

## 计算机

**互联网医疗，青云直上正当时**

## ——互联网医疗行业深度报告

**评级：增持（维持）**

分析师：闻学臣

执业证书编号：S0740519090007

Email: wenxc@r.qlzq.com.cn

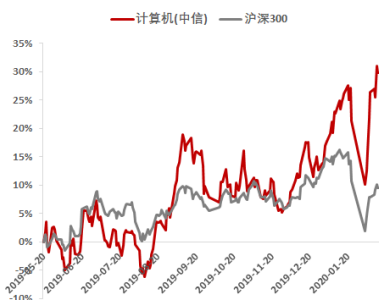
分析师：何柄渝

执业证书编号：S0740519090003

Email: heby@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	220
行业总市值(十亿元)	2,965.37
行业流通市值(十亿元)	2,165.44

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 《久远银海（002777）：医保IT行业开启新纪元，龙头公司短中长期逻辑清晰》 2019年09月26日
- 《卫宁健康（300253.SZ）深度报告：医疗IT高成长具备长期性，创新业务蓄势待发》 2019年10月09日

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021		
卫宁健康	22.10	0.19	0.25	0.31	0.49	116.32	88.40	71.29	45.10	2.21	买入
创业慧康	24.50	0.44	0.38	0.50	0.66	55.68	64.47	49.00	37.12	2.03	买入
久远银海	42.33	0.69	0.70	0.99	1.39	61.35	60.47	42.76	30.40	1.47	买入
思创医惠	13.72	0.18	0.25	0.35	0.51	76.22	54.88	39.20	26.90	1.28	买入
东华软件	15.77	0.26	0.29	0.36	0.43	60.65	54.38	43.81	36.67	2.50	增持

备注：股价为2020年2月13日收盘价

**投资要点**

- **互联网医疗行业政策完备，供需双增，青云直上正当时。**我国互联网医疗行业于2000年左右开始萌芽，20余年来，随着政策的变化，行业曲折前行。现在我国已经颁布涵盖互联网医院经办、网售处方药、线上医保支付的互联网医疗政策体系，制约行业发展的法律障碍解除，行业的高速成长得到完善的法律体系支持和保障。新型肺炎疫情爆发后，互联网医疗的供给端（互联网医院和医生）激增，需求端（消费者）的规模也得以爆发式增长。政策完备，供需双增，互联网医疗行业高速发展再加速。
- **依托实体医疗机构，开展共建合营模式将成为互联网医疗发展的主流趋势。**《互联网医院管理办法（试行）》要求互联网医院必须依托实体医院，而医疗资源有明显的线下属性且受区域半径限制。纯线上医疗服务只能满足健康咨询等轻问诊需求，无法满足严肃的医疗服务需求。为了提升医疗服务效果，扩大覆盖面和影响力，整合线下医疗资源成为互联网医疗行业发展的主要方向。根据现在医疗资源的特色，互联网医疗可分为以医院为主体的医院模式（比如浙大邵逸夫医院互联网医院）和以市或区县为单位的区域模式（比如中山市的健康中山平台）。两者各具特色，目前共同发展。从运营方式来看，互联网医疗模式分为自建自营模式和共建合营模式，但共建合营模式将实现各参与方的资源利用最大化，该模式有望成为未来主流模式。
- **多类盈利模式落地，互联网医疗商业价值逐步显现。**缺乏有效的商业模式是制约行业发展的主要因素之一。互联网医疗行业经过前期的探索发展，多类盈利模式初步落地，比如线上问诊、远程医疗、处方共享平台、线上支付返佣等。盈利模式逐渐清晰，行业的商业价值逐步显现。
- **互联网医疗行业总规模超千亿，运营分成模式市场规模将达百亿元量级。**2C的线上问诊、2B的远程医疗、处方共享平台运营是目前初步落地的服务模式。经测算，线上问诊和远程诊疗市场规模将达150亿元，处方共享平台流量规模将超千亿元。基于目前主要盈利模式，互联网医疗运营分成的市场规模有望达百亿元量级，发展空间广阔。并且目前仍在积极探索其他服务模式，比如互联网+健康管理，网约护士，健康商城，商保服务，聚合支付等。围绕“医”、“药”、“险”，互联网医疗服务模式可拓展性强，极具发展潜力。
- **投资建议：**
- **重点推荐：卫宁健康（医疗IT龙头企业，互联网医疗业务高成长）、创业慧康（医疗IT领军企业，整合多方资源推进互联网医疗业务发展）、久远银海（医保IT龙头企业）、思创医惠（国内优质医院信息集成平台商）；**
- **推荐关注：平安好医生（互联网医疗龙头企业）、阿里健康（医药电商龙头企业）、万达信息（医疗IT领军企业，保险+医疗+科技协同发展）、东华软件（具备大医院卡位优势的医疗IT领军企业，积极推动互联网业务落地）、麦迪科技（CIS领域龙头企业）、和仁科技（优质医疗IT企业）。**
- **风险提示：**互联网医疗政策落地缓慢；政策实施效果不及预期；受线上医保支付等因素影响，线上问诊、远程诊疗等互联网医疗业务推进不及预期；市场空间测算基于一定的假设条件，存在不及预期的风险；文中提及的收费规模、渗透率等数据来自于调研，可能因样本不足与实际有偏差

## 内容目录

<b>1、互联网医疗行业政策体系完备，青云直上正当时</b>	<b>- 4 -</b>
1.1、回首过往：互联网医疗行业曲折前行	- 4 -
1.2、总结现在：政策体系完备，构建互联网医疗发展基石	- 5 -
1.3、展望未来：疫情驱动互联网医疗供需双增，行业成长再加速	- 6 -
<b>2、受政策影响，整合线下医疗资源成为互联网医疗重点方向</b>	<b>- 7 -</b>
2.1、政策要求互联网医院必须依托实体医院，整合线下医疗资源成关键点	- 7 -
2.2、医院模式和区域模式成为互联网医疗两大发展模式	- 8 -
2.3、共建合营模式更加高效，有望成为主流模式	- 9 -
<b>3、多类盈利模式初步落地，行业商业价值逐步显现</b>	<b>- 9 -</b>
<b>4、互联网医疗市场超千亿，运营分成有望达百亿量级</b>	<b>- 13 -</b>
4.1、围绕“医药险”展开“互联网+”服务，总规模超千亿元	- 13 -
4.2、互联网医院运营市场规模有望达百亿量级，盈利空间丰厚	- 14 -
4.3、互联网医疗服务延展范围广，打开更大市场空间	- 14 -
<b>5、投资建议</b>	<b>- 17 -</b>
5.1、卫宁健康（300253）：医疗 IT 龙头企业，互联网医疗业务高成长	- 17 -
5.2、创业慧康（300451）：整合多方资源，加速推进互联网医疗发展	- 19 -
5.3、万达信息（300168）：借力中国人寿，“保险+医疗+科技”融合发展	- 20 -
5.4、东华软件（002065）：医疗 IT 领军企业，互联网医疗加速落地	- 20 -
5.5、平安好医生（1833.HK）：互联网医疗龙头企业，构建完善生态体系	- 20 -
5.6、阿里健康（0241.HK）：阿里集团健康领域旗舰平台，经营持续优化	- 21 -
<b>6、风险提示</b>	<b>- 21 -</b>

## 图表目录

图表 1: 互联网医疗行业热度与代表性政策.....	- 4 -
图表 2: 互联网医疗重要政策梳理 .....	- 5 -
图表 3: 完善的互联网医疗法律体系支撑行业高速发展.....	- 6 -
图表 4: 新型肺炎疫情促进互联网医疗供需双增.....	- 7 -
图表 5: 两大互联网医疗模式示意图 .....	- 7 -
图表 6: 浙大邵逸夫医院互联网医院界面截图 .....	- 8 -
图表 7: 健康中山 APP 界面截图 .....	- 8 -
图表 8: 互联网医疗多类初步落地的盈利模式 .....	- 9 -
图表 9: 浙大邵逸夫医院互联网医院咨询量前十医生信息统计 .....	- 10 -
图表 10: 浙大邵逸夫医院互联网医院“选择医生”界面截图 .....	- 11 -
图表 11: 山东省远程会诊和远程监测收费标准 .....	- 12 -
图表 12: 1989 年-2015 年日本医药分离率.....	- 12 -
图表 13: 处方共享平台运营模式示意图 .....	- 12 -
图表 14: 公立医院中各级医院收入结构分析 .....	- 13 -
图表 15: 互联网医疗市场规模测算.....	- 14 -
图表 16: 互联网医疗运营分成市场规模测算.....	- 14 -
图表 17: 互联网医疗服务呈多样化发展趋势 .....	- 15 -
图表 18: 国寿肺安保上线随申办市民云 .....	- 15 -
图表 19: 上海随身办 APP 截图 .....	- 16 -
图表 20: 国寿肺安保产品销售界面截图 .....	- 16 -
图表 21: 聚合支付平台运营模式示意图 .....	- 16 -
图表 22: 网约护士运营模式示意图.....	- 16 -
图表 23: 卫宁健康提出双轮驱动新战略.....	- 17 -
图表 24: 卫宁健康创新业务布局 .....	- 18 -

## 1、互联网医疗行业政策体系完备，青云直上正当时

### 1.1、回首过往：互联网医疗行业曲折前行

- **萌芽（2000年-2010年）**：早在2000年，39健康网、丁香园等企业的创立开启我国互联网医疗行业发展之路。
- **兴起（2010年-2014年）**：2010年左右，智能手机开始普及，在移动互联网技术的驱动下，互联网医疗行业发展进一步加速，一些现象级的企业开始创立，比如成立于2011年的春雨医生。
- **狂热（2014年-2015年）**：2014年随着“双创”概念的提出，互联网医疗行业在资本的支持下，开始迅猛发展。2015年开始，国务院、卫计委等部门开始陆续发布互联网医疗的大政方针，比如2015年国务院发布《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，互联网医疗行业的热度空前。
- **遇冷（2016年-2017年）**：2016年开始，政策有所转向。2016年8月，互联网第三方平台药品网上零售试点期结束后不再展期；2017年4月发布《关于征求互联网诊疗管理办法（试行）（征求意见稿）和关于推进互联网医疗服务发展的意见（征求意见稿）意见的函》，纯互联网平台类互联网医疗企业发展受阻，抑制互联网医院高增长势头。
- **转折（2018年-2019年）**：2018年国务院发布《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，互联网医疗再次得到市场重视。随后各地推出细则，进一步驱动互联网医疗领域落地，比如广东省发布《促进“互联网+医疗健康”发展行动计划（2018-2020）》。

图表 1：互联网医疗行业热度与代表性政策



来源：中泰证券研究所



图表 2: 互联网医疗重要政策梳理

时间	部门	政策/重大事件	备注
2014.5	食药监	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	允许互联网药品经营者凭处方销售处方药
2014.9	/	首次提出大众创业、万众创新，互联网+医疗行业开始蓬勃发展	
2015.7	国务院	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	
2017.5	卫计委	《关于征求互联网诊疗管理办法（试行）（征求意见稿）和关于推进互联网医疗服务发展的意见（征求意见稿）意见的函》	开始规范互联网医疗行业发展
2017.9	国务院	医药电商牌照 A、B、C 照全部废除	打破医药电商的牌照限制
2018.4	国务院	国务院常务会议确定发展“互联网+医疗健康”措施等	
2018.4	国务院	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	要求 2020 年底二级及以上医院开展互联网+医疗健康服务
2018.6	国家卫健委、财政部、国家中医药管理局	重点推动电子健康档案向个人开放	患者可通过智能客户端、电视、App、网站等形式查询自身健康信息。
2018.6	广东省政府	《促进“互联网+医疗健康”发展行动计划（2018-2020）》	广东互联网医疗可以医保报销
2018.7	卫健委	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》	
2018.9	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）》以及《远程医疗服务管理规范（试行）》	互联网医院运用模式得以规范发展
2018.10	卫健委	《关于公立医院开展网络支付业务的指导意见》	加速推进医院开展网络支付服务
2019.2	卫健委	《关于开展“互联网+护理服务”试点工作的通知》	鼓励开展网约护士服务
2019.2	/	十三届全国人大常委会通过新修订的《药品管理法》	网售处方药解禁，允许网售非特殊处方药
2019.8	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》	明确互联网医疗收费标准和医保支付标准

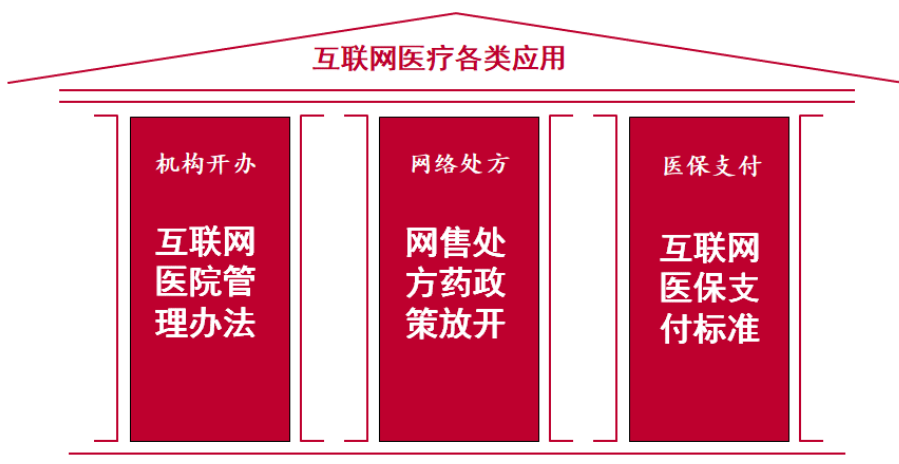
信息来源：互联网公开信息，中泰证券研究所

## 1.2、总结现在：政策体系完备，构建互联网医疗发展基石

- 互联网医疗作为新兴事物，虽然短期内实现蓬勃发展，但缺乏相配套的法律法规，比如缺乏专门针对互联网医院的管理办法，《药品管理法》禁止网售处方药等。部分互联网医疗的商业模式一直处于法律灰色地带。法律障碍始终是限制行业可持续发展的因素。但从 2018 年下半年以来，相关配套政策逐一完善，互联网医疗行业发展得到完善的法律体系支持和保障。

- 完备的互联网医疗基础政策体系涵盖“医”“药”“险”三大门类：
  - **（医）线上医院运营：**2018年9月国家卫健委颁布《互联网诊疗管理办法（试行）》、《互联网医院管理办法（试行）》、以及《远程医疗服务管理规范（试行）》。
  - **（药）网售处方药品：**新修订的《药品管理法》，已于2019年12月1日正式实施。
  - **（险）互联网医保支付：**2019年8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》。

**图表 3：完善的互联网医疗法律体系支撑行业高速发展**



来源：中泰证券研究所

### 1.3、展望未来：疫情驱动互联网医疗供需双增，行业成长再加速

- 大家生活及工作习惯的改变往往是循序渐进的过程，不会一蹴而就，除非存在某种强外力的刺激，比如突发性的社会实践、高强度的返利补贴等。2003年非典疫情驱动我国电子商务行业发展，2014年滴滴快的高强度的红包大战让居民快速接受互联网出行的新生活方式等例子，就是较好的佐证。
- 受新型肺炎疫情的影响，医院、医生、居民的行为也发生变化：
  - **医院端：**为减少患者间的交叉感染和提高医疗资源运营效率，更多的实体医院选择建设互联网医院，提供线上问诊服务。以纳里健康互联网医院客户为例，根据卫宁健康公告内容，截止2020年2月10日，疫情期间公司互联网医疗已上线和正在上线的医疗卫生机构已近900家（以公有云模式为主），而截止2019年底公司累计客户只有89家（全为共建合营模式）。
  - **医生端：**疫情爆发后，不少医生主动提供线上诊疗服务，为患者提供新型肺炎及其他疾病的线上咨询和诊治服务。
  - **消费者：**受疫情影响，越来越多的居民选择使用线上问诊。根据各家公司披露的问诊量信息，疫情爆发以来，全网针对新型肺炎疫情的问诊量超千万次，相当于普通三甲医院约10年的门诊量。

- 新型肺炎疫情爆发，互联网医疗的供给端（互联网医院和医生）激增，需求端（消费者）的规模也得以爆发式增长。行业供需双增，对互联网医疗行业进一步加速发展起到非常积极的驱动作用。

图表 4：新型肺炎疫情促进互联网医疗供需双增



来源：中泰证券研究所

## 2、受政策影响，整合线下医疗资源成为互联网医疗重点方向

### 2.1、政策要求互联网医院必须依托实体医院，整合线下医疗资源成关键点

- 《互联网医院管理办法（试行）》规定互联网医院分类两类：作为实体医疗机构第二名称的互联网医院，以及依托实体医疗机构独立设置的互联网医院。互联网医院的运营必须以实体医疗机构为依托，而不允许建立纯互联网平台的互联网医院。
- 医疗资源有明显的线下属性且受区域半径限制。如果没有线下医疗资源做配合，比如检查检验等，线上医生仅能提供疾病咨询，无法提供严肃性医疗服务，医疗服务效果将大打折扣。线下医疗资源主要覆盖区域内居民，除去小部分的大病及罕见病，居民绝大部分医疗需求都在行政区域内解决，比如居民针对常见的感冒、发烧、发炎、疼痛，慢病管理，母婴检测等均在当地的人民医院、中医院等医疗机构就诊，大病才会去省会及北上广深等大城市就诊。因此为了提升医疗服务效果，扩大覆盖面和影响面，整合线下医疗资源成为互联网医疗行业发展的重要方向。

图表 5：两大互联网医疗模式示意图



来源：中泰证券研究所

## 2.2、医院模式和区域模式成为互联网医疗两大发展模式

- 根据线下医疗资源特色，互联网医疗以两大模式为主：**医院模式和区域模式**。医院模式是大型医院建设自己的互联网医院，为患者提供线上健康咨询、线上复诊、慢病处方延展等，为其他医疗机构提供远程诊疗等服务，比如浙大邵逸夫医院互联网医院。区域模式通常以市或区县为单位，整合区域内各类医疗机构（包含三级医院、二级医院、一级医院、乡镇卫生中心等），构建区域互联网医疗生态体系，为居民提供线上健康咨询、线上复诊、慢病处方延展、网约护士等服务，为医疗机构间提供分级诊疗技术支持等，比如健康中山平台。两大模式各具特色，目前共同发展。

图表 6：浙大邵逸夫医院互联网医院界面截图



来源：邵医健康、中泰证券研究所

图表 7：健康中山 APP 界面截图



来源：健康中山 APP、中泰证券研究所



### 2.3、共建合营模式更加高效，有望成为主流模式

- 从目前运营方式来看，互联网医疗模式分为自建自营模式和共建合营模式。自建自营模式是指医疗机构或者区域卫健委委托医疗 IT 公司建设软件平台并提供系统运维服务，自身来负责平台的业务开展。而共建合营模式则是第三方机构与医疗机构或区域卫健委共同建设和运营互联网医院或区域医疗互联网平台，比如浙大邵逸夫医院互联网医院由邵逸夫医院和纳里健康共建，纳里健康提供 IT 服务支撑以及其它中后台服务，邵逸夫医院则提供医生，双方共同来运营互联网医院平台。
- 共建合营模式的效率更高，有望成为未来主流模式。单从互联网医院运营来看，医院不仅需要提供医生，而且还需要提供 IT 人员对软硬件设备进行运维服务，需要提供后台管理人员及客服。医生可以实现弹性供给，但中后台的管理人员则相对固定，且 IT 运维和互联网服务并非医院强项，若实体医院自身来运营互联网医院，运营成本高企。若采取共建合营模式，IT 建设和运维、互联网服务以及其他互联网医院中后台工作，可由第三方机构提供，并且第三方机构会服务多家互联网医院，让其固定的 IT 和人员投入的使用效率最大化；参与共建的医院仅提供医生即可；医生可利用上班时间（若医院针对互联网医院进行排班）和空闲时间提供线上医疗服务；患者可获得更优质的就医体验。共建合营模式能实现各参与方的效率最高化。未来共建合营模式有望成为主流。

## 3、多类盈利模式初步落地，行业商业价值逐步显现

- 缺乏有效的商业模式是制约行业发展的主要因素之一。医疗服务本身属于低频消费，单一客户价值量不大，但互联网获客成本高；C 端消费者线上付费意识不强，更愿意接受“免费”服务；医疗机构很强势，很难找到“买单”突破点等。诸多原因导致互联网医疗行业盈利能力弱。
- 经过前期的探索发展，多类盈利模式初步落地，比如线上问诊（为 C 端消费者提供付费的线上咨询、线上复诊、线上随访等服务）、远程医疗（大型医疗机构为中小医疗机构提供付费的医疗服务，比如远程多学科会诊，远程阅片等）、处方外流服务（处方共享平台方按交易金额 1%-2% 收取服务费）、线上支付返佣（按支付流水的万分之五返佣）等。

图表 8：互联网医疗多类初步落地的盈利模式

服务模式	盈利模式
线上问诊（2C）	为 C 端消费者提供付费的线上咨询、线上复诊、线上随访等服务
远程诊疗（2B）	大型医疗机构为中小医疗机构提供付费的医疗服务，比如远程多学科会诊，远程阅片等
处方外流服务	按交易金额的 1%-2% 收费
支付返佣	按支付流水的万分之五返佣
其他	健康管理收费，消费商城运营等

来源：中泰证券研究所

■ 部分互联网医疗盈利模式详细分析如下：

- **线上咨询/问诊：**比如居民可通过邵逸夫医院互联网医院选择线上付费咨询或问诊，不同医生根据职称等因素进行定价，图文咨询在 20-50 元/次，电话咨询在 40-100 元/次，复诊则为 10-15 元/次。
- ◆ 分析浙大邵逸夫医院互联网医院咨询量前十医生的数据（咨询量截止 2020 年 2 月 12 日）：除了两名医生是免费咨询外（咨询量分别排第 7 和第 9），其余 8 名医生均采用收费咨询模式，每次收费在 20-100 元不等；第 1 名咨询量为 14304 次，第 10 名咨询量为 3442 次；医生所在科室以生殖健康与不孕症科为主，还包含妇产科、新生儿科、核医学专业。
- ◆ **第十名 3400 次咨询量是个什么概念？**医生并不是每周五天都去门诊，通常每周去 2-3 个半天，其余时间在住院部或处理其他工作。若按每次门诊咨询 3 分钟，每半天工作 4 个小时计算，每半天门诊量大约 80 次。**3400 次相当于一位医生大约 3 个月的门诊量。**邵逸夫互联网医院已经上线多年，但前期会有较长时间教育医生和患者过程，这也意味着这名医生最近 1-2 年来，每天都会面对线上问诊的患者。**从普遍数据来看，邵逸夫互联网医院上咨询量超 500 次的医生并不是少数。**可以说，线上问诊已经成为邵逸夫医院部分医生日常工作的一部分。
- ◆ 从医生咨询量也可以间接反映出消费者线上问诊的付费意识正在增强。目前线上问诊需求主要是生殖健康、妇产科、新生儿科等年轻患者占比高的科室。**居民线上付费就医的习惯已经初步养成，未来有望向更多的科室拓展。**

图表 9：浙大邵逸夫医院互联网医院咨询量前十医生信息统计

姓名	职称	科室	咨询量	收费标准（元）			擅长
				图文	电话	复诊	
尉敏龄	/	生殖健康与不孕症科	14304	20	40	无排班	擅长不孕不育相关诊疗
周枫	副主任医师	生殖健康与不孕症科	9771	30	60	15	不孕不育的诊治、促排卵、人工授精、试管婴儿等辅助生育治疗
陆秀娥	主任医师	生殖健康与不孕症科	8270	60	无排班	无排班	不孕不育、生殖内分泌疾病 辅助生育技术
刘柳	副主任医师	生殖健康与不孕症科	8205	50	80	无排班	主攻方向：不孕不育诊治及辅助生育治疗。擅长卵泡监测，人工授精、试管婴儿及生殖内分泌相关疾病
蒋红飞	/	生殖健康与不孕症科	6952	20	40	15	/
许雯	/	生殖健康与不孕症科	5926	20	40	无排班	不孕不育、人工授精、试管婴儿、促排卵治疗、妇科，产科
杨京燕	主任医师	妇产科	5645	无排班	0	无排班	对妇产科各种常见病，多发病的诊治有比较丰富的临床经验和熟练的微创手术操作技巧

李超	/	生殖健康与不孕症科	4654	20	50	15	不孕不育、人工授精、试管婴儿、冷冻胚胎移植策略
楼岑	主任医师	核医学专业	4240	0	0	无排班	擅长核素内照射治疗分化型甲状腺癌、治疗甲状腺机能亢进症及治疗骨转移瘤等疾病
姜舟	副主任医师	新生儿科	3442	100	100	无排班	新生儿重症监护，早产儿管理。危重新生儿随访。婴幼儿常见疾病诊治。

来源：邵医健康，中泰证券研究所

图表 10：浙大邵逸夫医院互联网医院“选择医生”界面截图



来源：邵医健康，中泰证券研究所

- **远程诊疗：**针对远程会诊，部分省份已经出台官方定价标准，比如山东省出台《第一批“互联网”医疗服务项目价格表》，其中规定远程学科会诊双学科 440 元/次，多学科（3 个及以上学科）600 元/次；远程病理会诊 440 元/次（以 4 张切片为基数，5 张及以上切片 540 元）等。

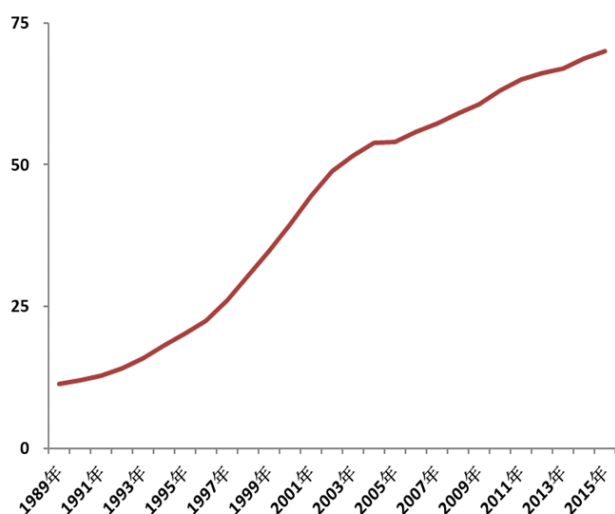
图表 11: 山东省远程会诊和远程监测收费标准

项目名称	计价单位	价格 (元)	计价说明	是否纳入医保
远程单学科会诊	次		双学科 440 元, 多学科 (3 个及以上学科) 600 元	是
副主任医师	次	180		是
主任医师	次	260		是
远程病理会诊	次	440	以 4 张切片为基数, 5 张及以上切片 540 元	是
远程心电监测	小时	13.5	按实际监测时间计收, 不足 1 小时按 1 小时计收	是。医保支付每次不超过 24 小时
远程起搏器监测	小时	12.5	按实际监测时间计收, 不足 1 小时按 1 小时计收	是。医保支付每次不超过 24 小时
远程除颤器监测	小时	12.5	按实际监测时间计收, 不足 1 小时按 1 小时计收	是。医保支付每次不超过 24 小时
远程胎心监测	小时	11	按实际监测时间计收, 不足 1 小时按 1 小时计收	按生育保险相关规定支付

来源: 山东省医保局、中泰证券研究所

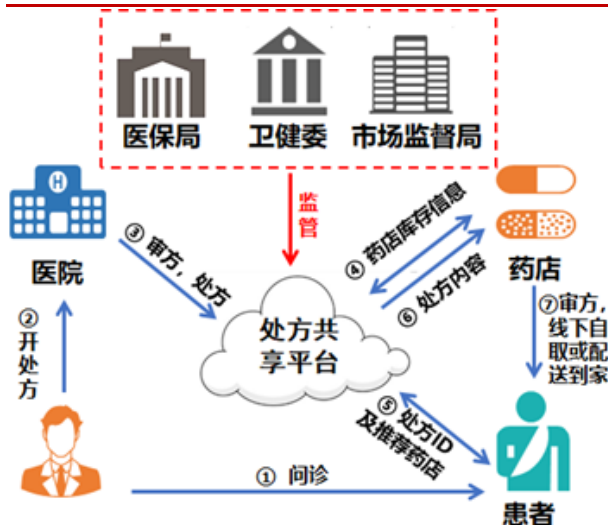
- **处方共享平台:** 国家一直在推动“医药分离”, 并且对医疗机构实施药品零加成, 处方外流将成为行业发展大趋势。日本从 1989 年推行医药分离以来, 目前医药分离率高达 70% 以上。处方共享平台通常以区域为单位进行, 参与运营服务的厂商通常按交易金额 1%-2% 收取服务费。

图表 12: 1989 年-2015 年日本医药分离率



来源: 日本厚生劳动省、中泰证券研究所

图表 13: 处方共享平台运营模式示意图



来源: 中泰证券研究所



## 4、互联网医疗市场超千亿，运营分成有望达百亿量级

### 4.1、围绕“医药险”展开“互联网+”服务，总规模超千亿元

- 互联网医疗盈利围绕“医药险”展开，但针对“险”目前还无成熟的商业模式，因此目前暂不分析其发展空间。“医”主要分为C端问诊类和B端远程诊疗类，“药”目前以处方外流模式为主。我国主要医疗资源集中在二级和三级医院，从公立医院各级医院收入占比可以看出，二级和三级医院收入总和占比高达98%。因此在测算“依托实体医疗机构的互联网医疗市场发展空间”以二级和三级医院数据为基础。

图表 14：公立医院中各级医院收入结构分析

	医院总收入	三级医院收入	二级医院收入	二、三级医院占比
2010 年	9.7	5.3	3.8	94.1%
2011 年	11.6	6.6	4.4	94.4%
2012 年	14.2	8.5	5.0	95.1%
2013 年	16.4	10.3	5.4	95.6%
2014 年	18.8	12.2	5.9	96.1%
2015 年	20.8	13.8	6.4	97.0%
2016 年	23.3	15.7	6.9	97.3%
2017 年	25.5	17.4	7.5	97.6%
2018 年	28.1	19.7	7.7	97.9%

来源：卫健委，中泰证券研究所 单位：千亿元

- 行业空间测算依据：
  - **2C 门诊类：**2018 年三级医院门诊量为 18.5 亿次，二级医院为 12.8 亿次；根据现在互联网医院收费标准，假设三级医院门诊费每次收费为 50 元/次，二级医院为 30 元/次；目前标杆互联网医院的线上问诊量约占线下 7%-8%，因此假设三级医院未来整体渗透率达 8%，二级医院由于慢病管理患者占比更高，假设渗透率为 15%。
  - **处方外流平台：**2018 年三级医院门诊药品收入 2431 亿元，二级医院 970 亿元；目前日本医药分离率高达 70% 以上，假设我们门诊医药分离率达 50%。
  - **2B 远程诊疗类：**目前标杆远程诊疗医院的远程诊疗量约占总门诊的 0.3%。随着医共体、分级诊疗推进，我们假设三级医院的远程诊疗数目约为门诊量的 0.3%。根据山东省远程诊疗的收费标准，每次均价约为 300 元。
- 可以算出，2C 的互联网门诊咨询规模中三级医院约 74 亿元，二级医院约 58 亿元；远程诊疗规模约为 17 亿元；线上诊疗类合计约 148 亿元。处方共享平台流量规模中三级医院 1215 亿元，二级医院 485 亿元；处方共享平台流量规模合计 1701 亿元。整体来看，互联网医疗总规模将超千亿元。

图表 15：互联网医疗市场规模测算

类型		项目	三级医院	二级医院	合计
行业空间 计算依据	线上问诊（2C）	门诊量（亿次）	18.5	12.8	
		次均门诊咨询费（元/次）	50	30	
		渗透率	8%	15%	
	处方外流平台	门诊药品收入（亿元）	2431	970	
		医药分离率	50%	50%	
	远程诊疗类（2B）	远程诊疗次数占门诊比例	0.30%		
		远程诊疗次数（百万次）	5.55		
		次均远程诊疗费（元/次）	300		
互联网医疗市场规模测算		互联网医疗咨询类总规模	91	58	148
		其中：互联网门诊咨询费（亿元）	74	58	132
		远程诊疗规模（亿元）	17		17
		处方共享平台流量规模	1215	485	1701
		合计	1306	543	1849

来源：卫健委，中泰证券研究所

#### 4.2、互联网医院运营市场规模有望达百亿量级，盈利空间丰厚

- 对于互联网医疗共建合营模式来说，第三方机构的收入主要来源于运营分成。目前线上问诊和远程诊疗模式分成约为 20%，线上药品销售分成约为 1.5%。由此可以计算出，2C 线上问诊规模约为 26 亿元，其中三级医院 15 亿元，二级医院 12 亿元；2B 远程诊疗规模约为 3 亿元；门诊处方共享平台分成收入约为 26 亿元，其中三级医院 18 亿元，二级医院 7 亿元；整体互联网医疗运营分成市场空间约为 55 亿元。由于规模测算基于 2018 年数据得出，我国医疗费用每年增速约为 10%，预计未来互联网医疗运营分成市场规模将达到百亿量级。

图表 16：互联网医疗运营分成市场规模测算

项目	三级医院	二级医院	合计
线上问诊（2C）（亿元）	15	12	26
门诊处方共享平台收入（亿元）	18	7	26
远程诊疗（2B）（亿元）	3		3
合计	36	19	55

来源：中泰证券研究所 注：合计中数据误差由四舍五入导致

#### 4.3、互联网医疗服务延展范围广，打开更大市场空间

- 除上述重点分析的线上问诊、远程诊疗等模式外，互联网医疗领域目前仍在积极探索其他类服务模式，比如互联网+健康管理，网约护士，健康商城，商保服务，聚合支付等，未来发展空间非常广阔。

图表 17：互联网医疗服务呈多样化发展趋势



来源：中泰证券研究所

- 医疗数据助力新型商业保险产品研发和精准销售，商保发展空间极其广阔。2019 年 11 月，中国人寿联合万达信息，利用上海健康云平台资源，成功研发并推出单病种保险产品——“国寿肺安宝特定肿瘤疾病保险”（简称“肺安宝”）。传统商业健康险产品基本上针对健康人群，针对患病人群通常拒保，或者收取高额保费。而“肺安宝”产品根据区域人群医疗数据来开发，让肺小结节人群有机会获得健康险保障。区域互联网平台可以助力新型商业健康险产品研发，而且能协助产品精准营销，实现多方共赢。

图表 18：国寿肺安宝上线随申办市民云



来源：互联网公开信息，中泰证券研究所

图表 19：上海随身办 APP 截图



来源：互联网公开信息、中泰证券研究所

图表 20：国寿肺安保产品销售界面截图



来源：互联网公开信息、中泰证券研究所

- 以互联网医院和区域互联网医疗平台为入口的聚合支付业务空间也有望达十亿量级。现在无论线上还是线下，移动支付、银行卡支付已经成为主流，很少使用现金支付。聚合支付平台则通常整合多种支付方式，实现支付统一管理，而互联网医院和区域互联网医疗平台是其主要入口。聚合支付盈利模式以第三方支付平台返佣为主，目前返佣比例为万分之五，即交易金额 1 万元，可实现 5 元返佣。根据卫建委和医保局的数据，2018 年我国医院总收入约 3.2 万亿元，基本医疗保险基金总支出 1.76 万亿元，而我国 2018 年健康险理赔金额约 0.17 万亿元，由此可知个人自费部分约占 40%，即 1.3 万亿元。考虑到医院收入成长性，若按万分之五的比例计算，每年基于自费部分的返佣规模可达十亿量级。

图表 21：聚合支付平台运营模式示意图



图表 22：网约护士运营模式示意图





来源：创业慧康公告、中泰证券研究所

来源：创业慧康公告、中泰证券研究所

- **网约护士作为新兴的服务模式，未来发展空间广阔。**2019 年 1 月国家卫健委发布《关于开展“互联网+护理服务”试点工作的通知》，鼓励各地利用互联网等新技术开展护理服务。随后各地出台“互联网+护理服务”政策细则。当地居民可通过区域互联网医疗平台进行“网约护士”，让护士及医务人员提供上门护理服务。以健康中山为例，中山市居民可通过健康中山 APP 预约基层医疗机构的护士进行上门服务，比如为长期卧床患者提供“压疮护理”等。护士每次上门服务费约 300 元，健康中山运营商每次收取费用的 10%作为系统服务费，即每次收取 30 元系统服务费。随着中国老龄化程度加深，再叠加少子化趋势，网约护士的需求也将随之增加。目前我国 75 岁以上人口数目约为 6000 万人，与养老护理相关的业务空间也呈百亿量级。

## 5、投资建议

- **重点推荐：卫宁健康（医疗 IT 龙头企业，互联网医疗业务高成长）、创业慧康（医疗 IT 领军企业，整合多方资源推进互联网医疗发展）、久远银海（医保 IT 龙头企业）、思创医惠（国内优质医院信息集成平台商）。**
- **推荐关注：平安好医生（互联网医疗龙头企业）、阿里健康（医药电商龙头企业）、万达信息（医疗 IT 领军企业，保险+医疗+科技协同发展）、东华软件（具备大医院卡位优势医疗 IT 领军企业，积极推动互联网业务落地）、麦迪科技（CIS 领域龙头企业）、和仁科技（优质医疗 IT 企业）。**

### 5.1、卫宁健康（300253）：医疗 IT 龙头企业，互联网医疗业务高成长

- **医疗 IT 龙头企业，推行“传统信息化业务+互联网创新业务”双轮驱动新战略。**公司为医疗 IT 龙头企业，其主要产品是以 HIS 为代表的传统医疗信息化产品。2015 年公司提出双轮驱动新战略，除传统医疗软件业务外，推出“4+1”创新业务模式，即云医、云药、云险、云康和创新服务平台。传统信息化业务及互联网医疗创新业务协同发展，驱动公司长期可持续成长。

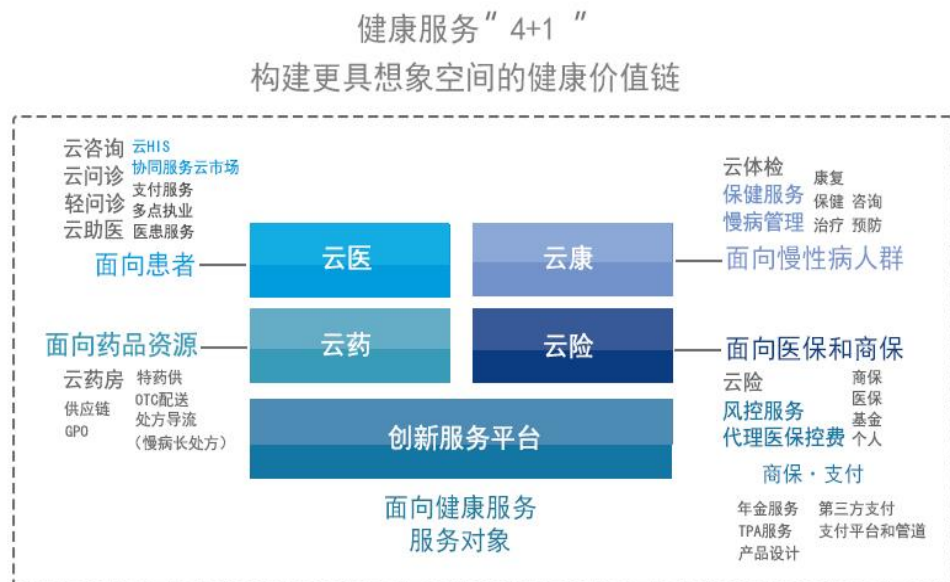
**图表 23：卫宁健康提出双轮驱动新战略**



来源：中泰证券研究所

- **创新业务已搭建互联网医疗生态体系，业绩具备高弹性。**云医、云药、云康、云险分别开展互联网医疗服务、互联网+医药、互联网+健康管理以及医（商）保控费和商保创新服务，创新服务平台依托卫宁互联网来开展。卫宁互联网主要作为卫宁创新业务的平台和孵化器，整合 4 朵云间业务资源、数据资源、服务资源，实现 4 朵云间业务联动、协同以及输出。公司“4+1”创新业务围绕“医、药、险”已搭建互联网医疗生态体系，运用互联网等科技手段赋能医疗机构、商业保险、药店等多类客户，实现多业务协同发展。2019 年公司创新业务进展良好：云医板块，因互联网医院业务持续推进、原结算滞后的部分项目进行结算等原因，纳里健康收入高速增长且同比有所减亏，而 2019 年前三季度收入下滑 23%，这表明 Q4 收入增速大幅提高；云药板块，钥匙圈收入高速增长，2019 年前三季度增速超 220%，预计全年继续维持超高增速，全年净利润有所减亏；云险板块，因为建设费用大幅增长但第三方支付返佣费率下滑等多因素影响，卫宁互联网（单体）收入略增，而卫宁科技由于中标国家医保局项目，投入加大，亏损同比大幅提高，但由于承接国家医保局项目，有利于开发全国医保控费市场。整体来看，多业务收入高速增长并实现减亏，云险业务由于前期战略性投入较多导致亏损增大，但利好未来业务发展，公司创新业务进展顺利。随着互联网对医疗行业的渗透，并且国家政策大力支持，互联网+医疗健康已成为行业发展趋势。公司率先实施战略布局，产品服务体系完备，并且依托战略股东阿里巴巴在互联网 C 端流量及科技领域的优势，竞争优势明显，市场需求旺盛，公司创新业务具备高弹性。

**图表 24：卫宁健康创新业务布局**



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **医疗 IT 行业高景气度持续，预计公司医疗 IT 业务有望继续实现订单和业绩双高增。**2020 年医疗 IT 行业维持高景气度的刺激因素呈多样化：2020 年为电子病历评级政策建设目标指引的最后一年，即 2020 年底三

级医院要达到电子病历评级四级和互联互通四级，二级医院要达到电子病历评级三级；2019 年初国家卫健委新推出智慧医院服务评级，2020 年将加大对行业的影响力；医保局新政策不断颁布，医保 IT 系统建设以及医院 IT 系统的升级改造需求增加。多因素驱动医疗 IT 行业依旧维持较高景气度，公司作为医疗 IT 行业龙头企业有望充分享受市场高速发展红利，预计 2020 年公司医疗 IT 业务有望继续实现新签订单及业绩双高增。

- **投资建议：**预计公司 2019/2020/2021 年 EPS 0.25/0.31/0.49 元，对应 PE 88.40/71.29/45.10 倍，给予“买入”评级。

## 5.2、创业慧康（300451）：整合多方资源，加速推进互联网医疗发展

- **互联网医疗创新业务有望加速发展，成为公司新业务增长点。**公司已经成立互联网医疗事业部，加速驱动互联网医疗业务的内部整合和业务发展，目前在健康城市运营、互联网医院建设、互联网+护理等方面取得阶段性成绩，比如健康城市运营项目已经在中山市落地，并且今年新增四川自贡市，互联网+护理、医药电商等业务进展顺利。公司还与新虹桥国际医学园区战略合作，双方将在互联网医院、互联网诊疗平台、慢病留管平台、处方流转平台建设及运营等方面合作，加速驱动互联网医疗创新业务发展。公司互联网医疗创新业务高速发展，有望成为新业绩增长点。
- **平安拟受让公司至少 5%股份，双方将联合推动在区域医疗健康平台运营服务板块的合作。**公司于 1 月 21 日收到股东转来的《关于与宁波梅山保税港区平盛安康股权投资基金合伙企业(有限合伙)签署投资之框架协议的通知》，杭州阜康投资拟向平盛安康或其指定关联方以协议转让的方式转让不少于约 3698.76 万股(占 5.00%)，但不超过约 6994.17 万股(占 9.45%)创业慧康的股份，交易价格为《股份转让协议》签署日的前一交易日公司在二级市场收盘价的 90%，交易完成后中国平安关联方将成为公司 5%以上股东。公司与平安集团强强联合，双方将在区域医疗健康平台运营服务板块开展合作，有利于公司区域医疗信息化以及健康城市运营业务的发展。
- **公司拟发行定增，重点建设研发和营销体系，驱动公司长期可持续发展。**公司拟发行定增，募资不超过 13.18 亿元，募投项目包含数据融合驱动的智为健康云服务整体解决方案项目（6.85 亿元），总部研发中心扩建和区域研究院建设项目（2.38 亿元），营销服务体系扩建项目（1.00 亿元）和补充流动资金项目（2.94 亿元）。从募投项目可知，大部分资金均用于研发投入和营销体系建设，有利于提升公司产品竞争力以及营销服务能力，利好公司长期可持续发展。
- **投资建议：**预计公司 2019/2020/2021 年 EPS 0.38/0.50/0.66 元，对应 PE 64.47/49.00/37.12 倍，给予“买入”评级。

### 5.3、万达信息（300168）：借力中国人寿，“保险+医疗+科技”融合发展

- **易主中国人寿，公司开启发展新征程。**2019 年底中国人寿成为公司控股股东，随后中国人寿派驻管理团队，优化人员结构，清理历史经营和财务风险，深度梳理公司业务，推出大政务、大医卫、信息科技创新板块、健康管理和智慧城市五大业务板块。万达信息目前已经迈入发展新征程。
- **强强联合，资源互补，推进“保险+医疗+科技”融合发展。**万达信息作为国内知名的信息化服务商在医疗健康领域具备较强影响，公司负责承建多地医疗卫生平台和社保系统，并且科技实力强劲，掌握大数据、人工智能、区块链等先进技术。中国人寿是国内领先的保险集团。万达信息与中国人寿强强联合，资源互补，有望加速推进“保险+医疗+科技”融合发展。
- **投资建议：**预计公司 2020/2021 年 EPS 0.29/0.36 元，对应 PE 68.18/54.89 倍，给予“增持”评级。

### 5.4、东华软件（002065）：医疗 IT 领军企业，互联网医疗加速落地

- **公司为医疗 IT 领军企业，医疗 IT 业务高增长。**公司为医疗 IT 领域的领军企业，客户数目超 500 家，客户以国内大型三甲医院为主，公司产品、IT 实施、服务能力得到市场高度认可。为抗击新型肺炎疫情新建的火神山医院和雷神山医院，均使用东华软件提供的医疗 IT 服务。2019 年 H1，公司健康行业实现营收 6.96 亿元，同比增长 35.47%，医疗 IT 业务实现高速增长。
- **公司积极布局互联网医疗业务，相关业务加速落地。**除传统医疗信息化业务外，公司积极布局互联网医疗业务。公司投资建设健康乐互联网医院，健康互联网医院拥有《医疗执业许可》和互联网医院牌照，可为患者以及医疗机构提供互联网医疗服务。新型肺炎爆发期间专门推出健康乐新型肺炎服务平台，利用互联网医疗技术开展疫情防治工作。除自建平台外，疫情爆发至今，公司已为几十家医院建设了互联网医院生态系统，加速推进公司互联网医疗业务落地。
- **投资建议：**预计公司 2020/2021 年 EPS 0.36/0.43 元，对应 PE 43.81/36.67 倍，给予“增持”评级。

### 5.5、平安好医生（1833.HK）：互联网医疗龙头企业，构建完善生态体系

- **互联网医疗龙头企业，2019 年总收入高增，在线医疗收入翻倍。**2019 年平安好医生总营收 50.65 亿元，同比增长 51.8%，其中核心业务在线医疗贡献收入达 8.58 亿元，同比增长 109%。2019 年底，总注册用户数达到 3.15 亿人，MAU（期末月活跃用户数）和 MPU（期末月付费用户数）分别达 6690 万和 296.9 万，同比增长 22.3%和 26.0%。2019 年



日咨询量高达 72.9 万次，相当于 73 家大型三甲医院日门诊量。公司经营指标持续优化，收入高增，公司处于成长快车道。

- **疫情期间公司用户量激增，并加速推进对外赋能，生态体系搭建进一步完善。**疫情期间平安好医生平台累计访问人次达 11.1 亿，APP 新注册用户量增长 10 倍，APP 新增用户日均问诊量是平时的 9 倍，相关视频累计播放量超 9800 万。公司还将优质的医疗资源对外输出，疫情期间公司与百度、企业微信、拼多多、美团点评、快手、微博、墨迹天气、知乎、喜马拉雅、高铁管家等超 30 家行业龙头企业对接，输出 24 小时在线问诊服务，提供即时更新的“疫”情动态及医学科普内容。
- **开展福州市区域互联网医疗运营项目，积极探索新型业务模式。**公司与福州市政府成立福州市区域互联网医疗运营平台，公司获得区域互联网医疗平台的运营权。在互联网医院建设以及互联网医疗服务上具备较强竞争优势，与福州市区域平台对接，有望将优质医疗资源和强大的运营能力对外赋能，积极拓展新业务模式，打开公司新的业务增长点。

#### 5.6、阿里健康（0241.HK）：阿里集团健康领域旗舰平台，经营持续优化

- **阿里集团健康领域旗舰平台，近期完成天猫平台药品相关类目注入，业务生态进一步完善。**公司是阿里集团的健康领域旗舰平台。近期阿里集团拟将天猫平台药品相关类目注入公司。相关类目包括天（包含天猫医药馆，天猫超市和天猫国际）：OTC，处方药，特医食品；天猫超市和天猫国际：阿里健康已代运营地所有类目。此次交易完成，公司业务生态将进一步完善。
- **公司经营指标持续优化，业务成长性良好。**业绩层面，截至 2019 年 9 月 30 日止 6 个月，公司收入 41.17 亿元，增速 119.1%，毛利 10.32 亿元，增速 95%；由阿里健康运营的天猫医药平台商品交易总额(GMV)超过 370 亿元，消费医疗的收入同比增长 274.4%。用户层面，过去 12 个月，天猫医药平台的年度活跃消费者已超 1.6 亿，半年增长 3000 万。在线自营店的年度活跃消费者半年新增 1000 万，达到逾 3700 万。医药新零售层面，截至 11 月，阿里健康“30 分钟送达、7X24 小时送药”服务已经覆盖了杭州、北京、广州、深圳、武汉、上海等 10 个城市。多场景融合层面，截至 2019 年 9 月末，支付宝已经签约的医疗机构数超过 11000 家，并在超过 300 家三级医院接通了医保支付。2019 年 9 月在医院场景下使用支付宝医疗健康服务的月度活跃用户数超过 1700 万，同比增长逾 41.7%。

## 6、风险提示

- 互联网医疗政策落地缓慢
- 政策实施效果不及预期
- 受线上医保支付等因素影响，线上问诊、远程诊疗等互联网医疗业务推

进不及预期

- 市场空间测算基于一定的假设条件，存在不及预期的风险
- 文中提及的收费规模、渗透率等数据来自于调研，可能因样本不足与实际有偏差

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。