

2020年10月13日



互联网医疗行业：决胜时刻到来

行业评级：增持

首次覆盖

互联网医疗业态百花齐放，以信息化、数字化的形式尝试解决各种医疗系统的痛点。政策不断释放利好消息，此次疫情也充当了催化剂的角色，互联网医疗行业迎来了决胜时刻。我们推荐关注头部公司，首次覆盖医药电商龙头阿里健康（241.HK）和线上问诊龙头平安好医生（1833.HK），均给予“买入”评级。

朱倩岚（医疗分析师）
vicky_zhu@spdbi.com
(852) 2808 6439

赵丹（互联网分析师）
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

胡泽宇（助理分析师）
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

林琰（研究部主管）
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

目录

互联网医疗业态百花齐放	5
互联网医疗业态梳理	5
各业态的头部公司	10
互联网巨头布局医疗领域	13
决胜时刻到来	16
为什么是现在	16
未来的想象空间有多大	20
多个催化剂驱动行业发展	25
政策放开释放医药电商需求	25
新零售消费习惯已养成	28
疫情推动互联网医疗行业发展	30
首选行业龙头	33
看好龙头企业先发优势	33
风险提示	34
附录：互联网医疗在政策变动中前进	35
医药电商	35
网上医疗服务	37
阿里健康（241.HK）：布局互联网医疗大版图	41
背靠阿里，流量优势明显	43
医药自营：增长显著	45
医药电商平台：新零售势在必行	47
互联网医疗发展潜力巨大	49
线上问诊新起点	49
与支付宝合作，发展线下医疗资源	50
数字基建业务打造智慧医疗	51
数字医疗初试牛刀	51
追溯业务稳定增长	51
估值分析与预测	53

首予阿里健康买入评级，目标价 28.0 港元.....	53
财务预测.....	55
SPDBI 乐观与悲观情景假设	56
阿里健康公司背景	57
公司介绍.....	57
前十大股东.....	58
公司历史.....	58
公司管理层.....	59
阿里健康财务报表.....	60
平安好医生（1833.HK）：线上问诊进入 2.0 时代	63
线上问诊流量远超同业	65
平安集团导流优质客户资源.....	65
疫情促进问诊量高速增长.....	67
未来增长来自于高端付费客户	69
战略升级，拭目以待	72
管理层变动，调整发展战略.....	72
积极拓展线下医疗资源.....	73
估值分析与预测	74
首予平安好医生买入评级，目标价 122.4 港元.....	74
与国外问诊平台 Teladoc 对比.....	76
SPDBI 乐观与悲观情景假设	77
平安好医生公司背景	78
公司介绍.....	78
前十大股东.....	79
公司历史.....	79
公司管理层.....	80
平安好医生财务报表.....	81



互联网医疗行业：决胜时刻到来

我们首次覆盖互联网医疗行业，在多个催化剂包括政策、疫情等驱动下，行业迎来飞速发展的关键阶段。我们首次覆盖阿里健康（241.HK）、平安好医生（1833.HK），均给予买入评级。

- 互联网医疗业态百花齐放：**早在 2015 年国家层面提出“互联网+医疗健康”之前，互联网医疗就以各种业态存在，以信息化、数字化的形式尝试解决各种医疗系统的痛点。这其中包括从患者端切入的在线问诊、预约挂号、医疗咨询、疾病管理等公司，从医生端切入的患者管理、医生交流和信息资讯公司，传统医药流通和零售的线上化，以及智能硬件、技术支持等多种业态。除了立足医疗领域的选手，互联网巨头也尝试以各种方式布局医疗领域。
- 决胜时刻到来：**互联网医疗行业已经过了上下求索的阶段，现在正是飞速发展的关键阶段。政策摇摆期已过，医疗系统中参与各方都已经发生了变化，互联网医疗的切入点和可行的盈利模式逐渐清晰。处方外流的趋势将会继续，医保支付瓶颈存在但正在被逐渐破除。展望未来，在线问诊虽然目前只局限于常见病和慢性病复诊，但未来的想象空间不止于与医院的合作，还在于保险、体检等领域的延伸。
- 多个催化剂驱动行业发展：**互联网医疗发展进程与监管政策松紧程度紧密相关，政策呈现逐步放开的趋势。新零售消费习惯已养成，医药电商在 2019 年底网售处方药的政策限制放开后将会迎来更高速的发展。这次疫情也充当了催化剂的角色，加速了互联网医疗整体行业的发展。它不仅促进了用户需求的增长，使网上医疗服务迎来拐点，还推动了政策支持，起到了长远的作用。我们认为，无论是从政策的支持性和趋势来看，中短期内医药电商发展前景的确定性较高。而网上医疗服务在长期的发展前景向好，与医院的合作和政策的长期支持至关重要。
- 我们推荐关注头部公司：**我们认为短期内医药电商受益和变现的确定性更大，推荐拥有绝对流量主导地位的医药电商龙头阿里健康（241.HK）。而平安好医生（1833.HK）承接了平安母公司的流量，也在积极整合医疗产业链，战略调整升级后带来不确定性的同时，也带来更大的机遇和想象空间。
- 投资风险：**医药政策变化；竞争激烈，业务发展不及预期等。

2020 年 10 月 13 日

行业评级

增持

阿里健康	241.HK
目标价	HK28.0
评级	买入
潜在升幅/降幅	+31.8%
2021 年目标 PS	12.2
2021 收入增速	74%

平安好医生	1833.HK
目标价	HK\$122.4
评级	买入
潜在升幅/降幅	+20.0%
2021 年目标 PS	12.9
2021 收入增速	41%

互联网医疗行业：决胜时刻到来

互联网医疗业态百花齐放

● 互联网医疗业态梳理

早在 2015 年国家层面提出“互联网+医疗健康”之前，互联网医疗就以各种业态存在，以信息化、数字化的形式尝试解决各种医疗系统的痛点。目前互联网医疗业态更加丰富，包括从患者端切入的在线问诊、预约挂号、医疗咨询、疾病管理等公司，从医生端切入的患者管理、医生交流和信息资讯公司，传统医药流通和零售的线上化，以及智能硬件、技术支持等多种业态。



图表 1：互联网医疗主要业态

业态	细分板块	业务	主要企业
医疗资源	互联网医院	实体医疗机构线上化，包括依托实体医疗机构独立设置的互联网医院	     
患者端	在线问诊	连接医生和患者，以图文、视频和网上对话形式开展线上问诊服务	    
	预约挂号	接入医院平台，提供门诊挂号预约服务	    
	医疗资讯	提供医疗、健康、养生等资讯	    
	疾病管理	主要集中在糖尿病等慢性患者管理业务上，结合可穿戴设备可监测病情指标（如血糖、血压等）并提供预警与康复建议	    

接下页...

业态	细分板块	业务	主要企业
医生端	患者管理	医生可通过 APP 和平台在线接诊并与患者互动	 平安好医生 (医生版)  春雨诊所  杏仁医生  好大夫在线 (医生版)  医蝶谷
	医生交流&咨询	医生可通过平台和社区进行交流, 以及获得医疗相关资讯	 丁香园  医脉通  医生工作站  医联  医口袋  用药助手
药品流通	药品生产/批发	药品批发线上化	 中国医药集团  仁和集团  SPH 上海医药  华润
	药品零售商	药品零售线上化	 一心堂  桐君阁  老百姓 大药房
	医药 B2B	面向 B 端企业的医药电商	 1药城  九州通医药  药师帮  药兜兜  京东药京采
	医药 O2O	提供线下医药物流服务的面向 C 端用户的医药电商, 相对 B2C 派送时间更短	 叮当快药  快方送药  药快到  好药师  京东
	医药 B2C	面向 C 端用户的医药电商	 天猫 (阿里健康)  京东  1药网  健客  康爱多
智能硬件	智能可穿戴	通过穿戴设备可监测患者身体健康指标	 AliveCor  WITHINGS  GYENNO
	慢病监测	针对慢病患者 (糖尿病、痛风等) 身体健康指标监测	 KANG  andon 九安  D'nurse
技术提供方	信息系统	为医院提供 HIS 等信息系统	 卫宁健康  Neusoft  B-Soft

接下页 ...

业态	细分板块	业务	主要企业
技术提供方	机器人	包含机械臂、护理机器人、机械骨骼等多类型设备，协助医生手术或病人康复	TINAVI 天智航  伊利诺  ReWalk More Than Walking.
	人工智能&大数据	通过人工智能对医疗信息（如影像）进行分析并协助医生诊断，或通过 AI 实现苗头化合物筛选和推荐化学合成路径等功能。	JTP 健培  医渡云  XtalPi 晶泰科技  深度智耀  DeepCare  锐达影像 RADONLINE
	基因检测	提供基因组检测与分析服务，涵盖疾病诊断和消费领域。	 华大基因  Novogene  WEGENE

资料来源：浦银国际整理

除了主流的在线问诊、预约挂号、医疗咨询、疾病管理等业态，技术提供也是近年来互联网医疗较新的细分赛道，也是投融资极为火热的领域。

1. AI 助力互联网医疗

AI 在很多医疗领域得到应用，例如疾病筛查（主要是 AI 医学影像）、诊断支持（如合理用药）、医保控费、新药研发、临床管理等方面。

图表 2：人工智能医疗领域应用

	预防	诊断	治疗	康复	药物研究	医院管理
图像识别	食物、姿态识别	病灶识别、三维影像建模	靶区勾画			流量监控
语音识别	虚拟助手	病历语音录入、虚拟助手		语音助手		
语言处理					靶点发现	
数据挖掘					化合物筛选	医保控费
认知推理	健康行为规划	智能导诊、辅助诊断系统	用药建议、手术导航规划	慢病管理	晶型预测	人员调配、疾病监控

资料来源：动脉网、浦银国际

• 影像

AI 在互联网医疗行业的应用最成熟的当属影像。虽然最早成立的 IBM Watson 沃森医生饱受争议，但在国内，影像人工智能方面依旧涌现了一批新的公司，如健培科技、医渡云、智影医疗、睿佳医影 RayPlus、迪英加等。

• 新药研发

AI 在新药研发的应用主要集中在药物发现和临床前研究阶段，利用 AI 算法预测蛋白质结构和分析，对比化合物分子进行预筛选，降低实际筛选数量，提高先导化合物的发现效率，及预测分子 ADMET 性质等。在此新兴领域走在前列的有晶泰科技、深度智耀、云势软件、望石智慧等。

图表 3：药物研发领域主要医疗人工智能企业

重点企业	药物发现			临床前研究		临床试验		获批上市	商业化
	靶点发现	化合物筛选	化合物合成	晶体预测	新适应症发现	临床试验设计	患者招募	注册申报	学术推广
晶泰科技		✓	✓	✓					
云势软件	✓				✓				✓
深度智耀		✓	✓					✓	
亿药科技	✓	✓							
宇道科创		✓							
AccutarBio		✓							
望石智慧		✓	✓						
燧坤智能	✓	✓			✓				
零氦科技							✓		✓
百奥知						✓			✓
METIS	✓	✓	✓						
分迪科技		✓							
费米子	✓	✓	✓						
智药科技	✓	✓	✓						
元气知药	✓	✓	✓						
赛恪科技		✓							
火石数智									✓

资料来源：火石创造、浦银国际

互联网企业的优势在于算法和拥有强大算力的服务器，凭借自身优势，容易切入新药研发领域。例如，腾讯推出的云深智药 (iDrug) 刚在 2020 年加入世界测试平台 CAMEO 就连续 5 个月在预测蛋白质结构方面排名高于权威方法 Robetta。据路透社报道，百度也计划筹集 20 亿美元在三年内创立一家 AI 新药研发和疾病诊断的公司。

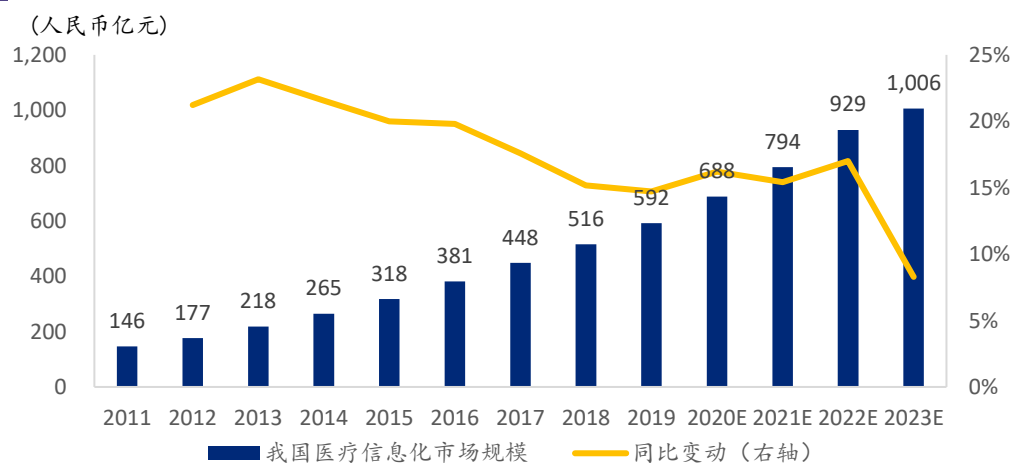
2. 医院信息化系统

根据智研咨询数据，2019 年我国医疗信息化市场规达 592 亿元人民币，较上一年增长了 14.7%，预计到 2023 年该市场规模将达到 1,006 亿元人民币，2019 至 2023 年的年复合增长率预计为 14.2%。

医疗信息化可分为医院信息化和公共卫生信息化两个部分。医院信息化过程可大致分为三个阶段：1) 开发医院信息系统 (HIS)：主要用于医院内部财务核算以及日常信息管理，具体表现为利用计算机网络对挂号、配药、收费等工作流程进行管理，有助于提升医院经营效率；2) 开发临床新信息系统 (CIS)：具体包括电子病历系统 (EMR)、医学图像管理系统 (PACS)、检验信息系统 (LIS)、放射信息系统 (RIS)、临床决策支持系统、远程医疗系统等子系统；3) 开发区域医疗信息系统 (HGIS)：可实现医院、监管部门、保险机构、患者等多渠道的信息互通互联。目前国内医疗信息化服务提供商主要包括创业慧康(300451.CH)、东华软件(002065.CH)、东软集团(600718.CH)、万达信息(300168.CH)、卫宁健康(300253.CH)等。

我国上一轮 HIS 建设热潮兴起于 2010 年，当前 HIS 系统渗透率较高，三级医院基本达到 HIS 全覆盖，二级及以下基本达到 80%覆盖，目前处于正逐渐普及 CIS 阶段，据智研咨询预测，EMR、PACS、LIS 等 CIS 核心产品仍存在 20-40%的渗透空间。

图表 4：我国医疗信息化市场规模



E=智研咨询预测

资料来源：智研咨询、浦银国际

● 各业态的头部公司

我们将互联网医疗的主要业态中的具有代表性的头部公司总结如下。医疗服务提供方的互联网医院领域，既有以公立医院发起的广东省网络医院，也有企业发起的第三方互联网医院平台微医。医疗服务提供方其他业态还包括线上问诊和挂号，头部企业有平安好医生等。在药品流通领域中，除了传统流通企业九州通旗下的好药师，也有电商企业阿里巴巴和京东在医药电商的布局，以及 O2O 的健客。服务患者端的健康管理有糖护士和微糖，服务医生端的丁香园等。

图表 5：互联网医疗各业态主要企业

公司名	股票代码	成立时间	业务
互联网医院			
广东省网络医院	未上市	2014 年	全国首家获得卫生计生部门许可的网络医院，由广东省第二人民医院提供在线医务人员，在社区医疗中心和连锁药店等地建立网络就诊点，患者可以在网络就诊点直接和在线的医生通过视频完成就医过程，医生根据患者的病情开具处方，患者在社区医疗中心或药店拿药，完成就诊过程。
微医	未上市	2010 年	互联网医院龙头，创建了全国首家互联网医院，核心业务覆盖医疗、医药、医检、健保等领域，以智能化数字健康平台连接产业链主体，为用户提供预约挂号、在线咨询、远程会诊、电子处方、慢病管理等健康医疗服务。截至 2020 年 3 月，微医拥有 12 家实体医疗机构和 22 家互联网医院，连接了全国 7200 多家医院，24 万余名医生和超过 2 亿用户。
39 互联网医院	未上市	2016 年	疑难重症二次诊断远程会诊平台，主要提供专家预约和远程会诊服务。
药品流通			
阿里健康	241 HK	2014 年	阿里健康是阿里巴巴集团在大健康领域的旗舰平台，主要业务包括：1) 医药自营业务；2) 医药电商平台业务；3) 消费医疗业务；4) 追溯及数字医疗业务；以及 5) 互联网医疗业务。
111 集团	YI US	2010 年	主营 B2B 医药平台“1 药城”，B2C 医药平台“1 药网”、互联网医院“1 诊”；2019 年收入人民币 39.5 亿，其中 80% 来自 B2B 医药平台业务。
好药师	未上市	2003 年	九州通（600998.CH）旗下医药电商平台。

接下页...

公司名	股票代码	成立时间	业务
药品流通			
健客	未上市	2009 年	广东首家 B2C 互联网药品经营企业, 2018 年获 1.3 亿美元 B 轮融资, 投后估值为 5-6 亿美金。
京东大药房	未上市	2016 年	京东旗下医药 B2C 自营平台。
药师帮	未上市	2015 年	B2B 医药平台, 2018 年平台 GMV 达人民币 100 亿元
线上问诊			
平安好医生	1833 HK	2014 年	平安好医生是平安集团在互联网医疗业务的主要平台, 主要业务包括: 1) 健康商城业务; 2) 消费型医疗业务; 3) 在线医疗业务; 以及 4) 健康管理和互动业务。
好大夫在线	未上市	2006 年	国内较早从事在线问诊的企业, 主营图文&线上问诊、医院 & 医生信息查询、门诊预约等业务, 截至 2019 年底已服务超过 5800 万名患者。
春雨医生	未上市	2011 年	国内领先的在线问诊企业之一, 2020 年 8 月公司估值约人民币 70 亿。
丁香医生	未上市	2012 年	丁香园旗下的在线问诊平台。
挂号			
宁远科技 (健康 160)	834750.OC	2005 年	以大型公立医院为切入点, 帮助医院优化业务流程, 并向患者提供挂号、支付、电子检查报告单、专科随访等网上医院服务。
就医宝	未上市	2011 年	提供预约挂号、家庭医生签约、医药电商、就诊支付等服务, 目前仅通过 APP 运营。
医护到家	未上市	2015 年	第一视频集团旗下健康服务平台, 提供医护到家、护士上门、医药电商等服务。
健康管理			
糖护科技 (糖护士)	未上市	2013 年	通过智能设备和软件 (如糖护士智能手机血糖仪和糖护士 App) 监测糖尿病患者血糖情况。
格平信息 (微糖)	未上市	2012 年	专注血糖健康, 可在线咨询医生并学习防治糖尿病知识, 选购控糖设备, 与其他用户交流控糖知识。

接下页...

公司名	股票代码	成立时间	业务
医生服务			
丁香园	未上市	2000 年	专注于医生社区运营, 医生可在社区内进行临床经验、病历、考试晋升等讨论。
杏仁医生	未上市	2014 年	母公司企鹅杏仁于 2018 年 8 月 8 日由企鹅医生与杏仁医生战略合并成立。
医脉通	未上市	2006 年	专门面向临床医生和医学生, 主要业务包括医学咨询、临床指南、诊疗知识库等。
医疗机构 ERP			
卫宁健康	300253 CH	1994 年	为客户提供医疗信息化解决方案, 2019 年营收 19 亿人民币, 税后利润 4 亿人民币。

资料来源: 浦银国际整理

● 互联网巨头布局医疗领域

阿里巴巴、腾讯、京东、百度等国内互联网及人工智能龙头均对互联网医疗进行了布局，但各自的布局重点和方式略有差异。阿里巴巴和京东具有电商流量上的优势，以医药电商为切入点，逐渐往医疗 AI、医疗大数据、在线问诊等领域发展。腾讯则更多通过参股互联网医疗龙头切入行业，并通过 AI 和大数据为医疗业务赋能。百度进入行业较早，但业务发展未如预期，2020 年设立百度健康重新发力。

1. 阿里巴巴：手握流量优势，以医药电商为起点

阿里巴巴主要通过阿里健康布局医疗领域。作为中国最大的电商平台，阿里巴巴天然拥有庞大的流量入口，医药电商因此也是阿里健康最主要的业务板块，2020 年财年贡献了 97% 的营业收入。

阿里巴巴最早进军医疗领域是通过药品电子监管业务。2014 年，阿里巴巴与云锋基金收购了中信 21 世纪有限公司，改名为阿里健康。中信 21 世纪从 2005 年开始建立中国药品电子监管网，为食药监总局提供药品生产、流通实行电子监管的平台和工具。但由于第三方运营药品电子监管码引发业界质疑，国家食药监总局在 2016 年发布了《食品药品监管总局公开征求对药品经营质量管理规范修订的意见》和《关于暂停执行 2015 年 1 号公告药品电子监管有关规定的公告(2016 年第 40 号)》。

在药品电子监管上遇到阻碍后，阿里健康将重心放到医药电商业务上。除了医药电商平台，2016 年阿里健康收购广州五十年医药连锁有限公司（阿里健康大药房前身），开始进行医药电商自营业务，并于当年获得天猫医药平台代理运营权。2017 起，天猫分多次将平台运营业务注入阿里健康。目前阿里健康业务主要包括：医药电商（自营、平台）、互联网医疗（挂号、问诊、医疗咨询）、医学 AI、产品追溯以及消费医疗业务。

图表 6：阿里巴巴互联网医疗布局



资料来源：浦银国际

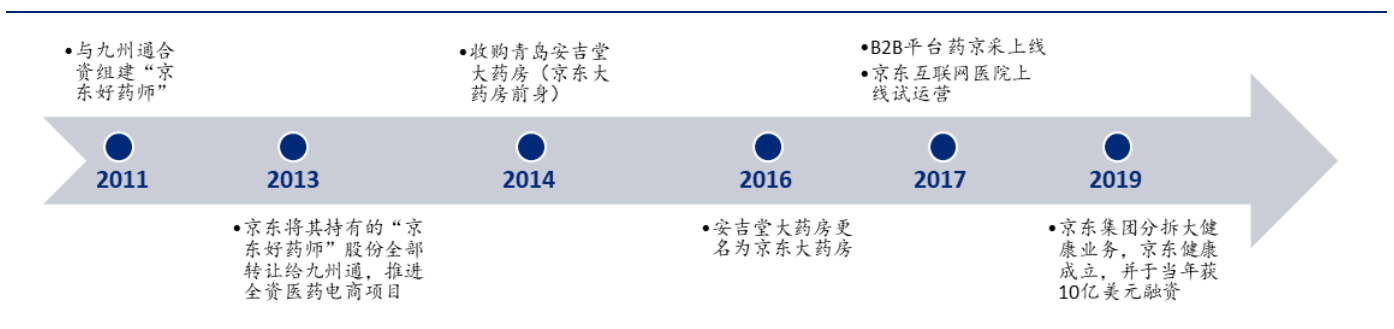
2. 京东：享受规模优势

京东互联网医疗业务目前分为 4 个板块，京东大药房（B2C 医药电商）、药京采（B2B 医药电商）、京东互联网医院、智慧医疗（医疗 AI&大数据），其中医药电商为京东目前最核心业务。

京东于 2011 年开始涉足互联网医疗行业，当年京东注资九州通旗下北京好药师大药房，注资完成后京东持股 49%。但两家公司的合作未如预期，2013 年京东将其持有的 49% 股权售予九州通，并推进全资医药电商项目。

2016 年京东推出京东大药房，其前身为 2014 年收购而来的青岛安吉堂大药房。2017 年 B2B 药品批发平台药京采上线。同年京东互联网医院开始试运营，提供线上问诊服务。2019 年 5 月京东分拆大健康业务，正式成立京东健康子集团公司，并于当年获得 10 亿美元 A 轮融资，投后估值近 500 亿人民币。京东健康于 2019 年 10 月召开合作伙伴大会时曾披露公司已成为全国规模最大的医药零售渠道，占零售市场 15% 以上的份额，超过老百姓大药房、大参林以及益丰药房等线下连锁药店。

图表 7：京东互联网医疗布局



资料来源：浦银国际

3. 腾讯：发力自建医疗产品

腾讯对互联网医疗的布局主要从 2014 年开始，初期更多通过投资收购切入互联网医疗市场，所投企业均为行业排名靠前的龙头，如微医、丁香园、好大夫在线等。2015 年腾讯推出腾爱糖大夫智能血糖仪，并于 2016 年上线腾爱 APP 及成立企鹅医生。

2017 年以后腾讯加大对自建互联网医疗产品的投入，推出“AI+医疗”平台腾讯觅影，医疗咨询及科普 APP 腾讯医典等产品，并推动企鹅医生与杏仁医生的战略合并。相较于阿里和京东，腾讯缺少在医药电商上的项目，主要通过 AI 和微信引流（如微信智慧药店小程序）进行业务拓展，目前主要业务包括企鹅杏仁（线下诊所运营）、腾讯觅影（医疗 AI 平台）、腾爱糖大夫（智能血糖仪）、腾讯医典（医疗科普）等。

图表 8：腾讯互联网医疗布局



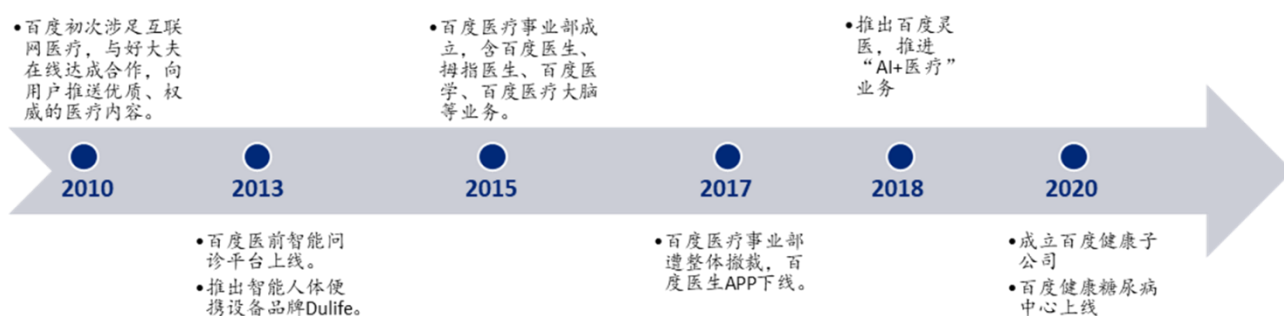
资料来源：浦银国际

4. 百度：借助 AI 技术加码互联网医疗

百度的互联网医疗业务主要通过医疗资讯和线上问诊介入医疗领域。从2010年开始的初期，主要涉及医疗资讯推送，并不提供核心的问诊、药物电商等业务。2013年百度医前智能问诊平台上线，依托百度知道资源和好大夫在线、39健康网等7家网站的数据提供医前问诊功能。

2015年百度医疗事业部成立，但由于经营效益较低2017年被整体撤裁，原核心团队被并入AI业务。2018年百度成立百度灵医，通过百度AI技术提供含临床辅助决策、眼底影像分析系统、医疗大数据、智能诊前助手、慢病管理的5大解决方案。2020年3月百度健康成立，继续加码互联网医疗业务。

图表 9：百度互联网医疗布局



资料来源：浦银国际

决胜时刻到来

• 为什么是现在

互联网医疗在之前有过很多失败案例，绝大多数主要因为商业模式或盈利模式不清晰，更深层次的原因来自于互联网医疗公司无法参与到中国的医疗体系内。当时医改逻辑还未理顺，固有的利益关系还没有破除。如今，互联网医疗已经过了上下求索的阶段，随着各项条件成熟，行业进入了飞速发展的关键阶段。

那么为什么是现在？因为各种政策逐步放开，不断释放利好信号，医疗系统中参与各方都已经产生了变化。随着医改深入，医疗系统未来的发展方向逐渐清晰，互联网医疗也找到了切入点和可行的盈利模式。

1. 医改使医疗系统中参与各方都已经产生了变化，为互联网医疗行业发展培养了有利的生长环境

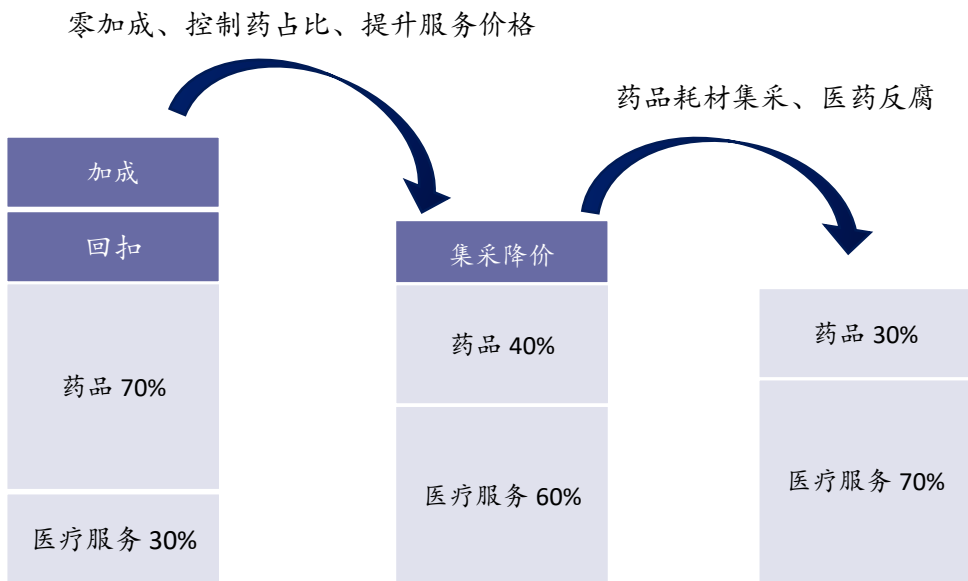
• 医疗服务提供方：医院

一方面，以药养医的利益链条慢慢瓦解。医药分家的趋势将最终使医疗服务的价值得到体现，而部分药品的销售也将随着处方外流的趋势，分流到零售药店和线上电商。

原先，医院的收入中，药品的占比达到 60-70%，医院的利润主要来自于药品。国家通过强制的行政手段包括取消药品加成、控制药占比等，破解以药养医的公立医院盈利模式。接着，两票制和国家集采将药品流通和制造环节中的利益挤压，相应地减少了公立医院获得的隐形收益。而目前进一步减少公立医院中的腐败问题，将最终使医疗服务的价值得到体现。

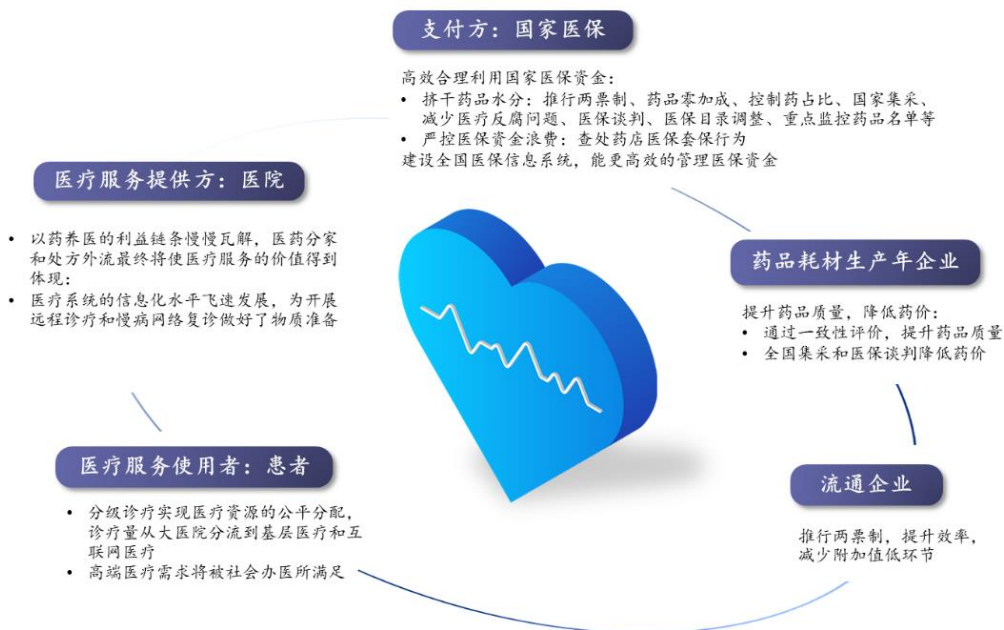
另一方面，医疗系统的信息化水平飞速发展，为开展远程诊疗和慢病网上复诊做好了物质准备。医院信息系统 HIS 已经普及，目前处于大规模建设 CIS 阶段，以电子病历系统为核心产品的 CIS 可帮助在线问诊的普及。在纸质病历模式下，医生难以远程获取或验证病人的病历资料，电子病历就可以被随时存取，在线问诊时医生可迅速调取病人资料。

图表 10：国家医保挤压水分，提高效率



资料来源：浦银国际

图表 11：各参与方均产生变化



资料来源：浦银国际

• **支付方：国家医保和商业医保**

药品的最大支付方是国家医保资金，而这部分资金此前一直存在不合理利用和浪费的问题。如果前期监管不完善、医保资金使用效率低的情况下就开放医保资金接入互联网医疗，必然造成医保资金的更大浪费。

国家医保资金的使用更加高效合理。医保局通过各种措施挤压药品的水分，包括推行两票制，取消了药品加成，控制药占比，国家集采，减少医疗腐败问题，医保谈判，医保目录调整，重点监控药品名单等。同时，查处药店医保套保行为，严控医保资金浪费。

全国医保信息系统正在建设中。2019 年国家医保局的“医保业务编码标准动态维护”窗口上线试运行，统一的医保信息系统建设进入了实施阶段。之前各地医保标准不统一、数据不互认等问题不仅导致使用中不少困难，还导致缺乏标准，造成过度医疗，影响医保基金合理使用。而医保信息化、全国统一化能更高效的管理医保资金，遏制骗保现象。

- **医疗服务使用者：患者**

在分级诊疗的推进下，部分诊疗量从大医院分流到了基层医疗，如社区卫生服务中心。为达到医疗资源的合理分配，继续提升基层医疗水平，国家通过提高基层医疗报销比例，提升水平和人员配备，为承接大型公立医院外溢的诊疗量做准备。但这一部分外流的诊疗量也是互联网医疗的机会，互联网医疗已在疫情期间成功地培养了部分用户习惯。同时，更多高端医疗需求如专科、体检等涌现，这部分将被社会办医所满足，而互联网医疗企业在前端导流时也具有话语权。

- **药品耗材生产企业**

通过一致性评价，提升药品质量；而国家集采和医保谈判降低药价。

- **流通企业**

在推行两票制后，流通环节提升效率，减少了附加值低的环节。

2. 政策不会继续反复

前期的政策摇摆是行业萌芽期的常态。政策最终引导的目的是让互联网科技介入，解决资源分配不平衡和低效的问题，例如解决城市和农村医疗资源分配不平衡，提升医保资金的使用效率。高效和公平是医药政策的目的，作为转移支付的主体，政府未来还将保持基本医疗的公益性。而高端需求则是让社会资本介入解决。各省的招标制度改为了全国统一集中采购，医保、基药、监控目录等制度逐渐将药品这一领域的不合理用药浪费医保资金的不良行为矫正，药品采购和支付体系更加高效。

我们认为，医疗系统中参与方经历一系列改变后，条件已经慢慢成熟，政策将不会继续反复。相反，将会有更多政策释放出利好信号。例如 2020 年，《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》发布，提出探索推进互联网医疗医保首诊制，释放出开放互联网医疗“首诊”的信号。

3. 医保支付瓶颈仍然存在，但正被逐渐破除

目前非处方药和几乎所有处方药线上销售都已实质性放开，然而，**互联网医疗纳入医保支付范围这个最大的瓶颈仍然存在**。国家医保支付接入仅在部分省市的定点医院进行试点，仍未在全国范围内落地。2019年医保局发布的《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》提出，符合条件的互联网医疗服务适用医保支付政策，并对纳入医保的医疗服务提供主体、医疗服务范围、医保支付价格机制等作出原则性规定。此后广东、浙江、天津、武汉、上海等地均有将互联网医疗相关费用纳入医保支付范围的试点项目，但在全国范围看，试点区域和试点医院数量较少，大部分互联网医疗平台仍不支持医保支付。由于医保支付的很大程度上依赖于各地政策和医保资金状况，因此各地落地的进度也会有所差异。

除了疫情期间的少部分地区，目前网上药店无论是 OTC 还是处方药都只能自费，即使是线下线上都有布局的企业，医保也只能覆盖线下。我们认为，对于医院为主体的网售处方药对接医保支付系统有望在中短期内全面放开，之后便是面向第三方企业主导的平台的全​​面放开。

医保信息化和支付监管提升有助于突破瓶颈。目前国家医保基金支出压力大，医保控费的大环境下，通过大数据进行精细化管理医保是当前第一大任务。在此基础上，医保对接互联网医疗才会全面放开。

另外，商业医疗保险刚开始发挥作用。前期，医疗数据由于信息化低的原因成为信息孤岛，无法被保险机构所利用。现在主要由于数据被高度监管，保险机构无法利用这些数据来做产品精算和风控，从而限制了推出商业医疗保险产品。保险公司也在利用自己的方式，如和网上诊疗、检验检测机构合作获得这些数据，推出更好的健康险产品，发挥医疗保障作用。

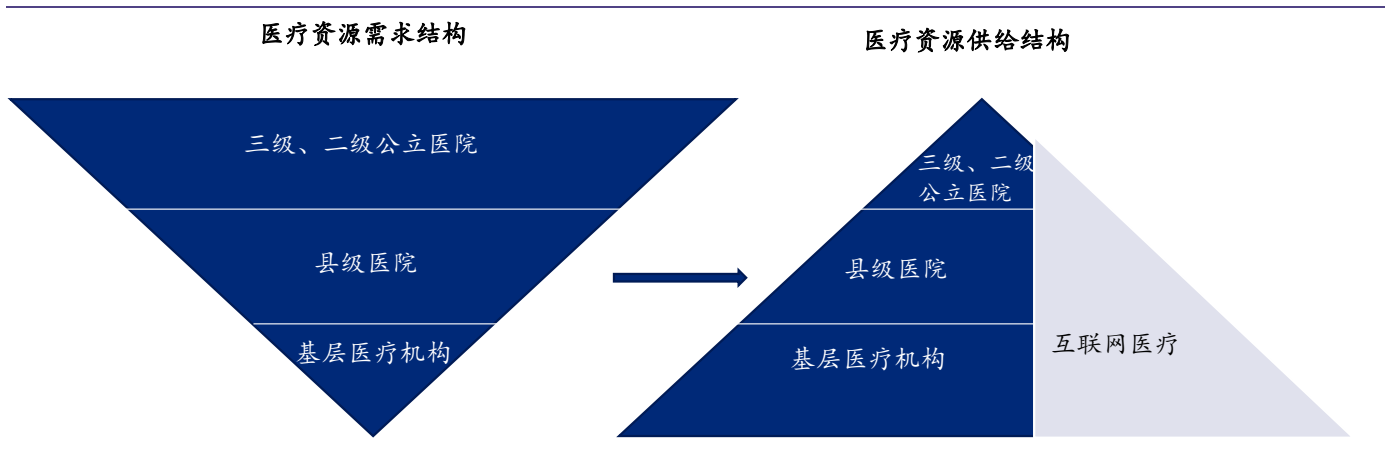
部分保险公司还和地方政府合作，开展针对大病的补充医保。例如珠海市医疗保障局联合中国人寿珠海分公司推出补充医疗保险“大爱无疆”项目，纳入了 12 种肿瘤治疗药品。

● 未来的想象空间有多大

虽然目前医药电商还没有能够接入医保，但疫情已经催生了政策积极开放的态度。未来，分级诊疗将继续促进患者和处方外流，慢性病和轻症实现互联网诊疗，药品也将加速从公立医院流向零售和电商终端，因此诊疗与药品、线下的药店形成闭环，互联网医疗行业纳入医保后，整个行业将会快速发展。

中国的医疗资源长期处于分配不均、倒三角的状态，大城市拥有丰富的医疗资源，而农村因为城乡二元结构医疗资源长期不足。在分级诊疗的过程中，城市医疗资源的流出，以及承接基层医疗未被满足的需求，提供了互联网医疗市场机会的空间。

图表 12：分级诊疗中的机会

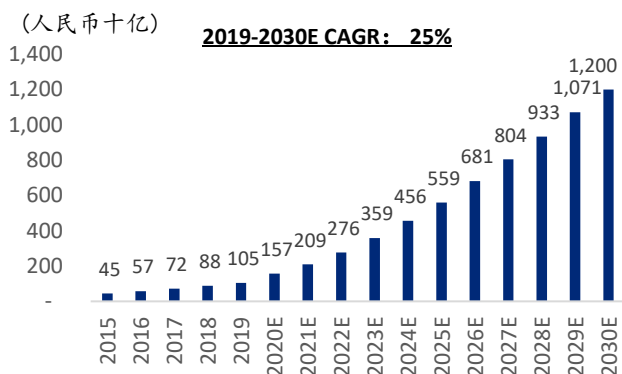


资料来源：浦银国际

根据 Frost & Sullivan 的报告，我国在线零售药房市场规模 2019 年达 1050 亿人民币，预计将于 2030 年增长至 1.2 万亿，2019-2030E CAGR 达 25%。行业增长动力主要来自于处方药外流及院外零售市场高速发展。中国门诊药品销售额中 88% 可以在院外流通，而其中约 33% 可在线上销售，在线零售药房市场增长潜力巨大。

此外我国在线问诊市场 2019 年规模约为 90 亿人民币，预计将于 2030 年增长至 4070 亿人民币，2019-2030E CAGR 达 41%。增长主要由于我国医疗资源紧张，就诊体验满意度较低，在线问诊能有效分流线下就诊压力且患者能获得更优的问诊体验。

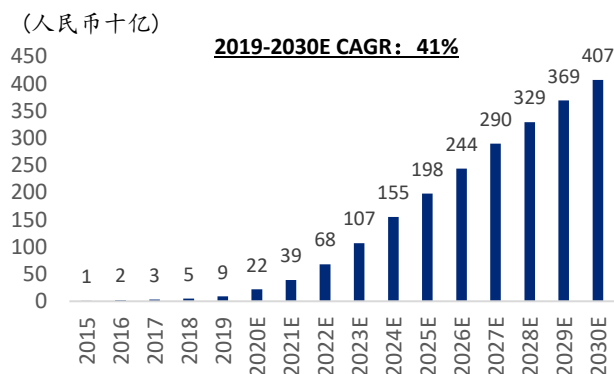
图表 13: 在线零售药房市场规模



E= Frost&Sullivan 预测

资料来源: Frost&Sullivan、浦银国际

图表 14: 在线问诊市场规模



E= Frost&Sullivan 预测

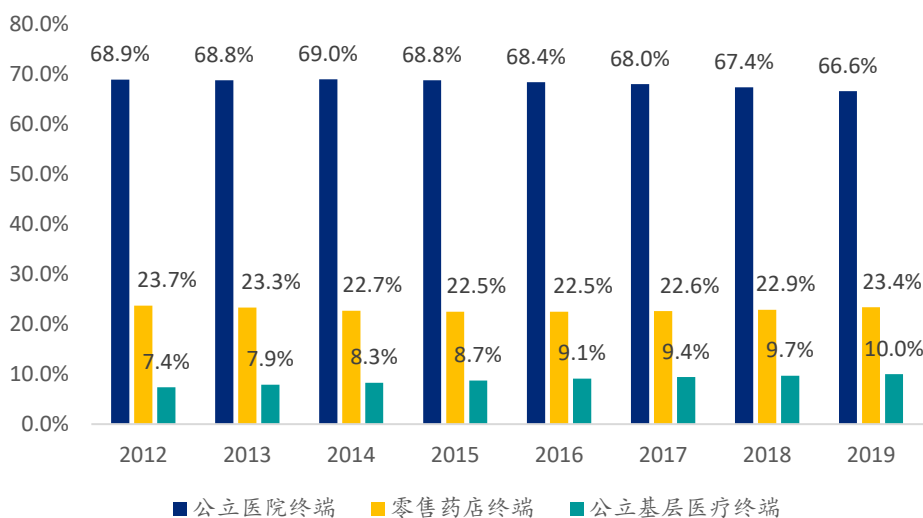
资料来源: Frost&Sullivan 预测、浦银国际

1. 医药电商

从政策的支持力度和趋势来看,医药电商发展前景的确定性都较高。虽然目前的政策限制仍在医保支付,但处方外流的趋势将会继续,药品的渠道将继续发生改变,医院作为药品销售的第一大终端占比将下降,以凸显医院的医疗作用。因此,医药电商将作为药品销售其中的一大渠道发展迅速。

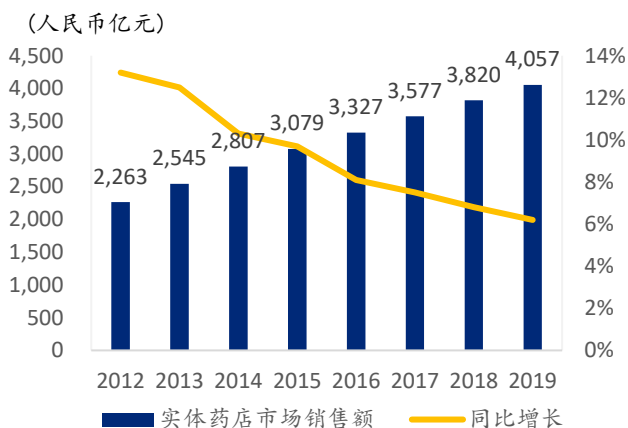
根据米内网数据,零售药店终端(含实体药店和网上药店)药品销售额占药品销售总额的比例从2015年的22.5%上升至2019年的23.4%。其中网上药店增速远高于实体药店,网上药店销售额2019年达138亿人民币,同比增长40%,实体药店销售规模则同比增长6%至4,057亿人民币。

图表 15: 全国三大终端药品销售额分布



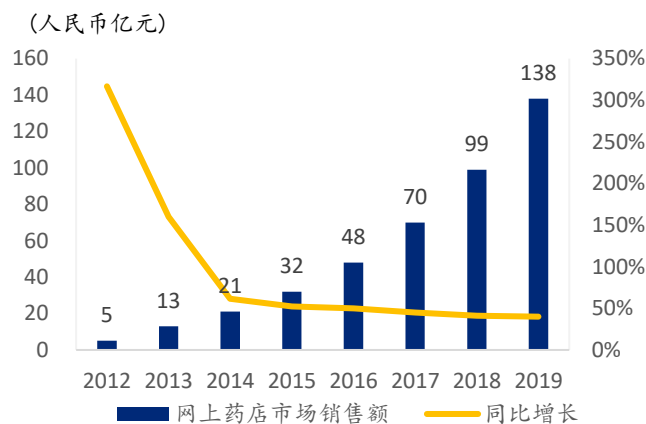
资料来源: 米内网、浦银国际

图表 16: 实体药店市场



资料来源: 米内网、浦银国际

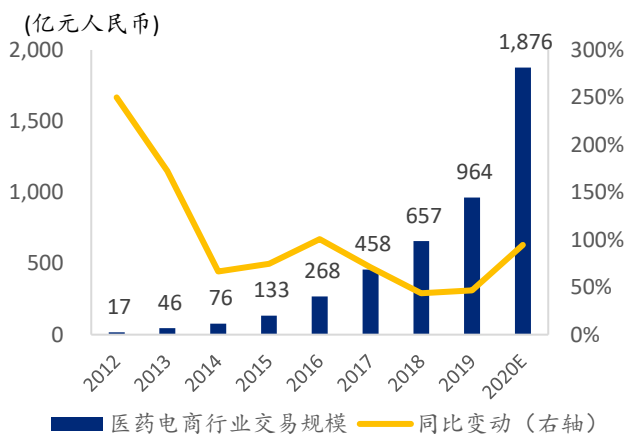
图表 17: 网上药店市场



资料来源: 米内网、浦银国际

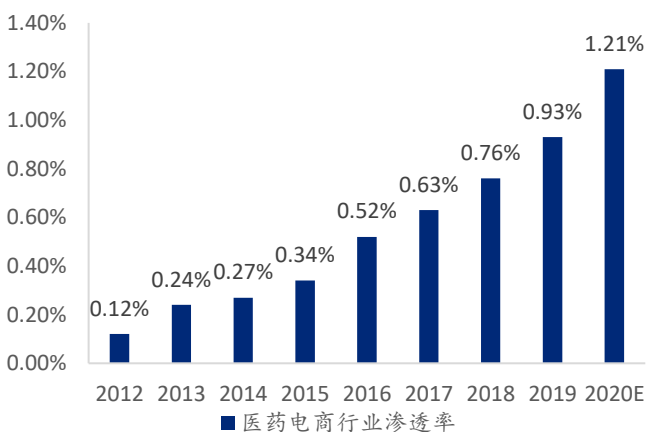
根据《中国医药电商市场数据报告》,2019年我国医药电商渗透率约为0.93%,仍处于较低水平。对比标准化程度较高的品类,如家电,根据《2019年中国家电市场报告》,其渗透率2019年已高达41.17%,预计将于2020年达到50%。药品由于不存在线下试用及体验需求,其相较于其他产品品类更适合线上销售,长期来看药品线上销售渗透率仍有较大增长空间。

图表 18: 医药电商行业交易规模



E=《中国医药电商市场数据报告》预测
资料来源:《中国医药电商市场数据报告》、浦银国际

图表 19: 医药电商行业渗透率



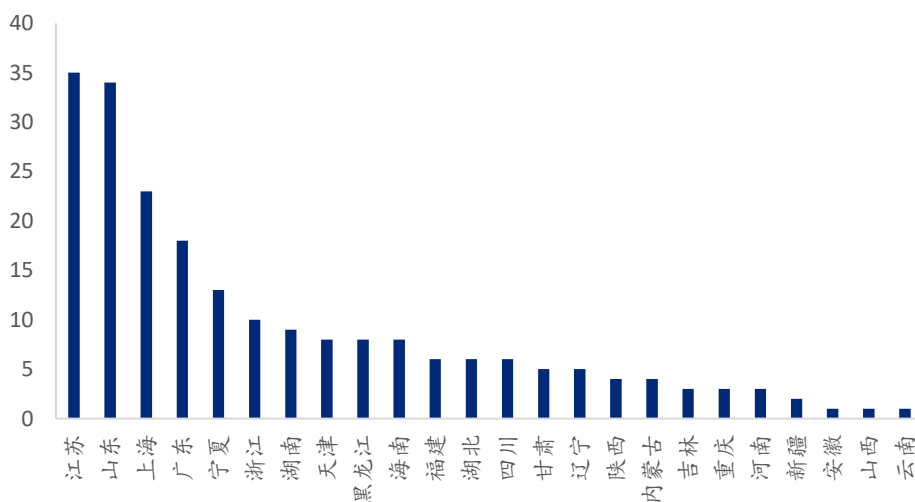
E=《中国医药电商市场数据报告》预测
资料来源:《中国医药电商市场数据报告》、浦银国际

2. 网上诊疗

国家在 2018 年《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》中对于“互联网+”医疗服务做了定义，以各级各类医疗机构作为主体，线下已有医疗服务在线上开展和延伸，且目前的在线问诊范围仅局限于常见病和慢性病复诊。从目前各省的互联网医院来看，大部分地区实体医院为主体的互联网医院占比更高，这与政策的支持程度有关。

网上诊疗市场的想象空间取决于政策支持和与医院的合作情况，未来互联网医院将带来更多流量，接入医保真正打开广阔市场。如果只是轻问诊，市场空间不大。2018 年，医院的门诊挂号收入只占 1% 不到，公立医院在 2018 年的门诊收入约为 51 亿。在政策引导下，以线上问诊为主营业务的互联网医疗企业除了自建互联网医院，也开始与实体医院合作共建互联网医院，以拓展线下医疗资源。2019 年，平安好医生（1833.HK）拥有三张互联网医院牌照（银川、合肥、青岛），也与北京中国医科大学航空总医院、四川省第二中医医院等全国近 50 家医院达成战略合作共建新型互联网医院。微医在 2015 年创建了全国首家互联网医院乌镇互联网医院后，也积极与各地政府合作，例如上线天津微医互联网医院。截至 2020 年 3 月，微医已拥有 12 家实体医疗机构和 22 家互联网医院。

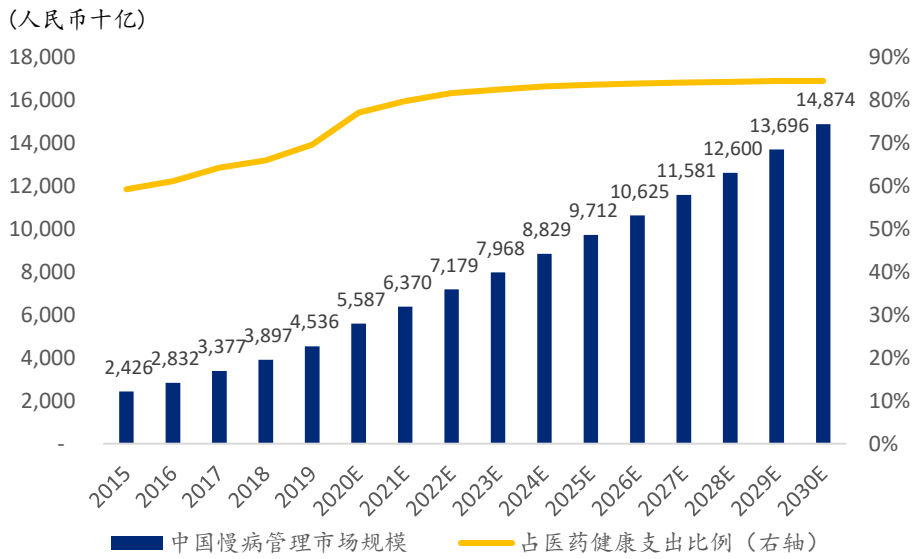
图表 20：2020 年 1-6 月各省份新建互联网医院情况



资料来源：各地卫健委、浦银国际

此外中国庞大的慢性病管理市场预计也将为网上问诊服务带来巨大需求。慢性病患者需要定期复诊并长期续签处方药，而该类问诊活动可在线上完成。根据 Frost&Sullivan 数据，我国 2019 年慢病管理市场规模达 4.5 万亿人民币，占我国医疗健康总支出近 70%，预计 2030 年慢病管理市场规模将进一步增至 14.9 万亿，占我国医疗健康总支出约 84%。因此，门诊业务的延伸才是想象空间更大的市场，在医疗领域对应的是医药电商，在医药领域之外的有医疗保险、非基本治疗医疗需求如专科、整容、体检等。

图表 21：中国慢病管理市场



E= Frost&Sullivan 预测

资料来源：Frost&Sullivan、浦银国际

3. 其他细分领域

由于医疗行为的主要资源在医院，除了医药电商和网上诊疗，其他细分领域例如慢病管理、健康管理、可穿戴设备、数据分析等以大健康为概念的市场仍然属于刚被开拓的一块市场。而这些细分市场则需要患者数据来更好的建立行业地位，互联网医疗企业与互联网医院合作的一大目的也是基于此，建立医疗大数据，以更精准地开展业务。

多个催化剂驱动行业发展

● 政策放开释放医药电商需求

互联网医疗发展进程与监管政策松紧程度紧密相关。在早期的医疗体系中，政策对于互联网医疗的态度反复摇摆，使得不少公司辗转变换主营业务。产业链内的固有利益链条并未得到改变，使得互联网医疗企业无法介入其中。近年来医改慢慢进入到了深水区，药-医-险整条产业链的某些关系发生了变化，互联网医疗企业才真正看到了切入点。这次疫情也充当了催化剂的作用，加速了互联网医疗整体行业的发展。（见[附录：互联网医疗在政策变动中前进](#)）。

政策摇摆期结束，医药电商迎来利好。对于生产和批发企业之间的 B2B 业务和零售企业 B2C 业务中的非处方药业务，政策很早就放开试点，企业也很早就开始运营。但对于 B2C 业务中的处方药市场，政策一直到 2019 年底的新药品法才开始放开。我们预计，由于对 B2C 处方药的政策限制在 2019 年底放开，需求释放将在 2020 年和 2021 年继续体现，医药电商将迎来更高增速。

图表 22：医药电商政策演变

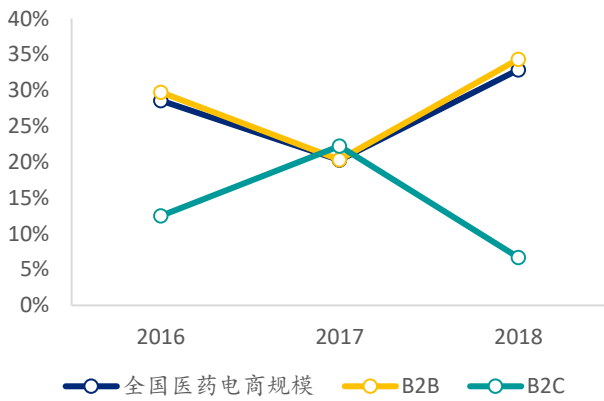
时间	政策	A 证				B 证		C 证	
		(针对第三方平台，不得参与生产&经营)				(针对生产 & 批发企业)		(针对连锁零售企业)	
		B2B+B2C (2013 年开始 B2C 试点，之前仅有 B2B)				B2B		B2C	
		处方药		非处方药		处方药	非处方药	处方药	非处方药
		B2C	B2B	B2C	B2B				
1999	《处方药与非处方药流通管理暂行规定》	X	X	X	X	X	X	X	
2000	《药品电子商务试点监督管理办法》	X	X	X	X	试点	X	试点	
2005	《互联网药品交易服务审批暂行规定》	X	X	X	√	√	√	√	
2013	国家食品药品监管总局分别允许在河北、上海和广东 3 地进行第三方平台药品网上零售试点工作。	X	X	试点	√	√	√	√	
2016	国家食品药品监管总局停止第三方平台药品网上零售试点工作	X	X	X	√	√	√	√	
2017	取消互联网药品交易 A、B、C 证审批	X	X	√	√	√	√	√	
2019	新《药品管理法》	√	√	√	√	√	√	√	

资料来源：浦银国际整理

医药电商在近几年蓬勃发展，既有互联网巨头阿里、京东的加入，也有线上线下同时发展的企业例如康爱多和健客。商务部的数据显示，2018年医药电商包含第三方交易服务平台交易额在内的销售总额达到2,315亿元。其中B2B业务规模达到931亿元；B2C业务规模达到47亿元。医药电商的高增长主要是占比95%的B2B业务部分带动的，2015-18年复合增长率为28%；而B2C业务的增长则因为政策限制增速下滑，同期复合增长率为14%。

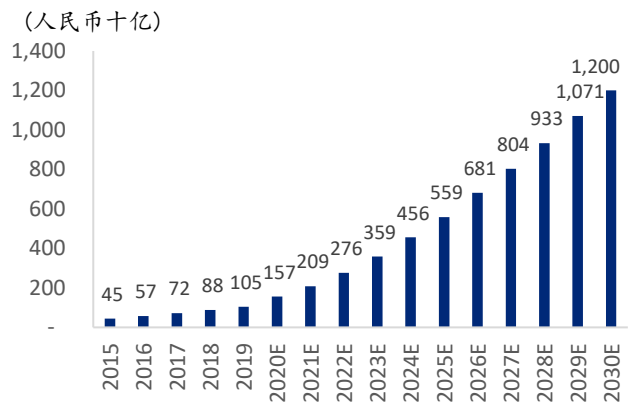
根据Frost & Sullivan的报告，我国在线零售药房（即B2C）市场规模2019年达1050亿人民币，预计将于2030年增长至1.2万亿，2019-2030E CAGR达25%。行业增长动力主要来自于处方药外流及院外零售市场高速发展。中国门诊药品销售额中88%可以在院外流通，而其中约33%可在线上销售，在线零售药房市场增长潜力巨大。

图表 23: 医药电商市场增长率



资料来源：商务部、浦银国际

图表 24: 在线零售药房市场规模

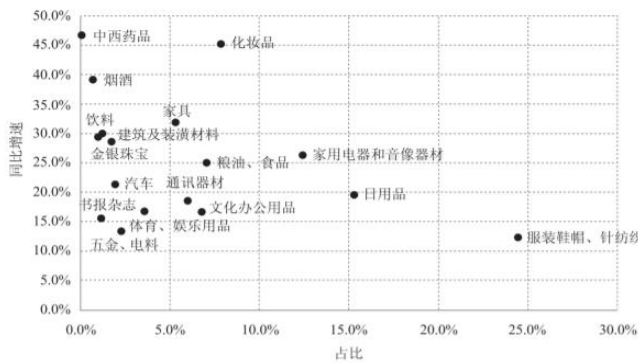


E= Frost&Sullivan 预测

资料来源：Frost&Sullivan、浦银国际

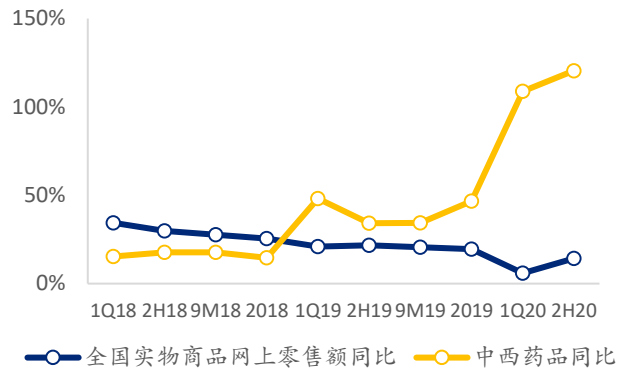
2019年医药电商显示出更为强劲的增长态势。商务大数据显示，虽然由于政策的限制，中西药品网上零售额占网上零售总额比例在所有品类中虽然是最底的，但是中西药品网上零售额的增速是最高的。从2019年开始，中西药品网上零售额增速超过全国实物商品网上零售额增速，达到47%。2020年更是在疫情期间由于大量医疗物资的紧急需求，中西药品同比增长超过100%。

图表 25: 2019 年中西药品网上零售额占网上零售总额比例最低, 增长率最高



资料来源: 商务部商务大数据、浦银国际

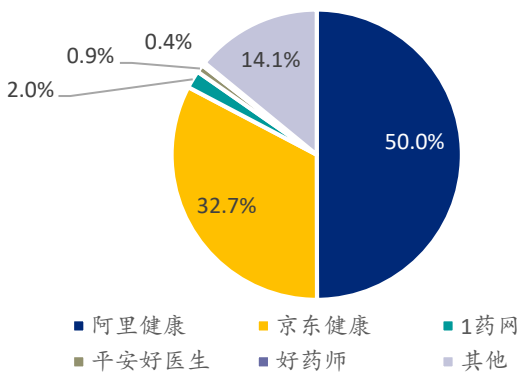
图表 26: 全国实物商品网上零售额与中西药品网上同比增速



资料来源: 商务部商务大数据、浦银国际

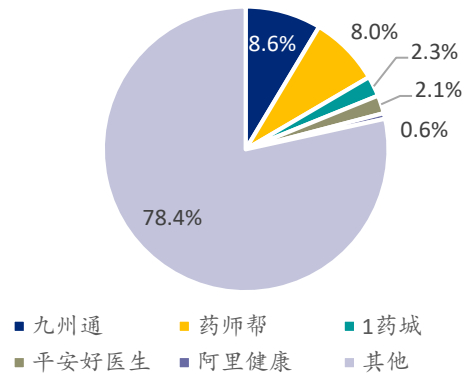
我们根据监管机构行业数据和各家医药电商的公开数据进行大致测算。根据商务部数据, 2018 年全国医药电商规模达 2,315 亿元, 其中 B2B 规模 931 亿元, 占比约 40%; B2C 规模 47 亿元, 占比约 2%; 第三方交易服务平台 (含 B2B/B2C) 1,337 亿元, 占比约 58%。假设 2019 年增速约为 38%, 则 2019 年行业规模约为 3,195 亿人民币。由于第三方平台业务以 B2C 为主, 我们测算 2019 年医药电商 B2C 和 B2B 分别占医药电商销售规模约为 57%和 43%。根据各家电商披露的数据及我们的测算, 医药电商 B2C 和 B2B 板块目前最大的医药电商企业分别为阿里健康和九州通网, 分别占到市场份额约 50%和 9%。

图表 27: B2C 医药电商目前市占率



资料来源: 浦银国际估测

图表 28: B2B 医药电商目前市占率



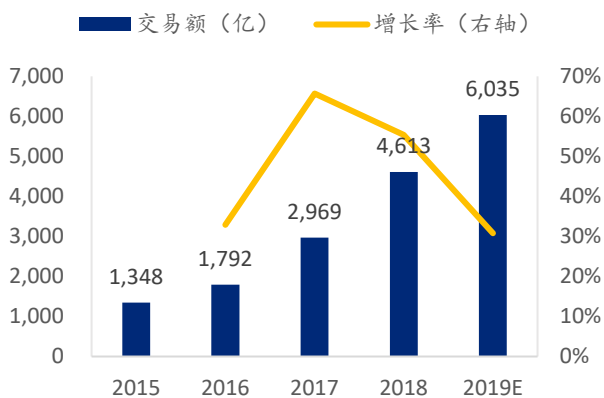
资料来源: 浦银国际估测

● 新零售消费习惯已养成

互联网医疗场景主要是问诊和买药两大场景。问诊这一环节在疫情中得到推动，线上轻症问诊和复诊逐渐成熟。而买药的环节除了在医药电商外，还在线下药店能够解决。此外，健康管理类的买药需求例如保健品，一般也发生在线下药店和医药电商渠道上。因此，更多医药电商选择与线下药店的合作。随着即时配送网络、新零售消费习惯的养成，新零售势必是医药电商的一大发展趋势。

从消费者角度来看，我国外卖市场已基本培育完成。根据 CNNIC《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2020 年 3 月，我国网上外卖用户规模达 3.98 亿，占中国网民整体 44%。在消费者端，除传统餐饮外，目前外卖服务已经延伸到生活超市、生鲜等更多生活场景，这使得外卖成为了全时段、跨品类的重要消费场景。根据 Trustdata 数据，2019 年三季度，非餐饮外卖同比增长 116%，远超过餐饮 30% 的增速。

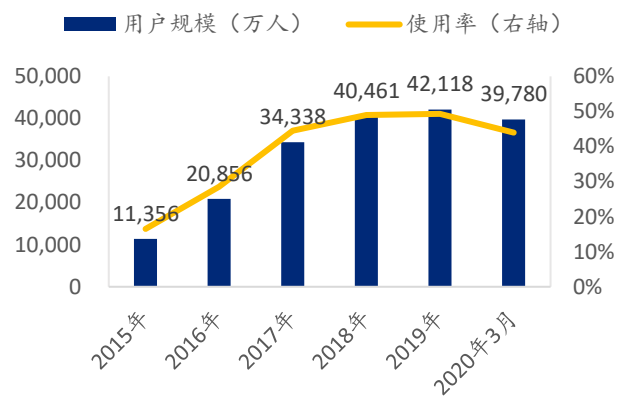
图表 29: 中国外卖市场规模



E=Trustdata

资料来源: Trustdata、浦银国际

图表 30: 中国网上外卖用户约 4 亿

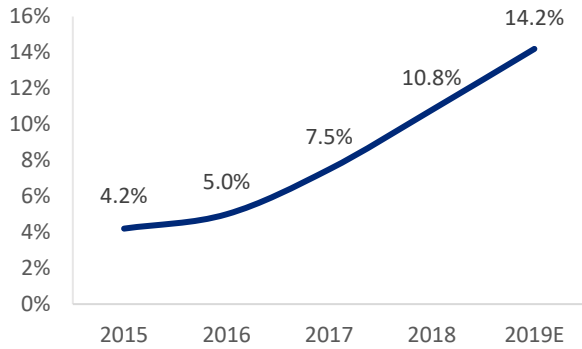


资料来源: CNNIC、浦银国际

从骑手供给角度，我国的即时配送网络仍在快速扩张，运力充足。以美团今年二季度数据为例，从美团平台获得收入的骑手数达到 295.2 万人，其中新增骑手约 138.6 万。充足的骑手运力为即时配送网络的搭建提供了保障，成为组建物流配送最后一公里的城市“毛细血管”。2020 年 2 月份，人社部、市场监管总局和国家统计局联合发文，正式发布“网约配送员”等 16 个新职业。随着配送能力的不断增强，也可为更多品类和全时段配送提供有效供给。

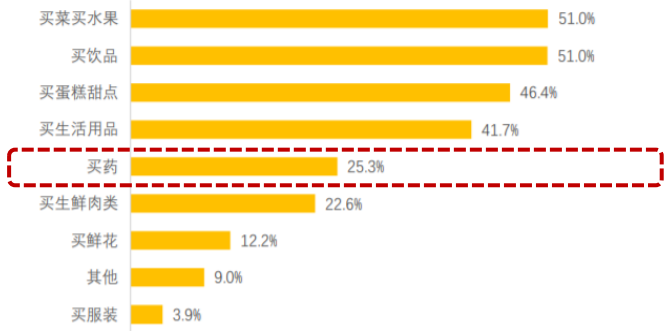
随着消费习惯的逐渐养成，医药电商新零售的渗透率将得到进一步的提升。根据美团研究院的调查显示，25.3%的消费者曾使用外卖买药。外卖的配送速度快、时效性强，30分钟至1个小时就可配送到家，极大地方便了人们的日常生活。

图表 31: 中国外卖渗透率持续提升



E=Trustdata 预测
资料来源: Trustdata、浦银国际

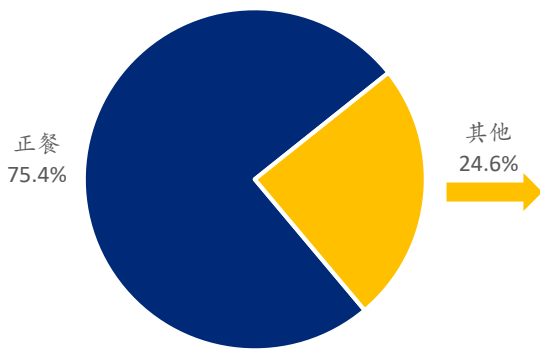
图表 32: 消费者使用外卖购买非餐饮品类情况



资料来源: 美团研究院 (2020年2月数据)、浦银国际

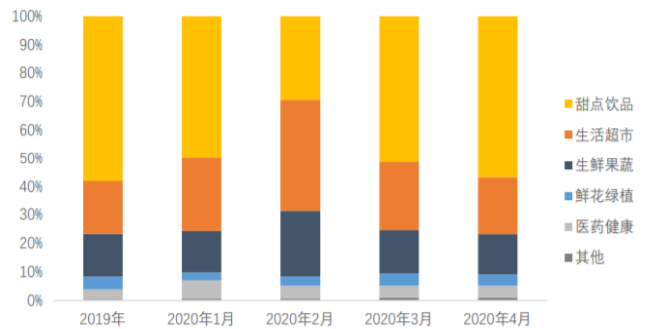
疫情加速了线上化，零售外卖得到进一步培育。疫情期间，外卖平台推出的买菜、买药、闪购等到家服务迎来爆发，进一步推动用户线上消费习惯的培育。外卖订单结构进一步从餐饮向零售拓展，包括生活超市、生鲜果蔬和医药健康等领域，根据美团研究院，医药健康在外卖零售品类的占比从2019年的3.5%上升至2020年1月份的6.3%，4月份和5月份稳定在4%-5%左右。

图表 33: 我国外卖行业订单品类分布 (3Q19)



资料来源: Trustdata、浦银国际

图表 34: 美团外卖零售品类订单占比



资料来源: 美团研究院、浦银国际

医药配送，在消费者的需求端不如餐饮外卖那么高频。随着医药配送的消费习惯养成，渗透率将进一步提升。目前平台上超过 90% 的送药订单是治疗感冒、咳嗽、腹泻等日常疾病的应急性药品。而对于供给端，我们认为传统药店也会更加注重向数字化转型，如适当延迟夜间营业时间，以及增设电商医药咨询岗位等，来更好地满足消费者体验。此外，无人售药机的推广，也将有助于骑手在药店夜间打烊期间自行取药配送。这也为医药电商带来机会，例如阿里巴巴就与传统连锁药店合作形成新零售联盟。

● 疫情推动互联网医疗行业发展

此次疫情是 2014 年以来互联网医疗行业的一次大飞跃。大量互联网医疗企业于 2014—2015 年间成立，但不少企业由于政策限制、资金短缺、盈利模式不清晰等因素出局。医疗服务最核心的价值仍是看病，疫情前人们更倾向于线下面对面问诊，且对线下医院的资质更为放心。疫情期间，人们被迫转向线上，对于互联网医疗的认知上升，包括线上也有丰富的医生资源，具有便利性、节约时间和减少交叉感染风险的优点。从这一点上看，疫情成为了互联网医疗发展的一个重大契机。我们认为，此次疫情有助于促进互联网医疗的快速发展，而在整个互联网医疗的发展中，**医药电商无疑是直接受益最多的子行业**。阿里巴巴和京东等在 B2C 的细分市场具有天然的流量入口，在医药电商领域可以极快地占据较大的市场份额；在 B2B 端的传统医药流通商例如九州通在下游医院端前期积累的资源仍拥有较大市场份额。

居家隔离使得医药电商网上需求爆发。大部分地区的人们只能居家隔离，出行受阻，且线下医院感染风险大，因此具备互联网医院和网上药店的企业刚好满足了患者在特定时期的这些需求。网上药店提供了这些患者的线上问诊配药场景，培养了他们的网上购药习惯。疫情不仅使医药电商在销售消毒防护用品和部分药品中受益，同时也推动了用户对于互联网医疗的认知和接受程度。

短期内医药电商受益于消毒防护用品需求增加，以及线下药店购药不便转移的部分需求。根据易观的数据，今年春节期间医药电商活跃人数平均增长 5.44%，1 药网、康爱多等医药电商平台的日活平均增幅为 6% 左右。同时，部分线下药店疫情期间出现闭店或防控物资短缺现象，根据瑞商网数据，1H20 线下零售药店月均客流量由 1H19 的 4,025 人次同比下降 9% 至 3,654 人次。

根据互联网医疗企业披露的数据来看，用户数量激增，网上问诊的用户也部分导流到网上药店，进一步促进了医药电商业务的发展。

网上医疗服务迎来拐点。由于对于网上医疗服务的政策相较医药电商更加谨慎，不少互联网医疗企业以挂号预约、在线问诊、患者管理等各种服务方式介入到这个领域，并开始探索与实体医院合作共建互联网医院。**这次疫情不仅促进了需求端的增量，还推动了政策的发展。**

不少互联网医疗企业推出了免费网上问诊服务吸引用户，获得了新老用户的访问量和用量，增加了用户粘性和培养用户习惯。据卫健委统计，委属管医院的互联网诊疗比去年同期增加了 17 倍，第三方互联网服务平台的诊疗咨询量也比同期增长了 20 多倍，处方量增长了近 10 倍。

- **平安好医生：**1 月 22 日至 2 月 6 日疫情期间，APP 新注册用户量比疫情前增长 10 倍，新增用户日均问诊量为疫情之前的 9 倍。
- **京东健康：**1 月下旬上线至 4 月 30 日，免费在线问诊服务累计服务用户超过 1100 万人次。
- **微医：**从 1 月 23 日起截至 6 月底，微医互联网总医院抗击新冠肺炎实时救助平台集结了 6.3 万名医生，提供了 201 万例咨询；武汉专区上线一周就为当地 5 万名患者提供了复诊开药服务。
- **妙手医生：**线上公益问诊平台为用户提供免费问诊服务和健康科普服务，总服务人次超 3000 万，科普平台内容阅读总量约 3.3 亿。
- **医联：**疫情期间平台注册医生数较疫情之前环比增长 784%，处方医生数环比增长 153%；注册患者数环比增长 372%，平台问诊量环比增长 159%。
- **微脉：**截止 6 月底，“新冠肺炎”线上义诊服务，2 万多医生上线，患者咨询累计超过 200 万人次。
- **灵医智慧：**向在线健康咨询平台、政府疫情防控平台、互联网医院等提供在线健康咨询服务的平台免费开放 API 接口，日均调用近万次。
- **好大夫在线：**疫情期间日均问诊量同比增长 203.7%、日均处方量同比增长 430%。截至 4 月 12 日共有超 4.7 万名医生为 270 多万名患者提供免费义诊。
- **春雨医生：**1 月 25 日至 4 月 9 日，有 2.3 万多名医生提供了超过 153 万人次的在线义诊服务，义诊合作伙伴超过 1200 家。
- **丁香园：**上线“全国新冠病毒最新实时疫情地图”获得 29.5 亿人次的浏览量，为丁香医生的名医在线义诊和线上开药带来巨大流量。

相比疫情期间新增的用户数量和诊疗量，政策支持带来的长期影响是互联网医疗企业更需要的。疫情期间，国家卫健委等监管机构多次发文鼓励各地发展互联网医疗，以缓解医院救治压力，减少人员集聚，降低交叉感染风险。2019年2月6日，国家医保局发布《关于优化医疗保障经办服务推动新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》，要求疫情防控期间，慢病处方用药量放宽至3个月。为了避免进入医院就诊发生新型冠状病毒的感染，政策鼓励患者到互联网医院进行问诊。除了慢性病例心脑血管、呼吸、痛风等，有些轻症如五官、皮肤、妇科等领域的常见病患者也尝试了网上问诊和医药电商。随着支持政策力度加大，监管政策更明确，预期互联网医疗发展将进一步提速（见附录：[互联网医疗在政策变动中前进](#)）。

在医保方面，部分地区也做了与互联网医疗连接的尝试。武汉等多地医保局也在疫情期间开通了与互联网医院、甚至互联网医疗企业如微医的医保结算通道，常见病、慢病患者可以在互联网医疗平台就诊购药，使用医保支付。

后续的政策支持也很重要。2020年4月国家发展改革委、中央网信办研究发布了《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》，提出探索推进互联网医疗医保首诊制和预约分诊制，释放出开放互联网医疗“首诊”的信号。

首选行业龙头

● 看好龙头企业先发优势

我们看好互联网医疗行业发展前景。医药电商方面，**2019 年底网售处方药的政策限制放开后将会迎来更高速的发展时期**，特别是头部企业，拥有充足的客户流量，由于药品对安全要求高，消费者更青睐信誉较好的平台，头部企业以树立起了品牌形象，消费者已产生粘性，随着处方药外流行业迎来高速发展期，**头部医药电商企业更有可能享受行业增长**。网上医疗服务方面，**疫情催化了线上问诊模式的渗透**，我国线下资源分配的严重失衡，令监管机构有较大的动力推动线上线下问诊的分流，从而推动分级诊疗的实现，未来有望享受进一步政策放开红利。除了以公立医院为主体的互联网医院，也有企业发起的第三方互联网医院平台。整个行业正处于日新月异的时期，**龙头企业如平安好医生和微医已在部分地区布局，与地方政府和医院建立了紧密的合作关系，先动优势明显**。

医药电商变现的确定性更大，推荐拥有绝对流量主导地位的医药电商龙头**阿里健康 (241.HK)**。阿里健康背靠阿里巴巴集团，医药电商具有天然的流量优势，增速高且具有确定性，扭亏为盈在即。但公司不止步于医药电商，而是积极发展更大版图的互联网医疗，给未来发展带来更多想象空间。

此外在网上医疗服务方面，**平安好医生 (1833.HK)** 在承接平安集团母公司的流量的同时，也在积极整合医疗产业链，战略调整升级后带来不确定性的同时也带来更大的机遇和想象空间，值得在中长期关注。

目前互联网医疗企业平均 2021E 预估市销率为 11x，高于电商平台企业（京东等）的 3x 和综合性平台的 6x，但由于互联网医疗企业 2021E 预估收入平均增长 46%，远高于电商平台平均值 25% 和综合性平台平均值 30%，我们认为互联网医疗行业估值在合理区间。

图表 35：互联网医疗企业估值对比

股票代码	公司	市值 (百万美元)	股价 (Lcy)	P/S (市销率)			收入增速		P/E (市盈率)		
				2019A	2020E	2021E	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
互联网医疗											
241 HK	阿里健康	36,886	21.25	27.5	14.9	9.2	73.9	61.6	N/A	881.6	420.8
TDOC US	Teladoc	18,094	218.11	32.9	18.3	13.3	79.0	37.1	N/A	N/A	N/A
1833 HK	平安好医生	15,100	102.00	20.6	15.2	11.0	32.3	37.9	N/A	N/A	N/A
YI US	111 集团	541	6.57	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均值				27.0	16.1	11.2	61.7	45.5	N/A	881.6	420.8
电商平台											
JD US	京东	124,863	79.79	1.5	1.1	0.9	27.2	21.7	75.8	50.6	34.8
PDD US	拼多多	95,259	79.54	21.0	13.2	8.5	62.0	54.8	N/A	N/A	300.7
EBAY US	eBay	38,808	55.45	3.6	3.6	3.4	(1.4)	7.2	20.0	15.6	14.1
VIPS US	唯品会	10,545	15.6	0.8	0.7	0.6	4.8	13.6	16.0	12.7	10.6
BZUN US	宝尊	2,584	33.78	2.4	1.9	1.5	22.9	28.7	36.1	25.3	17.8
平均值				5.9	4.1	3.0	23.1	25.2	37.0	26.0	75.6
综合性平台											
AMZN US	亚马逊	1,646,249	3286.65	5.9	4.5	3.8	31.4	18.3	101.1	69.0	54.7
9988 HK	阿里巴巴	815,531	292.00	11.0	8.1	6.5	32.3	26.1	41.0	32.3	25.8
700 HK	腾讯	688,858	557.00	12.4	9.7	7.9	27.0	23.1	49.1	38.2	31.0
3690 HK	美团	208,838	275.20	14.7	12.6	8.5	14.6	48.3	760.8	281.9	86.6
NTES US	网易	62,607	90.60	6.7	5.8	5.0	22.8	16.3	27.1	24.1	20.7
BIDU US	百度	43,143	126.49	2.7	2.8	2.4	(1.5)	13.2	19.7	16.6	13.7
TCOM US	携程	19,079	32.17	3.6	7.1	4.3	(49.0)	65.9	23.2	N/A	26.5
平均值				8.1	7.2	5.5	11.1	30.2	146.1	77.1	37.0

E=Bloomberg 预测；数据截止 2020 年 10 月 12 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 风险提示

互联网医疗行业的发展与行业政策紧密联系，因此最大的风险来自于政策变动。无论是医药电商或线上问诊服务，政府监管态度变动难以预测，有可能受某个事件如医疗事故的驱动而反复。若未来政府支持力度减弱、政策放开停滞或监管趋严，均会对互联网医疗企业产生负面影响。

附录：互联网医疗在政策变动中前进

前期互联网医疗企业主要在医药电商方面探索。随着医疗系统信息化程度提升，医改逐渐深入，互联网医疗在服务方面的探索也开始深入。我们将从医药电商和医疗服务两方面来看互联网医疗在政策变化中的成长。

● 医药电商

2000年《药品电子商务试点监督管理办法》出台后，部分省市开始进行非处方药线上销售试点。2005年出台的《互联网药品交易服务审批暂行规定》正式放开非处方药线上销售。互联网药品交易的资格证书包括B2B的B证和B2C的C证，以及第三方交易服务平台的A证三类，都需要国家审批。2014年《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》发布，首次允许互联网药品经营企业凭处方销售处方药。可以看到，在这段时间的政策态度比较支持。

但在2016年，国家食品药品监管总局叫停了第三方平台药品网上零售试点工作，试点网站天猫医药馆、八百方、1号店下线了所有OTC药物，停止线上药品零售。

在2017年医药电商又迎来了好消息。国务院先后宣布取消了互联网药品交易的B、C和A证的审批，改为备案制。这意味着医药电商的全面放开，受政策放开的影响，医药电商交易规模激增。

2019年，药品领域的最高法《药品管理法》开始实施，相较于之前公布的修订草案删去了禁止网售处方药的描述，虽未规定网售处方药细则，但除部分限定品种外的处方药网售已实质性放开。

图表 36：互联网医疗政策&文件梳理（医药电商）

发布时间	发布政策&文件	主要政策内容
1999年12月	《处方药与非处方药流通管理暂行规定》	• 规定处方药、非处方药暂不允许采用网上销售方式。
2000年6月	《药品电子商务试点监督管理办法》	• 在部分省市开展网上非处方药销售试点。
2005年9月	《互联网药品交易服务审批暂行规定》	• 允许网上药品交易，但只能销售非处方药
2013年10月	《关于加强互联网药品销售管理的通知》	• 规定药品零售连锁企业通过药品交易网站只能销售非处方药，一律不得在网站交易相关页面展示和销售处方药。
2013年11月 & 2014年7月	《关于开展互联网第三方平台药品网上零售试点工作的批复》	• 于2013年11月同意在“95095”平台进行互联网第三方平台药品网上零售试点工作。“95095”平台于2014年被阿里巴巴集团收购。 • 于2014年7月同意在“八百方”和“1号店”平台进行互联网第三方平台药品网上零售试点工作。

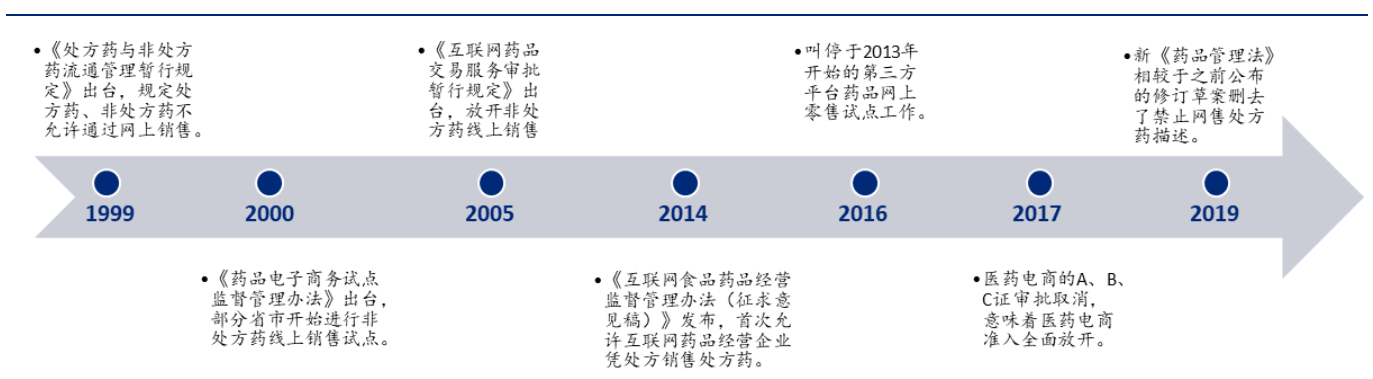
接下页...

发布时间	发布政策&文件	主要政策内容
2014年5月	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	<ul style="list-style-type: none"> 允许互联网药品经营企业凭处方销售处方药。 药品生产企业、药品批发企业不得通过互联网向个人消费者销售药品。
2016年7月	无，通过《中国医药报》发布消息	<ul style="list-style-type: none"> 国家食品药品监管总局分别通知河北省、上海市、广东省食品药品监督管理局，要求结束互联网第三方平台药品网上零售试点工作。
2017年1月	《国务院关于第三批取消中央指定地方实施行政许可事项的决定》	<ul style="list-style-type: none"> 取消B证（药品生产企业、药品批发企业通过自身网站与本企业成员之外的其他企业进行的互联网药品交易）和C证（向个人消费者提供药品）审批，放宽网上药店准入。
2017年9月	《国务院关于取消一批行政许可事项的规定》	<ul style="list-style-type: none"> 取消A证（为药品生产企业、药品经营企业和医疗机构之间的互联网药品交易提供的服务）审批，医药电商准入全面放开。
2018年2月	《药品网络销售监督管理办法》（征求意见稿）	<ul style="list-style-type: none"> 禁止向个人消费者网售处方药，禁止单体药店网售药品
2018年9月	《互联网诊疗管理办法（试行）》	<ul style="list-style-type: none"> 对互联网诊疗准入、执业规则、监督管理作出规定。 规定不得对首诊患者开展互联网诊疗活动。 医师可以为部分常见病、慢性病患者在线开具处方，但不能是麻醉药品、精神药品等特殊管理药品。
2019年9月	《中华人民共和国药品管理法》（2019年修订版）	<ul style="list-style-type: none"> 2019年12月1日起开始实施新修订的《药品管理法》，规定疫苗、血液制品、麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品、放射性药品等国家实行特殊管理的药品不得在网上销售。 最终通过版本相较于2019年4月版《药品管理法》（修订草案），删去了“药品上市许可持有人、药品经营企业不得通过药品网络销售第三方平台直接销售处方药”的规定。

资料来源：国务院、国家卫生健康委员会、国家中医药管理局、国家医疗保障局、浦银国际

我们将医药电商领域的政策变化整理在下图，能看到政策是呈现出逐渐放开的态度。

图表 37：医药电商政策发展历史



资料来源：浦银国际

● 网上医疗服务

不同于医药电商带有部分消费属性，国家对于医疗行为的互联网医疗的监管政策较医药电商更为严格。而互联网使医疗责任的界定更为模糊，因此政策较为谨慎，到目前为止政策导向也还是坚持实体医疗机构为主。不少互联网医疗企业以挂号预约、在线问诊、患者管理等各种服务方式介入到这个领域，并开始探索与实体医院合作共建互联网医院。

互联网医疗服务相关政策的主要集中发布于2014年后，2014年《关于推进医疗机构远程医疗服务的意见》明确提出要积极推动远程医疗服务发展，但规定非医疗结构不得开展远程医疗服务。

在2015年的《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》中鼓励医疗机构开展远程医疗服务，但并没有明确规定只有医疗机构，于是以线上问诊为主要模式的互联网诊疗企业大量出现。

在2018年4月的《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》中提出，互联网+医疗健康是医疗机构发展互联网医院，在线开展部分常见病、慢性病复诊。9月《互联网医院管理办法（试行）》、《互联网诊疗管理办法（试行）》、《远程医疗服务管理规范（试行）》三大纲领性文件发布，初步构建了互联网医疗行业监管架构体系，互联网医院的设立和运营有了明确政策依据。因此，在主体为各级医疗机构的前提下，2019年的《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》将符合条件的互联网医疗服务纳入医疗报销范围也不足为奇。

但在2020年，《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》发布，提出探索推进互联网医疗医保首诊制和预约分诊制，释放出开放互联网医疗“首诊”的信号。

图表 38：互联网医疗服务政策发展历史



资料来源：浦银国际

我们梳理了互联网医疗政策和文件，并总结了政策主要内容。

图表 39：互联网医疗政策&文件梳理（网上医疗服务）

发布时间	发布政策&文件	主要政策内容
2014年8月	《关于推进医疗机构远程医疗服务的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 允许医疗机构为另一方医疗机构的患者（B2B模式）提供远程医疗服务。 首次允许医疗机构为医疗机构外患者（B2C模式）提供远程医疗服务 禁止非医疗机构开展远程医疗服务（C2C/C2B等模式）。
2015年1月	《国家发展改革委办公厅 国家卫生计生委办公厅关于同意在宁夏、云南等5省区开展远程医疗政策试点工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 要求研究将远程医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金和新农合报销范围。
2015年7月	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> 鼓励互联网企业与医疗机构合作建立医疗网络信息平台，积极探索互联网延伸医嘱、电子处方等网络医疗健康服务应用。 从“互联网+”医疗、公共卫生、家庭医生、药品供应、医疗保障结算、医学教育、人工智能医学应用7方面完善“互联网+医疗健康”服务体系
2018年4月	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 要求在2020年前三级医院要实现院内医疗服务信息互通共享 要求在2020年前二级以上医院普遍提供分时段预约诊疗、智能导医分诊、候诊提醒、检验检查结果查询、诊间结算、移动支付等线上服务。
2018年7月	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 到2020年，要求三级医院要进一步增加预约诊疗服务比例，预约时段精确到1小时以内；二级以上医院普遍提供移动支付；远程医疗服务覆盖全国所有医疗联合体和县级医院；电子健康档案数据库与电子病历数据库互联对接；医疗机构在相应级别行政区域内检查检验结果实行互认；实现地市级区域内医疗机构就诊“一卡通”。
2018年9月	《互联网医院管理办法（试行）》	<ul style="list-style-type: none"> 对互联网医院准入、执业规则、监督管理作出规定。 患者在实体医疗机构就诊，由接诊的医师通过互联网医院邀请其他医师进行会诊时，会诊医师可以出具诊断意见并开具处方；患者未在实体医疗机构就诊，医师只能通过互联网医院为部分常见病、慢性病患者提供复诊服务。
2018年9月	《互联网诊疗管理办法（试行）》	<ul style="list-style-type: none"> 对互联网诊疗准入、执业规则、监督管理作出规定。 规定不得对首诊患者开展互联网诊疗活动。 医师可以为部分常见病、慢性病患者在线开具处方，但不能是麻醉药品、精神药品等特殊管理药品。
2018年9月	《远程医疗服务管理规范（试行）》	<ul style="list-style-type: none"> 对开展远程医疗服务的医疗机构基本条件、人员、设施、流程、管理和监管作出规定。
2018年9月	《关于规范家庭医生签约服务管理的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> 对家庭医生签约服务的主体、协议、内容、服务费、技术支持、转诊机制等进行规定 签约服务费可由医保基金、基本公共卫生服务经费和签约居民付费等分担。 原则上每名家庭医生签约人数不超过2000人。
2018年10月	《关于公立医院开展网络支付业务的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> 对公立医院网络支付业务的运行机制、开展前的评估论证以及监督管理3方面提出指导意见

接下页...

发布时间	发布政策&文件	主要政策内容
2019年1月	《关于开展“互联网+护理服务”试点工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 确定北京市、天津市、上海市、江苏省、浙江省、广东省作为“互联网+护理服务”试点省份开展网约护士服务。 对网约护士的资质、责任、风险等进行了规定。
2019年5月	《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》	<ul style="list-style-type: none"> 2019年9月底前国家医保局负责完成制定互联网诊疗收费和医保支付的政策文件。 组织开展“互联网+医疗健康”省级示范区建设，推进全民健康信息国家平台和省统筹区域平台建设，尽快形成规范健全的制度，深入推进基层中医馆信息平台建设。(国家发展改革委、工业和信息化部、国家卫生健康委、国家医保局、国家中医药局分别负责，银保监会参与)。
2019年8月	《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> 符合一定条件的“互联网+”医疗服务首次纳入医疗报销范围。
2019年9月	《中华人民共和国药品管理法》(2019年修订版)	<ul style="list-style-type: none"> 2019年12月1日起开始实施新修订的《药品管理法》，规定疫苗、血液制品、麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品、放射性药品等国家实行特殊管理的药品不得在网上销售。 最终通过版本相较于2019年4月版《药品管理法》(修订草案)，删去了“药品上市许可持有人、药品经营企业不得通过药品网络销售第三方平台直接销售处方药”的规定。
2020年3月	《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》	<ul style="list-style-type: none"> 就疫情期间开展“互联网+”医保服务提出6条指导意见：将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围；鼓励定点医药机构提供“不见面”购药服务；完善经办服务；不断提升信息化水平；加强医保基金监管；确保工作平稳有序开展。
2020年4月	《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》	<ul style="list-style-type: none"> 提出探索推进互联网医疗医保首诊制和预约分诊制，释放出开放互联网医疗“首诊”的信号。
2020年5月	《国家卫生健康委办公厅关于进一步推动互联网医疗服务发展和规范管理的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 要求各地要坚守医疗质量和患者安全底线，在开展任何试验探索时，不得突破现有法律法规和《意见》明确的有关规定，按照我委《关于印发互联网诊疗管理办法(试行)等3个文件的通知》要求，不断规范互联网诊疗和互联网医院的准入和执业管理，加强监管。
2020年9月	《国务院办公厅关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 进一步培育壮大各类消费新业态新模式。积极发展互联网健康医疗服务，大力推进分时段预约诊疗、互联网诊疗、电子处方流转、药品网络销售等服务。

资料来源：国务院、国家卫生健康委员会、国家中医药管理局、国家医疗保障局、浦银国际

疫情期间，国家和部分地区也密集出台了多项支持互联网医疗的政策文件。

图表 40：疫情期间专门针对互联网医疗发布的政策

发布时间	发布政策&文件	主要政策内容
2020年2月	《国家卫生健康委办公厅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》	<p>强调从以下5个方面加强信息化对疫情防控的支撑：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 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
2020年2月	《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> • 鼓励各地在疫情期间大力开展互联网诊疗服务，缓解医院救治压力，减少人员集聚，降低交叉感染风险。
2020年3月	《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》	<p>就疫情期间开展“互联网+”医保服务提出6条指导意见：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围 • 鼓励定点医药机构提供“不见面”购药服务 • 完善经办服务 • 不断提升信息化水平 • 加强医保基金监管 • 确保工作平稳有序开展

资料来源：国务院、国家卫生健康委员会、国家中医药管理局、国家医疗保障局、浦银国际

阿里健康(241.HK): 布局互联网医疗大版图

我们首次覆盖阿里健康(241.HK), 首予买入评级, 目标价为 28.0 港元, 潜在升幅 31.8%。

医药电商平台流量优势明显: 作为公司最主要的收入来源, 医药电商的市场份额排名稳居全国前二, 阿里健康的流量成本和品牌优势是其他医药电商无法企及的。受益于 2019 年底处方药网上购药政策放开和疫情期间用户网上购药激增, 2020 财年, 公司医药自营和医药电商平台业务收入分别同比增长 92% 和 70%。同时, 在医药分家、处方外流的趋势下, 公司积极布局医药电商新零售业务, 是未来互联网医疗生态中的重要一环。

互联网医疗发展潜力巨大: 线上问诊业务仍处于发展初期, 今年 9 月 APP 刚更名为“医鹿”, 突出了医疗问诊功能, 或为了未来承接线下医疗资源。公司连接线下医疗资源主要依靠与蚂蚁金服合作, 包括管理支付宝医疗健康频道、联合支付宝在山东济南尝试医保电子凭证支付, 以及共同投资浙江扁鹊, 承建浙江省互联网医院平台, 监管和服务浙江省超过 400 家包括三甲医院在内的医疗机构。我们认为, 虽然目前公司的线下医疗资源优势在浙江省内, 但未来有望帮助更多线下医院建立和提供互联网诊疗服务。

数字基建业务打造智慧医疗: 公司通过数字基建业务为政府和医疗机构提供医疗信息平台建设服务, 已为杭州余杭区政府建造的“健康余杭智慧云”项目, 未来有望向其他地区拓展。而为医院打造的智能健康云平台产品已经在其他省份中标, 建立了可观的项目储备。另外, 最早的药品追溯码业务“码上放心”平台也已入驻 90% 以上的药品生产企业和 100% 的疫苗生产企业, 未来增长较为稳定。

首予买入评级, 目标价 28.0 港元: 我们首予公司买入评级, 目标价 28.0 港元。由于公司目前仍处于亏损状态, 采用 P/S (市销率) 对公司股票进行估值, 目标价对应 2021 年 (2022 财年) 12.2 倍的市销率, 对比互联网医疗可比公司 11.2 倍 2021 年市销率属于合理水平。

投资风险: 医药电商政策变化; 线下医疗资源拓展不如预期; 医保政策支持不如预期; 竞争激烈。

图表 41: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入净额	5,096	9,596	16,742	27,140	40,616
总收入同比增速 (%)	109%	88%	74%	62%	50%
股东应占净利	(82)	(7)	27	225	601
净利润同比增速 (%)	23	92	NA	742	167
P/S (X)	40	23	13	8	6
ROE (%)	(2.0)	(0.2)	0.5	2.8	6.7

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

评级 买入

目标价 (港元)	28.0
潜在升幅/降幅	+31.8%
目前股价 (港元)	21.25
52 周内股价区间 (港元)	6.9-24.5
总市值 (百万港元)	285,868
近 3 月日均成交额 (百万港元)	661

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 阿里健康

利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	5,096	9,596	16,742	27,140	40,616
收入成本	(3,765)	(7,365)	(12,858)	(20,681)	(30,665)
毛利	1,331	2,231	3,884	6,459	9,951
履约	(572)	(1,098)	(2,000)	(3,257)	(4,874)
销售及市场推广开支	(455)	(723)	(1,239)	(1,900)	(2,640)
行政开支	(181)	(220)	(368)	(543)	(731)
产品开发开支	(219)	(253)	(368)	(489)	(609)
其他收入及收益	67	161	281	456	682
其他开支	(3)	(34)	(60)	0	0
经营利润	(31)	65	130	727	1,779
财务费用	(28)	(22)	(3)	(5)	(6)
合营公司	(1)	(13)	(17)	(27)	(17)
联营公司	(1)	(21)	(33)	(54)	(41)
除税前利润 (亏损)	(61)	9	76	641	1,715
所得税开支	(31)	(25)	(13)	(106)	(283)
本年度净利润 (亏损)	(92)	(16)	64	535	1,432
- 归属于非控股权益	(10)	(9)	37	311	831
- 归属于母公司拥有人	(82)	(7)	27	225	601

现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前亏损	(61)	9	76	641	1,715
非经营性现金流	(34)	(44)	54	86	(185)
非现金支出	206	343	11	12	13
营运资金变动	269	230	(1,161)	134	(647)
其他	16	45	(16)	(110)	(42)
经营现金流	396	584	(1,037)	764	854
购买物业、厂房及设备	(6)	(8)	(10)	(10)	(10)
出售物业、厂房及设备	0	0	0	0	0
购置无形资产	0	(6)	0	0	0
购买金融资产	(2,276)	1,357	0	0	0
业务收购	(3)	(21)	0	0	0
注资联营公司	(983)	0	0	0	0
其他	872	23	0	0	2
投资现金流	(2,396)	1,345	(10)	(10)	(8)
发行新股	0	2,001	10,000	0	0
购回股份	(38)	(18)	0	0	0
银行贷款及其他借贷 / (还款)	1,700	(1,700)	23	25	26
其他	46	46	0	0	0
融资现金流	1,708	329	10,023	25	26
现金净流量	(291)	2,258	8,977	778	872

资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
存货	596	1,217	1,953	2,353	2,688
应收账款及应收票据	365	325	868	1,065	1,828
预付账款、其他应收款项及其他资产	323	413	871	1,211	1,905
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	1,737	402	402	402	402
受限现金	2	60	60	60	60
抵押存款	0	0	0	0	0
现金及现金等价物	280	2,595	11,572	12,350	13,222
流动资产总额	3,303	5,013	15,726	17,442	20,105
物业及设备	9	13	16	17	18
投资物业	0	11	10	10	9
使用权资产	0	59	56	54	51
其他无形资产	0	4	4	4	4
商誉	27	55	55	55	55
于合营公司之投资	11	111	95	67	50
于联营公司之投资	1,965	1,946	1,912	1,858	1,817
长期应收款项	39	22	70	19	70
指定为以公允价值计量且其变动计入其他全面收益之权益投资	120	173	173	173	173
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	508	463	463	463	463
受限现金	0	0	0	0	0
长期存款	0	0	0	0	0
非流动资产总值	2,678	2,857	2,854	2,720	2,709
计息借贷	1,700	0	0	0	0
租赁负债	0	32	40	40	40
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0	0	0	0	0
应付账款及应付票据	903	1,866	2,106	2,653	3,228
其他应付款项及应计费用	464	513	896	1,371	1,990
递延收入	0	0	0	0	0
合约负债	152	171	171	171	171
预收账款	0	0	0	0	0
客户垫款	0	0	0	0	0
应付税项	15	28	28	28	28
流动负债总额	3,233	2,610	3,241	4,263	5,457
计息银行贷款	0	0	0	0	0
租赁负债	0	38	53	78	104
递延税项负债	12	20	20	20	20
递延收益	0	0	0	0	0
非流动负债总额	12	58	73	98	124
股本	103	106	111	111	111
库存股份	(25)	(13)	(13)	(13)	(13)
储备	2,717	5,176	15,198	15,422	16,023
非控股权益	(58)	(67)	(30)	281	1,112
权益总值	2,737	5,203	15,266	15,802	17,234

主要财务比率

(人民币元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	(0.7)	(0.1)	0.2	1.7	4.5
每股净资产	0.2	0.4	1.1	1.2	1.3
每股经营现金流	0.0	0.0	(0.1)	0.1	0.1
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (x)					
P/E	NA	NA	89	11	4
P/B	80	43	16	16	15
P/S	41	23	13	8	6
股息率 (%)	0	0	0	0	0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26	23	23	24	25
净利润率	(2)	(0)	0	2	4
净资产收益率	(3)	(0)	1	3	9
资产回报率	(2)	(0)	0	3	7
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	109	88	74	62	50
营业利润增长率	67	NA	99	460	145
净利润增长率	16	83	NA	742	167
归母净利润增长率	23	92	NA	742	167
偿债能力指标 (%)					
资产负债率	54.2	33.9	17.8	21.6	24.5
流动比率	102.2	192.1	485.2	409.2	368.4
速动比率	83.7	143.1	423.1	352.6	318.1
现金比率	8.7	99.4	357.0	289.7	242.3
经营效率指标					
应收账款周转天数	20	14	14	14	13
应付账款周转天数	59	69	56	42	35
存货周转天数	50	45	45	38	30
总资产周转率	1	1	1	1	2
固定资产周转率	672	877	1,161	1,646	2,331

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

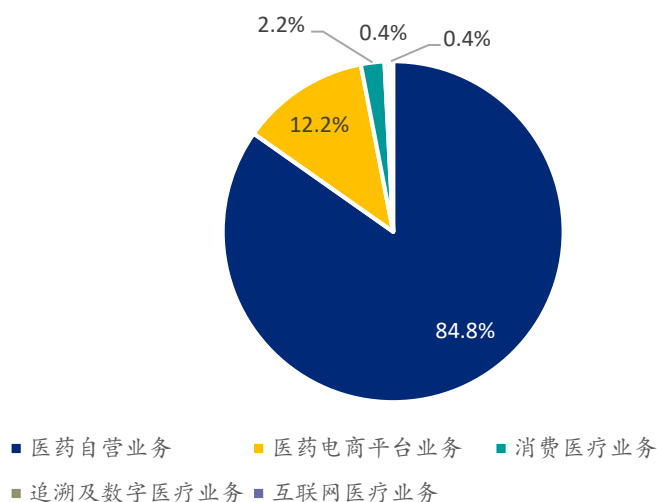
阿里健康 (241.HK): 布局互联网医疗大版图

作为行业龙头，阿里健康通过 B2C（自营和平台）+O2O 实现全渠道覆盖。除此以外，公司不止步于医药电商，积极开拓线下医疗资源，与互联网医疗联动，这是继药品追溯码后第二次尝试整合医疗产业链的举措。而这一次，发展互联网医疗的条件已成熟，智慧医疗拓展顺利将为公司带来一次新的飞跃。因此，我们首予阿里健康买入评级，目标价 28.0 港元，对应 2021 年（2022 财年）12.2 倍的市销率。

背靠阿里，流量优势明显

目前医药电商是公司最主要的收入来源，2020 财年贡献收入人民币 93 亿元，占阿里健康总收入 97%，其中医药自营和医药电商平台业务分别贡献人民币 81 亿元和人民币 12 亿元，分别占总收入 85%和 12%。

图表 42: 阿里健康收入构成 (FY2020)



资料来源: 公司数据、浦银国际

作为阿里巴巴生态体系中大健康领域的旗舰，我们认为阿里健康最为突出的优势在于其较低的获客成本以及品牌优势：

1. 较低的获客成本

阿里健康能以较低的获客成本得到淘宝、天猫、钉钉等阿里系产品的用户流量，还能够交叉销售导流到消费医疗，相较于其他电商经营经验和资源较为缺乏的竞争对手有着不可比拟的优势。

2. 品牌优势

品牌优势使阿里健康能够作为强大的平台吸引到大量的零售连锁药店、厂商与其合作，并为自营产品质量进行背书。医药为直接作用于身体健康安全的品类，消费者对于其来源与品质的要求相较于其他品类更为严格，而阿里通过严格的采购标准以及大数据赋能药品流通监控，使其自营产品相较于竞争对手，尤其是规模较小的电商平台更具保障。阿里系优质的技术能力和品牌形象为阿里健康自营产品进行了背书，更易于获得消费者青睐。

图表 43：主要医药电商平台对比

平台	成立时间	模式	收入	GMV (商品交易总额)	活跃用户 & 其他
阿里健康	2015	B2C、B2B	2020 财年： • 自营：81 亿人民币 • 平台(天猫医药馆)： 12 亿人民币	2020 财年天猫医药馆 GMV 达 835 亿人民币	2020 财年： • 阿里健康大药房&阿里健康海外旗舰店年度活跃消费者：>4800 万 • 天猫医药馆年度活跃消费者：>1.9 亿
京东健康	2015	B2C、B2B	2019 年自营产品销售 收入 94 亿人民币	2018 年 B2B 平台药京 采 GMV 同比增长 500%	• 截至 2020 年 6 月，零售药房业务年 度活跃用户 72.5 百万 • 2020 年 8 月，获高瓴 8.3 亿美元 B 轮融资，预计估值达 300 亿美金
平安好医生	2015	B2C、B2B	2019 年健康商城 29 亿 人民币	2019 年 GMV 为 44 亿 人民币	• 2020 年 6 月，平安好医生 APP 月度 活跃用户数达 6,730 万
1 药网 & 1 药城	2013	B2C、B2B	2019 年药物销售收入 39.3 亿人民币，其中： • B2B：31.7 亿人民币 • B2C：7.6 亿人民币	2018 年上半年： • B2C GMV 7 亿人民币 • B2B GMV 4 亿人民币	2020 年 3 月： • 1 药网 APP 月度活跃人数：208.7 万 • 1 药城 APP 月度活跃人数：16.8 万
康爱多	2010	B2C	2019 年收入 31 亿人民 币	NA	• 总注册会员 6,196 万 (2019 年) • 总购买用户 5,317 万 (2019 年)

资料来源：公司数据、易观、浦银国际

● 医药自营：增长显著

医药自营方面，阿里健康运营 2 家线上自营店：阿里健康大药房和阿里健康海外旗舰店，提供处方药、OTC 药品、保健滋补品、医疗器械、隐形眼镜和健康护肤等众多品类的商品。2020 财年，2 家线上自营店的年度活跃消费者超过 4,800 万。

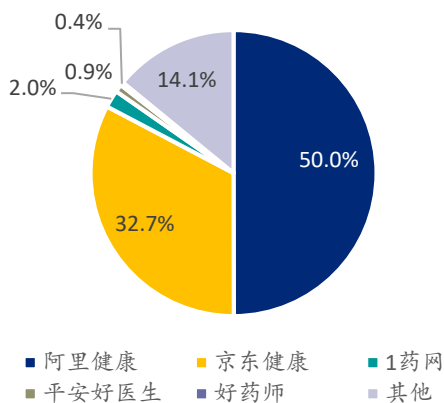
阿里健康作为目前主流的 B2C 电商平台进行药品自营，流量的优势得以体现。按 2019 年收入估算，阿里健康的 B2C 医药电商市场份额为 57%，与其他 B2C 医药电商拉开了差距，且在短时间内难以被追赶。因为用户在主流电商平台上的购买习惯已经养成，且对大平台的自营商品质量更有信心。

随着网售处方药的政策限制放开，自营平台在和天猫联合推出“放心购药”的基础上，自营业务推出“慢病福利计划”，为慢病人群提供专属“云医生”、原厂直供药品、个性化用药指导等一系列慢病管理服务。通过阿里健康大药房平台的自有执业药师团队，提供 7×16 小时在线咨询服

务。公司还能和集团内其他业务进行合作，如阿里健康大药房联手天猫精灵推出健康语音服务，能为用户提供用药指南、服药禁忌等信息，较为丰富的产品和服务组合能增加用户粘性。

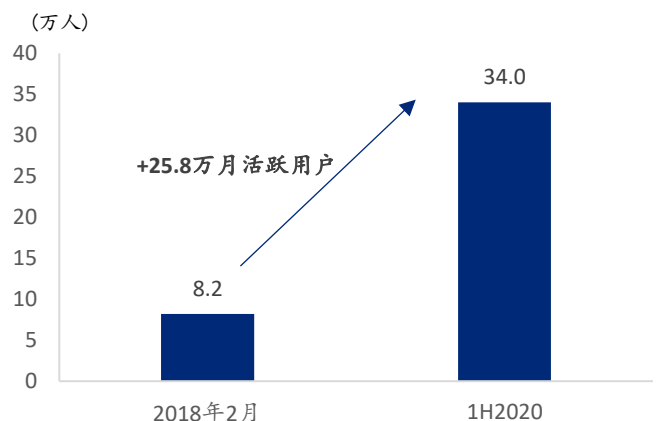
电商自营业务从 2018 财年的 22 亿元增长了 2.7 倍至 2020 财年的 81 亿元人民币，月活数也从 2018 年 2 月的 8.2 万人上升到了 2020 年上半年的 34 万人。

图表 44: B2C 医药电商市占率 (按 2019 年 GMV)



资料来源：公司数据、浦银国际预测

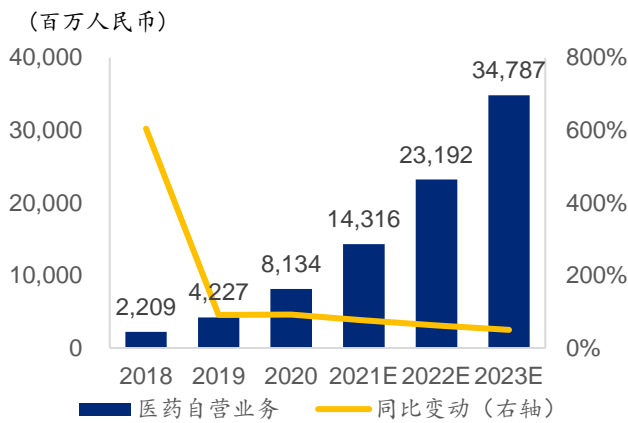
图表 45: 2018 年 2 月和 1H20 阿里健康月活用户数 (万人)



资料来源：比达咨询、浦银国际

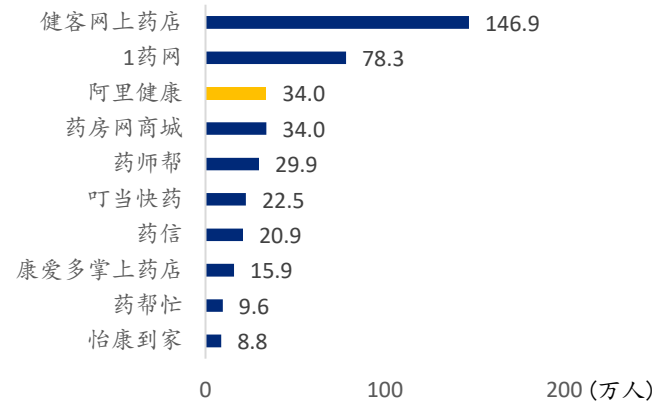
阿里健康在物流上也为医药配送做好了准备。公司在仓储物流方面已实现5地7仓发货，全国20个城市次日送达，随着业务发展，也已经建设完成了新的处方药定制仓。通过在全国设置仓库，并通过菜鸟联盟或自有物流体系赋能，覆盖较为偏远的地区，提升了派送效率，更有效满足患者对于药物派送时效性的需求。

图表 46: 阿里健康医药自营电商业务收入



E=浦银国际预测
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 47: 1H20 医疗 APP 月均活跃用户数



资料来源：比达咨询、浦银国际

但同时，公司的医药电商自营业务也面临来自同是电商竞争者的京东以及医药O2O玩家的竞争。比达咨询的数据显示，2020年上半年月活用户数排名中，阿里健康为34.0万人，排名第三。健客网和1药网的月活数分别为146.9万和78.3万，远远高于阿里健康。虽然从收入来看，转化率并没有阿里健康高。但2020年上半年疫情最严重的时期，阿里健康月活数排名第三，可能反映了阿里健康的医疗属性并不强，阿里健康的用户购买更多来自药品之外的品类，例如保健品。用户从寻医问诊到下一步买药的过程中，首先寻求的是具有O2O业务的健客和只运营医药电商业务的1药网。

● 医药电商平台：新零售势在必行

除了医药自营平台，公司还通过天猫医药平台以及 O2O 模式覆盖广泛的消费者群体。

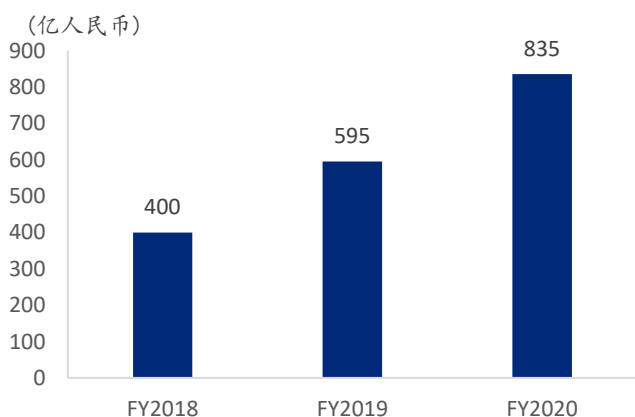
1. 天猫医药平台：GMV 维持高增速

阿里健康为入驻天猫医药平台的商家提供市场推广、客服、技术支持等服务，并收取相应服务费。截至 2020 年 3 月 31 日，公司已获授权在天猫医药平台承接管理或开设超过 80 家品牌旗舰店。

目前运营的商品类目包括医疗器械、保健用品、保健食品、成人计生、隐形眼镜、特医食品以及医疗和健康服务，同时为天猫提供滋补保健品（不含保健食品和特医食品）类目的外包及增值服务。2020 财年，天猫医药平台 GMV 超过人民币 835 亿，年度活跃消费者超过 1.9 亿人。天猫医药馆平台业务随着入驻商家的不断增加，未来有较大增长潜力，变现率也由 2018 财年的 0.4% 上升到 2020 财年的 1.4%，我们认为可能是因为 B2C 业务的增加导致。

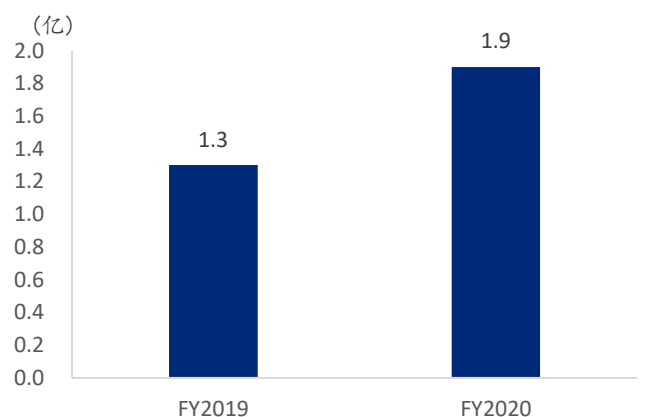
2020 年 2 月，阿里健康以向阿里巴巴控股的全资附属公司 Ali JK Nutritional Products 发行新对价股份的方式，达成对 1) 天猫的产品和服务包括药品、特医食品，以及天猫超市销售的医疗器械、成人用品、保健用品、医疗及健康服务，以及目标蓝帽子保健食品；2) 天猫国际产品及服务类目收购协议。2020 年 4 月完成交易后，Ali JK 成为阿里健康的直接全资附属公司财务并开始并表。此次收购药品类目完整了医药产业的主要类目，使公司更加聚焦医药产业，并且将直接增厚业绩。

图表 48: 天猫医药平台 GMV



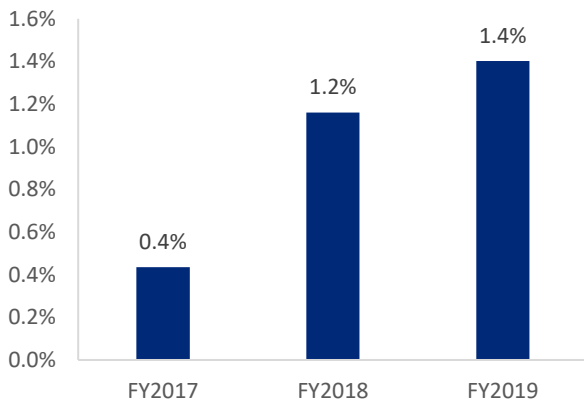
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 49: 天猫医药平台年度活跃用户数



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 50：阿里健康天猫医药平台变现率



资料来源：公司数据、浦银国际

2. 医药电商新零售：势在必行

医药电商新零售业务是指线上服务与线下体验相结合的零售新模式。药品有别于普通商品，线下服务体验和需求时效性较强，线下药店的优势是阿里健康医药电商不具备的，例如医保报销、门店地理优势，并且线下药店的品类也和医药电商品类重复，会对医药电商造成竞争。在医药分家、处方外流的趋势下，发展新零售业务势在必行，是阿里健康发展医药电商和承接医疗需求的重要一环。

2016年，阿里健康牵头成立中国医药O2O先锋联盟。截至2020年3月，阿里健康已于杭州、北京、广州、深圳、武汉、上海、成都等14个城市推出了“30分钟送达、7×24小时送药”服务，同时已在全国超过140个城市推出“急送药”服务。除了以联盟的形式争夺线上流量，阿里健康还通过对线下药店的战略性布局，通过投资线下药房连锁，增强与实体药店的合作。公司已战略入股甘肃德生堂医药、贵州一树连锁药业等线下实体药房。

随着政策放开，公司的O2O处方药业务“放心购药”计划也在2020年2月上线，全国慢性病患者可以在天猫医药电商平台购买处方药。公司拥有线上复诊和处方开方合规系统，为患者提供线上复诊——处方——买药——送药上门的互联网医疗全流程体验。

虽然目前O2O业务仅在浙江省衢州市实现了在线医保支付试点，但未来随着新零售模式不断普及，以及消费者线上购药习惯逐渐养成，医保政策有望给予新零售模式同等的报销待遇，阿里健康的医药电商增速也有望进一步提升。

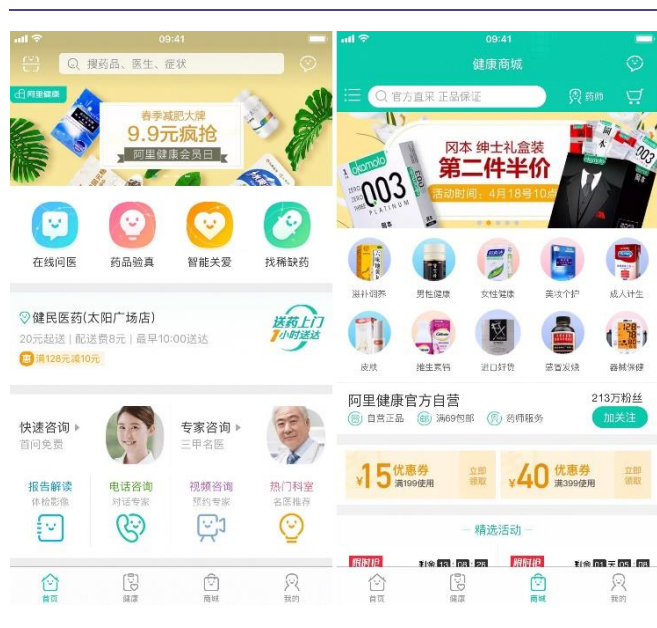
互联网医疗发展潜力巨大

● 线上问诊新起点

阿里健康的互联网医疗业务主要为终端消费者提供健康咨询服务和指导。截至 2020 年 3 月底，阿里健康共签约提供在线健康咨询服务的执业医师、执业药师和营养师超过 42,000 人，其中主治、副主任及主任医师超过 29,000 人。目前阿里健康的线上问诊的模式仍处于探索发展阶段。目前大多数问诊平台通过 AI 辅诊+自聘和合作医生的模式提供服务。线上问诊模式的优势主要来自于便利程度，可减少问诊的交通和排队时间，并减少医院交叉感染的风险。问诊平台稳定的医生团队，优质的、较为稀缺的医生资源也同样重要。

2020 年 9 月 3 日，阿里健康 APP 更名为“医鹿”，更换了图标，APP 界面也做了改动，不再有电商入口，只有问诊入口。这标志着接下来阿里健康将在“医疗”上倾斜更多的资源投入，独立于医药电商，打造更专业的线上问诊平台。

图表 51: 阿里健康原 APP 界面



资料来源：阿里健康 APP、浦银国际

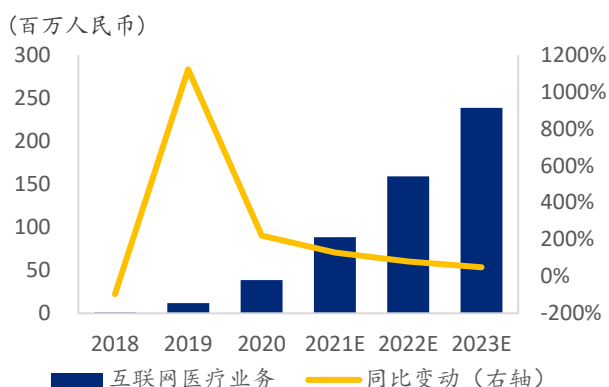
图表 52: 升级更名后的医鹿 APP 界面不再设有电商入口



资料来源：阿里健康（医鹿）APP、浦银国际

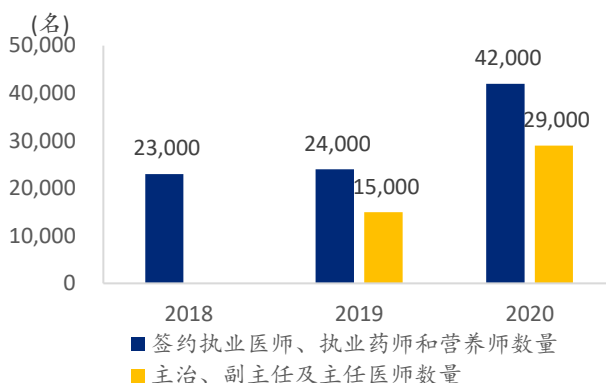
公司互联网医疗业务仍处于发展前期，收入贡献较少，但增速较快。2020 财年贡献收入人民币 3,842 万，同比增长 221%，贡献收入占总收入 0.4%。

图表 53: 阿里健康互联网医疗业务收入



E=浦银国际预测
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 54: 签约执业医师、执业药师和营养师数量



* 2018 年末披露主治、副主任及主任医师数量
资料来源: 公司数据、浦银国际

● 与支付宝合作，发展线下医疗资源

阿里健康连接线下医疗资源主要依靠与支付宝合作。2019 年，公司引入蚂蚁金服成为股东，在支付宝客户端上有独立的医疗健康频道。基于与支付宝于 2018 年 11 月签订的战略合作协议，阿里健康负责管理在支付宝的医疗健康频道中的医疗健康行业合作伙伴。截至 2020 年 3 月末，支付宝已经签约的医疗机构数超过 15,000 家，其中二级和三级医院数量超过 3,900 家，并在全国 17 个省，近 400 家三级医院接通医保支付。疫情期间使用医疗健康服务的活跃用户数呈现爆发性增长。2020 年一季度，支付宝医疗健康频道累计净活跃用户数超过 3.9 亿。

2019 年 1 月，阿里健康和蚂蚁金服共同投资的浙江扁鹊承建发布了浙江省互联网医院平台，成为全国第一个集监管能力和服务能力于一体的区域互联网医疗平台。截至 2020 年 3 月底，监管和服务两个子平台已有超过 400 家包括三甲医院在内的医疗机构入驻，实现了浙江省所有地级市的全覆盖。浙江扁鹊主要业务包括：1) 为各地监管机构建设居民电子健康卡系统、互联网医院平台、处方交换及监管中心；2) 为医院搭建医疗信息系统及数据中心；3) 通过大数据和 AI 实现临床辅助、患者信息管理及电子用药记录等。

今年 4 月，阿里健康联合支付宝，在山东济南创新试点并跑通全国首个基于医保电子凭证的互联网医疗模式，实现包括医保电子凭证申领+在线覆诊+在线处方流转+在线医保支付+药品配送到家在内，从问诊到购药全覆盖的在线医保一条龙服务。这一模式也标志着阿里健康在新的政策和行业发展机遇下，又一次对医疗行业具有重大意义的创新。

我们认为，虽然目前阿里健康在线下医疗资源的优势主要体现在浙江省内，但未来有望凭借建立浙江省互联网医院平台的运营经验，帮助更多线下医院建立和提供互联网诊疗服务。而在山东的在线化处方流转模式的成功经验也将为公司赢得更多地区的拓展机会。

数字基建业务打造智慧医疗

● 数字医疗初试牛刀

阿里健康的数字医疗业务主要包括与政府、医疗机构和科研院所等机构合作的智能医疗业务。医疗信息化平台业务方面，该业务板块的代表项目之一是为杭州余杭区政府建造的“健康余杭智慧云”项目，助力余杭区政府高效监管区域内的医疗资源、医疗水平和居民健康情况，通过大数据分析做好医疗资源的合理规划。

阿里健康还依托阿里巴巴集团的大数据和 AI 技术提供有广泛应用前景的医疗智能人工系统。目前提供的产品包括脑健康筛查 AI 引擎、慢阻肺 AI 引擎，动态心电 AI 引擎，癫痫 AI 引擎，数字口腔正畸 AI 引擎等。在疫情期间，阿里健康业通过 AI 技术帮助医生快速筛查 CT 影响进而快速排查患者。

阿里健康通过控股的熙牛科技的云医院信息平台产品，开发用于大型医疗集团或医联体的智能健康云平台，并已在浙江大学医学院附属第一医院两院区落地商用。公司还成功开发了以覆盖区域所有医疗机构全量业务数字化为重点的区域智能健康云平台，将有力推动区域内医疗机构与卫生行政主管部门、医疗体系与公共卫生体系的互联互通，降低信息化升级成本，提升医疗数据提取运用的效率和价值。目前智能健康云平台产品已经在全国数个省份成功中标，建立了可观的项目储备。

● 追溯业务稳定增长

阿里健康的追溯业务起源于中信 21 世纪，原国家食品药品监督管理局 2005 年与中信 21 世纪合作建设中国药品电子监管平台，2014 年阿里入股中信 21 世纪，随后更名为阿里健康，并继续推进公司追溯业务。阿里健康于 2016 年推出第三方药品追溯平台“码上放心”，可无缝对接国家药监局的监管信息平台中国药品电子监管网，不仅能实现药品流向监控，还能用于药品紧急调派与召回。截至 2020 年 3 月，“码上放心”平台入驻的药品生产企业数量占中国药品在产生企业总数 90% 以上，其中疫苗生产企业的覆盖率已达到 100%。

“码上放心”推出的背景为原药品电子监管码由原国家食药监总局强推，但由阿里健康运营。部分药品流通企业认为阿里健康同时作为药物流通方与监管平台运营方，存在利益冲突。鉴于争议较大，原国家食药监总局于 2016 年暂停执行电子监管码的相关规定，阿里健康则于同年推出第三方追溯平台“码上放心”，企业可自行选择是否选用第三方追溯平台或自建追溯体系。

新修订的《药品管理法》明确规定要建立健全的药品追溯制度，国家药监局也陆续出台追溯体系建设标准。公司取得了国家信息安全等级保护三级认证，成为全国首个符合国家疫苗追溯标准要求、药品追溯标准要求的第三方追溯平台。出于节省开发和维护成本考虑，大部分药企更倾向于选择第三方追溯平台，主要包括阿里健康、爱创、嘉华汇诚和紫云等。我们认为，未来政策转向的可能性较小，这块业务将稳定发展。

图表 55：我国药品追溯体系建设时间轴



资料来源：国家药监局、浦银国际整理

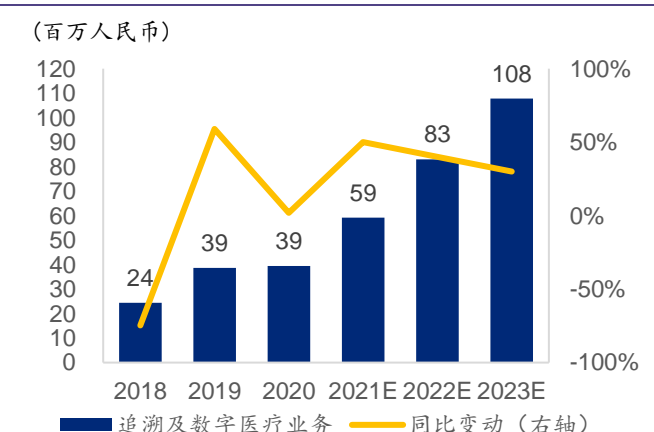
此外，公司追溯技术未来还可拓展至医药临床试验阶段和非药品追溯领域。在疫情期间，阿里健康还对拓展“码上放心”至非药物品类进行了尝试。由于多个新冠肺炎确诊病例疑与生鲜食品相关，各地市场监管部门纷纷开展了针对生鲜食品的安全检查，而阿里健康开发出了针对食品供应的追溯系统“晓鲜肉”，消费者通过扫描二维码便能了解食品的生产、运输、出入库、销售等多个环节。未来若需求成熟，阿里健康便能将其应用于如生鲜、奶粉、饮品、食品等消费者更注重生产全流程的商品。

图表 56：“码上放心”追溯码



资料来源：浦银国际

图表 57：数字医疗&追溯业务收入



资料来源：公司数据、浦银国际预测

估值分析与预测

● 首予阿里健康买入评级，目标价 28.0 港元

我们首予公司买入评级，目标价 28.0 港元。阿里健康背靠阿里巴巴集团，医药电商具有天然的流量优势，增速高且具有确定性，扭亏为盈在即。但公司不止步于医药电商，而是积极发展更大版图的互联网医疗，给未来发展带来更多想象空间。因此我们给予阿里健康（241.HK）“买入”评级。

公司目前仍处于亏损状态，我们采用 P/S（市销率）对公司股票进行估值，目标价 28.0 港元，对应 2021 年，即 2022 财年（截止 2022 年 3 月 31 日）的 12.2 倍的市销率。

互联网医疗的可比公司较少，港股可对标互联网医疗企业仅有平安好医生（1833.HK），目前股价对应 11.0 倍 2021 年市场预期收入。美股可对标企业有 111 集团（1 药网、1 药城母公司），但关注度较相对低，较难参照其估值水平。

互联网可比公司中，京东等电商平台以及阿里和腾讯等综合性平台的估值分别为 2021 年市销率平均值 3.0 倍和 5.5 倍，但对应的增速相对较阿里健康低，2021 年收入平均增速分别为 25% 和 30%。因此，阿里健康的市销率倍数对应 2021 年收入 74% 同比增速属于合理水平。

图表 58：阿里健康预估市销率



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 59：互联网医疗企业估值对比

股票代码	公司	市值 (百万美元)	股价 (Lcy)	P/S (市销率)			收入增速		P/E (市盈率)		
				2019A	2020E	2021E	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
互联网医疗											
241 HK	阿里健康	36,886	21.25	27.5	14.9	9.2	73.9	61.6	N/A	881.6	420.8
TDOC US	Teladoc	18,094	218.11	32.9	18.3	13.3	79.0	37.1	N/A	N/A	N/A
1833 HK	平安好医生	15,100	102.00	20.6	15.2	11.0	32.3	37.9	N/A	N/A	N/A
YI US	111 集团	541	6.57	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均值				27.0	16.1	11.2	61.7	45.5	N/A	881.6	420.8
电商平台											
JD US	京东	124,863	79.79	1.5	1.1	0.9	27.2	21.7	75.8	50.6	34.8
PDD US	拼多多	95,259	79.54	21.0	13.2	8.5	62.0	54.8	N/A	N/A	300.7
EBAY US	eBay	38,808	55.45	3.6	3.6	3.4	(1.4)	7.2	20.0	15.6	14.1
VIPS US	唯品会	10,545	15.6	0.8	0.7	0.6	4.8	13.6	16.0	12.7	10.6
BZUN US	宝尊	2,584	33.78	2.4	1.9	1.5	22.9	28.7	36.1	25.3	17.8
平均值				5.9	4.1	3.0	23.1	25.2	37.0	26.0	75.6
综合性平台											
AMZN US	亚马逊	1,646,249	3286.65	5.9	4.5	3.8	31.4	18.3	101.1	69.0	54.7
9988 HK	阿里巴巴	815,531	292.00	11.0	8.1	6.5	32.3	26.1	41.0	32.3	25.8
700 HK	腾讯	688,858	557.00	12.4	9.7	7.9	27.0	23.1	49.1	38.2	31.0
3690 HK	美团	208,838	275.20	14.7	12.6	8.5	14.6	48.3	760.8	281.9	86.6
NTES US	网易	62,607	90.60	6.7	5.8	5.0	22.8	16.3	27.1	24.1	20.7
BIDU US	百度	43,143	126.49	2.7	2.8	2.4	(1.5)	13.2	19.7	16.6	13.7
TCOM US	携程	19,079	32.17	3.6	7.1	4.3	(49.0)	65.9	23.2	N/A	26.5
平均值				8.1	7.2	5.5	11.1	30.2	146.1	77.1	37.0

E=Bloomberg 预测; 数据截止 2020 年 10 月 12 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

我们回顾了阿里健康的股价表现, 从下图中, 能够看到公司的股价变动较大, 且大多数股价波动是由事件驱使, 与港股市场整体表现的关联度并不高。例如: 2016 年 6 月, 第三方平台网上零售被叫停, 股价低迷; 而 2019 年底网售处方药放开, 市场立刻给予积极反应。

图表 60：阿里健康 (241.HK) 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 财务预测

我们对于收入的增长预期在 2021、2022 和 2023 财年为 74%，62%和 50%。由于疫情最严重的 2020 年第一季度属于 2020 财年，因此 2021 财年的增速会较 2020 财年低。增长最快的板块主要是互联网医疗业务和医药电商自营及平台业务。互联网医疗业务由于基数小，且公司的智能健康云平台产品已经在全国数个省份成功中标，项目储备将带来收入增长。而医药电商业务由于可以继续靠阿里系的导流，增速高且具有确定性。我们对于各板块的增长预测如下：

图表 61：阿里健康财务预测

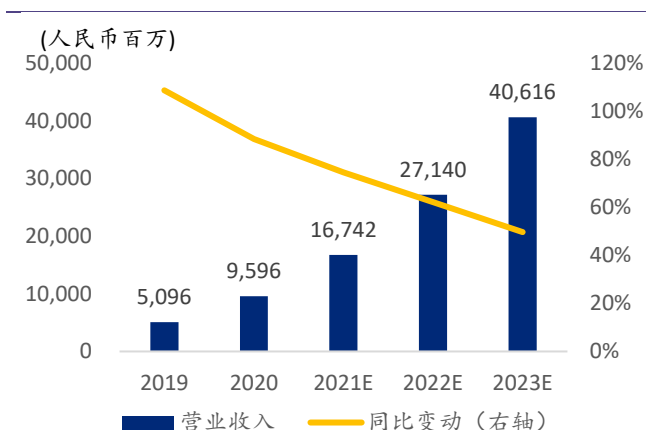
人民币百万元	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E	
营业收入	5,096	9,596	16,742	27,140	40,616	
YoY		109.0%	88.0%	74.0%	62.0%	50.0%
医药自营业务	4,227	8,134	14,316	23,192	34,787	
YoY		91.3%	92.4%	76.0%	62.0%	50.0%
医药电商平台业务	690	1,170	1,931	3,186	4,779	
YoY		296.8%	69.6%	65.0%	65.0%	50.0%
消费医疗业务	128	214	347	521	703	
YoY		275.5%	67.1%	62.0%	50.0%	35.0%
追溯及数字医疗业务	39	39	59	83	108	
YoY		59.0%	2.0%	50.0%	40.0%	30.0%
互联网医疗业务	12	38	88	159	239	
YoY		1123.2%	221.2%	130.0%	80.0%	50.0%

E=浦银国际预测

资料来源：公司数据、浦银国际

我们预计公司在 2021 年扭亏为盈，归母净利润在 2021、2022 和 2023 财年分别为 26.7、224.7 和 600.9 百万元，两年达到净利润增长 21.5 倍。虽然对于阿里健康而言，医药电商板块实现盈利并不难，但公司在互联网医疗和数字基建业务方面的投入也将会加大，因此，我们预计归母净利润在 2021 财年并不会太大。

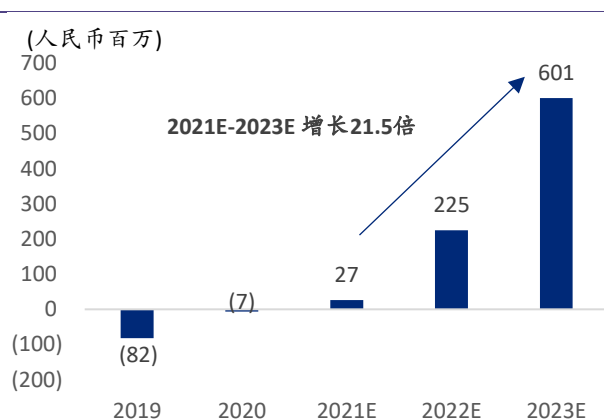
图表 62：阿里健康营业收入



E=浦银国际预测

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 63：阿里健康归母净利润

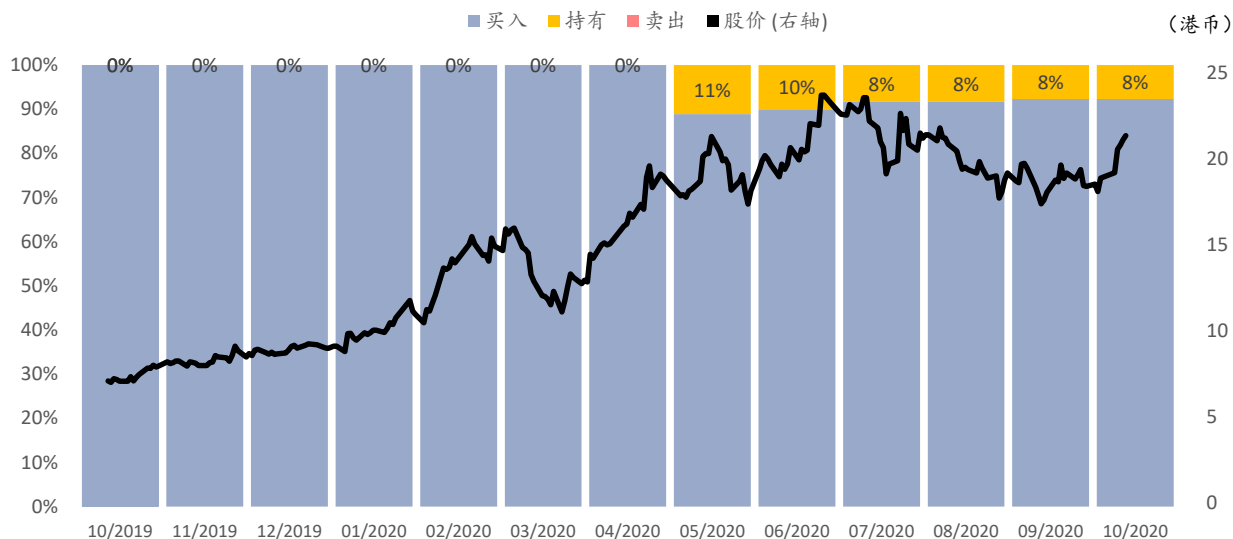


E=浦银国际预测

资料来源：公司数据、浦银国际预测

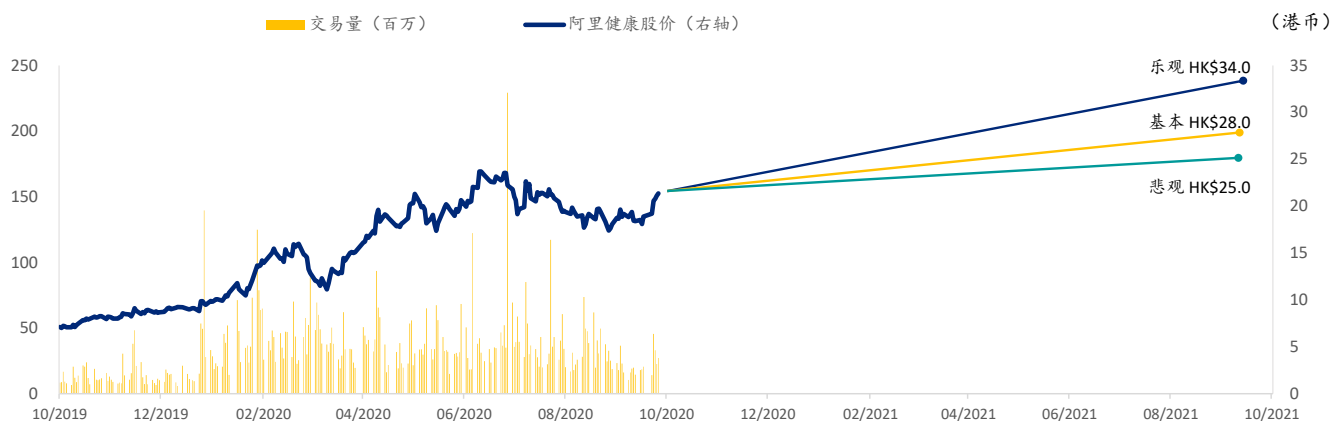
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 64: 阿里健康市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 65: 阿里健康 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 34.0 港元

- 线下医疗资源拓展好于预期;
- 医保连接政策发展迅速;
- 数字医疗开拓其他地区进展顺利。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 25.0 港元

- 医药电商政策变化;
- 线下医疗资源拓展不如预期;
- 医保连接政策支持不如预期;
- 医药电商竞争激烈。

资料来源: 浦银国际

阿里健康公司背景

● 公司介绍

阿里健康是阿里巴巴集团在大健康领域的旗舰平台，主要业务包括：1) 医药自营业务；2) 医药电商平台业务；3) 消费医疗业务；4) 追溯及数字医疗业务；以及5) 互联网医疗业务。上述5项业务于2020年财政年度分别贡献公司收入85%、12%、2%、0.4%、0.4%。

1. 医药自营业务

是公司收入主要来源，公司通过阿里健康大药房和阿里健康海外旗舰店销售处方药、OTC药、保健滋补品、医疗器械等多类商品，从而赚取进销差价。截至2020年3月，阿里健康线上自营店年度活跃消费者数量超过4800万。

2. 医药电商平台业务

通过运营天猫医药平台（天猫医药馆），通过收取佣金和会员费的形式获得收入。公司运营的天猫医药平台2020财年产生的GMV（商品交易总额）超过人民币835亿元，年度活跃消费者超过1.9亿。

3. 消费医疗业务

销售医美、口腔、疫苗、体检等服务，公司通过为入驻阿里健康的健康医疗合作伙伴提供平台维护、客户预约、广告营销等服务，并向医疗健康机构收取相关服务费用。该服务费用金额，一般为固定或按消费医疗产品销售价格的一定比例确定。

4. 追溯及数字医疗服务

主要为公司通过“码上放心”追溯业务为药品和疫苗等医药产品赋上追溯码，通过追溯码可了解到药物生产、流通、使用全生命周期的相关信息。公司为提供追溯码向医药企业收取技术服务费作为收入。截至2020年3月底，“码上放心”平台入驻药品生产企业在全国在生产药品企业总数的占比超过90%。

5. 互联网医疗业务

主要组织医生为客户提供线上健康咨询。公司通过收取咨询费用的一定比例作为佣金计入收入。截至2020年3月底，公司已与超过4万名医生、药师、营养师签约。

● 前十大股东

图表 66: 阿里健康主要股东 (截至 2020 年 10 月 12 日)

	主要股东	占比(%)
1	Alibaba Group Holding Ltd	64.99
2	UNI-Tech International Group Ltd	5.78
3	Vanguard Group Inc/The	1.07
4	BlackRock Inc	0.83
5	Antfin Hong Kong Holding Ltd	0.45
6	Krane Funds Advisors LLC	0.38
7	Credit Suisse Group AG	0.22
8	Government Pension Investment Fund	0.20
9	Norges Bank	0.20
10	Swedbank AB	0.17

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 67: 阿里健康发展里程碑

时间	里程碑
2014 年 1 月	阿里巴巴集团和云锋基金以 13.3 亿港元入股中信 21 世纪(00241.HK), 交易完成后, 阿里巴巴集团和云锋基金作为一致行动人合计持有中信 21 世纪 54.3% 股权。阿里巴巴集团及云锋基金分别持有 38.1% 及 16.2% 公司股权。
2014 年 4 月	阿里巴巴集团和云锋基金完成对中信 21 世纪的入股。
2014 年 10 月	中信 21 世纪(00241.HK)正式改名为“阿里健康”。
2015 年 4 月	阿里巴巴集团以 194.48 亿港元转让天猫在线大药房业务的营运权给阿里健康, 以换取阿里健康新发行的股份和可转股债券。
2016 年 6 月	阿里健康宣布上线追溯平台“码上放心”。
2016 年 8 月	阿里健康完成收购广州五千年医药连锁有限公司之全部股权, 并后续更名为阿里健康大药房医药连锁有限公司。
2016 年 9 月	阿里健康公告与天猫签订服务协议, 为天猫平台医药相关类目(包括非处方药、医疗器械、隐形眼镜、成人计生、医疗及健康服务等)提供招商、商户客服、技术支持等外包及增值服务, 天猫则向阿里健康支付相关服务费用。
2017 年 5 月	阿里健康以 38 亿港元收购天猫平台“蓝帽子”保健食品相关业务。
2018 年 5 月	阿里健康与阿里巴巴集团签署协议, 以约 106 亿港元的价格收购天猫医疗器械及保健用品、成人用品、医疗和健康服务等业务。
2020 年 2 月	阿里健康以 80.75 亿港币向阿里巴巴集团进一步收购天猫平台上如特医食品等类目。

资料来源: 公司公告、浦银国际

● 公司管理层

图表 68: 阿里健康公司管理层

姓名	职位	履历
朱顺炎	首席执行官，执行董事	阿里巴巴控股创新业务事业群总裁。自 2020 年 5 月起为 A 股上市公司美年大健康之董事。其于 2003 年创办武汉迅彩科技公司，并于 2007 年加入 UC 浏览器创业团队，出任高级副总裁，负责 UC 浏览器的市场推广及商业化体系搭建。中国燕山大学计算系学士，华中理工大学计算机软件专件硕士。
汪强	执行董事	曾于 2017 年 9 月至 2020 年 3 月担任阿里健康首席财务官，目前担任阿里健康若干附属公司之董事，同时担任阿里巴巴集团之顾问。历任银泰商业（集团）有限公司之副总裁及首席财务官，并曾于法国威立雅水务集团（亚太区）及 ABB（中国）投资有限公司担任过多个财务管理职位。其于 2013 年至 2018 年间曾担任武汉武商集团股份有限公司（00501.CH）董事。中国人民大学经济学学士。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 阿里健康财务报表

图表 69: 阿里健康利润表

(百万人民币)	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
收入	5,096	9,596	16,742	27,140	40,616
收入成本	(3,765)	(7,365)	(12,858)	(20,681)	(30,665)
毛利	1,331	2,231	3,884	6,459	9,951
履约	(572)	(1,098)	(2,000)	(3,257)	(4,874)
销售及市场推广开支	(455)	(723)	(1,239)	(1,900)	(2,640)
行政开支	(181)	(220)	(368)	(543)	(731)
产品开发开支	(219)	(253)	(368)	(489)	(609)
其他收入及收益	67	161	281	456	682
其他开支	(3)	(34)	(60)	0	0
经营利润	(31)	65	130	727	1,779
财务费用	(28)	(22)	(3)	(5)	(6)
合资公司	(1)	(13)	(17)	(27)	(17)
联营公司	(1)	(21)	(33)	(54)	(41)
除税前利润 (亏损)	(61)	9	76	641	1,715
所得税开支	(31)	(25)	(13)	(106)	(283)
本年度净利润 (亏损)	(92)	(16)	64	535	1,432
- 归属于非控股权益	(10)	(9)	37	311	831
- 归属于母公司拥有人	(82)	(7)	27	225	601

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报、浦银国际

图表 70: 阿里健康资产负债表

(百万人民币)	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
存货	596	1,217	1,953	2,353	2,688
应收账款及应收票据	365	325	868	1,065	1,828
预付账款、其他应收款项及其他资产	323	413	871	1,211	1,905
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	1,737	402	402	402	402
受限制现金	2	60	60	60	60
抵押存款	0	0	0	0	0
现金及现金等价物	280	2,595	11,572	12,350	13,222
流动资产总额	3,303	5,013	15,726	17,442	20,105
物业及设备	9	13	16	17	18
投资物业	0	11	10	10	9
使用权资产	0	59	56	54	51
其他无形资产	0	4	4	4	4
商誉	27	55	55	55	55
于合资公司之投资	11	111	95	67	50
于联营公司之投资	1,965	1,946	1,912	1,858	1,817
长期应收款项	39	22	70	19	70
指定为以公允价值计量且其变动计入其他全面收益之权益投资	120	173	173	173	173
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	508	463	463	463	463
受限制现金	0	0	0	0	0
长期存款	0	0	0	0	0
非流动资产总值	2,678	2,857	2,854	2,720	2,709
计息借贷	1,700	0	0	0	0
租赁负债	0	32	40	40	40
以公允价值计量的金融负债	0	0	0	0	0
应付账款及应付票据	903	1,866	2,106	2,653	3,228
其他应付款项及应计费用	464	513	896	1,371	1,990
递延收入	0	0	0	0	0
合约负债	152	171	171	171	171
预收账款	0	0	0	0	0
客户垫款	0	0	0	0	0
应付税项	15	28	28	28	28
流动负债总额	3,233	2,610	3,241	4,263	5,457
计息银行贷款	0	0	0	0	0
租赁负债	0	38	53	78	104
递延税项负债	12	20	20	20	20
递延收益	0	0	0	0	0
非流动负债总额	12	58	73	98	124
股本	103	106	111	111	111
库存股份	(25)	(13)	(13)	(13)	(13)
储备	2,717	5,176	15,198	15,422	16,023
非控股权益	(58)	(67)	(30)	281	1,112
权益总值	2,737	5,203	15,266	15,802	17,234

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报、浦银国际

图表 71: 阿里健康现金流量表

(百万人民币)	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
除税前亏损	(61)	9	76	641	1,715
非经营性现金流	(34)	(44)	54	86	(185)
非现金支出	206	343	11	12	13
营运资金变动	269	230	(1,161)	134	(647)
其他	16	45	(16)	(110)	(42)
经营现金流	396	584	(1,037)	764	854
购买物业、厂房及设备	(6)	(8)	(10)	(10)	(10)
出售物业、厂房及设备	0	0	0	0	0
购置无形资产	0	(6)	0	0	0
购买金融资产	(2,276)	1,357	0	0	0
业务收购	(3)	(21)	0	0	0
注资联营公司	(983)	0	0	0	0
其他	872	23	0	0	2
投资现金流	(2,396)	1,345	(10)	(10)	(8)
发行新股	0	2,001	10,000	0	0
购回股份	(38)	(18)	0	0	0
银行贷款及其他借贷 / (还款)	1,700	(1,700)	23	25	26
其他	46	46	0	0	0
融资现金流	1,708	329	10,023	25	26
现金净流量	(291)	2,258	8,977	778	872

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报、浦银国际

平安好医生 (1833. HK): 线上问诊进入 2.0 时代

我们首次覆盖平安好医生(1833.HK), 首予买入评级, 目标价为 122.4 港元, 潜在升幅 20.0%。

- 线上问诊流量远超同业:** 平安好医生月活数和线上问诊量远超竞争对手, 最大的优势是享受平安集团的客户导流。公司前五大客户均为关联方和紧密联系人, 2019 年贡献收入的 39.7%。1H20 新增客户 56%来自平安集团客户。疫情期间平安好医生平台新用户注册和日均问诊量剧增, 其中轻症和慢病患者的需求未来可将持续。
- 未来增长来自于高端付费客户:** 疫情期间线上问诊用户激增, 作为头部企业, 平安好医生开始逐步迈入线上问诊 2.0 时代。我们预计未来付费用户增速将会保持高速增长, 基于: 1) 平安好医生背靠平安集团, 保险客户与线上问诊高端付费客户高度重合, 在付费用户的转化上已经站在了更高的起点。目前高净值人群的线上问诊付费渗透率低, 纵使平安好医生这类的头部公司, 付费用户占比也仅为 5.1%。2) 疫情带来的健康险意识加强有助与线上问诊付费业务形成闭环; 3) 领先的自有医生团队。
- 战略升级, 拭目以待:** 公司于 2020 年 5 月起委任平安医保科技联席董事长兼 CEO 方蔚豪出任新的执行董事、临时董事会主席及首席执行官, 平安医保科技在医保信息化建设方面有较为丰富的政府项目承接经验, 长期有助于平安好医生的互联网医院建设和地方医保资源拓展。平安好医生将战略升级推出子品牌“平安医家”, 打造服务用户和医生的双平台, 未来将负责用户和作为线上服务方, 与平安其他子公司一同打造平安集团医疗生态圈。
- 估值与分析:** 我们首予公司持有评级, 目标价 122.4 港元。因为公司仍处于亏损, 我们采用 P/S (市销率) 估值, 目标价对应 12.9 倍 2021 年市销率, 略高于可比互联网医疗公司平均水平, 因为线上问诊业务在市场上具有稀缺性。虽然管理层变动或带来战略调整的不确定性, 但未来战略调整显著, 也将提升估值。
- 投资风险:** 互联网医疗政策变动; 平安集团客户导流减少; 付费用户发展不如预期; 线下医疗资源开拓竞争激烈, 发展不如预期; 战略调整短期内需要时间。

图表 72: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入净额	3,338	5,065	6,782	9,543	13,444
总收入同比增速	79%	52%	34%	41%	41%
股东应占净利	(912)	(734)	(634)	(160)	393
净利润同比增速	9%	20%	14%	75%	NA
P/S (X)	25	18	15	11	8
ROE (%)	(13)	(7)	(7)	(2)	4

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

评级 买入

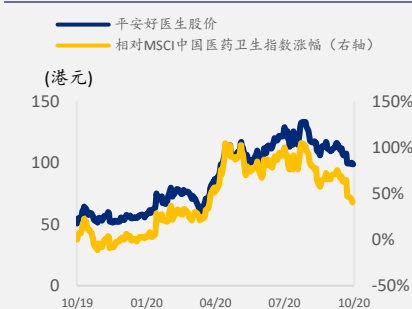
目标价 (港元)	122.4
潜在升幅/降幅	+20.0%
目前股价 (港元)	102.0
52 周内股价区间 (港元)	50.6-135.0
总市值 (百万港元)	117,024
近 3 月日均成交额 (百万港元)	660

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 平安好医生

利润表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,338	5,065	6,782	9,543	13,444
营业成本	(2,426)	(3,894)	(5,018)	(6,871)	(9,411)
毛利润	912	1,171	1,763	2,672	4,033
毛利率	27%	23%	26%	28%	30%
销售费用	(1,238)	(1,207)	(1,492)	(1,727)	(2,286)
管理费用	(995)	(1,075)	(1,356)	(1,556)	(1,882)
折旧及摊销	(45)	(146)	(158)	(123)	(96)
核心经营利润	(1,321)	(1,111)	(1,085)	(611)	(134)
核心经营利润率	-40%	-22%	-16%	-6%	-1%
其他收益	183	109	136	143	202
其他收入	28	42	56	79	111
财务费用	202	253	248	234	239
分占联营公司亏损	(4)	(27)	(7)	(10)	(13)
税前收入	(912)	(734)	(652)	(164)	404
所得税	(1)	(13)	11	3	(7)
净利润	(913)	(747)	(641)	(161)	397
少数股东权益	(1)	(13)	(6)	(2)	4
公司股东权益	(912)	(734)	(634)	(160)	393

现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年内亏损	(913)	(747)	(641)	(161)	397
折旧和摊销	45	146	158	123	96
财务费用-净值	(202)	(253)	(248)	(234)	(239)
贸易及其他应收款项增加/(减少)	(39)	(341)	(454)	(696)	(1,188)
贸易及其他应付款项增加	85	681	681	920	1,288
其他	(61)	9	7	10	13
经营活动所得现金流量净额	(1,085)	(504)	(497)	(39)	368
处置物业、厂房及设备的所得款项	0	2	0	0	0
购买物业、厂房及设备	(198)	(133)	(100)	(100)	(100)
处置金融资产的所得款项	1,406	1,890	0	0	0
购买按公允价值计入损益的金融资产	(1,561)	(5,246)	0	0	0
收回三个月以上定期存款所得款项	327	8,522	0	0	0
就三个月以上定期存款付款	(8,337)	(500)	0	0	0
其他	(1,194)	(58)	248	234	239
投资活动所用现金流量净额	(9,557)	4,477	148	134	139
发行股份所得款项	7,100	0	69	0	0
银行贷款及其他借款所得款项	0	0	0	0	0
银行贷款及其他借款还款	0	0	0	0	0
其他	(84)	9	0	0	0
融资活动所得/(所用)现金流量净额	7,016	9	69	0	0
现金及现金等价物增加/(减少)净额	(3,627)	3,981	(280)	95	507
期初的现金及现金等价物	4,595	926	4,965	4,685	4,780
外币汇率变动影响净额	(41)	58	0	0	0
期末的现金及现金等价物	926	4,965	4,685	4,780	5,287

资产负债表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	926	4,965	4,685	4,780	5,287
存货	39	75	154	272	414
应收款项	431	649	948	1,405	2,279
合同资产	61	141	141	141	141
预付款项、其他应收款项及其他资产	372	223	298	420	591
以摊余成本计量的金融资产	0	575	575	575	575
按公允价值计入损益的金融资产	521	1,849	1,849	1,849	1,849
定期存款	5,745	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总额	8,094	8,478	8,651	9,442	11,137
商誉	967	967	967	967	967
物业、厂房及设备	172	186	191	194	196
使用权资产	0	94	28	0	0
其他无形资产	86	106	110	112	114
于联营&合营公司的投资	255	510	503	493	480
预付账款及其他应收款项	0	7	7	7	7
以摊余成本计量的金融资产	0	1,516	1,516	1,516	1,516
按公允价值计入损益的金融资产	0	16	16	16	16
定期存款	2,799	500	500	500	500
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产总值	4,280	3,901	3,837	3,805	3,795
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款和其他应付款项	1,488	1,777	2,457	3,378	4,666
合约负债	619	837	837	837	837
租赁负债	0	51	51	51	51
其他	0	0	0	0	0
流动负债总额	2,106	2,665	3,346	4,266	5,554
租赁负债	0	44	44	44	44
应付账款和其他应付款项	0	0	0	0	0
非流动负债总额	0	44	44	44	44
股本	0	0	0	0	0
库存股份	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	13,332	13,519	13,588	13,588	13,588
累计亏损	(3,133)	(3,870)	(4,504)	(4,664)	(4,271)
权益	10,199	9,649	9,083	8,924	9,317
少数股东权益	68	21	14	13	17
权益总额	10,267	9,669	9,098	8,937	9,334

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (人民币元)					
每股收益 (基本)	(1.0)	(0.7)	(0.6)	(0.1)	0.3
每股收益 (摊薄)	(1.0)	(0.7)	(0.6)	(0.1)	0.3
每股净资产	9.6	9.0	7.9	7.8	8.1
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (倍)					
P/E	na	na	na	na	262
P/B	9	10	11	12	11
P/S	25	18	15	11	8
EV/EBITDA	na	na	na	na	na
股息率 (%)	na	na	na	na	na
盈利能力比率 (%)					
毛利率	27	23	26	28	30
归母净利润率	(27)	(14)	(9)	(2)	3
净资产收益率	(13)	(7)	(7)	(2)	4
资产回报率	(10)	(6)	(5)	(1)	3
投资资本回报率	(14)	(8)	(8)	(2)	4
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	79	52	34	41	41
EBIT增长率	61	(16)	(2)	(44)	(78)
归母净利润增长率	9	20	14	75	NA
偿债能力指标					
资产负债率	17	22	27	33	37
流动比率	384	318	259	221	201
速动比率	382	315	254	215	193
现金比率	44	186	140	112	95
经营效率指标					
应收帐款周转天数	48	39	43	45	50
应付帐款周转天数	210	153	154	155	156
存货周转天数	3	5	8	11	13

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

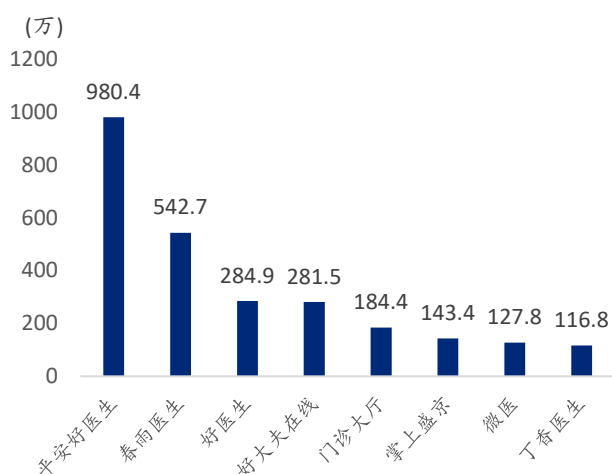
平安好医生 (1833.HK): 线上问诊进入 2.0 时代

线上问诊流量远超同业

● 平安集团导流优质客户资源

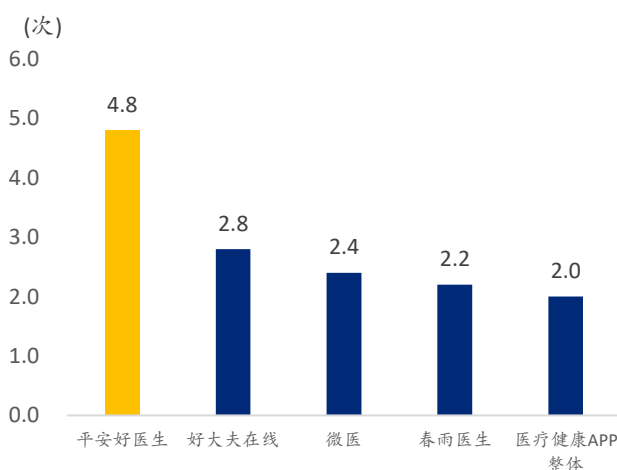
根据 2020 年 9 月平安投资者开放日上披露的数据, 平安好医生的全域生态 MAU 已达 6700 万, 超过互联网医疗行业前 2-10 家公司的流量总和。根据《2020 年中国互联网发展趋势报告》, 平安好医生 2020 年 2 月 APP 月活用户数达 980 万, 位列在线医疗 APP 首位, 其 3Q2019 APP 日均启动次数达到 4.8 次, 超过排名第二位的好大夫在线 2 次。

图表 73: 2020 年 2 月在线医疗 APP 月活用户数



资料来源:《2020 年中国互联网发展趋势报告》、浦银国际

图表 74: 医疗健康类 APP 日均启动次数(3Q2019)

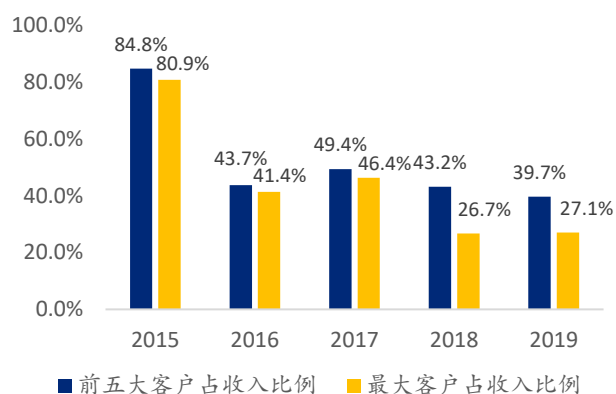


资料来源:《2020 年中国互联网发展趋势报告》、浦银国际

平安好医生相较于竞争对手最大的优势是享受平安集团拥有的客户基础, 相较于其他在线医疗企业拥有更高的起点。由于保险和线上问诊业务的客户比较契合, 平安集团对于平安好医生的支持主要体现在导流优质客户资源方面, 且在公司上市以来都较为稳定。

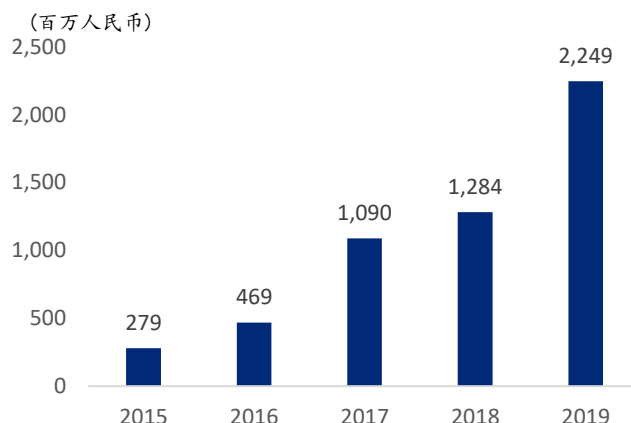
平安好医生前五大客户均为关联方和股东的紧密联系人。2019 年前五大客户贡献公司收入 39.7%, 较 2018 年的 43.2%略有下降。但第一大客户为平安寿险, 2019 年收入占比为 27.1%, 较 2018 年的 26.7%略微上升。从关联方的交易来看, 平安好医生提供的产品和服务(包括合同负债和收入)在 2019 年同比上升了 75%, 与收入的比值也有所提升, 从 2018 年的 38%上升到了 2019 年的 44%。

图表 75: 前五大客户和最大客户收入占比



资料来源: 公司资料、浦银国际

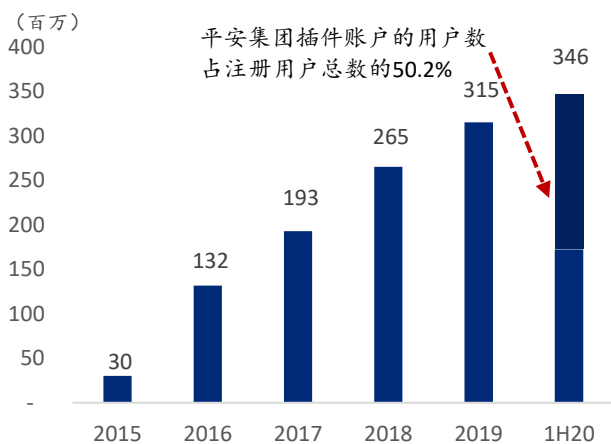
图表 76: 为关联方提供产品和服务上升较快



资料来源: 公司资料、浦银国际

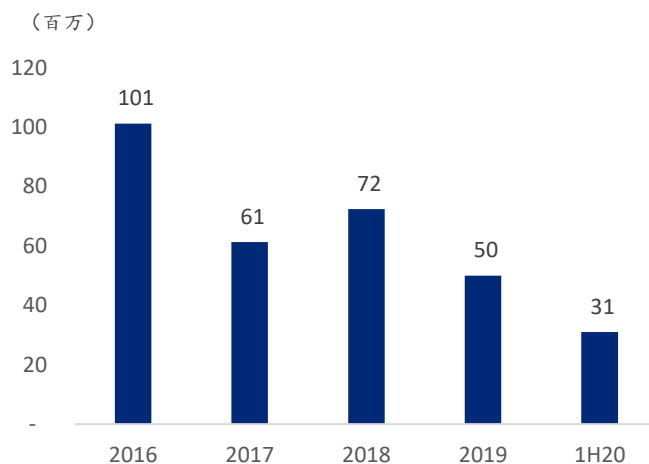
截至 1H20 末, 平安好医生注册用户数为 3.46 亿人, 其中 50.2% 来自平安集团客户导流。从新增客户来看, 1H20 平安好医生新增注册用户数约 3,100 万, 其中 56% 来自平安集团客户导流。

图表 77: 注册用户数和平安集团客户占比



资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 78: 新增注册用户数



资料来源: 公司资料、浦银国际

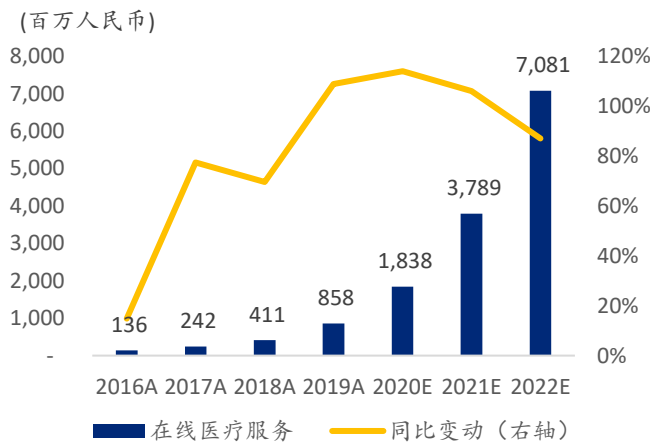
● 疫情促进问诊量高速增长

根据 Frost&Sullivan 数据，中国互联网医疗行业市场规模在 2019 年达到 270 亿人民币。在疫情之前，消费者对于该类就医模式认知水平仍较低，此次疫情提高了市场对在线医疗的认识。疫情高峰期，平安好医生平台累计访问超过 11 亿次，APP 新用户注册是疫情前 10 倍，日均问诊量为疫情前 9 倍，有利于公司迅速的对品牌和服务进行宣传。

2020 年上半年，平安好医生日均咨询量同比增长 27% 至 83.1 万次，截至 2020 年 6 月末，注册用户数相较 2019 年末增长 10% 至 3.46 亿。与此同时，月活跃用户数 MAU 和月付费用户数 MPU 也维持上升趋势，2020 年 6 月 MAU 和 MPU 同比增长 7% 和 32%。

此外，国家在疫情期间推出多项政策进一步推动互联网医疗服务的医保支付，而公司作为互联网医疗龙头率先接入湖北省互联网医保平台。湖北的患者只要使用平安好医生 APP 就能享受使用医保在线支付。公司一方面继续推进医保支付，另一方面则拥有与商业保险紧密的合作关系，有机会获得平安集团更多的产品、客户、渠道资源优势。

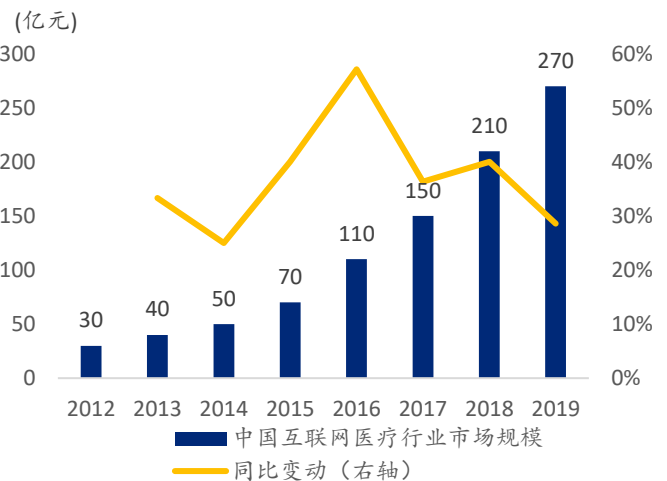
图表 79: 平安好医生在线医疗服务收入



E=浦银国际预测

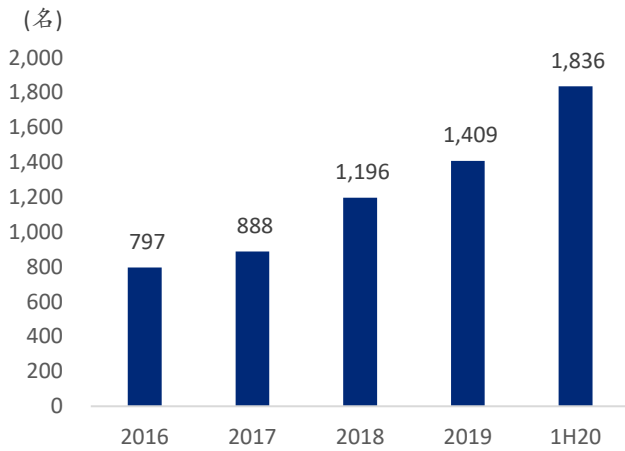
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 80: 中国互联网医疗行业市场规模



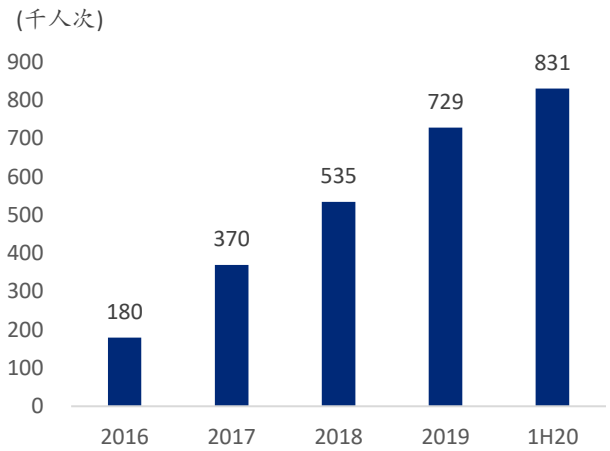
资料来源：Frost Sullivan、浦银国际

图表 81: 平安好医生自有医疗团队人数



资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 82: 平安好医生日均咨询量



资料来源: Frost Sullivan、浦银国际

线上问诊在疫情期间满足了部分因为无法出行或担心线下感染的问诊需求, 获得了高速增长的用户数量和问诊量。但疫情过后, 线上问诊可否持续? 不可否认, 大部分疫情期间的问诊需求无法持续。而对于轻症和慢病患者的需求, 上网看病购药习惯一旦养成, 未来可将持续。疫情期间, 某些地区互联网医疗政策较为支持, 患者网上问诊购药全流程体验是完整的: 网上复诊—电子处方—网上购药—医保支付—线下配送。未来互联网医疗医保的接入一旦在全国范围铺开, 发展前景可观。

在分级诊疗政策下, 大医院的门诊量减少是未来趋势, 这部分的门诊需求除了流入到县级医院和基层医院, 还有部分的问诊需求, 特别是复诊需求可以被线上问诊平台承接。因此, 线下医疗资源是未来复诊流量的一大重要来源。

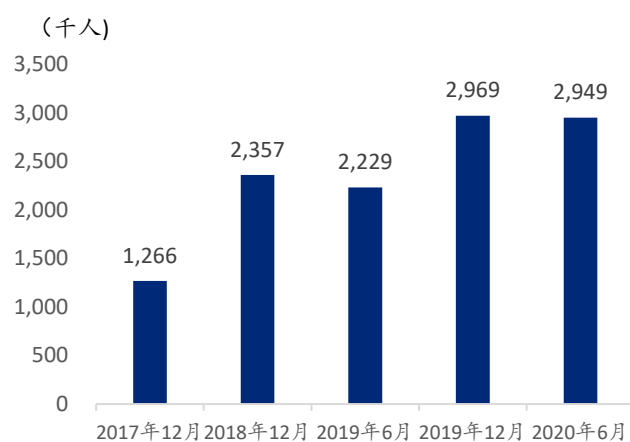
未来增长来自于高端付费客户

疫情期间线上问诊用户激增，线上问诊顺利迈过市场培育阶段。作为头部企业，平安好医生开始逐步迈入线上问诊 2.0 时代。我们预计未来付费用户将会保持高速增长，基于：1) 保险客户与高端付费客户高度重合，转化效率高；2) 疫情带来的健康险意识加强有助与线上问诊付费业务形成闭环；3) 领先的自有医生团队。

截至 1H20 期末，平安好医生注册用户数达 3.46 亿，相较 2019 年末注册用户数增长 10%。2020 年 6 月 MAU 相较于去年同期增长 7%至 67.3 百万人。截至 2020 年 6 月底，中国网民规模达 9.4 亿，平安好医生注册用户已达到中国网民数量约 37%，对于一个健康医疗 APP 而言，渗透率已经很高。因此注册用户的增速将会逐渐放缓，这从 2020 年上半年的新增用户数量增速有所体现，也属于正常现象。

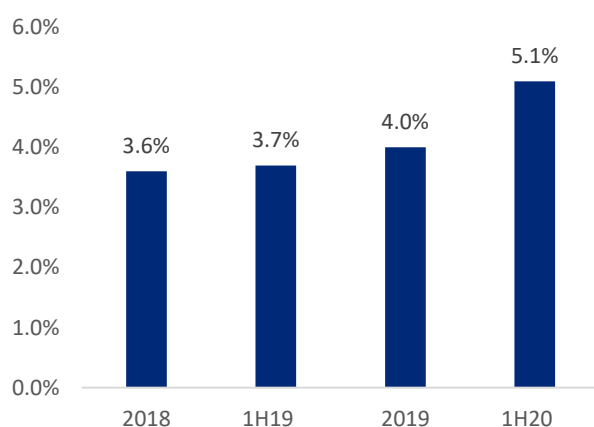
同时，付费用户数量持续增长，2020 年 6 月 MPU 同比增长 32%至 295 万人，1H20 付费用户转化率同比增长 1.4 个百分点至 5.1%。

图表 83: 平安好医生付费用户数



资料来源：公司资料、浦银国际

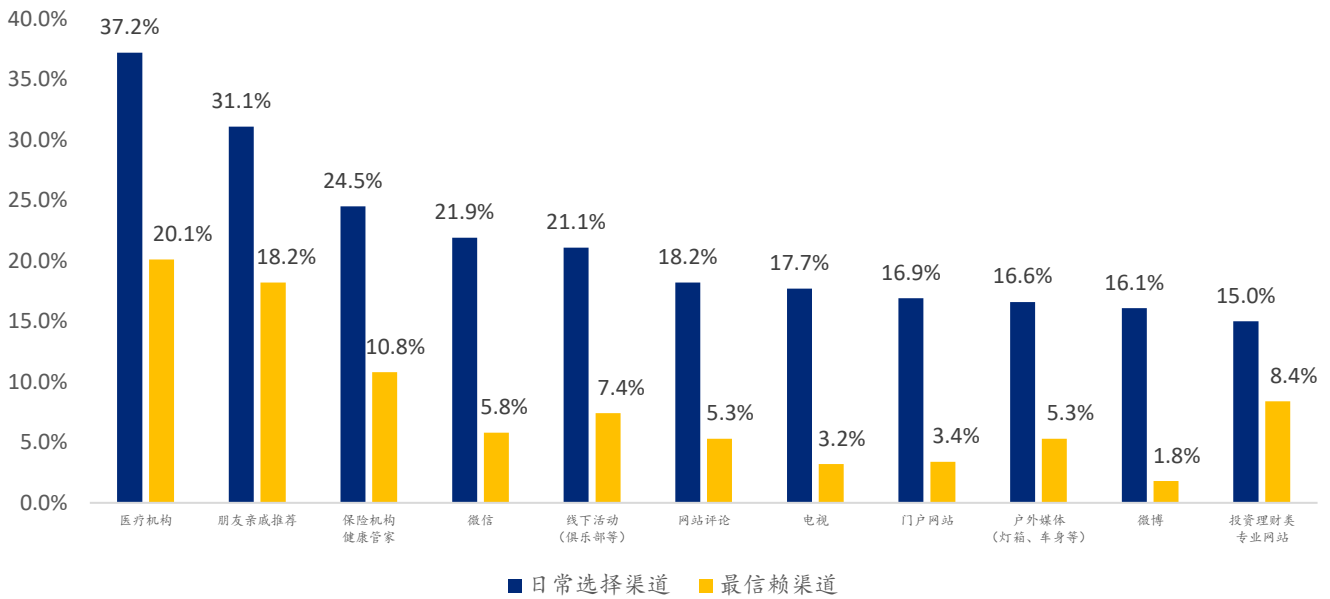
图表 84: 付费用户转化率



资料来源：公司资料、浦银国际

首先，真正有意愿有能力支付线上问诊的高净值人群并没有被完全渗透。胡润百富对于高净值人群的定义是指家庭资产超过 1000 万人民币，在中国大陆他们认为有近 160 万个高净值家庭。而一项针对高净值人群的调研显示，其中 24.5% 会选择保险机构的健康管家来获取医疗信息，仅排在医疗机构和亲戚朋友推荐前两大渠道之后。纵使像平安好医生这类的头部公司，2020 年上半年平均付费用户转化率也仅达到 5.1%，意味着广阔的空间还未被渗透。

图表 85：高净值人群获取医疗信息渠道



资料来源：《2020 中国高净值人群健康投资白皮书》、浦银国际

平安好医生背靠平安集团，保险客户与线上问诊高端付费客户高度重合，在付费用户的转化上已经站在了更高的起点。根据投资者开放日上披露的数据，平安每年 15%-20% 新增金融客户经由医疗生态圈转化，使用医疗生态圈服务的金融客户客均合同数达到 3.1 个（不使用的为 2.0 个），使用医疗生态圈服务的金融客户 AUM 达到 1 万元人民币（不使用的为 5600 元）。因此，医疗和金融用户将形成资源协同。

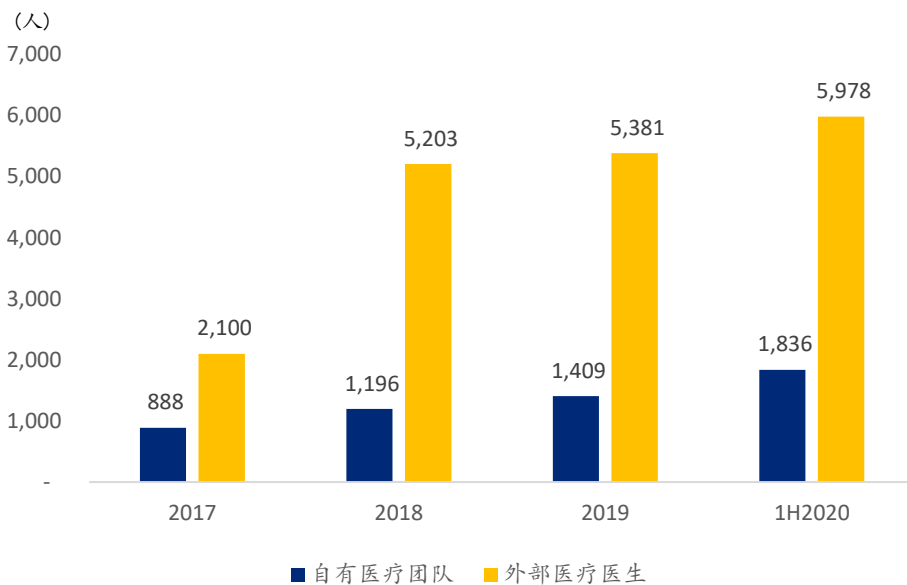
其次，疫情带来的健康险意识加强有助与线上问诊付费业务形成闭环。根据复旦大学和腾讯微保《后疫情时期中国保险需求的 18 大发现》报告，新冠疫情期间，微保年化保费和微保小程序访问量较 2019 年同期高速增长，其中发达地区较欠发达地区增长更多，且 30 岁以上投保人受疫情影响普遍增加。健康险业务日渐成熟，人们保险意识加强，有助于增加医疗的个人支付，而平安的保险用户转化为线上问诊付费用户可形成闭环。

最后，公司的一大优势是自有医疗团队。目前各大互联网医疗平台提供的线上问诊服务同质性较高，大多以 AI 线上导诊分类，再由外部医生合作组成的医疗团队解决患者的问诊需求，公司的自聘医生团队在增加用户体验上直接相关。公司耕耘线上问诊多年，在现有客户基础上已经培育了一部分用户习惯。医疗需求的粘性比普通消费品大，依托自有医生团队，公司可将这部分客户转化成付费用户。

目前公司的自有团队规模在行业中排名前列，截至 2020 年 6 月底，平安好医生自有医疗团队达到 1,836 人，较 2019 年底增长了 427 人。优质医生资源为线上问诊业务较为核心的资产，权威医生的入驻一般能为平台带来粘性较强的患者。目前国内线上问诊平台仍以外部医生合作模式为主，该模式

下，线下医生在工作之余的时间为患者提供问诊服务，存在医生响应慢，用户等待时间长，问诊质量低等影响用户体验的问题。而平安在除了外部医生签约合作之外，更倾向于使用自聘医生。自聘医生一般来自线下实体医院，但由于报酬和工作强度等原因选择离开实体医院加盟互联网医院，因此从资质和治疗能力上来看，并不低于线下实体医院的医生，且自聘医生的薪酬体系与问诊次数和用户评价深度挂钩，因此自聘医生相较于传统线下医院的医生更有动力提升患者问诊体验。

图表 86：平安好医生自有及外部签约医生人数



资料来源：公司数据、浦银国际

在 2019 年下半年，公司推出了收费项目“私家医生计划”，由自有医疗团队和外部名医提供 7x24 小时在线问诊咨询、名医二次诊疗意见、线下医院门诊就医安排、健康管理、慢病管理等全方位的主动式医疗健康服务。

这个收费项目分为小孩、成人和长辈关爱三大领域：儿童版适用于 0 到 6 岁儿童，定价为 999 元；成人版的产品定价为 499 元；保障版根据老人不同年龄价格不同，例如 70 岁以前的老人平均价格为 1999 元一年，包含慢性病，还可获得 200 万的癌症重疾保障。未来可能推出更多款产品，例如家庭版。

目前的客户以企业客户为主，截至 2020 年中，公司已与中国移动、北京汽车、中信银行、惠氏营养品、光大银行、民生保险、珠江人寿、北大方正人寿等超 500 家企业客户提供了包括一对一私家医生在线问诊、线下医院门诊挂号协助、陪诊等一站式服务。2020 年上半年，现有的会员产品总收入超人民币 4.2 亿元，同比增长超过 200%。

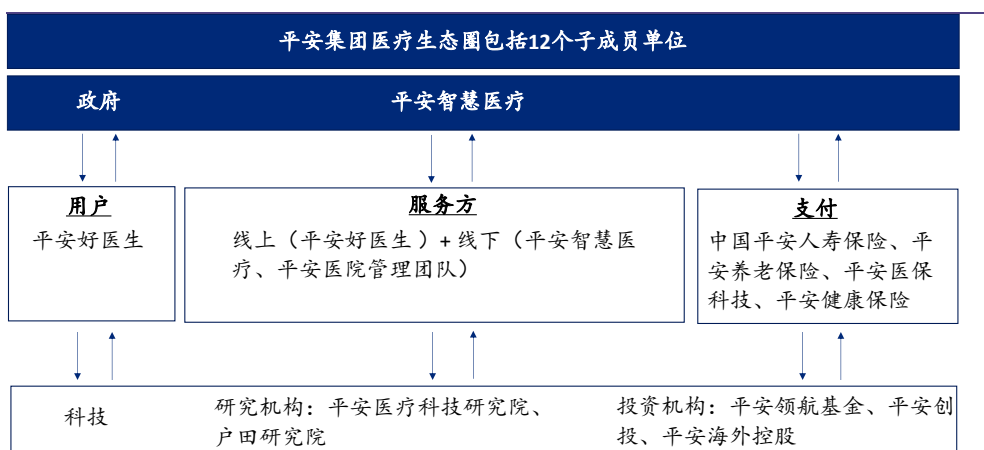
战略升级，拭目以待

● 管理层变动，调整发展战略

公司于 2020 年 5 月起委任方蔚豪出任执行董事、临时董事会主席及首席执行官。方蔚豪于 2019 年出任平安医保科技联席董事长兼 CEO。平安医保科技成立于 2016 年，为平安集团在支付端的重要布局。平安医保科技有较为丰富的政府项目承接经验，于 2019 年中标国家医疗保障局医疗保障信息平台宏观决策大数据应用子系统和运行监测子系统的建设工程。作为平安医保科技 CEO，他积累了较为丰富的政府资源及政府对接经验，长期或有助于平安好医生产品的拓展和项目落地。

在 2020 年 9 月的平安投资者开放日上，平安好医生董事长方蔚豪表示将战略升级推出子品牌“平安医家”。将旗下私家医生、医生工作台、医生队伍和保证保险四大服务整体升级，包含医生之家、家庭医生、私家医生三个含义，打造服务用户和医生的双平台。平安好医生将负责用户和作为线上服务方，与平安其他子公司一同打造平安集团医疗生态圈。平安智慧医疗服务政府端负责线下医疗服务端；平安人寿、平安养老险、平安医保科技和平安健康险负责服务支付端；平安医疗科技研究院等提供技术研究支撑。

图表 87：平安集团医疗生态圈



资料来源：公司资料、浦银国际

作为最大的中国线上问诊平台，平安好医生一直以来的发展战略思路都是从 B 端出发。无论是从平安集团的客户导流，医药电商中企业用户收入的贡献，还是收购中国最大的连锁药店渠道 ERP/ SaaS 信息服务提供商之一的海典软件 20% 股权，战略执行成果都能够较快得到体现。

而之后的战略升级将从政府方入手，通过服务政府，撬动医院、医生、医药核心资源。目前公司已上线 14 家互联网医院，其中 3 家已打通医保。未来公司将协同平安科技和其他平安旗下公司，积极拓展线下互联网医疗资源。

● 积极拓展线下医疗资源

在政府大力发展互联网医院和医保信息化建设的关键时期，平安好医生也协同平安科技，积极拓展线下互联网医疗资源。两家公司平安医保科技和平安好医生的董事长兼 CEO 同是方蔚豪，必将带来更深层次的协同效应。

公司将通过合作共建和自建的形式继续建设互联网医院。截至 2020 年 8 月中，公司已与 17 家线下医院达成合作共建互联网医院平台的协议，其中 10 个平台已经由平安好医生完成建设并投入运营，开始为当地医院的线下用户提供在线复诊、续方开药等服务。另外，公司于 2019 年底签约的福州市区域互联网医院平台已经于 2020 年 7 月中投入运营，由平安好医生自有医疗团队和当地医院医生提供在线问诊、健康咨询、续方购药等多项医疗服务。

自建模式是指部分地区开放了第三方互联网医疗平台直接对接医保系统。2020 年 4 月，平安好医生成为首个接入湖北省医保在线支付系统的互联网医疗公司，覆盖 14 个湖北省下辖的城市医保系统，未来将逐步推向湖北省全省。接入医保系统的湖北省城市居民，在平安好医生 APP 验证医保信息后，即由平安好医生自有医疗团队接诊，开具电子处方，支付由医保个人账户支付，最后由线下药店完成药品配送。未来若将这个模式在全国其他地方推进，平安好医生将成功打通个人端和政府端。

在医保信息化建设方面，平安医保科技在各地陆续中标“数据中台+数据应用”的医保大数据综合治理产品，包括河北、山东、青海、海南等省市。截至目前，在已开标省份中，平安医保科技核心标段中标率达到 100%。平安医保科技已覆盖 200 余个城市，服务参保人数超 8 亿，这也为之后的平安好医生拓展湖北以外地方的业务奠定了基础。

估值分析与预测

● 首予平安好医生买入评级，目标价 122.4 港元

我们首予公司买入评级，目标价 122.4 港元。背靠平安集团，平安好医生的线上问诊流量远超同业，疫情期间线上问诊用户更是剧增。作为头部企业，平安好医生开始逐渐转化付费用户，逐步迈入线上问诊 2.0 时代。我们预计未来付费用户增速将会保持高速增长，战略升级后与平安医保科技等其他子公司共同打造平安集团医疗生态圈。因此我们给予平安好医生 (1833.HK) 买入评级。

公司目前仍处于亏损状态，我们采用 P/S（市销率）对公司股票进行估值，可比的互联网医疗公司较少，上市医疗互联网企业主要有阿里健康 (241.HK) 和 111 集团。我们的目标价对应 12.9 倍 2021 年市销率，略高于行业平均水平 11.2 倍市销率，因为医药电商企业较多，而做线上问诊的企业仅有平安好医生，具有稀缺性。

图表 88：平安好医生预估市销率



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 89：互联网医疗企业估值对比

股票代码	公司	市值 (百万美元)	股价 (Lcy)	P/S (市销率)			收入增速		P/E (市盈率)		
				2019A	2020E	2021E	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
互联网医疗											
241 HK	阿里健康	36,886	21.25	27.5	14.9	9.2	73.9	61.6	N/A	881.6	420.8
TDOC US	Teladoc	18,094	218.11	32.9	18.3	13.3	79.0	37.1	N/A	N/A	N/A
1833 HK	平安好医生	15,100	102.00	20.6	15.2	11.0	32.3	37.9	N/A	N/A	N/A
YI US	111 集团	541	6.57	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均值				27.0	16.1	11.2	61.7	45.5	N/A	881.6	420.8
电商平台											
JD US	京东	124,863	79.79	1.5	1.1	0.9	27.2	21.7	75.8	50.6	34.8
PDD US	拼多多	95,259	79.54	21.0	13.2	8.5	62.0	54.8	N/A	N/A	300.7
EBAY US	eBay	38,808	55.45	3.6	3.6	3.4	(1.4)	7.2	20.0	15.6	14.1
VIPS US	唯品会	10,545	15.6	0.8	0.7	0.6	4.8	13.6	16.0	12.7	10.6
BZUN US	宝尊	2,584	33.78	2.4	1.9	1.5	22.9	28.7	36.1	25.3	17.8
平均值				5.9	4.1	3.0	23.1	25.2	37.0	26.0	75.6
综合性平台											
AMZN US	亚马逊	1,646,249	3286.65	5.9	4.5	3.8	31.4	18.3	101.1	69.0	54.7
9988 HK	阿里巴巴	815,531	292.00	11.0	8.1	6.5	32.3	26.1	41.0	32.3	25.8
700 HK	腾讯	688,858	557.00	12.4	9.7	7.9	27.0	23.1	49.1	38.2	31.0
3690 HK	美团	208,838	275.20	14.7	12.6	8.5	14.6	48.3	760.8	281.9	86.6
NTES US	网易	62,607	90.60	6.7	5.8	5.0	22.8	16.3	27.1	24.1	20.7
BIDU US	百度	43,143	126.49	2.7	2.8	2.4	(1.5)	13.2	19.7	16.6	13.7
TCOM US	携程	19,079	32.17	3.6	7.1	4.3	(49.0)	65.9	23.2	N/A	26.5
平均值				8.1	7.2	5.5	11.1	30.2	146.1	77.1	37.0

E=Bloomberg 预测; 数据截止 2020 年 10 月 12 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 与国外问诊平台 Teladoc 对比

平安好医生的国外对标公司为线上问诊的企业 Teladoc，To B 端的商业模式比较接近，市值略高于平安好医生。但由于两国的医疗保险、医疗系统的不同，平安接下来的战略将从 To B 端升级为政府方入手，如果能够成功，估值将超过 Teladoc，实现一次飞跃。

Teladoc 为美国第一家线上问诊平台，成立于 2002 年，并于 2015 年上市。Teladoc 的客户以企业为主，主要可分为雇主和保险公司两类，以收取会员费为主要收入来源。雇主购买 Teladoc 产品作为一项员工福利供员工使用，保险公司则将 Teladoc 的服务作为公司保险产品附带赠品提供给客户。平安好医生目前则以按次收费为主，会员付费模式刚开始，公司于 2019 年 6 月推出“私人医生”服务。

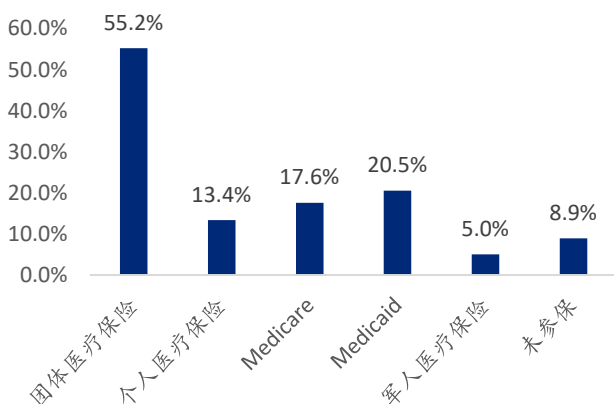
图表 90：平安好医生 APP - 健康商城 & 产品分类

	Teladoc	平安好医生
成立时间	2002 年	2014 年
收入 (2019 年)	5.5 亿美元	总收入：7.5 亿美元 (50.7 亿人民币) 在线问诊收入：1.3 亿美元 (8.6 亿人民币)
盈利状况	亏损	亏损
咨询量 (百万次)	4.1	673.8
会员 (百万)	36.7	315.2

资料来源：公司年报、浦银国际

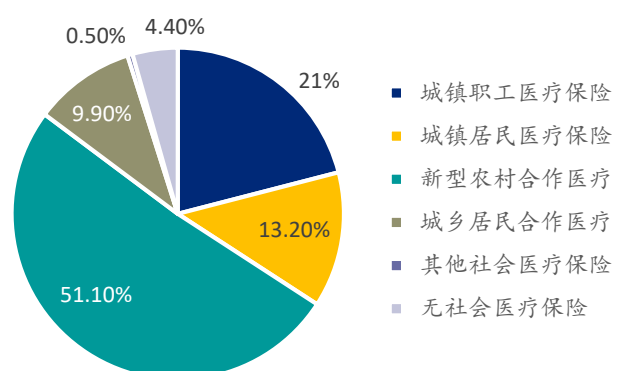
中国基础保险覆盖广，因此商业医保渗透率无法和美国相比，平安好医生发展路径会和 Teladoc 有所不同。因此平安之后的战略将从 To B 端升级为政府方入手，如果能够成功，估值将超过 Teladoc，实现一次飞跃。

图表 91：美国各类保险参保人数占总人口比重



资料来源：US Census Bureau、浦银国际

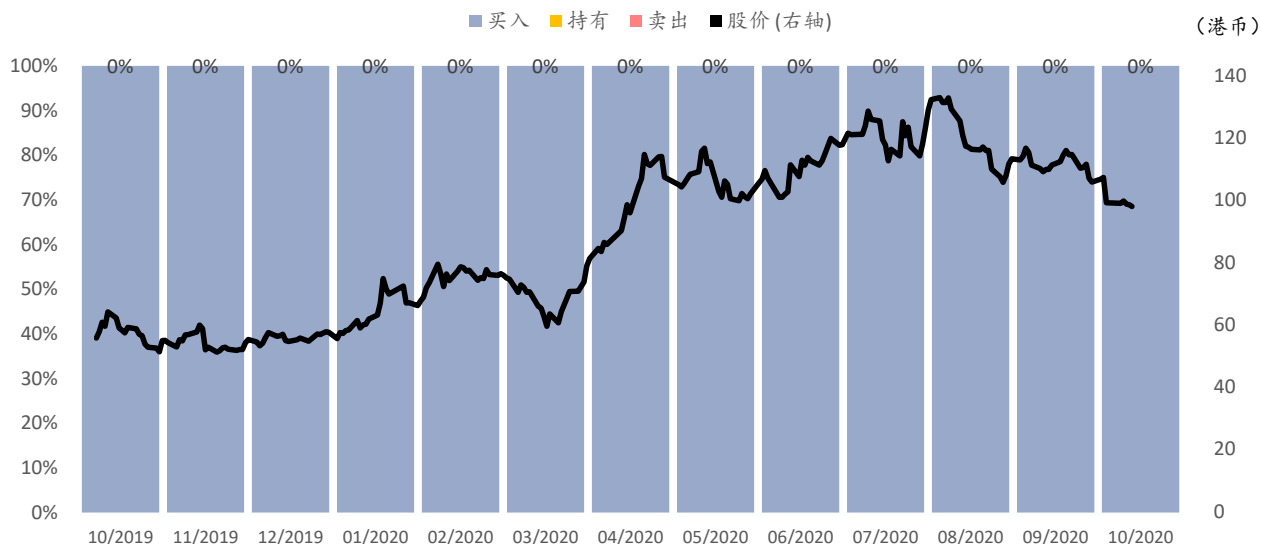
图表 92：中国各类医保参保人数占比



资料来源：中国卫生统计年鉴、浦银国际

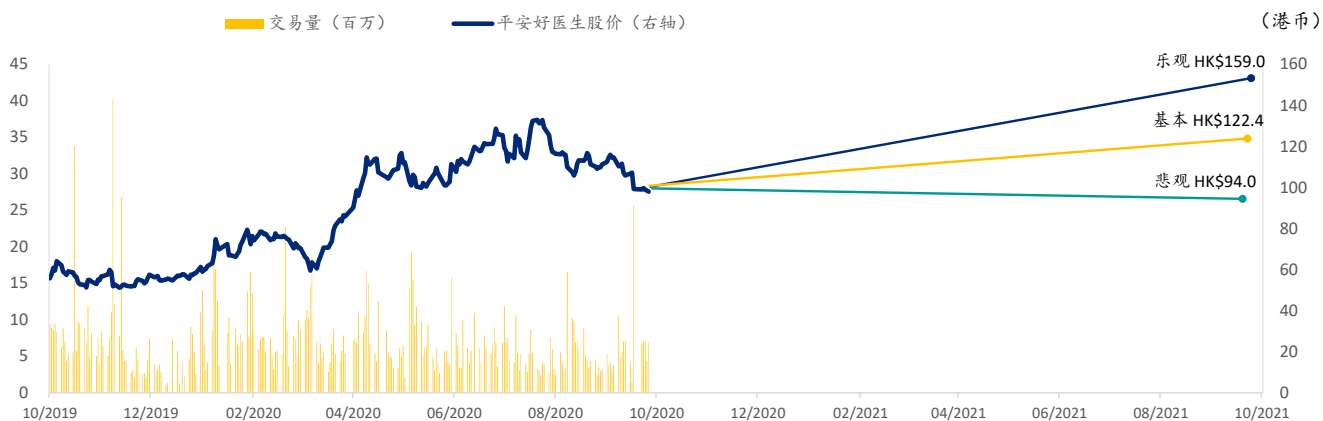
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 93：平安好医生市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 94：平安好医生 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：159.0 港元

- 付费用户发展超出预期；
- 线下医疗资源合作好于预期；
- 地方医保接入快于预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：94.0 港元

- 互联网医疗政策变动；
- 平安集团客户导流减少；
- 付费用户发展不如预期；
- 线下医疗资源开拓竞争激烈，发展不如预期；
- 战略调整短期内需要时间。

资料来源：浦银国际

平安好医生公司背景

● 公司介绍

平安好医生是中国互联网医疗健康市场的先行者，主要业务包括：1) 健康商城业务；2) 消费型医疗业务；3) 在线医疗业务；以及4) 健康管理和互动业务。上述4项业务于2019年分别贡献公司收入57%、22%、17%、4%。

1. 健康商城业务

通过自营和平台两种模式运营，在线为用户提供覆盖中西药品（非处方药）、营养保健、医疗器械、母婴育儿及运动健身等众多品类的商品。

2. 消费型医疗业务

为个人及企业客户提供体检、医美、口腔及基因检测等标准化健康服务。公司还为用户提供相关增值服务，如检查报告解读、线下复检等。截至2019年底，公司的健康医疗服务供应商网络覆盖430家中医诊所、超2,000家体检中心、近1,800家牙科诊所、超150家医美机构以及超48,000家诊所。

3. 在线医疗业务

通过自主研发的AI辅助诊疗系统协助公司自有医疗团队为用户提供在线咨询、转诊、挂号、在线购药及1小时送药等医疗服务。截至2019年底，公司自有医疗团队达1,409人，签约合作外部医生5,381名，合作医院数超3,000家，合作药店数目9.4万家。

4. 健康管理和互动业务

为企业客户提供专业的广告产品及服务。公司基于用户上传的健康数据及行为数据，对用户进行精准画像，预测用户的潜在喜好，并将相关产品和服务推送给用户。截至2019年，公司的广告客户涵盖默克、辉瑞、默沙东、赛诺菲等国际知名医药企业。

● 前十大股东

图表 95: 平安好医生主要股东 (截至 2020 年 10 月 12 日)

	主要股东	占比(%)
1	An Ke Technology Co Ltd	38.44
2	BANG QI JIAN LTD	11.91
3	LE AN XIN (PTC) LTD	4.93
4	SVF Ping Subco Singapore Pte Ltd	4.11
5	Canada Pension Plan Investment Boa	2.55
6	BlackRock Inc	1.55
7	Artisan Partners Ltd	1.32
8	Vanguard Group Inc/The	1.25
9	Baillie Gifford & Co	0.92
10	Carmignac Gestion SA	0.56

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 96: 平安好医生发展里程碑

时间	里程碑
2014 年 8 月	于国内注册成立平安健康互联网股份有限公司, 其为平安健康医疗科技有限公司于中国的经营实体。
2014 年 11 月	于开曼群岛注册成立平安健康医疗科技有限公司。
2015 年 4 月	公司推出移动平台及消费型医疗服务组合。
2015 年 8 月	公司开始运营健康商城业务。
2016 年 4 月	完成 500 百万美元的 A 轮融资。
2017 年 12 月	完成 SoftBank 的 400 百万美元首次公开发售前投资。
2018 年 5 月	平安健康医疗科技有限公司于港交所上市。

资料来源: 公司公告、浦银国际

● 公司管理层

图表 97: 平安好医生公司管理层

姓名	职位	履历
方蔚豪	首席执行官 (2020年5月上任)	其曾创建平安国际融资租赁有限公司, 并担任其董事长兼首席执行官。曾任平安医疗健康管理股份有限公司联席董事长兼首席执行官、医健通医疗健康科技管理有限公司董事、中国平安财产保险股份有限公司副董事长、远东宏信有限公司常务副总裁、中化国际招标有限责任公司副总经理、中化国际实业有限公司业务经理。北京理工大学机械工程及自动化学士、中欧国际工商学院工商管理硕士、西安交通大学应用经济学博士。
王涛	首席执行官 (2020年5月辞任)	2014年创立平安健康互联网(平安好医生在中国的经营实体)并担任董事长兼首席执行官。曾任美国微软总部软件研发经理、创维信息技术有限公司的首席执行官、北京金山软件有限公司首席技术官。2004年加入阿里巴巴集团, 2007年创立阿里软件(上海)有限公司并担任总裁, 2014年3月至2016年6月担任平安健康险的董事长兼首席执行官。南京大学计算机软件学士, 西南得克萨斯州立大学计算机科学硕士。
吴鹏	平安健康互联网总经理	1989年加入平安集团, 曾就职于平安集团旗下多家控股附属公司。历任平安寿险深圳分公司副总经理、平安寿险南京分公司总经理、平安产险协理、平安寿险副总经理、平安产险总经理, 中国平安保险(香港)有限公司董事长, 平安银行副行长。南京大学企业管理专业, 获管理学博士学位。
叶澜	总经理助理兼首席财务官 (2020年8月上任)	曾就职于麦肯锡、华平投资等专业机构, 并于智联招聘担任高管。北京大学光华管理学院金融学学士, 哈佛大学工商管理硕士。
吴宗逊	平安健康互联网首席产品官	曾任平安健康险首席产品官。其于2000年加入阿里巴巴(中国)网络技术有限公司并拥有逾10年在阿里巴巴集团担任产品设计及运营管理经验, 曾担任淘宝(中国)软件有限公司商户平台事业部高级总监, 阿里软件(上海)有限公司管理软件部的运营总监, 阿里巴巴(中国)网络技术有限公司中小企业信息化事业部高级总监, 阿里巴巴国际网站的客户关系管理产品团队高级经理。西安交通大学金属材料与热处理专业学士。
王齐	平安健康互联网首席技术官	曾任平安健康险的首席技术官。其于2008年7月加入阿里巴巴(中国)网络技术有限公司并于2011年7月晋升为阿里巴巴集团科技副总裁。曾任Unisys的资深架构师, 太阳计算机系统(中国)有限公司上海分公司资深架构师, 北京环亚时代信息技术有限公司上海分公司架构师, 中国石油新疆地球物理研究所助理工程师。河北承德石油高等专科学校计算机大专文凭, 新疆财经大学国际商贸专业学士学位。
白雪	平安健康互联网首席运营官	2014年加入平安健康险并任首席市场官。曾任阿里巴巴软件有限公司人力资源部总监及阿里巴巴软件(上海)有限公司市场部总监, 江苏炬腾网络技术有限公司首席营销官。浙江理工大学染整专业学士。
陈卫俊	平安健康互联网首席创新官	2012年加入平安集团并担任平安金融科技总经理助理兼首席技术官。曾任平安万里通总经理助理兼首席技术官, 平安互动娱乐首席执行官, 红星美凯龙家居集团股份有限公司首席技术顾问, 阿里巴巴集团网路工程技术部总监及阿里巴巴软件(上海)有限公司首席技术官, 金蝶国际软件集团有限公司EAS系统引擎组系统架构师。
秦戩	平安健康互联网人力资源部总监兼人事行政部总经理	2002年7月至2013年8月在平安寿险担任多个职位, 包括于2008年7月至2013年3月担任人力资源部人力规划室副经理及于2013年3月至2013年8月担任人力资源部人才发展室经理, 并于2014年3月至2016年1月担任平安健康险人事行政部副总经理。

资料来源: 公司年报、浦银国际

● 平安好医生财务报表

图表 98：平安好医生利润表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,338	5,065	6,782	9,543	13,444
营业成本	(2,426)	(3,894)	(5,018)	(6,871)	(9,411)
毛利润	912	1,171	1,763	2,672	4,033
毛利率	27%	23%	26%	28%	30%
销售费用	(1,238)	(1,207)	(1,492)	(1,727)	(2,286)
管理费用	(995)	(1,075)	(1,356)	(1,556)	(1,882)
折旧及摊销	(45)	(146)	(158)	(123)	(96)
核心经营利润	(1,321)	(1,111)	(1,085)	(611)	(134)
核心经营利润率	-40%	-22%	-16%	-6%	-1%
其他收益	183	109	136	143	202
其他收入	28	42	56	79	111
财务费用	202	253	248	234	239
分占联营公司亏损	(4)	(27)	(7)	(10)	(13)
税前收入	(912)	(734)	(652)	(164)	404
所得税	(1)	(13)	11	3	(7)
净利润	(913)	(747)	(641)	(161)	397
少数股东权益	(1)	(13)	(6)	(2)	4
公司股东权益	(912)	(734)	(634)	(160)	393

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报、浦银国际

图表 99：平安好医生资产负债表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	926	4,965	4,685	4,780	5,287
存货	39	75	154	272	414
应收款项	431	649	948	1,405	2,279
合同资产	61	141	141	141	141
预付款项、其他应收款项及其他资产	372	223	298	420	591
以摊余成本计量的金融资产	0	575	575	575	575
按公允价值计入损益的金融资产	521	1,849	1,849	1,849	1,849
定期存款	5,745	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总额	8,094	8,478	8,651	9,442	11,137
商誉	967	967	967	967	967
物业、厂房及设备	172	186	191	194	196
使用权资产	0	94	28	0	0
其他无形资产	86	106	110	112	114
于联营&合营公司的投资	255	510	503	493	480
预付账款及其他应收款项	0	7	7	7	7
以摊余成本计量的金融资产	0	1,516	1,516	1,516	1,516
按公允价值计入损益的金融资产	0	16	16	16	16
定期存款	2,799	500	500	500	500
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产总值	4,280	3,901	3,837	3,805	3,795
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款和其他应付款项	1,488	1,777	2,457	3,378	4,666
合约负债	619	837	837	837	837
租赁负债	0	51	51	51	51
其他	0	0	0	0	0
流动负债总额	2,106	2,665	3,346	4,266	5,554
租赁负债	0	44	44	44	44
应付账款和其他应付款项	0	0	0	0	0
非流动负债总额	0	44	44	44	44
股本	0	0	0	0	0
库存股份	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	13,332	13,519	13,588	13,588	13,588
累计亏损	(3,133)	(3,870)	(4,504)	(4,664)	(4,271)
权益	10,199	9,649	9,083	8,924	9,317
少数股东权益	68	21	14	13	17
权益总额	10,267	9,669	9,098	8,937	9,334

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报、浦银国际

图表 100：平安好医生现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年内亏损	(913)	(747)	(641)	(161)	397
折旧和摊销	45	146	158	123	96
财务费用-净值	(202)	(253)	(248)	(234)	(239)
贸易及其他应收款项增加/ (减少)	(39)	(341)	(454)	(696)	(1,188)
贸易及其他应付款项增加	85	681	681	920	1,288
其他	(61)	9	7	10	13
经营活动所得现金流量净额	(1,085)	(504)	(497)	(39)	368
处置物业、厂房及设备的所得款项	0	2	0	0	0
购买物业、厂房及设备	(198)	(133)	(100)	(100)	(100)
处置金融资产的所得款项	1,406	1,890	0	0	0
购买按公允价值计入损益的金融资产	(1,561)	(5,246)	0	0	0
收回三個月以上定期存款所得款项	327	8,522	0	0	0
就三個月以上定期存款付款	(8,337)	(500)	0	0	0
其他	(1,194)	(58)	248	234	239
投资活动所用现金流量净额	(9,557)	4,477	148	134	139
发行股份所得款项	7,100	0	69	0	0
银行贷款及其他借款所得款项	0	0	0	0	0
银行贷款及其他借款还款	0	0	0	0	0
其他	(84)	9	0	0	0
融资活动所得 / (所用) 现金流量净额	7,016	9	69	0	0
现金及现金等价物增加 / (减少) 净额	(3,627)	3,981	(280)	95	507
期初的现金及现金等价物	4,595	926	4,965	4,685	4,780
外币汇率变动影响净额	(41)	58	0	0	0
期末的现金及现金等价物	926	4,965	4,685	4,780	5,287

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报、浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(腾讯控股有限公司 700.HK)在过去 12 个月存在投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼