

非银金融

证券研究报告

2021年01月06日

平安好医生-互联网医疗先行者, 打造医疗生态圈闭环

业务定位: 流量入口+沟通桥梁

平安好医生是平安医疗生态圈的重要战略组成, 扮演流量入口与线上医疗提供者。平安医疗生态圈与平安集团有较大战略协同作用, 对用户方、支付方、服务方进行横向打通, 好医生卡位流量入口, 提供线上服务, 完成线上线下协同。服务政府撬动医疗资源, 科技赋能建立竞争壁垒, 实现纵向连通。保险+健康实现主业协同, 集团每年15%-20%的新增用户来自医疗生态圈, 使用医疗生态圈服务的金融客户客均AUM达1万人民币。好医生孵化于集团, 受益于集团的品牌效应和客户渠道资源。

商业模式: 以在线医疗为起点, 发展健康业务多元变现

模式优越性: 与保险公司相比, 平安集团长期投入医疗健康板块, 已树立自身话语权, 并通过科技赋能医疗, 建立了竞争壁垒。与互联网医疗机构相比, 公司以在线医疗为流量入口, 通过四大业务板块打通“社保-商保-用户-医疗-医院”, 贯通产业上下游。

核心: 提高服务能力。 1) **资源端:** 借助政府撬动核心资源, 持续完善医疗健康网络, 提升服务供给能力。2) **运营端:** 推出平安医家, 致力于解决用户健康防护、医生资源分配、医患有效沟通产业难题。3) **用户端:** 精细化管理C端需求, 扩大B端合作挖掘边际效益。

生态: 打通医药康保通路。 1) **医疗服务:** 以在线医疗为流量入口, 流量分化实现用户价值最大化。2) **医药服务:** 打造一站式健康商城, 并行自营与平台模式, 贯通线上线下服务网络, 2019年末商城GMV规模达44.47亿。3) **健康服务:** 推出消费医疗与健康管理和互动业务, 精准对接用户个性化需求; 打造服务互动体验, 提升用户粘性。4) **医保服务:** 是行业中大规模打通医保支付体系的先行者, 整合数据助力分级诊疗、费用控制。

护城河: 科技铸就竞争壁垒。 公司依托AI技术, 在诊疗入口精准分流患者, 协助医生诊断提效, 截至2020H, 公司已累积了超8.2亿人次咨询数据, 庞大的真实问诊数据利于进一步打磨AI技术精准度。

盈利模式&未来变现空间: 开辟多元化变现渠道

1) **在线医疗:** 与商保合作及会员制为主要收入, 2020H其营收占比约25%, 毛利占比近46%, 毛利率为54.6%, 同比+4.1pct。目前服务同质化严重, 现有模式驱动作用有限, 公司向具备更大发展潜力的数据服务延伸。2) **健康商城:** 平台销售产品所得收益(自营模式)和来自第三方商家赚取的佣金收入(平台模式)为收入流, 2020H其营收占比55.0%, 而毛利占比16.9%, 毛利率为9.17%。医改+疫情双重催化, 医药电商或受利好, 健康商城可作为产业链融合的连接点, 广泛触点B端, 挖掘变现空间。3) **消费型医疗:** 以体检为收入抓手, 收取标准化服务组合服务费, 2020H其营收占比15.8%, 毛利占比25.9%, 毛利率达48.9%。在消费型医疗市场的打开与居民健康意识提高下, 成长空间较大。4) **健康管理与互动:** 收入产生于广告代理商或直接客户投放的广告。

横向对标: 平安好医生精筑在线医疗, 京东健康与阿里健康聚焦医药电商

平安好医生以在线医疗为核心, 横向纵向打通医疗生态圈产业链, 具备最大自建医疗团队。京东健康和阿里健康均背靠互联网集团, 具有电商优势, 九成收入来自医药电商, 并由此延伸至医疗细分领域, 公司规模均大于好医生。京东健康供应链体系行业领先, 通过打通上游厂商、中游分销商及下游药房获得规模效应。阿里健康更具流量及技术优势, 依托支付宝、淘宝、天猫获取庞大客户群体。

风险提示: 行业竞争加剧; 互联网医疗政策低于预期; 公司业务推广不及预期;

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

夏昌盛 分析师
SAC执业证书编号: S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com

文浩 分析师
SAC执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《非银金融-行业研究周报:开门红期逐步兑现, NBV有望迎来良好改善, 继续积极推荐中国太保!》2020-11-29
- 2 《非银金融-行业点评:联合贷业务受限, 关注后续助贷业务的监管动向》2020-11-06
- 3 《非银金融-行业深度研究:蚂蚁集团:从支付工具到数字金融服务体系》2020-09-08

内容目录

1. 平安好医生：互联网医疗的领头羊	7
1.1. 股权结构：背靠平安集团，为长期稳定合作奠基.....	7
1.2. 融资历程：广受资本青睐，互联网医疗第一股.....	7
1.3. 经营状况：厚积薄发，逆势上扬.....	8
1.4. 业务定位与协同效应：流量入口+沟通桥梁.....	10
1.4.1. 平安医疗生态圈与平安集团战略协同显著.....	10
1.4.1.1. 横向打通：通过服务用户、服务提供方、支付方深挖价值.....	10
1.4.1.2. 纵向打通：服务政府撬动核心资源，建立科技壁垒.....	11
1.4.1.3. 主业协同：保险+健康，提供有场景、温度和服务的保险.....	12
1.4.2. 平安好医生孵化于平安集团，有强大的协同效应与股东支持.....	12
1.4.2.1. 好医生受益于平安集团雄厚的行业积累.....	12
1.4.2.1. 好医生目前仍高度依赖平安集团，自身扩展性有限.....	15
2. 发展路线：从在线医疗入手，打造中国领先的互联网医疗服务平台	15
2.1. 发展历程：六年耕耘，把控国内最大的互联网医疗流量入口.....	15
2.2. 战略升级：渠道+服务+能力全面升级，价值点升级驱动价值链优化.....	16
2.3. 未来战略地位：驱动闭环生态圈与平安综合金融发展的助力器.....	16
2.3.1. To 平安医疗生态圈：闭环发展的内生动力.....	16
2.3.2. To 平安集团：综合金融升级的重要助力.....	17
3. 商业模式：以在线医疗为出发点，引导健康业务多元变现	17
3.1. 模式优越性.....	17
3.1.1. 与保险公司相比：长期投入建设树立话语权，科技赋能建立竞争壁垒.....	17
3.1.2. 与互联网医疗机构相比：以在线医疗为中心，打通互联网医疗全产业链.....	18
3.2. 地基：用户价值铸就竞争基础，变现流量蓄能整体收入.....	19
3.3. 核心：分级诊疗优化配置医疗资源，平安医家精准匹配医患供需.....	20
3.3.1. 行业背景：国内医疗供需失衡，互联网医疗或成破局之解.....	20
3.3.2. 资源端：借助政府撬动核心资源，内外强化服务供给能力.....	22
3.3.3. 运营端：平安医家精准对接医患供需，超高效分流线下问诊量.....	23
3.3.4. 用户端：精细化管理 C 端需求，挖掘 B 端合作边际效益.....	24
3.4. 生态：以在线医疗为中心向外辐射，打通线上线下“医药康保”通路.....	25
3.4.1. 医疗服务：从在线医疗入手，提升用户粘性实现流量分化.....	25
3.4.2. 医药服务：打造一站式健康商城，扩展品类边界提高复购率.....	26
3.4.3. 健康服务：精准对接个性化需求，打造健康管理互动体验.....	27
3.4.4. 医保服务：与医保握手，整合数据、提效降本.....	27
3.5. 护城河：AI 技术持续优化，科技提升医疗效率.....	28
4. 盈利模式：开辟多元化的变现渠道	28
4.1. 在线医疗：高质高效医疗服务铸就核心赢利点，与商保合作及会员制为主要收入来源.....	28
4.1.1. 收入模式：变现优质医疗资源，持续挖掘 B 端变现潜力.....	28
4.1.2. 变现渠道：商保合作与会员产品汇聚主要收入流.....	29

4.2. 健康商城：生态系变现的重要渠道，精细化营销挖掘流量价值	31
4.2.1. 收入模式：打通产品端满足客群健康需求，精细化运营提升用户价值	31
4.2.2. 变现渠道：自营收益组成主要收入来源	31
4.3. 消费型医疗：打磨健康体检拳头产品，仍具成长空间	33
4.3.1. 收入模式：以体检为收入抓手，打磨售后体验提升履约率	33
4.3.2. 变现渠道：收取标准化服务组合服务费	33
4.4. 健康管理和互动：依托平台流量吸引外部商户，以营销收入为主	34
4.4.1. 收入模式：提供精准营销方案，流量多元化变现渠道	34
4.4.2. 变现渠道：以客户广告费为收入流	34
5. 横向对标：三大巨头加速互联网医疗布局	35
5.1. 业务模式对比：平安好医生精筑在线医疗，京东阿里聚焦医药电商	35
5.1.1. 在线医疗健康：平安好医生专业领跑，京东阿里加速布局	36
5.1.2. 医药零售：京东健康供应链筑护城河，阿里健康用户及 GMV 领先	38
5.2. 盈利能力对比：京东阿里实现盈利，平安好医生费用率偏高	40
6. 行业规模与空间：行业增长势头稳定，数字化为发展趋势	42
6.1. 医疗健康市场概览：人口结构利好+疫情催化，行业发展厚积薄发	42
6.1.1. 市场空间	42
6.1.2. 驱动因素	42
6.1.3. 增长潜力：互联网+医疗健康	43
6.2. 数字大健康市场概览：即迎发展浪潮，细分领域各具特色	44
6.2.1. 大健康市场形势：多重利好因素驱动，迎接新一轮发展浪潮	44
6.2.2. 数字大健康市场形势：数字化趋势不可逆转，发展有待进一步深化	45
6.2.3. 发展机遇：医保+处方外流政策利好，慢病管理赛道风口正起	46
6.3. 数字大健康细分领域：在线问诊与零售药房迎来发展黄金期	47
6.3.1. 在线问诊：疫情+政策构成有力催化，预计 2030 年规模占总问诊量 68.5%	47
6.3.2. 零售药房：政策+技术双轮驱动支撑发展，预计未来四年复合增长率达 34.2%	48

图表目录

图 1：平安好医生股权结构（截至 2020.10.9）	7
图 2：平安好医生融资历程	8
图 3：2015-2020H 平安好医生营收情况	8
图 4：2015-2020H 平安好医生综合毛利率情况	8
图 5：2015-2020H 平安好医生归母净利率情况	8
图 6：2015-2020H 平安好医生营收结构（百万元）	9
图 7：平安好医生细分板块收入来源	9
图 8：2015-2020H 平安好医生毛利结构（百万元）	9
图 9：2015-2020H 平安好医生细分板块毛利率情况	9
图 10：平安医疗生态圈与平安集团有较大的战略协同效应	10
图 11：平安好医生注册用户数	10

图 12: 平安好医生日均咨询量	10
图 13: 平安好医生是平安集团医疗生态圈的重要战略组成	11
图 14: 平安医疗生态圈横向协同效应	11
图 15: 平安医疗生态圈纵向协同效应	12
图 16: 平安医疗生态圈主业协同效应	12
图 17: 平安好医生注册用户数	13
图 18: 平安集团金融客户使用医疗服务数量及比例	13
图 19: 平安好医生关联方重大交易-提供产品及服务收入占比	15
图 20: 平安好医生关联方重大交易-购买服务占比	15
图 21: 平安好医生发展历程	16
图 22: 平安好医生 2020 中期战略升级	16
图 23: 中国平安综合金融战略	17
图 24: 平安好医生+寿险可打造健康闭环	17
图 25: 互联网医疗及平安好医生流量规模情况	19
图 26: 平安好医生医疗服务带动整体收入增长	20
图 27: 截至 2020H 我国卫生机构分布	20
图 28: 截至 2020H 我国总诊疗人次累计数卫生机构分布	20
图 29: 截至 2020H 我国医院机构分布	21
图 30: 截至 2020H 我国医院的诊疗人次累计数分布	21
图 31: 我国全科医生人才匮乏	21
图 32: 2010-2019 我国三级医院地域分布 (所)	22
图 33: 平安好医生就诊流程	22
图 34: 平安好医生与三级医院日均诊疗对比 (万人次)	23
图 35: 平安好医生专科引领的医疗服务	24
图 36: 平安好医生-医生之家	24
图 37: 构建医患信任是服务变现的重要基础	25
图 38: 平安好医生 MAU 规模	25
图 39: 平安好医生付费用户转化率 (统计期内平均值)	25
图 40: 21 家在线问诊 APP 规范便利度测评总得分	26
图 41: 平安好医生健康商城 GMV (百万元)	26
图 42: 平安好医生健康商城商品库存量 (SKU, 万)	26
图 43: 平安好医生的合作药店规模情况 (万家)	27
图 44: 平安好医生步步夺金活动	27
图 45: 2015-2019 我国医保收支规模	28
图 46: 2015-2019 我国医保收支增速	28
图 47: 平安好医生诊疗入口先由 AI 系统辅助诊疗	28
图 48: 平安好医生推出现代华佗计划, AI 技术赋能问诊环节	28
图 49: 平安好医生的强大医生资源、高质服务促进咨询量提升	29
图 50: 平安好医生 B 端赋能解决方案	29
图 51: 平安好医生在线医疗板块营收情况	30
图 52: 平安好医生在线医疗板块毛利情况	30

图 53: 平安好医生在线医疗贡献情况	30
图 54: 2020 年国内在线诊疗商业模式	31
图 55: 平安好医生健康商城个人消费者&企业采购收入情况	31
图 56: 平安好医生健康商城个人消费者&企业采购毛利率情况	31
图 57: 平安好医生健康商城营收情况	32
图 58: 平安好医生健康商城 GMV 情况	32
图 59: 平安好医生健康商城商品库存量单位 (SKU, 万)	32
图 60: 平安好医生健康商城毛利情况	32
图 61: 平安好医生健康商城贡献情况	32
图 62: 医药电商将成为产业融合的连接点	33
图 63: 平安好医生消费型医疗服务营收情况	33
图 64: 平安好医生消费型医疗服务毛利情况	33
图 65: 平安好医生消费型医疗贡献情况	34
图 66: 平安好医生健康管理和互动营收情况	34
图 67: 平安好医生健康管理和互动毛利情况	34
图 68: 平安好医生健康管理和互动贡献情况	35
图 69: 京东健康收入按业务划分 (亿元)	36
图 70: 阿里健康收入按业务划分 (亿元)	36
图 71: 平安好医生收入按业务划分 (亿元)	36
图 72: 平安好医生和京东健康自有医生团队人数 (人)	37
图 73: 平安好医生和京东健康日均问诊量 (人)	37
图 74: 2020H 京东健康和阿里健康医药自营和平台收入 (亿元)	39
图 75: 医药平台入驻商家数量 (个)	39
图 76: 2020H 可比公司活跃用户 (百万)	40
图 77: 2020H 可比公司医药平台 GMV (亿元)	40
图 78: 可比公司营收 (亿元)	40
图 79: 可比公司利润 (亿元)	40
图 80: 可比公司调整后的净利润 (亿元)	41
图 81: 可比公司毛利率	41
图 82: 可比公司销售费用率	41
图 83: 可比公司管理费用率	41
图 84: 2015-2030E 中国医疗健康支出情况	42
图 85: 我国 65 岁以上人口比重情况	43
图 86: 2020 年中国人慢病数据 (亿人)	43
图 87: 2014-2019 年中国居民人均医疗保健消费支出占比情况	43
图 88: 2014-2019 年中国居民人均医疗保健消费支出情况	43
图 89: 我国大健康市场细分发展状况 (十亿元)	44
图 90: 数字大健康平台赋能传统产业链	45
图 91: 我国互联网医院数量 (家)	45
图 92: 按院内及院外渠道划分的中国医药市场明细, 2015 年至 2030 年 (十亿元)	46
图 93: 中国慢性病管理市场, 2015 年至 2030 年 (十亿元)	47

图 94: 按支付方式划分的中国医疗健康支出总额明细, 2019 年至 2030 年 (预测)	47
图 95: 中国在线问诊市场, 2015 年至 2030 年 (十亿元)	47
图 96: 按交易总额划分的中国在线零售药房市场, 2015 年至 2030 年 (十亿元)	48
表 1: 平安好医生主要股东 (截至 2020.10.9)	7
表 2: 2020H 公司各业务毛利率变动情况	10
表 3: 各业务板块与平安集团协同情况	13
表 4: 平安好医生 15-17 年各业务板块营收来源	14
表 5: 关联方重大交易-提供产品及服务 (包括在合同负债及收入内)	14
表 6: 保险机构医疗健康服务布局一览	17
表 7: 可比公司产品服务对比	18
表 8: 疫情催生的互联网医疗支持政策	19
表 9: DRGs 内容一览	21
表 10: 2020 年平安好医生持续完善医疗健康网络	23
表 11: 平安好医生基层医疗布局一览	24
表 12: 可比公司业务划分	35
表 13: 可比公司在线医疗健康业务概览	36
表 14: 可比公司在线医疗健康数据对比	37
表 15: 平安好医生私家医生和京东家医产品对比	38
表 16: 可比公司医保支付打通区域	38
表 17: 可比公司医药零售业务概览	39
表 18: 互联网+医疗健康政策利好影响	43
表 19: 互联网+医疗健康相关政策一览	43
表 20: 我国大健康市场概览	44
表 21: 我国大健康市场发展的 CAGR 预测	45
表 22: 按院内及院外渠道划分的中国医药市场 CAGR	46
表 23: 关于处方外流的支持政策及其影响	46
表 24: 中国慢性病管理市场 CAGR	47
表 25: 中国在线问诊市场 CAGR	48
表 26: 按交易总额划分的中国在线零售药房市场 CAGR	49

1. 平安好医生：互联网医疗的领头羊

直击医患信任痛点，国内规模最大的互联网医疗平台。平安好医生于 2015 年上线，以在线医疗健康服务为抓手，致力构建专业医患沟通桥梁，截至 2020H，平台注册用户数达 3.46 亿，期末月活跃用户数超 6700 万，线下医疗健康服务网络覆盖了超 4.9 万家诊所、11.1 万+药店，3700+家医院。凭借客群和用户参与度的广度和深度、技术实力和服务商网络，公司构筑了实质性的竞争壁垒。

1.1. 股权结构：背靠平安集团，为长期稳定合作奠基

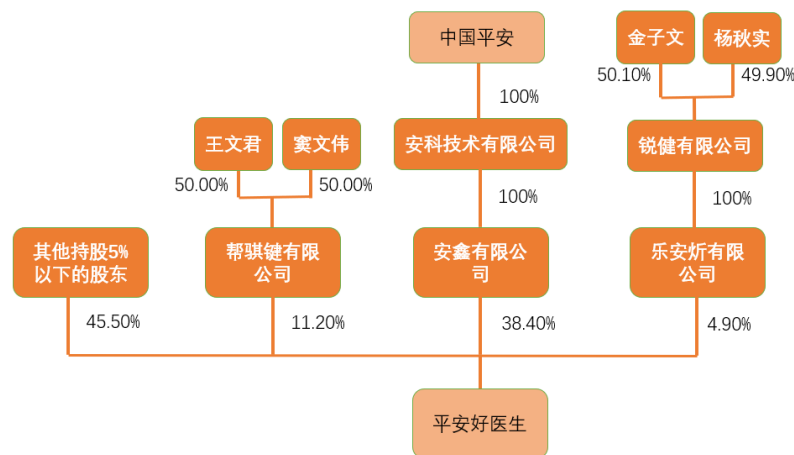
公司第一大股东为安鑫有限公司，最终控股公司为中国平安。截至 2020 年 10 月 9 日，安鑫有限公司直接持有公司 38.4% 的股份，为公司第一大股东。安鑫有限公司由安科技术有限公司全资拥有，而安科技术有限公司由中国平安全资拥有，中国平安从而间接控制公司 38.4% 的股份，为实际控股公司。

表 1：平安好医生主要股东（截至 2020.10.9）

股东姓名/名称	最终控制人	持股占比 (%)
安鑫有限公司	中国平安保险（集团）股份有限公司	38.4%
帮骐键有限公司	窦文伟、王文君	11.2%
乐安斯有限公司	金子文、杨秋实	4.9%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 1：平安好医生股权结构（截至 2020.10.9）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.2. 融资历程：广受资本青睐，互联网医疗第一股

1) 2016.4: 与 12 名机构投资者完成 5 亿美元 A 轮融资，参与机构包括海外知名股权投资基金、五百强大型央企、国有金融企业以及互联网公司，投后公司估值约 30 亿美元。本轮融资创下全球在线医疗领域大单笔融资以及 A 轮高估值两项记录。

2) 2017.12: 罗肇华通过其全资拥有公司 Hop-Fast 向安鑫有限公司收购 10.92 千万股（A 股），增加对公司的投资，投资额约 89.7 百万美元。

3) 2017.12: 2017.12: 获得软银愿景基金 4 亿美元的 F 轮-上市前融资，占公司约 7.41% 的股份，投后公司估值约 50 亿美元。该项目融资除软银愿景基金外，还包括 IDG、SBI 集团等境外投资者；

3) 2018.5: 港交所挂牌上市，融资 11 亿美元，估值约为 70-75 亿美元。在 IPO 过程中，公司引入 7 名顶级国际基石投资者，包括美国资产管理公司贝莱德基金、新加坡主权财富基金新加坡政府投资公司、加拿大退休金计划投资委员会、美国资本集团、马来西亚政府战略投资基金、正大光明控股有限公司、瑞士再保险，其认购总额为 5.5 亿美元，获得公司 7.22%-7.79% 的股份。

图 2：平安好医生融资历程

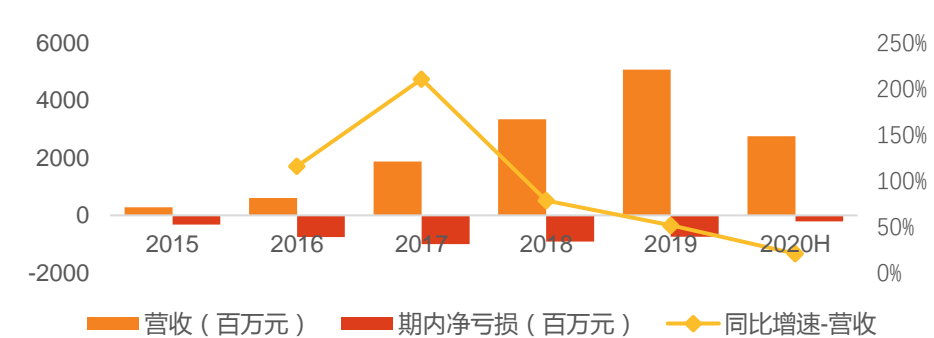


资料来源：平安好医生招股书，中国平安《关于旗下科技业务完成定向私募融资的公告》，人民网，中国网财经，每日经济新闻，天风证券研究所

1.3. 经营状况：厚积薄发，逆势上扬

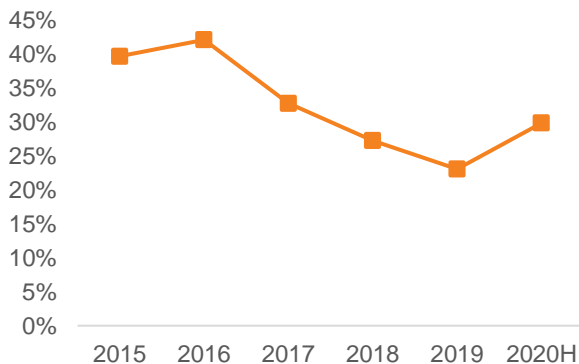
业绩规模维持增长态势，营运能力提升收窄净亏损。以平均月活跃客户和日均在线咨询量计，平安好医生上线第二年即成为全国最大规模的互联网医疗健康平台，受益于流量红利，公司业务规模迅速扩张，营收在 2015-2019 年的 CAGR 达 106.42%，2020 年上半年，在严峻的宏观经济形势下，公司整体业务仍然取得双位数增长，核心业务在线医疗收入达 6.95 亿元，同比+106.8%，受核心业务强劲提携，总营业收入同比+20.9%，达 27.47 亿元。同时，随着公司业务运营能力不断增强，净亏损同比收窄 22.1%至-2.13 亿元，整体毛利率同比提升 8.3 个百分点，为 29.9%。

图 3：2015-2020H 平安好医生营收情况



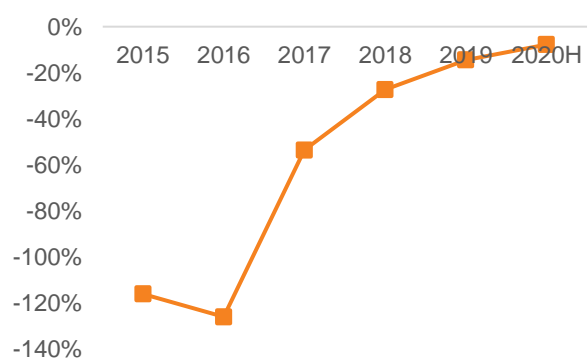
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：2015-2020H 平安好医生综合毛利率情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

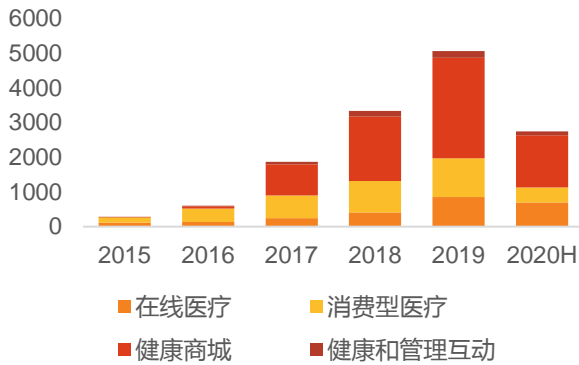
图 5：2015-2020H 平安好医生归母净利润率情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

聚焦流量变现渠道，健康商城取代在线医疗成为公司第一大业务。公司以在线医疗为中心，向外延伸业务线，目前已拓展健康商城、消费型医疗、健康管理互动等板块，其中健康商城是公司通过产品端来满足用户需求、挖掘存量用户价值的重要渠道，近年营收占比迅速提升，2015-2019 其占比由 1% 升至 57%，2020H 实现收入 15.09 亿元，同比+3.7%，同期在线医疗、消费型医疗、健康管理分别占比 25%、25%、4%。

图 6：2015-2020H 平安好医生营收结构（百万元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

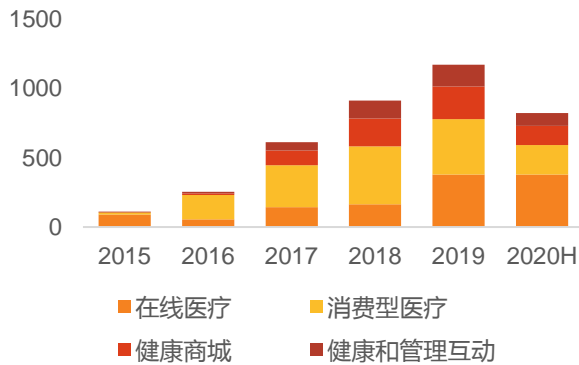
图 7：平安好医生细分板块收入来源



资料来源：公司财报，天风证券研究所

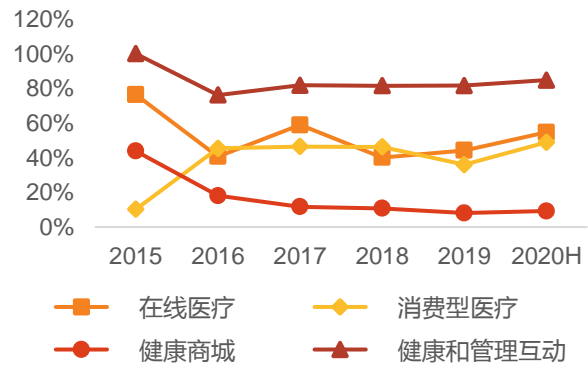
消费型医疗盈利潜力可期，健康商城毛利率水平保持稳态。2020H 占比营收最高的健康商城仅贡献 17% 的毛利，毛利率维持稳态，水平在 10% 左右，相比之下，在线医疗与消费型医疗对毛利贡献较大，其中在线医疗商业模式较为成熟，毛利率稳步提升，受疫情利好 2020H 毛利率高达 55%，总毛利占比 46%，而消费型医疗有望受益于不断改善的售后服务，预计有较大的盈利空间。

图 8：2015-2020H 平安好医生毛利结构（百万元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 9：2015-2020H 平安好医生细分板块毛利率情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

2020 上半年公司毛利率整体向好，同比+8.3 个百分点，达 21.6%。

1) 在线医疗：受疫情利好，会员服务类产品以及在线问诊服务产生的电子处方购药等业务显著增长，从而带动该板块收入同比+106.8%，同时公司服务品质持续提升，该板块毛利率同比+4.1 个百分点。

2) 消费型医疗：疫情后各地医疗健康服务机构陆续开放，该板块收入增速逐步恢复，同时公司在产品端持续升级各类体检产品，积极开拓企业用户，该板块毛利率同比+14.0 个百分点。

3) 健康商城：2020Q1 受疫情影响，该板块的传统业务增长放缓，公司主动调整流量运营策略，引导流量在在线医疗和健康服务转换，个人板块的毛利率同比+4.0 个百分点，企业板块同比+0.3 个百分点；

4) 健康管理和互动：疫情期间公司凭借线上平台激增的精准医疗健康流量，该板块收入

同比+14.6%，毛利率水平基本与同比持平。

表 2: 2020H 公司各业务毛利率变动情况

	2019H	2020H	同比
在线医疗	50.50%	54.60%	+4.1pct
消费型医疗	34.90%	48.90%	+14.0pct
健康商城	7.40%	9.20%	+1.8pct
个人消费者	10.10%	14.10%	+4.0pct
企业	4.70%	5.00%	+0.3pct
健康管理和互动	84.80%	84.70%	-0.1pct
总计	21.60%	29.90%	+8.3pct

资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.4. 业务定位与协同效应：流量入口+沟通桥梁

1.4.1. 平安医疗生态圈与平安集团战略协同显著

平安医疗生态圈是平安集团的长期战略核心之一，与集团有较大的战略协同效应，其中平安好医生作为医疗生态圈的重要战略组成，扮演流量入口与线上医疗服务提供者。

图 10：平安医疗生态圈与平安集团有较大的战略协同效应



资料来源：公司投资者开放日资料，天风证券研究所

1.4.1.1. 横向打通：通过服务用户、服务提供方、支付方深挖价值

1) 用户端：抓住用户流量，决策医疗健康行为。医疗生态圈以平安好医生卡位流量入口，汇集集团金融主业与线上线下的广泛客群，目前用户数达 3.46 亿，日均咨询量达 83 万，月活达 6700 万，打造了我国最大的互联网医疗流量入口。好医生牢牢抓住用户并下发流量至其他服务提供方，以一站式服务影响用户的决策行为。

图 11：平安好医生注册用户数

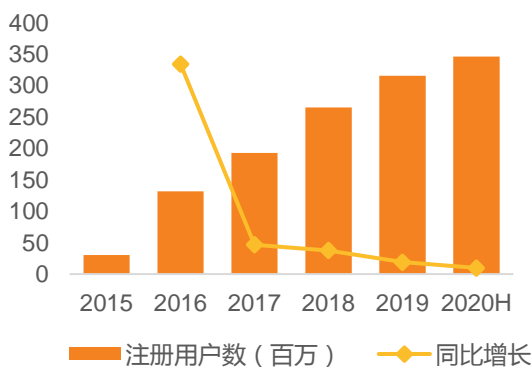
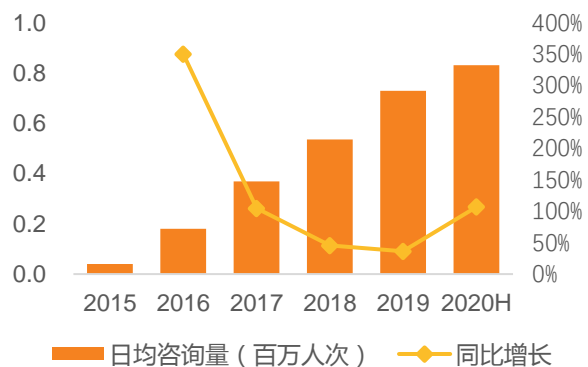


图 12：平安好医生日均咨询量



资料来源：公司财报，天风证券研究所

资料来源：公司财报，天风证券研究所

2) 服务端：赋能服务方，获取产品服务利润。医疗生态圈加强线上服务能力，贯通线下服务渠道，构建了国内最大的医疗服务网络。其中，好医生为线上服务提供方，凭借国内最大的自建医生团队与 AI 辅助系统，弥补了线下优质服务的供给不足（目前其驻司医护团队超 1800 人，覆盖常见疾病诊疗超 3000 种）。线下，医疗生态圈持续完善全渠道布局，已覆盖 11 万家合作药店、4.9 万家合作诊所、2000 多家体检中心，链接好医生与平安智慧医疗、平安医院管理公司，形成了线上线下的协同。

图 13：平安好医生是平安集团医疗生态圈的重要战略组成



资料来源：公司投资者开放日资料，天风证券研究所

3) 支付端：长臂管理机构，并影响用户。受惠于在线医保支付政策，生态圈打通医疗端与支付端，为来自好医生的用户提供更便捷的诊疗服务。目前生态圈已与国内领先的商保公司和医保服务商建立合作，承接了 6.5 千万的人寿险客群与国内第一健康保险公司的资源，覆盖 200 座医保服务城市，医保子系统中标数国内第一。

图 14：平安医疗生态圈横向协同效应



资料来源：公司投资者开放日资料，天风证券研究所

1.4.1.2. 纵向打通：服务政府撬动核心资源，建立科技壁垒

1) 政府端：服务政府撬动医疗核心资源。医疗生态圈借助政府力量释放传统医疗系统的封闭流量和资源，目前已进入 90 座城市，链接 2 万医疗机构，与 17 家线下医院达成共建互联网医院平台协议（不含福州项目），并获得湖北省、银川市自建互联网医院牌照。

2) 科技端：科技赋能各成员，建立竞争壁垒。平安医疗生态圈拥有全球最大的医疗数据库之一，掌握超 10 亿就诊数据，且掌握 3000+AI 模型，为医疗科技和医疗金融提供数据支持与增值服务，其中平安智慧医疗为好医生提供了包括一体化监管平台、智能疾病预测、辅助诊疗工具 AskBob（覆盖 45 万医生）等全方位服务，支持其高效运营。

图 15：平安医疗生态圈纵向协同效应



资料来源：公司投资者开放日资料，天风证券研究所

1.4.1.3. 主业协同：保险+健康，提供有场景、温度和服务的保险

平安好医生的医疗健康服务赋能保险主业，深化生态医疗圈与平安集团的主业协同效应：

- 1) 助力获客：**集团每年 15%-20% 的新增用户来自医疗生态圈。
- 2) 提高粘性：**医疗生态圈金融客户客均合同数更高。2020H 平安金融客户使用医疗服务比例高达 60%，使用医疗服务的客户客均合同数为 3.1 件（不使用医疗服务仅为 2.0 件）。
- 3) 提高客均价值：**金融+医疗客户价值更高。目前平安使用医疗生态圈服务的金融客户客均 AUM 达 1 万人民币（不使用医疗服务的客均 AUM 为 5600 元）。

图 16：平安医疗生态圈主业协同效应



资料来源：公司投资者开放日资料，天风证券研究所

1.4.2. 平安好医生孵化于平安集团，有强大的协同效应与股东支持

1.4.2.1. 好医生受益于平安集团雄厚的行业积累

集团为好医生提供：1) 品质品牌：平安的品牌声誉可即刻唤起用户信任；2) 客户资源：面向 2.1 亿金融用户，进行交叉销售；超 400 万企业客户，助力新业务拓展；3) 渠道资源：直接采购+销售渠道扶持发展。具体而言：

一、品质品牌：得益于平安品牌背书，平安好医生能够建立声誉及与用户间的信任，更容易与金融用户、企业用户及政府达成合作。

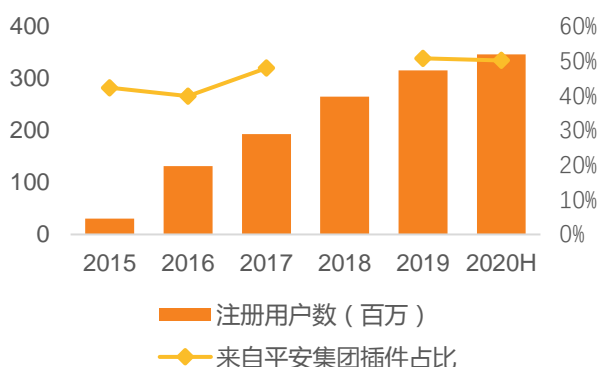
二、客户资源：平安集团是平安好医生重要客户来源。目前平安好医生客户来源有四大渠道，其中 C 端、I 端、B 端平安集团导流效应明显。

- 1) C 端个人用户：**截至 2020H，注册用户数达 3.46 亿，其中 50.2% 来自平安集团插件；
- 2) I 端保险服务：**平安集团拥有 2.1 亿金融客户，其中使用医疗服务达 1.26 亿，占比 60%；

3) **B 端企业服务**: 平安集团拥有 400 万企业用户, 助力开拓私家医生业务。截至 2020H, 平安好医生为超 500 家企业客户提供一站式医疗服务, 有望持续推广, 形成规模效应;

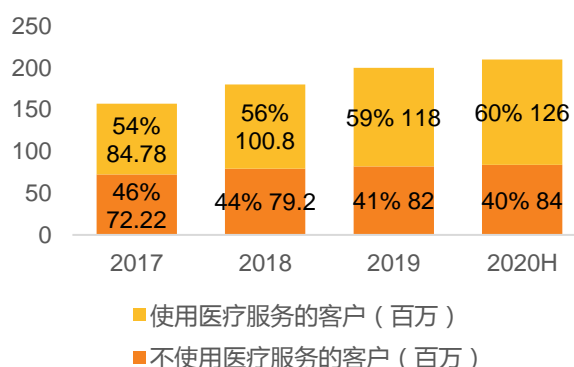
4) **H 端互联网医院**: 依托平安集团旗下的医保科技平台, 好医生推动互联网医院平台打通医保支付, 从而有力吸引地方政府与公司合作共建平台, 间接扩大市场, 目前已上线 14 家互联网医院。

图 17: 平安好医生注册用户数



资料来源: 公司财报, 招股说明书, 天风证券研究所

图 18: 平安集团金融客户使用医疗服务数量及比例



资料来源: 公司投资者开放日资料, 天风证券研究所

三、渠道资源: 平安集团庞大客户群及分销网络, 提供深耕土壤。

1) **业务贡献**: 2015-2017 年, 平安集团业务贡献占比分别为 80.9%、41.4%、46.4%。从四大板块看, 平安对线上医疗业务的贡献最大, 分别为 100%/100%/97.1%; 对消费型医疗的贡献分别为 69%/26.3%/30.1%; 对健康商城的贡献分别为 0%/10.3%/47.8%; 对健康管理及互动的贡献分别为 0%/29.7%/6.6%。

2) **主要客户**: 2019 年平安好医生前五大客户收入占总收入的 39.7%, 其中最大客户占总收入的 27.1%。前五大客户中, 平安寿险、平安产险、平安银行和平安健康险均为平安集团附属公司, 平安普惠为平安、王文君女士及窦文伟先生的紧密联系人。公司关联方重大交易占比较高, 近几年逐步下降趋于稳定, 18-20H 其营收占比为 38.53%/44.38%/39.33%。

3) **渠道扶持**: 四大业务板块中, 除健康管理和互动业务主要为医药企业投放广告, 其他业务均与平安集团渠道合作密切。**在线医疗**: 为平安寿险、平安健康险等保单用户提供在线医疗服务, 为平安寿险、平安银行等企业用户定制私家医生。**消费型医疗**: 由平安集团直接采购或通过其销售代理销售, 按比例支付佣金费用。**健康商城**: 平安集团成员采购, 2020H 企业采购收入达 8.17 亿元, 占健康商城总收入 54%。

表 3: 各业务板块与平安集团协同情况

业务板块	协同子公司	收取/支付费用
在线医疗	平安寿险: 签订问诊服务协议 (“SLA”), 通过插件平安金管家为投保人提供在线医疗服务。投保人可选择加入健康守护 360。	SLA 每年收取固定费用 (无论是否使用服务或人数)。
	平安健康险: 以安康及安享增值组合的形式提供在线医疗服务。	按每年每人收取固定费用。
	私家医生: 首批签约 29 家企业, 签约金额 3 亿元, 其中包括平安寿险、平安银行、平安普惠等平安系企业用户。	成人关爱版 499, 糖友版 699, 儿童版 999, 成人尊享版 999, 至尊保长辈版 1999 (元/年)。
消费型医疗	平安集团直接采购, 或通过平安销售代理销售。(15-17 年占消费型医疗总收入的 96%以上)。	根据产品类型一般按 5%至 25%的比率向销售代理支付佣金费用。
健康商城	平安集团子公司通过平安集团采购渠道进行采购。	2020H 企业 (含平安集团成员) 采购收入达 8.17 亿元, 占健康商城总收入 54%, 毛利占健康商城总毛利 30%, 毛利率仅为 5% (客户通过平台采购毛

利率达 14.1%)。

资料来源：公司年报，招股说明书，天风证券研究所

表 4：平安好医生 15-17 年各业务板块营收来源

单位：百万元，%	2015		2016		2017	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比
线上医疗	118.8	42.6%	136.5	22.7%	242.2	13.0%
提供予平安集团	118.8	42.6%	136.5	22.7%	235.2	12.6%
提供予其他客户	0.0	0.0%	0.0	0.0%	7.0	0.4%
平安集团贡献占比	100.0%		100.0%		97.1%	
消费型医疗	154.6	55.5%	388.1	64.5%	655.4	35.0%
提供予平安集团	106.7	38.3%	102.2	17.0%	197.1	10.5%
提供予其他客户	47.9	17.2%	285.9	47.5%	458.3	24.5%
平安集团贡献占比	69.0%		26.3%		30.1%	
健康商城	1.9	0.7%	63.1	10.5%	896.1	48.0%
提供予平安集团	0.0	0.0%	6.5	1.1%	428.7	22.9%
提供予其他客户	1.9	0.7%	56.6	9.4%	467.4	25.1%
平安集团贡献占比	0.0%		10.3%		47.8%	
健康管理和互动	3.4	1.2%	13.8	2.3%	74.3	4.0%
提供予平安集团	0.0	0.0%	4.1	0.7%	4.9	0.3%
提供予其他客户	3.4	1.2%	9.7	1.6%	69.4	3.7%
平安集团贡献占比	0.0%		29.7%		6.6%	
总计	278.7	100.0%	601.5	100.0%	1868.0	100.0%
提供予平安集团	225.5	80.9%	249.3	41.4%	865.9	46.4%
提供予其他客户	53.2	19.1%	352.2	58.6%	1002.1	53.6%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

表 5：关联方重大交易-提供产品及服务（包括在合同负债及收入内）

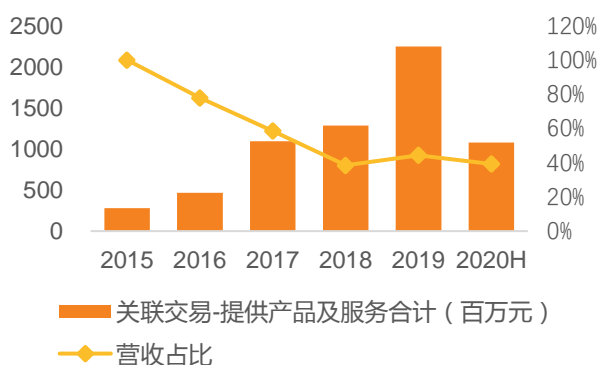
单位：百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020H
平安寿险	167.62	193.55	655.96	745.87	1438.58	803.93
平安银行	33.95	33.45	38.31	37.23	89.86	109.78
平安健康险	13.02	98.24	118.87	122.54	159.06	69.29
平安产险	40.24	84.51	221.91	320.41	412.78	62.92
金融服务	2.56	5.39	4.82	6.63	14.32	11.14
平安养老险	5.28	5.81	17.65	30.73	37.39	8.55
平安不动产	-	-	-	0.68	34.73	-
平安信托	-	-	0.91	2.33	25.53	-
平安科技	-	-	2.16	3.55	5.87	5.83
平安基金	-	-	-	0.19	6.60	-
深圳万里通	0.77	16.92	7.22	3.51	6.12	-
平安金融租赁	-	-	-	3.45	4.48	-
南昌好医	-	-	-	-	3.70	-
平安好医	-	-	-	0.24	2.18	-
平安证券	3.64	2.04	4.71	6.65	7.68	4.93
平安融资租赁	-	-	1.44	-	-	4.01
平安财富管理	-	-	0.76	1.97	-	-
普惠投资	1.42	22.82	13.07	-	-	-
陆金所上海	-	5.97	6.79	-	-	-

壹钱包	4.41	-	0.26	-	-	-
平安保代	6.18	0.31	-	-	-	-
关联方重大交易-提供产品及服务合计	279.08	469.00	1094.83	1285.96	2248.86	1080.37
总收入	278.70	601.50	1868.00	3337.85	5067.67	2746.65
营收占比	100.14%	77.97%	58.61%	38.53%	44.38%	39.33%

资料来源：公司财报，招股书，天风证券研究所

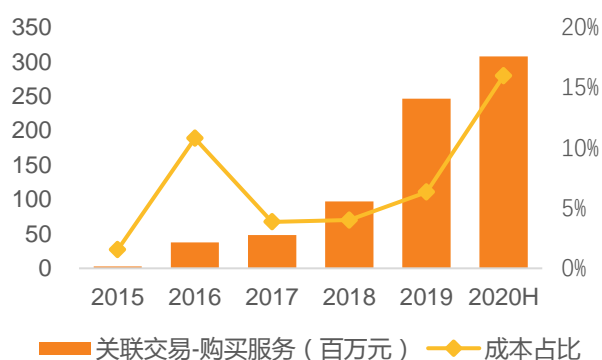
*注：公司向平安集团提供各种产品及服务，其中包括但不限于(1)在线医疗服务，包括在线咨询、转诊及挂号、住院安排以及二次诊疗意见服务；(2)「健康生活通」预付卡及体检服务组合；(3)于健康商城提供产品；及(4)广告服务。平安集团就提供该等产品及服务向公司支付费用

图 19：平安好医生关联方重大交易-提供产品及服务收入占比



资料来源：公司财报，招股说明书，天风证券研究所

图 20：平安好医生关联方重大交易-购买服务占比



资料来源：公司财报，招股说明书，天风证券研究所

1.4.2.1. 好医生目前仍高度依赖平安集团，自身扩展性有限

1) **流量依赖**：注册用户数增长率逐年下降，截至 2020H，来自平安集团插件达 50.2%。

2) **业务依赖**：从在线医疗业务来看，采购方掌握议价权，毛利率受集团协议掣肘。在线医疗业务毛利率 18 年为 40.10%，同比降低 18.8pct，系 18 年 SLA 服务使用量显著增加所致，19 年初与平安人寿保险重新签署 SLA，上调服务费，毛利率上升 4.1pct 至 44.2%。从关联交易来看，19 年平安寿险的关联交易金额最大，达 14.39 亿元，同比+92.87%，其次为平安产险 4.13 亿元，同比+28.83%。

3) **渠道依赖**：健康守护 360、私家医生等会员服务依赖集团保险渠道销售。因此，平安好医生价值更多体现在平安医疗生态圈的重要战略布局、协同集团保险业务的重要工具，而非呈现为一个单独的类电商主体。

2. 发展路线：从在线医疗入手，打造中国领先的互联网医疗服务平台

2.1. 发展历程：六年耕耘，把控国内最大的互联网医疗流量入口

从完善用户场景出发，持续积累流量和数据，打造可持续收入增长模式。平安好医生成立于 2014 年，最初提供 7*24 的高质量在线医疗服务，获取用户流量，后不断完善服务场景，推出私家医生等创新产品，覆盖国民健康生活方方面面，建设了一个全面的互联网+医疗健康产业生态，发展至今已成为中国最大的互联网医疗流量入口，注册用户在 2019 年 9 月突破 3 亿大关，目前平安好医生进行了整体的战略升级，力图进入流量变现阶段。

图 21：平安好医生发展历程



资料来源：平安医疗生态圈投资者开放日，天风证券研究所

2.2. 战略升级：渠道+服务+能力全面升级，价值点升级驱动价值链优化

借助市场+政策双重东风，平安好医生启动战略升级，饱和覆盖渠道、产品、能力层。受益于国家产业政策支持与医疗市场对互联网医疗的迫切需求，互联网医疗行业具备较大的提升空间，根据易观分析，预计 2020 年市场规模突破 2000 亿元，而平安好医生紧抓产业机会，在疫情后进行价值点全面升级，巩固竞争壁垒，加速业务纵深发展，具体而言：

- 1) 在渠道方面，公司从个人用户端和保险服务端拓展到企业服务端和互联网医院端。
- 2) 在服务方面，公司从单一在线医疗服务升级为医疗+健康双向业态系，将私家医生升级为私家医生+家庭医生，对个人和家庭推出多层会员体系的健康服务，私家医生可以帮助个人用户解决普通小病，家庭医生服务则跟随整个家庭，为家庭成员提供全方位的医疗健康服务。由此实现对用户健康状况的长期追踪，生成完整连续的个人健康档案。
- 3) 在能力方面，公司在加强自建医疗团队的同时，不断拓宽外部专科和专家医生，打造自建+外部医生网络，同时从专注线上拓展为线上加线下。

图 22：平安好医生 2020 中期战略升级



资料来源：平安医疗生态圈投资者开放日，天风证券研究所

2.3. 未来战略地位：驱动闭环生态圈与平安综合金融发展的助力器

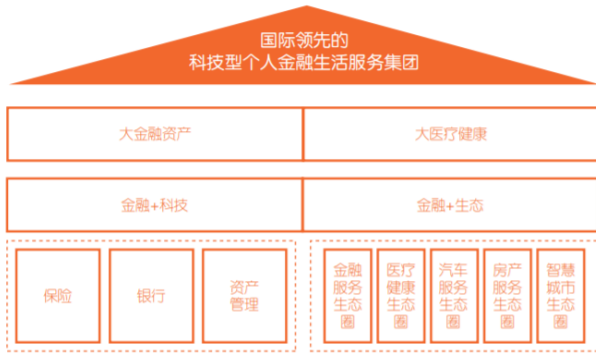
2.3.1. To 平安医疗生态圈：闭环发展的内生动力

目前好医生已卡位医疗圈的重要环节，担当流量入口与线上服务提供方，未来平安生态圈的战略聚焦在打造闭环生态，好医生有望通过产品升维、与智慧医疗协同拓展线下网络，进一步提升服务广度与产业渗透深度，加固平安医疗生态圈的渠道壁垒，并借助一站式服务链，将入口流量分化至线下医疗、医保支付等其他环节，最大化生态圈的用户价值，成为闭环发展的内在动力。

2.3.2. To 平安集团：综合金融升级的重要助力

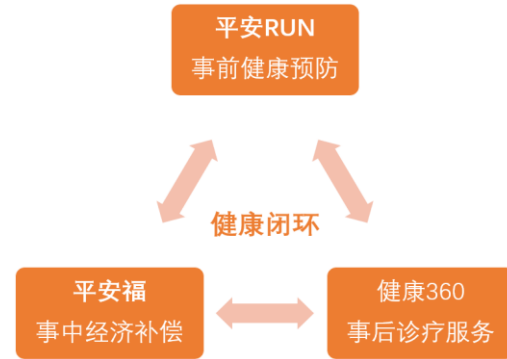
2017 年至今，平安持续探索“金融+生态”模式，推进综合金融战略，而好医生的医疗健康属性天然与平安 C 端保险用户形成高粘性，可在产品定价、服务、渠道上与保险业务产生深度协同，构造“保险产品+医疗场景”优化综合金融的获客渠道与质效。预计伴随平安深化转型战略，好医生或将有力提携综合金融发展。

图 23：中国平安综合金融战略



资料来源：中国平安 2019 年报，天风证券研究所

图 24：平安好医生+寿险可打造健康闭环



资料来源：慧聪网，天风证券研究所

3. 商业模式：以在线医疗为出发点，引导健康业务多元变现

3.1. 模式优越性

3.1.1. 与保险公司相比：长期投入建设树立话语权，科技赋能建立竞争壁垒

保险产品同质化严重，互联网医疗市场前景广阔，大健康、大养老产业成为保险机构的重要转型方向。目前传统保险公司布局医疗健康的主要模式有三种，包括与医疗机构达成战略合作；布局互联网医院和移动医疗平台；自建医院、参股医疗机构或者和医院签署特许经营的条约。但这些模式目前受到现有环境限制，比如，受限于商业保险在国内医疗支出的占比较低（2019 年占比仅为 6%，而美国为 33%），公有医院的体制下，保险公司难以掌握话语权，从而无法控制投资风险。同时，控股大医院和优质医院的需要大量资本投入，获得利润较低，在战略合作也需要和医院达成一致目标。与普通保险公司相比，平安的医疗健康服务具有两大优势：

- 1) 平安已深耕健康领域 20 年，长期且持久的投入在时间长度与规模上均优于其他机构，已是最大的互联网医疗流量入口，且建立了领先的线下医疗服务提供方网络，在生态系中树立自身话语权；
- 2) 平安可通过科技能力为医疗健康服务赋能，铸就坚实竞争壁垒。

表 6：保险机构医疗健康服务布局一览

机构	医疗健康服务	医疗机构投资与建设	
泰康保险	2015.8 成立泰康健康管理，定位于整合泰康集团健康医疗资源，搭建包括“体检+医院+医生”三大网络的服务平台	投资收购医疗机构：2016 年以 13.08 亿港元收购和美医疗 26.44% 的股份	投资建设医院：泰康仙林鼓楼医院、泰康西南医学中心、泰康前海国际医院、泰康宁波国际医院
中国人寿	1) 自建平台：上线国寿大健康； 2) 外部合作：与万达信息战略合作，上线“蛮牛健康”APP；联手国际 SOS 推出家庭医生卡	投资医疗产业：通过国寿投资公司国寿投资发起大健康股权投资基金，与被投资公司的医疗健康服务融合。投资方向涵盖制药和医疗设备研发、基因测序、医疗服务管理、医疗租赁	1) 投资收购医疗机构：中国人寿于 2015 年初入股康健医疗，成为公司第一大股东。自此，康健医疗成为中国人寿大健康领域投资的重要布局。 2) 投资建设医院：2015 年 12 月，中国人寿投资并列第一大股东

			的康健医疗与南石医院签署合作协议，康健医疗将投资并控股南石医院
中国太保	1) 指定用户群体的服务：太保蓝本，中国太保寿险一生相伴客户俱乐部“健康态”保险服务生态圈重点打造的专属健康增值服务，包括健康管理、快速就医和理赔服务。 2) 建设数字化移动健康管理平台：“太保妙健康”，为客户提供“保险+健康管理”一揽子健康管理方案。	合作建立医院：2020.9 中国太保与瑞金医院在上海签署合作协议，正式启动互联网医院建设	投资健康医疗大数据公司：携手中国移动等单位投资设立联仁健康大数据科技股份有限公司。
新华保险	自建平台：设立新华健康，国内第一家获得国家保险监管机构批复设立的保险公司健康管理投资平台，以健康管理、医疗服务、护理服务、医疗投资为主要业务	自建健康管理中心：新华保险已在西安、武汉、青岛、济南等10多个城市建立了19个健康管理中心	自建医院：建立新华卓越康复医院
中国平安	自建平台：上线平安好医生，目前已是国内互联网医疗最大流量入口	合作共建互联网医院：截至2020年8月，已与17家线下医院达成合作共建互联网医院平台的协议（不含福州项目）	
友邦保险	自建平台：“愈从容”重疾专案管理服务，向其“全佑”系列产品新客户专享专案管理服务，新增“从容营养”服务和针对儿童的“从容慧诊”服务。 建设“健康友行”移动健康管理平台，提供日常健康管理服务等。	建设医疗服务产业区：携手中再寿险和镁信健康开展合作，在博鳌乐城建成国内一流的国际医疗旅游和高端医疗服务产业区。	与医疗健康科技平台合作：和微医战略合作，优先享用其领先的医疗健康服务，包括预约挂号、在线问诊、线下诊所，和分布中国内地30个省份由2700家重点医院、22万名医生和逾15,000家药房所组成的医疗健康服务网络。

资料来源：各公司财报，各公司官网，产业信息网，天风证券研究所

3.1.2. 与互联网医疗机构相比：以在线医疗为中心，打通互联网医疗全产业链

从业务上看，京东健康、阿里健康具有天然电商属性，围绕医药零售，延伸至其他互联网医疗环节，具体而言，阿里健康通过 B2C 电商平台，进军在线问诊、消费医疗大健康等领域，京东健康主张打造“医药联动”闭环。而平安好医生不具有电商基因优势，以在线医疗为流量入口，通过家庭医生业务、消费医疗、健康商城、健康管理及互动四个业务板块，打通“社保-商保-用户-医疗-医院”，贯通产业上下游。

表 7：可比公司产品服务对比

	阿里健康	平安好医生	京东健康
挂号预约	✓	✓	✓
线上问诊	✓	✓	✓
药品零售(OTC+RX)	✓	✓	✓
跨境药品供应链	✓		✓
中药饮片供应链			✓
药品冷链			✓
020 送药上门	✓		✓
"非药商品零售"(医疗器械/保健品)	✓	✓	✓
药品/非药批发			✓
慢病管理		✓	✓
家庭医生		✓	✓

消费医疗	✓	✓	✓
上门检测/上门护理			✓
自有医生团队		✓	✓
海外医疗		✓	✓
保险		✓	✓
互联网医院共建	✓	✓	✓
健康城市建设		✓	

资料来源：网经社，天风证券研究所

3.2. 地基：用户价值铸就竞争基础，变现流量蓄能整体收入

疫情催生互联网医疗流量红利，用户价值铸就持续发展基础。从短期看，疫情极大推动了互联网医疗服务的需求，提高了政府和人民对其的接受度和认可度，同时国家接连出台相关政策，明确支持互联网医疗机构提供的慢性病、常见病服务，并纳入医保基金支付范围，在线问诊量与用户流量短期内得到快速增长，互联网医疗企业将普遍受惠于此次流量红利。从长期看，企业只有充分挖掘存量客群，最大化用户价值，才可持续发展。

表 8：疫情催生的互联网医疗支持政策

时间	政策文件	政策内容
2020 年 2 月	《关于加强信息化支撑新型冠状病毒的肺炎疫情防控工作的通知》、《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》	规范互联网诊疗咨询服务。利用“互联网+医疗”的优势为人民提供优质便捷诊疗咨询服务
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》	将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围，落实“长处方”的医保报销政策

资料来源：卫健委，天风证券研究所

流量优势突出，发展空间可观：

- 1) 公司层面，好医生凭借优质医疗服务得到了市场的广泛认可，流量强势增长。疫情间公司迅速响应，线上流量激增，疫情高峰期间平台累计访问人次超 11.1 亿次，APP 主站新用户注册量是疫情前的 10 倍。疫情后线上流量回归常态，但仍维持强劲增长态势，截至 2020H 平台累计注册用户同比+16.44%，规模达 3.46 亿，日咨询量达 831 千人次，同比+26.7%，用户对在线问诊的满意度稳定在 97%。
- 2) 行业层面上，医疗健康前景可待，目前已是流量第二的互联网垂类领域，未来五年有望冲顶流量第一，而平安好医生是国内最大的互联网医疗流量入口，其月活超过行业前 2-10 家公司月活的合计，具备可观的发展潜力。

图 25：互联网医疗及平安好医生流量规模情况

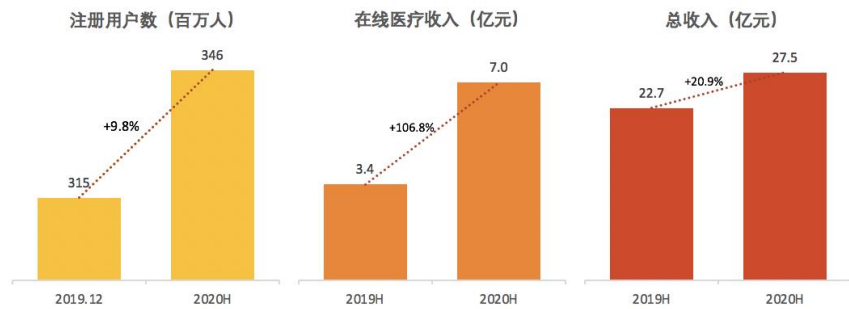


资料来源：平安医疗生态圈投资者开放日，天风证券研究所

用户为中心的全场景医疗服务输出提高了 C 端付费率，带动整体收入快速增长。相比传统

医疗机构以医院为中心的运作模式，好医生扣紧用户需求，构建了专业的医患沟通桥梁，一方面从在线医疗入手，开拓健康管理、慢病管理等多个热门领域，一方面持续加大对医生端、医保端的资源投入力度，打通前端后端，构筑粘性更强、接触频率更高的医患关系。**优质服务的输出有效满足用户需求，为平台服务变现蓄能**，2020H 公司的平均付费用户转化率达到 5.1%，同比+1.4 个百分点，在线医疗贡献收入 6.94 亿元，同比+106.8%，营收占比也由同期的 14.8%升至 25.3%。我们认为，好医生的医患桥梁或成为影响用户医疗健康管理决策的重要入口，有望由点及面开拓更丰富的变现场景。

图 26：平安好医生医疗服务带动整体收入增长



资料来源：公司财报，天风证券研究所

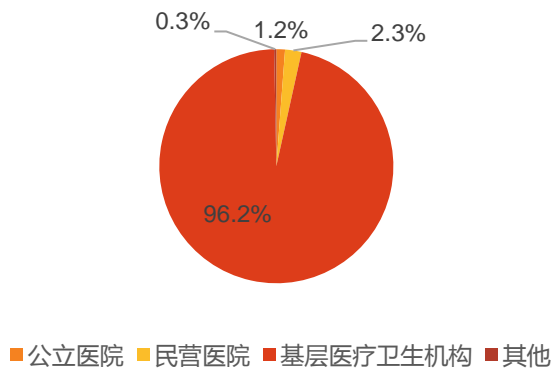
3.3. 核心：分级诊疗优化配置医疗资源，平安医家精准匹配医患供需

3.3.1. 行业背景：国内医疗供需失衡，互联网医疗或成破局之解

国外采用分级诊疗模式优化医疗资源配置。英国是最早、最严格实践分级诊疗的国家之一，建立了分工明确的三级医疗服务网络与覆盖广泛的社区首诊制度，除急诊危重症外社区患者接受上级医疗必须经过全科医生转诊，否则医保不予支付。美国是发达国家中唯一医保未全民覆盖的国家，服务方以私营医院与保险为主，其中基层社区卫生服务机构负责社区居民的健康管理与常见病首诊，二级、三级医院接诊专科病人与重症患者。此外美国在支付端采用管理式医疗保健体系，通过设置自付额的高低影响患者的就医流向，实现了精准匹配医疗需求和高效双向转诊。

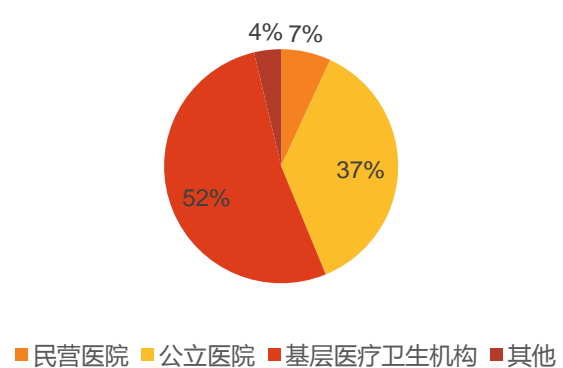
国内医疗服务供需失衡，优质医疗资源紧缺，分级诊疗改革道阻且长。目前我国优质医疗资源集中于三级医院与公立医院，但线下医疗资源分配不均，截至 2020H，仅占我国总医疗机构总数 1.2%的公立医院，提供了全国 37%的诊疗服务，其中三级医院问题更加突出，其在医院总数中占比 8.2%，却提供了医院 51%的诊疗服务，即服务了全国 22%的诊疗人次。

图 27：截至 2020H 我国卫生机构分布



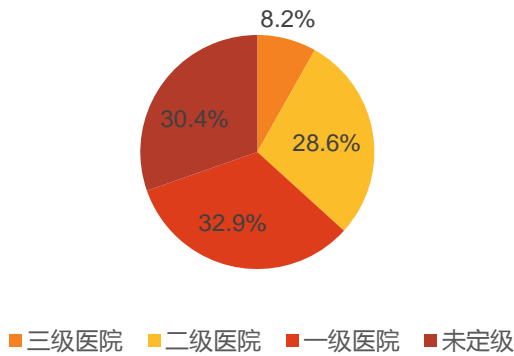
资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：截至 2020H 我国总诊疗人次累计数卫生机构分布



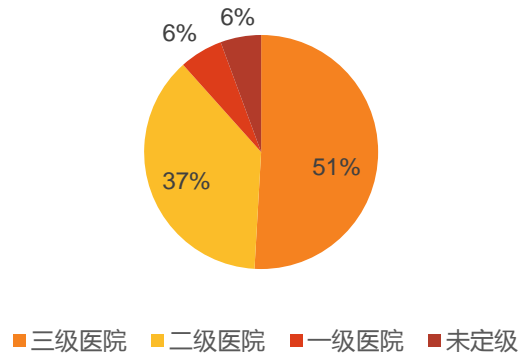
资料来源：wind，天风证券研究所

图 29：截至 2020H 我国医院机构分布



资料来源：wind，天风证券研究所

图 30：截至 2020H 我国医院的诊疗人次累计数分布



资料来源：wind，天风证券研究所

早在 2015 年我国提出建设分级诊疗制度，但进展缓慢，主要系：

1) 不完全的价格机制未能有效配置资源。性价比并非我国医疗行业竞争因素，极少有医疗机构采取低成本低价策略，医院更关注医疗质量与患者数量，此行业格局造成医疗价格指数快速增长，而近年医保支付改革促使医疗机构更关注成本-价格问题，如 2017 年开展 DRGs 付费试点，通过制定统一的疾病诊断分类定额支付标准，倒逼医疗机构合理控费；

表 9：DRGs 内容一览

内容	描述
医疗保险机构就病组付费，照病人疾病种类、严重程度、治疗手段等条件所分的疾病相关分组的付费标准向医院支付费用，合理结余部分归医院，超出部分由医院承担的一种风险共担的付费制度	
指导思想	通过统一的疾病诊断分类定额支付标准的制定，达到医疗资源利用标准化

资料来源：健康界，天风证券研究所

2) 全科医生人才匮乏。基层全科医生是患者进入分级诊疗体系的首要分流者，但目前供给存在较大缺口，2020 年国内各类全科医生不及临床医生的 9%，而发达国家接近 30%，甚至高达 50%；

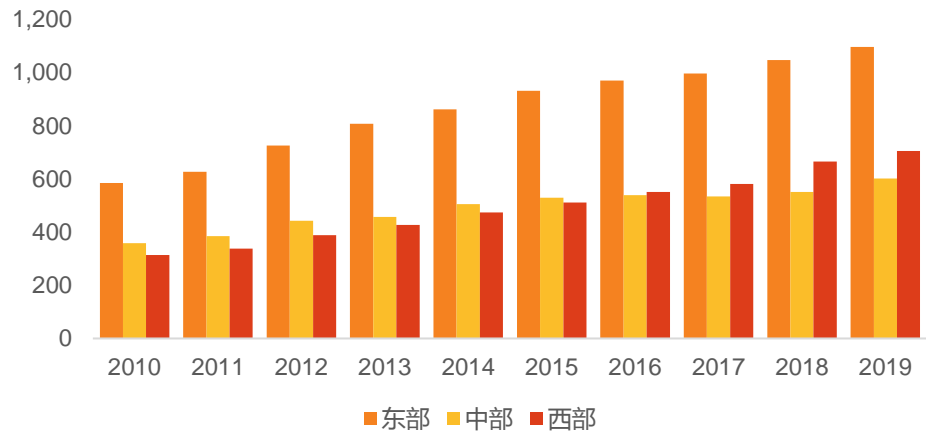
图 31：我国全科医生人才匮乏



资料来源：平安好医生投资者开放日，天风证券研究所

2) 医疗资源地域分布不均，基层诊疗能力参差不齐。目前东部地区占据了主要的三甲医院，中西部优质医疗资源紧张，病患“上涌”困局难以缓解。

图 32：2010-2019 我国三级医院地域分布（所）



资料来源：wind，天风证券研究所

以平安好医生为代表的在线医疗有望破解行业困局。目前我国医疗资源及诊断需求严重倒置且分配不均，服务效率较低，2019 年三甲医院平均诊断时间仅占门诊就诊人均 3 小时的 4.4%（8 分钟），相比之下，好医生为代表的在线诊疗可提供 7*24 小时的在线服务，超高效实现线上线下患者分流，此外，该类企业加快整合线上线下的医疗资源，积极布局疾病预防、病后护理等健康服务，预计在整个行业的影响力将持续扩大，或成为我国实现分级诊疗的关键组成部分，从而进一步减轻当前国内医疗健康系统的负担。

图 33：平安好医生就诊流程



资料来源：平台 APP，天风证券研究所

3.3.2. 资源端：借助政府撬动核心资源，内外强化服务供给能力

1) 对于互联网医疗，增加核心医疗资源触点是提高患者覆盖率与服务供给质效的关键，相比其他厂商，平安好医生凭借平安集团的品牌光环和科技能力，更易促成与政府方的深度合作，通过服务政府与医院，释放传统医疗体系内封闭的优质资源和用户流量。2020 年 4 月，好医生率先接入湖北医保局的互联网医保平台，打通在线诊疗支付端口，同年还获得了银川市的自建互联网医院的医保资质牌照，目前公司已与 17 家线下医院达成合作共建互联网医院平台的协议，未来将继续加大赋能公立医院的力度。

2) 公司持续完善医疗健康网络，提升服务供给能力。对内不断强化自有医疗团队和 AI 能力，对外积极拓展合作半径，打通线上线下服务，实现多方资源联动，具体而言：

表 10：2020 年平安好医生持续完善医疗健康网络

内部强化	外部延伸
1.自有医疗团队：截至 2020H 公司自有医疗团队达 1836 人，较 2019 年底增加 427 人，增幅为 30.3%	1.外部医生：截至 2020H，公司签约合作外部医生（均为三甲医院副主任医师及以上职称）5978 名，主要提供非实时的在线咨询，线下名医二诊等非核心服务
2.在线诊疗：在线医疗服务扩大覆盖至 23 个科室，进一步完善医疗服务范围	2.医院：合作医院较年初增长近 400 家，目前达到 3700 多家，其中三级医院近 2000 家
3.AI 辅助：AI 辅助诊疗系统已经深入应用到自有医疗团队的全部科室，覆盖超过 3000 种疾病的诊断知识，能满足患者的基本医疗需求，极大减轻了医生负担	3.药店：合作药店数目超 11.1 万家，较 2019 年底的 9.4 万家增长了超 1.7 万家，覆盖中国 32 个省，371 个城市
	4.医疗健康机构：截至 2020H 已覆盖 160 多家医美机构、430 家中医诊所、2000 多家体检中心、近 1800 家牙科诊所、超 4.9 万家诊所

资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.3.3. 运营端：平安医家精准对接医患供需，超高效分流线下问诊量

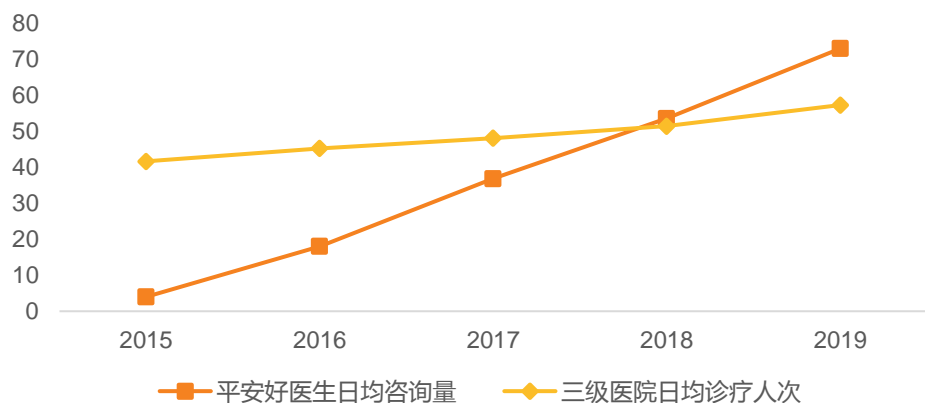
2020 年好医生全面升级能力体系，推出服务用户和医生的双平台平安医家，致力于解决用户健康防护、医生资源分配、医患有效沟通产业难题。

· To 医患关系：促进医患有效沟通，超高效分流线下问诊量

- 1) 对用户方，公司凭借供给端的医疗资源优势，增加了患者对全面医疗服务的可及性；
- 2) 对医生方，公司 AI 诊疗系统负责患者初步诊疗，有效分担医生问诊量，并以先进算法实现医生资源的充分利用和有效对接，降低了医患沟通成本，同时公司精准收集了用户健康数据，使医生充分了解患者信息，低成本成为“私人医生”；
- 3) 对支付方，公司通过与集团保险产品的协同，解决医患两端的后顾之忧。

综合来看，平安医家以专业的医患沟通桥梁有效分担了线下流量，2019 年三级医院日均诊疗为 57.2 万人次，医师日均担负诊疗 7.9 人次，而好医生日均咨询量可达 72.9 万人次，医疗团队人均日均咨询量超 500+次，远超三级医院。

图 34：平安好医生与三级医院日均诊疗对比（万人次）



资料来源：卫健委，天风证券研究所

· To 用户需求：覆盖全科与专科，联结医疗与健康，兼顾“大而全”与“小而精”

互联网医疗与基层医疗受制于医生资源限制，无法兼顾深度与广度协同发展，平安医家在全科医生服务基础上，深化发展专科引领的专业医疗服务，最大限度契合用户需求。

图 35：平安好医生专科引领的医疗服务



资料来源：平安医疗生态圈投资者开放日，天风证券研究所

· To 医疗供给：推进医生之家与基层医疗建设，双轮赋能医疗网络

1) 持续升级线上医生服务体系，提高医疗供给水平。公司对内推出 AI 医生助手和医生专属工作台，为医生工作提效增便，对外签约专家医生创造品牌效应，不断提升医生队伍的技术水平，保证服务供给质量。

图 36：平安好医生-医生之家



资料来源：平安医疗生态圈投资者开放日，天风证券研究所

2) 加快线下基层医疗布局，完善医疗闭环。公司通过收购初级医疗领域企业、推进一分钟诊所，村医工程等项目，持续为基层医疗机构赋能，助力其提升医疗能力，扩大下沉市场覆盖面，从而进一步完善了医疗闭环。

表 11：平安好医生基层医疗布局一览

布局	意义	行动
收购万家医疗	推进分级诊疗，完善线上线下医疗闭环	万家医疗是国内首个综合门诊管理平台，在初级医疗行业具有一定话语权，2018 年平安好医生收购其 100% 股权
一分钟诊所	弥补基层医疗资源的区域性短缺	好医生全球领先的移动医疗和 AI 科技，一分钟诊所作为国内首个商业化运营的无人诊所，以丰富的应用场景弥补了基层医疗资源的区域性短缺
村医工程	切实改善贫困地区的基础医疗服务水平	平安好医生充分利用自身医疗优势，协助平安集团在全国贫困地区开展村医工程，从村卫、村医、村民三个层面开展医疗服务升级行动，通过平安好医生村医版 APP 聚合全国名医，辅助村医日常诊疗，推动优质医疗资源下沉。截至 2020H，累计升级乡村卫生所超 900 个，培训村医近 100 万名，义诊覆盖人群超过 6.6 万人，极大缓解了农村地区医疗资源紧张的问题。

资料来源：人民网，公司财报，天风证券研究所

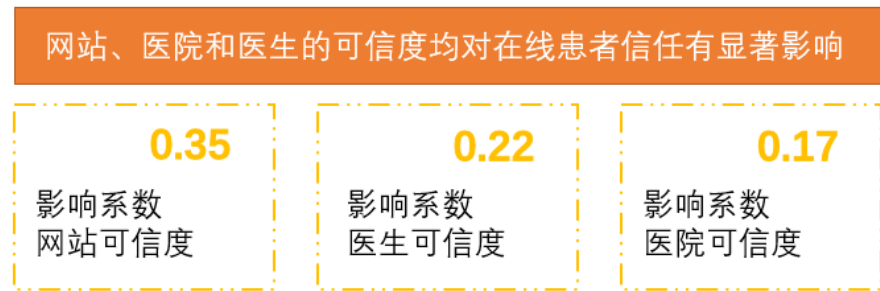
3.3.4. 用户端：精细化管理 C 端需求，挖掘 B 端合作边际效益

· C 端：医疗+健康，契合实际需求

诊后服务存在较大缺口，构建医患信任是服务变现的重要基础。数据显示，诊后服务是用户关注的重点，其需求频次较高，周期较长，需要建立稳定、信任的医患关系，但由于互联网医疗缺乏与核心资源的对接，服务往往集中在诊前环节，诊中诊后目前存在较大的缺

口，根据调查，诊后服务需求率为 76.4%，而提供率为 20.2%，且 70%+ 用户认可互联网医疗服务且具有支付意愿，因此深入诊疗核心，切实满足患者实际需求，成为用户付费的关键。

图 37：构建医患信任是服务变现的重要基础



资料来源：邓朝华，洪紫映《在线医疗健康服务医患信任影响因素实证研究》，天风证券研究所

好医生精细化运作用户流量，将低频看病行为化为高频健康管理。2020 中期公司的服务战略升级为防治结合的医疗+健康，打造全周期健康管理体系，驱动在线医疗从低频工具转化为高频工具箱，同时联动家庭医生与私家医生，帮助医生长期追踪用户健康状况，建立深厚的医患信任关系，有效提高了用户的留存和活跃度。

· B 端：C 端用户增速放缓，跨界大健康成为 B 端主要布局

医疗服务是互联网医疗行业的高价值组件，伴随用户流量红利逐渐饱和，场景化营销将成为 B 端主要发展趋势。平安好医生持续拓展 B 端覆盖半径，跨界建设大健康圈，探索医疗服务变现的新场景。2019 年 8 月公司与全球 29 家行业巨头（涵盖银行、保险、汽车等多个行业）达成战略合作协议，为其提供一站式全方位医疗服务，签约总金额突破 3 亿元。

3.4. 生态：以在线医疗为中心向外辐射，打通线上线下“医药康保”通路

围绕输出在线医疗服务，持续完善多元生态圈。目前我国优质医疗健康资源分配严重不均，且医生多封闭于医院系统内，因此高品质医疗服务长期处于缺位状态。针对产业痛点，公司持续探索互联网医疗与医疗产业链各场景的融合，发挥在线医疗优势为合作伙伴赋能，不断向外延伸生态版图，拓展服务半径。而生态伙伴丰富的客户资源与场景，亦反哺了平台。

3.4.1. 医疗服务：从在线医疗入手，提升用户粘性实现流量分化

在线医疗市场产品同质化明显，好医生以核心优势把控流量入口。凭借 AI 辅助+自有医疗团队，好医生为用户提供更及时、更便捷的诊疗体验，在入口积累了大量用户，并引流至其他业务版块。凭借卓越医疗服务、日趋提高的用户粘性、多元付费会员产品，近年公司付费用户比例持续上升，变现渠道具有较大开发空间。

图 38：平安好医生 MAU 规模

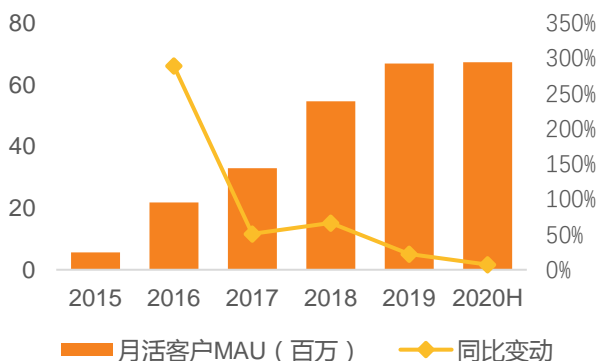
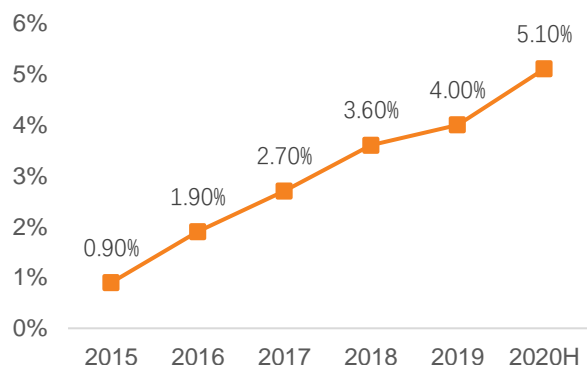


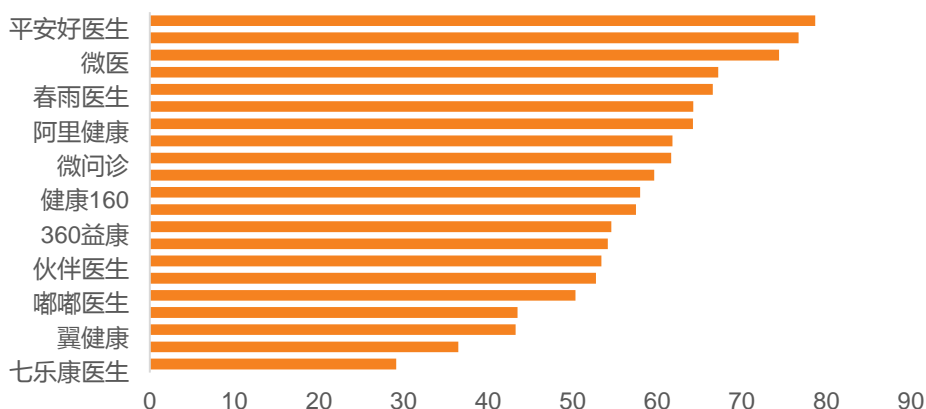
图 39：平安好医生付费用户转化率 (统计期内平均值)



资料来源：公司财报，天风证券研究所

资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 40：21 家在线问诊 APP 规范便利度测评总得分

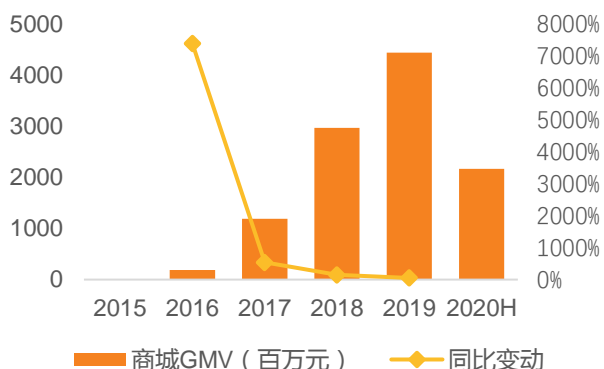


资料来源：南方都市报，天风证券研究所

3.4.2. 医药服务：打造一站式健康商城，扩展品类边界提高复购率

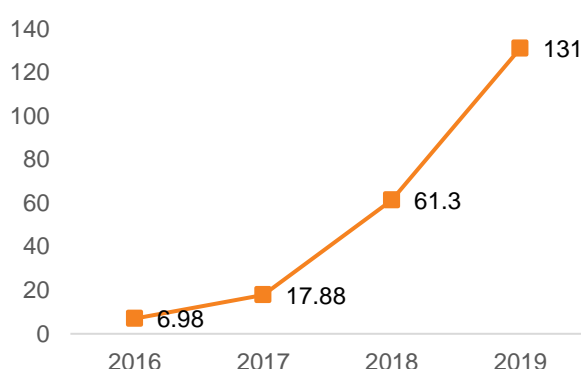
公司以平安好医生的在线问诊为突破口，延伸医药电商领域，形成“线上医疗+线上线下买药”闭环服务。受益于健康商城品类逐渐完善、在线医疗用户增量引流、增长态势，公司健康商城 GMV 持续扩张，截至 2019 年末，商城 GMV 规模达 44.47 亿元。

图 41：平安好医生健康商城 GMV (百万元)



资料来源：公司财报，天风证券研究所

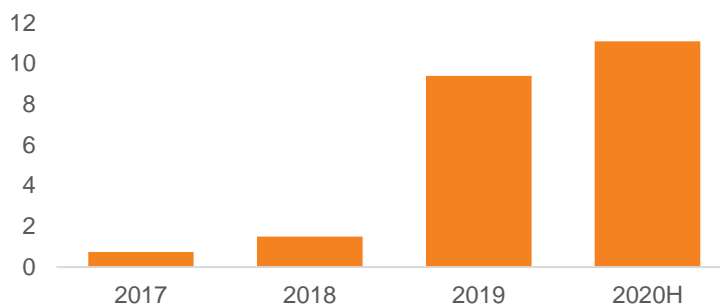
图 42：平安好医生健康商城商品库存量 (SKU, 万)



资料来源：公司财报，天风证券研究所

自营+平台两头并行，线上+线下持续打通。自营模式下，公司向供应商采购商品，通过平台直接销售产品并获取收益，平台模式下，公司提供线上平台供第三方卖家销售产品，并收取一定佣金。此外公司自 2019 年起持续打通线上线下购药网络，赋能传统药店升级为药诊店，进一步畅通购药+诊疗服务链，目前已与 11.1+万药店合作，覆盖国内 32 个省、371 个城市。我们认为，平安好医生的医药零售网络完善利于 SKU 增长，服务品类的扩展将提高用户的转化率与复购率，从而带动健康商城 GMV 提升。

图 43：平安好医生的合作药店规模情况（万家）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.4.3. 健康服务：精准对接个性化需求，打造健康管理互动体验

· 消费型医疗：以健康体检为抓手，开拓 B 端实现交叉销售

好医生精准对接用户的健康需求，以整合用户健康信息为基础，为个人及企业客户提供多种标准化健康服务。

1) 供给端：公司不断完善医疗健康网络，连接线下丰富的医疗服务资源。截至 2020H 已覆盖 5.3+ 万家医疗健康服务供应商，较年初增加近 1000 家医疗健康服务供应商。

2) 产品端：公司持续升级各类体检产品，并积极开拓企业用户的团体体检业务，每一个企业用户拥有较多的终端用户，能对核心业务（在线医疗）能带来较大的交叉销售潜力。

· 健康管理互动：步步夺金培养 C 端主动性，健康管理协助医保控费

1) C 端：好医生利用科技能力为慢病患者提供主动健康管理服务，开发步步夺金等互动活动增强用户粘性。相比其他计步平台，步步夺金可以按照步数获取奖励金，在平台商城兑换商品，能实际培养用户的健康意识。

2) B 端：公司扩大业务边际，积极与企业合作，进行员工健康管理，获得了体量更大的用户规模。此外，健康管理服务可生成更完善的用户健康档案，从而帮助保险公司获取投保人的真实健康状况，提高投保客群质量，降低了逆向选择风险，间接实现医保负担减重。

图 44：平安好医生步步夺金活动

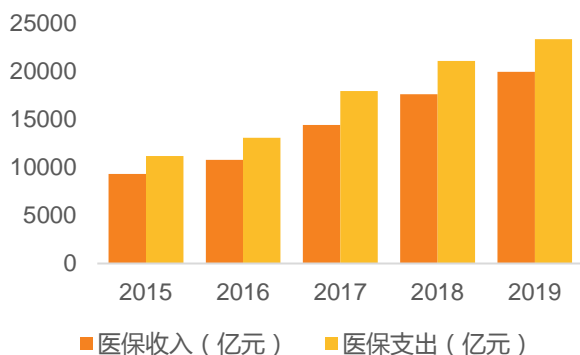


资料来源：平台 APP，天风证券研究所

3.4.4. 医保服务：与医保握手，整合数据、提效降本

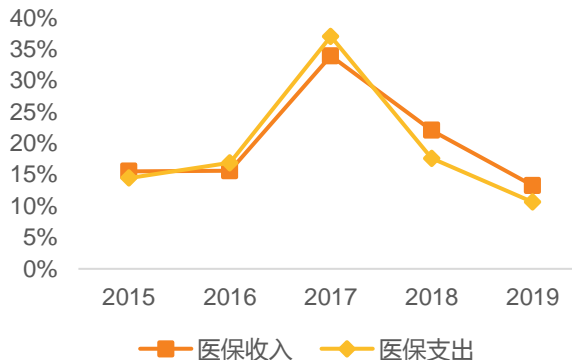
我国医保收支增速不匹配，商保渗透较低，居民看病存在较大压力。我国大病报销 60% 由政府承担，虽目前医保支出增长的绝对额不及医保结余，但其增速大于后者，医保或将面临亏空风险。此外相较于发达国家，我国商保渗透不深，2019 年商保支出仅占我国医疗费用的 6%，而在美国这一占比高达 33%，在此背景下我国患者自费支出较多，看病贵问题亟待解决。

图 45：2015-2019 我国医保收支规模



资料来源：国家医保局，天风证券研究所

图 46：2015-2019 我国医保收支增速



资料来源：国家医保局，天风证券研究所

平安好医生积极接入医院医保支付系统，提供“系统+服务+运营”一揽子智能化方案，联通数据助力分级诊疗、费用控制。2019 年国家医保局首次将互联网医疗纳入医保支付范畴，好医生紧抓行业机会，积极布局医保蓝海市场，成为行业中大规模打通医保支付体系的先行者；2020 年 4 月公司率先接入湖北省医保在线支付系统，同年打通了东莞市和银川市的医保支付系统。支付端的打通实现了医保医院数据的联通，极大促成医院的分级诊疗与患者分流，也助力保险公司提高健康险保单核准度，控制保险费用。

3.5. 护城河：AI 技术持续优化，科技提升医疗效率

诊疗入口精准分流，协助医生诊断提效。传统线下医疗服务受制于优质医生资源的短缺，较难有效提升服务效率，而好医生依托自主研发的 AI 技术，在入口对患者进行第一步诊断分析，再引流至专科医生，实现医疗服务的精准分流，并开发医生工作台，以 AI 医生助手协助医生提升服务效率。截至 2020 H，公司已累积了超 8.2 亿人次咨询数据，庞大的真实问诊数据利于进一步打磨 AI 技术精准度。

图 47：平安好医生诊疗入口先由 AI 系统辅助诊疗



资料来源：平台 APP，天风证券研究所

图 48：平安好医生推出现代华佗计划，AI 技术赋能问诊环节



资料来源：公司年报，天风证券研究所

4. 盈利模式：开辟多元化的变现渠道

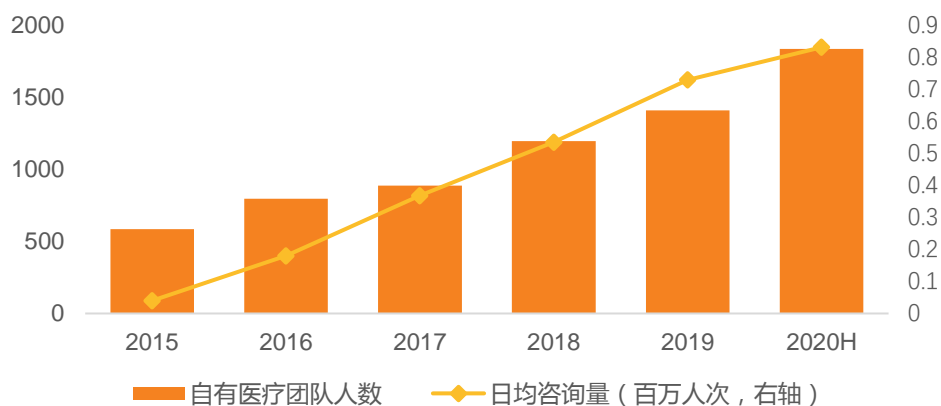
4.1. 在线医疗：高质高效医疗服务铸就核心赢利点，与商保合作及会员制为主要收入来源

4.1.1. 收入模式：变现优质医疗资源，持续挖掘 B 端变现潜力

1) C 端：与商业保险公司的合作及针对个人用户收费的会员制产品是公司将在线医疗板块商业化的重要方向。公司从保单用户出发，18 年推出平安人寿保单用户自付费的就医 360 会员服务，依托丰富产品运营经验与海量会员行为数据，于 19 年推出独立的年付费会员产品私家医生（后升级为私家医生+家庭医生），通过为用户配备一对一专属医生提供一

站式医疗服务。截至 2019 年末，现有的会员产品收入超 4 亿元。

图 49：平安好医生的强大医生资源、高质服务促进咨询量提升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

2) B 端：以高附加值服务提升产品差异化优势，开拓变现渠道。好医生依托现有的会员服务产品，配合 B 端合作伙伴的业务场景，进而切入私家医生等一系列服务的推广和销售，为各行业客户提供可定制化的医疗健康会员服务。2019 年，在平安保险，平安银行之外，公司陆续开拓了北大方正人寿、中信银行、惠氏营养品、中国移动等数十家企业客户。

图 50：平安好医生 B 端赋能解决方案



资料来源：平安医疗生态圈投资者开放日，天风证券研究所

4.1.2. 变现渠道：商保合作与会员产品汇聚主要收入流

在线医疗是公司的核心业务板块，其收入流主要源自：

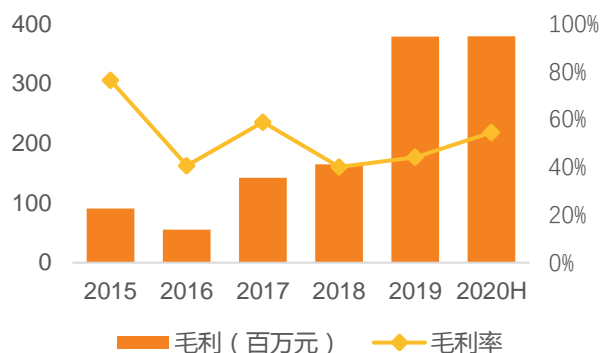
- 1) **商业保险投保人服务**。这一收入来源于与平安寿险和平安健康险的交易，公司分别按年、每年每人向平安寿险、平安健康险收取固定费用。
- 2) **个人客户服务**。公司根据提供的电子处方服务和医疗产品销售，相应收取服务费用。
- 3) **就医 360**。公司与商保公司合作，对于商保持有人推出该计划，根据合同规定的交易总额确认收入。
- 4) **企业 360 订阅**。公司提供对于企业客户企业 360 订阅计划，为其员工提供在线咨询服务，并向企业收取固定费用。
- 5) **私家医生**。公司向付费客户提供全方位的医疗健康服务，根据合同规定的交易总额确认收入。

图 51: 平安好医生在线医疗板块营收情况



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 52: 平安好医生在线医疗板块毛利情况



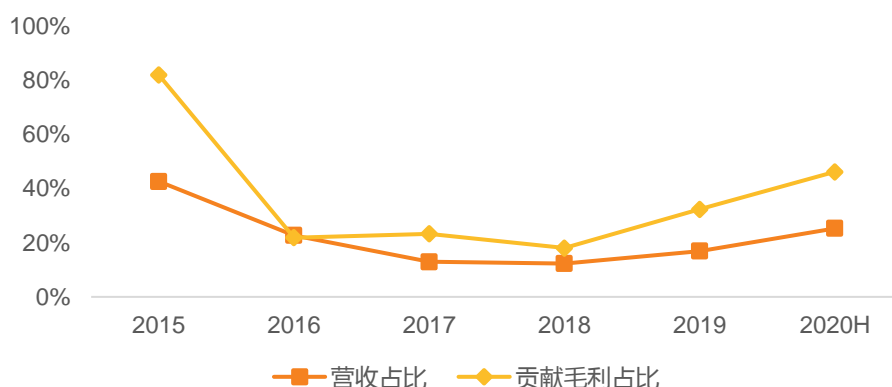
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

总体来看, 在线医疗服务业务增长态势良好, 业务模式较为成熟, 以较低的营收占比贡献了主要毛利, 2020H 营收占比约为 25% 的在线医疗, 贡献了公司近 46% 的毛利。

公司在线医疗毛利率逐年上升:

- 1) 2018 年家庭医生服务 (在线医疗) 毛利率同比-18.8 个百分点, 2016 年公司与平安人寿保险订立服务协议 SLA, 以吸引高质量的集团用户, 2018 年来自 SLA 的服务使用量与客户数显著增加, 议价力低的产品占比提升, 进而影响该板块毛利率;
- 2) 2019 年在线医疗毛利率同比+4.1 个百分点, 为 44.2%, 主要是 2019 年初与平安人寿保险重新签署 SLA 并上调了服务费, 该合同毛利率恢复常态;
- 2) 2020H 公司服务品质持续提升, 该板块毛利率同比+4.1 个百分点。

图 53: 平安好医生在线医疗贡献情况



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

未来变现模式探讨:

在线问诊同质化严重, 现有模式驱动作用有限。目前在线问诊获取收入的方式包括基本医保、个人用户、企业与商保, 并衍生出广告模式、用户增值模式、商保模式、数据服务模式, 其中用户增值模式较为普遍, 但存在: 1) 问诊无法确诊, 不涉及医疗服务核心, 用户付费意愿低; 2) 用户需求频次低, 难以实现可持续价值开发; 3) 产品可替代性强, 用户粘性较差。作为目前国内最大的互联网医疗流量入口, 2020H 好医生的在线医疗收入为 6.95 亿, 同比+106.8%, 营收占比仅 25.3%。

图 54：国内在线问诊商业模式一览



资料来源：平安好医生 2019 财报，天风证券研究所

大数据服务在多应用市场具备发展潜力，由产品服务向数据服务延伸。医疗健康数据的复杂性来源于多平台以及多种类的数据整合，目前平安好医生通过最大的互联网医疗流量入口与完整的医疗健康生态体系，已积累大量兼容性高、可整合的用户健康数据，可赋能 B 端厂商进一步深化用户增值服务，公司凭借数据积累与技术能力具备一定的议价能力，可由在线诊疗等产品服务向数据服务延伸，开发预防场景、慢病管理场景、药品开发等多场景应用。

4.2. 健康商城：生态系变现的重要渠道，精细化营销挖掘流量价值

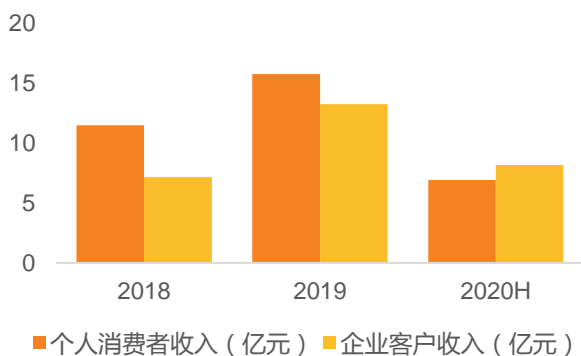
4.2.1. 收入模式：打通产品端满足客群健康需求，精细化运营提升用户价值

平安一站式生态系的重要组成部分，精细化营销挖掘存量价值。公司的健康商城作为核心业务的补充，囊括多元化且动态更新的产品类别，包括医疗健康产品、健身及个人护理产品等，广泛覆盖了用户的需求面。

1) C 端：公司充分利用千人千面推荐算法，将流量投入集中在医疗业务的客群，进行针对性营销，从而带来更多的高质量医疗类用户，持续提升用户成交转化率以推动平台的商业转化和长期发展。截至 2020H，健康商城的个人业务取得收入 6.92 亿元，同比基本持平，毛利率同比提升 4 个百分点，达到 14.1%。

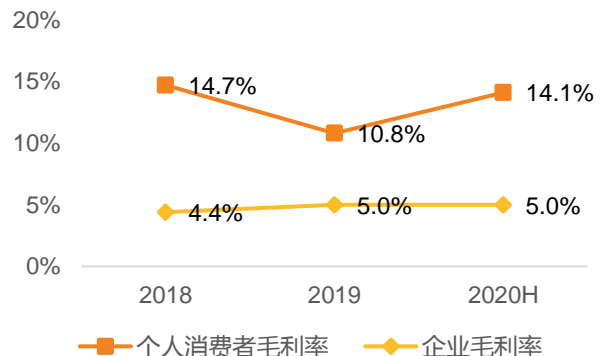
2) B 端：公司主动开拓 B 端市场，把握变现机会，2020H 该板块实现收入 8.17 亿元，同比+10.3%，毛利率达 5.0%。

图 55：平安好医生健康商城个人消费者&企业采购收入情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 56：平安好医生健康商城个人消费者&企业采购毛利率情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

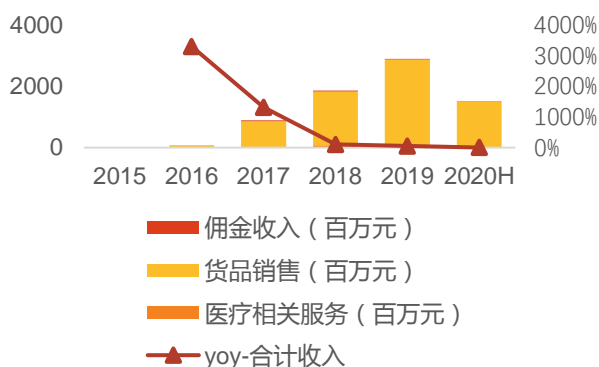
4.2.2. 变现渠道：自营收益组成主要收入来源

公司健康商城自营和平台模式并行，收入流主要产生平台销售产品所得收益和来自第三方商家赚取的佣金收入。具体而言：

- 1) **自营模式**: 公司通过平台直接向消费者销售产品, 按产品销售总额确认收益。
- 2) **平台模式**: 公司使第三方卖家在自身线上平台向客户销售产品, 按所售商品值的百分比收取一定佣金费。

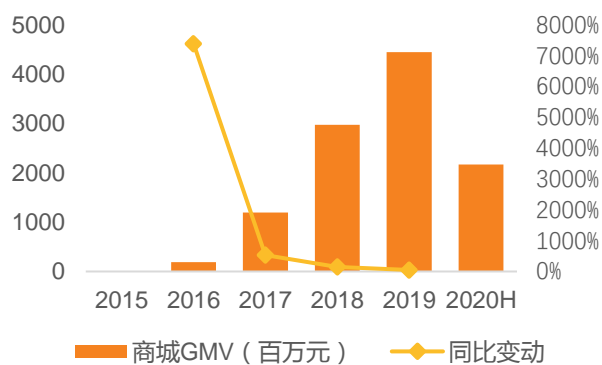
受益于平台 APP 流量红利与产品体系渐趋完善, 健康商城营收与业务规模持续走高, 2020H 达 15.09 亿元, 同比+3.7%, 2020 年公司持续加强精细化流量运营, 个人业务成交转化率上升, 获客成本或有所下降, 从而该板块毛利率提升, 强劲提携整个板块毛利率同比+1.8pct。

图 57: 平安好医生健康商城营收情况



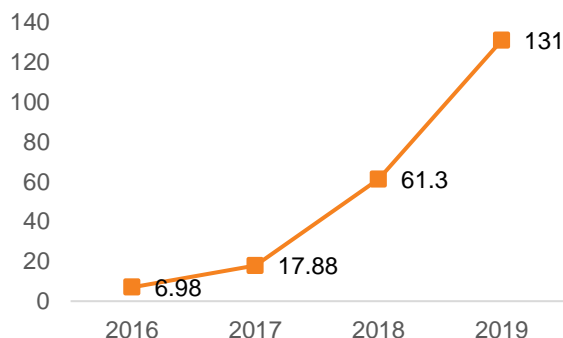
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 58: 平安好医生健康商城 GMV 情况



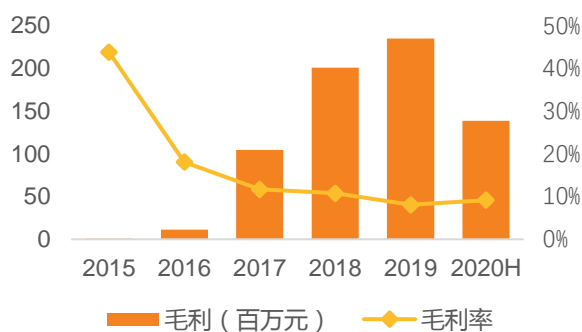
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 59: 平安好医生健康商城商品库存量单位 (SKU, 万)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

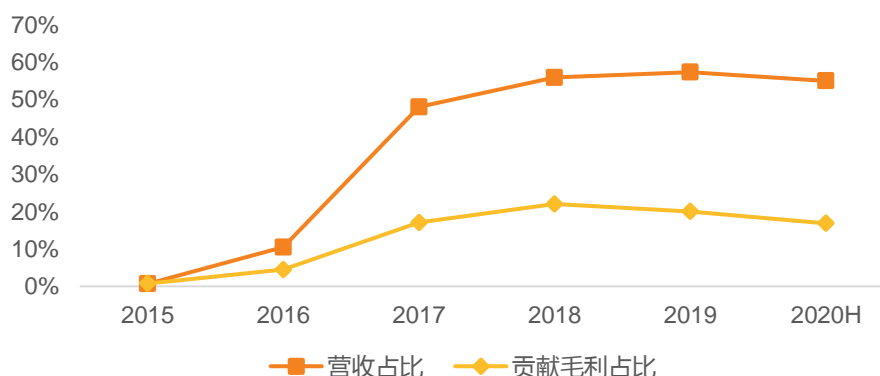
图 60: 平安好医生健康商城毛利情况



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

健康商城成为公司除了核心业务在线医疗外的重要业务板块, 营收占比近半, 而毛利整体贡献水平不高, 2020H 其构成了公司 55.0% 的收入来源, 毛利贡献比重仅 16.9%。

图 61: 平安好医生健康商城贡献情况

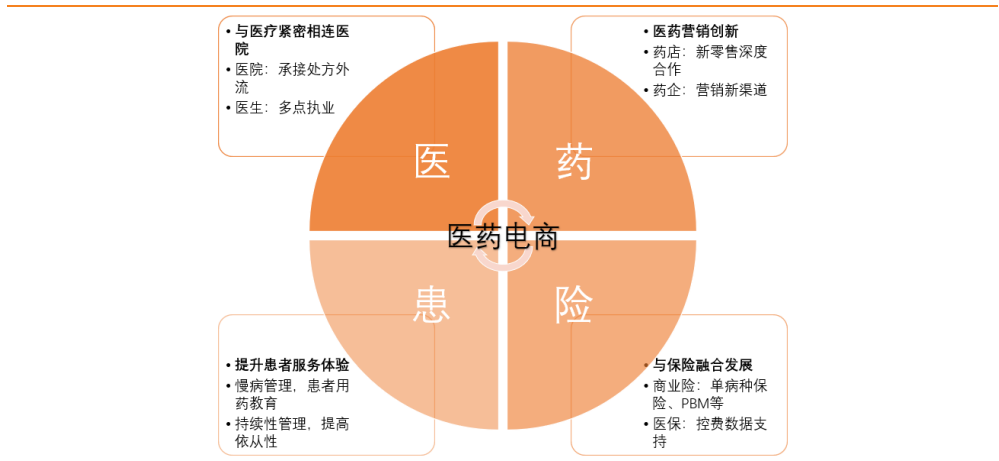


资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

未来变现模式探讨：

医改+疫情双重催化，医药电商或受利好。在国内分级诊疗与医药分离趋势下，药品有望从医院向基层和零售渠道转移。为开拓新销售渠道，降低环节支出，医药电商板块以线上渠道、线下触点药店等优势，或将成为未来药企营销的主要渠道。相较于阿里健康与京东健康，平安好医生在供应链能力、药品流通网络等方面较弱，帮助药企降低流通环节成本的力度可能有限。目前该板块占据公司主要营收，增长趋于放缓，2020H 其营收占比为 55%，实现收入同比+3.7%，毛利率达 9.2%，同比+1.8 个百分点，我们认为，平安好医生需加强渠道布局，发挥好自有生态系的优势，将健康商城作为产业链融合的连接点，广泛触点 B 端产业，挖掘 B 端市场变现空间。

图 62：医药电商将成为产业融合的连接点



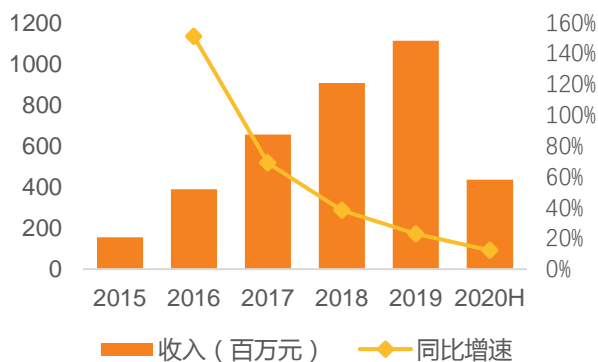
资料来源：亿欧智库，天风证券研究所

4.3. 消费型医疗：打磨健康体检拳头产品，仍具成长空间

4.3.1. 收入模式：以体检为收入抓手，打磨售后体验提升履约率

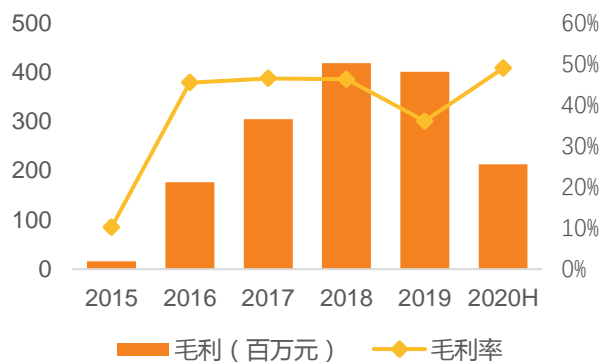
在收入端，公司持续升级各类体检产品，为用户提供定制化体检服务，并积极开拓企业用户的团体体检业务，业务实现了稳定增长，2019 年该板块实现收入 11.124 亿元，同比+22.9%，2020H 同比+12.2%，实现 4.35 亿元。同时，公司进一步提升产品用户体验，加大售后服务力度，提高用户购买后履约率与激活率。受到企业用户的团体体检业务收入占比上升以及履约率增加的影响，2019 年该板块的毛利率为 36.0%，同比-10.2 个百分点，2020H 疫情后各地医疗健康服务机构陆续开放，且公司在产品端升级产品，开拓企业用户，毛利率同比+14.0 个百分点。

图 63：平安好医生消费型医疗服务营收情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 64：平安好医生消费型医疗服务毛利情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

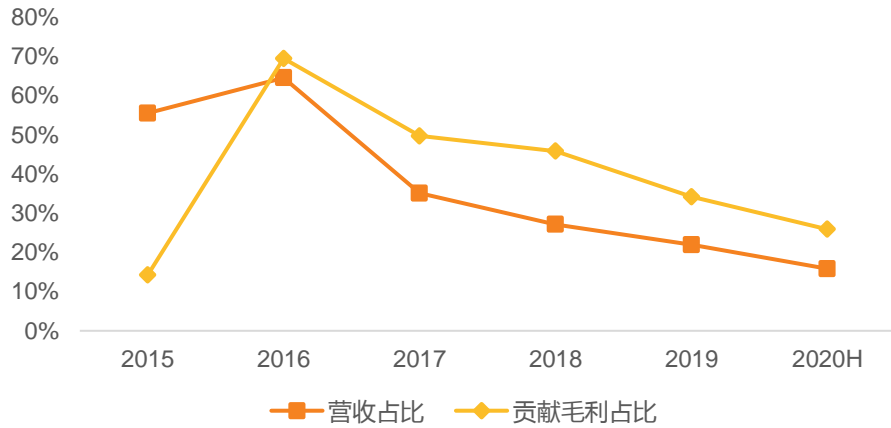
4.3.2. 变现渠道：收取标准化服务组合服务费

公司提供多种整合医疗健康机构服务的标准化服务组合，通过公司的销售团队销售予公司

客户，并通过健康商城或个人代理销售予个人客户，从中赚取收益。

经历快速增长后，消费型医疗板块发展增速放缓，毛利贡献水平持续走低，2020H 其营收占比为 15.8%，毛利占比为 25.9%，我们认为，随着消费型医疗市场的进一步打开与居民健康体验意识的提高，公司该板块仍具有较大成长空间。

图 65：平安好医生消费型医疗贡献情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

4.4. 健康管理和互动：依托平台流量吸引外部商户，以营销收入为主

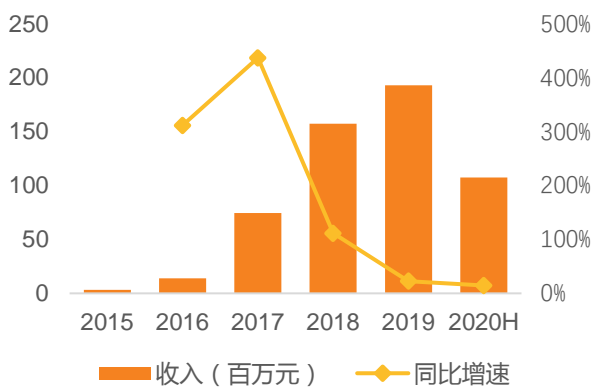
4.4.1. 收入模式：提供精准营销方案，流量多元化变现渠道

公司凭借线上平台汇聚的精准医疗健康流量，为企业客户提供专业的广告产品及服务，获取收入。2019 年公司积极创新与药企的营销模式，从药品的市场推广升级到全面战略合作，为药企客户提供包括用户场景化教育在内的多维度服务。

4.4.2. 变现渠道：以客户广告费为收入流

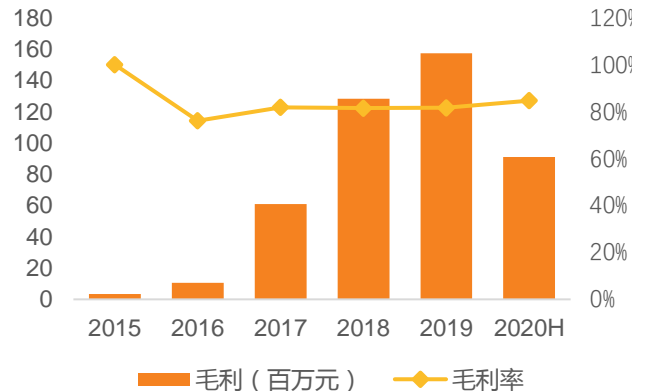
健康管理互动的收益主要产生自广告代理商或直接客户投放的广告，广告费主要基于每千次展示、每次点击或每次展示时长收取。2020 年面临医药广告行业收入下滑的严峻形势，该业务板块仍维持良好业绩，2020H 实现业务收入 1.07 亿元，同比+14.6%，毛利率为 84.7%。

图 66：平安好医生健康管理和互动营收情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

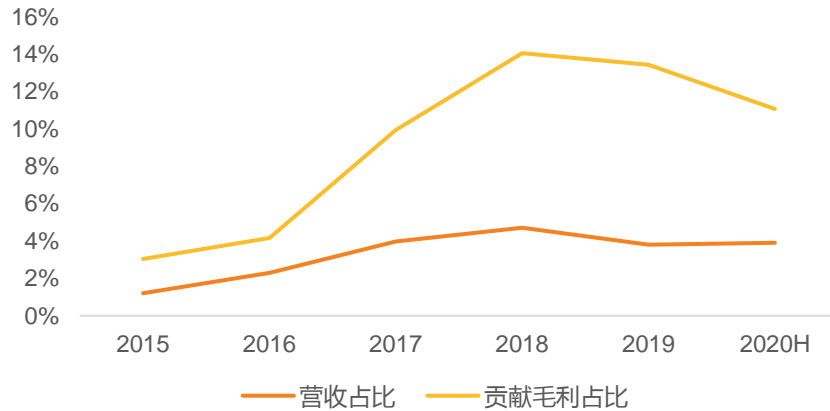
图 67：平安好医生健康管理和互动毛利情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

该板块有效挖掘了公司的品牌效应、流量红利，具备较强的变现能力，2020H 该板块贡献了公司 11.1%的毛利。

图 68：平安好医生健康管理和互动贡献情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

5. 横向对标：三大巨头加速互联网医疗布局

5.1. 业务模式对比：平安好医生精筑在线医疗，京东阿里聚焦医药电商

- ◆ **业务差异：平安好医生侧重在线医疗，京东阿里电商优势明显。**平安好医生、京东健康和阿里健康作为我国互联网医疗龙头企业，均布局医疗和医药业务，但侧重点略有不同。

1) **平安好医生侧重在线医疗**，依托平安集团的客户资源、渠道资源及保险合作，以在线医疗为核心，横向纵向打通医疗生态圈产业链。

2) **京东健康和阿里健康均背靠互联网集团，具有电商优势，九成收入来自医药电商，并由此延伸至医疗细分领域。**二者发展优势差异在于：京东健康供应链体系行业领先，通过打通上游厂商、中游分销商及下游药房获得规模效应；阿里健康更具流量及技术优势，依托支付宝、淘宝、天猫获取庞大客户群体。

表 12：可比公司业务划分

	平安好医生	京东健康	阿里健康
在线医疗健康	在线医疗、消费型医疗	在线医疗健康服务	医疗健康服务
医药零售	健康商城	零售药房	医药自营、医药电商平台
其他	健康管理及互动	智能医疗健康解决方案	追溯及数字医疗

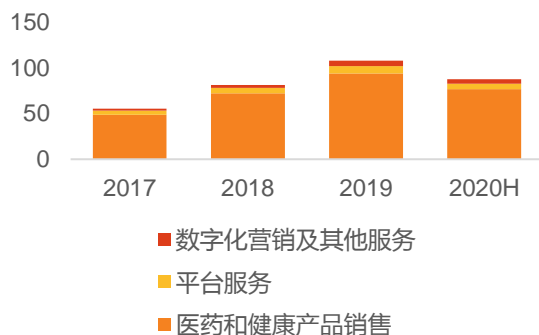
资料来源：平安好医生 2020H 财报，阿里健康 2021 财年半年报，京东健康招股说明书，天风证券研究所

- ◆ **收入结构：京东健康、阿里健康以商品收入为主，平安好医生相对均衡。**

1) **京东健康、阿里健康**收入结构相似，医药零售业务占比居高，商品收入远高于服务收入。

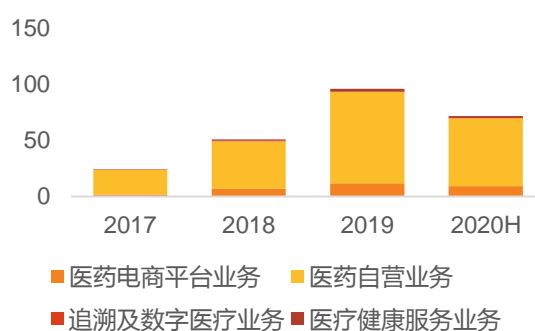
2) **平安好医生**健康商城业务收入占比逾半，依托在线医疗服务平台优势，其服务收入占比也处于高位，整体营收结构相对均衡。

图 69：京东健康收入按业务划分（亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

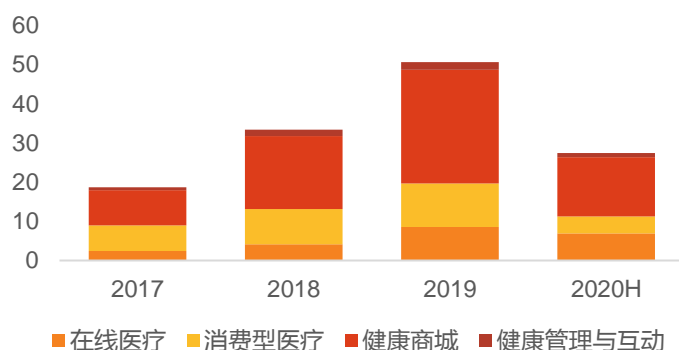
图 70：阿里健康收入按业务划分（亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

注：阿里健康的收入为截止至次年 3 月 31 日止会计年度的经营业绩。

图 71：平安好医生收入按业务划分（亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

◆ 智慧医疗：科技赋能产业链，AI 提升医疗效率

1) **京东健康聚焦产业赋能**，利用其强大的供应链和技术优势，为医疗健康产业链上的其他参与者提供数字化解决方案，例如帮助医疗体系搭建数字操作系统，为药企和健康产品供货商提供反向定制(C2M)，为政府提供“健康城市”解决方案等。

2) **阿里健康布局未来医疗场景**，基于集团信息化、AI、大数据等技术优势，积极探索智能化医疗系统。相关领域涉及互联网医学联盟、医学科研平台、临床辅助决策系统、远程影像平台、区块链数据安全解决方案等。

3) **平安好医生通过自主研发的 AI 辅助诊疗系统协助自有医疗团队**。其 AI 辅助诊疗系统包括四大内容，即智能重症监控系统、AI 智能辅助问诊系统、合理用药监测系统和智能医疗安全监控平台，已深入应用至自有医疗团队的全部 23 个科室，覆盖逾 3,000 种疾病诊断知识。

5.1.1. 在线医疗健康：平安好医生专业领跑，京东阿里加速布局

在线医疗健康领域，三家公司业务均覆盖互联网医疗和消费医疗。**整体来看，平安好医生发展较为成熟，京东健康、阿里健康加速布局。**

表 13：可比公司在线医疗健康业务概览

	平安好医生	京东健康	阿里健康
互联网医院主要业务	7x24 在线咨询、转诊、挂号、在线处方购药及 1 小时送药等	在线问诊、慢病管理、家庭医生等	预约挂号、复诊开方、医知鹿健康百科等
消费医疗主要业务	体检、医美、口腔及	体检服务、医学美容、口	医美、口腔、体检、

基因检测等

腔齿科、疫苗预约等

疫苗等

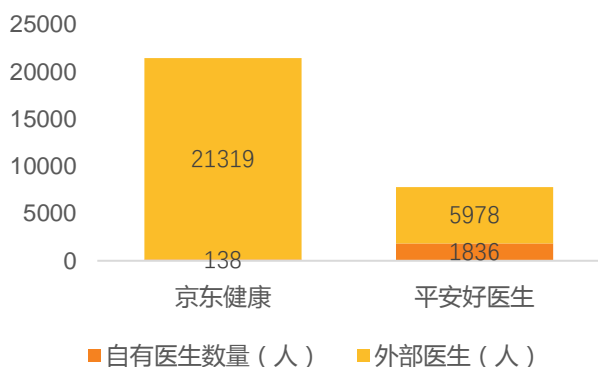
资料来源：公司财报，天风证券研究所

◆ 医疗力量：平安好医生打造专业医生体系，问诊服务能力更强。

1) **在医师力量上**，截至 2020H，平安好医生拥有国内最大的自有医生团队，共 1836 位，均来自三级甲等医院，拥有副主任医师以上职称，覆盖 23 个科室，同时签约了 5978 位外部医生。**京东健康**拥有 138 位自有医生，均为主治医师及以上级别，外部医生达 21319。**阿里健康**签约医师数量庞大，拥有 42000+执业医师、执业药师和营养师，39000+主治、副主任及主任医师（2020Q3）。

2) **在日均问诊量上**，平安好医生领先京东健康和阿里健康，2020H 达 83 万人次，近京东健康 10 倍。

图 72：平安好医生和京东健康自有医生团队人数（人）



资料来源：2020H 公司财报，天风证券研究所

图 73：平安好医生和京东健康日均问诊量（人）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 14：可比公司在线医疗健康数据对比

	平安好医生	京东健康	阿里健康
医师力量	截至 2020H，自有医疗团队 1836 人，合作外部医生 5978 名，覆盖 23 个科室数，3000+ 疾病种类	截至 2020 年 9 月，171 位自有医生和 6.85 万名外部医生。自有医师均为主治医师及以上级别	截至 2020 年 9 月，42000+ 执业医师、执业药师和营养师，39000+ 主治、副主任及主任医师
医疗机构	合作医院数 3700+（三甲近 2000），药店数 11.1w（覆盖 32 省，371 城市）	京东互联网医院医师覆盖全国 32 省市自治区 327 市	支付宝签约医疗机构数 35000+（二级和三级医院数 4000+）
日均问诊量	2020H 达 83 万人次，同比 +26.7%	2020H 近 9 万人次，近 2019H 六倍	1 月义诊上线 24 小时累计访问用户数近 40 万

资料来源：平安好医生 2020H 财报，京东健康招股说明书，阿里健康 2020 财年财报，钛媒体，天风证券研究所

◆ 健康管理：阿里入局健康管理，平安京东新品迭出。

健康管理作为家庭医疗的重要消费场景，商业价值大。以家庭医生为核心打造的健康管理服务模式，用户黏性和触达能力强，有利于实现付费转化和流量变现。

1) **阿里健康 2020 年上半年推出“慢病福利计划”**，通过慢病会员、购药随访、患教、售后服务等慢病管理服务，实现慢病会员覆盖及人均用药时长的持续增长。

2) **京东健康和平安好医生均推出了健康管理会员产品**，**京东健康 8 月发布“京东家医”**，仅支持家庭会员套餐；**平安好医生 10 月宣布升级私家医生**，针对个人和家庭推出多层会员体系。两款产品服务内容较为相近，均涵盖 7X24 小时在线问诊、医院门诊预约、慢病管理等就医全流程服务，支持个性化定制，医疗资源丰富。

表 15：平安好医生私家医生和京东家医产品对比

	平安好医生私家医生	京东家医
服务内容	1) 7*24 小时在线问诊咨询、名医二次诊疗意见、线下医院门诊就诊安排。用户可加私家医生的微信，像熟人一样随时随地交流。 2) 分为个人版和家庭版，最多可实现 8 位家庭成员共用权益。 3) 个性化定制：健康管理、慢病管理等主动式医疗健康服务。1 对 1 电子健康档案，针对老人、妇女、儿童、孕妇制定不同健康管理教材。	1) 7*24 小时全科室医生在线问诊服务，48 小时内专家团队在线会诊、全国三甲医院名医面诊预约。 2) “一人签约、守护全家”：最多 8 名家庭成员拥有专属健康档案。 3) 个性化定制：对于孕妇、独居老人、减肥人群、糖尿病患者等特定需求用户，制定健康计划或慢病管理方案，通过主动随访、获取反馈来阶段性更新方案。
医疗资源	1) 合作医院：800+三甲医院，全球排名前十的顶级医院，2000+检验检测中心。 2) 医师力量：100+自建团队名医，15 年以上从业经验，用户满意度达 98%；5000+“胡润-平安中国好医生榜”医生，以及 1000+海外医生提供二诊。 3) 医药资源：与 3.2 万家药店合作，一小时送药上门。	1) 合作医院：门诊预约范围覆盖全国 100+一二线城市，2700+三级医院，三甲医院覆盖率 98%。 2) 医师力量：5 万+多点执业医师，日均问诊量超过 10 万人次；近 300 名全职医生，其中 92%拥有 10 年以上临床经验。 3) 医药资源：22 万+种优质医药健康商品，包括 OTC、慢病用药、医疗器械、滋补保健。
产品价格	成人关爱版 499 元/年，糖友版 699 元/年，儿童版 999 元/年，成人尊享版 999 元/年，至尊保长辈版 1999 元/年。	体验版：小家护航版 799 元/年，全家安心版 1999 元/年。
用户&战略目标	目标用户为中产人群，未来 3-5 年服务 1000 万家庭。	瞄准 4 亿京东活跃用户，未来 5 年服务 5000 万家庭。

资料来源：各公司官网，各公司财报，中青网，动脉网，天风证券研究所

◆ 医保支付：政策利好互联网医院，加速医保支付布局。

随着互联网医疗服务医保支付政策的完善，互联网医院有望实现与各地医保系统对接，迎来发展新机遇。

- 1) **平安好医生**已于 7 个省市取得医保资格，互联网医院布局 17 家，积极推动打通医保。
- 2) **阿里健康**在全国 27 个省超 700 家三级医院接通医保支付。
- 3) **京东健康**已布局京东互联网医院，2020 年 4 月与天津南开医院合作搭建“南开京东互联网医院”，支持在线医保支付。

表 16：可比公司医保支付打通区域

平安好医生	阿里健康	京东健康
湖北省、山西省、深圳市、哈尔滨市、东莞市、合肥市、银川市	广州市、衢州市、济南市、武汉市、杭州市等，打通 27 个省	银川市、宿迁市、天津市

资料来源：公司年报，健康界，天风证券研究所

5.1.2. 医药零售：京东健康供应链筑护城河，阿里健康用户及 GMV 领先

医药零售业务模式可分为 B2C（自营和平台）、B2B 和 O2O。整体来看，**阿里健康**、**京东健康**均以医药电商为主营业务，收入占比高达九成。**平安好医生**的健康商城业务 2020 年上半年收入占总收入逾半，但从业务性质来看，更多是在线医疗服务的补充。具体从业务模式上看：

◆ B2C：京东健康自营供应链完善。

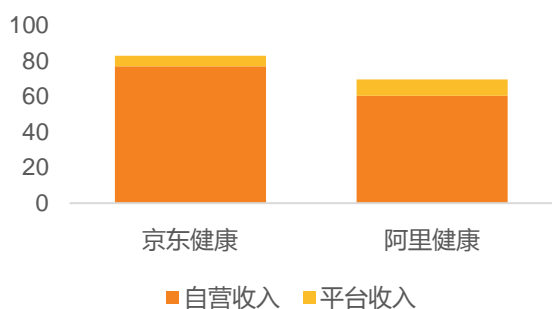
- 1) **平安好医生**：自营和平台 B2C 业务均由健康商城提供，自营业务流量投入集中在医疗业务而非电商用户，作为在线医疗业务的补充，提升运营效率，有利于平台中长期商业转

化和持续发展。

2) 京东健康: 自营模式收入来源于销售医药和健康产品, 2020H 达 76.93 亿元, 占总收入 87.6%, 自控药品产业链, 独立供应、销售和配送; 平台收入来源于向第三方商家赚取佣金、平台使用费和广告费。

3) 阿里健康: 平台模式业务规模相较京东健康更大, 2020 财年上半年医药自营收入为 60.36 亿元, 占总收入 84.3%, 医药电商平台收入为 9.25 亿元, 占总收入 12.3%。截至 2020 年 9 月, 天猫医药平台上入驻商家超 1.8 万, 约为京东健康两倍。

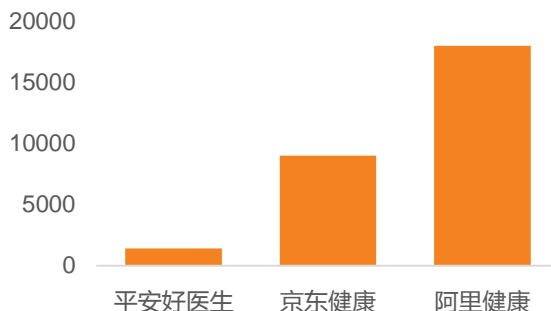
图 74: 2020H 京东健康和阿里健康医药自营和平台收入 (亿元)



资料来源: 公司财报, 招股书, 天风证券研究所

注: 阿里健康的收入为 2020 年 4 月 1 日-9 月 30 日的经营业绩。

图 75: 医药平台入驻商家数量 (个)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

◆ **B2B: 平安好医生企业采购量大。**

1) 平安好医生 2020H 健康商城企业采购 (主要采购方为平安集团成员公司) 收入约 8.17 亿元, 占总收入 30%, 但毛利率仅为 5%。

2) 京东健康 上线医药批发平台药京采, 连接上游药企、健康产品供应商和分销商与下游药房, 截至 2020 年 6 月, 其下游采购商家超 17 万, 但目前收入占比较小。

3) 阿里健康 推出药品追溯第三方平台“码上放心”, 面向企业提供产品全生命周期追溯服务, 2020 财年收入 0.39 亿元, 占总收入 0.41%。

◆ **O2O: 京东健康业务领先。**

1) 平安好医生 与 11.1 万药房合作提供闪电购药服务, 截至 2020 年 6 月覆盖城市 371 个, 消费者可通过线上平台购买非处方药或在线问诊开方购药, 实现“医+药”服务闭环。

2) 京东健康 背靠京东的物流体系, 实现高效的物流配送, 截至 2020 年 6 月拥有 11 个药品仓库和超 230 个其他仓库, 其 O2O 业务 (即全渠道布局) 覆盖超 200 个城市。

3) 相较京东健康, 阿里健康 发力较晚, 截至 2020 年 9 月“30 分钟送达、7*24 小时送药”服务仅覆盖了杭州、北京、广州等共 24 个城市。“急送药”由阿里健康联合蜂鸟即配在全国 200 余个城市推出, 未来将在更多城市铺开。

表 17: 可比公司医药零售业务概览

	平安好医生	京东健康	阿里健康
自营	健康商城: 推进千人千面推荐算法, 流量投入集中在医疗业务用户	京东大药房、京东商城: 截至 2020 年 6 月, 11 个药品仓库, 230+其他仓库	阿里健康大药房、阿里健康国际自营
平台	健康商城: 截至 2019 年 12 月, 合作商户近 1400 家, 同比约+500 家, 约 131 万覆盖商品 (SKU), 同比约+70 万	京东商城: 截至 2020 年 6 月, 1000 万+商品 (SKU), 9000+第三方商家	天猫医药馆: 截至 2020 年 9 月, 1.8 万+商家, 较半年前增加近 4000 家
B2B	健康商城: 2020H 企业采购收入约 8.17 亿元, 同比+10.3%	药京采: 连接上游药企、健康产品供应商、分销商与下游药房, 截至 2020 年 6 月下游	码上放心: 药品全流程追溯

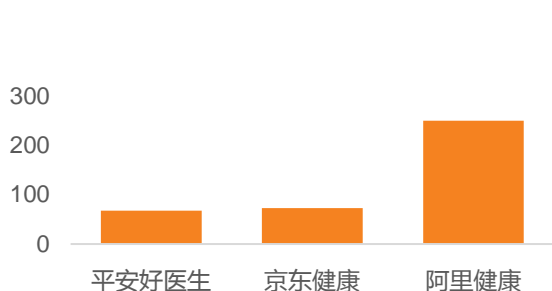
采购商家 17 万+

O2O	闪电购药： 截至 2020 年 6 月，覆盖城市 371 个，合作药店 11.1w+	全渠道业务“京东药急送”： 截至 2020 年 6 月，覆盖城市 200+，服务种类包括当日达、次日达、30 分钟、7*24 快速送达服务	“30 分钟送达、7X24 小时送药”服务， 截至 2020 年 9 月，覆盖杭州、北京等共 24 个城市； 急送药： 覆盖城市 200+，半小时、一小时送达
	中心仓： 截至 2020 年 8 月中，中心仓覆盖全国 40 个城市，市区内可实现平均 1 小时送达		

资料来源：平安好医生 2020H 财报，京东健康招股说明书，阿里健康 2020 财年年报、2021 财年半年报，天风证券研究所

在用户数及交易额上，得益于阿里集团淘宝、支付宝流量，阿里健康优势明显。2020 年上半年，平安好医生月活跃、京东健康、阿里健康年活跃用户数分别为 67.3 百万、72.5 百万、250 百万，平安好医生、京东健康和天猫医药平台 GMV 分别为 21.69 亿元、339 亿元、554 亿元。

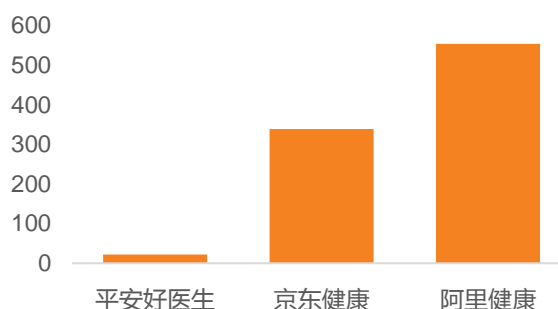
图 76：2020H 可比公司活跃用户（百万）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

注：阿里健康活跃用户指的是截至 2020 年 9 月天猫医药平台年度活跃消费者；平安好医生、京东健康活跃用户分别指的是截至 2020 年 6 月的月活跃用户数和年活跃用户数。

图 77：2020H 可比公司医药平台 GMV（亿元）



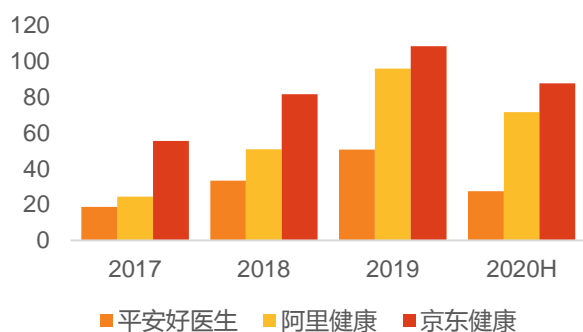
资料来源：公司财报，天风证券研究所

注：阿里健康的 GMV 指的是 2020 年 4 月 1 日-9 月 30 日的天猫医药平台 GMV。

5.2. 盈利能力对比：京东阿里实现盈利，平安好医生费用率偏高

京东健康盈利能力强劲，阿里健康扭亏为盈。在营收上，三家公司营收规模均持续提升，京东健康收入最多，阿里健康 2019 年营收增长迅猛，同比+88%，平安好医生营收体量较小，与京东健康及阿里健康差距渐开。在净利润上，京东健康 2020H 净利润为 -53.61 亿元，调整后的净利润连续三年实现盈利，2017-2019 年分别为 2.09 亿元、2.48 亿元和 3.44 亿元，2020H 调整后净利润为 3.71 亿元。阿里健康 2020 财年上半年扭亏为盈，净利润调整前为 2.79 亿元，调整后为 4.36 亿元，同比增长 286.4%。平安好医生目前仍为亏损，但亏损逐年收窄。

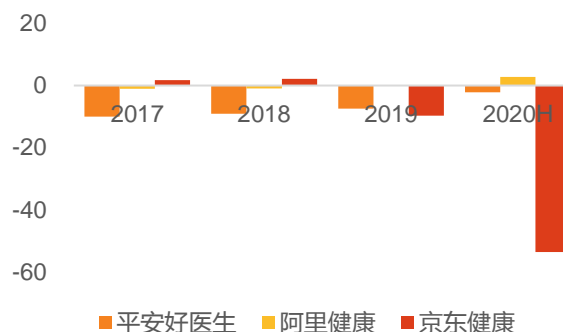
图 78：可比公司营收（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

*注：阿里健康的收入为截止至次年 3 月 31 日止会计年度的经营业绩。

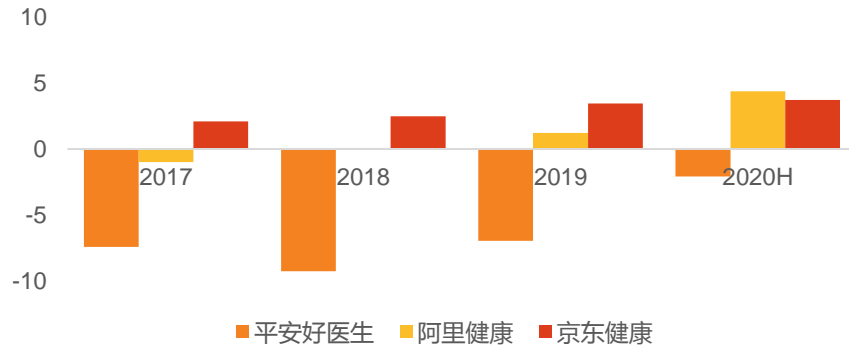
图 79：可比公司利润（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

*注：阿里健康的净利润为截止至次年 3 月 31 日止会计年度的经营业绩

图 80: 可比公司调整后的净利润 (亿元)

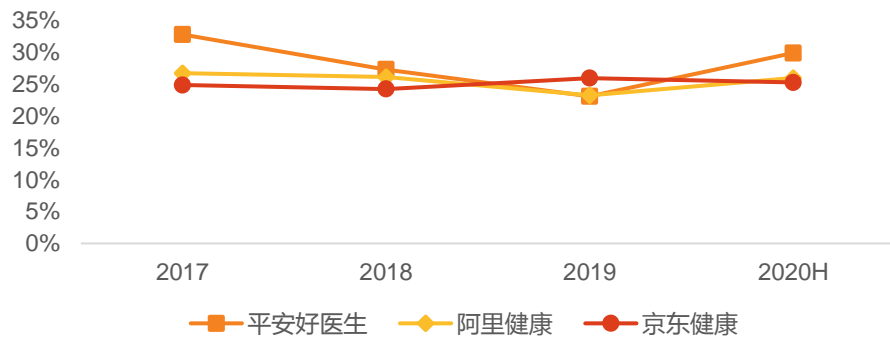


资料来源: wind, 天风证券研究所

*注: 阿里健康的净利润为截止至次年 3 月 31 日止会计年度的经营业绩

三家公司毛利率水平相近, 平安好医生费用率偏高。整体三家公司毛利率水平相近, 均约为 25%~30%, 平安好医生、阿里健康毛利率先降后升, 京东健康毛利率较为稳定。平安好医生的销售费用率和管理费用率与可比公司相比明显较高, 但已呈现逐年改善趋势。2017 年-2019 年及 2020H 平安好医生销售费用率分别 38.73%、37.10%、23.81%和 24.73%; 管理费用率分别为 38.04%、29.80%、21.22%、17.61%。公司 2019 年优化销售策略, 开展精准投放, 销售费用率大幅下滑, 2020H 公司相关销售资源向在线医疗板块倾斜 (在线医疗收入同比+106.8%), 销售费用率有所提升, 但整体趋于平稳态势。由于公司经营效率的逐步提升, 管理费用率逐年呈下滑趋势。随着公司精准营销的持续推行, 管理机制不断完善, 我们预计未来平安好医生费用率有望进一步下降。

图 81: 可比公司毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

*注: 阿里健康为截止至次年 3 月 31 日止会计年度的经营业绩。

图 82: 可比公司销售费用率

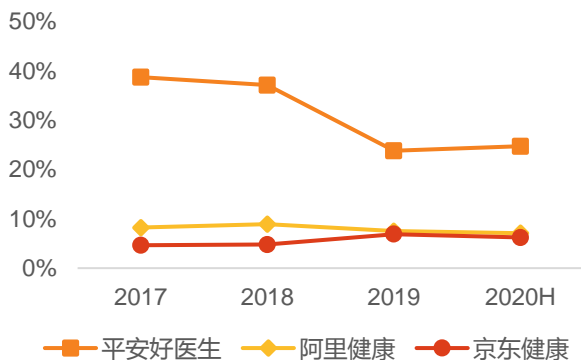
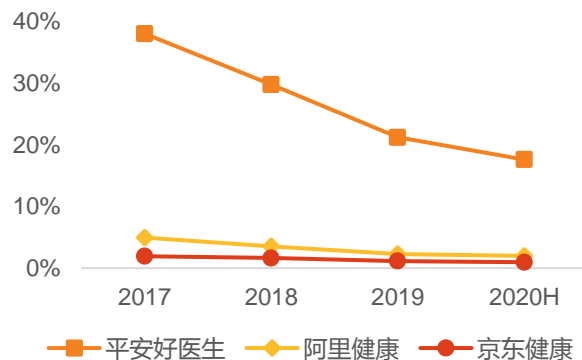


图 83: 可比公司管理费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

*注：阿里健康为截止至次年 3 月 31 日止会计年度的经营业绩。

*注：阿里健康为截止至次年 3 月 31 日止会计年度的经营业绩。

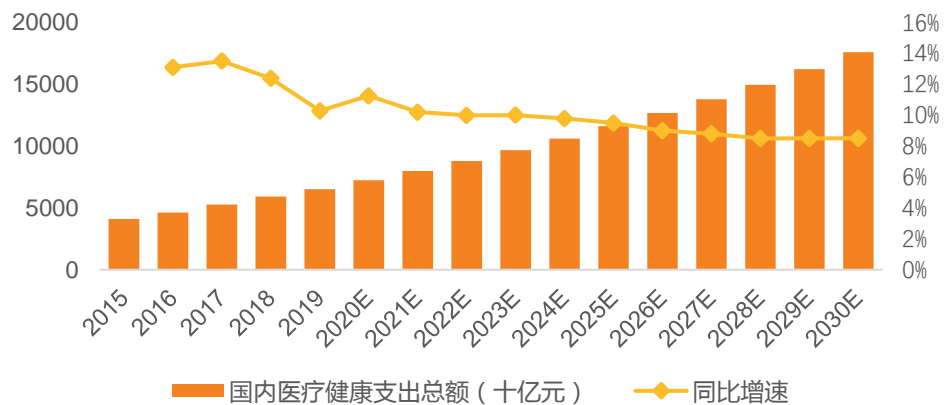
6. 行业规模与空间：行业增长势头稳定，数字化为发展趋势

6.1. 医疗健康市场概览：人口结构利好+疫情催化，行业发展厚积薄发

6.1.1. 市场空间

我国为医疗大国，医疗健康支出规模庞大，增长态势保持稳定。2019 年我国的医疗健康支出总额排名位居全球第二，支出规模由 2015 年的 40970 亿元增至 65200 亿元，期间 CAGR 达 12.3%，预计未来仍会维持稳定扩张态势，根据京东健康招股书预测，支出总额在 2024 年及 2030 年将分别达到 106200 亿元及 176160 亿元（2019-2024 的 CAGR 为 10.3%，2024-2030 的 CAGR 为 8.8%）。

图 84：2015-2030E 中国医疗健康支出情况



资料来源：京东健康招股书，天风证券研究所

6.1.2. 驱动因素

人口结构变化，慢性病患率上升等多重因素促使个人健康管理需求增加，医疗健康消费市场前景可观：

1) **老龄化趋势不断加深，催生医疗健康管理需求。**我国人口预计在 2019-2024 及 2024-2030 分别以 0.3% 及 0.3% 的 CAGR 增长，2030 年 65 岁及以上人口规模预计将达到 309.3 百万人，占总人口的 21.5%（2019 年为 12.6%）。鉴于老年人口普遍对药物及疾病管理有更大的需求，人口结构的转变将对健康产品及医疗健康服务产生较大需求。

2) **人均可支配收入不断增加，医疗健康支出或将扩大所占比重。**随著经济增长及城市化进程的加快，我国居民可支配收入不断增加，2015-2019 年人均可支配收入由 21966 元增至 30733 元，期间 CAGR 达 8.8%，预计医疗健康消费支出将在个人支出中占据越来越重要的部分，估计到 2030 年将达到人均消费支出总额的 27.7%。

3) **慢性病患率上升，长期健康管理服务存在缺口。**与生活方式及年龄相关的慢性病支出一直占有我国医疗健康支出总额的很大部分，2019 年医疗健康支出总额的 69.6% 用于治疗和管理慢性病，且受快速增长的潜在患者群所带动（2019-2024 年我国乙肝、中风和糖尿病病例数的 CAGR 预计分别为 11.1%、4.5%、2.7%），预计 2030 年该比重将进一步升至 84.4%。

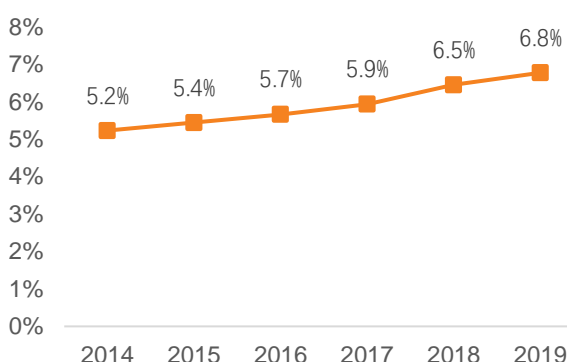
4) **居民健康意识增强，疫情加速个人健康管理需求增长趋势。**随著人口结构的变化、慢性病患率的上升，以及技术进步使得更多疾病得以预防或早期发现，个人健康管理需求有所增加，同时新冠疫情突出了疾病预防的重要性，进一步加速该需求增长趋势。因此，人均医疗健康支出预计将由 2019 年的 4657 元分别增至 2024 年的 7471 元及 2030 年的 12191 元。

图 85：我国 65 岁以上人口比重情况



资料来源：wind，天风证券研究所

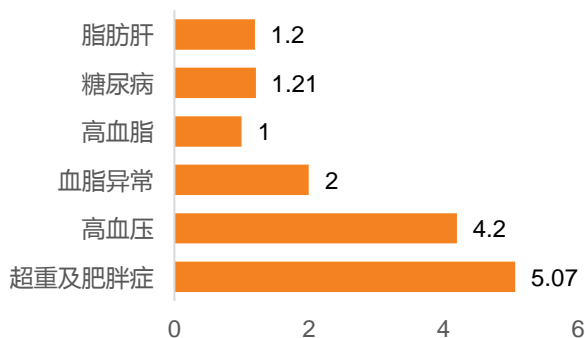
图 87：2014-2019 年中国居民人均医疗保健消费支出占比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

*注：比较基数为城镇居民家庭人均年消费性支出

图 86：2020 年中国人慢病数据（亿人）



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 88：2014-2019 年中国居民人均医疗保健消费支出情况



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

6.1.3. 增长潜力：互联网+医疗健康

借助政策东风，数字化医疗模式日趋成熟，互联网+医疗健康具有较大增长潜力。目前我国医疗服务供需匹配失衡，驱动行业寻求供给侧改革，互联网有望通过拓宽院外渠道、赋能药品流通与医疗健康服务，解决行业痛点。同时近年支持性政策不断出台，对医药流通、在线问诊等环节产生积极影响，有望为行业带来长期红利。

表 18：互联网+医疗健康政策利好影响

产业链环节	相关支持政策	积极影响
医药流通	1) 消除监管不确定性及表明政府对在线零售药房作为重要流通渠道的认可的政策，包括允许线上开具处方、线上处方药销售 2) 促使医药公司及健康产品制造商的分销战略趋向更加透明及高效的渠道的政策，包括处方外流、评估医院药品销售收入比例、药品集中采购、两票制以及加强对制药公司营销开支的监管	院外药品销售录得迅速增长，线上分销比例显著增长。2015-2019 院外医药市场以 10.8% 的 CAGR 扩张，线上销售录得的 CAGR 为 30.4%
在线问诊	1) 促进在线问诊拓展的政策，包括在线问诊的合法化及标准化、医保对在线问诊的报销支持以及鼓励线下医院建立互联网医院的政策 2) 应对新冠疫情，培养用户习惯，促进互联网+医疗健康的政策	2020Q1，受国家卫生健康委员会管理的互联网医院的在线问诊次数较 2019 年同期增长 17 倍

资料来源：京东健康招股书，天风证券研究所

表 19：互联网+医疗健康相关政策一览

时间	政策	内容
2018.4	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	明确互联网+医疗健康的的服务体系建设、确定发展互联网

		+医疗健康措施和主要内容,并要求进一步完善医保支付政策,建立费用分担机制
2018.9	《互联网诊疗管理办法(试行)》、《互联网医院管理办法(试行)》、《远程医疗服务管理规范(试行)》	明确互联网诊疗服务的主要范围,要求互联网医院必须依托实体医疗机构,并对远程医疗服务体系建设进行规范
2019.9	《药品管理法》	在遵循相关规定的前提下,药品上市许可持有人、药品经营企业通过网络销售药品
2019.9	《国家医疗保障局关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》	明确互联网医疗的服务项目,并将其纳入现行医疗服务价格的政策体系统一管理,对符合条件的纳入医保支付范围
2020.2	《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》、《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》	规范互联网诊疗咨询服务。利用“互联网+医疗”的优势作用,为人民群众提供优质便捷的诊疗咨询服务。
2020.3	《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》	将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围,落实“长处方”的医保报销政策。

资料来源:中国政府网,卫健委,药监局,国家医保局,天风证券研究所

6.2. 数字大健康市场概览：即迎发展浪潮，细分领域各具特色

6.2.1. 大健康市场形势：多重利好因素驱动，迎接新一轮发展浪潮

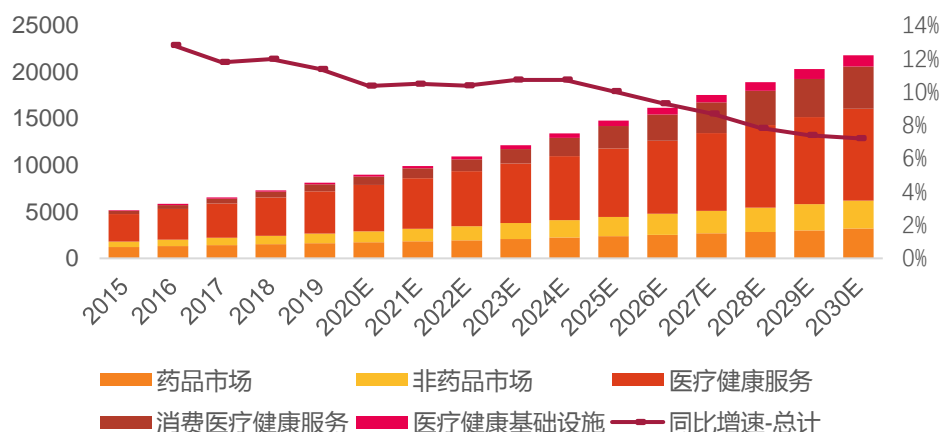
在市场需求扩张与政策红利共同推动下，我国大健康产业引领新一轮高速发展浪潮。2015-2019年中国大健康市场规模由51720亿元增至81310亿元，期间CAGR达12.0%，国内外各领域资源的密集介入，不断扩充产业规模，延伸业态边界，根据京东健康招股书报告，预计2030年市场规模将增至217730亿元。

表 20：我国大健康市场概览

细分市场	范畴
药品市场	销售包括非处方及处方药品在内的药品
非药品市场	医疗器械市场及营养保健品市场的组合
消费医疗健康服务	以市场为导向的医疗服务，包括医学美容、口腔齿科、基因测序、体检服务、疫苗及孕产服务
医疗健康服务	医疗或理疗保健或服务，包括提供住院患者及门诊患者检测以及人类疾病或功能障碍治疗，以及配发用于治疗药品或医疗器械。
医疗健康基础设施	一系列基本与医疗健康相关的设施和系统，例如健康系统、疾病控制系统以及为医疗健康服务供应商、制药公司及健康产品供应商提供的相关支持系统及设施。

资料来源:京东健康招股书,天风证券研究所

图 89：我国大健康市场细分发展状况（十亿元）



资料来源:京东健康招股书,天风证券研究所

表 21：我国大健康市场发展的 CAGR 预测

	药品市场	非药品市场	医疗健康服务	消费医疗健康服务	医疗健康基础设施	总计
2015-2019	7.5%	15.1%	11.4%	24.0%	16.8%	12.0%
2019-2024E	6.4%	13.0%	8.6%	21.0%	21.9%	10.5%
2024E-2030E	6.2%	8.0%	6.2%	15.0%	16.5%	8.4%

资料来源：京东健康招股书，天风证券研究所

6.2.2. 数字大健康市场形势：数字化趋势不可逆转，发展有待进一步深化

我们定义的数字大健康市场主要包括在线零售药房、在线问诊、线上消费医疗健康及数字医疗健康基础设施等。

数字化方案赋能传统产业链，我国行业发展有待进一步深化。数字技术的进步和可及性从本质上改变了传统健康产业链，价值链的各个利益相关者可通过数字平台链接、赋能，构建一站式产业生态系。目前我国医疗健康行业仍处于数字化的初期阶段，直至 2019 年，国内仅 2.4%的药品通过院外在线药房分销，在线问诊量占总问诊量的 6.0%，大健康市场中的数字化比例仅占医疗健康支出总额的 3.3%。

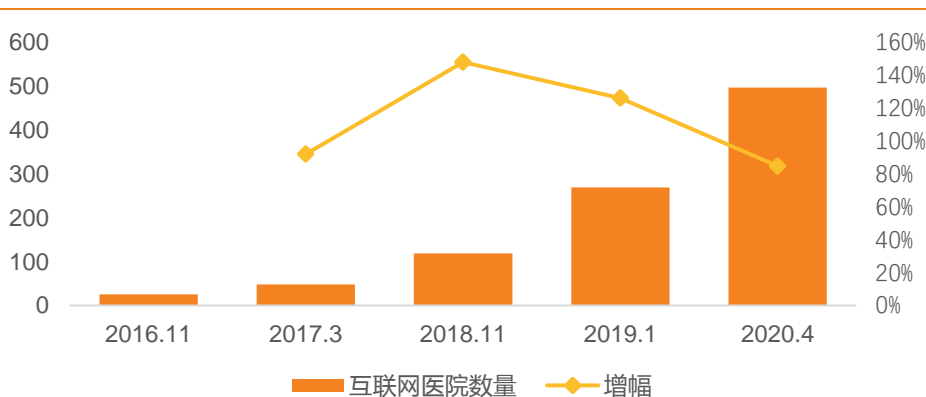
图 90：数字大健康平台赋能传统产业链



资料来源：京东健康招股书，天风证券研究所

大健康数字化发展趋势不可逆转，产业协同发展效应明显。在互联网+医疗健康相关政策、技术不断进步以及疫情等多重利好因素驱动下，大健康市场数字化程度日趋加深，截至 2020.4，互联网医院总数已由 2018 的 119 家增至 497 家，增幅达 317.6%，2020Q1 新建数字大健康公司达 11000+家。此外，由于大健康产业之间的内在关联性，互联网医院的建设速度加快将会带动对在线问诊及药品的需求，从而增加线上流量并进一步推动数字化进展。

图 91：我国互联网医院数量（家）

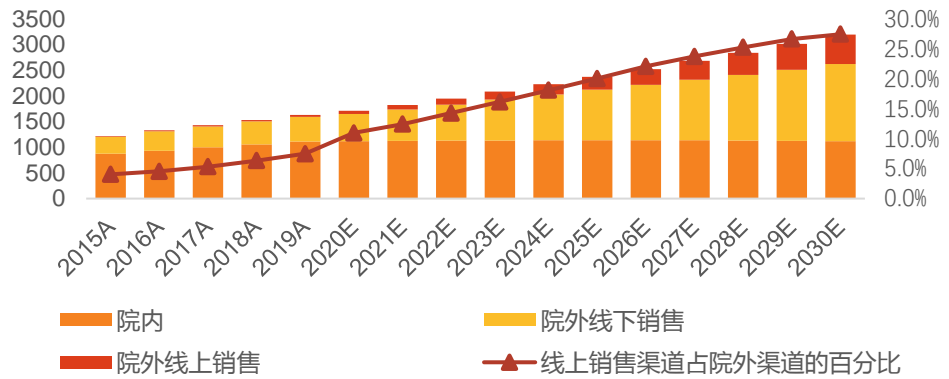


资料来源：中国产业信息网，京东健康招股书，天风证券研究所

6.2.3. 发展机遇：医保+处方外流政策利好，慢病管理赛道风口正起

处方药外流扩大渐成趋势。处方外流扩张获政策及监管环境的支持，其潜在渗透率将达到我国门诊药品销售额的 87.6%，并在未来 5 至 10 年持续推进，未来在线渠道将大大领先其余渠道，2019-2024 年的 CAGR 可达 38.1%，而同期院外渠道线下销量的 CAGR 为 13.2%。**预计影响：**1) 在短期，已与现有基本医疗保险挂钩的医院和基层医疗机构附近的药店将受益；2) 在长期，具有大量 SKU、强大供应链能力及处方流通能力的平台有望强势崛起。

图 92：按院内及院外渠道划分的中国医药市场明细，2015 年至 2030 年（十亿元）



资料来源：京东健康招股书，天风证券研究所

表 22：按院内及院外渠道划分的中国医药市场 CAGR

CAGR	院内	院外	院外线下销售	院外线上销售	总计
2015 年-2019 年	6.2%	10.8%	9.7%	30.4%	7.5%
2019 年-2024 年 (预测)	0.4%	16.0%	13.2%	38.1%	6.4%
2024 (预测) -2030 年 (预测)	-0.2%	11.3%	9.0%	19.3%	6.2%

资料来源：京东健康招股书，天风证券研究所

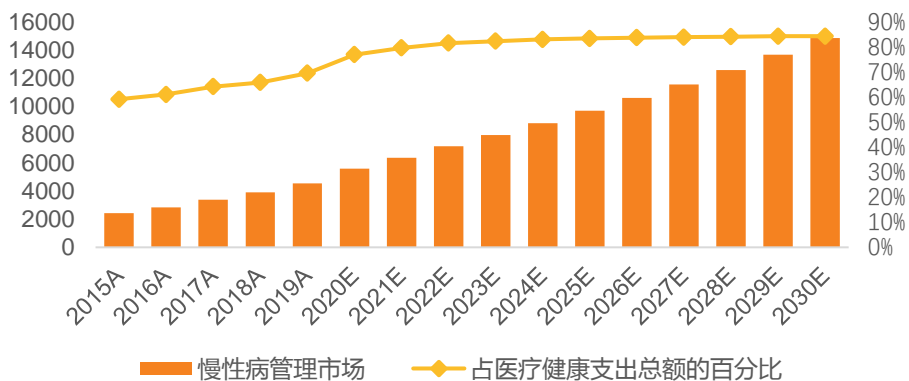
表 23：关于处方外流的支持政策及其影响

政策	主要内容及其影响
《[十三五] 深化医药卫生体制改革规划》	全面深化公立医院改革，禁止公立医院提高药品价格。受此政策影响，公立医院无法通过药品销售盈利，售药积极性下降；同时，由于对医院药品销售收入贡献的监管和评估愈加严格，医院更倾向于患者通过院外渠道(包括线上和线下零售药店)购买药品。
《全国零售药店分类分级管理指导意见(征求意见稿)》及《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	对处方药院外流通改革作出了指引。受处方外流影响，预计未来通过院内渠道销售药品的比例将有所下降。

资料来源：京东健康招股书，天风证券研究所

数字化重塑慢病管理市场。慢性病管理对医生的品牌效应要求相对较低，与医生互动更加频繁，更注重服务的稳定性和可靠性，该市场总体占中国医疗健康开支比例将不断扩大，根据京东健康招股书报告，预计在 2030 年达 84.4%，CAGR 在 2019 年-2024 年、2024 年-2030 年分别为 14.2%、9.1%。由于用户可能需要定期健康检查以预防疾病，因此慢性病管理和医疗健康管理有望成为盈利增长点，并进一步促进在线零售药房需求。预计具备全周期产品和服务供应的平台将直接受益于该等服务的增长。

图 93：中国慢性病管理市场，2015 年至 2030 年（十亿元）



资料来源：京东健康招股书，天风证券研究所

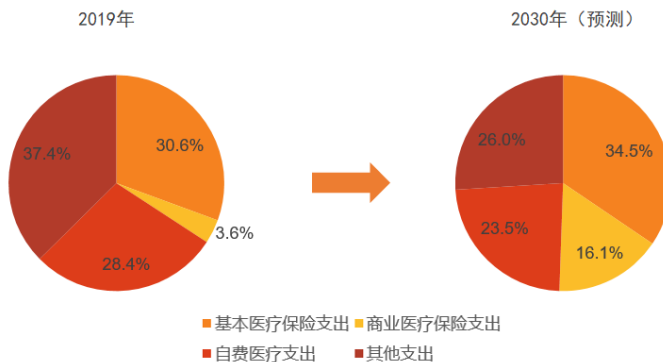
表 24：中国慢性病管理市场 CAGR

期间	CAGR
2015 年-2019 年	16.9%
2019 年-2024 年（预测）	14.2%
2024（预测）-2030 年（预测）	9.1%

资料来源：京东健康招股书，天风证券研究所

医疗健康支付系统日益完善。随着在线基本医疗保险支付系统的发展，越来越多的药品和在线医疗服务将被纳入医保，具有品牌知名度、技术优势的平台有望成为与基本医疗保险融合的领跑者。鉴于商保具有较强的服务能力及密集网络的平台，预计未来中国医疗健康支出的支付结构将更加平衡，商保支出将从 2019 年的 3.6% 增至 2030 年的 16.1%。

图 94：按支付方式划分的中国医疗健康支出总额明细，2019 年至 2030 年（预测）



资料来源：京东健康招股书，天风证券研究所

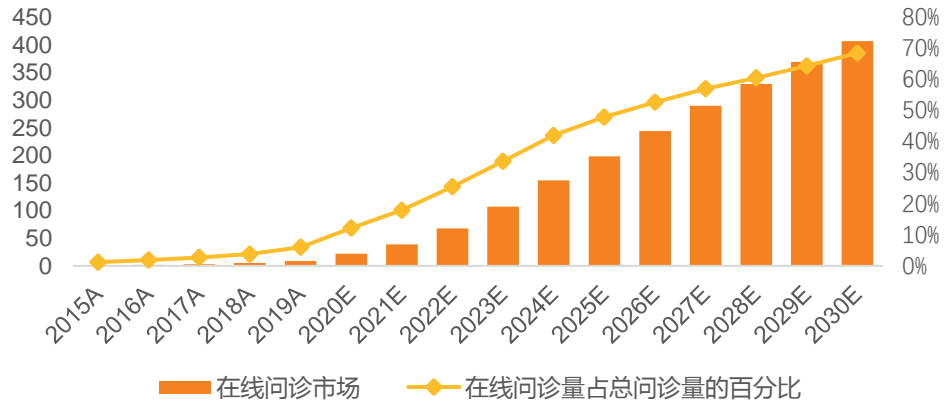
注：其他支出包括政府卫生支出（非基本医疗保险支出等）和社会医疗支出（社会捐赠援助、行政事业性收费收入等）。

6.3. 数字大健康细分领域：在线问诊与零售药房迎来发展黄金期

6.3.1. 在线问诊：疫情+政策构成有力催化，预计 2030 年规模占总问诊量 68.5%

在线问诊包括咨询和处方续签、复诊、医院预约及慢性病管理。疫情短期催化了在线问诊需求，长期有助于形成用户粘性。叠加政策支持，在线问诊将更变得为有效可靠且高质量。预计中国在线问诊市场规模由 2019 年的 90 亿元大幅增至 2024 年的 1550 亿元，CAGR 达 77.4%，并于 2030 年达 4070 亿元，占总问诊量 68.5%，成为医疗咨询的主要方式。

图 95：中国在线问诊市场，2015 年至 2030 年（十亿元）



资料来源: 京东健康招股书, 天风证券研究所

表 25: 中国在线问诊市场 CAGR

期间	CAGR
2015 年-2019 年	58.5%
2019 年-2024 年 (预测)	77.4%
2024 (预测)-2030 年 (预测)	17.5%

资料来源: 京东健康招股书, 天风证券研究所

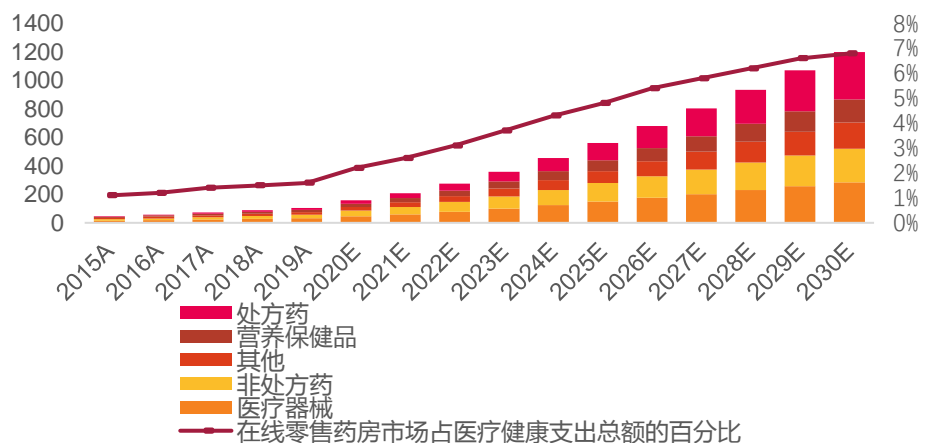
中国在线问诊市场的主要趋势如下:

- **有效的慢性病管理。**预期慢性病管理将愈发依赖数字化。在线数字化诊断和治疗服务可成为管理患者健康档案和支付整个慢性病生命周期 (如糖尿病、高血压和冠心病) 治疗费用的有效工具。
- **个性化的治疗。**个人健康记录可以更好地存储和在线分析, 从而更准确地匹配患者与可能的治疗方案。随着在线医疗服务规模的扩大, 可以收集更多的数据, 为用户提供更容易使用和更个性化的治疗。
- **医学专家的参与度提高。**专家、知名医生及医生群体倾向专注于更复杂和更严重的疾病。然而, 如果数字化平台能够吸引相关主要人员并让他们投入时间在在线执业, 则该等平台将拥有显著的先发优势, 以进一步扩展其提供的服务。

6.3.2. 零售药房: 政策+技术双轮驱动支撑发展, 预计未来四年复合增长率达 34.2%

“互联网+健康医疗”政策框架和技术变革驱动在线零售药店快速发展。预计中国在线零售药房市场于 2019 年增至 1050 亿元, 占数字大健康市场的 48.0%, 2015-2019 年的 CAGR 为 23.7%。预计中国在线零售药房市场规模将迅速扩张, 并分别于 2024 年及 2030 年达到 4560 亿元及 12000 亿元, CAGR 分别为 34.2%及 17.5%。

图 96: 按交易总额划分的中国在线零售药房市场, 2015 年至 2030 年 (十亿元)



资料来源：京东健康招股书，天风证券研究所

表 26：按交易额划分的中国在线零售药房市场 CAGR

CAGR	处方药	非处方药	医疗器械	营养保健品	其他	总计
2015 年至 2019 年	47.60%	23.90%	23.00%	19.90%	16.80%	23.70%
2019 年至 2024 年（预测）	44.60%	33.70%	31.10%	32.20%	32.10%	34.20%
2024 年（预测）至 2030 年（预测）	24.20%	14.20%	14.80%	17.20%	17.20%	17.50%

资料来源：京东健康招股书，天风证券研究所

中国在线零售药房市场的主要趋势为：

- **在线零售药房和医疗健康服务相结合。**“医疗健康产品+医疗健康服务”双轨并行，使在线零售药店(特别是药品)的增长受益。药品和医疗保健服务的采购相辅相成，相比比专注于单一业务的平台，有利于能获取更大的需求。
- **用户体验不断提升。**技术驱动的数字化平台已经在许多垂直领域为消费者提供卓越的用户体验。消费者亦对其于医疗健康行业的体验提出更高要求。与其他行业一样，能提供具有竞争力的价格、个性化及便利的在线平台可进一步提升用户黏性。
- **供应链整合能力加强。**具有强大供应链能力的平台能够妥善合并零散线下零售药房市场，以提升对上游参与者的议价能力或进入院内市场。

风险提示：

1. 行业竞争加剧：公司开展经营的行业竞争激烈，竞争对手在经营资源、覆盖客群与市场渗透等层面均有一定优势，行业竞争的大幅增加或会对公司的业务前景造成不利影响。
2. 互联网医疗政策低于预期：互联网医疗健康板块的相关政策均相对较新且不断发展，存在较大不确定性，公司不能保证在产业政策不及预期下仍能维持良好经营业绩。
3. 公司业务推广不及预期：行业的发展变化要求公司不断调整商业模式和战略规划。如果公司无法通过创新来适应行业发展变化，公司的经营状况和发展前景将会受到不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com