

# 互联网医疗终迎 3.0 时代，多层次三医联动有望开启

## ——互联网医疗行业深度报告

行业深度

◆ **互联网医疗行业曲折前行，终迎 3.0 时代。**互联网医疗作为新兴行业，诞生以来发展道路曲折，大致可分为四个阶段：1.0 时代积累流量面向 C 端；2.0 时代流量上升，B 端服务收入占比高，尚未形成多主体的联动机制；3.0 时代由传统线下医院或线上互联网医院，向围绕“线上+线下”、“药+医+险+养”一体化闭环转变；4.0 时代则强调互联网平台与消费者深度交互关系，实现更多自主变现。随着诸如医保支付机制改革，网售处方药逐步放开等配套法律法规的健全，目前的互联网医疗行业正由 2.0 时代迈向 3.0 时代。

◆ **互联网 3.0 时代将实现多层次的“三医联动”。**进入 3.0 时代，随着医保支付政策放开，互联网医疗将通过数据和服务双重推动“医疗+医药+医保”三医联动机制的实现。从参与主体的角度，3.0 时代的互联网医疗将构建“医药商业+医疗终端+医患个体”的联动机制。互联网平台企业将医疗服务各个主体排列组合，衍生出多种合作模式，发挥其医药电商、互联网医院、诊疗平台、慢病管理系统等作用，实现变现能力不断加强。

◆ **疫情推动互联网医疗需求激增，2020 年或成为行业拐点之年。**需求端的培育同样关键，本次疫情极大推动了互联网医疗行业需求增长，有望进一步丰富互联网行业多种业态、强化消费者问诊和购买习惯，催化配套政策出台。疫情期间医药电商和在线诊疗平台流量增长迅猛，多种模式均受益。我们认为在政策推动及需求增加的背景下，互联网医疗行业有望于 2020 年迎来多重催化，行业加速发展的拐点即将到来。

◆ **投资建议。**随着医疗互联网行业蓬勃发展，医疗信息化服务公司有望承接更多建设订单。另一方面，消费者远程问诊和购买习惯有望得到强化，政策驱动下“互联网+医疗”生态有望得到闭环，流量资源有望进一步丰富，流量变现概率增加，头部公司有望受益于行业发展。首次覆盖互联网在线医疗巨头平安好医生（1833.HK），给予“买入”评级；此外，推荐有望受益于 O2O 模式的零售药店龙头益丰药房、老百姓、大参林和一心堂；建议关注迈向全生态健康综合服务平台的阿里健康和有望受益互联网医院建设进程加速的医药流通企业和医疗信息化服务公司。

◆ **风险分析。**互联网医疗行业政策落地不及预期；线上医保对接不及预期；线上诊疗医疗纠纷；疫情进展超出预期等。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
1833.HK	平安好医生	55.76	-0.85	-0.69	-0.65	n.a	n.a	n.a	买入
603883	老百姓	67.15	1.53	1.87	2.42	44	36	28	买入
603939	益丰药房	76.01	1.11	1.55	2.05	68	49	37	买入
603233	大参林	52.39	1.33	1.38	1.76	39	38	30	买入
002727	一心堂	18.95	0.92	1.06	1.29	21	18	15	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 03 月 18 日（注 1）汇率取 1HKD=0.890RMB；2）平安好医生与一心堂 19 年业绩为实际值

### 增持（维持）

#### 分析师

林小伟 （执业证书编号：S0930517110003）  
021-52523871  
[linxiaowei@ebcn.com](mailto:linxiaowei@ebcn.com)

吴佳青 （执业证书编号：S0930519120001）  
021-52523697  
[wujiaqing@ebcn.com](mailto:wujiaqing@ebcn.com)

黄卓 （执业证书编号：S0930520030002）  
[huangz@ebcn.com](mailto:huangz@ebcn.com)

行业与指数对比图



资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 研究背景

本次新冠肺炎疫情极大推动了互联网医疗行业的需求增长，疫情期间多项互联网诊疗相关的指导文件 and 政策细则出台，如3月2日国家医保局、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》。对符合要求的互联网医疗机构为参保人提供的常见病、慢性病线上复诊服务，可以依规进行医保报销。历史上看，重大疫情均曾引发过部分医药领域产业变革；我们认为，本次疫情有望加速互联网医疗对接医保的进度，随着配套政策的完善，2020年有望成为互联网医疗行业加速发展的拐点之年。

互联网医疗公司完善自我生态圈的同时，积极与线下医疗机构合作建设互联网医院及信息化平台，我们试图探讨互联网医疗的发展路径及最优变现方式，相关公司是否有望在行业快速发展的阶段中获得优质流量，并顺利实现变现。

### 我们的创新之处

我们提出了互联网医疗发展的四阶段概念，并认为目前正处于依赖B端服务收入的2.0时代向围绕“线上+线下”、“药+医+险+养”一体化闭环模式的3.0时代转变之中。

我们创新性提出互联网医疗3.0时代有望实现多层次的“三医联动”，即“医疗+医药+医保”和“医药商业+医疗终端+医患个体”。分别从政策推动及主体合作模式两个维度进行分析。

我们认为疫情加速了需求端的培育。本次疫情期间消费者对互联网医疗认知度快速提升，使用频次大幅增加；在行业快速发展阶段，除了医疗IT建设和信息化平台建设厂商直接受益外，用户的问诊习惯、行业的业态模式都将逐步丰富。平台型互联网医疗公司有望在这期间获得优质流量，更有望受益于行业发展。

### 投资观点

随着医疗互联网行业蓬勃发展，我们认为医疗信息化服务公司有望承接更多建设订单。同时，消费者远程问诊和购买习惯有望得到强化，政策驱动下“互联网+医疗”生态有望得到闭环，流量资源有望进一步丰富，流量变现概率增加，头部公司有望受益于行业发展。首次覆盖互联网在线医疗巨头平安好医生(1833.HK)，给予“买入”评级；此外，推荐有望受益于O2O模式的零售药店龙头益丰药房、老百姓、大参林和一心堂；建议关注迈向全生态健康综合服务平台的阿里健康和有望受益互联网医院建设进程加速的医药流通企业和医疗信息化服务公司。

## 目 录

1、 互联网医疗曲折前行，终迎 3.0 时代 .....	4
2、 互联网医疗 3.0 时代将实现多层次的三医联动 .....	6
2.1、 第一层次：“医疗+医药+医保” 联动.....	6
2.2、 第二层次：“医药商业+医疗终端+医患个体” 联动.....	9
3、 疫情推动互联网医疗需求激增，2020 有望成拐点之年 .....	17
4、 重点公司.....	19
4.1、 平安好医生（1833.HK）：扎根医疗服务，打通医疗健康全产业链的巨头 .....	20
4.2、 阿里健康：打造全生态健康综合服务平台 .....	27
4.3、 大型连锁零售药店优势将更加突出、流通企业有望战略转型 .....	33
4.4、 医疗信息化公司有望分享红利、带来增量空间 .....	33
5、 风险提示.....	34

## 1、互联网医疗曲折前行，终迎 3.0 时代

互联网医疗作为新兴行业，诞生以来发展道路曲折。整体来看，行业发展受制于配套法律法规的健全，我们认为近年来配套政策正逐步完善。复盘行业发展历史，2014~15 年随着互联网行业的迅速发展，互联网医疗受益于政策春风快速兴起，催生了如在线诊疗、健康咨询、挂号缴费等多种业态。2016~18 年初，是行业发展较为受限的阶段，监管趋严、政策趋紧导致行业发展进入了较为缓慢的阶段。2018~19 年，配套政策逐渐规范，行业又进入了良性发展的阶段，根据目前的政策，互联网诊疗行为和成立互联网医院必须依托于线下的实体医疗机构，且提供慢性病复诊、家庭医生签约等明确类目的服务，不能提供初诊服务。

图 1：互联网医疗行业发展及相关政策



资料来源：各政府部门网站，光大证券研究所

表 1：互联网医疗行业发展及相关政策梳理

时间	政策	主要内容
2005.9	《互联网药品交易服务审批暂行规定》	允许网上药品交易，但只能销售非处方药。
2014.5	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	取得资质的平台可销售处方药，可由第三方物流配送平台进行药品和医疗器械的配送。将第三方交易资格审批权下放到省级药监部门。
2014.8	《关于推进医疗机构远程服务的意见》	首次开发 B2C 业务：医疗机构运用信息化技术，向医疗机构外的患者直接提供诊疗服务，取消审批流程，具备基本条件、签订合作协议、患者知情同意即可。
2015.7	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	未来互联网应更加丰富，社会服务资源配置不断优化，形成网络经济与实体经济协同互动的发展格局。
2016.10	《健康中国 2030 规划纲要》	明确对“互联网+医疗”的支持态度，首次将有关健康医疗产业的纲要提高至国家级战略高度，明确提出到 2020 年健康服务业总规模达到 8 万亿，到 2030 年达到 16 万亿，行业前景广阔。
2017.4	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	2017 年，基本搭建医联体制度框架，全面启动多种形式的医联体



	见》	建设试点，到 2020 年，在总结试点经验的基础上，全面推进医联体建设，形成较为完善的医联体建设政策体系，助力区域内医疗资源有效共享，推动形成基层首诊、双向转诊、急慢分诊、上下联动的分级诊疗模式。
2018.4	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	发展“互联网+”医疗服务，创新“互联网+”公共卫生服务，优化“互联网+”家庭医生签约服务，完善“互联网+”药品供应保障服务，推进“互联网+”医疗保障结算服务，加强“互联网+”医学教育和科普服务，推进“互联网+”人工智能应用服务，加快实现医疗健康信息互通共享，健全“互联网+医疗健康”标准体系。确定发展“互联网+医疗健康”措施，明确要求进一步完善医保支付政策，建立费用分担机制。
2018.7	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》	对于互联网+医疗行业提出了诸多有利意见，要求在全行业开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动，并明确鼓励有条件的医疗机构推进“智慧药房”建设。要求加快实现号源共享；鼓励发展互联网医院，要建立完善网上预约诊疗服务平台，积极为患者在线提供部分常见病、慢性病复诊服务；加快建设家庭医生签约服务，为签约转诊患者建立绿色通道。
2018.9	《关于规范家庭医生签约服务管理的指导意见》	推荐“互联网+”家庭医生签约服务，加快区域智能化信息平台建设与应用，搭建家庭医生与签约居民交流互动平台。
2018.10	《互联网医院管理办法（试行）》	互联网医院必须依托实体医疗机构，不得对首诊患者开展互联网诊疗活动。
2019.5	《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》	明确提出要重点解决看病难看病贵等问题，有序发展医联体促进分级诊疗，促进“互联网+医疗健康”发展，推进国家组织药品集中采购和使用试点，推进高值医用耗材改革，巩固完善国家基本药物制度等。
2019.8	《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》	服务价格形成机制、明确“互联网+”医疗服务的医保支付政策。定点医疗机构提供的“互联网+”医疗服务，与医保支付范围内的线下医疗服务内容相同，且执行相应公立医疗机构收费价格的，经相应备案程序后纳入医保支付范围并按规定支付。

资料来源：政府网站，光大证券研究所

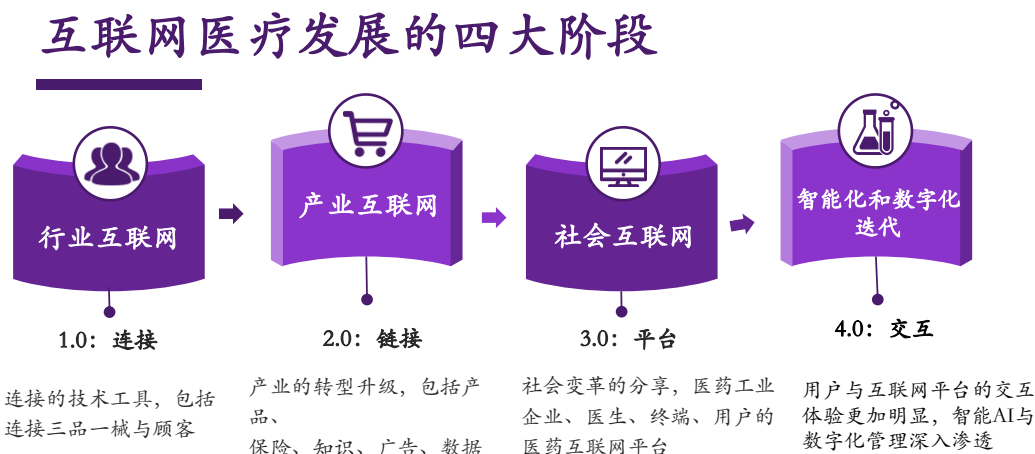
我们对互联网医疗发展历史进行总结，认为可分为四个阶段，目前正处于 2.0 时代向 3.0 时代的过渡期。

- ✓ **1.0 时代。**所谓的互联网医疗 1.0 时代可概括为 C 端用户的流量积累期，该阶段的互联网企业往往面向 C 端用户提供预约挂号、咨询问诊、移动支付等不涉及具体诊疗的周边移动医疗服务。该阶段的互联网企业变现能力较差，尚未和 B 端客户建立充分联系。
- ✓ **2.0 时代。**目前的大部分互联网医疗平台正处于 2.0 时代，该阶段互联网医疗平台开始利用积累的流量吸引 B 端用户大量接入，主流变现渠道和互联网公司类似，主要来自于广告、保险等场景收入，个别平台可利用集团赋能开展电商模式（如阿里）。以保险收入为例，可在合适场景植入用户可能感兴趣的商业健康险，类精准营销，帮助险企降低费用，提高保险销售额。另外有些互联网医疗平台可以收集到一定数量与一定质量的用户健康数据，脱敏后提供给险企，以此优化健康险产品定价与设计，实现数据增值。但 2.0 时代的互联网医疗还没有将诊疗业务真正建立完善，医药企业、医疗机构、医生及患者还未构建起产业闭环。
- ✓ **3.0 时代。**随着国家对互联网医疗需求端松绑（网售处方药）以及医保支付方式的改革，互联网医疗将从传统线下医院或线上互联网医院，向围绕“线上+线下”、“药+医+险+养”一体化闭环转变。互联网医疗企业将真正成为诊疗、药品收入占主体的平台，通过寻求参与主体的多种组合

来构建丰富的变现模式。未来几年内，主要的互联网企业都将迈入该阶段。

- ✓ **4.0 时代。**我们认为未来互联网医疗将利用其数据优势为医患双方构建起个性化的服务方案，并通过智能 AI 等形式加强平台和消费者的交互，最终使平台具有独立的变现能力。

图 2：互联网医疗发展四大阶段



资料来源：康爱多公司资料，光大证券研究所整理

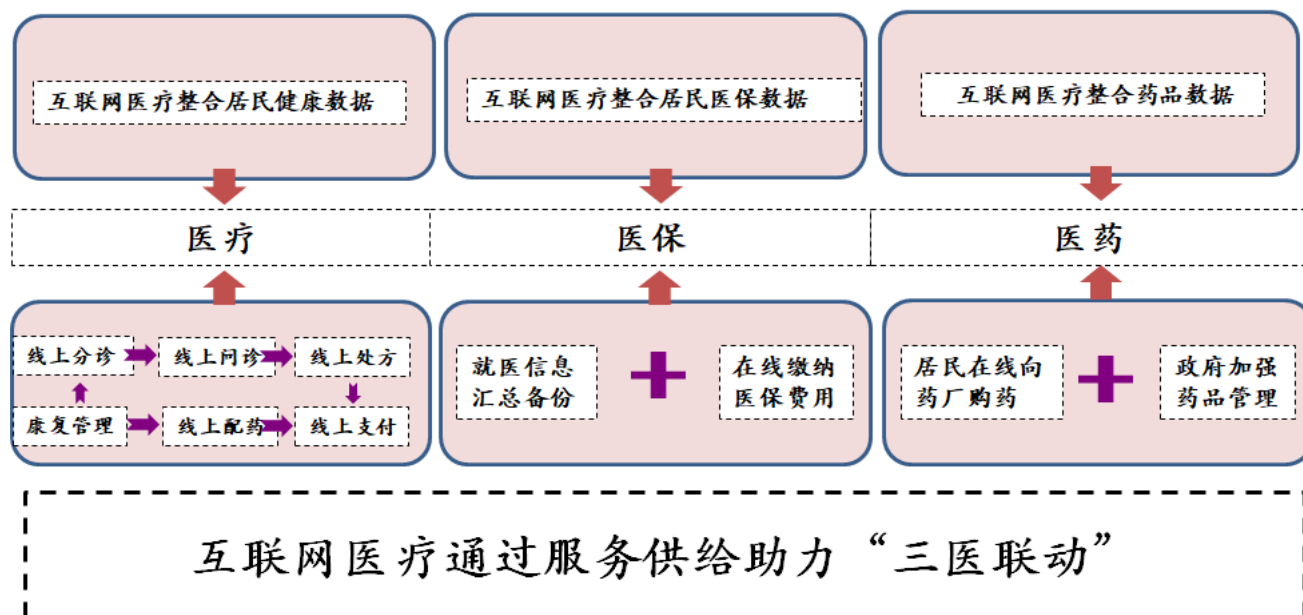
## 2、互联网医疗 3.0 时代将实现多层次的三医联动

### 2.1、第一层次：“医疗+医药+医保”联动

互联网医疗为“三医联动”提供了良好的破局之法。传统意义上的“三医联动”于 1998 年提出，是指医药、医疗、医保等相关领域联合配套改革的简称。因牵涉部门繁多，制度体系复杂，缺乏良好的联动方法，“三医联动”在二十多年来难以推动。互联网医疗因其灵活的操作形式、庞大的数据支持等优势有望成为“三医联动”改革的重要推手，可通过互联网打通医、药、保的数据与服务。

- ✓ **互联网医疗通过数据连通助力“三医联动”：**通过建立数据平台，将个人全生命周期的数据整合一处；将医、药、保在数据上形成统一的标准，实现数据编码统一，数据贯通。
- ✓ **互联网医疗通过服务供给助力“三医联动”：**通过整合医疗资源为居民提供依赖于实体医院的专业线上诊疗，分散医疗压力并提供良好的就诊体验；提供直通药厂的在线购药途径，减少中间环节，降低最终购买价格；医保在线支付，提供便利的缴纳方式。

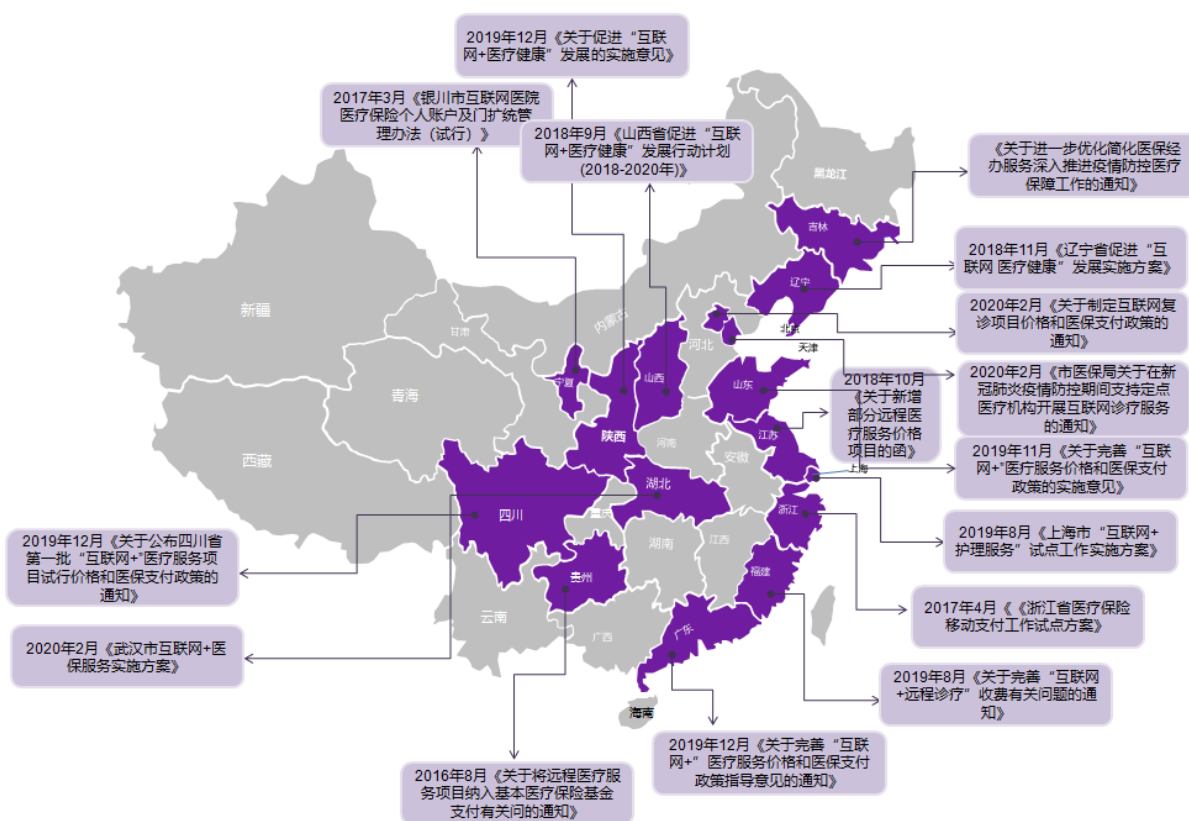
## 互联网医疗通过数据连通助力“三医联动”



远程医疗的医保支付限制是历史痛点，未来对接医保有望得到规范。历史上，互联网医疗实现“三医联动”困难之一是医保支付问题，医保的接入，有望助力流量变现。近段时间，国家已陆续出台相关政策，根据2019年8月《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》，“互联网+”医疗服务项目价格管理机制和医保支付政策正在逐步明确中。

**疫情推动医保支付制度改革，多地迅速响应。**3月2日，国家医保局联合国家卫生健康委发布《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》，明确对符合要求的互联网医疗机构为参保人提供的常见病、慢性病线上复诊服务，各地可依规纳入医保基金支付范围。目前已有上海、浙江、江苏、天津、四川、广东等地区将定点医疗机构的常见病、慢性病的线上复诊以及线上购药纳入医保。在疫情期间，部分地区允许第三方平台接入直接对接医保，例如微医互联网总院对接武汉、天津等地方案已落地。

图 4：全国各地互联网医保支付政策



资料来源：各地方政府文件，光大证券研究所整理

表 2：疫情期间多个省市出台互联网诊疗服务接入医保文件

省/市	时间	文件	内容
天津市	2020年2月14日	《市医保局关于在新冠肺炎疫情防控工作期间支持定点医疗机构开展互联网诊疗服务的通知》	定点医疗机构按照接口规范改造内部系统，可对接“金医保”APP，实现医保在线支付等便民服务。定点医疗机构线上开展与疫情防控紧密相关的医疗服务项目，医保部门按照天津市“互联网+”医疗服务项目、价格和医保支付管理等有关规定及时办理。
北京市	2020年2月18日	《关于制定互联网复诊项目价格和医保支付政策的通知》	制定了互联网复诊项目及价格，项目价格为最高指导价格，下浮幅度不限。互联网复诊项目限具备互联网诊疗资质的医疗机构开展。
江苏省	2020年2月19日	《关于新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”部分医疗服务的通知》	明确“互联网+”医疗服务项目价格和医保支付政策，“互联网+”医疗服务有关医保结算问题。
武汉市	2020年2月23日	《武汉市互联网+医保服务实施方案》	华中科技大学同济医学院附属协和医院、武汉大学人民医院和武汉市中心医院的互联网诊疗纳入武汉的医保。将医保门诊重症（慢性）疾病定点零售药店扩大到50家，支持“互联网+”医疗服务纳入医保支付。
上海市	2020年2月23日	《上海市“互联网+护理服务”试点工作实施方案》	上海市将具备互联网诊疗服务方式的定点医疗机构，为常见病和慢性病参保患者复诊提供的“互联网+”医疗服务，试行纳入医保支付范围。

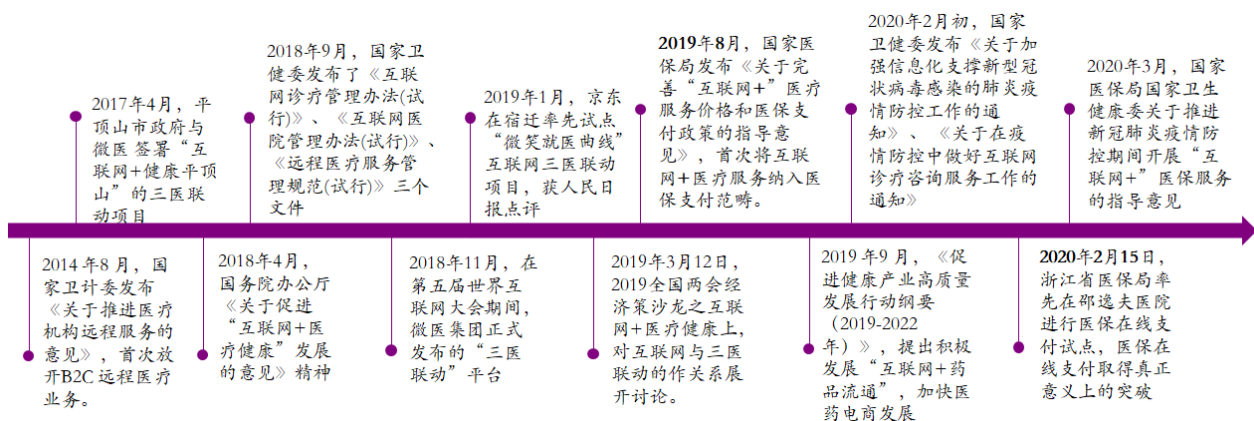
资料来源：各地方政府网站，光大证券研究所



## 2.2、第二层次：“医药商业+医疗终端+医患个体”联动

从参与主体角度来看，互联网医疗 3.0 时代可将医药商业（药品生产、流通配送、零售药店），医疗终端（各级医院和门诊）以及医患个体（医生和消费者）产生基础交互关系。通过多种模式的合作使各方实现利益共赢，使互联网医疗企业从流量走向变现。

图 5：互联网医疗积极参与多维度“三医联动”建设

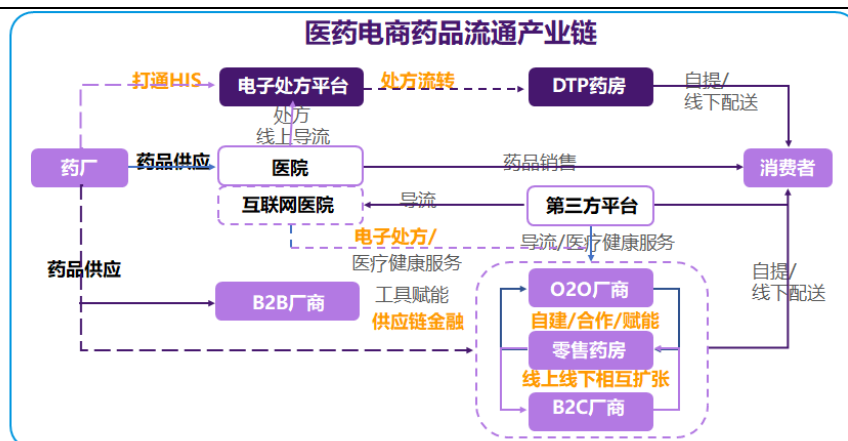


资料来源：卫健委及各地方政府网站，光大证券研究所

### 2.2.1、医药商业：“互联网+药品销售”电商平台

医药电商通过 B2B、B2C、O2O 多种业态混合经营，丰富完善自身供应端资源，搭建完整业务闭环，同时和生产企业、流通配送企业及零售药店构建共赢机制。从医药电商流通产业链来看，医药电商从流程、供应链资源、技术等方面，逐步完成合法销售处方药的业务布局。医药电商通过收购、自建、合作等方式，与医疗资源（线下医院及互联网医院）紧密合作，在电子处方的加持下，解决了处方来源、以及医保对接的问题；通过多种业态混合经营，丰富完善自身供应端资源，搭建完整业务闭环。

图 6：医院电商流通产业链



资料来源：动脉网，光大证券研究所绘制

表 3：医院电商运营模式分析

医药电商模式	类型	平台属性	盈利模式
B2C	自营式 B2C	企业自营多品种医药，向消费者提供医药电商服务	销售价差、从商家抽成、广告
	平台式 B2C	第三方 B2C 平台为买卖双方提供医药交易服务	从商家抽成，广告
B2B	政府主导下的 B2B 药品集中采购平台	非营利性的药品集中招标采购平台	非营利
	药企 B2B	生产商、批发商、医疗机构之间的交易服务平台	交易佣金、广告费、物流配送
O2O		线上下单线下取药 销售价差	从商家抽成，为线下引流

资料来源：动脉网，光大证券研究所

表 4：部分医药电商平台基本情况

公司	成立时间	商业模式	财务&运营数据
阿里健康	2015	B2C、O2O、B2B 均有。 电商平台服务：为天猫平台医药相关类目提供客服、技术支持等外包增值业务。 追溯业务：自建“码上放心”追溯平台。	截至 19 年 9 月，天猫医药平台年度活跃消费者已超过 1.6 亿、追溯服务覆盖超过 90% 的中国药品生产企业；互联网医院医师近 2.7 万人。
平安好医生 健康商城	2015	B2C、B2B：OTC 药品，保健品，母婴类商品，健康器械等。 B2C、O2O：通过在线诊疗销售处方药（2018 年起）	19 年健康商城业务收入为人民币 29.02 亿元，同比增长 55.7%。 2019 年底，线下与 9.4 万家药店达成合作。自有医生团队超过 1400 人，在线问诊、可以开处方，该部分处方药收入计入在线医疗分部
京东大药房	2015	B2C、B2B	19 年营收超 100 亿元，互联网医院有超 3 万医生。
1 药网	2013	B2B2C、B2C、B2B	19 年收入 39.5 亿元，合作药店超过 15 万家，直采合作药企 188 家。
健客网	2007	B2C：处方药、OTC、器械、保健品。	截至 18 年 9 月，SKU 超过 68 万。
康爱多	2010	B2C；新业态：与线下医疗机构、药店、互联网医院等形成融通（E+零售药店、K+品牌工业专业化推广平台、T+医疗机构云药库平台、D+医生私有专业化药房平台及 A+在线保健药房加盟平台）。	19H1 营收达 14.4 亿元，总注册会员 5443 万。 新业态：E+覆盖超过 3 万家药店诊所，T+覆盖 500 家医院药房、100 家合作药房和 500 家 DTP 药房。

好药师	2003	线下实体药店；线上 B2C、O2O。	截至 19 年底，实体零售药店 1287 家，O2O 送药业务覆盖 20 多个一线城市。
叮当快药	2015	线上 O2O	提供 7*24 小时、核心区域 28 分钟送达的药品即时配送服务。
七乐康	2010	医药电商；互联网医院	截至 17 年底，平台医生 40 万。

资料来源：各公司网站、财报，光大证券研究所

处方药网络销售范畴有望拓宽，配套政策逐步放松。根据 2018 年 4 月国务院办公厅发布的《关于促进互联网+医疗健康发展的意见》和 2019 年 4 月出台的《药品管理法》，表明：1) 药品销售范围正在扩大，最初仅允许销售非处方药，目前可凭处方销售常见病、慢性病处方药。2) 配送方式上允许符合资质的第三方配送。

**B2C+O2O 相辅相成，有望成为承接处方外流市场的主要渠道之一。**发展方向上，我们认为短期内以零售药店为主导的 O2O 模式将主要承担起处方药和应急性非处方药的销售。**O2O 模式需具备两大条件，大型连锁药店有望率先发力。**O2O 模式是一种本地生活模式，因此必须具备一定的物理密度和物流配送能力。这两点恰恰是大型连锁药店的强项。尤其对于一线城市布局较多的连锁药店而言，激增的需求足以覆盖投入的费用。以老百姓为例，其门店主要布局在一线省会城市，与美团有 86 个城市运力匹配，并在全国有多个物流配送中心。我们认为大型连锁药店将率先发力 O2O，增厚营业利润。**而 B2C 平台有望继续加强物流配送能力及安全追溯能力，未来有望凭借高价慢病药物方面的价格优势主要承担起慢病药物和非应急类药物的销售。**处方药需凭执业医师或执业助理医师处方才可调配、购买和使用，在规范网售处方药品流程、建立严格的标准、确保网售处方药安全过程中，真实可靠的处方来源也将构成核心壁垒。

根据米内网数据，2018 年零售药店终端市场规模为 3919 亿元，占药品销售终端总规模 22.9%，其中网上销售约为 99 亿元。若处方外流率随医药分离政策稳步提升，中性假设下，零售终端占比以每年 1 个百分点的速度逐年增加，总市场增速保持在 6%，网上销售占比在 2025/2030 年分别达 15%/20%，则 2025 年和 2030 年网上销售药品终端市场规模分别有望达到 1145、2387 亿元，2018~2030E 的 CAGR 为 30.37%。

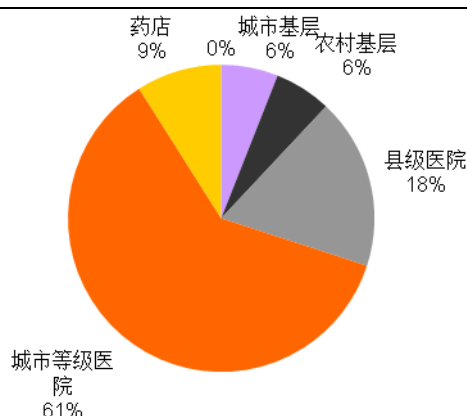
表 5：处方外流下，网上销售药品市场规模预测（亿元）

年处方外流率假设	总市场增速假设	2020E	2025E	2030E	网上销售 18~30E CAGR
	7.0%	358	642	1379	
	6.0%	352	565	1232	
	5.0%	345	562	1100	
	零售终端占比	22.83%	23.33%	23.83%	
	网上销售占比	8.00%	10.00%	15.00%	
乐观：1.5%	7.0%	648	1823	3919	35.87%
	6.0%	395	1707	3501	34.60%
	5.0%	387	1597	3125	33.33%
	零售终端占比	25.63%	33.13%	40.63%	

	网上销售占比	8.00%	20.00%	25.00%	
中性: 1.0%	7.0%	386	1222	2672	31.60%
	6.0%	379	1145	2387	30.37%
	5.0%	372	1071	2131	29.14%
	零售终端占比	24.63%	29.63%	34.63%	
	网上销售占比	8.00%	15.00%	20.00%	
悲观: 0.5%	7.0%	371	719	1657	26.46%
	6.0%	364	673	1480	25.28%
	5.0%	357	630	1321	24.10%
	零售终端占比	23.63%	26.13%	28.63%	
	网上销售占比	8.00%	10.00%	15.00%	

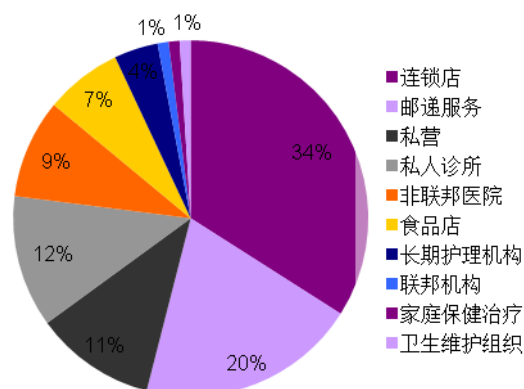
资料来源: 米内网, 光大证券研究所预测

图 7: 中国处方药零售渠道销售占比, 2015



资料来源: SFDA, 光大证券研究所

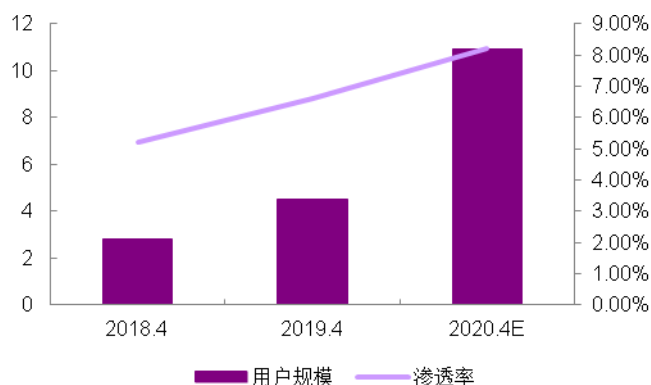
图 8: 美国处方药零售渠道占比, 2015



资料来源: Iqvia, 光大证券研究所

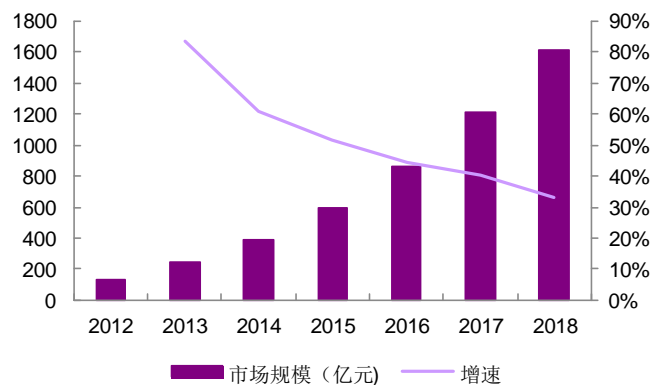
我国医药电商渗透率仍处于低位, 医药电商领域活跃人数和医药电商行业规模处于快速增长中。目前, 医药电商市场用户不断增加。根据易观千帆数据监测显示, 2019 年 7 月, 医药电商领域活跃人数保持持续上涨趋势, 达到 359.1 万, 环比增长 7.64%, 同比上涨 23.40%。据前瞻产业研究院统计数据, 中国医药电商市场销售规模逐年壮大。2012 年中国医药电商市场销售规模仅仅为 133 亿元。2015 年中国医药电商市场销售规模接近 600 亿元, 同比增长 51.7%, 2018 年中国医药电商市场销售规模突破 1500 亿元, 2013~2018 年复合增速达 45.8%。

图 9：2018~2020 年我国互联网医疗行业用户规模和渗透率（千万，%）



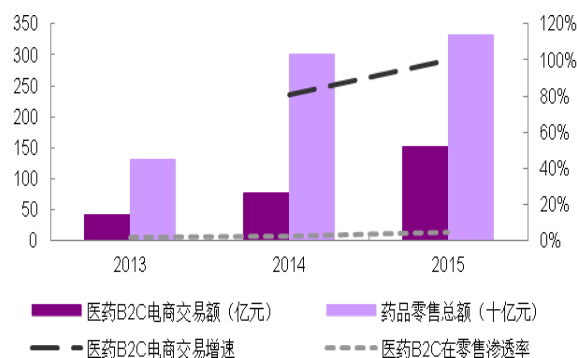
资料来源：Mob 研究院，光大证券研究所

图 10：中国医药电商市场销售规模（亿元、%）



资料来源：前瞻产业研究院，光大证券研究所

图 11：中国医药零售总额及医药电商分渠道销售额、渗透率



资料来源：商务部、亿欧智库，光大证券研究所

## 2.2.2、医疗终端：“互联网+医院+医生”模式有望成为未来主流

互联网医疗模式多样，医疗服务的主体是医院和医生，互联网与医生或医院这2个医疗服务主体的排列组合形成多种商业模式。医生是最活跃的主体，医院通常作为医生的平台支撑。我们认为，“互联网+医院+医生”模式有望成为未来主流商业模式。

互联网医院的建设依托于线下医院，有望分流患者、解决基层医院医疗资源不足的现状。互联网医院以疾病诊疗为核心，涉及医疗、医药、医保、支付等一系列不可缺失的环节，需要有实体医疗机构作为线下支撑。线上提供的治疗科目涵盖在实体医疗机构的科目范围内。目前互联网医院诊疗行为仅限于复诊，因此诊疗服务纳入医保是互联网医院持续发展的重要条件。



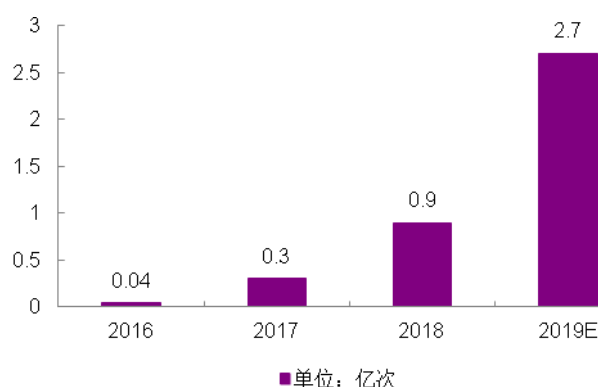
根据《2020 中国互联网医院发展研究报告》，截至 2019 年 11 月底，已建成互联网医院数量达到 294 家。仅 2019 年 1~11 月份，我国已建成互联网医院数量达到 148 家，超出 2014-2018 年 5 年互联网医院建设数量的总和，互联网医院建设在 2019 年进入加速建设期。

图 12：互联网医院发展路径



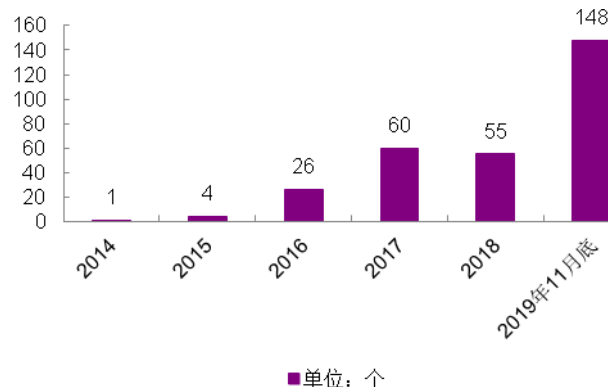
资料来源：动脉网，光大证券研究所

图 13：2015-2019 中国互联网医院问诊量变化情况



资料来源：健康界预测，光大证券研究所

图 14：2014-2019 年 11 月底全国建设互联网医院数量



资料来源：健康界，光大证券研究所

#### ✓ “互联网+医院”主要是以医疗机构为主导，建立互联网在线诊疗平台

该模式下，医疗机构仅需向原发证机关申请开展互联网诊疗活动即可，审核后医疗机构的《医疗机构执业许可证》副本的服务方式中增加“互联网诊疗”。因此，在该模式下，医患双方实际的参与主体并未发生变更，仅仅是诊疗方式的变更。以兴齐眼科医院为例，公司于 19 年 12 月获批互联网医院资格，在传统诊疗基础上，实现互联网+，为消费者提供复诊和开药新渠道。

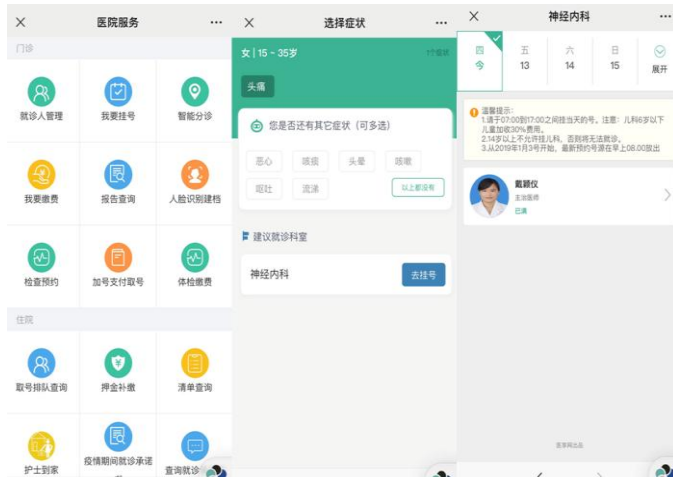
以浙江大学医学院附属邵逸夫医院和广东省二院为例，2 家医院是国内公立医院自建互联网医院运营的先行者，在医院坐诊的主要是医院自有的医生，而医院寻求医疗 IT 企业为其提供信息化支持。

图 15：浙大邵逸夫医院互联网医院界面截图



资料来源：邵逸夫医院微信界面，光大证券研究所

图 16：广东省二院智能分诊流程



资料来源：广东省二院微信界面，光大证券研究所

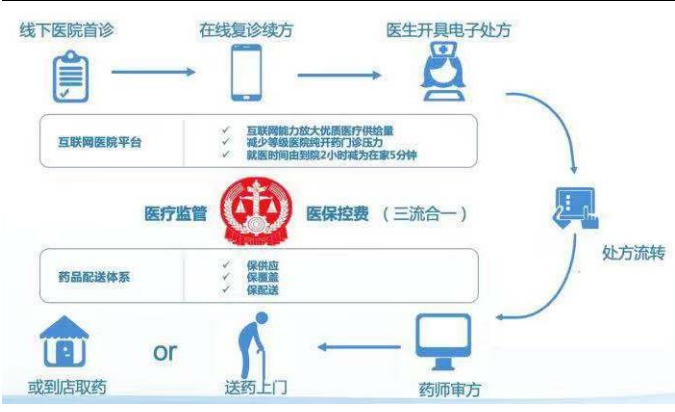
✓ “互联网+医院+医生”模式主要是第三方机构提供技术支持，双方共建互联网医院的模式

这种模式有望合理节约运营成本、实现医生资源合理分配、提升效率，目前来看这种模式也将是未来的主流方向。对于第三方来讲，他们不仅服务于 1 家医院服务，通常会承担联接多家医院的功能，区域医共体里的相关医院都有望接入该平台，可以有效整合区域资源，形成区域互联网医疗平台，也有助于基于互联网的医疗健康生态发展。这种模式下，有望受益最大的是县域内的基层医疗机构，其可以在互联网医院平台对接更多的专家资源。

以阿里健康与衢州市政府共建的衢州慢病管理平台为例，该平台是全国首个慢病在线医保支付平台，已实现“互联网复诊+处方在线流转+医保在线支付+药品配送到家”全链路服务，也实现了衢州市慢病管理服务和浙江省互联网医院平台的有机结合。

以健康中山APP为例，中山市互联网医院依托中山市区域卫生信息化平台，创业慧康作为平台承建商，通过建设中山市互联网医院平台为公立医院提供开展互联网诊疗的工具，中山市中医院、中山市博爱医院、小榄人民医院、中山市陈星海医院互联网医院均可在平台开放预约。

图 17：衢州慢病管理在线支付平台



资料来源：中国医院院长网，光大证券研究所

图 18：健康中山 APP 界面截图



资料来源：健康中山微信界面截图，光大证券研究所

2.2.3、医患个体：医生利益最大化，满足消费者个性化需求

对于医患个体而言，有望通过新商业模式实现医生利益最大化并满足消费者个性化需求。

1) 填补优质医疗资源紧缺，优质在线医疗平台有望分流线下诊疗量。就国内目前线下诊疗环境而言，三级医院诊疗量高企、问诊需求大，平安好医生作为优质在线医疗平台有望凭借自有医师团队、海量线上问诊数据和咨询有效缓解并分流线下问诊压力。高效、优质的互联网家庭医生服务、智能AI辅助诊疗系统有望提供良好的问诊体验、保障问诊销量，医生可开具电子处方安排配药购买、复诊等回访服务，具有极强的用户粘性。

以平安好医生平台为例，通过自建医疗团队（均来自全国主要城市的大型公立三甲医院的医生），自有医师全职、排他地在平台工作，为用户提供 7x24，无需等待的线上问诊服务，有望解决线下低质诊疗环境、部分线上模式下医生响应时间慢等就诊痛点。

表 6：互联网医院和在线医疗平台的区别

项目	互联网医院	互联网在线医疗平台
服务项目	挂号问诊、远程医疗、预约诊疗、购买处方药	医疗咨询、健康体检、康复护理、私人健康管理、母婴健康
医生来源	自有医生	全职自有医生为主
运营目标	提升就医体验、分级诊疗	7X24 小时高效、优质体验、在线问诊、在线处方、在线分级诊疗
代表	浙大医学院附属邵逸夫互联网医院	平安好医生

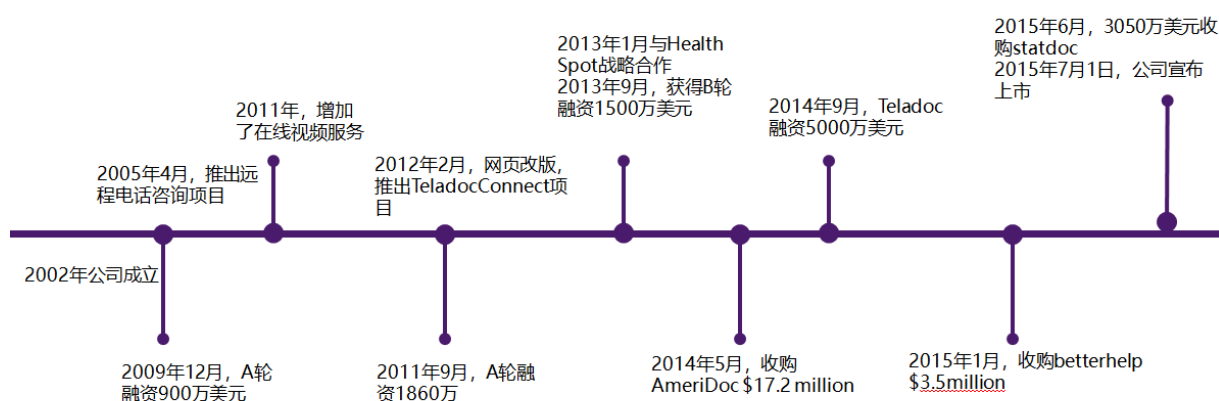
资料来源：各平台官网、平安好医生公司公告，光大证券研究所

2) 部分轻度病症问诊不必要的占用优质资源、非核心医疗机构的部分医生资源利用率不足，都有望通过“互联网+医生”在线诊疗平台获得可信度高的个性化解决方案。

在线轻问诊平台应运而生以来，典型代表有春雨医生等在线平台，该类平台型厂商与线下医院合作，医生通过多点执业模式服务于线上平台。根据对患者线上材料信息的了解为患者提供基础性的诊断意见和健康建议。自 2011 年起，在线问诊平台在国内开始有一定用户群，受限于第三方医生数量及闲暇时间的制约，通常医生的线上响应时间相对较慢（尤其是头部医生）。

海外也有不少采用轻问诊模式的服务商，例如美国的 Teladoc 成立于 2002 年，目前是美国规模最大、历史最久的远程医疗服务提供商；总部在印度但在多个国家有医生资源的 Doctor Spring 等。

图 19：美国在线问诊 Teladoc 发展史



资料来源：动脉网，光大证券研究所

图 20：Teladoc 问诊历程



资料来源：苹果商店，光大证券研究所

### 3、疫情推动互联网医疗需求激增,2020 有望成拐点之年



本次新冠疫情极大推动了互联网医疗行业的需求增长，疫情期间多项互联网诊疗相关的指导文件和政策细则出台，我们认为随着配套政策的完善，2020年有望成为互联网医疗行业加速发展的拐点之年。

疫情期间，国家卫健委接连发布了《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》和《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》两份指导文件，充分肯定了互联网医疗在疫情期间发挥的积极作用，强调了后续互联网医疗的发展走向，我们认为互联网医疗有望迎来政策利好，短期有望加速互联网医疗的普及，长远来看行业健康发展将得到规范和扶持。

表 7： 互联网医疗行业指导文件梳理（疫情期间连续发布两份指导文件）

时间	文件	具体内容
2018 年 4 月	国务院《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	明确指出“互联网+医疗健康”服务体系包括七大面。第五条为推进“互联网+”医疗保障结算服务，其主要内容包括：加快医疗保障信息系统对接整合，实现医疗保障数据与相关部门数据联通共享，逐步拓展在线支付功能，推进“一站式”结算；继续扩大联网定点医疗机构范围；大力推行医保智能审核和实时监控等。
2018 年 9 月	卫健委：《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）》。	文件将“互联网+医疗服务”分为远程医疗、互联网诊疗活动、互联网医院三类。总体看，医疗领域应用互联网开展的业务可以分为两大类，一类涉及诊断、治疗的医疗核心业务；另一类以健康咨询、信息服务为主，不涉及医疗核心业务，属于医疗服务的辅助、支持范畴。
2019 年 9 月	国家医保局《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》	“互联网+”医疗服务价格和线下支付范围内项目价格相同，进行统一管理，在医保支付政策上，线上线下项目政策平等。
2020 年 2 月 3 日	国家卫生健康委办公厅《关于加强信息化支撑新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》	提出积极组织各级医疗机构借助“互联网+”开展针对新冠肺炎的网上义务咨询、居家医学观察指导等服务，拓展线上医疗服务空间，引导患者有序就医，缓解线下门诊压力。
2020 年 2 月 6 日	国家卫生健康委办公厅《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》	再度强调要充分发挥互联网诊疗咨询服务在疫情防控中的作用，科学组织互联网诊疗咨询服务工作，有效开展互联网诊疗咨询服务工作，切实做好互联网诊疗咨询服务的实时监管工作
2020 年 3 月 2 日	国家医保局联合国家卫生健康委发布《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》	明确对符合要求的互联网医疗机构为参保人提供的常见病、慢性病线上复诊服务，各地可依规纳入医保基金支付范围。

资料来源：国务院、卫健委、光大证券研究所

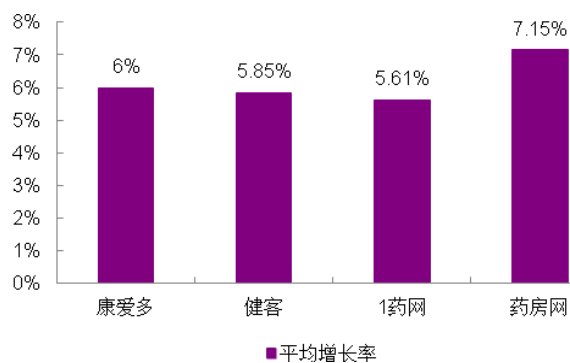
疫情短期内给医药电商也带来了流量增长，网售处方药处于谨慎放开的阶段，疫情下可能“网订店送”的商业模式可能进一步协同发现，线上+线下打开院外零售空间。本次疫情期间，医药电商平台成为消费者抢购防护用品如口罩、护目镜、手套、酒精以及预防及抗病毒药物的“的重要途径。根据易观千帆数据显示，春节期间（1.24-1.30），医药电商活跃人数峰值达到148.21万人，平均增长5.44%。春节期间（1.24-1.30），药房网的日活平均涨幅最高达到了7.15%。医药电商平台通过在疫情中的物流管控和库存管理能力增强了C端客户的认知度。

我们认为疫情加速了需求端的培育。1）本次疫情期间消费者对互联网医疗认知度快速提升，使用频次大幅增加；用户的问诊习惯、行业的业态模式都将逐步丰富。平台型互联网医疗公司有望在这期间获得优质流量，更有望受益于行业发展。2）在线医疗有望受益疫情防控，轻问诊短期有望加速；随



着医保对接的推进，慢性病和常见病线上复诊有望迎来较大替代空间。根据易观千帆监测数据显示，2020 年春节期间，互联网医疗在线问诊领域独立 APP 日活最高峰达到了 671.2 万人，最大涨幅接近 160 万人，涨幅 31.28%。

图 21：2020 年春节期间医药电商平台日活平均增长率



资料来源：易观，光大证券研究所

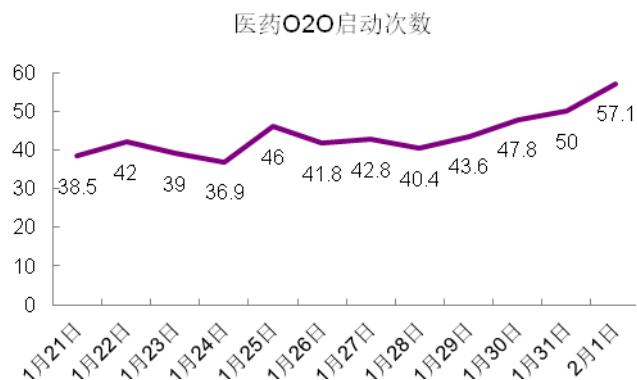
图 22：2020 年春节期间医药电商日活人数（万）



资料来源：易观，光大证券研究所

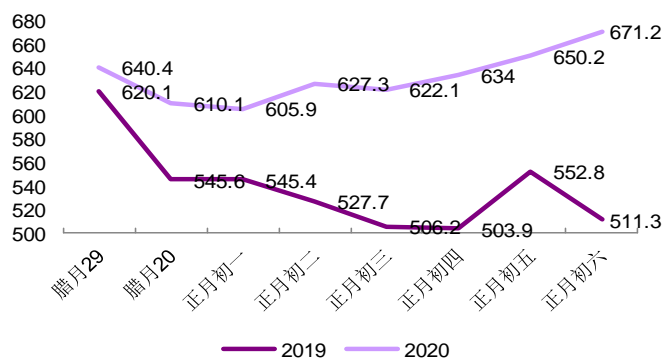
疫情期间（1 月 21 日起至 2 月 1 日），医药 O2O 厂商日启动次数明显升高，增幅近 50%。

图 23：2020 年春节期间医药 O2O 启动次数（万次）



资料来源：易观，光大证券研究所

图 24：2020 年和 2019 年春节期间在线问诊日活对比（万人）



资料来源：易观，光大证券研究所

## 4、重点公司

随着医疗互联网行业蓬勃发展，我们认为医疗信息化服务公司有望承接更多建设订单。同时，消费者远程问诊和购买习惯有望得到强化，政策驱动下“互联网+医疗”生态有望得到闭环，流量资源有望进一步丰富，流量变现概率增加，头部公司有望受益于行业发展。首次覆盖互联网在线医疗巨头平安好医生 (1833.HK)，给予“买入”评级；此外，推荐有望受益于 O2O 模式的零售药店龙头益丰药房、老百姓、大参林和一心堂；建议关注迈向全生态健

康综合服务平台的阿里健康和有望受益互联网医院建设进程加速的医药流通企业和医疗信息化服务公司。

## 4.1、平安好医生（1833.HK）：扎根医疗服务，打通医疗健康全产业链的巨头

### 4.1.1、迅速发展的互联网在线医疗巨头

公司成立于 2014 年，并于 2015 年推出移动 APP 和消费性医疗服务组合，目前是国内活跃度最高、规模最大的互联网在线诊疗平台。公司主营业务包括互联网健康服务，包括在线医疗、消费型医疗、健康商城和健康管理和互动等。

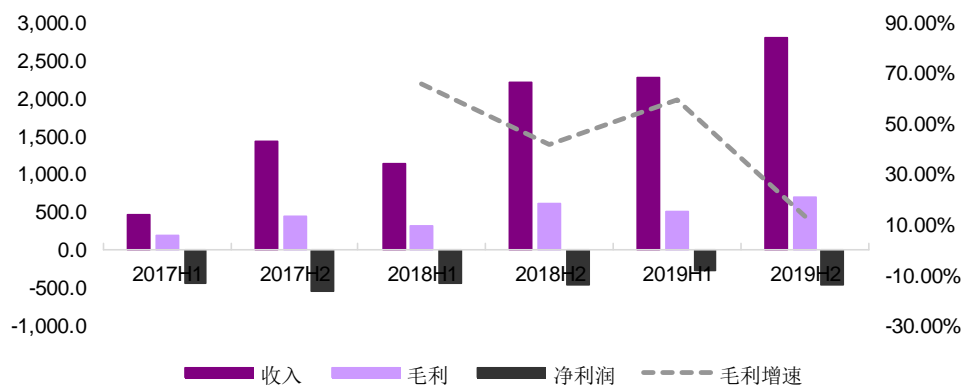
表 8：公司发展历程

时间	事件
2014 年	成立平安健康互联网股份有限公司及平安好医生
2015 年 4 月	公司推出移动 APP 及消费型医疗服务组合
2015 年 8 月	公司开始推出健康商城业务
2015 年 12 月	公司推出步步夺金计划
2016 年 4 月	公司完成 A 轮融资 5 亿美元
2016 年 6 月	注册用户 8000 万
2016 年 12 月	平均月活跃用户数突破 2000 万
2017 年 4 月	注册用户超过 1.5 亿
2017 年 9 月	健康商城当月 GMV 突破 1.5 亿元
2017 年 12 月	注册用户达到 1.93 亿
2018 年	与医药企业共同构建医药新零售模式
2018 年 5 月	港交所挂牌上市
2018 年 12 月	注册用户 2.65 亿，月活跃用户数 5470 万
2019 年 8-9 月	推出中国首款“平安好医生私家医生”会员服务，覆盖线上、线下多元化医疗健康服务
2019 年 12 月	注册用户 3.15 亿，月活跃用户数 6690 万
2020 年 2 月	新冠肺炎疫情期间（2020 年 1 月 22 日至 2 月 6 日），平台累计访问人次达到 11.1 亿人次。

资料来源：公司公告、光大证券研究所

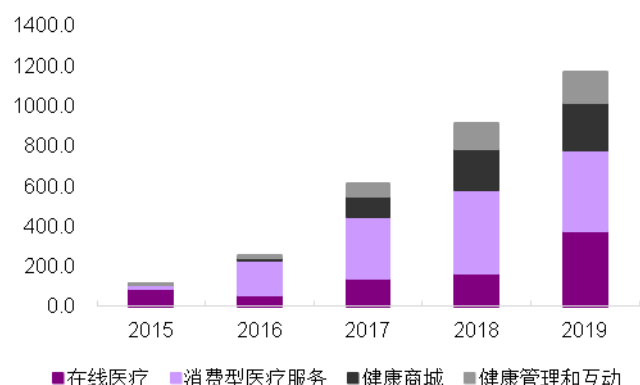
2019 年，公司实现营业收入 50.65 亿元（+51.8%），净亏损 7.47 亿元（-18.2%），净亏损率由 2018 年同期的 27.4% 下降到 14.7%。分业务板块来看，家庭医生收入 8.6 亿元，同比增长 108.9%，毛利率 44.2%；消费型医疗服务收入 11.1 亿元，同比增长 22.9%，毛利率 36.0%；健康商城收入 29.0 亿元，同比增长 55.7%，毛利率 8.1%；健康管理和互动收入 1.9 亿元，同比增长 22.7%，毛利率 81.6%。

图 25：公司收入及利润增长情况（百万元）



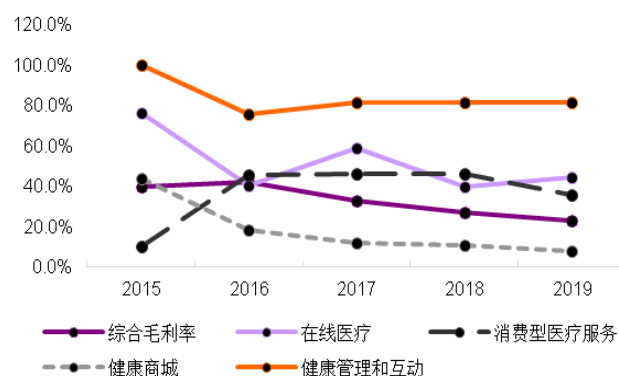
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 26：公司收入分布情况（百万元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 27：公司毛利率增长情况 (%)



资料来源：公司年报，光大证券研究所

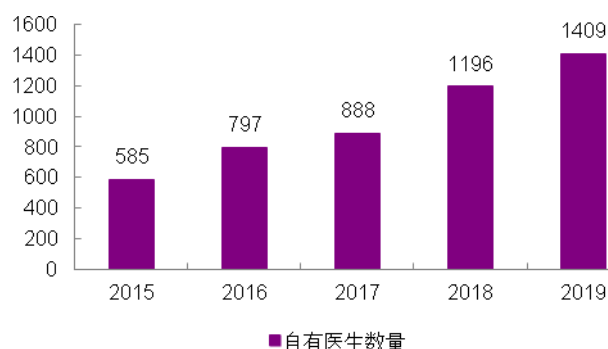
#### 4.1.2、在线医疗加速增长，家庭医生增长前景广阔

公司通过 AI 赋能自有医疗团队，实现在线医疗服务加速增长。公司的在线医疗服务主要包括在线问诊、健康 360 会员服务，私家医生服务（包含线上 7x24 小时问诊，个人健康管理计划，儿童发育成长计划，转诊挂号、住院安排和专家二次诊疗报告等线下服务）。公司通过 AI 辅助的自有医疗团队，通过智能重症监控系统、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，显著提升了医生问诊效率及诊断精度，极大改善了患者就医体验，极大提升效率。

截至 2019 年末，公司的自有医疗团队达 1,409 人，签约合作外部医生（均为三级甲等医院副主任医师及以上职称）5381 名；合作医院数超 3000 家，其中三级甲等医院超 1,900 家；合作药店数目 9.4 万家；覆盖中国 32 个省，375 个城市，较 2018 年底的 1.5 万家增长显著。2019 年日均咨询量 72.9 万，按年同比增长 36.3%。

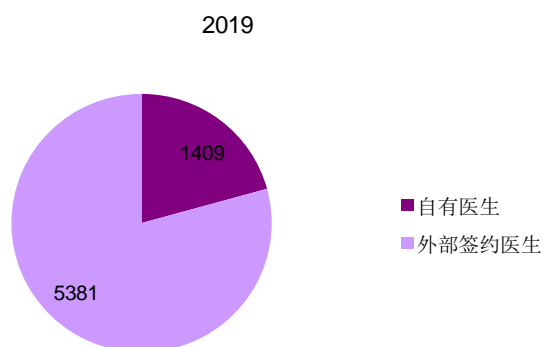
AI 辅助诊疗系统已经深入应用到自有医疗团队的全部 22 个科室,覆盖 3,000 种疾病的诊断知识。除了人工智能技术,公司还利用区块链、云计算等技术,保障数据安全,例如利用区块链的去中心化和匿名特征,收集、统计医疗数据,保护用户隐私,打通数据孤岛。AI 辅助诊疗系统+自有医生团队,保证了在线问诊服务的高效、高质量、高精度,保证了用户体验。截至 2019 年底,用户对在线诊疗的满意度高达 98%。

图 28: 公司 15-19 年自有医生数量增长情况 (个)



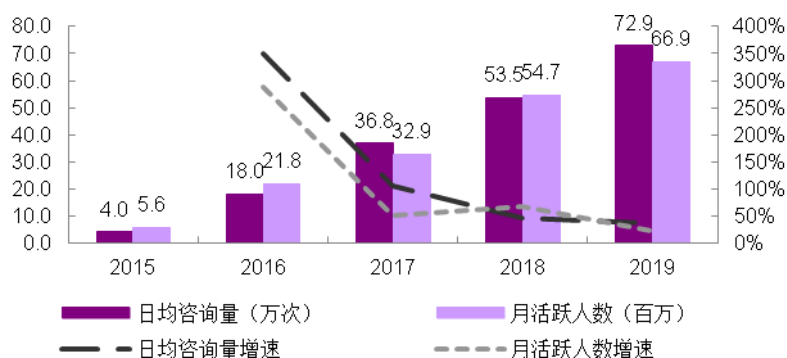
资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 29: 公司 19 年自有和外部签约医生结构情况 (个)



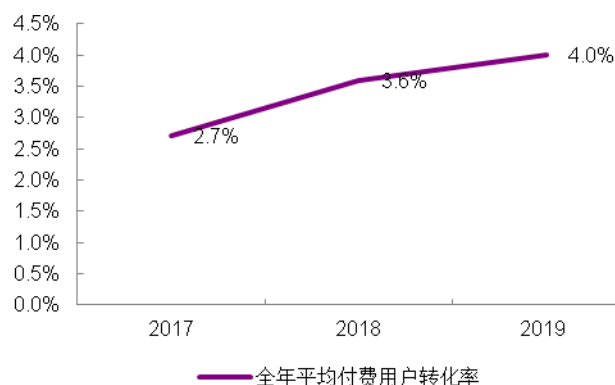
资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 30: 公司 15-19 年日均咨询量和月活人数增长



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所 (注: 年报披露的月活指财务报告期内的最后一个月, 即 12 月)

图 31：付费用户转化率逐年提升 (%)



资料来源：公司年报，光大证券研究所

2019 年，在线医疗的业务收入为人民币 8.58 亿元 (+108.9%)，其中下半年收入 5.2 亿元 (+135%)，呈现加速增长趋势，主要来自于会员服务类产品（包括就医 360、平安好医生私家医生）、及伴随在线问诊服务产生的电子处方销售等业务的显著增长；毛利率为 44.2%（同比+4.1pp）。在新拓展“北大方正人寿、珠江人寿、中信银行、光大银行”等新渠道方面进展快速，在线医疗业务是公司业绩和估值的核心驱动。

#### 4.1.3、围绕医疗服务输出，持续完善多元生态圈

围绕医疗服务输出，公司持续完善多元生态圈，积极推进健康商城、消费型医疗、健康管理及互动多项业务。

1) 电商渗透率低，健康商城有望借助多元化产品实现快速增长。健康商城通过自营和平台两种模式运营，提供医疗产品例如药品、保健品和医疗器械；健身产品及个人护理用品等等。截止 2019 年末，健康商城合作商户近 1,400 家，覆盖商品 SKU 约 131 万个，较 2018 年同期分别增加约 500 家和约 70 万个。持续增长的会员长期有望高粘性拉动健康商城、消费医疗业务板块等生态圈业务。

2019 年，健康商城业务收入为人民币 29.02 亿元，同比增长 55.7%。个人消费者采购的收入为人民币 15.78 亿元，同比增长 37.4%；毛利为人民币 1.7 亿元，毛利率为 10.8%；企业客户采购的收入为人民币 13.25 亿元，同比增长 84.9%；毛利为人民币 6430 万元，毛利率约 5%。

2) 满足多元化健康需求，消费型医疗发展势头良好。消费型医疗主要提供健康检查、基因检测和医美等服务，并提供检查报告解读、线下复检等增值服务。2019 年末，公司的医疗健康服务供货商网络覆盖 430 家中医诊所、超 2000 家体检中心、近 1800 家牙科诊所和超 150 家医美机构以及超 48000 家诊所。



2019 年,消费型医疗业务的服务收入为人民币 11.12 亿元,同比增长 22.9%;毛利率为 36.0%,未来该业务板块的毛利率水平有望维持在行业平均水平,并持续健康发展。

3) **健康管理及健康互动主要是向用户推荐个性化内容协助保持健康生活方式。**公司通过推荐引擎,预测用户的潜在兴趣与爱好,将相关产品和服务推送给精准用户。2019 年,面临医药广告行业收入下滑的严峻形势,健康管理和互动业务收入为人民币 1.93 亿元,持同比增长 22.7%的良好业绩;毛利为人民币 1.57 亿元,同比增长 22.7%,增长的主要原因是公司品牌知名度的提高,特别是平台上汇聚的大量精准医疗需求/用户,拉动了广告收入的增长,毛利率达到 81.6%。

4) **共建互联网医疗服务平台,有望占据互联网+医疗健康重要地位。**2019 年 12 月公司与福建省福州市卫生健康委员会达成合作,共建便民服务平台榕医通,福州市辖区 37 家市县级医院及 100 多家基层医疗机构均将接入该平台。平台包含在线诊疗、处方流转、健康管理、数据监管和后台管理五大模块,由平安好医生负责建设和运营。此外公司与浙江省衢州市政府也签订了共建衢州平安互联网医院的战略合作协议,有望于 2020 年接入更多衢州市辖区的公立医院,并对接浙江省监管平台,探索网上购药的医保结算。

#### 4.1.4、盈利预测与估值

关键假设:

- 1) 假设公司日均咨询量维持稳健增长,月付费用户比例稳中有升,总体假设 20~22E 在线医疗板块收入有望达到 15.1/29.7/54.6 亿元,同比增长 82%/90%/84%,综合毛利率稳步提升。
- 2) 消费型医疗 19 年覆盖终端数量仍然保持快速增长,考虑到新终端开拓、高端用户挖掘和培育仍需挖掘,假设公司 20~22E 消费型医疗业务板块收入分别达到 13.3/16.7/20.9 亿元,同比分别增长 20%/25%/25%,毛利率分别为 34%/32%/30%。
- 3) 健康商城业务为公司占比最大的业务,其中自营业务占该板块收入绝大部分,考虑到医药电商化渗透率仍处于较低水平,假设 20~22E 健康商城业务保持 30%稳健增长,20~22E 收入分别有望达 37.7/49.0/63.8 亿元,假设毛利率保持稳定。
- 4) 健康管理与互动业务主要为广告导流,假设该快业务 20~22E 分别达到 2.3/2.8/3.3 亿元,同比增长 20%/20%/20%,假设毛利率保持稳定。
- 5) 基于规模效应,销售费用方面,假设 20~22E 销售费用分别为 14.5/18.7/23.5 亿元,管理费用方面,假设 20~22E 管理费用分别为 13.1/17.7/22.8 亿元。

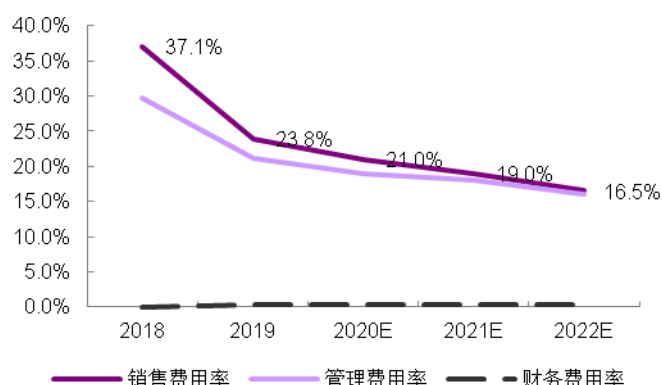
综上,我们预计公司 2020~2022 年总营收将达到 69.0/98.2/142.5 亿元,同比增长 36.2%/42.3%/45.2%;预计 2020~2022 年净利润将达到 -6.96/-5.64/1.34 亿元,对应 EPS 分别为 -0.65/-0.53/0.13 元。

表 9：公司收入拆分及预测（百万元）

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入		3,337.8	5,065.5	6,900.8	9,818.1	14,254.4
营业毛利		911.9	1,172.2	1,654.2	2,581.9	4,190.5
毛利率		49.0%	28.5%	24.0%	26.3%	29.4%
收入拆分						
	在线医疗	410.7	858.0	1,561.6	2,967.0	5,459.2
	消费型医疗服务	905.4	1,112.4	1,334.9	1,668.6	2,085.8
	健康商城	1,864.4	2,902.2	3,772.9	4,904.7	6,376.1
	健康管理和互动	157.2	192.9	231.5	277.8	333.3
分部毛利						
	在线医疗	164.8	379.2	705.8	1373.7	2593.1
	消费型医疗服务	418.1	400.5	453.9	584.0	750.9
	健康商城	200.9	235.1	305.6	397.3	573.9
	健康管理和互动	128.2	157.4	188.9	226.9	272.7

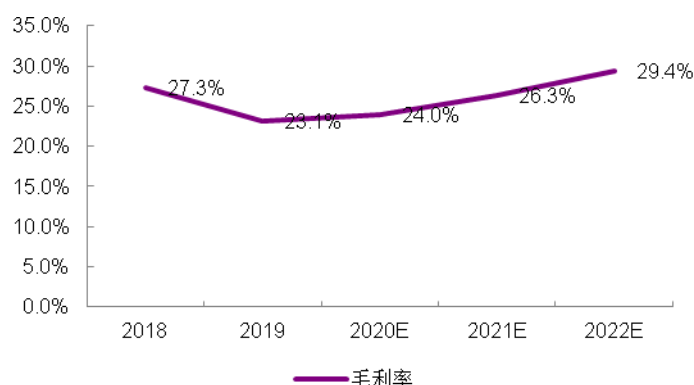
资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

图 32：公司各项费用率预测



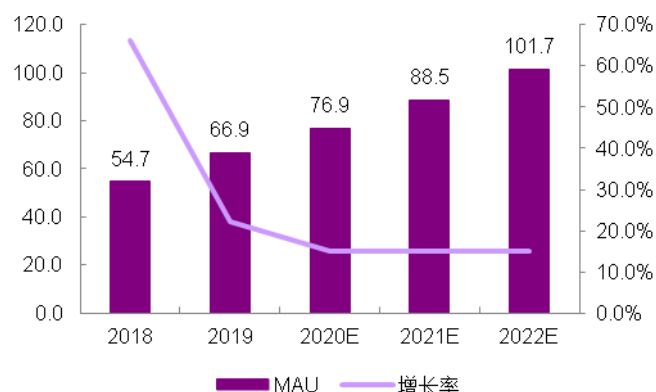
资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

图 33：公司毛利率预测



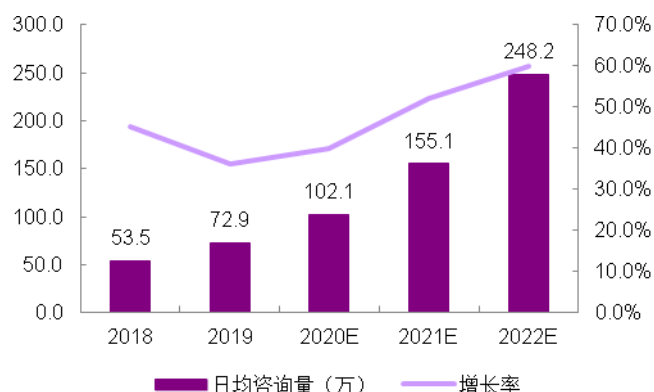
资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

图 34：月活跃人数预测及增长（万）



资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

图 35：日均咨询量预测及增长（万）



资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

我们采取分部估值法对公司各项业务进行估值，考虑到医药电商为新兴行业处于快速发展时期，因此普通电商零售标的仅做参考，我们认为医药电商标的较普通电商零售标的享有估值溢价。考虑到公司各块业务处于培育阶段，发展前景大但利润贡献小，我们采用市销率估值法。其中 1) 考虑到在线医疗业务仍有广阔拓展空间，处于高速发展阶段，对标美股在线医疗企业，我们给予在线医疗业务 2020 年 15 倍 P/S，对应 2020 年估值为 234.3 亿元人民币。2) 我们给予消费型医疗和健康商城业务 2020 年 9 倍 P/S，对应 2020 年估值为 120.1 和 339.6 亿元人民币。3) 健康管理和互动业务给予 7 倍 P/S 估值，对应 2020 年 16.2 亿元人民币。结合分部估值法得到公司 2020 年合理估值为 710 亿元人民币。

表 10：可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价	营业收入 (亿元人民币)			总市值	P/S	19~21 年 CAGR (%)
		20200318	2019E	2020E	2021E	(亿元人民币)	2020	
中国互联网企业								
PDD.O	拼多多	31.77	298.55	480.35	674.81	2,836.85	5.41	50.3%
BABA.N	阿里巴巴	180.00	3,768.40	5,139.10	7,065.38	37,124.01	6.61	36.9%
JD.O	京东	37.70	5,678.88	6,795.33	7,761.44	4,227.08	0.57	16.9%
3690.HK	美团点评-W	75.55	949.16	1,305.72	1,729.45	4,734.23	3.05	35.0%
美国在线医疗企业 (货币单位为美元)								
TDOC.N	Teladoc	136.93	5.53	7.17	8.95	99.97	13.94	27.2%
均值							5.41	35.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 (收盘价美股货币单位为 USD，港股为 HKD)

表 11：公司分部估值法

业务板块	估值方法	估值倍数	2020E 营业收入 (百万人民币)	2020 市值 (亿元人民币)	19~21 年 CAGR
在线医疗	P/S	15.00	1561.60	234.30	86.0%
消费型医疗服务	P/S	9.00	1334.90	120.14	21.0%
健康商城	P/S	9.00	3772.86	339.56	31.0%
健康管理和互动	P/S	7.00	231.48	16.20	20.0%
合理估值 (亿元)				710.2	
目标价 (元)				66.54	
目标价 (港元)				73.94	

资料来源：光大证券研究所预测

首次覆盖，给予“买入”评级。公司是国内在线医疗巨头，扎根医疗服务，有望打通医疗健康全产业链，我们预计 20~22 年 EPS 预测分别为 -0.65/-0.53/0.13 元，结合分部估值法得到公司 2020 年合理价值为 710.2 亿元，对应目标价 73.94 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险分析。**处方药网售政策落地慢于预期、研发投入高于预期、平安系资源整合不及预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,338	5,066	6,901	9,818	14,254
营业收入增长率	78.69%	51.76%	36.23%	42.27%	45.19%
净利润（百万元）	-912	-734	-696	-564	134
净利润增长率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
EPS（元）	-0.85	-0.69	-0.65	-0.53	0.13

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020.3.18

## 4.2、阿里健康：打造全生态健康综合服务平台

### 4.2.1、快速崛起的大健康领域开拓者

阿里健康以医药电商切入，通过发展互联网医疗、智慧医疗、消费医疗和追溯服务打造大健康产业闭环。作为阿里集团 Double H 战略下的健康平台，公司全面布局智慧健康业务并获得阿里集团资源支持。

公司目前主营医药电商、互联网医疗、智慧医疗、产品追溯、消费医疗等业务，14 年阿里巴巴收购中信 21 世纪成为其第一大股东，同年，中信 21 世纪更名为阿里健康，通过收购公司拥有了药品电子监管码系统和流通数据库。2015 年公司官网上线进军医药电商领域，经过短短数年迅速发展，公司以大健康产品销售为根基，积极发展互联网医疗和人工智能业务板块，有望逐渐打造一个全生态健康综合服务平台。

图 36：阿里健康主营业务



资料来源：公司官网，光大证券研究所

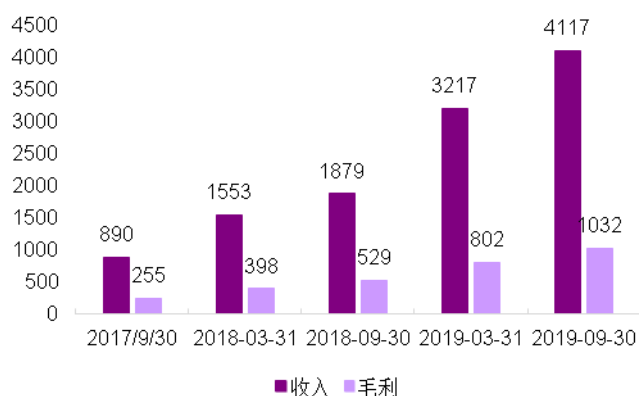
表 12：公司发展历史

时间	事件
2014 年	医药零售探索第一步：阿里巴巴联手云锋基金收购中信 21 世纪，组建阿里健康。
2015 年	阿里健康官网正式上线，接入新浪“爱医生”资源，牵手锐珂医疗共同搭建影像诊断平台。
2016 年 5 月	联合 65 家连锁药店，共同布成立“中国医药 O2O 先锋联盟”。
2016 年 6 月	宣布上线追溯平台“码上放心”。
2016 年 9 月	获得天猫医药的独家运营权。
2016 年 10 月	联合数十家智能医疗、健康设备品牌共同推出的“智能关爱计划”正式启动。
2018 年 5 月	收购天猫医疗器械及保健用品等业务。
2018 年 8 月	联手多家连锁药房，在杭州试水全链路打通的医药新零售。
2018 年 10 月	启动面向医疗 AI 行业的第三方人工智能开放平台。
2018 年 11 月	独家在支付宝客户端上设立独立的医疗健康服务频道，管理运营医疗健康行业的合作伙伴
2019 年 1 月	浙江省互联网医院平台正式上线
2019 年 3 月	湖北首家“互联网+支付宝全流程就医服务”未来医院在武汉正式亮相

资料来源：公司公告，光大证券研究所

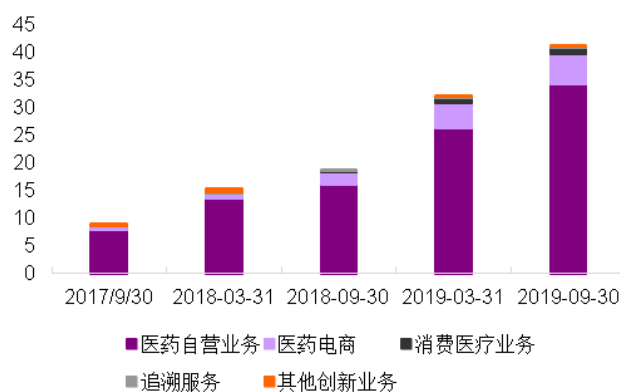
2019 财年（截至 2019 年 3 月 31 日），公司实现营业收入 51.0 亿元（+108.6%），归属于母公司净亏损 0.82 亿元，净亏损率由上年同期的 4.38% 下降到 1.61%。分业务板块来看，医药自营收入 42.3 亿元，同比增长 96.8%；医药电商收入 6.9 亿元，同比增长 3 倍；消费医疗业务收入 1.3 亿元；追溯服务收入 0.40 亿元；其他创新服务收入 0.1 亿元，综合毛利率 26.1%。

图 37：公司收入及利润增长情况（百万元）



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 38：公司收入分布情况（亿元）



资料来源：公司财报，光大证券研究所

#### 4.2.2、医药电商自营与平台业务奠定扎实基础、消费医疗满足多元化需求

积极准备慢病和常见病复诊及购药服务，自营业务产品品类有望得到开拓。公司通过医药自营业务（包括阿里健康大药房、海外旗舰店、阿里健康旗舰



店) 提供 OTC 药品、保健滋补品等众多健康相关品类的商品, 包括自主经营的 B2C 零售、相关广告业务和 B2B 集采分销业务。截止 19 年 9 月, 医药自营业务的收入达到人民币 34.4 亿元 (+114.6%)。截止 19 年 9 月, 在线自营店年度活跃消费者超过 3700 万。

2019 年 9 月, 阿里健康大药房从药品零售平台升级为以家庭为核心的健康服务平台。与此同时, 公司在仓储、物流、客服等方面的配套系统和服务能力也进一步提高: 新增仓库, 五仓配送全国; 并通过菜鸟联盟合作, 对偏远地区的覆盖程度显著提升; 在线自营店还通过自有执业药师团队, 提供在线咨询服务, 并通过完善的会员管理服务, 不断增强用户对自营店的信赖度。

**医药电商龙头地位稳固, 有望借渗透率提升进一步拓展。**公司医药电商平台业务包括从阿里巴巴集团收购的保健食品及医疗器械等类目电商平台业务、为天猫医药平台提供的外包服务业务以及医药 O2O 业务, 目前是中国最大的医药电商平台。截止 19 年 9 月, 公司运营的天猫医药馆产生的 GMV 为 595 亿元, 该部分业务的收入总额达到人民币 5.4 亿元 (+139.8%)。截止 19 年 9 月, 天猫医药平台的年度活跃消费者已超过 1.6 亿。天猫医药平台业务有着广阔的可持续增长空间。随着医药电商渗透率的提升、在线慢病和常见病复诊购药服务的发展, 该部分业务孕育更大的增长潜力。

**短期来看, 公司在医药自营和医药电商两块业务的扎实发展有望驱动公司业务快速增长。**公司具备吸引优质流量的能力, 有望凭借丰富的产品类目的和良好的购药体验不断强化消费者互联网购药的习惯。此外, 公司在医药电商领域市占率遥遥领先, 在承接处方药外流的渠道中有望占据一席之地。

20 年 2 月, 公司以 80.75 亿港元收购 Ali JK ZNS Limited 的全部股权, 此前, 公司在天猫医药馆以两种模式获得现在运营的产品类目。公司于 2017 年 6 月及 2018 年 5 月, 合共以 144 亿港元代价, 收购保健食品、成人计生、医疗器械、隐形眼镜及医疗健康服务合共 5 个类目的商家及营销关系。经过 3 次收购, 公司将顺利承接天猫平台医药、器械、保健健康用品, 获得强大的增量优势。

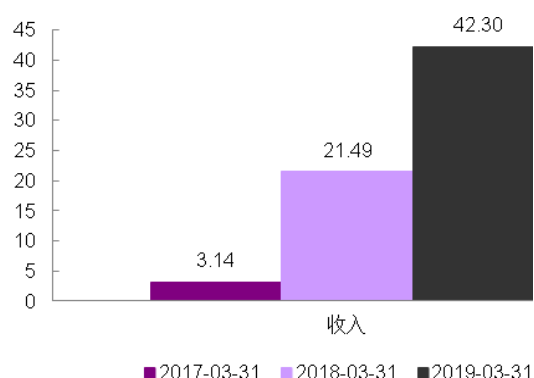
注: 收购前, 公司从天猫向商家征收 GMV 的 3% 费用中, 收取 21.5% 作为服务费, 相当于收取 GMV 的 0.645%; 收购后, 阿里健康从平台总交易额 (GMV) 中收取 3% 为服务费, 但需要向天猫支付其中 50% 作软件服务费。相当于收取 GMV 的 1.5%

表 13: 阿里健康三次收购对比

	2017 年 6 月	2018 年 7 月	2020 年 2 月
对价	38 亿港元	106 亿港元	80.75 亿港元
范畴	保健食品	医疗器械及保健品、成人用品、隐形眼镜、医疗及健康服务	药品、特医食品、天猫超市销售的各类医药健康商品、天猫国际销售的各类医药健康商品
当期 GMV	28 亿元	206 亿元	96 亿元
收购后收取服务费比例	3%*50%=1.5%		
收购前收取服务费比例	3%*21.5%=0.645%		

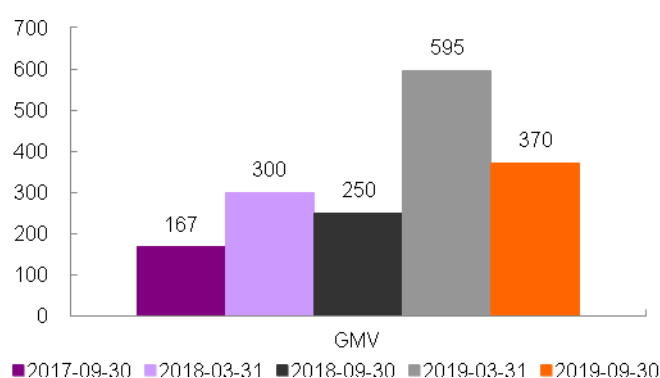
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 39：公司医药自营业务快速增长（亿元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 40：公司电商平台 GMV 快速增长（亿元）



资料来源：公司财报，光大证券研究所

以 O2O 为载体，积极探索医药新零售。公司于 18 年在杭州试点 24 小时急送药服务，获得广泛认可，目前 10 个城市已实现“30 分钟送达、7\*24 小时送药”服务，同时在全国 120 多个城市推出急送药服务，推进新零售探索，打通线上和线下。该业务板块深化了公司在 O2O 业务方向上的发展。

“慢病福利计划”助力慢病处方药业务增长。3 月 4 日，阿里健康宣布，在天猫联合“放心购药计划”的基础上，进一步推出“慢病福利计划”，为慢病人群提供专属“云医生”、原厂药品直供、个性化用药指导等一系列慢病管理服务。慢病福利计划在国内外获得超过 50 余家药企支持，有望在未来 3 年走入 10 万个社区，覆盖 1 亿慢病人群。该计划有望加快慢病人群覆盖速度，推动慢病处方药业务增长。

图 41：公司推出“慢病福利计划”



资料来源：阿里健康公众号，光大证券研究所

追溯服务提升合作企业供应链管理能力，有望铸就重要底层技术基础。“码上放心”平台的广泛运用助力实现药品供应链在线化、数据化和透明化，为医药行业各方的日常管理以及实现在线线下融合提供基础工具和增值服务，包括药品追溯和召回、渠道管理、患者教育、冷链追溯、医保控费等。截止 19 年 9 月，追溯业务收入为 0.2 亿元人民币。进驻码上放心平台的药品生产

企业占国内药品在产企业的 90%，疫苗生产企业覆盖率超过 100%。我国的医药产业正式进入电子监管时代和药品追溯体系全方位建设阶段后，追溯码业务将成为未来网售处方药业务安全可追溯的底层技术支撑。

积极开拓消费医疗满足消费者多元化需求，打造便利可靠的服务枢纽。消费医疗业务主要覆盖医美、口腔、疫苗、体检、母婴等板块。公司通过消费医疗平台向合作商家提供整合营销服务以持续获客，更致力于整个产业生态链的打造。截止 19 年 9 月，消费医疗业务的收入达到人民币 1.1 亿元（+274.4%）。公司持续通过手淘、支付宝、口碑等多个阵地为用户对接安全、专业、普惠的消费医疗服务提供方，也将通过平台、数据、客服、技术、会员管理等相关能力去赋能合作商家，以提升用户体验和持续为用户创造价值。

### 4.2.3、全力打造以消费者为中心的大健康综合服务平台

开拓性平台建设推进互联网医疗业务深入发展。在互联网医院建设方面，公司依托于前期建立的阿里健康网络医院有限公司，组织执业医师、执业药师和营养师等专业人员，为来自淘宝、天猫、支付宝等终端的用户提供咨询、在线复诊、开放、挂号、支付等各项服务。截止 19 年 9 月，与公司签约提供在线健康咨询服务的执业医师、执业药师和营养师合计超过 27,000 人，支付宝已经签约的医疗机构数超过 11,000 家，其中二级和三级医院数量超过 3,600 家，并在超过 300 家三级医院接通医保支付。

同时，公司依托浙江扁鹊健康技术公司承建浙江互联网医院平台已于 19 年 1 月发布，截止 19 年 9 月有超过 130 家包括三甲医院在内的医疗机构入驻，是全国第一个集监管能力和服务能力于一体的互联网医院平台，实现浙江省地级市全覆盖，是国家卫健委样板工程。基于该平台，19 年 10 月，与衢州市政府共建的衢州慢病管理平台正式发布，实现“互联网复诊+处方在线流转+医保在线支付+药品配送到家”全链路服务。公司积极在线下持续拓展优质医疗机构和医生资源，帮助线下医院进行信息化升级改造，提升服务水平和运营效率。

图 42：浙江省互联网医院平台-支付宝首页



资料来源：支付宝，光大证券研究所

**智慧医疗依托核心技术赋能医疗行业。**公司通过积极与政府、医院、科研院所等外部机构合作，探索开拓以信息化、人工智能和大数据技术为基础的智慧医疗业务。1) 截止 19 年 9 月，“浙江省居民电子健康卡平台”已发放超过 2,600 万张电子健康卡，并覆盖浙江省所有地级市。2) 公司还搭建了阿里健康 AI 中心，研发了脑健康筛查 AI 引擎，通过 AI 技术对脑电图的定量分析，在提示抑郁、老年痴呆风险等方面有广泛应用场景。并在口腔数字化领域进行 AI 应用的探索，研发了口腔正畸数字化辅助设计方案。公司将以 AI 中心为阵地，推进中国医疗服务和医学技术产业的突破性进展。3) 公司自主研发了临床辅助决策支持系统（CDSS），以医生为主要使用对象，在问诊过程中助力医生标准化诊疗信息，提供规范的辅助决策、用药及检查方案提醒等，全面提升效率。4) 覆盖全业务流程，搭建线上线下全服务场景的云 HIS 平台。公司通过控股照牛科技搭建一体化平台，开发了以覆盖区县级医疗机构为重点的区域云 HIS 系统，有望有力推进区域内医疗机构与医疗行政单位的互联互通。

**上线医保电子凭证覆盖全国，大健康布局再下一城。**2020 年 2 月，支付宝在杭州市上线健康码，并将向全国统一推广健康码系统。3 月 16 日，支付宝正式上线由国家医保信息平台统一签发的全国医保电子凭证服务，通过医保电子凭证，参保人可在线享受各类医疗保障服务。山东、福建、河北、黑龙江、吉林等地已实现用医保码扫码买药，共有逾万家药店医院支持此项功能。医保支付凭证是实现医保在线支付的重要基础，公司作为行业领军者迅速上线覆盖全国的医保电子凭证，将成为公司全生态大健康布局中重要一环。

**组织升级，CEO 换帅加速推进医疗数字化业务进程。**3 月 15 日，公司公告由阿里创新事业部总裁朱顺炎正式接棒阿里健康，担任首席执行官、执行董事兼董事会主席，新一代数字基础设施建设将成为公司新的发展方向。我们认为 CEO 换帅后有望加强面向未来创新的组织保障和投入，助力推进医疗健康领域的数字化“新基建”进程。



### 4.3、大型连锁零售药店优势将更加突出、流通企业有望战略转型

1) **零售药店可享互联网医疗红利，大型连锁优势将更加突出。**从互联网医疗发展的需求来看，网售处方药或许是大势所趋，但在线销售处方药对零售药店实则利大于弊。

一方面，零售药店企业将迎来扩大 O2O 销售规模的契机，通过在线开方、审方后直接进行线上销售，加上自身强大的物流配送能力，可以为患者提供“一站式”药事服务。需求的大量增加将完全覆盖投入费用，最终让 O2O 变成一门可以赚钱的生意。

另一方面，早期的网售处方药将集中在慢病药物，这也就意味着慢病药物处方外流将加速。随着慢病药房资质审批的放开，有望给拥有慢病接待能力的龙头企业创造新的收入增长点。

最后，在线销售药品势将对不具备线上规模化销售能力零售药店带来冲击，影响零售药店企业的收入。没有能力开展在线审方的中小型实体药店可能会面临倒闭风险，长期来看行业集中度有望进一步提升，大型连锁优势将更加突出。推荐龙头药店**益丰药房、大参林、老百姓和一心堂**。

2) **“互联网+药+保”对医药流通企业而言是新蓝海市场，有望实现从 ToB 到 ToC 的产业链延伸。**根据国家医保局互联网医保新政，“互联网+药+保”的药品配送有模式：1) 在线诊疗+网络支付+医院药房自提/线下配送；2) 在线诊疗+网络支付+定点药店自提；3) 在线诊疗+网络支付+云药房配送。三种模式对医药流通企业而言，大量的医院端处方和患者流量延伸出对原研药、新特药的需求，增加了供应链延伸和由 ToB 向 ToC 业务转型的契机，渠道价值量提升。医药流通企业涉足互联网医疗，有较高的资质要求和软硬件门槛。我们认为具有高效营运能力、信息化水平、长期医院业务积累的流通企业有望在“互联网+医药配送”新蓝海中脱颖而出。**建议关注：九州通、上海医药。**

### 4.4、医疗信息化公司有望分享红利、带来增量空间

互联网医院有望迎来加速建设周期、医保电子凭证有望全国推开，考虑到医疗机构在 IT 技术和运营方面并不具备竞争优势，第三方医疗信息化机构有望医疗信息化公司有望直接受益互联网医院建设进程加速，承接相应信息平台建设和运营，给相关标的带来新增市场空间。

**建议关注：1) 卫宁健康：**公司是医疗信息化龙头公司，推动“4+1”发展战略。公司致力于提供医疗健康卫生信息一体化解决方案，是国内老牌医疗信息化龙头上市公司。自 2015 年起，公司积极布局医疗健康服务领域，推动互联网+模式下的医疗健康云服务等创新业务的发展，贯彻公司“4+1”发展战略（云医、云药、云险、云康+创新服务平台）。**2) 思创医惠：**公司在基础医疗、互联网医疗、医疗物联网、医疗人工智能领域强势布局，助力智慧医疗解决方案。互联网医疗领域着重推进智能开放平台向 C 端延伸；医疗人工智能领域，与 IBM 沃森合作推进全球领先的肿瘤解决方案，已取得阶段性成果，另自主研发的“ThinkGO”人工智能平台已能够满足诸如疾病筛查、疾病



预警、辅助诊疗、医护助手、随访监测等多重医疗健康需求。3) 久远银海：公司聚焦医疗医保、数字政务、智慧城市、军民融合四大战略方向，面向政府部门以及行业生态主体，以信息化、大数据应用和云服务，为民生国防赋能。陆续中标国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程业务，已启动建设。4) **创业慧康**：医疗信息化第一梯队，公司专注于医疗卫生信息化的建设、研发及服务创新，是国内领先的医疗卫生信息化公司。组建了医卫信息化事业群、医卫物联网事业群、医卫互联网事业群，形成了“一体两翼”的公司业务格局。

## 5、风险提示

**互联网医疗行业政策落地不及预期**：2020 年有望成为行业配套政策出台的大年，政策落地和推进的速度不及预期可能会影响行业发展的进度。

**线上医保对接不及预期**：互联网医疗有望随着医保的接入实现三医联动，加速流量变现。若线上医保对接不及预期可能影响带来风险。

**线上诊疗医疗纠纷**：线上诊疗区别于线下医疗仍有诊疗局限性，若出现医疗纠纷可能带来风险。

**疫情进展超出预期**：新冠肺炎疫情仍在全球范围内发展，若疫情进展超出预期可能带来风险。

## 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
1833.HK	平安好医生	55.76	-0.85	-0.69	-0.65	n.a	n.a	n.a	5.8	6.2	6.7	买入	首次
002727	一心堂	18.95	0.92	1.06	1.29	21	18	15	2.5	2.9	2.2	买入	维持
603883	老百姓	67.15	1.53	1.87	2.42	44	36	28	4.4	5.6	4.9	买入	维持
603939	益丰药房	76.01	1.11	1.55	2.05	68	49	37	3.8	6.7	6.1	买入	维持
603233	大参林	52.39	1.33	1.38	1.76	39	38	30	5.2	8.1	6.8	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 3 月 18 日 (注 1) 汇率取 1HKD=0.890RMB;

2) 平安好医生与一心堂 19 年业绩为实际值)

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼