

数字化推动医疗零售和服务变革

华泰研究

2022 年 2 月 09 日 | 中国香港

深度研究

互联网

增持(维持)

研究员	陶冶
SAC No. S0570520080003	taoye@htsc.com
SFC No. BMW836	+86-10-56793923
研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+86-21-28972088
联系人	陆文韬
SAC No. S0570120050009	luwentao@htsc.com
SFC No. BQL549	+86-755-23948451
联系人	侯杰
SAC No. S0570121010001	houjie017864@htsc.com
SFC No. BRI004	+86-10-56793936

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
京东健康	6618 HK	89.10	买入
阿里健康	241 HK	9.00	买入
平安好医生	1833 HK	31.30	买入

资料来源：华泰研究预测

线上医疗服务：基础设施迎来结构性升级

我们认为，受益于技术和物流能力的提升，数字化将成为中国医疗资源和需求匹配不均问题的最有效的解决方案。医疗电商平台具有成本、透明度和效率上的优势，我们预计社会变革的趋势和政策将支持中国医疗服务业的数字化转型，而目前医疗服务业的数字化转型仍处于发展初期。我们预计整个行业范围内的数字化将带来更多商业机遇，随着时间推移有望形成更多类别的增值服务。我们对京东健康、阿里健康和平安好医生首次覆盖给予“买入”评级，京东健康/阿里健康/平安好医生的目标价分别为 89.1/9.0/31.30 港元，分别对应 5.5x 2022 年 PS/4.7x FY22 (财年结于三月) PS/3.6x 2022 年 PS。

短期：医疗电商与服务的组合

医疗器材/非处方药/保健品/处方药是零售药房市场的四大板块，我们预计其 2021-2023 年国内收入年复合增速 (CAGR) 分别为 20.0/6.2/13.5/6.3%。除处方药，我们预计医疗器材，非处方药和保健品 2021-2023 年合计收入 CAGR 为 12.5%。基于弗若斯特沙利文数据，我们预计医疗器材/非处方药/保健品/处方药 2023 年线上渗透率将达到 37.2/28.5/13.2/4.6% (2020 年：29.9/15.7/8.5/2.1%)。鉴于在技术/物流能力/用户群忠诚度上具有较高壁垒，我们预计线上医疗电商行业将呈现较高的整合度。

长期：行业数字化带来更多机遇

据弗若斯特沙利文数据，2020 年中国数字健康渗透率为 4.3%，预计 2030 年将提升至 24.0%。京东健康/阿里健康 2020 年在医疗服务市场中的 GMV 份额分别为 2.7/4.6% (基于弗若斯特沙利文数据和我们预测；GMV 是包括自营及三方业务的总 GMV)，因而我们认为在线医疗服务平台仍处于成长初期。尽管交叉竞争有限，但所有企业都将助力行业数字化转型。随着服务范围的完善 (如医疗服务和保险)，我们预计京东健康/阿里健康的市占率将在 2023 年扩大至 6.8/5.7%。我们看好能够利用强大的数据能力为医院数字化转型赋能，并拥有强大的供应链管理能力和线下合作网络优势的公司。

重点推荐

我们首次覆盖京东健康和阿里健康，均予以“买入”评级。我们认为依托母公司的用户流量和良好的供应链管理，京东健康正在稳步释放其规模效应；阿里健康是阿里生态核心的线上医疗服务板块，依托阿里巴巴强大的基础设施和技术支持，我们相信阿里健康不仅有望重塑线上医疗服务业，赋能数字化转型，同时其新业务领域的拓展也步入正轨，如保险业务的布局有能力支撑长期增长；平安好医生已经打造了差异化的基于医疗服务的商业模式。立足于与平安集团的强协同效应，平安好医生可以通过提供“保险+医疗”的服务模式获取企业端客户，拓宽可触达市场。

风险提示：1) 监管政策发展缓慢；2) 随着新玩家携资金入场，互联网医疗行业竞争加剧。

正文目录

投资观点	5
中国医疗支出增长空间较大	5
线上医疗服务有望解决医疗资源分布不均问题	5
线上医疗服务业方兴未艾	5
全面的需求侧数据积累助力医疗行业转型	5
估值对比	6
头部电商可比公司及线上医疗服务商	6
医疗服务商估值对比	7
中国线上医疗市场进入快车道	8
人口老龄化趋势有望推动中国医疗支出增长提速	8
线上医疗服务为线下医疗资源分布不均问题提供解决方案	11
线上医药电商板块迎来结构性转型	13
健康险成为新增长点	17
中国线上医疗业竞争格局	18
线上医疗服务业正处于发展初期	20
线上医疗业主要门槛	21
头部线上医疗平台对比	22
平安好医生，一家头部线上医疗服务商	24
阿里健康 vs 京东健康	25
自营业务：京东健康用户规模和 ARPU 超过阿里健康	25
平台业务：阿里健康整体抽佣率低于京东健康	26
重点推荐	27
京东健康 (6618 HK, 买入, 目标价: HKD89.10)	27
阿里健康 (241 HK, 买入, 目标价: HKD9.0)	27
平安好医生 (1833 HK, 买入, 目标价: HKD31.30)	28
风险提示	29
附录：报告涉及的公司与股票代码	30

图表目录

图表 1：中国在线医疗：估值比较	6
图表 2：头部电商可比公司及线上医疗服务商估值对比	6
图表 3：头部医疗服务商估值对比	7
图表 4：2018 年各国人均医疗支出（最新数据）	8
图表 5：中国：诊疗人次	8
图表 6：中国：医疗支出	9
图表 7：中国：65 岁及以上人口规模	9

图表 8: 中国: 人均可支配收入	9
图表 9: 中国医疗业数字化转型	10
图表 10: 中国: 线上医疗服务用户群年龄分布 (2019 年)	10
图表 11: 中国: 数字大健康市场规模及增长情况	11
图表 12: 中国: 在线健康服务可触达市场规模 (2020 年)	11
图表 13: 中国: 医疗服务资源分布 (2020 年)	11
图表 14: 各国每万人拥有医生人数	12
图表 15: 中国: 医生地理分布 (2019 年)	12
图表 16: 中国: 近年线上医疗业监管政策	12
图表 17: 中国: 不同服务业线上渗透率	13
图表 18: 中国: 线上问诊服务市场规模	13
图表 19: 中国: 线上问诊服务渗透率	13
图表 20: 中国: 线上医疗业监管政策	14
图表 21: 中国: 医药市场销售额结构 (2018 年)	14
图表 22: 中国: 处方药销售额渠道分布 (2025 年预测值)	14
图表 23: 中国: 医保参保人数	15
图表 24: 中国: 医疗支出支付渠道拆分 (2019 年)	15
图表 25: 中国 vs 美国: 医药零售线上渗透率	15
图表 26: 中国: 医药零售线上渗透率	15
图表 27: 中国: 各线上零售药房板块 GMV	16
图表 28: 中国: 线上零售药房市场 GMV 拆分	16
图表 29: 中国: 各零售药房板块 GMV	16
图表 30: 中国: 各零售药房板块线上渗透率	16
图表 31: 中国: 健康险总保费收入	17
图表 32: 中国: 线上健康险总保费收入	17
图表 33: 中国线上医疗业	18
图表 34: 中国: 线上医疗市场格局	18
图表 35: 医疗服务平台对比	19
图表 36: 医疗服务平台线上问诊服务对比	19
图表 37: 线上医疗服务商市占率 (整体 GMV 口径)	20
图表 38: 线上医疗服务商市占率 (自营 GMV 口径)	20
图表 39: 医疗业改革对线上零售药房行业的影响	21
图表 40: 头部线上医疗服务商: 收入拆分 (2020/FY21)	22
图表 41: 头部线上医疗服务商对比 (2020 年/FY21)	22
图表 42: 头部线上医疗服务商: 收入及增速预测对比	23
图表 43: 头部线上医疗服务商: 毛利率对比	23
图表 44: 头部线上医疗服务商: 营销费用率对比	23
图表 45: 头部线上医疗服务商: 履约费用率对比	23
图表 46: 头部线上医疗服务商: 收入结构对比 (2020 年)	24
图表 47: 头部线上医疗服务商: 医疗服务能力对比	24

图表 48: 京东健康: GMV 拆分.....	25
图表 49: 天猫医药平台: GMV	25
图表 50: 阿里健康 vs 京东健康: 年活跃客户数	26
图表 51: 阿里健康 vs 京东健康: ARPU	26
图表 52: 阿里健康 vs 京东健康整体抽佣率.....	26
图表 53: 阿里健康: 与天猫进行的医疗产品和服务交易.....	27
图表 54: 中国在线医疗: 估值比较	28
图表 55: 头部电商可比公司及线上医疗服务商估值对比.....	28
图表 56: 头部医疗服务商估值对比	29
图表 57: 报告涉及的公司与股票代码.....	30

投资观点

随着中国人口老龄化和互联网核心消费人群（70 后-90 前）步入中年等社会变化趋势，中国线上医疗产品/服务的需求快速增长。我们认为线上医疗服务是解决中国医疗资源分布不均等中国医疗行业主要问题的有效途径。因此，我们预计政策将进一步支持医疗行业的数字化转型。阿里健康和京东健康是两大领先的电商医疗平台，在 2020 年中国药品和非药品总市场中合计占据 7.3% 的份额（基于弗若斯特沙利文数据和公司公告数据），这表明实现高市场集中度仍长路漫漫，但两大平台在引领由消费者侧和需求侧驱动的数字转型中可以享受到先发优势。平安好医生已建立了差异化的基于医疗服务的商业模式，从而可以满足消费者对在线医疗服务日益增长的需求，并有望实现比基于医疗产品的商业模式更高的利润率。

线上医药电商模式的盈利能力已经得到验证。长远来看，提升线上医疗服务能力和构建基于数据的综合服务体系（如慢病管理和数字医疗服务建设）将对行业长期发展构成支撑。我们预计头部线上医疗公司将通过与线下医疗服务合作网络对接，将其丰富的线上流量、需求数据和强大的供应链能力转化为长期变现空间。

中国医疗支出增长空间较大

我们预计中国医疗支出增长将由以下因素驱动。1) 人口老龄化：弗若斯特沙利文预计 2030 年 65 岁及以上人口总数将达到 3.093 亿，占总人口的 21.5%（2019 年：12.6%）；2) 可支配收入增加；及 3) 慢病患病率上升：2019 年慢病支出占中国医疗总支出的 69.6%，弗若斯特沙利文预计这一比例将在 2030 年上升至 84.4%。据国家统计局 2019 年度调查及我们的估算，目前互联网核心消费人群（70 后-90 前）约有 4.45 亿人，他们将倾向于通过线上的便捷渠道获得医疗产品和服务。

线上医疗服务有望解决医疗资源分布不均问题

我国线下医疗资源有限，我们预计这将加速线上化的结构性趋势。国家卫健委数据显示，2020 年我国医院数量达 35,394 家，其中三级医院仅占 8.5%，但服务了中国 46.9% 的患者。2020 年疫情爆发加速了线上医疗服务的普及，我们预计政策支持将推进医疗服务线上化的结构性趋势。我们相信，长远来看，随着虚拟现实和人工智能等技术的推广，线上医疗服务体验将趋近于线下模式，这或有助于解决区域间医疗需求分布不均的问题。

线上医疗服务业方兴未艾

据弗若斯特沙利文预测，我国数字健康渗透率将从 2020 年的 4.3% 增长到 2030 年的 24.0%。其中，我们预计医药零售线上渗透率提升和处方药外流将提振短期行业增长，同时消费者心智提升（受益于改善的线上问诊服务能力）为多种线上医疗服务之间实现交叉销售奠定基础，有望驱动行业长期发展。

受益于“互联网 + 医疗”政策和医院渠道处方药外流趋势，中国零售药房市场 GMV 将从 2020 年的人民币 1,570 亿元增长至 2030 年的人民币 1.2 万亿元，CAGR 达 22.6%（据弗若斯特沙利文）。同期内，处方药线上销售额增速有望领跑各医药品类，弗若斯特沙利文预计 2030 年处方药销售将占整体线上药品 GMV 的 28%，为各品类中最高（2019 年：13%）。

全面的需求侧数据积累助力医疗行业转型

线上医药电商模式的盈利能力已经得到验证。我们认为线上医疗服务商可以利用数据技术引领医疗行业结构性转型，这有助于提高效率和改善医疗资源分配。我们认为，把握传统医疗机构数字化转型所带来的商机有助于实现长期收入增长。我们看好具有强大线下合作网络、丰富的线上流量以及数据技术和供应链优势的企业。

估值对比

头部电商可比公司及线上医疗服务商

阿里健康当前股价对应 2.4 倍 FY23 预测（财年结于三月）PS，京东健康/平安健康医疗（平安好医生）当前股价分别对应 4.3/2.8 倍 2022 年预测 PS。我们预计京东健康 2022-2023 年收入年复合增速为 40.3%，阿里健康 FY23-FY24 收入年复合增速为 31.7%，平安好医生 2022-2023 年收入年复合增速为 13.9%

我们将京东健康/阿里健康的估值与各自的母公司阿里巴巴/京东进行对比。京东健康/阿里健康（自营业务）年活跃客户人均价值为 249.4/111.1 美元，平安好医生每 MAU 价值为 110.8 美元（阿里巴巴/京东/美团：251.4/206.5/260.6 美元）。

我们给予京东健康/阿里健康/平安好医生目标价 89.10/9.0/31.30 港币，对应 5.5/4.7/3.6 倍 2022 年（FY22E）的 PS 以及 0.14/0.15/0.26 倍的 PSG（基于 2022-2023/FY23-24 收入年复合增速）。我们认为京东健康的估值溢价反映了京东完善的物流和供应链管理能力、京东健康更达的收入规模和更大的用户群体。尽管如此，我们看好这三家公司，行业目前仍处于早期渗透阶段，阿里健康可以从阿里巴巴的生态系统中受益，为用户渗透和业务扩张奠定坚实的基础。而平安好医生近期的战略升级使其商业模式由以产品为中心转向以服务为中心，尽管战略转型导致公司在 2021-2023 年期间面临短期的营收增长压力，但该转型有望推动收入长期增长，以及有望实现更高的利润率水平，这也是平安好医生的 PSG 较同行有溢价的原因。

图表1：中国在线医疗：估值比较

公司	股票代码	评级	市值 (百万港币)	目标价 (港币)	价格上涨空间 (港币)	价格 (%)	收入增速 (%)			当前 PS (x)			PSG (x)		收入复合年 增长率 (%)
							2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2022E	2022-2023E	
京东健康	6618 HK	买入	211,963	89.1	66.4	34.3	47.2	42.7	37.8	6.1	4.3	3.1	0.11	40.3	
阿里健康	241 HK	买入	77,974	9.0	5.8	55.7	31.9	32.2	31.3	3.1	2.4	1.8	0.07	31.7	
平安好医生	1833 HK	买入	27,725	31.3	24.6	27.5	5.5	12.6	15.3	3.1	2.8	2.4	0.20	13.9	
平均值										4.1	3.1	2.4			

注：1) 数据截至 2022 年 2 月 8 日收市；2) 阿里健康使用的是 FY22-24 年预测数据

资料来源：彭博，华泰研究预测；

图表2：头部电商可比公司及线上医疗服务商估值对比

公司	股票代码	价格 (交易货币)	市值 (百万美元)	季度每用户平均收入 (美元)	用户数 (百万)	每用户平均价值 (美元)
京东健康	6618 HK	66.4	27,188	9.7	109.0	249.4
阿里健康	241 HK	5.8	10,002	8.0	90.0	111.1
平安好医生	1833 HK	24.6	3,556	9.2	32.1	110.8
平均值				9.0	77.0	157.1
阿里巴巴	BABA US	114.8	311,267	25.2	1,238.0	251.4
京东	JD US	73.2	114,040	61.5	552.2	206.5
美团	3690 HK	225.8	173,937	11.3	667.5	260.6
拼多多	PDD US	53.3	66,838	3.8	867.3	77.1
平均值				25.5	831.3	198.9

注：1) 数据截至 2022 年 2 月 8 日收盘价；2) 所有预测数据均基于彭博一致预测；3) 阿里健康和阿里巴巴使用的是 FY22-FY24E 数据；4) 京东健康/阿里健康用户数据为自营业务的年活跃用户；平安好医生的用户数据为过去 12 个月内的付费用户；美团的用户数据为年度交易用户数；阿里巴巴、京东和拼多多的用户数据为年度活跃用户（阿里巴巴的数据为阿里巴巴生态系统中的年度活跃客户数）；5) 季度 ARPU（季度营收/用户基数）的计算中，京东健康和平安好医生基于 1H21 营收数据的一半，阿里健康基于 1HFY22 营收数据的一半，以上三家公司的数据都是以美元：人民币=6.46 换算为美元单位。美团使用其 3Q21 的营收，该数据按美元：人民币=6.46 的汇率换算为美元单位。阿里巴巴、京东和拼多多的数据均取自其 2QFY22 或 3Q21 报告中的美元口径下营收数据。

资料来源：彭博，万得，华泰研究

医疗服务商估值对比

我们还对头部药品和保健品零售和分销商、医疗服务公司和医疗科技公司的估值进行对比分析。头部药品和保健品零售和分销公司/医疗服务公司/医疗科技公司当前股价对应0.3/1.8/2.9倍2022年预测PS。与这些医疗服务业同行相比，头部线上医疗服务商的股价较高，我们认为这在一定程度上反映市场对后者未来收入增速预期较高。

图表3：头部医疗服务商估值对比

公司	股票代码	价格 (交易货币)	收入增长率 (yoy%)			PS			PSG	收入复合年增长率 (%)
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2022E	2021E-2023E
医药保健产品零售和分销										
McKesson Corp	MCK US	270.2	5.4	9.0	(2.8)	0.2	0.2	0.2	0.0	3.8
Walgreens Boots	WBA US	49.1	(5.4)	0.3	3.6	0.3	0.3	0.3	na	(0.5)
Ship healthcare	3360 JT	2,571.0	0.4	3.1	6.7	0.5	0.5	0.5	0.1	3.3
Cardinal	CAH US	52.6	5.1	11.0	4.7	0.1	0.1	0.1	0.0	6.9
平均值						0.3	0.3	0.3		
医疗服务										
Teladoc	TDOD US	74.5	86.9	27.4	23.8	5.9	4.6	3.7	0.1	43.4
1Life healthcare	ONEM US	10.8	68.3	75.1	28.7	3.4	1.9	1.5	0.1	55.9
Amedisys	AMED US	134.8	6.9	7.6	10.1	2.0	1.9	1.7	0.2	8.2
Centene	CNC US	80.8	13.8	7.3	3.3	0.4	0.3	0.3	0.0	8.1
Davita	DVA US	109.0	0.6	3.0	5.1	1.0	0.9	0.9	0.3	2.9
HCA holdings	HCA US	232.4	15.7	4.0	5.6	1.2	1.2	1.1	0.1	8.3
平均值						2.3	1.8	1.5		
医疗科技										
Change healthcare	CHNG US	20.0	(6.3)	11.8	5.9	2.0	1.8	1.7	0.6	3.5
Health Catalyst Inc	HCAT US	29.0	28.8	21.9	21.6	6.3	5.2	4.2	0.3	24.1
Allscripts healthcare	MDRX US	20.8	(7.4)	2.0	3.8	1.7	1.7	1.6	na	(0.6)
平均值						3.3	2.9	2.5		

注：1) 数据截至2022年2月8日收盘价；2) 所有数据均基于彭博一致预期。

资料来源：彭博，华泰研究

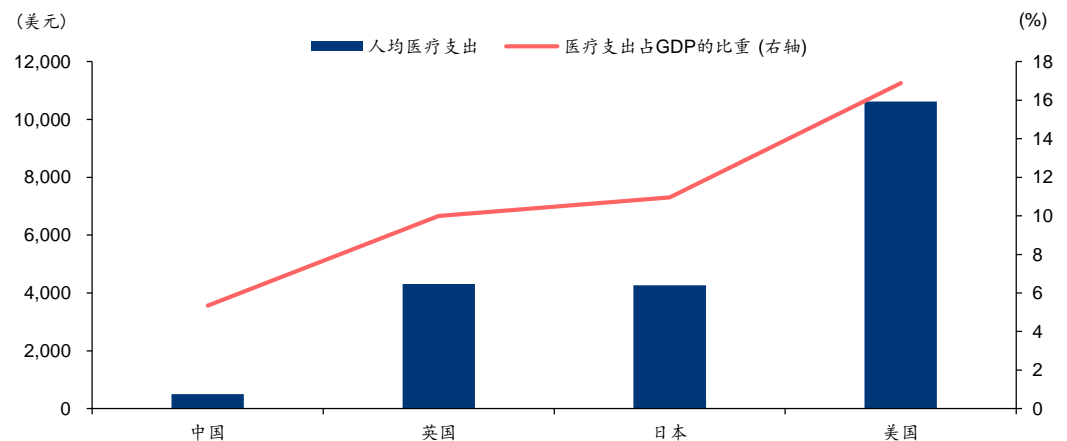
中国线上医疗市场进入快车道

受益于政策红利及疫情期间发生的结构性变化，我们预计中国线上医疗市场增长将提速。2019年9月，监管当局允许了处方药的网售，合格的线上医疗服务开始享受医保报销。我们认为，新冠疫情推动了医疗服务线上化的需求，这将驱动医药电商市场的增长。

人口老龄化趋势有望推动中国医疗支出增长提速

与发达国家相比，中国人均医疗支出较低，这表明在经济快速发展和健康意识提高的背景下，中国医疗支出增长空间较大。世界银行最新报告显示，2018年中国人均医疗支出低至501.1美元，仅相当于英国/日本/美国的11.6/11.7/4.7%；2018年中国居民整体医疗支出占GDP的比例为5.4%，而英国/日本/美国的达到10.0/11.0/16.9%。

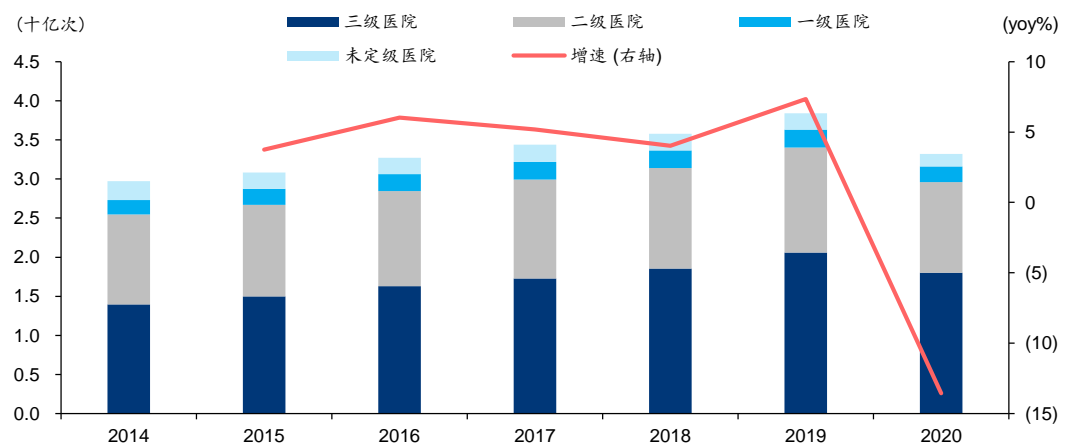
图表4： 2018年各国人均医疗支出（最新数据）



资料来源：世界银行，华泰研究

中国医疗业可触达市场空间广阔。2020年，中国总诊疗人次为33亿，同比下滑13.5%，源于新冠疫情期间居民户外活动受限及在线问诊接受度提升。考虑到人口老龄化和慢病患者数量增加，我们预计2020-2022年可触达市场规模增速将保持稳定。

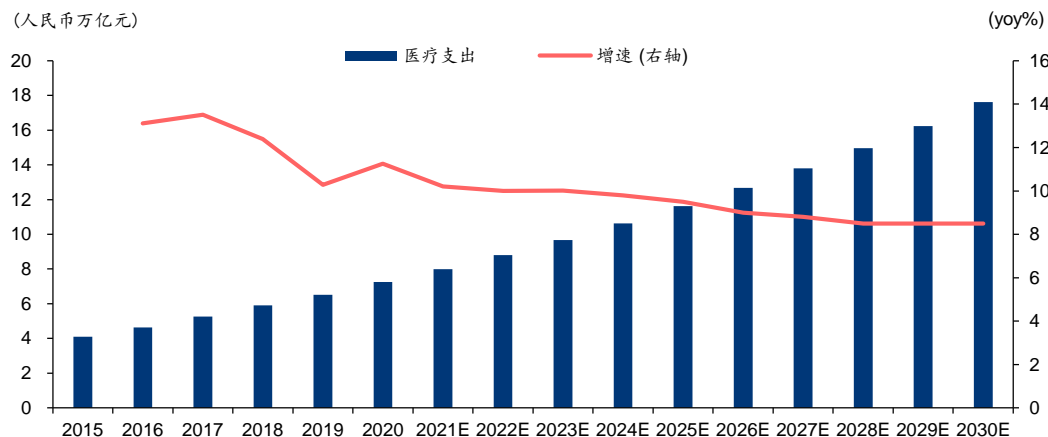
图表5： 中国：诊疗人次



资料来源：国家卫健委，华泰研究

据弗若斯特沙利文数据，2020年中国医疗支出为人民币7.3万亿元，位居全球第二。弗若斯特沙利文预计，2030年中国医疗支出将达到人民币17.6万亿元，2021-2030年CAGR为9.3%。

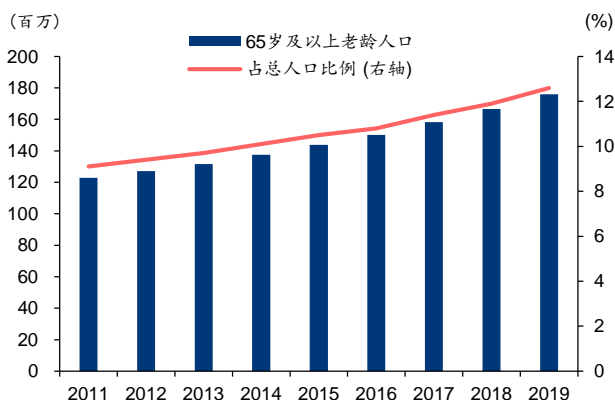
图表6： 中国：医疗支出



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

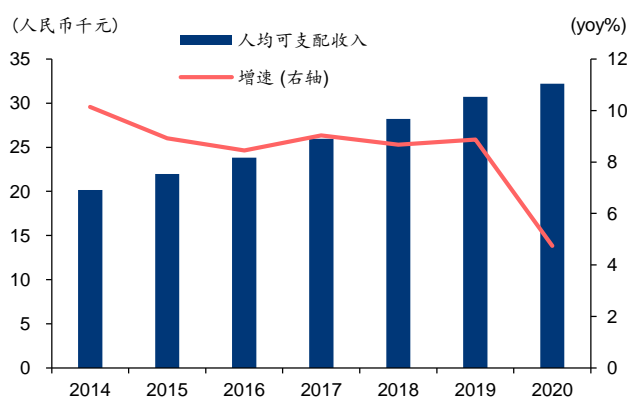
我们预计医疗支出增长将由以下因素驱动。1) 人口老龄化：弗若斯特沙利文预计 2030 年 65 岁及以上人口将达到 3.093 亿，占总人口的 21.5% (2019 年：12.6%)。2) 可支配收入增加：据国家统计局，中国年人均可支配收入从 2014 年的人民币 20,167 元增加到 2020 年的人民币 32,189 元，期间 CAGR 为 8.1%；我们预计未来个人可支配收入将进一步增加。3) 慢病患病率上升：2019 年慢病占中国整体医疗支出的 69.6%，弗若斯特沙利文预计这一比例将在 2030 年上升至 84.4%。

图表7： 中国：65 岁及以上人口规模



资料来源：国家统计局，华泰研究

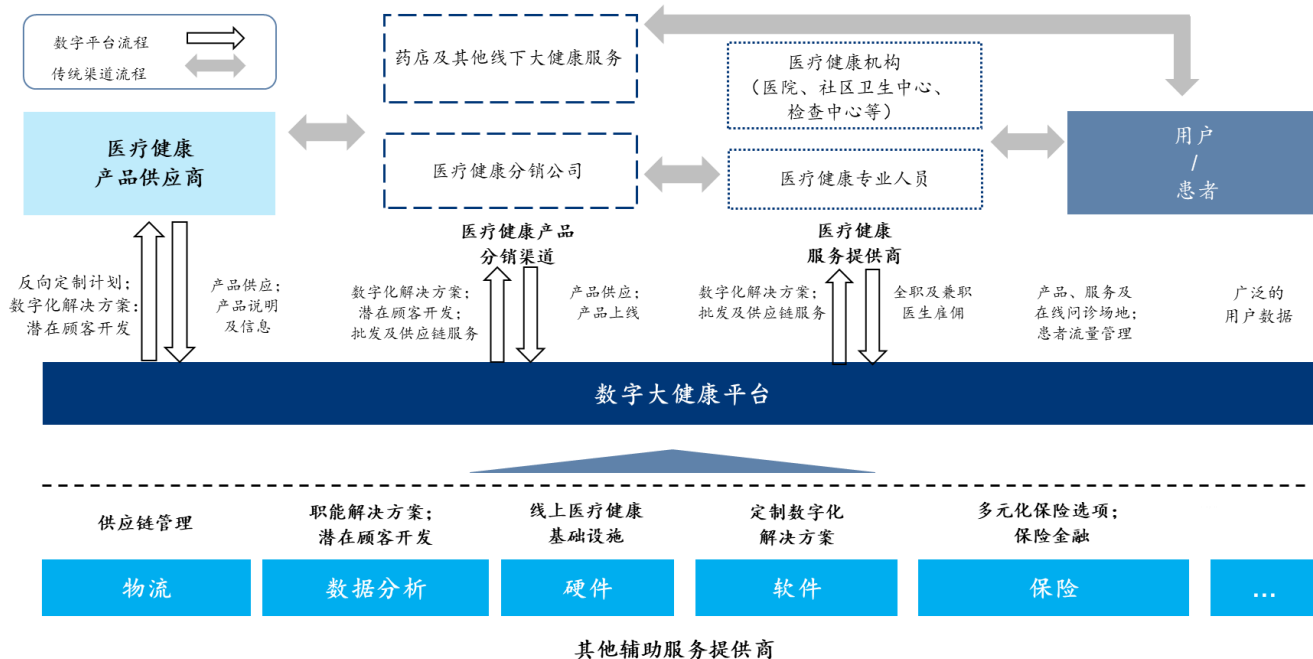
图表8： 中国：人均可支配收入



资料来源：国家统计局，华泰研究

中国医疗系统正在经历数字化转型，以赋能医疗专家和药企，提供便捷服务，创造附加价值。数字医疗平台是数字医疗生态的中流砥柱，尤其是其提供了线上零售药房、线上问诊、线上消费医疗等多元化数字医疗服务。

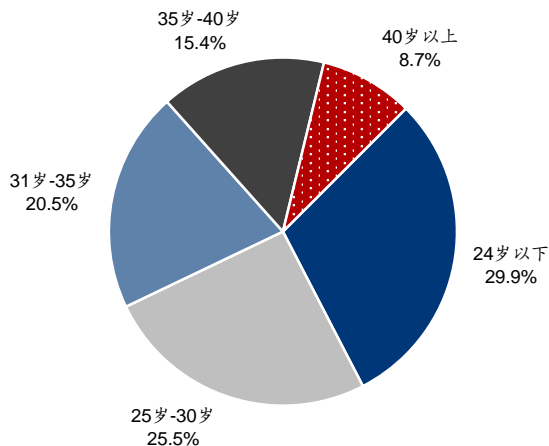
图表9：中国医疗业数字化转型



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

据国家统计局 2019 年年度调查及我们的测算，互联网核心消费人群（70 后-90 前）人口数量约为 4.45 亿，他们更倾向于通过线上的便捷渠道获取医疗产品和服务。据艾瑞咨询数据，40 岁以下用户占中国线上医疗服务用户群的 91.3%。

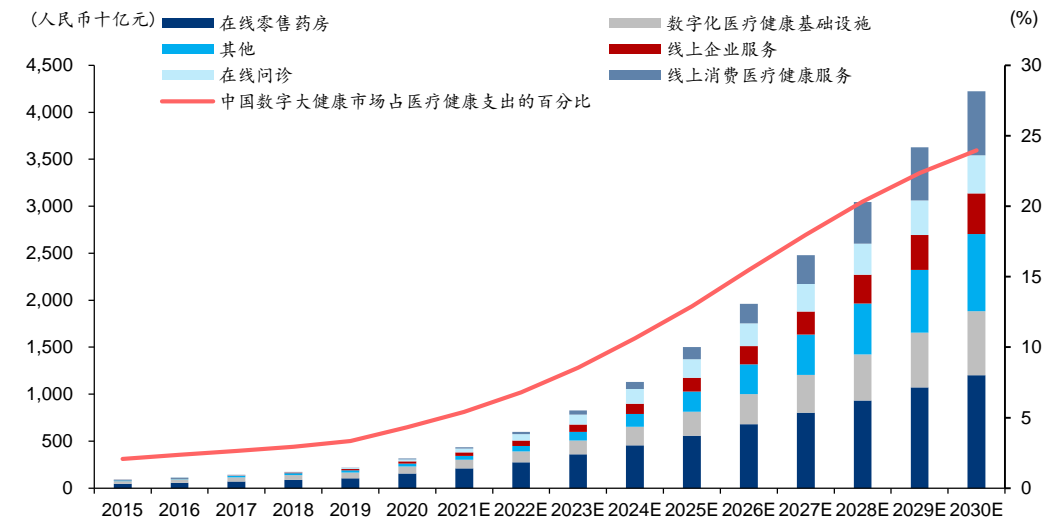
图表10：中国：线上医疗服务用户群年龄分布（2019 年）



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

我们认为，中国医疗市场 2020 年线上渗透率仅为 4.3%，上升空间仍然较大。据弗若斯特沙利文数据，分垂直行业看，问诊服务/零售药房 2020 年线上渗透率为 12.2/5.4%。然而，随着医疗服务线上渗透率的提升（预计 2030 年达到 24.0%），我们预计中国数字大健康市场规模将从 2020 年的人民币 3,140 亿元增长至 2030 年的人民币 42,230 亿元，期间 CAGR 为 29.7%。

图表11： 中国：数字大健康市场规模及增长情况



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

图表12： 中国：在线健康服务可触达市场规模（2020年）

产品/服务类别（人民币十亿元）	2015	2020	2030E	2016-2020 CAGR (%)	2021-2030 CAGR (%)	2020 在线渗透率 (%)
在线零售药店 GMV						
医疗设备	14	46	284	26.9	20.0	29.9
OTC	11	40	237	29.5	19.5	15.7
处方药	3	25	333	52.8	29.6	2.1
营养品	8	22	163	22.4	22.2	8.5
其他	9	25	183	22.7	22.0	na
数字医疗基础设施 GMV	30	74	683	19.8	24.9	34.1
其他 GMV	8	31	820	31.1	38.8	na
在线企业服务 GMV	2	22	434	61.5	34.7	na
在线问诊 GMV	1	22	407	85.6	33.9	12.2
在线消费医疗 GMV	1	8	679	51.6	55.9	0.9
总体 GMV	87	315	4223	29.3	29.6	

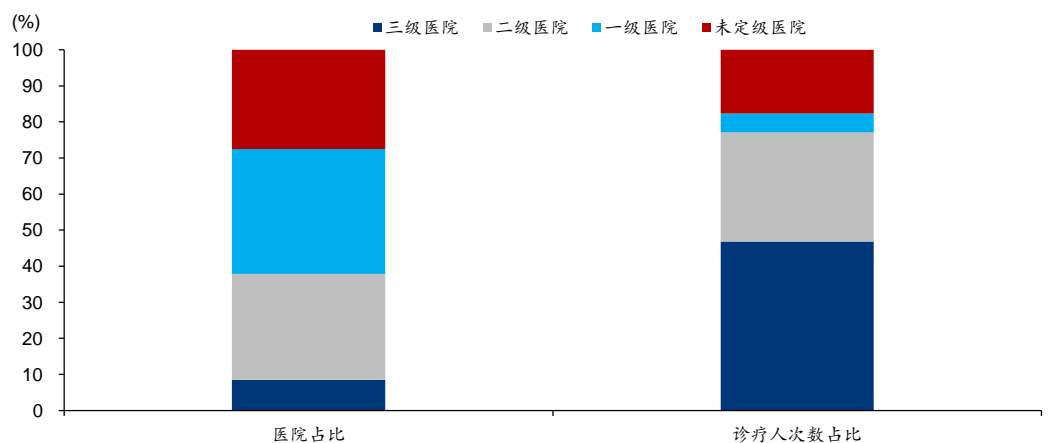
注：1) 问诊服务线上渗透率 = 线上问诊量/总问诊量；2) 零售药房市场包括了药品市场和非药市场；

资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

线上医疗服务为线下医疗资源分布不均问题提供解决方案

中国线下医疗服务资源长期受到分布不均的困扰。国家卫健委数据显示，2020年中国医院总数约为35,394家，其中三级医院仅占8.5%，但服务了46.9%的患者诊疗。线上医疗服务业的长期目标是提升对有限的线下医疗服务资源的利用效率。

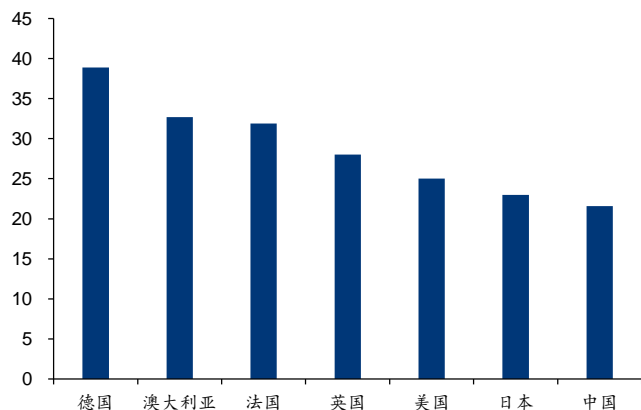
图表13： 中国：医疗服务资源分布（2020年）



资料来源：国家卫健委，华泰研究

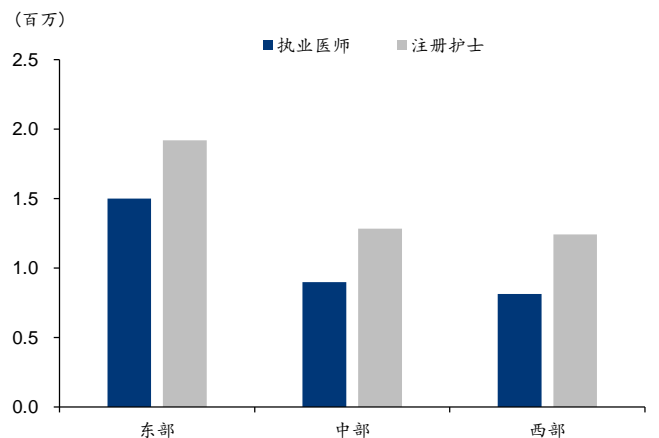
此外,2018 年中国平均每万人拥有医生人数为 21.6,落后于日本、美国等发达国家的水平。医疗专业人员的地理分布也为偏远地区患者带来难以及时获取帮助的问题。据国家卫健委数据,2019 年 46.7%的执业医师在华东地区工作,中西部地区医师仅占 28.0/25.3%。

图表 14: 各国每万人拥有医生人数



注:中国数据为 2018 年,其余国家为 2013 年
资料来源:艾瑞咨询,华泰研究

图表 15: 中国:医生地理分布 (2019 年)



资料来源:艾瑞咨询,华泰研究

为扶植线上医疗业发展和突破线下医疗资源限制,监管部门在过去几年(尤其是 2019-2020 年期间)出台多项政策。2019 年 9 月,国家医保局发布《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》,首次对合格的线上医疗服务允许医保报销,我们认为这将令线上医疗服务平价化、便利化。

2021 年 10 月,《互联网诊疗监管细则(征求意见稿)》发布,要求在线提供医疗咨询服务的医生必须实名认证,我们认为这是为了保护用户和患者的利益,并将有利于行业的可持续发展。

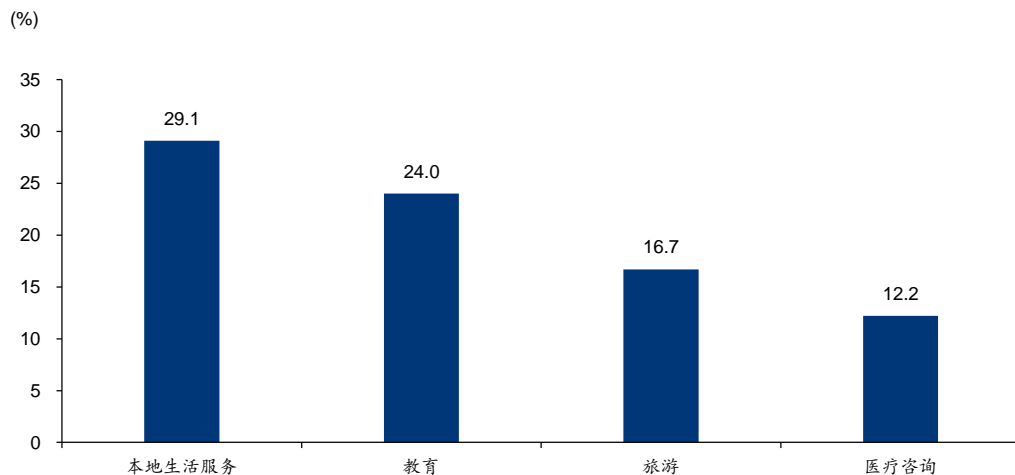
图表 16: 中国:近年线上医疗业监管政策

时间	政策	概述
2021 年 10 月	《互联网诊疗监管细则(征求意见稿)》	医疗机构方面,开展互联网诊疗活动的医疗机构要主动对接当地省级监管平台,及时上传更新《医疗机构执业许可证》等相关执业信息,主动接受监管。 医生方面,在提供在线医疗咨询服务之前,应该进行实名认证,确保本人医治。不得让其他人员和人工智能软件代替医生本人。 业务方面,医疗机构的电子处方、处方审核记录和处方评论记录应可追溯,数据接口应向省级监管平台开放。 支持发展“互联网+医疗”等新型服务模式。
2020 年 3 月	《中共中央、国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	定义线上医疗保健服务;线上医疗服务纳入现行医疗服务价格体系;符合条件的线上医疗服务可以通过医疗保险支付。
2019 年 9 月	国家卫生健康委员会关于完善互联网+医疗服务定价和保险政策的指导意见	制定网上诊断诊疗费用及医保支付政策文件,组织开展“互联网+医疗卫生”省级示范区建设。
2019 年 6 月	2019 年的重点是深化医药卫生体制改革	有条件的地方可以探索建设区域共享网络支付平台。
2018 年 10 月	关于发布公立医院开展网上支付业务指导意见的通知	发展面向中西部地区的远程医疗和线上线下结合的基层智慧医疗服务,推动云计算、大数据、物联网、移动互联网、虚拟现实等信息技术与健康服务深度融合。
2016 年 12 月	关于印发卫生系统“十三五”规划的通知	

资料来源:国家医保局、国家卫健委及其他相关监管机构,华泰研究

我们认为,线上问诊服务仍处于发展初期。与本地生活服务(29.1%)、教育(24.0%)和旅游(16.7%)等其他服务业的线上渗透率相比,问诊服务 2020 年线上渗透率较低,为 12.2%。

图表17： 中国：不同服务业线上渗透率

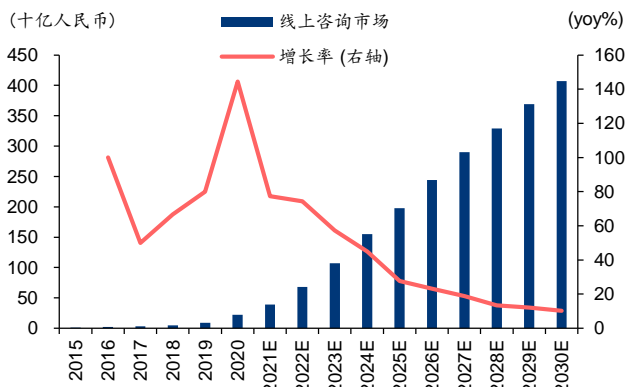


注：旅游业线上渗透率为 2019 年口径，其他行业数据为 2020 年口径

资料来源：QuestMobile, 艾瑞咨询, 华泰研究

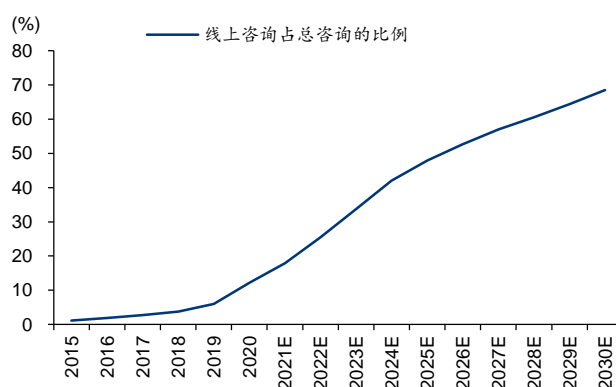
据弗若斯特沙利文数据，中国线上问诊服务市场 2018-2020 年收入年复合增速为 94.3%，于 2020 年达到人民币 220 亿元。弗若斯特沙利文预计 2021-2023 年其年复合增速为 69.4%，将于 2023 年达到人民币 1,070 亿元，主因 1) 疫情期间线上医疗服务用户数提升；2) 线下医疗资源限制催化医疗服务线上化的结构性趋势；及 3) 新政策（如医保报销新规）扶植线上医疗业发展。据弗若斯特沙利文数据，线上问诊服务 2020 年渗透率仍然较低，为 12.2%，预计 2023 年将上升至 33.7%。

图表18： 中国：线上问诊服务市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文, 华泰研究

图表19： 中国：线上问诊服务渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文, 华泰研究

线上医药电商板块迎来结构性转型

2019 年 9 月，中国政府发布新版《中华人民共和国药品管理法》，对药企网售处方药解禁。我们预计新规有望提振线上医药电商市场长期收入增长。

疫情期间，国家卫健委发布《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》，提出进一步加快落实“互联网+”处方药医保报销工作。我们预计医保新规将鼓励更多用户转向线上医药电商。我们预计，尽管处方药电商的利润率较低，但用户群扩大有望提振其他收入机遇（如医疗服务）。

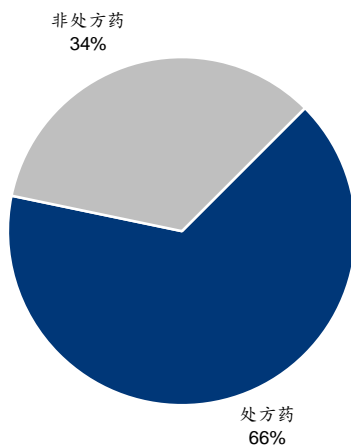
2021 年 9 月和 2021 年 10 月，国家卫健委先后出台两项法规，进一步规范在线医疗服务行业。医疗机构被要求开展互联网诊疗活动时，应当严格遵守处方管理办法等规章制度。医生个人收入不得与销售药品收入和体检收入挂钩。此外，要求平台在售药前严格遵守获取处方的规则，并且只允许在获取处方前展示药品的基本信息。我们认为，这两项法规都在引导行业朝着健康长期可持续发展方向发展。

图表20： 中国：线上医疗业监管政策

时间	政策	概述
2021年10月	《互联网诊疗监管细则（征求意见稿）》	医疗机构开展互联网诊疗活动，应当严格遵守处方管理办法等规章制度。医生个人收入不得与销售药品收入和体检收入挂钩。
2021年9月	《药品网络销售监督管理办法》（送审稿）	数种用药风险较高的药品不得通过网络零售。同时，要严格遵循先方后药的售药流程，并要求未获处方前仅能展示药品基本信息。
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	对符合条件的互联网+医疗服务给予医保报销；实施互联网+长处方医保报销政策。
2019年9月	新《药品管理法》	禁止通过互联网销售国家特别管理的药品，如疫苗、血液制品等。
2019年6月	推进国家组织药品集中采购和使用试点	组织开展药品集中采购和使用试点，探索完善药品集中采购机制和市场化价格形成机制。
2017年1月	第三批撤销中央指定地方实施的39项行政许可事项的决定	取消对互联网药品交易服务企业(第三方平台除外)的审批。
2016年12月	2016年的重点是深化医药卫生体制改革	完善药品供应机制。

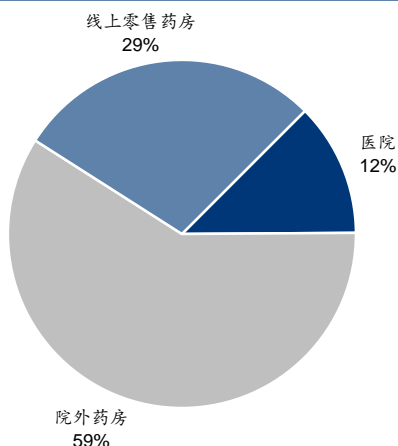
资料来源：国家医保局、国家卫健委及其他相关监管机构，人民网，华泰研究

网售处方药解禁为线上医药电商平台打开了增长空间。据艾昆玮数据，2018年处方药销售额在药品销售总额中占比约66%，处方药市场规模超过人民币1.1万亿元。

图表21： 中国：医药市场销售额结构（2018年）

资料来源：艾昆玮，前瞻产业研究院，华泰研究

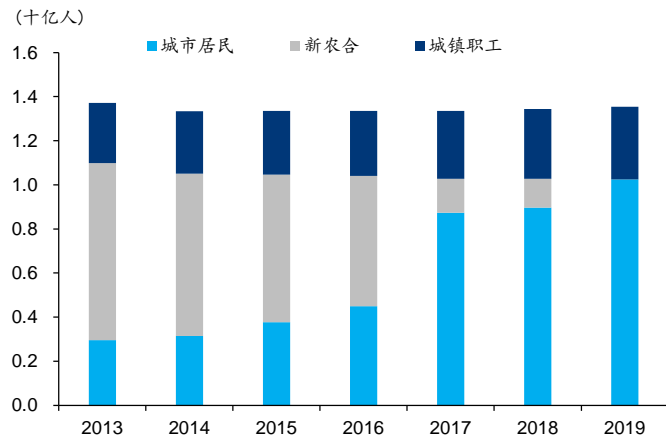
我们预计处方药外流增加将提振处方药线上销售。过去几年中，中国政府通过多项措施降低医院售药比例。弗若斯特沙利文预计未来5-10年中门诊药销量中87.6%将来自医院外零售药房，其中32.5%（占门诊药销售总额的29%）来自线上药房。

图表22： 中国：处方药销售额渠道分布（2025年预测值）

资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

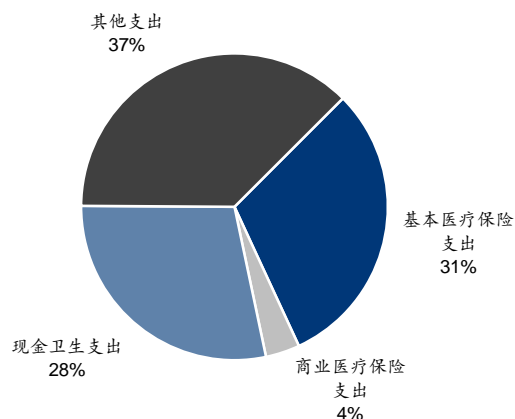
我们认为“互联网+”处方药医保报销的支持政策将加速线上医药业务渗透率提升。艾瑞咨询数据显示，截至2019年底，医保参保人数达到13.5亿，占总人口的96.7%。2019年约35%的医疗支出由医保报销；弗若斯特沙利文预计这一比例将在2030年上升至约51%。受益于网购处方药开始享受医保报销，我们预计网购药品的用户人数将继续增加。

图表23： 中国：医保参保人数



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

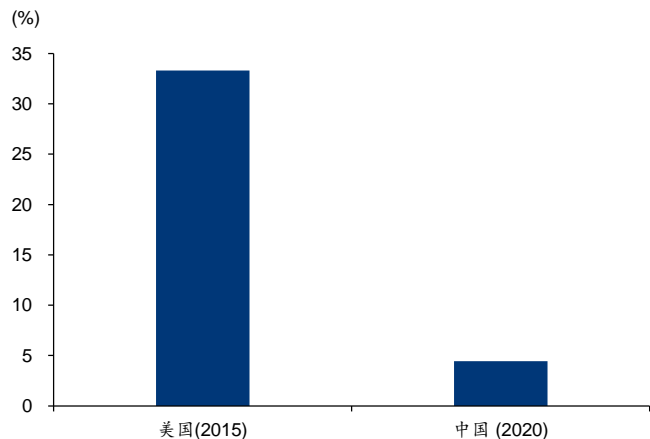
图表24： 中国：医疗支出支付渠道拆分（2019年）



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

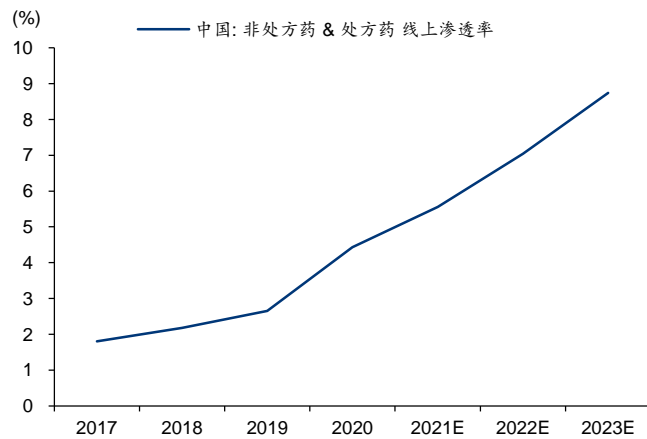
据弗若斯特沙利文数据，2020年中国医药零售（非处方药+处方药）线上渗透率仍然较低，为4.4%。鉴于美国医药零售线上渗透率在2015年已经达到33.3%，我们相信中国医药零售线上渗透率仍有提升空间。我们预计中国医药零售线上渗透率将在线上医疗政策红利的推动下增长，在2023年达到8.7%。

图表25： 中国 vs 美国：医药零售线上渗透率



资料来源：艾美仕，华泰研究

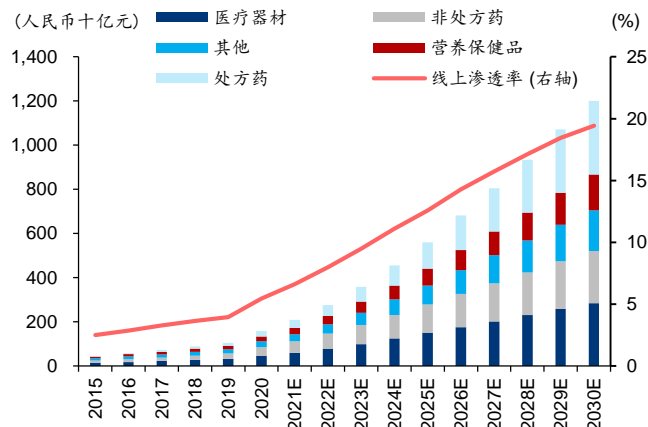
图表26： 中国：医药零售线上渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

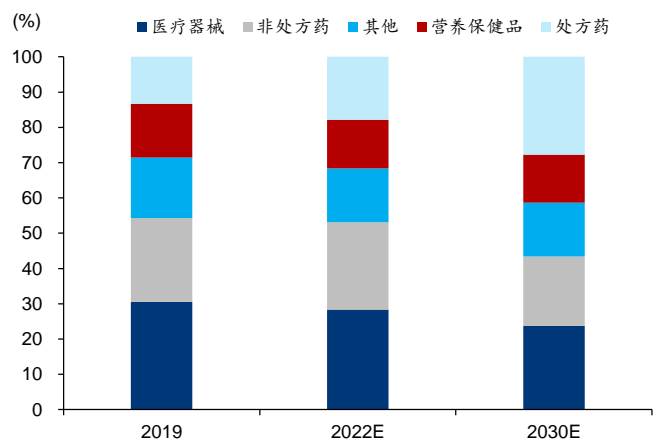
受益于“互联网+医疗”政策和处方药流出，中国线上零售药房市场GMV将从2020年的人民币1,570亿元增长至2030年的人民币12,000亿元，期间年复合增速为22.6%（据弗若斯特沙利文）。

图表27： 中国：各线上零售药房板块 GMV



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

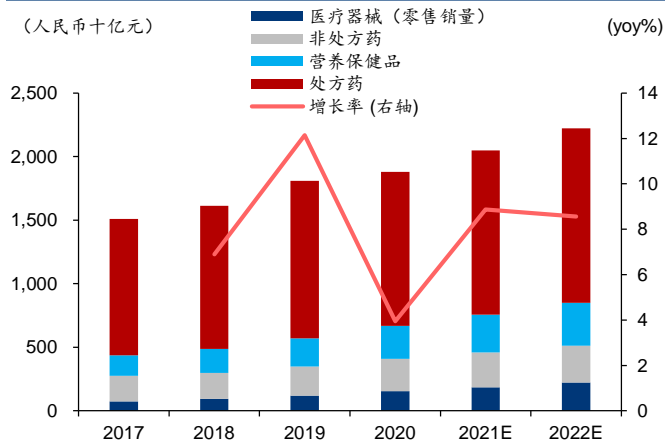
图表28： 中国：线上零售药房市场 GMV 拆分



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

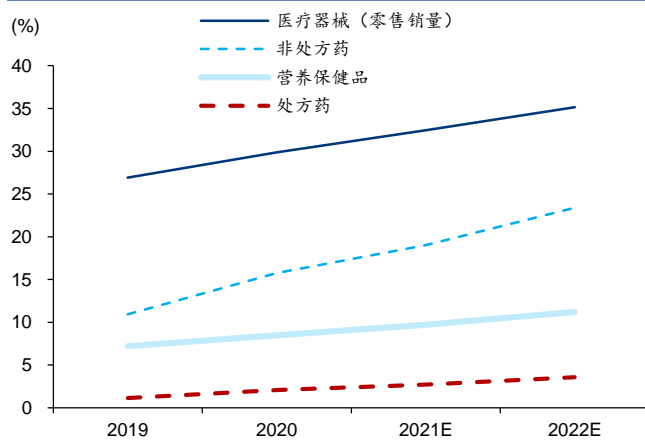
医疗器械/非处方药/保健品/处方药是零售药房市场的四大板块，基于艾媒咨询、弗若斯特沙利文、前瞻产业研究院和艾昆纬数据，我们预计其 2020-2022 年收入年复合增速为 23.1%/8.3%/15.0%/3.5%。我们预计 2020-2022 年中国零售药房市场整体收入年复合增速为 7.1%，除处方药外，医疗器械/非处方药/保健品同期合计总收入年复合增速为 14.3%。

图表29： 中国：各零售药房板块 GMV



资料来源：艾媒咨询，弗若斯特沙利文，前瞻产业研究院，艾昆纬，华泰研究预测

图表30： 中国：各零售药房板块线上渗透率



资料来源：艾媒咨询，沙利文，前瞻产业研究院，艾昆纬，华泰研究预测

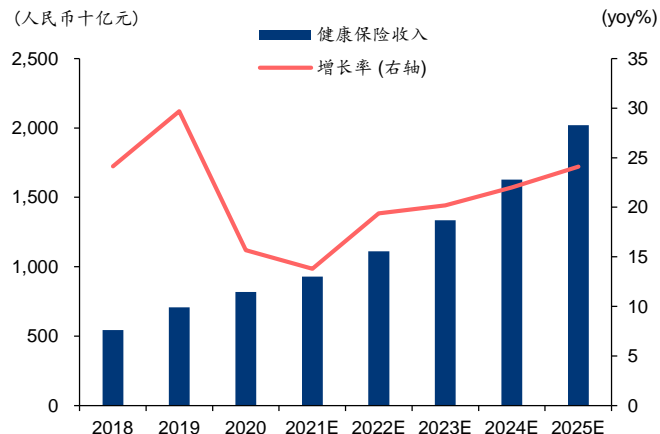
据我们测算，医疗器械/非处方药/保健品/处方药 2020 年线上渗透率为 29.9%/15.7%/8.5%/2.1%，但我们预计各类别渗透率将在 2020-2022 年稳步上升，达到 35.2%/23.4%/11.2%/3.6%，这归功于 1) 用户购物习惯线上化；2) 受益于良好的物流和履约能力，线上客户体验提升；3) 规模效应为线上渠道带来成本优势。据弗若斯特沙利文数据和我们的预测，我们预计线上医疗器械/非处方药/保健品/处方药板块 2020-2022 年 GMV 年复合增速将分别达到 34.6%/39.6%/33.4%/51.8%。

弗若斯特沙利文预计，处方药线上销售额增速将领跑各零售药房板块，2021-2030 年实现 29.6% 的年复合增速；2030 年处方药在整体在线药品市场中的份额将达到 28%，在所有类别中最高（2020 年：16%）；线上医疗器械/非处方药/保健品/处方药板块 2021-2030 年收入年复合增速为 20.0%/19.5%/22.2%/29.6%，据弗若斯特沙利文数据。我们认为处方药将成为吸引用户流量的重要板块，而其他三大板块将为线上医药平台创造利润。

健康险成为新增长点

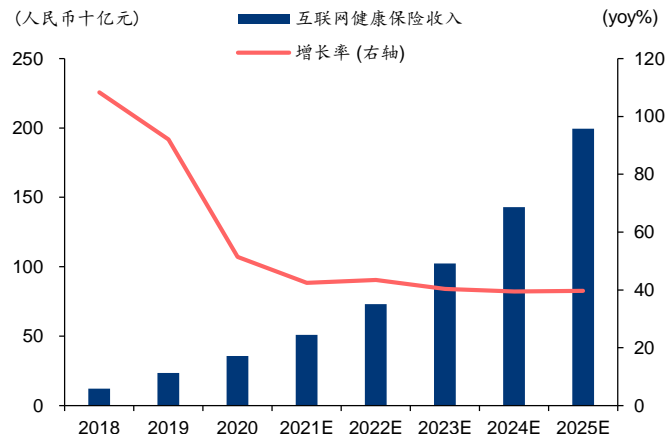
据亿欧数据，2020 年中国健康险总保费收入为人民币 8,170 亿元，同比增长 15.7%。亿欧预计总体市场规模在 2021-2025 年 CAGR 将达到 19.9%。亿欧预计线上健康险总保费收入 2021-2025 年 CAGR 为 41.1%，超过行业平均值。我们认为互联网平台将成为保险公司触达潜在客户的强大渠道。

图表31： 中国：健康险总保费收入



资料来源：亿欧，华泰研究

图表32： 中国：线上健康险总保费收入



资料来源：亿欧，华泰研究

阿里健康等头部线上医疗公司开始通过与传统保险公司合作来扩大服务范围，同时寻求形成平台闭环服务链。目前阿里健康正在与第三方保险公司合作，设计并联合推出针对特定疾病患者的保险产品。尽管新业务增长仍然需要时间（或需要 1-2 年爬坡，3-5 年才能对整体业务产生实质性贡献），但我们认为这方面布局将提振长期收入增长。

中国线上医疗业竞争格局

中国线上医疗市场由三大板块组成：线上医疗服务、线上药房（医药电商）和线上健康管理，其业务模式各不相同。

图表33： 中国线上医疗业



资料来源：艾瑞咨询，易观，华泰研究

线上医疗服务：平安好医生拥有优质的医生资源池和庞大的用户群，是中国线上医疗服务板块的龙头企业，其主要提供线上问诊服务、处方药和健康会员服务。主要竞争对手包括微医、好大夫和春雨医生，这些公司相较平安好医生用户规模较小。

线上药房：凭借阿里巴巴和京东的生态资源，阿里健康和京东健康在中国线上药房领域保持龙头地位。两公司主要通过保健品自营或佣金收入变现。

线上健康管理：该板块主要提供体检服务和保健计划。主要参与者包括蓝信康、美年大健康等。

图表34： 中国：线上医疗市场格局



资料来源：表博，公司公告，华泰研究

平安好医生是一家综合性线上医疗服务商，提供线上问诊、转诊、处方药购买和会员服务等多种医疗服务。与平安集团的合作及会员产品是其线上医疗服务的主要收入来源和关键竞争优势。通过与平安集团合作，平安好医生接触到平安集团广泛的用户基数，并不断扩大其规模。据公司公告，1H21 平安好医生 4 亿注册用户中来自平安集团插件的比例达到了 47.6%。

微医是一家打通医疗产业链的新兴线上医疗服务平台。该平台提供全面线上医疗服务，包括线上问诊、处方药测评和医疗险电商服务。截至 2020 年 3 月，微医运营 12 家线下医疗机构和 22 家互联网医院，对接中国 7,200 多家医院、24 万名医生和 2 亿用户。

好大夫是一家专营线上医疗服务的平台，提供线上问诊和挂号服务。截至 2021 年 10 月，好大夫在线收录了国内 9780 家正规医院的 86 万名医生信息，其中 24 万名医生在平台上实名注册，三甲医院的医生比例达到 73%。截止 2021 年 10 月，好大夫累计服务超过 7400 万名患者。

图表35： 医疗服务平台对比

平台	服务类型	用户数	竞争力
平安好医生 (1833 HK)	1)在线医疗咨询; 2)处方药购买; 3)转诊; 4)会员产品; 5)送药;	4 亿注册用户 (截止 2021 年上半年)	1) 与平安集团拥有很强协同能力; 2) 全面的会员服务; 3) 用户基数大
微医集团 (未上市)	1)在线医疗咨询; 2)处方药审查; 3)医疗保险服务	2.0 亿+ 注册用户 (2020 年 3 月)	1) 强大的线下体系，线下医疗机构 12 家，运营医院 22 家; 2) 与医疗价值链联系紧密
好大夫在线 (未上市)	1)在线医疗咨询; 2)线下医疗服务预约;	服务超 7400 万患者 (2021 年 10 月)	1) 广泛的医疗资源，平台上有超过 20 万公立医院医生提供服务
春雨医生 (未上市)	1)在线医疗咨询; 2)私人医生; 3)在线医院	积累 1.4 亿用户 (2020 年)	1) 扎实的医疗 AI 和数据能力; 2) 与患者联系紧密

资料来源：公司公告，华泰研究

根据医院医生的工作情况和经验，线上医疗服务平台提供的问诊服务定价在人民币 9.9-600 元/次之间。我们认为，平安好医生的会员服务范围广泛，包括每年 24 次的金牌医生问诊和丰富的协助服务等。随着平安好医生不断开发会员产品，我们预计该平台产品将吸引更多用户，推动医疗服务收入增长。

图表36： 医疗服务平台线上问诊服务对比

	平安好医生	好大夫在线	微医
在线问诊价格	人民币 9.9-600 元每次	人民币 29-600 元每次	人民币 19-500 元每次
会员产品	尊享健康卡： 1)金牌医生问诊 (每年 24 次) 2)门诊挂号安排 (每年 2 次) 3)重症住院安排 (每年 1 次) 4)处方抵扣券 (每月 2 张) 5)商城购物券 (每月 3 张) 6)健康管理：心理评测 (每月 1 次)、私人教练服务 (每月 1 次)、明星教练视频 (10 选 3)、私人营养师咨询 (每月 1 次) 7)体检健康检测抵扣券 (每年 13 张) 8)运费险	好大夫会员： 1)不限次数、随时问家庭医生 2)免费问诊专科疾病医生 (每人每年 12 次) 3)免费问诊三甲专家 (每人每年 12 次) 4)3 个工作日内面诊专家 (每人每年 3 次)，7-10 个工作日内安排住院 (每人每年 1 次) 5)专属医疗顾问全程服务 6)健康档案管理及就医行为记录 (每人每年 1 份) 7)体检报告解读 (每人每年 1 份) 8)专家专栏知识推荐 *好大夫 1399 元会员一家 3 口每个人都享有 8 大服务	微医会员： 1)专家号源及排班提醒 (每人 3 名) 2)极速问诊优惠 8.5 折 (每年 14 次) 3)微医全科医疗机构门诊挂号费 6 折 4)专家问诊优惠 9 折 5)云药房会员价 (每年 14 次) 6)每月固定健康专属会员日 (每月 1 次) 7)会员专属热线 8)加入健康 VIP 付费/免费小组与医生沟通 9)保险方案规划 10)健康小组提问 (每年 13 次)
会员产品价格	人民币 199 元每年	人民币 1399 元每年	人民币 199 元每年

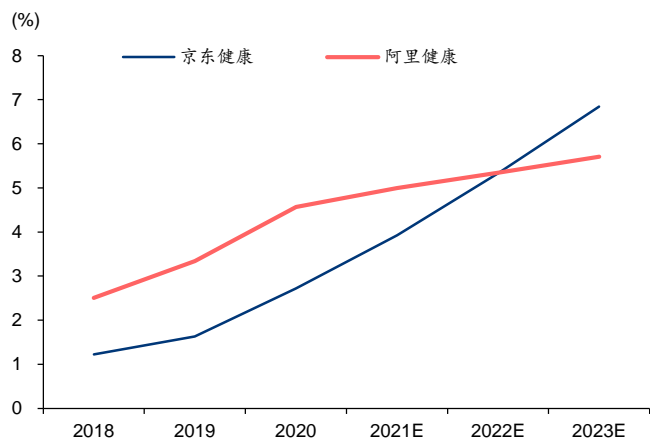
资料来源：公司公告，华泰研究

线上医疗服务业正处于发展初期

与线下参与者相比，线上医疗服务公司凭借规模效应具有成本优势。诚然，线上医疗服务业仍处于早期渗透阶段。但随着用户购物习惯的线上化，以及各平台加大推出更综合的线上医疗服务的能力，我们相信行业线上渗透率有望进一步提升。

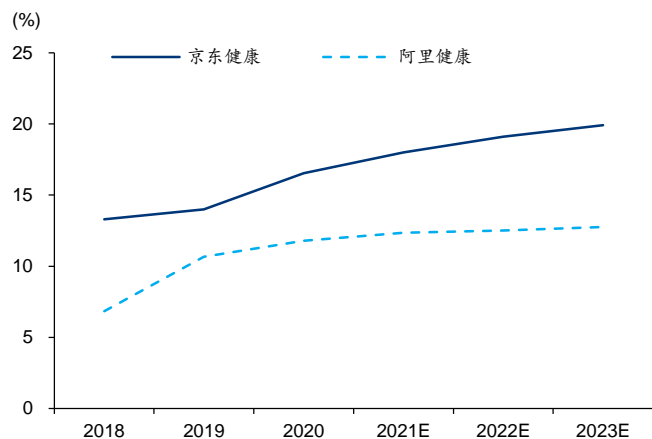
我们认为，线上医疗服务业的获客和留存竞争仍处于早期阶段。长远来看，我们预计良好的供应链管理能力和在强大技术能力（如人工智能和云技术）支撑下提供高效医疗建议的能力仍然是超越竞争对手的着力点。

图表37：线上医疗服务商市占率（整体 GMV 口径）



注：1) 基于中国药品和非药产品市场；2) 市占率为整体 GMV 口径；3) 我们将阿里健康的财年数据调整至自然年以便比较
资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究预测

图表38：线上医疗服务商市占率（自营 GMV 口径）



注：1) 相对中国线上医药零售市场而言；2) 市占率为自营业务 GMV 口径
资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究预测

据弗若斯特沙利文数据，药品和非药产品市场（线上和线下）整体 GMV 在 2019 年为人民币 2.65 万亿元，预计在 2020-2022 年实现 9.2% 的年复合增速，并在 2022 年达到人民币 3.46 万亿元。据弗若斯特沙利文数据和公司公告，2019 年京东健康/阿里健康 GMV 市占率为 1.6/3.3%，我们预计其 2023 年市占率将分别扩大至 6.8/5.7%。

线上医药市场方面，京东健康/阿里健康自营业务 GMV 市占率在 2019 年为 14.0/10.7%，我们预计其市占率在 2022 年上升至 19.9/12.8%（据弗若斯特沙利文数据）。

线上医疗业主要门槛

技术和供应链能力：医疗行业通过两票制和集采改革重塑药品采购流程，并降低药价。这直接挤压药品供应商和分销商的利润率，令他们倾向于采用线上零售药房模式，以寻求更具成本效益的零售方案。因此我们认为，拥有强大技术和供应链能力的线上零售药房，如阿里健康和京东健康，可以通过提供高成本效益的解决方案获得并保持领先地位。

图表39： 医疗业改革对线上零售药房行业的影响



资料来源：华泰研究

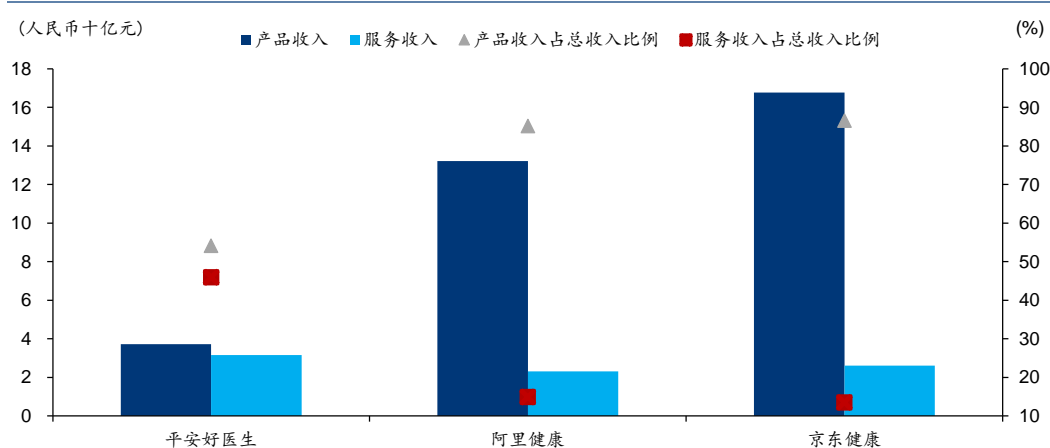
成熟稳健的业务模式：头部医疗平台已制定明确的盈利战略，而大多数规模较小的参与者仍在探索可持续的业务模式。目前阿里健康和京东健康均以线上零售药房业务为主要变现途径。线上药房业务有助于龙头企业建立稳固的行业地位，也为线上问诊、消费医疗等其医疗业务提供重要的用户门户。

丰富的医疗资源：平台需要发展完善的医疗资源网络，以满足用户的不同需求。阿里健康、京东健康等大平台已建立上述网络并与医疗机构形成密切合作。截至2021年6月30日，京东健康医疗团队拥有由全职医生和外部合作医生组成的超过130,000名医生的医疗团队。而阿里健康拥有医生约60,000名（截止2021年3月31日）。

头部线上医疗平台对比

我们对中国主要线上医疗平台（包括京东健康、阿里健康和平安好医生）进行对比分析。据弗若斯特沙利文数据，以2019年收入计，京东健康是中国最大线上医疗平台。我们认为医药电商模式的变现能力已经得到印证，线上医疗服务衍生的多元化业务可以增加收入来源。

图表40：头部线上医疗服务商：收入拆分（2020/FY21）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表41：头部线上医疗服务商对比（2020年/FY21）

	京东健康	阿里健康	平安好医生
收入 (人民币十亿元)	19.4	15.5	6.9
毛利润 (人民币十亿元)	4.9	3.6	1.9
毛利率	25.4%	23.3%	27.2%
调整后利润	7.49 亿元人民币	6.31 亿元人民币	-5.16 亿元人民币
调整后净利率	3.9%	4.1%	(7.5%)
年活跃消费者/医药电商业务 MAU	8,980 万	医药自营业务: 8,100 万 医药电商平台业务: 2.8 亿	7,260 万
母公司年活跃顾客基数(百万)	京东年活跃消费者: 4.72 亿	阿里巴巴年活跃买家: 8.11 亿 移动端 MAU: 9.25 亿	平安金融服务消费者: 2.1 亿 (1H20)
可触达用户群的潜在渗透率 (基于年度活跃客户)	19.0%	10.0%	34.6%

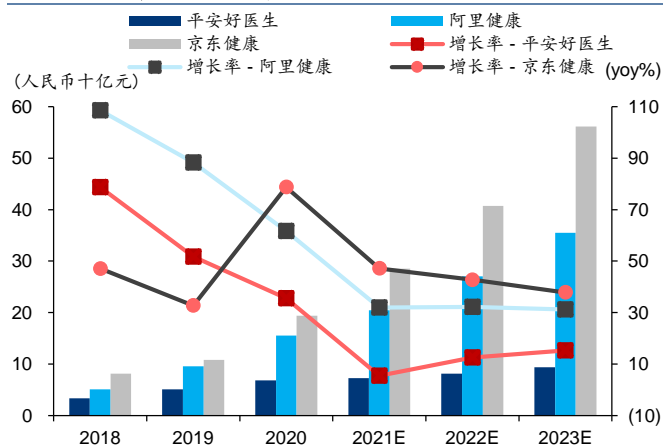
注：1) 阿里健康数据为 FY21 口径（年结于3月）；2) 阿里健康渗透率 = 自营店年活跃消费人数/阿里巴巴年活跃消费人数（FY21 数据）

资料来源：公司公告，华泰研究

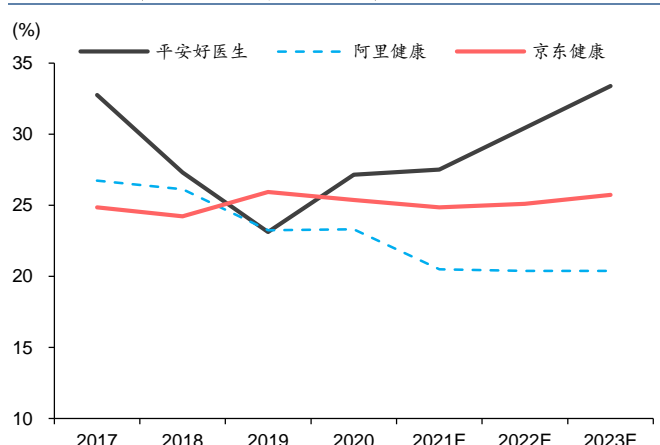
受益于京东/阿里巴巴电商平台庞大的用户群及较低的渗透率，我们预计阿里健康和京东健康的用户增速将超过平安好医生。我们预计阿里健康/京东健康 FY22-24/21-23 年预测年活跃用户数 CAGR 为 30.5/31.9%。ARPU 方面，我们预计京东健康/阿里健康的医药自营业务 ARPU 将分别实现 7.0/3.1% 的 CAGR。

我们认为，阿里健康的 ARPU 提升将被以下几项因素支撑：1) 增强的产品供应和物流管理能力，有助于提高药店的在线渗透率；2) 处方药外流和现有用户群体的消费增加。我们预测京东健康 2021-2023 年收入 CAGR 为 42.5%，阿里健康为 31.8%，平安好医生为 11.0%。我们将京东健康更快的收入增速其归因于其自营业务、自营物流和供应链支持更强的消费者心智。我们预计平安好医生收入增长将在 2021 年放缓并于 2022-2023 年恢复，主因公司 2021 年正进行战略调整并将业务重心放在服务方面，或对健康商城业务收入增长产生影响。

图表42: 头部线上医疗服务商: 收入及增速预测对比



图表43: 头部线上医疗服务商: 毛利率对比



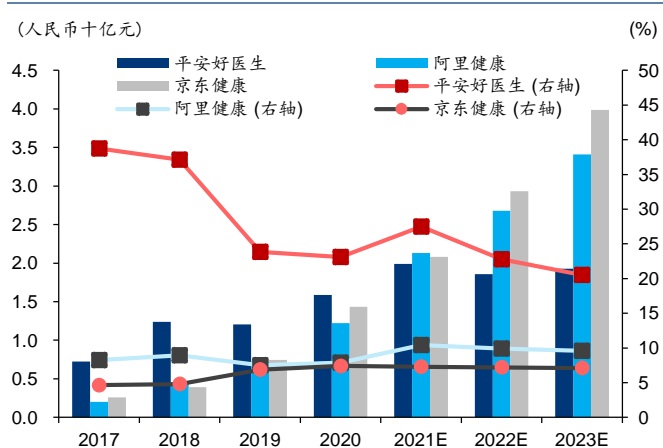
我们预计平安好医生的毛利率将从 2021 年的 27.2% 逐渐上升至 2022/2023 年的 28.4%/31.3%，主因高毛利率的医疗服务收入占比提升。我们预计阿里健康和京东健康的利润率增长趋势类似，由于两者均受益于规模效应释放，尽管这被处方药销售收入占比扩大所部分抵消。

医药电商模式仍为线上医疗平台的主要变现途径。京东健康和阿里健康 2020/FY21 年医药电商收入占比均超过 80%。平安好医生收入来源较多，2020 年非电商收入占比为 45.9%。

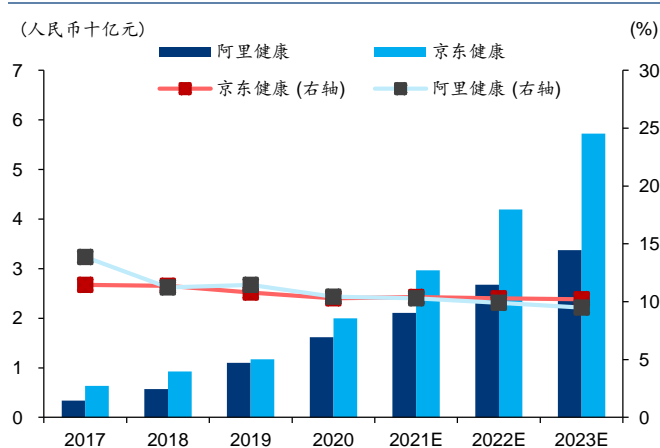
受益于母公司生态和基础设施，京东健康和阿里健康的运营效率较高。京东健康/阿里健康 2020/FY21 年调整后净利率为 3.9%/4.1%，平安好医生同期调整后净亏损率为 7.3%。在京东和阿里巴巴广泛的用户流量的支持下，京东健康和阿里健康维持较低获客成本。京东健康/阿里健康 2020 年营销费用率为 7.4%/7.9%，而平安好医生营销费用率为 23.1%。

我们认为，阿里健康、京东健康和平安好医生将在 2021 年通过提高用于获客和品牌推广的营销费用驱动长期增长，这将导致公司更高的营销费用率。我们预计阿里健康销售费用率将从 FY21 的 7.9% 上升到 FY22 的 10.4%，平安好医生的销售费用率由 2020 年的 23.1% 上市至 2021 年的 27.5%。京东健康销售费用率将从 2020 年的 7.4% 小幅下降到 2021 年的 7.3%。

图表44: 头部线上医疗服务商: 营销费用率对比



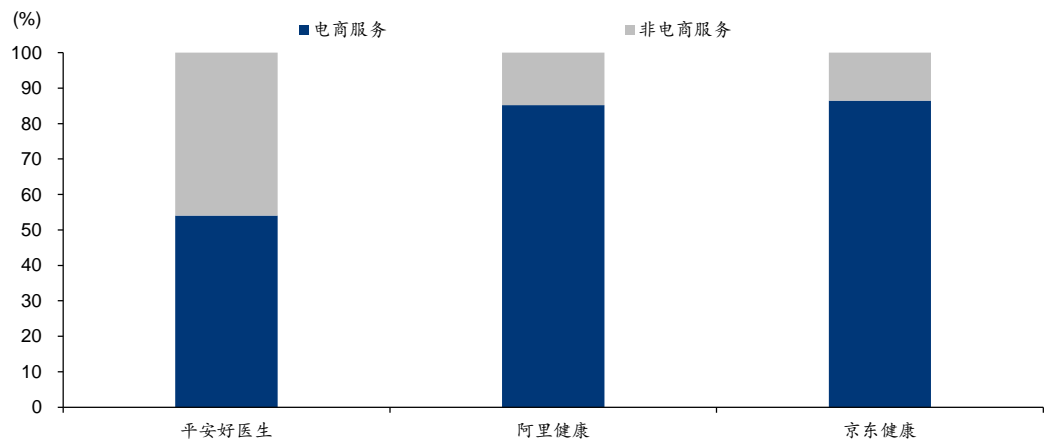
图表45: 头部线上医疗服务商: 履约费用率对比



平安好医生，一家头部线上医疗服务商

与主要提供医药电商解决方案的阿里健康和京东健康不同，平安好医生专注于线上医疗服务，其毛利润主要来自医疗服务。2020 年非电商业务（线上医疗、消费医疗和健康管理业务）营收合计占比 45.9%，远超过阿里健康/京东健康（14.8/13.5%）。

图表46： 头部线上医疗服务商：收入结构对比（2020 年）



注：阿里健康基于 FY21 数据进行比较

资料来源：公司公告，华泰研究

据平安好医生公司公告，截至 2021 年 6 月 30 日，平安好医生签约合作的外部医生超过 3.8 万名，并成立了超过 450 个名医工作室。

2018 年发布的《关于促进“互联网 + 医疗健康”发展意见》允许医生在包括互联网医院在内的不同医院提供问诊等专业服务。线上医疗平台不断寻求与医疗专业人士合作以提高服务能力，实现长期发展，超越竞争对手。

图表47： 头部线上医疗服务商：医疗服务能力对比

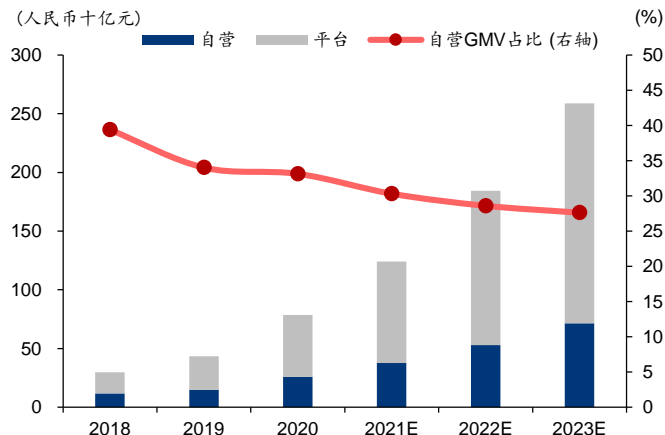
	京东健康	阿里健康	平安好医生
模式	自有医生和外聘医生	自有医生和外聘医生	自有医生和外聘医生
问诊	1H21: 日平均问诊量超 16 万	截止 2021 年 9 月 30 日,日均问诊量超过 25 万	截止 2021 年 6 月 30 日, 积累超过 11.8 亿人次的在线问诊记录
医生	截至 2021 年 6 月 30 日, 京东健康拥有包含超过 13 万名由自有医生和外聘医生组成的医疗团队。	截至 2021 年 9 月 30 日, 阿里健康累计签约执业医师、执业药师和营养师合计近 14 万人。	截至 2021 年 6 月 30 日, 签约合作的外部医生超过 3.8 万名, 成立了超过 450 个名医工作室
医疗机构	截至 2021 年 6 月底, 京东健康医疗团队覆盖超过 12,000 家医院	na	截至 2021 年 6 月 30 日, 合作医院约 3,000 家, 其中三甲医院占比约 50%
其他	截止 2021 年 6 月底, 京东健康 24 个专科中心共计入驻近百位权威专家和顶级名医。	截至 2021 年 9 月 30 日, 阿里健康已与超过 5500 家公立和私立体检中心建立合作关系。	截至 2021 年 6 月 30 日, 平安好医生合作药店数 16.3 万家, 覆盖全国超过 25% 的药店; 合作医疗健康机构 8.5 万家, 覆盖数千家体检机构、牙科诊所等健康服务提供商以及数万家诊所。

资料来源：公司公告，华泰研究

阿里健康 vs 京东健康

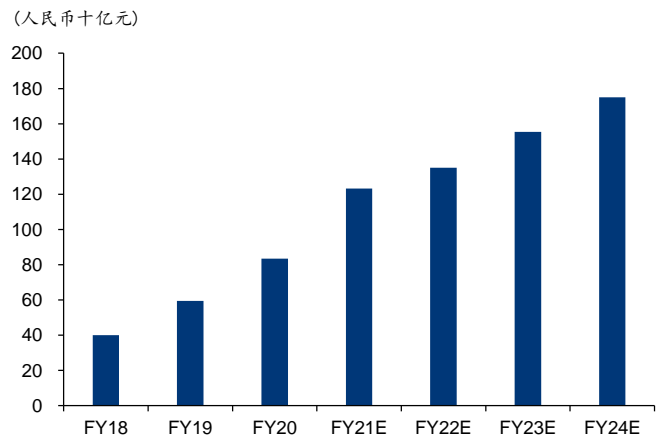
鉴于阿里健康和京东健康的大部分收入来自医药电商业务，相较于与平安好医生进行比较，我们认为这两者之间更具可比性。就自营业务而言，京东健康 2020 年年活跃用户数较大，ARPU 较高，我们认为这在一定程度上归功于其品类较丰富。平台业务方面，阿里健康录得了更高的 GMV，但其整体佣金费率较低，我们认为这是由于天猫对后者的佣金和收入抽成较低。

图表48： 京东健康：GMV 拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

图表49： 天猫医药平台：GMV



资料来源：公司公告，华泰研究

据公司公告，京东健康 2020 年 GMV 为人民币 784 亿元，在京东集团整体 GMV 中占比 3.0%，天猫医药平台 FY21 GMV 为人民币 1,232 亿元，在阿里巴巴整体（天猫 + 淘宝）GMV 中占比 1.6%。

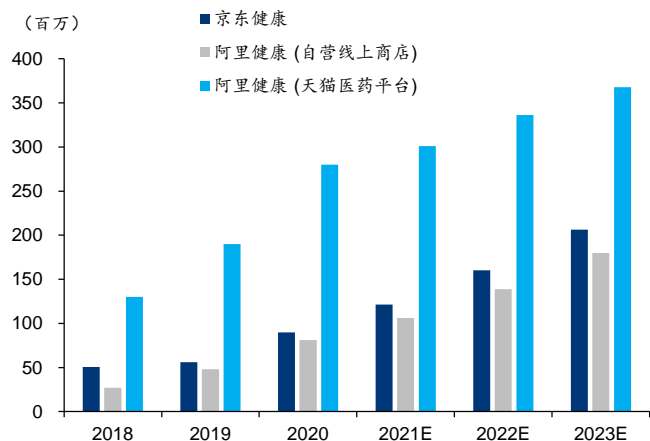
自营业务：京东健康用户规模和 ARPU 超过阿里健康

与阿里健康相比，京东健康年活跃客户数更大，ARPU 更高，我们认为这部分归功于其较强的履约能力。尽管如此，我们认为由于两者有望进一步渗透母公司客户群，其用户规模均具有较大增长空间，同时用户进行药品和医疗器材消费时的线上化转变趋势有望推动两者 ARPU 增长。

据公司公告，截至 2021 年 9 月 30 日，阿里健康自营网店年活跃消费人数为 9,000 万（进行一次或多次实际交易的客户）；截至 2021 年 6 月 30 日，京东健康年活跃客户数为 1.09 亿，年活跃用户年化 ARPU 为人民币 216.6 元，阿里健康 1HFY22 年化 ARPU 为人民币 180 元。

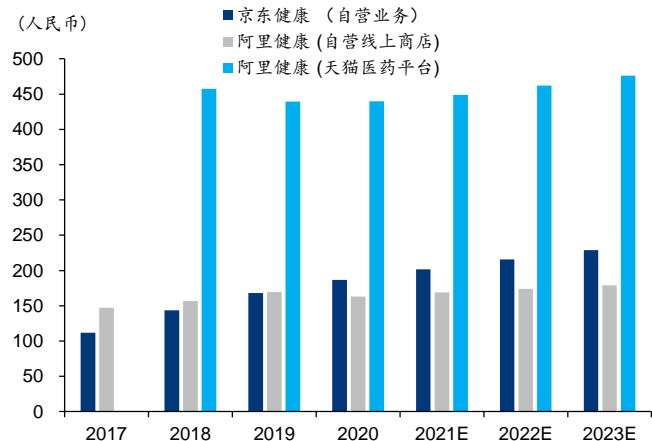
我们认为与阿里健康相比，京东健康产品种类较多。京东健康的医药产品主要包括常见非处方药和处方药，2017/2018/2019/1H20 医药产品销售收入在产品收入中占比 21/25/27/29%。其他产品收入来自非医药产品销售，包括保健品、医疗用品和器材，如隐形眼镜、成人用品，及家庭保健、康复护理和健康监测用品和器材。

图表50: 阿里健康 vs 京东健康: 年活跃客户数



注: 阿里健康采用 FY19-24 数据及预测
 资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表51: 阿里健康 vs 京东健康: ARPU



注: 阿里健康采用 FY19-24 数据
 资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

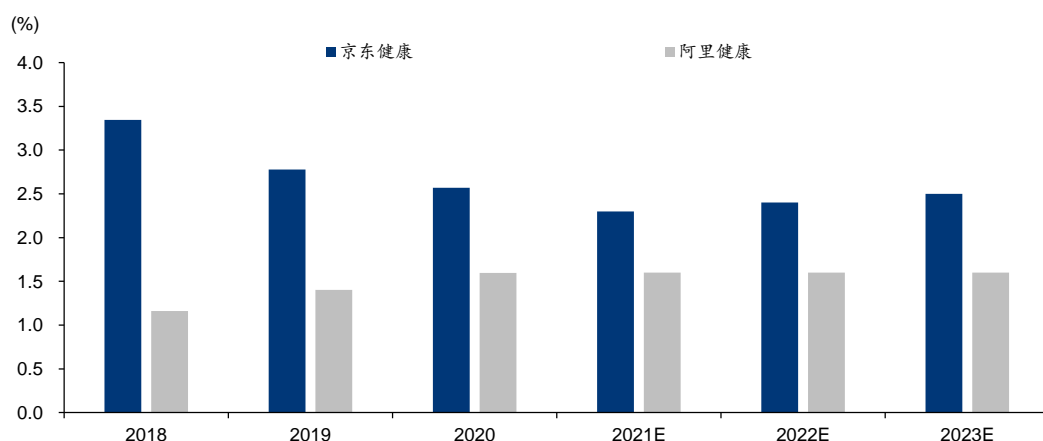
阿里健康自营业务为消费者网购非处方药、保健品、医疗器材、隐形眼镜和护肤品提供有效的解决方案。

我们预计阿里健康和京东健康均将在 2021-2023 年实现强劲的用户群增长, 主因两者紧密对接母公司资源, 同为国内头部电商平台, 已积累庞大的客户群。据公司公告, 京东健康 1H21 年活跃用户数在京东 2Q21 年活跃客户数中渗透率为 20.5%。阿里健康自营网店 FY21 用户数为 9,000 万, 同比增长 38.5%, 在阿里巴巴 2QFY22 中国零售市场年活跃消费人数 (8.63 亿) 中的渗透率为 10.4%。

平台业务: 阿里健康整体抽佣率低于京东健康

与京东健康相比, 我们发现阿里健康整体抽佣率较低, 主因 1) 阿里巴巴医疗类整体佣金抽成低于京东; 及 2) 阿里健康与天猫采用 50% 的收入分成方案。

图表52: 阿里健康 vs 京东健康整体抽佣率



注: 1) 服务抽成 = 相关服务费收入/线上平台 GMV; 2) 阿里健康数据基于 FY19-21 报告值及 FY22-24 预测值
 资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

根据公司官网, 阿里巴巴一般基于医疗保健品类 GMV 向商户收取 3-4% 的技术服务费 (服务费), 而京东平台服务费率为 5-10%。此外, 由于阿里健康与天猫采取服务费分成方案, 与京东相比, 这使得阿里健康的综合抽佣率相较京东健康更低; 同时, 与天猫在医疗产品和服务方面的交易有助于阿里健康释放长期增长空间, 并对其 2017-FY21 整体服务费率增长提供支撑。

阿里健康已与天猫签署多项协议，收购用于在天猫平台推广和分销目标产品的商户网络，以及管理与目标商户关系的部分营销和运营人员。

收购交易前，天猫向阿里健康支付一定服务费用，具体费用为商户基于其通过天猫销售相关类目产品或服务成交的销售额向天猫主体支付的费用 21.5%。收购完成后，所有服务费由阿里健康直接收取，同时阿里健康需向天猫支付不超过其从商户收取服务费的 50%，这有助于阿里健康提升整体服务费率。

图表53： 阿里健康：与天猫进行的医疗产品和服务交易

时间	交易对价	目标产品和服务
2017 年 6 月	38 亿港元	天猫上销售的蓝帽子保健食品，不包括： 根据第一类酒类项下第二类保健食品酒出售的任何药酒； 根据第一类咖啡/麦片/冲饮项下第二类饮料出售的任何功能饮料； 根据第一类孕妇产用品/营养品项下第二类孕产妇营养品出售的任何孕产妇保健食品； 及根据第一类奶粉/辅食/营养品/零食项下第二类婴幼儿营养品出售的任何婴幼儿保健食品
2018 年 7 月	106 亿港元	天猫网销售的产品和服务： 医疗器械、保健品； 成人用品； 医疗及健康服务。
2020 年 2 月	80.75 亿港元	天猫产品及服务包括以下产品和服务： 在天猫上（包括通过天猫超市）销售的药品； 在天猫上（包括通过天猫超市）销售的特殊医学用途配方食品；及 仅在天猫超市上销售的医疗器械、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。 天猫国际产品及服务包括以下在天猫国际销售的产品和服务： 药品； 医疗器械； 保健用品； 特殊医学用途配方食品；及 医疗及健康服务。

资料来源：公司公告，华泰研究

重点推荐

京东健康 (6618 HK, 买入, 目标价: HKD89.10)

京东健康是中国领先的在线零售药房（2021 年预测市场份额：18.0%，据弗若斯特沙利文和华泰预测）。但同期，京东健康的自营 GMV 仅占中国零售药房 GMV 总额的 1.2%（包含医药产品和非医药产品），未来具有较大增长潜力。我们认为公司有望从中国的社会变革中受益，在与母公司京东集团的强协同效应和强大的物流与供应链管理能力的支持下，从以产品销售为中心的平台发展成为完善的在线医疗健康服务提供商。我们预测公司 21/22/23 年调整后净利润分别为人民币 7/11/20 亿元。基于 DCF 估值，我们给予公司目标价 89.10 港币，相当于 5.5 倍 2022 年 PS。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：政策支持力度减弱；线上医疗健康行业竞争加剧。

阿里健康 (241 HK, 买入, 目标价: HKD9.0)

阿里健康是阿里生态核心的在线医疗服务板块。凭借阿里生态的用户群（如支付宝、淘宝和 UC 浏览器），阿里健康不断有效扩大其用户群和品牌影响力。疫情爆发加速了用户对在线医疗服务更广泛地接纳，我们认为阿里健康具有强大的基础设施和技术能力优势，有望从长期结构性变化中获益。我们预计公司 FY22-24 收入年复合增速为 31.8%。我们预测 FY22/23/24 调整后净亏损分别为人民币 4.814/1.377/0.03 亿元。我们基于 DCF 估值得出目标价 9.0 港币，对应 3.6 倍 FY23 预测 PS。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：政策支持力度减弱；线上医疗行业竞争加剧。

平安好医生 (1833 HK, 买入, 目标价: HKD31.30)

平安好医生按 MAU 及日均问诊量计是中国最大的在线健康服务平台, 提供在线医疗、消费健康、健康商城和健康管理等全面的医疗服务。平安好医生自 4Q21 起深化战略升级: 1) 提供会员和增值服务, 以建立差异化的定位; 2) 发展 O2O 业务, 并利用平安集团的资源以发展 B 端客户。我们相信, 从长期来看, 新战略将帮助平安好医生建立能够满足消费者需求、优化成本结构以及提高 ROE 的商业模式。我们给予 DCF 的目标价为 31.30 港元, 对应 4.0 倍 2021E PS 及 3.6 倍 2022E PS。首次覆盖给予“买入评级”。

风险提示: 政策支持力度减弱; 盈亏平衡时间点晚于预期; 线上医疗行业竞争加剧。

图表54: 中国在线医疗: 估值比较

公司	股票代码	评级	市值 (百万港币)	目标价 (港币)	价格 (港币)	上涨空间 (%)	收入增速 (%)			当前 PS (x)			PSG (x)		收入复合 年增长率 (%)
							2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2022E	2022-2023E	
京东健康	6618 HK	买入	211,963	89.1	66.4	34.3	47.2	42.7	37.8	6.1	4.3	3.1	0.11		40.3
阿里健康	241 HK	买入	77,974	9.0	5.8	55.7	31.9	32.2	31.3	3.1	2.4	1.8	0.07		31.7
平安好医生	1833 HK	买入	27,725	31.3	24.6	27.5	5.5	12.6	15.3	3.1	2.8	2.4	0.20		13.9
平均值										4.1	3.1	2.4			

注: 1) 数据截至 2022 年 2 月 8 日收盘; 2) 阿里健康使用的是 FY22-24 年预测数据
资料来源: 彭博, 华泰研究预测;

图表55: 头部电商可比公司及线上医疗服务商估值对比

公司	股票代码	价格 (交易货币)	市值 (百万美元)	季度每用户平均收入 (美元)	用户数 (百万)	每用户平均价值 (美元)
京东健康	6618 HK	66.4	27,188	9.7	109.0	249.4
阿里健康	241 HK	5.8	10,002	8.0	90.0	111.1
平安好医生	1833 HK	24.6	3,556	9.2	32.1	110.8
平均值				9.0	77.0	157.1
阿里巴巴	BABA US	114.8	311,267	25.2	1,238.0	251.4
京东	JD US	73.2	114,040	61.5	552.2	206.5
美团	3690 HK	225.8	173,937	11.3	667.5	260.6
拼多多	PDD US	53.3	66,838	3.8	867.3	77.1
平均值				25.5	831.3	198.9

注: 1) 数据截至 2022 年 2 月 8 日收盘; 2) 所有预测数据均基于彭博一致预测; 3) 阿里健康和阿里巴巴使用的是 FY22-FY24E 数据; 4) 京东健康/阿里健康用户数据为自营业务的年活跃用户; 平安好医生的用户数据为过去 12 个月内的付费用户; 美团的用户数据为年度交易用户数; 阿里巴巴、京东和拼多多的用户数据为年度活跃用户 (阿里巴巴的数据为阿里巴巴生态系统中的年度活跃客户数); 5) 季度 ARPU (季度营收/用户基数) 的计算中, 京东健康和平安好医生基于 1H21 营收数据的一半, 阿里健康基于 1HFY22 营收数据的一半, 以上三家公司的数据都是以美元: 人民币=6.46 换算为美元单位。美团使用其 3Q21 的营收, 该数据按美元: 人民币=6.46 的汇率换算为美元单位。阿里巴巴、京东和拼多多的数据均取自其 2QFY22 或 3Q21 报告中的美元口径下营收数据。

资料来源: 彭博, 华泰研究

图表56： 头部医疗服务商估值对比

公司	股票代码	价格 (交易货币)	收入增长率 (yoy%)			PS			PSG	收入复合年增长率 (%)
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2022E	2021E-2023E
医药保健产品零售和分销										
McKesson Corp	MCK US	270.2	5.4	9.0	(2.8)	0.2	0.2	0.2	0.0	3.8
Walgreens Boots	WBA US	49.1	(5.4)	0.3	3.6	0.3	0.3	0.3	na	(0.5)
Ship healthcare	3360 JT	2,571.0	0.4	3.1	6.7	0.5	0.5	0.5	0.1	3.3
Cardinal	CAH US	52.6	5.1	11.0	4.7	0.1	0.1	0.1	0.0	6.9
平均值						0.3	0.3	0.3		
医疗服务										
Teladoc	TDOC US	74.5	86.9	27.4	23.8	5.9	4.6	3.7	0.1	43.4
1Life healthcare	ONEM US	10.8	68.3	75.1	28.7	3.4	1.9	1.5	0.1	55.9
Amedisys	AMED US	134.8	6.9	7.6	10.1	2.0	1.9	1.7	0.2	8.2
Centene	CNC US	80.8	13.8	7.3	3.3	0.4	0.3	0.3	0.0	8.1
Davita	DVA US	109.0	0.6	3.0	5.1	1.0	0.9	0.9	0.3	2.9
HCA holdings	HCA US	232.4	15.7	4.0	5.6	1.2	1.2	1.1	0.1	8.3
平均值						2.3	1.8	1.5		
医疗科技										
Change healthcare	CHNG US	20.0	(6.3)	11.8	5.9	2.0	1.8	1.7	0.6	3.5
Health Catalyst Inc	HCAT US	29.0	28.8	21.9	21.6	6.3	5.2	4.2	0.3	24.1
Allscripts healthcare	MDRX US	20.8	(7.4)	2.0	3.8	1.7	1.7	1.6	na	(0.6)
平均值						3.3	2.9	2.5		

注：1) 数据截至 2022 年 2 月 8 日收盘；2) 所有预测数据均基于彭博一致预测；

资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

1) 监管政策发展缓慢；监管政策的支持力度及出台节奏将为在线医疗行业发展带来较为重要的影响，也会影响到行业的发展节奏，若政策力度不及预期或政策落地速度不及预期，或会带来投资风险。

2) 随着新玩家携资金入场，互联网医疗行业竞争加剧。因行业发展前景广阔，不排除更多玩家进入互联网医疗领域的可能性，这可能会带来更激烈的行业竞争，同时竞争对手更加激进的对于在线药品零售的补贴策略或将影响行业现有玩家的利润率水平及发展节奏。

附录：报告涉及的公司与股票代码

图表57： 报告涉及的公司与股票代码

公司	股票代码
京东健康	6618 HK
阿里健康	241 HK
平安好医生	1833 HK
阿里巴巴	BABA US
京东	JD US
美团	3690 HK
拼多多	PDD US
中国平安	601318 CH
McKesson Corp	MCK US
Walgreens Boots	WBA US
Ship healthcare	3360 JT
Cardinal	CAH US
Teladoc	TDOC US
1Life healthcare	ONEM US
Amedisys	AMED US
Centene	CNC US
Davita	DVA US
HCA holdings	HCA US
Change healthcare	CHNG US
Health Catalyst Inc	HCAT US
Allscripts healthcare	MDRX US

资料来源：彭博，华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，陶冶、沈晓峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陶冶、沈晓峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司