年全美医疗支出



资料来源: Centers for Medicare & Medicaid Service、安信证券研究中心

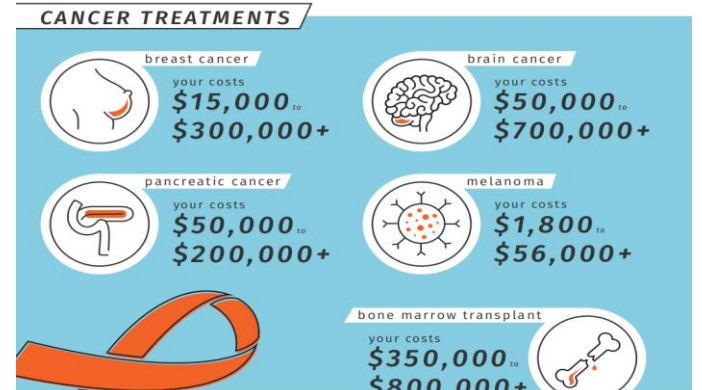
根据 International Insurance 统计, 通常情况下, 如果生病并需要紧急护理, 救护车起价为 400 美元。如果需要普通测试, 则通常需要花费 100 美元-500 美元。如果当晚需要住院, 则可能需要 5,000 美元的额外费用。加上急诊的药物, 费用总计可能超过 6,000 美元。普通门诊咨询相对便宜。初步咨询医生的费用在 100 美元至 200 美元之间, 专家的访问费用通常会超过 250 美元。但总体而言, 美国医疗的平均费用仍然偏高。

图 86: 美国急诊平均费用



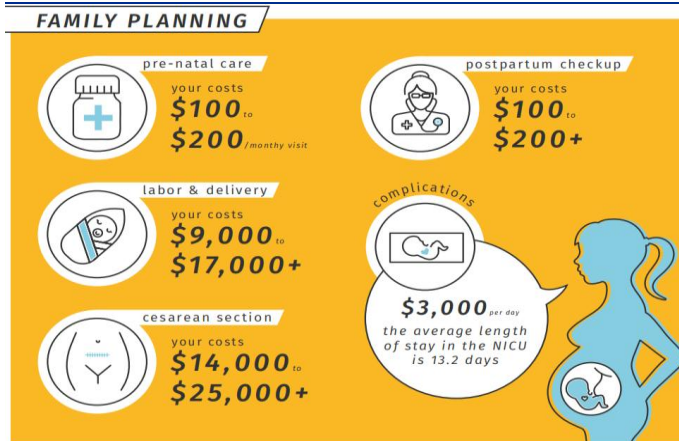
资料来源: International Insurance、安信证券研究中心

图 87: 癌症治疗费用



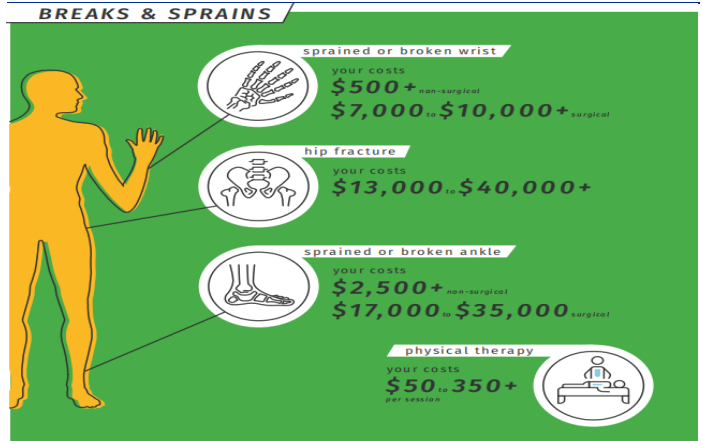
资料来源: International Insurance、安信证券研究中心

图 88: 家庭健康计划平均费用



资料来源: International Insurance、安信证券研究中心

图 89: 跌打损伤类疾病平均质量费用



资料来源: International Insurance、安信证券研究中心

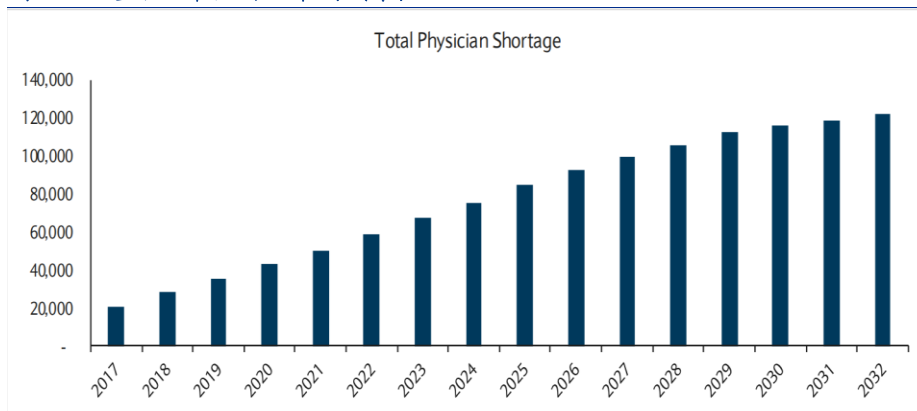
图 90：普通医疗检测，开药与手术平均费用



资料来源：International Insurance、安信证券研究中心

美国医学学会估计,到 2032 年全国医师供给需求缺口将从 2020 年的 4.7 万增长到 12.2 万,其中初级保健医生缺口达 5.5 万,专家达到 6.6 万。此外,到 2032 年,65 岁以上的人口将增长 48%,医疗系统负担进一步加重。

图 91：美国医师供需不平衡（个）



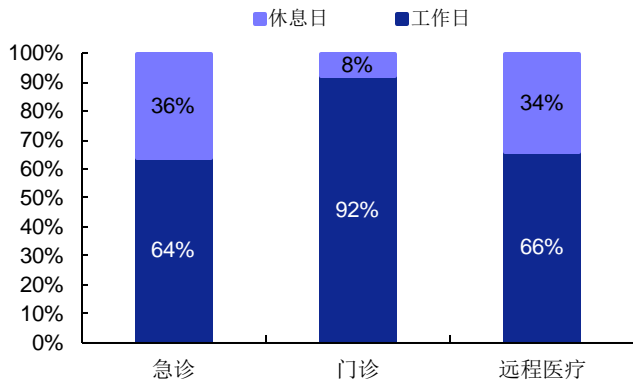
资料来源：美国医学学会 (AMCC)、安信证券研究中心

远程医疗可以节省美国就医的平均成本。RAND Corp.的一项研究显示,通过远程医疗进行预约的平均费用为 79 美元,而医生上门诊治的费用为 146 美元,急诊室诊治的费用为 1734 美元。Rural Broadband Association 报告估计,如果采取远程医疗的模式,美国平均每个医疗机构节省的医院费用为 20841 美元。2018 年,据 C-TAC 官网估计,鼓励使用远程医疗可以让雇主减少近 60 亿美元的支出。

除此之外,远程医疗在时间上可以替代急诊,缓解急诊压力。急诊通常花费较高,且 64% 的急诊都发生在工作日,给医院造成了较大的诊疗压力。而远程医疗 66% 的诊疗都发生在工作日,价格普遍低于急诊,可以成为很好的替代方案,此外根据 American Hospital Association 的调查,远程医疗诊治的病人因同样疾病返回就医的比例最低,只有 6%,诊疗效果较好。

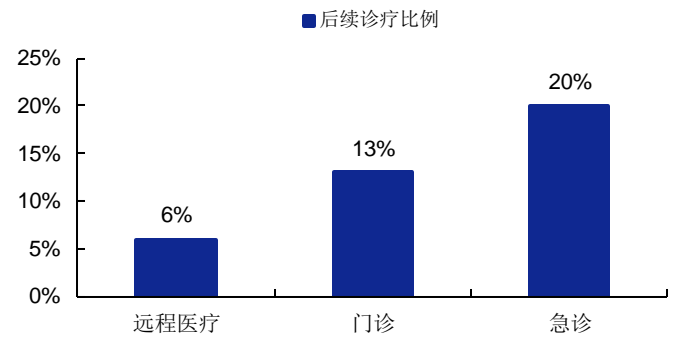


图 92: 就诊时间分布比例



资料来源: American Hospital Association、安信证券研究中心

图 93: 就诊后因为同样疾病进行二次诊疗的比例



资料来源: American Hospital Association、安信证券研究中心

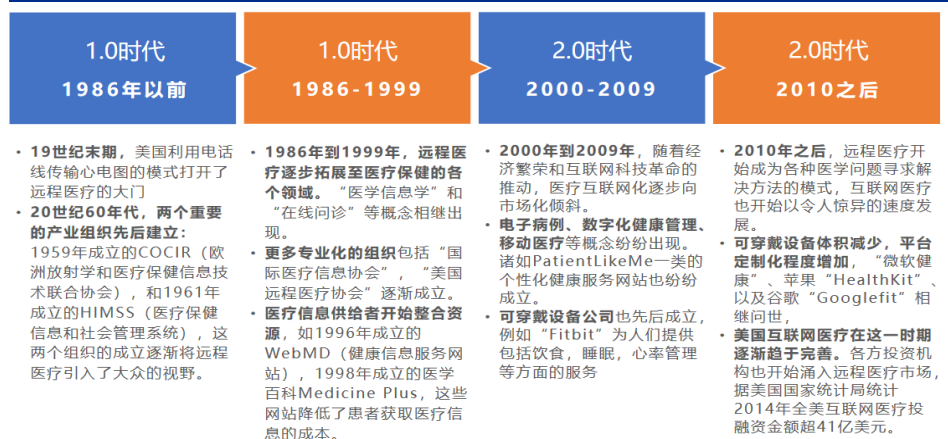
高昂的医疗费用在一定程度上加速了美国远程医疗市场的发展。目前, 美国已经成为远程医疗的先驱, 当下全球远程医疗的领跑者。美国远程医疗发展经历了从 1.0 时代到 2.0 时代的演变。1.0 时代的远程医疗主要在医疗机构和医生之间展开。1986 年到 1999 年, 远程医疗在美国的发展开始不局限于信息的交流, 并逐步拓展至医疗保健的各个领域。2.0 时代的远程医疗的特色是以患者为中心, 通过发达的通信网络, 将医生与患者联系在一起。2000 年到 2009 年, 随着经济繁荣和互联网科技革命的推动, 医疗互联网逐步向市场化倾斜。2010 年之后, 远程医疗开始成为各种医学问题寻求解决方法的模式, 互联网医疗也开始以令人惊异的速度发展。

表 6: 美国远程医疗发展

发展阶段	远程医疗 1.0	远程医疗 2.0
发展时间	1970s-2000s	2000 年至今
业务模式	B2B	DTC/B2B2C
数据采集方式	人工为主	机器半自动
数据传输	有线网络	4G 到 5G
数据类型	病历、医学影像资料	用户体征数据、文字、语音、图像、视频
数据分析方式	医生分析	医生分析, 辅以机器分析
病患合作模式	医生为主导方	医生指导、患者参与
主要买单方	医院、政府	保险商、患者
主要场景	医院	患者家中

资料来源: 蛋壳研究院、安信证券研究中心

图 94: 美国远程医疗 1.0-2.0 时代

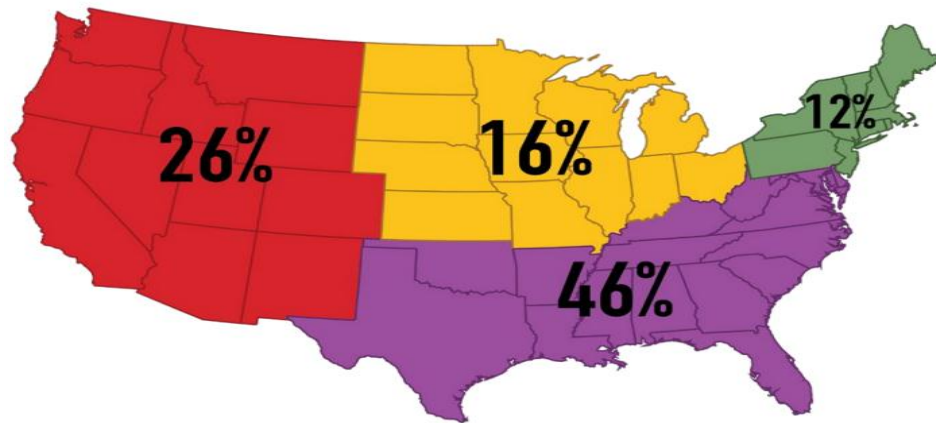


资料来源: 蛋壳研究院、安信证券研究中心制图

据 Grand View Research 估计到 2025 年，美国远程医疗市场将达到 640 亿美元。在慢性病患病率上升和政府积极举措的推动下，美国远程医疗市场将在 2019 年至 2025 年期间实现 18% 以上的复合年增长率。

从远程医疗的覆盖率来看，全美范围超过 60% 的健康服务机构和 50% 的医院在不同程度上应用了远程医疗服务，全美所有州都提供远程影像服务，49 个州设立了远程精神健康服务，36 个州建有各类以家庭医疗为核心的远程医疗咨询服务等。在使用远程医疗的人中，有一半生活在美国南部，得益于美国南部在远程医疗方面的宣传。据联合健康保险(UnitedHealth Group)公司统计，美国居民中有 13% 居住在初级保健医师短缺的环境中，农村居民住在医师短缺的环境中概率是城市居民的 5 倍。远程医疗在这些地区更受欢迎。

图 95：美国远程医疗使用率按地区分类

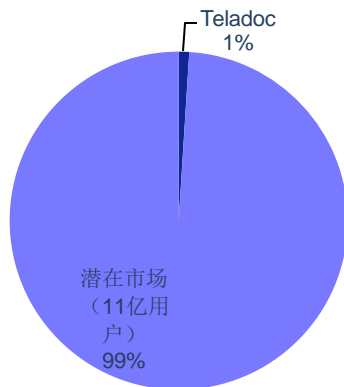


资料来源：American Well 2019 远程医疗行业发展报告、安信证券研究中心

目前美国的远程医疗市场发展潜力较大，市场前景广阔。2018 年美国疾病预防控制中心数据显示，美国每年有 12.5 亿门诊数量。大约有三分之一的门诊 (4.17 亿) 可以用远程医疗来解决。美国医疗保健研究与质量局 AHRQ 的数据显示，美国每年有约 1.68 亿次后续访问，这其中也有 80%，也就是 1.344 亿次访问可以通过远程医疗服务来解决。两种服务总计有约 5.85 亿次远程诊疗的市场空间。此外，根据美国癌症协会、癫痫基金会等多家协会的统计，每年还有 510 万次的重症患者需要寻求专家远程诊疗。

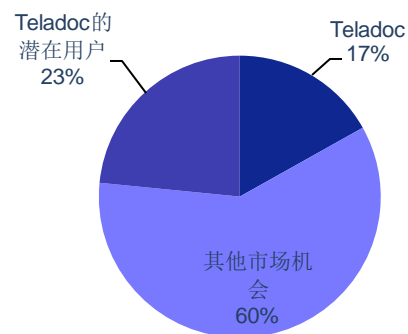
Teladoc 潜在市场十分广阔。从美国市场来看，目前 Teladoc 只覆盖了 5600 万美国用户，还有 7300 万现有合作对象的客户有待发掘，仍有 1.9 亿人口有待覆盖。而在发达国家的国际市场方面，Teladoc 只占据了 1% 的市场份额，仍有 11 亿极具潜力的用户有待开发。

图 96：全球潜在用户数达 11 亿



资料来源：Teladoc 投资者会议、安信证券研究中心

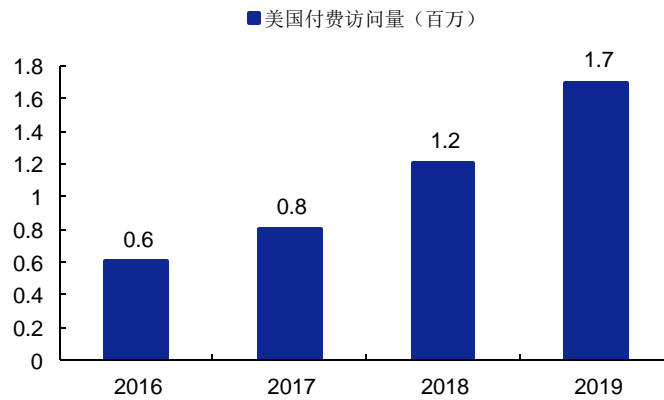
图 97：美国本土潜在市场 7300 万



资料来源：Teladoc 投资者会议、安信证券研究中心

2016 年美国付费访问量仅有 60 万，目前已达到 170 万。在 2020 年，Teladoc 计划通过医疗扩张，DTC 和覆盖供给者市场来挖掘潜在的 7300 万远程医疗用户。

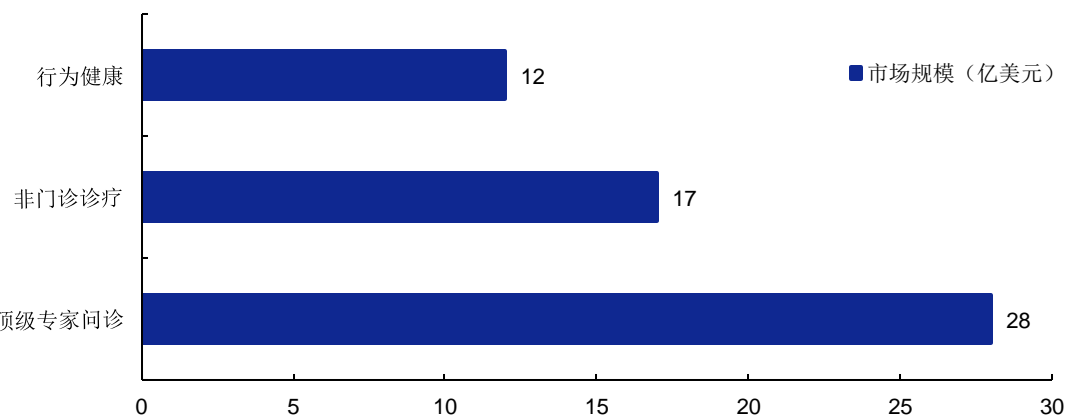
图 98：美国付费访问量持续增长



资料来源：Teladoc 投资者会议、安信证券研究中心

据 Barclay 2019 年统计，Teladoc 潜在市场主要分为三类，总值达到 57 亿美元，其中顶级专家问诊市场最为广阔。顶级专家问诊市场主要面向癌症、癫痫、多发性硬化等疾病。据 Teladoc 估计平均问诊单价在 5500 美元左右，每年约有 510 万美案件问诊案例，市场总值在 28 亿美元左右。非门诊治疗主要针对无需去医院进行就诊的病人，如骨折等日常性疾病。据 CDC 估计，每年通过 Teladoc 治疗的案例有 4125 万件，平均诊疗费用在 40 美元左右，市场总值达到 17 亿美元。而行为健康诊疗案例在 1.3 亿件左右，平均诊疗费用在 89 美元，市场总值达到 12 亿美元。

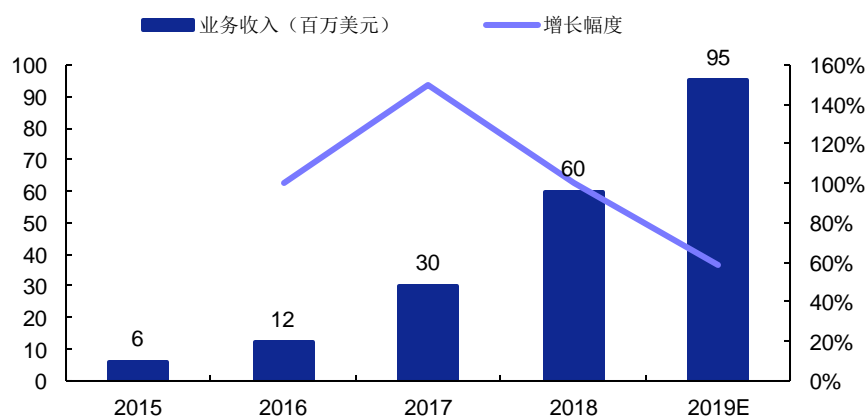
图 99：Teladoc 潜在市场



资料来源：公司资料、安信证券研究中心

心理健康领域虽然目前潜在市场较小，但是该领域机会较大。根据美国健康研究院 (National Institutes of Health) 2017 年的数据，美国有 4660 万名 18 岁以上的成年人患有某种形式的精神疾病。具体来说，18-25 岁之间的人群中，心理健康患病率为 26%，26-49 岁比例为 22%，50 岁以上年为 14%。据 Barclay 估计，Teladoc 的心理健康业务在 2019 年产生约 9000-10000 万美元的收入，约占公司总数的 17%，增长幅度有望超过 50%。鉴于 Teladoc 的业务实力和心理健康领域的发展趋势，心理健康业务有望成为公司前进的关键驱动力。

图 100: 心理健康服务业务收入



资料来源: Barclay, 安信证券研究中心

Teladoc 负责心理健康诊疗 DTC 市场的品牌是 Better help。在这一领域, Better Help 的直接竞争对手是 Talk Space。2018 年 Better Help 在经历过广告危机后, 平台访问量回弹, Talk Space 访问量也持续上升。鉴于心理诊疗市场的前景广阔, 未来两个品牌的访问量都有望继续增加, 且不会互相蚕食市场份额。从 App 的下载量上来看, 经历 2018 年广告事件后 BetterHelp 的下载量并未受到明显影响, 活跃用户数也呈上涨趋势。由此可见 Teladoc 在心理诊疗领域的发展潜力很大。

图 101: BetterHelp 电脑端/手机端访问量 (人)



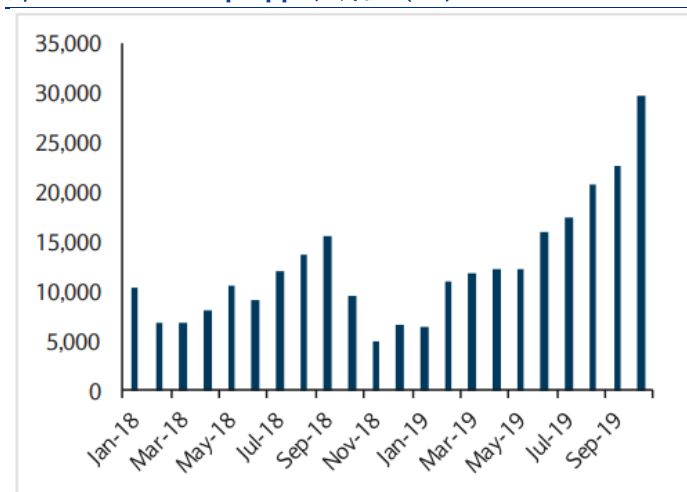
资料来源: SimilarWeb, 安信证券研究中心

图 102: TalkSpace 电脑端/手机端访问量 (人)



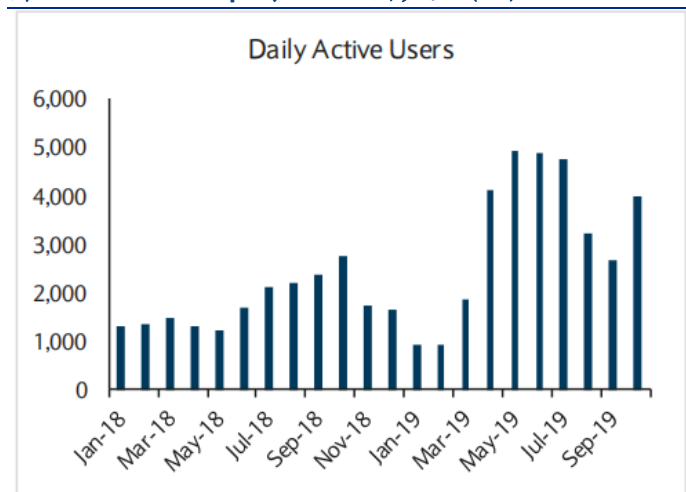
资料来源: SimilarWeb, 安信证券研究中心

图 103: Betterhelp App 下载量 (人)



资料来源: SimilarWeb, 安信证券研究中心

图 104: BetterHelp 每日活跃用户数 (人)



资料来源: SimilarWeb, 安信证券研究中心

### 4.3. 美国市场主要玩家：大型远程医疗企业超 20 家，明星企业来势凶猛

美国互联网医疗服务模式大致分为：在线轻问诊、居家上门诊疗、慢性病管理、用药追踪、疾病云决策、术后管理、线上预约挂号等类别，各领域企业分布较均匀。

表 7：美国大型远程医疗企业

公司名称	所在地	单次费用	简介
Zoom for Telehealth	California	不定	将 Epic 记录与通讯 workflow 集成，提供远程医疗视频服务
Sappira	California	\$20	发布远程医疗 APP HeyDoctor，提供初级保健服务
Lemonaid Health	California	\$25	生育在线评估，常见病及测试
Doctor on Demand	California	\$40	医疗版 Uber
HealthTap	California	不定	在全球范围拥有 108000 医生提供各类建议
iCinIQ	California	\$19.99	精神病学、肿瘤学、妇产科、性科学、皮肤科一般用药
Ringadoc	California	\$69/月	常规疾病建议
PlushCare	California	\$99	常规医疗、处方兑换、医疗实验室
InTouch Health	California	不定	提供远程护理解决方案
IndicaMD	New York	\$39	医生可开出大麻相关处方
Teladoc	Texas	不定	美国第一家远程医疗服务提供商。平均回复时间仅 11 分钟
SwyMed	Texas	不定	向灾难地区、难民营提供远程医疗、远程随访、为监狱囚犯提供远程医疗
Specialists On Call	Virginia	不定	面向医院与医生
LiveHealth Online	Virginia	\$49	咳嗽、发烧、红眼病等
CareQix	Virginia	不定	家庭护理、传染性疾病、儿科、初级卫生保健、紧急护理等
MDlive	Florida	\$49	过敏、尿路感染、头痛、皮疹、发热等
CareQuod	Florida	不定	主要用于随访
Health Express	Oregon	\$39	非 24 小时在线，仅覆盖 Oregon、Washington
VirtuWell	Minneapolis	\$45	流感、过敏等非紧急健康问题
American Well	Massachusetts	\$49	营养学顾问、心理咨询、google 药店等在线诊疗方案提供、也可通过 app 访问
MeMD	Arizona	\$50	紧急护理、初级卫生保健、营养学顾问、皮肤科、行为健康
GlobalMed	Arizona	不定	远程医疗企业，同时出售自行研发的远程医疗器械

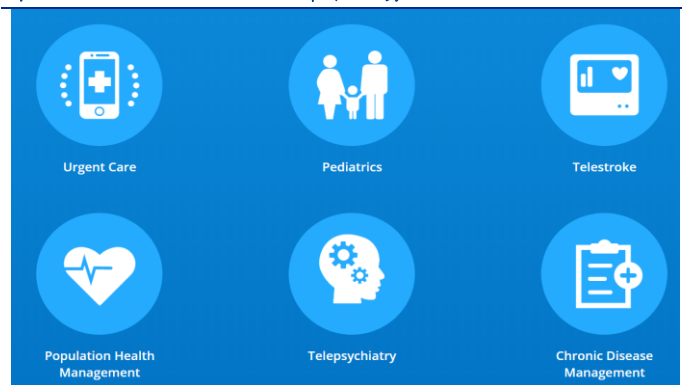
资料来源：动脉网、安信证券研究中心

这些远程医疗服务提供商所提供的服务大多相似，仅少数企业提供特殊服务。如 Specialists On Call 就是一家面向医院和医生的公司，其在远程医疗服务过程中起到中介的作用。另一家公司 SwyMed 提供的服务亦有独特之处，如向监狱囚犯提供远程医疗以及研发户外设备，以提供户外急救远程医疗。在这些公司中，与 Teladoc 业务范围最为类似的就是 American Well 和 Doctor on Demand。但 American Well 和 Teladoc 在盈利模式方面有明显差别，Doctor on Demand 和 Teladoc 在平台运营模式上也有不同。

#### 4.3.1.1. American Well：美国明星远程医疗公司，主打按次收费医疗模式

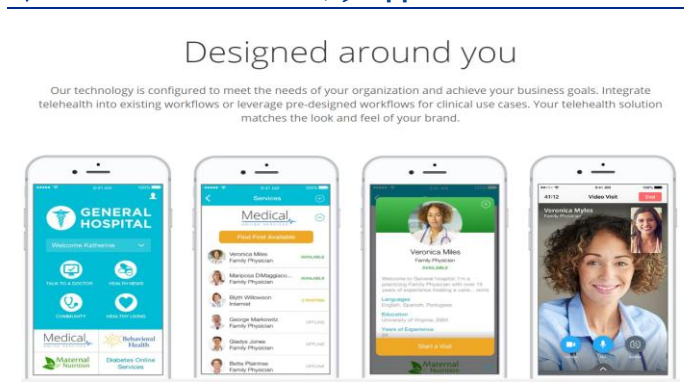
作为美国远程医疗的旗舰店，American Well 建立于 2006 年，是首家取得美国远程医疗协会（ATA）资格认证的公司，同时也是首家获美国在线患者咨询认证计划（AOPC）认证的在线医疗平台，自 2010 年起，该平台已获 8100 万美元融资，领跑于全美互联网医疗企业。American Well 通过在线医疗平台的建设，为用户提供了在线诊疗服务，同时解决了诸多医疗机构的远程医疗问题，如 HIPAA 合规性、已有病历和其它数据库之间交互等。公司在 2015 年推出的类似微软 Surface Pro 的便携式平板电脑 Telemed Tablet，此项专利能立即查询到医院系统内的可用专家，并随之建立联系，通过即时视频连线帮助医生开展诊疗工作。同时，公司还签约了诸如奥美医学等几家知名平台医疗机构，推广互联网医疗 O2O 模式，目前，American Well 正在全球化远程医疗服务的方向前进。

图 105: American Well 平台服务



资料来源: American Well 官网、安信证券研究中心

图 106: American Well 问诊 App



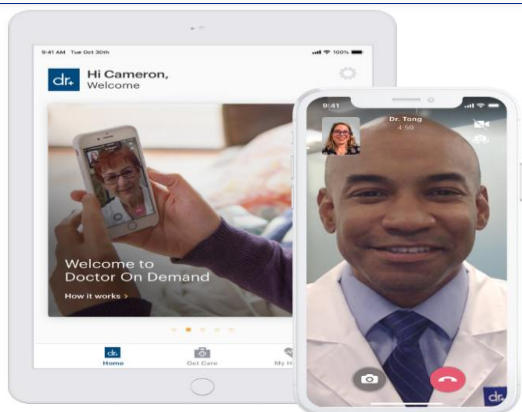
资料来源: American Well 官网、安信证券研究中心

American Well 和 Teladoc 有一系列不同的地方。首先是定价方面, Teladoc 提供订阅式定价, 通常与其他折扣优惠一起作为软件包的一部分出售, 用户只需支付固定的月费, 就可以在需要时从医生那里获得治疗。但是 American Well 是按访问次数收费, 每次 49 美元, 如果公司有合作关系, 可能只需支付 39 美元。其次是目标客户, Teladoc 的客户主要是企业, 而 American Well 是个人和企业。再就是用户咨询方式, Teladoc 是由系统指定医生, 医生回拨客人。American Well 则是由用户自主选择医生, 在登陆系统后用户可以选择候诊室, 等待医生的诊疗, 平均等待时间为 2.2 分钟。Teladoc 平台会和本地医院合作, 使用当地医院的医生为患者提供诊疗服务, 而 American Well 虽然与本地公司合作, 但仍然选择用自己公司的签约医生来提供服务。目前, American Well 已经有 1.5 亿次访问量, 和超过 55 家健康计划商合作, 160 家医疗系统合作伙伴, 贡献了超过 140 个独特疑难杂症诊疗案例。2018 年, American Well 获投 2.9 亿美元。(公司官网、动脉网)

#### 4.3.1.2. Doctor on Demand: 医疗版 Uber, 患者发问+医生接单

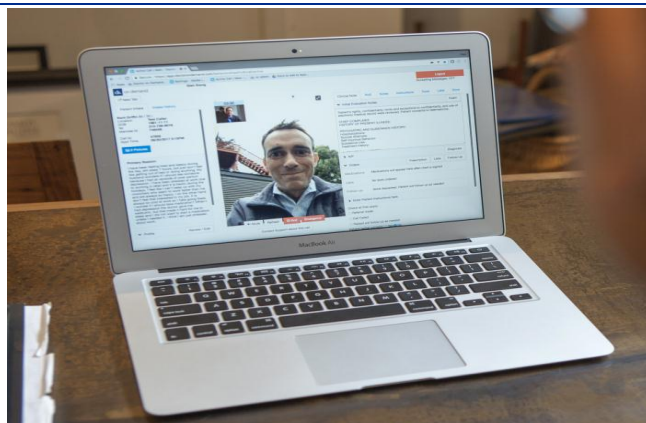
Doctor On Demand 是一家成立于 2012 年的硅谷创业公司, 主要通过 App 将患者和医生进行匹配。目前, Doctor On Demand 的 APP 已有 iPhone、iPad 以及 Android 客户端, 共向超过 200 家企业提供员工生理、心理健康服务。Doctor on Demand 的经营模式又被称为“医疗版 Uber”。Doctor on Demand 有自己的医生平台, 允许拥有职业行医执照的医生通过审核加入。而在用户端, Doctor On Demand 和 Uber 十分类似, 患者在平台上描述自己的问题, 然后 Doctor On Demand 会将问题发给所有医生如果有医生响应, 患者就可以和医生开始视频诊疗, 通常患者的等待时间为 90 秒。在视频过程中, 患者还可以给医生发送照片辅助诊疗。但是在诊疗结束后, 医生不会和患者有进一步的联系。Doctor on Demand 只在早 7 点到晚 11 点服务, 且在收费方面, 主要是收取单次诊疗费, 患者一般支付 40 或 50 美元一次, 医生每次诊疗可以获得 30-40 美元的报酬。(公司官网、动脉网)

图 107: Doctor on Demand 诊疗 app



资料来源: Doctor on Demand 官网、安信证券研究中心

图 108: Doctor on Demand 诊疗平台



资料来源: Doctor on Demand 官网、安信证券研究中心

## 5. 启示：反观国内，行业龙头超前商业模式如何应用于当下格局？

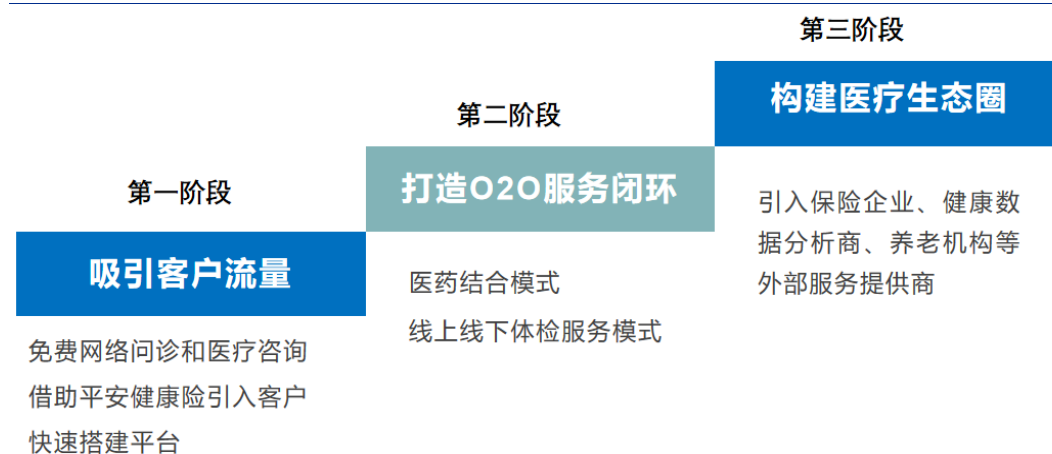
### 5.1. 平安好医生：仍在引流阶段，线上问诊模式不是盈利主力

平安好医生是中国平安集团旗下的子品牌，是平安在大健康板块主打的一款产品，主要围绕在线轻问诊、在线购药、健康管理等领域向互联网医疗市场展开探索。从 2015 年上线至今，平安好医生的业务模式大致经历了三个阶段：

第一阶段主要是吸引客户流量。平安好医生创立初期主要定位于推动传统健康管理网络化和医疗产品移动化。借助平安健康险在业内的客户源，在平台搭建，品牌推广方面节省了很多时间。而在盈利模式方面，初期为了推广，平安好医生的在线问诊和健康信息咨询方面基本不收费，网络问诊主要针对轻症疾病，后续仍将客户推荐到线下诊疗服务。

第二阶段则是打造 O2O 的服务闭环。这一阶段中，在网络平台的基础上逐步开始加强线上供药的能力，打造医药结合的模式。通过收购江西纳百特和合肥快易捷，平安好医生取得了 B 端和 C 端售药的资格。此外，在医疗体检方面，平安和国内体检机构合作推出线上预约，线下体检，线上报告分析加健康追踪的业务模式。第三阶段是构建完整的医疗生态圈。在这一阶段中平安好医生引入了保险商、健康数据分析商和养老机构等外部服务提供商，共同打造一个完整的健康医疗卫生系统，来形成完整的医疗闭环服务，从而稳固客户。

图 109：平安好医生发展历程



资料来源：安信证券研究中心制图

从平安好医生的运营模式来看，在医生团队方面，平安好医生主要组建自己的医生团队，类似于 American Well 的发展方式。在发展初期，平安好医生的医生团队以全职咨询医生为主，也包括部分兼职三甲医院医生、以及外部签约团队。目前，平安好医生也在加强与线下医院的合作，推出“名医来了”咨询活动，邀请国内知名三甲医院医生进行坐诊服务，以提高用户对平台的信任度。在线上服务方面，平安好医生有健康商城等医疗器械、药品购买服务，比 Teladoc、AmericanWell 的经营范围更广。不同于美国远程医疗专注线上的打法，除了平台流量之外，平安好医生更注重联合线下形成 O2O 闭环。平安好医生通过和房地产商的合作，在社区中引入健康管理基站，主打线上问诊，线下检查治疗，线上分析跟踪的模式来加强互动性。虽然平安好医生的战略布局比 Teladoc 更广，在平行垂直领域都有业务涉及，但是各板块成长速度较慢。Teladoc 的业务主要集中在线上问诊上，收入绝大部分来自于医师问诊收费。而平安好医生仍处在引入客户流量的阶段，线上平台并不是盈利主力，利润率较高的家庭医生模式仍未完全发展起来。

## 5.2. 阿里健康：互联网诊疗使用率较低，医药商城收入占 82.9%

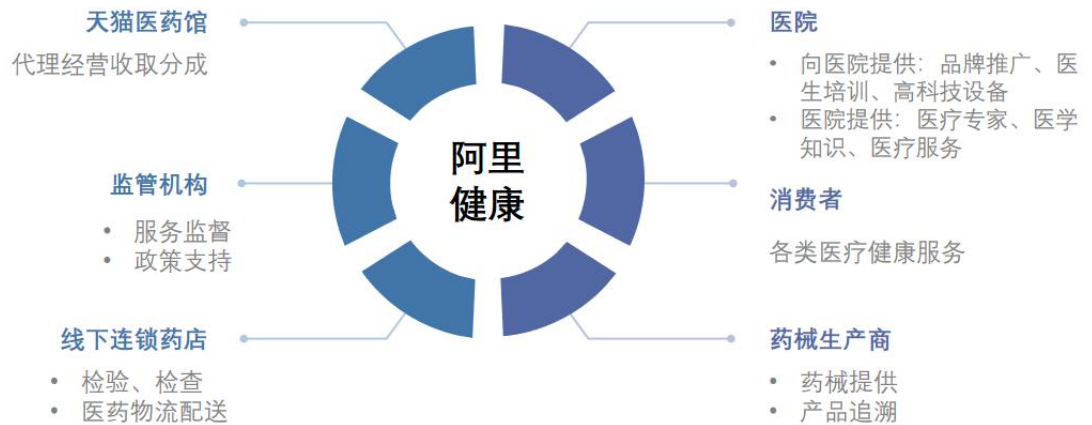
阿里健康是阿里巴巴集团旗下的控股公司，是阿里集团利用强大的数据计算能力优势建立的互联网医疗健康平台。目前阿里健康主要提供四大类型的服务：医药电商、智慧医疗、产品追溯和消费医疗业务。

在医药电商方面，阿里通过自营电商平台赚取销售收入价差获利。B2C 药房主要有“阿里健康大药房”和“阿里健康海外旗舰店”，出售 OTC 药品及进口保健品等。B2B 平台上游对接药品经销商，下游对接医药连锁企业、天猫超市等，价格比线下药店便宜 30%-50%。2019 年自营电商平台的收入是 42 亿元，占总收入的 82.9%。

此外，阿里健康还采取佣金分成的模式。平台向用户和企业提供在线咨询服 务，然后收取代理运营的佣金和问诊费用。代理运营主要针对天猫医药馆，阿里健康为其提供招商、商户客 服、技术支持等全套外包及增值服务。2018 年天猫医药馆全年成交金额达 595 亿元人民币， 年活跃消费者 13 亿人。问诊费则是向使用阿里健康平台寻求药品建议的医生、医院、线下 连锁药店收取。

而在智慧医疗方面，阿里健康还处在开发阶段，主要有互联网医院、人工智能和健康管理三 个模块。这部分主要是通过销售软件系统的方式盈利。通过为医院提供互联网医疗管理系统 和医学辅助软件来收取销售费用。这块产品主要有糖尿病辅助用药决策 AI、癫痫脑电分析引 擎、胎盘检测引擎、刷脸就医等。

图 110：阿里健康盈利模式



资料来源：阿里健康官网、安信证券研究中心制图

对阿里健康的盈利模式进行分析，可以发现其利润点和利润来源比较单一，并且业务收入差距较大。医药电商占据营业收入的 90%以上，追溯业务和其他创新业务只占不到 5%。阿里健康投入大量的研发费用在互联网医疗平台和智慧软件系统上，用于布局智慧医疗，但收入却只占到 1%。而在电商医药板块，根据 aso100 网站的 android 下载量统计，阿里健康 APP 的累计下载量为 409 万，天猫 APP 的累计下载量为 255827 万，使用天猫医药馆的人流量比阿里健康多的多，并且使用者基本上只进行购药服务，没有用到阿里健康的互联网医疗模块，可以看出阿里健康在板块之间的连接方面做得不够。



### 5.3. 国内外对比：克服行业固有缺陷，取舍经营模式+定向宣传培养用户黏性

目前国内远程医疗存在着一些固有缺陷：首先，患者信任程度不足，导致国外远程问诊的模式无法得到大范围推广。国内的远程医疗多采用轻问诊的形式，患者医学素养的不足，往往导致其放大病情风险，从而对网络就医环境信任度降低。其次，医生逆选择情况严重，资历深的医生明显给患者带来更强的吸引力与信任感，但其从事互联网平台单独诊疗的时间较少。最后，民众网络就医习惯仍需培养。在远程医疗的各项服务中，诊前环节较受欢迎，预约体检、健康保健、慢性病管理等相关领域用户习惯仍未得到完全培养。

从经营模式上来看，当下我国远程医疗市场的盈利模式主要有两种：与药企合作的平台电商和以引流为目标的在线问诊平台。第一种模式以阿里健康为代表，该模式盛行的原因主要是制药行业相对于其他产业市场化程度高，盈利模式较为明晰。而后者以平安好医生为代表，可对标美国的远程医疗市场。但是相较于美国的健康管理盈利模式，国内问诊平台仍处在高流量低收入的阶段。

图 111：我国远程医疗企业主要经营模式



资料来源：安信证券研究中心制图

通过分析 Teladoc 及美国远程医疗市场，可以看出我国远程医疗企业要想突破行业固有局限和当下经营瓶颈，有两个主要的努力方向：第一，在经营模式垂直化和平行化之间进行取舍。远程医疗应该根据患者不同形式的需求，进行分类运营，选择单一病种多元化服务还是多病种全覆盖服务。在服务特点方面，选择简单轻度广覆盖，还是对某一领域进行深度挖掘，提供该领域完整的垂直式服务。目前来看，医药电商平台多采用平行化运营，而疾病咨询、轻问诊类信息服务平台可采用垂直化服务模式。

第二，加强定向宣传，尽可能培养用户网络就医意识。由于互联网医疗轻问诊的特点，存在检查少、不全面、患者主观性强等缺点，大多用户抱有“小病线上看，大病线下看”的观念。而远程医疗企业为了扬长避短，将需要综合诊断的疾病分流至线下，只选择检查少、表征性强、信息量简单的疾病进行诊疗，这样不易于线上平台增强后端核心竞争力。目前我国慢性病、老年病等疾病发展迅速，而青少年心理咨询等领域还有待发掘，各企业可根据经营模式，选择适当的产品组合对目标受众进行推广，从而加强各模块之间的连接性，让用户能养成网络医疗深度使用习惯，从而更好的培植和增强用户黏性。

## ■ 分析师声明

诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
刘晓莹		010-83321365	liuxx1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034