

互联网医疗： 助力对抗疫情，行业快速发展

共抗疫情，互联网医疗助力

2019-nCoV 疫情爆发，许多互联网医疗企业和公立医院纷纷提供义诊。互联网医疗的优势包括：快速增加医疗资源供给、有效分级诊疗、避免交叉感染、减少患者恐慌。此次疫情有助于培养患者线上问诊的习惯，推动互联网医疗行业发展。

政策日益明朗，互联网医疗快速发展

中国互联网医疗健康行业近年来急速扩张，互联网医疗健康市场从 2012 年的 30 亿增长到 2016 年的 109 亿，CAGR=38.7%。行业有序发展受益于互联网医疗政策标准逐步清晰。2014 年，原卫计委放开 B2C 业务；2015 年，发改委试点将远程医疗纳入医保报销；2018 年，《互联网诊疗管理办法（试行）》等文件出台；2019 年，医保局出台《国家医疗保障局关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》。其他配套政策，如互联网售药也在逐步放开。

方便+高效，互联网医疗应用广阔

互联网医疗较传统就医而言，方便、高效，可以延伸优质医疗资源的服务半径，提高患者的就医体验，有望推动分级诊疗。互联网医疗作为线下医疗的有效补充，其切入点是常见病、慢性病。慢性病患者疾病进展慢，平时的随访或者诊疗可以通过互联网。不同疾病可以进行网上诊疗的替代率不同，总体来看我们认为慢性病可以进行网上诊疗的替代率约 50%-60%。

价格与医保政策完善，网上问诊渗透率有望提升

目前，互联网医疗渗透率较低，用户的使用习惯仍有待培养。随着定价与医保逐步规范，渗透率有望提升至 10%。预计未来线上诊疗主要以普通医师为主，考虑到比价和现在的价格，一次诊疗费用在 12 元-18 元较为合适。各地医保政策在落实过程中很可能参考银川的办法，逐步扩大覆盖范围。至 2025 年，线上问诊市场空间约 180 亿，同时线上问诊业务扩大将促进互联网医疗其他业务快速发展。

投资评价和建议

互联网医疗行业在不断规范发展，在医疗需求未被满足和政策支持的背景下，未来行业仍将维持高增长。其中网上问诊渗透率提升将是互联网医疗行业的重要引擎，作为核心业务带动产业链各个环节实现突破，给予行业“买入”评级，推荐关注平安好医生、阿里健康、卫宁健康、创业慧康等企业。

风险分析

互联网医疗价格与医保政策实际进展不及预期；患者对互联网医疗接受度提升不及预期，导致渗透率较低；线上问诊对互联网医疗其他环节影响不及预期；互联网医疗监管力度超出预期，业务发展受限。

互联网医疗

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

执业证书编号：S1440517050001

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600

执业证书编号：S1440515080001

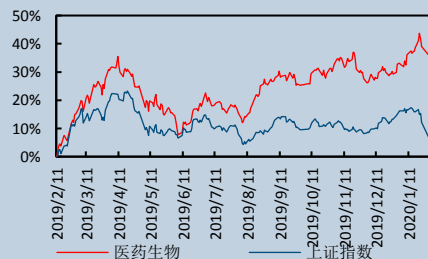
研究助理：阳明春

010-86451495

yangmingchun@csc.com.cn

发布日期：2020 年 02 月 06 日

市场表现



相关研究报告

目录

共抗疫情，互联网医疗助力	1
政策日益明朗，互联网医疗快速发展	3
互联网医疗快速发展	3
政策明朗带动行业发展	4
方便+高效，互联网医疗应用广阔	7
互联网医疗助力提升患者体验	7
慢性病、常见病，互联网切入医疗核心	8
常见病占比高，互联网问诊空间大	9
价格与医保政策完善，网上问诊渗透率有望提升	11
互联网医疗渗透率较低，用户的使用习惯仍有待培养	11
定价与医保规范，渗透率有望提升	12
线上问诊是核心，互联网医疗快速发展	16
投资评价和建议	18
平安好医生：全国最大规模的互联网医疗平台	19
卫宁健康：医疗信息化龙头，双轮驱动业绩增长	20
创业慧康：逐步推进“一体两翼”战略，深入布局互联网医疗	21
风险提示	22

图表目录

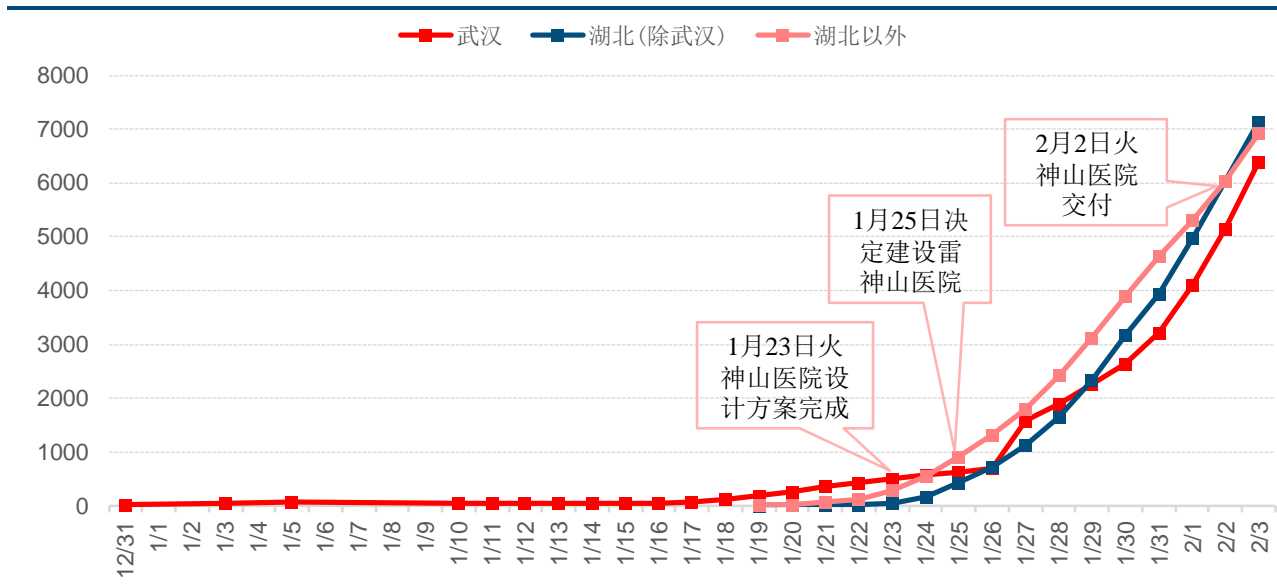
图表 1： 12 月 31 日至 2 月 2 日武汉及其他地区确诊人数	1
图表 2： 感冒与 2019-nCoV 感染的肺炎对比	1
图表 3： 互联网医疗企业提供疫情相关服务	2
图表 4： 互联网医疗发展历程	3
图表 5： 2012-2016 中国在线咨询的数量(百万次)	4
图表 6： 中国互联网医疗健康市场(十亿元)	4
图表 7： 平安好医生提供的服务	4
图表 8： 互联网医疗政策情况	5
图表 9： 网上售药政策情况	6
图表 10： 2018 年各级医院诊疗人次（亿次）	7
图表 11： 2018 年各级医院入院人数（万人）	7
图表 12： 2017 年不同省份三级医院数量	7
图表 13： 高血压随访评估内容	8
图表 14： 糖尿病随访评估内容	9
图表 15： 医疗卫生机构诊疗人次数（亿人次）	9
图表 16： 2017 年医疗卫生机构分科门急诊构成	10
图表 17： 国家卫生服务调查居民慢性病构成	10
图表 18： 2015 年我国互联网用户的互联网医疗渗透率	11
图表 19： 我国互联网医疗五大平台用户的城市分布	11

图表 20: 我国互联网医疗五大平台用户的年龄分布	12
图表 21: 《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》的基本内容	13
图表 22: 各地互联网医疗定价与医保探索情况	14
图表 23: 部分省份互联网复诊价格	14
图表 24: 银川市互联网医疗医保报销情况	15
图表 25: 郟县互联网医疗渗透率情况	15
图表 26: 银川市互联网医疗渗透率情况	15
图表 27: 2018 年银川、郟县与全国各省市城镇居民人均可支配收入(元).....	16
图表 28: 2018 年银川、郟县与全国各省市农村居民人均可支配收入(元).....	16
图表 29: 至 2025 年, 线上问诊空间测算	17
图表 30: 互联网医疗涉及多个场景	17
图表 31: 平安好医生 2019 年各板块收入(百万元)及占比.....	17
图表 32: 互联网医疗产业链不完全统计(以核心业务划分)	18
图表 33: 平安好医生 2019H1 分业务收入(百万)及占比.....	19
图表 34: 平安好医生 2019H1 分业务毛利(百万)及占比.....	19
图表 35: 互联网医疗 APP 活跃程度	19
图表 36: 平安好医生的收入、净利润(百万)及收入增速.....	19
图表 37: 卫宁健康的收入、利润(百万元)及增速	20
图表 38: 卫宁健康 2019Q3 各板块收入(百万)及占比.....	20
图表 39: 卫宁健康创新业务 2019 年表现情况	20
图表 40: 创业慧康的收入、净利润(百万)及增速	21
图表 41: 创业慧康 2018 年各板块收入(百万)及占比.....	21

共抗疫情，互联网医疗助力

突发疫情，湖北地区医疗资源紧张，线下医疗资源建设速度慢。2019-nCoV 感染的肺炎患者从 2019 年 12 月开始逐渐增多，至 1 月 23 日，武汉已有患者 495 人，湖北其他地市 54 人，武汉决定参照 2003 年北京小汤山医院模式，建设火神山医院，其中设计床位为 1000 张。尽管施工进度快，但至 2 月 2 日医院完工交付时，武汉市累计确诊患者达到 5142 人，湖北其他地市为 6035 人。疫情严重地区对医疗资源需求迫切，但是线下资源建设速度较慢，需要线上医疗进行补充。

图表1： 12 月 31 日至 2 月 2 日武汉及其他地区确诊人数



资料来源：国家卫健委，湖北卫健委，武汉卫健委，中信建投证券研究发展部

线上诊疗可以有效减轻线下医疗压力。冬春季本来就是流感的高发期，另外由于天气变冷，居民容易感冒，通过患者自述症状和流行病史，部分患者其实通过线上咨询即可了解自己的病情和治疗方案，不用去线下诊疗。在此次疫情期间多家平台型互联网医疗企业开展义诊，如平安好医生、阿里健康、微医、京东健康等；另外许多公立医院也在此次疫情期间通过官方微信公众号或移动 APP 或加入平台进行线上义诊。根据湖南省午间新闻报道，湖南攸县三人民医院线上问诊 130 余人次，其中大部分不需要去线下复诊。此外，卫宁健康、创业慧康等企业可以帮助医院、医生搭建互联网医院信息平台。

图表2： 感冒与 2019-nCoV 感染的肺炎对比

疾病分类	致病源	疾病分类	患病时间	症状
普通感冒	/	常见病	全年均发	通常会有鼻塞、流鼻涕、打喷嚏的症状，可能会有发烧(一般是低中度发烧)，很少全身肌肉疼痛或乏力
流行性感冒	甲型流感病毒和乙型流感病毒	丙类传染病	冬春季为高发期	明显的发烧，而且常常是高热，常常伴有全身肌肉疼痛、乏力、头痛等情况
2019-nCoV 感染的肺炎	2019-nCoV	乙类传染病，按照甲类 2019 年底冬季传染病管理	新近发病	主要症状包括发热、咳嗽、乏力，可以有呕吐、腹痛、腹泻等症状，部分患者症状不明显

资料来源：国家卫健委网站，中信建投证券研究发展部

图表3： 互联网医疗企业提供疫情相关服务

企业	服务
平安好医生	联合武汉卫健委提供 24 小时在线义诊
阿里健康	推出抗击肺炎快速通道，全国用户免费问诊
卫宁健康	免费为客户部署线上问诊功能，开通纳里健康义诊服务
创业慧康	为全国医疗机构免费搭建互联网医院信息平台
久远银海	联合四川大学华西医院心理卫生中心，通过“华西赛泊”提供心理咨询服务
微医、好大夫、京东医疗、丁香园等互企业均在行动中	

资料来源：企业官方微信，企业 APP，中信建投证券研究发展部

我们认为互联网医疗有的优势有四点：①**快速增加医疗资源供给**。此次疫情以湖北武汉最严重，外地援助医生到达现场需要一定时间，同时也需要配套的医疗场地和设备，提供网上咨询可以快速增加医疗资源供给，缓解武汉各家医院的紧张局面；②**有效分级诊疗**。冬季流感高发，部分患者是普通感冒或者流感，通过互联网医疗可以帮助这些患者了解自身情况，病情严重者才去线下医院，这样既实现分级诊疗，也能够提高医疗效率；③**避免交叉感染**。医院人流量较大，且有较多新型冠状病毒肺炎患者，需要做到严密防护，很多患者容易被交叉感染；④**减少患者恐慌**。尽管网上信息资源丰富，但患者自己辨识信息的能力还有待提升，线上诊疗以医院和医生的身份对患者进行防控知识普及，可以有效消除群众恐慌情绪。

互联网医疗有效助力对抗疫情，卫健委支持开展互联网诊疗咨询服务。2月3日，国家卫健委发布《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》，明确要求规范互联网诊疗咨询服务：①**信息公开可查**。各省级卫生健康委网站等公开规范渠道，集中汇聚已经注册审批的互联网医院、互联网诊疗平台及相关医院网站的服务链接并及时发布，便于群众及时获取相关疫情防控和诊疗服务信息。国家卫生健康委在委网站集中汇聚各省份服务链接；②**拓展线上服务空间**。积极组织各级医疗机构借助“互联网+”开展针对新型冠状病毒感染的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；③**较低交叉感染风险**。充分发挥互联网医院、互联网诊疗的独特优势，鼓励在线开展部分常见病、慢性病复诊及药品配送服务，降低其他患者线下就诊交叉感染风险。

互联网医疗企业有望在疫情期间培养用户习惯。之前，部分患者不愿意了解互联网医疗，此次疫情的特殊情况，让患者有一个接触、了解和使用互联网医疗的契机。同时在这段时间很多公立医院的专家也会在线上服务，增强患者对互联网医疗的信任。我们认为 2019-nCoV 肺炎疫情有助于培养患者线上问诊的习惯，推动互联网医疗行业发展。

政策日益明朗，互联网医疗快速发展

互联网医疗快速发展

“互联网+医疗健康”服务蓬勃发展。随着互联网的普及，互联网医疗作为新的医疗形式出现。1999年起，39健康网、搜狐健康网提供健康资讯，开启了“互联网+医疗健康”的大门；2006年，好大夫在线正式成立，中国第一个互联网医疗企业诞生；2010年，微医（原挂号网）开始提供健康教育，好大夫在线开始提供转诊服务；2011年，春雨医生成立，医生集团成为互联网医疗的重要力量；伴随移动互联网和智能手机的普及，众多互联网医疗企业开始推出移动端软件；2014年，阿里巴巴联手云锋基金入股中信二十一世纪，成立阿里健康，进入医疗领域；2015年，平安好医生APP正式上线，商业健康保险公司也开始入局互联网医疗领域；2016年，乌镇互联网医院正式开业，互联网医院建设开始；2017年，银川市政府发布了《互联网医疗机构监督管理制度》、《银川互联网医院管理工作制度》、《银川互联网医院管理办法》，互联网医疗行业逐步走向规范发展；2018年，平安好医生成功在港股上市，行业政策密集出台；2019年，互联网医疗纳入医保，行业蓬勃发展。

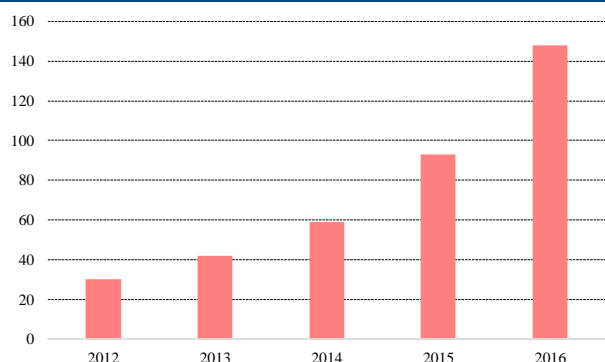
图表4：互联网医疗发展历程

时间	事件
1999年	39健康网、搜狐健康网提供健康资讯
2006年	中国第一个互联网医疗企业-好大夫在线正式成立
2010年	微医（原挂号网）开始提供健康教育，好大夫在线开始提供转诊服务
2011年	春雨医生成立
2014年	阿里入股中信二十一世纪，成立阿里健康
2015年	平安好医生APP正式上线
2016年	乌镇互联网医院正式开业
2018年	平安好医生成功在港股上市
2019年	互联网医疗纳入医保

资料来源：中国社科院公共政策研究中心，中信建投证券研究发展部

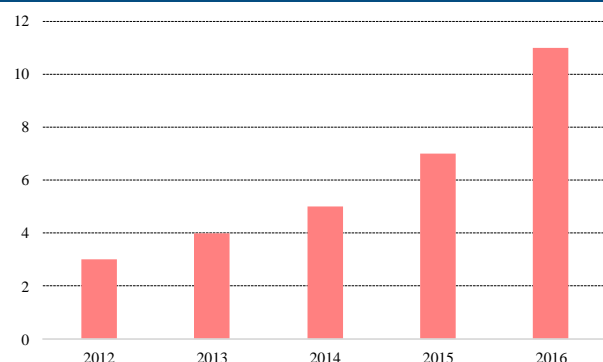
中国互联网医疗健康行业近年来急速扩张。根据弗若斯特沙利文的报告，我国医疗健康的在线咨询数量从2012年的29.8百万次上升至2016年的148.4百万次，CAGR=49.4%；同时互联网医疗健康市场（包括在线咨询、健康管理、药品B2C服务、在线广告、保险合作以及患者引导）从2012年的30亿增长到2016年的109亿，CAGR=38.7%。

图表5： 2012-2016 中国在线咨询的数量(百万次)



资料来源：弗若斯特沙利文报告，平安好医生招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表6： 中国互联网医疗健康市场(十亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文报告，平安好医生招股说明书，中信建投证券研究发展部

“互联网+”已经延伸至医疗健康领域的各个环节。互联网医疗包括了以互联网为载体和技术手段的多种医疗健康相关服务，以平安好医生为例其提供一站式门户，将用户与线上、线下的医疗资源建立联系，服务囊括健康新闻、医疗信息查询、电子健康档案、在线疾病咨询、挂号、线上问诊、电子处方、药品配送、健康管理计划等。凭借互联网的优势，互联网医疗渗透医疗就诊的各个环节中，简化优化就医流程，可以提高患者的就诊体验，同时打破医疗只能去医院的局限，充分利用医疗资源。

图表7： 平安好医生提供的服务



资料来源：平安好医生官网，中信建投证券研究发展部

政策明朗带动行业发展

政策标准逐步清晰，互联网医疗有序发展。2014 年，原卫计委放开 B2C 业务，医疗机构可以远程为患者提供诊疗服务，互联网医疗迎来发展的春天；2015 年发改委试点将远程医疗纳入医保报销，随后互联网医疗进入各地试点探索阶段；2018 年，《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）》出台，明确了互联网医疗开展要求和管理规范，允许对部分常见病、慢性病复诊和开展“互联网+”家庭医生签约服务；2019 年，医保局明确公立医疗机构提供“互联网+”医疗服务，主要由医疗保障部

门对项目收费标准的上限给予指导，而个性化、高层次服务以及非公立医疗机构的服务价格实行市场调节；定点医疗机构提供的基本医疗服务可以纳入医保报销范围。相比线下合理的价格和医保报销将推动互联网医疗进一步发展。

图表8：互联网医疗政策情况

时间	政策文件	要点
2014/8/29	卫计委：《关于推进医疗机构远程医疗服务的意见》	首次放开 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的诊疗服务。” B2B 远程医疗取消审批流程：“具备基本条件”、“签订合作协议”、“患者知情同意”即可。B2C 应经机构同意，并使用统一信息平台服务。
2015/1/1	《国家发展改革委办公厅国家卫生计生委办公厅关于同意在宁夏、云南等 5 省区开展远程医疗政策试点工作的通知》	要求试点省份“研究将远程医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金和新农合报销范围。”
2015/7/1	国务院：《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	未来互联网应用更加丰富，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。列举了在线预约诊疗、候诊提醒、划价缴费、诊疗报告查询、药品配送、远程医疗、互联网延伸医嘱、电子处方等服务内容。
2018/4/1	国务院：《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	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。其中鼓励的项目包括：互联网+医疗服务、公共卫生服务、家庭医生签约服务、药品供应保障服务、医疗保障结算服务、医学教育和科普服务、人工智能应用服务。
2018/9/13	《国家健康医疗大数据标准、安全和服务管理办法（试行）》	从医疗大数据标准、医疗大数据安全、医疗大数据服务、医疗大数据监督四个方面提出指导意见
2018/10/1	国家卫健委/中医药管理局：《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）》	部分常见病、慢性病复诊和“互联网+”家庭医生签约服务，不得对首诊患者开展互联网诊疗活动 互联网医院必须依托实体医疗机构，需要对接省级互联网医疗服务监管平台
2019/9/1	《国家医疗保障局关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》	国家层面明确互联网医疗的服务项目，并将其纳入现行医疗服务价格的政策体系统一管理，对符合条件的纳入医保支付范围：定点医疗机构提供的与医保支付范围内的线下医疗服务内容相同的服务，以及全新内容的“互联网+”并执行政府调节价格的基本医疗服务
2020/2/3	《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通知》	规范互联网诊疗咨询服务：引导患者有序就医，缓解线下门诊压力；充分发挥互联网医院、互联网诊疗的独特优势，鼓励在线开展部分常见病、慢性病复诊及药品配送服务，降低其他患者线下就诊交叉感染风险。

资料来源：国务院，卫健委，医保局，中信建投证券研究发展部

配套政策“网售药品”逐步放松。网售药品已经实践多年，可以观察到随着监管手段到位，网售药品正在逐步放开。2005 年开始可以网售 OTC，而网售处方药目前依旧维持包容审慎的监管，规定仅当线上线下一致、处方来源真实、患者的用药安全得到保障时，处方药才可进行网上销售。政策变化体现在以下四个方面：①连锁药店的申请难度降低，由要求连锁药店向省级药监申请转变为向省级平台备案即可；②配送方式变化，由要药店自身配送变为允许第三方配送；③网站建设要求放松，最初要求药店自建网站销售，2017 年允许第三方平台销售，但平台需要向省级药监申请，目前第三方平台向省级药监部门备案即可；④药品销售范围扩大，最初仅允许销售非处方药，后规定非交易页面可以展示处方药信息，目前可凭处方销售处方药。

图表9： 网上售药政策情况

时间	政策文件	要点：
2005/12/1	《互联网药品交易服务审批暂行规定》	允许网上药品交易，只能销售非处方药，仅限药品连锁零售企业向省级药监部门申请后，通过自身网站向个人消费者售药。
2013/10/29	《关于加强互联网药品销售管理的通知》	再次强调零售单体药店不得网上售药，零售连锁企业只能网上销售非处方药，需要药店自行配送。可以在非交易页面展示处方药信息。
2014/5/28	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	互联网售药由审核改为备案，向县级以上药监部门备案即可；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。允许第三方网站进行售药，需要省级药监部门进行审批。
2017/11/14	《网络药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	禁止销售处方药，禁止发布处方药信息；互联网售药以及平台型企业需要向省级药监部门进行备案。
2018/4/25	《国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	对线上开具的常见病、慢性病处方，经药师审核后，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配；促进药品网络销售和医疗物流配送等规范发展。相当于允许慢性病处方药网络销售。
2019/8/27	《药品管理法》	第三方平台应向省级药监部门备案。禁售国家特殊管理药品，未规定不可以销售处方药。

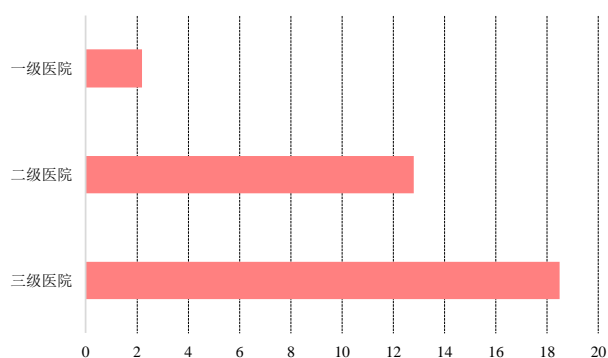
资料来源：国务院，卫健委，医保局，中信建投证券研究发展部

方便+高效，互联网医疗应用广阔

互联网医疗助力提升患者体验

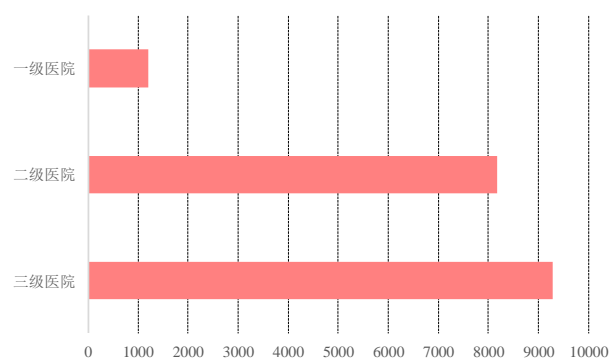
互联网医疗有望推动分级诊疗。我国医疗服务呈“倒三角”，三级医院承担大部分医疗服务。根据卫健委发布的《2018 年我国卫生健康事业发展统计公报》，三级医院的诊疗人次、入院人数均超过一级医院、二级医院，由于缺少家庭医生，即使是常见病，患者往往也倾向于去大医院，造成医疗服务整体呈“倒三角”状态，也导致了优质医疗资源被占用造成浪费。互联网医疗可以推动区域内诊疗信息互通互联，便携开展预约诊疗、双向转诊，帮助优质医疗资源下沉，有利于推进分级诊疗。

图表10： 2018 年各级医院诊疗人次（亿次）



资料来源：卫健委，中信建投证券研究发展部

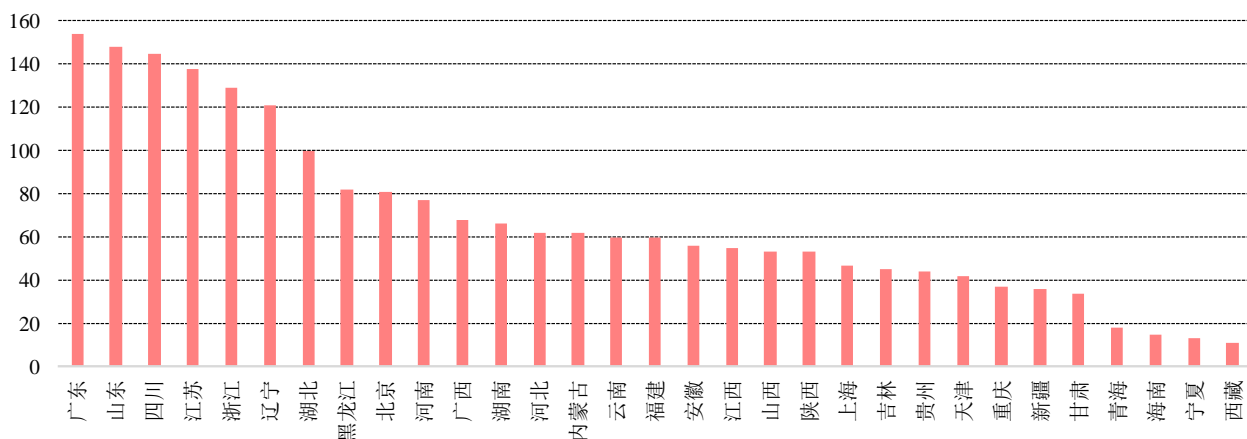
图表11： 2018 年各级医院入院人数（万人）



资料来源：卫健委，中信建投证券研究发展部

互联网医疗延伸优质医疗资源的服务半径。优质医疗资源分布不均，大部分三级医院集中在广东、山东、浙江、江苏等较富裕及人口密集的东部沿海省份以及北京、上海等大城市，西部地区患者、农村患者想要接触到优质医疗资源相对困难，重症患者难以获得良好的治疗方案。互联网医疗可以为患者提供方便安全的途径，弥补因区域分布不均导致的医疗资源短缺。

图表12： 2017 年不同省份三级医院数量



资料来源：《2018 年卫生与健康统计年鉴》，中信建投证券研究发展部

互联网医疗提高患者的就医体验。目前，“三长一短”的就医形式影响患者的就医体验。因为大家都涌入大医院就诊，线下就诊往往存在效率低的问题，例如挂号时间长、等待时间长、缴费时间长、看病时间短。利用信息化手段帮助患者预约、分诊、挂号、缴费，可以极大地提高患者的就诊体验，同时利用互联网完成问诊、随访、康复管理等，也可以更好地提高患者体验。

慢性病、常见病，互联网切入医疗核心

互联网医疗也存在一定局限性。1.通过互联网传递的信息有限，无论是图文问诊、电话问诊，还是视频问诊，由于医患的互动不如线下就诊，医生无法触诊、叩诊、听诊，也无法安排即时的检查检验；2.患者反馈信息的真实性难以确定，由于依靠患者自述，患者对病情的描述准确性不高，同时患者的身份具有一定隐秘性；3.互联网医疗涉及的主体众多，包括医生、患者、医院、互联网医院平台、信息建设公司、监管方，责任难确定。

互联网医疗是线下医疗的有效补充。尽管互联网医疗存在种种局限，但其在挂号、分诊、缴费等环节提高了医院运转效率，同时在医疗的核心环节--诊疗环节，互联网诊疗是对线下诊疗的有效补充，可以高效、便捷地对部分常见病、慢性病患者进行复诊。

部分常见病，如头痛、咳嗽、感冒、腹泻、便秘、口腔溃疡等，复诊时医生可以通过网上进行问诊或者视频问诊给出治疗方案。

而慢性病患者疾病进展慢，平时的随访或者诊疗的评估内容是医生通过问诊以及指导患者进行自我测量或者借助仪器远程测量可以实现的，因此通过互联网进行诊疗，在病情稳定的阶段每年去 1-2 次线下诊疗即可：

- **高血压患者每年线下诊疗一次即可：**除初诊和年度随访，医生在每次随访、季度随访时通过问答与患者沟通症状，指导患者或者患者家属测量患者的血压、体重、心率，对患者进行饮食指导、运动指导、心理咨询以及服药依从性、药物不良反应等知识的教育与评估，目前家庭血压计可以满足患者的血压测量、心率测量的需求。目前高血压规范管理要求对患者每 1-3 个月随访一次，每年需要随访 4-12 次，则潜在线上诊疗的次数为 3-11 次（75%-92%）。

图表13： 高血压随访评估内容

监测项目	初诊	每次随访	季度随访	年度随访	监测项目	初诊	每次随访	季度随访	年度随访
症状	√	√	√	√	血钾	√			√
血压	√	√	√	√	血糖	√			√
体重	√		√	√	血脂四项	√			√
BMI	√			√	肌酐、尿素氮	√			√
心率	√	√	√	√	肝功能	√			√
饮食指导	√	√	√	√	心电图	√			√
运动指导	√	√	√	√	动态血压	选做			选做
心理咨询	√	√	√	√	超声心动图	选做			选做
服药依从性	√	√	√	√	颈动脉 B 超	选做			选做
药物不良反应	√	√	√	√	尿白蛋白/肌酐	选做			选做
血常规	√			√	X 线胸片	选做			选做

监测项目	初诊	每次随访	季度随访	年度随访	监测项目	初诊	每次随访	季度随访	年度随访
尿常规	√			√	眼底检查	选做			选做

资料来源:《高血压基层诊疗指南(实践版·2019)》, 中信建投证券研究发展部

- **糖尿病患者每年需要线下诊疗二至四次:** 除初诊和年度随访, 医生在月度随访时通过问答与患者沟通症状, 指导患者或者患者家属测量患者的身高、体重、心率, 对患者进行饮食指导、运动指导、心理咨询以及服药依从性、药物不良反应等知识的教育与评估, 目前家庭血压计可以满足患者的血压测量、心率测量的需求。针对患者糖尿病足并发症的足背动脉搏动检查, 应当每三个月进行一次, 调研发现如果患者症状较轻, 足部皮肤完好, 无溃破, 则可以由患者自测, 但半年度随访时仍应当由医生检查, 有吸烟、饮酒、高血压等危险因素的患者仍应由医生每三个月检查一次。目前糖尿病规范管理要求对患者每个月随访一次, 每年需要随访 12 次, 则潜在线上诊疗的次数为 8-10 次 (75%-83%)。

图表14: 糖尿病随访评估内容

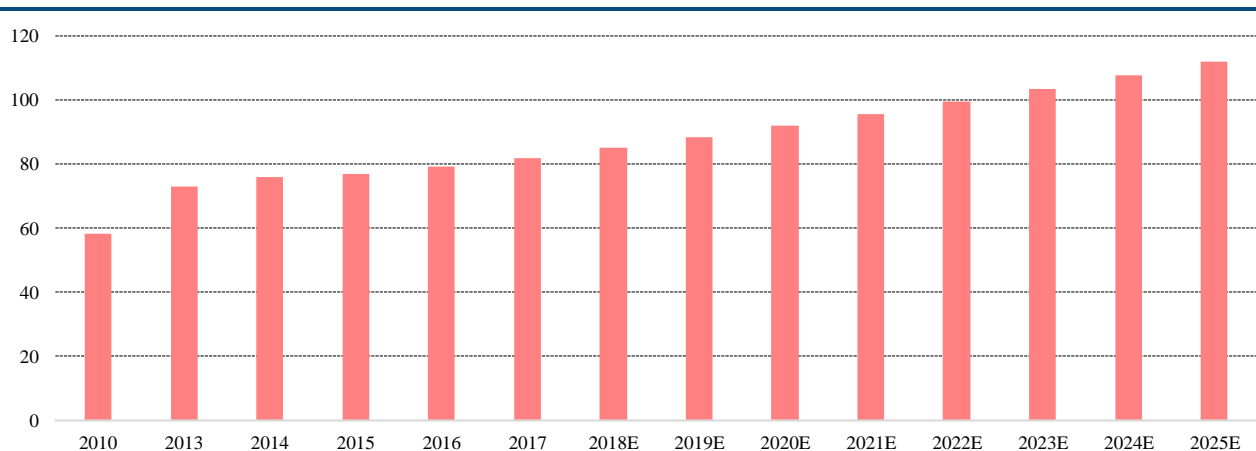
监测项目	初诊	月度随访	半年随访	年度随访	监测项目	初诊	月度随访	半年随访	年度随访
身高/体重	√	√	√	√	尿白蛋白/肌酐	√			√
腰围	√	√	√	√	血肌酐/尿素氮	√			√
血压	√	√	√	√	肝功能	√			√
空腹/餐后血糖	√	每月 2 次	√	√	心电图	√			√
糖化血红蛋白	√		√	√	视力及眼底	√			√
尿常规	√		√	√	足背动脉搏动	√		3 个月 1 次	√
血脂四项	√			√	神经病变的相关检查	√			√

资料来源:《国家基层糖尿病防治管理指南(2018)》, 中信建投证券研究发展部

常见病占比高, 互联网问诊空间大

线下诊疗次数逐年增长。我国医疗机构诊疗人次数逐年增长, 2010 年为 58.4 亿人次, 2017 年增长至 81.8 亿人次, CAGR=4.94%。由于人口老龄化以及健康意识的提升, 我们认为每年的诊疗人次将持续稳健增长, 假设未来几年增长率为 4%, 则至 2025 年总诊疗人次有望达到 120 亿人次。

图表15: 医疗卫生机构诊疗人次数 (亿人次)

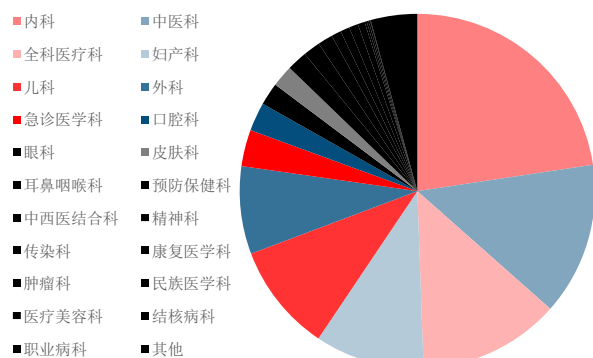


资料来源: 2018 年卫生与健康统计年鉴, 中信建投证券研究发展部

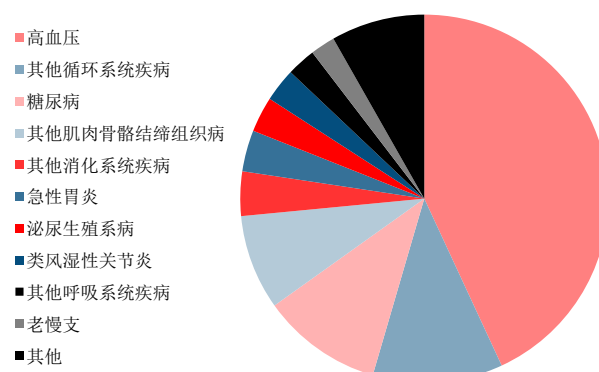
常见病、慢性病诊疗占比高。以 2017 年医疗卫生机构分科门急诊构成来看，诊疗量最多十个科室为内科（23.6%）、中医科（13.9%）、全科医疗科（12.9%）、妇产科（10.0%）、儿科（9.9%）、外科（8.0%）、急诊医学科（3.3%）、口腔科（2.6%）、眼科（2.0%）、皮肤科（2.0%），合计占服务量的 87.2%，总体而言常见病、慢性病的诊疗占比可达到 60%~80%。

互联网问诊可替代空间大。由于疾病自身特征，不同疾病可以进行网上诊疗的替代率不同。我们认为高血压、糖尿病相对可替代率较高；类风湿、心脏病、脑血管疾病、老慢支、良性肿瘤的可替代空间会略低；而恶性肿瘤、精神疾病的可以网上问诊的空间则非常小。根据 2013 年国家卫生服务调查，居民所患慢性病中高血压（43%）、其他循环系统疾病（11%）、糖尿病（11%）等占比较高，总体来看我们认为慢性病可以进行网上诊疗的替代率约 50%-60%。以 2025 年总诊疗量为 120 亿人次，预计常见病、慢性病诊疗次数达到 72 亿-96 亿人次（占比 60%-80%），其中可以进行网上问诊的约有 36 亿-58 亿人次（替代率约 50%-60%）。

图表16： 2017 年医疗卫生机构分科门急诊构成



图表17： 国家卫生服务调查居民慢性病构成



资料来源：2018 年卫生与健康统计年鉴，中信建投证券研究发展部

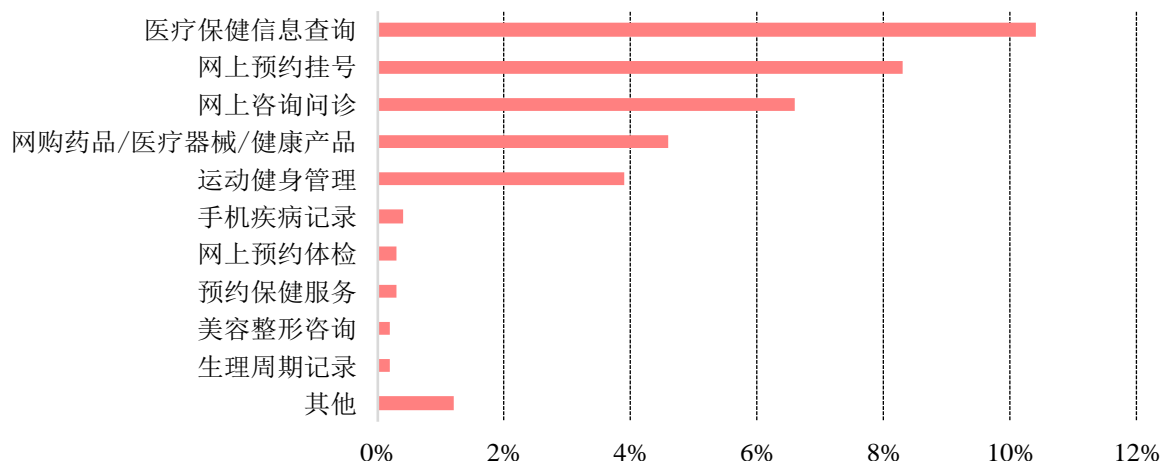
资料来源：2013 年国家卫生服务调查，中信建投证券研究发展部

价格与医保政策完善，网上问诊渗透率有望提升

互联网医疗渗透率较低，用户的使用习惯仍有待培养

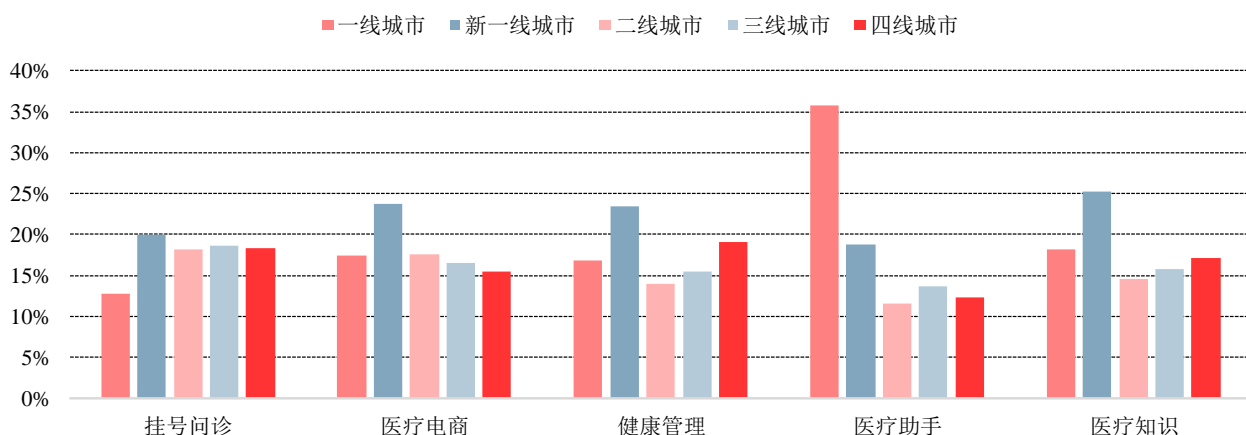
目前，互联网医疗渗透率较低，用户的使用习惯仍有待培养。根据第 37 次中国互联网络发展状况统计报告，截至 2015 年 12 月，我国互联网医疗用户规模为 1.52 亿，占网民的 22.1%。其中，诊前环节的互联网医疗服务使用率最高，在线医疗保健信息查询、在线预约挂号和在线咨询问诊总使用率为 18.4%；医药电商和互联网健康管理使用率分别占到网民的 4.6% 和 3.9%；而在慢病管理、预约体检、健康保健等 O2O 医疗健康领域，使用率都低于 1%。

图表18： 2015 年我国互联网用户的互联网医疗渗透率



资料来源：第 37 次中国互联网络发展状况统计报告，中信建投证券研究发展部

图表19： 我国互联网医疗五大平台用户的城市分布

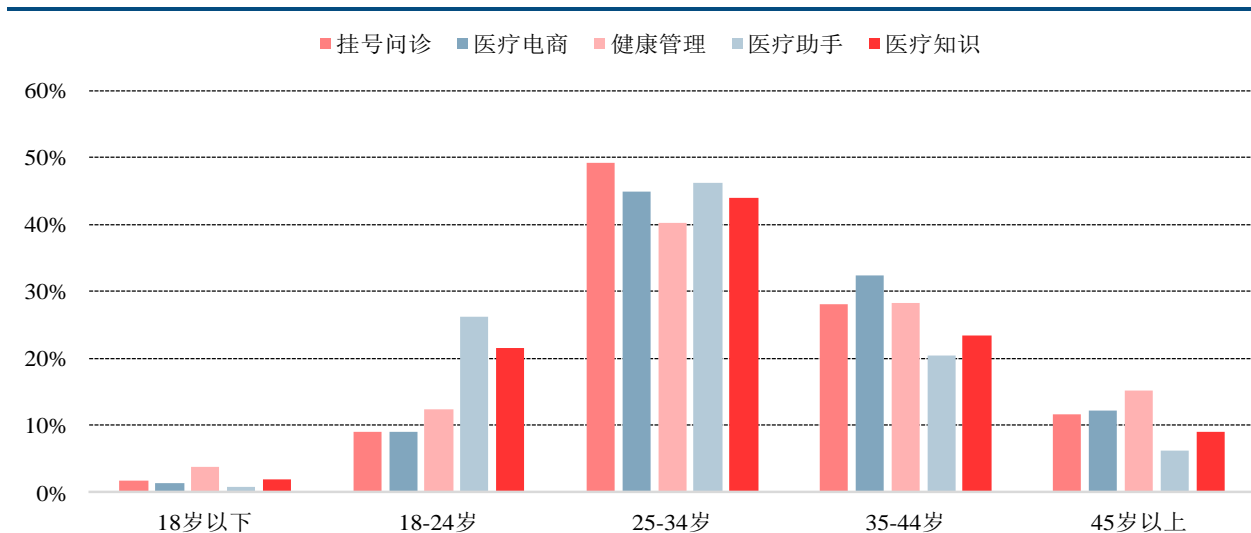


资料来源：《中国科技信息 2019》，中信建投证券研究发展部

互联网医疗渗透率较低与用户分布的不平衡密切相关。从地区分布上看，一线和新一线城市使用人数占比较高，可能与这些地区用户对互联网接受度较高有关，尽管二、三、四线城市用户占比与一线、新一线差不

多，考虑到实际人口较多，其渗透率比较低，互联网医疗资源尚未实现渠道下沉，仍具有极大的发展潜力。从年龄结构上看，在选择医疗服务途径时，年轻人更追求便利性，而老年人则更倾向于选择安全性，因而 25-34 岁的用户是互联网医疗使用的主力军，45 岁以上的用户占比最小。而 45 岁以上用户多患有慢性疾病，由于患病人数多、病情延续时间长、病因复杂，治疗累积费用高，具有频繁的医患交流，慢病管理已成为互联网医疗的聚焦热点，45 岁以上的用户也成为中国互联网医疗未来发展的重点目标人群。

图表20：我国互联网医疗五大平台用户的年龄分布



资料来源：《中国科技信息 2019》，中信建投证券研究发展部

互联网医疗渗透率有望持续提高，具有广阔的发展前景。基于以下三方面原因，互联网医疗的渗透率将会不断提高：第一，随着宣传力度的加大、医疗健康意识提高、互联网技术的不断提升与居民人均可支配收入的不断增加，互联网医疗的市场规模将会进一步扩大；第二，政策支持力度增大，自 2018 年 4 月份以来，互联网医疗领域政策密集出台，2018 年的政策确认了互联网医疗的合法地位，2019 年新通过的《药品管理法》为处方药网售提供法律依据，8 月也出台政策将互联网医疗纳入医保，互联网医疗产业将得到加速发展；第三，患者的接受度将逐渐提高，由于目前互联网医疗，特别是互联网问诊才刚刚获得政策允许，患者还抱有怀疑态度，互联网医疗还有广阔发展空间。

定价与医保规范，渗透率有望提升

国家医保局制定指导意见，引导互联网医疗服务理性发展。8 月 30 日，国家医保局发布正式印发《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》，完善“互联网+”医疗服务价格项目管理，明确价格形成机制以及医保支付政策。本次医保局文件是在落实国务院办公厅在 2018 年 4 月 28 日和 2019 年 6 月 4 日发布的《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》、《关于印发深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务的通知》（原要求 9 月底完成），坚持深化“放管服”、分类管理、鼓励创新、线上线下协调发展的原则，主动适应“互联网+”等新业态发展，引导重构医疗市场竞争关系，支持“互联网+”发挥积极作用，主要包括三点内容：

①**完善“互联网+”医疗服务价格项目管理，明确可收费范围。**非营利性医疗机构开展的“互联网+”医疗服务，按项目管理，未经批准不得收费；营利性医疗机构可自行设立医疗服务价格项目。项目准入以省为主实行分级管理，明确项目准入应符合的基本条件，列举不作为收费项目的情形。

②健全“互联网+”医疗服务价格形成机制，线上线下合理比价。对于公立医疗机构提供“互联网+”医疗服务，主要由医疗保障部门对项目收费标准的上限给予指导；公立医院提供的个性化、高层次服务，以及非公立医疗机构的服务价格实行市场调节。在跨区域服务时，按照医疗机构的属地进行收费管理；同时规定线上线下合理比价、针对各类服务特点细化价格政策、充分保障患者合理合法的价格权益。

③明确“互联网+”医疗服务的医保支付政策。纳入医保支付范围的需要是定点医疗机构提供的“互联网+”医疗服务项目，如果服务项目与目前支付范围内的线下医疗服务项目内容相同，经过备案后即可纳入支付范围并按规定支付；如果是全新服务内容，省级医保部门可综合考虑后决定是否纳入医保支付。

图表21：《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》的基本内容

政策要点	具体内容
基本原则	深化“放管服”：对不同主体、对象和内容进行分类管理；鼓励创新；线上、线下协调发展 按机构经营性质 ● 非营利性医疗机构：未经批准的医疗服务价格项目不得向患者收费 分类管理 ● 营利性医疗机构：可自行设立医疗服务价格项目 以省为主实行分级管理 ● 国家医保局：负责规范立项原则、项目名称、服务内涵、计价单元、计价说明、编码规则等，指导工作 ● 省级医保局：负责根据医疗技术发展和本地区实际，设立适用本地区的医疗服务价格项目 ● 地市级医保部门：负责审核医疗机构申请立项收费的项目，提交省级医疗保障部门集中审核决策
价格项目管理	项目准入条件 ● 一是应属于卫生行业主管部门准许以“互联网+”方式开展、临床路径清晰、技术规范明确的服务 ● 二是应面向患者提供直接服务 ● 三是服务过程应以互联网等媒介远程完成 ● 四是服务应可以实现线下相同项目的功能 ● 五是服务应对诊断、治疗疾病具有实质性效果 明确不纳入的项目 ● 仅发生于医疗机构与医疗机构之间、医疗机构与其他机构之间，不直接面向患者的服务 ● 医疗机构向患者提供不属于诊疗活动的服务 ● 非医务人员提供的服务，不作为医疗服务价格项目
价格形成机制	按机构经营性质分类管理 ● 公立医疗机构：主要实行政府调节，由医疗保障部门对项目收费标准的上限给予指导，收取不超过标准收取服务费用；对满足个性化、高层次需求为主的、向境外提供的，按市场调节 ● 非公立医疗机构：价格实行市场调节 跨区域服务的特征 ● 按医疗机构照属地化原则，由公立医疗机构或其所在地区的省级医疗保障部门制定 ● 患者接受“互联网+”医疗服务，按服务受邀方执行的项目价格付费 省级管理 ● 省级医疗保障部门负责制定调整公立医疗机构提供的“互联网+”医疗服务价格 ● 新开展的“互联网+”医疗服务，价格可由省级医保部门制定，试行期满后，进一步明确价格政策。 线上线下合理比价 ● 线上线下服务价格应与服务效用相匹配，保持合理的比价关系和价格水平，体现激励服务与防止滥用并重 ● 线上线下服务价格应与经济性改善程度相匹配，使线上服务比传统就医方式更有利于节约患者的整体费用 ● 线上线下服务价格应与必要成本的差异相匹配，体现医疗服务的共性成本和“互联网+”的额外成本 针对服务特点细化 ● 检查检验服务委托第三方出具结论的，收费按线下价格执行，不按远程诊断单独立项，不重复收费 ● 公立医疗机构开展互联网复诊，由不同级别医务人员提供服务，均按普通门诊诊察类项目价格收费 ● 依托“互联网+”提供家庭医生服务，按服务包签约内容和标准提供服务和结算费用，不另收或加收费用 充分保障患者权益 ● 各类主体提供“互联网+”医疗服务，收费应当做到知情同意、合法合规 ● 各地区医疗保障部门要加强基金监管力度，对于不合理情况予以约束，涉嫌违法违规移交检查执法部门。
医保支付政策	确定医保支付范围 ● 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 ● 全新内容的“互联网+”并执行政府调节价格的基本医疗服务，省级医保部门确定是否纳入医保支付范围

政策要点	具体内容
	完善医保协议管理 ● 各级医保部门合理确定总额控制指标，完善定点医疗机构服务协议，调整医保信息系统，优化结算流程
	理 ● 对于定点医疗机构存在价格失信、欺诈骗保等行为的，纳入协议违约范围，按规定进行处理

资料来源：国家医保局，中信建投证券研究发展部

地方先行，互联网医疗定价与医保早有探索。最早是贵州远程医疗服务费用纳入基本医疗保险和新农合报销范围，弥补偏远地区难以获得优质医疗资源的问题，其中会诊价格根据疾病难度和会诊医院级别不同大致从 80 元至 700 元不等，报销比例可以达到 70%-85%。后续四川、银川、江苏等省市陆续出台文件，规范互联网医疗的定价与医保。

图表22： 各地互联网医疗定价与医保探索情况

地区	时间	是否有线上诊疗定价	是否纳入医保
贵州	2016 年 9 月	/	有
四川	2016 年 10 月	有	有
银川	2017 年 3 月	/	有
江苏	2018 年 10 月	有	/

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

价格上，互联网诊疗保持与线下诊疗比价有待完善。目前各地线上线下诊疗价格不一：①四川省价格较高，单次互联网复诊的价格在 18 元至 30 元不等，价格划分只考虑医疗机构，不考虑医疗服务人员级别；②山东不考虑医疗机构和人员级别，为 6 元每次；③山西由不同级别医务人员提供服务，按普通门诊诊察类项目价格收费；④青海省的互联网复诊价格划分也是只考虑医疗机构，不考虑医疗服务人员级别，但是价格普遍偏低，在 4 元至 7 元。一方面我们认为现在线下诊疗不能完全体现医务人员的劳动价值，未来诊疗价格有可能提升；另一方面，“互联网+”是利用网络、信息和数据技术等，促进医疗服务降本增效，目前由于软件、硬件投入导致其成本较高，但随着规模扩大，线上诊疗的成本将会降低，未来线上诊疗的价格应该不会高于线下诊疗。我们认为未来线上诊疗主要以普通医师为主，考虑到比价和现在的价格，一次诊疗费用在 12 元-18 元较为合适。

图表23： 部分省份互联网复诊价格

省份	单次互联网复诊价格			
四川	三甲医院	三乙医院	二甲医院	二乙医院
	30 元	26 元	22 元	18 元
山东	不区分医疗机构级别			
	6 元			
山西	由不同级别医务人员提供服务，按普通门诊诊察类项目价格收费			
青海	三级医疗机构	二级医疗机构	一级医疗机构	
	7 元	6 元	4 元	

资料来源：各省医保局网站，中信建投证券研究发展部

医保覆盖线上诊疗：谨慎探索，逐步扩大。2017 年 3 月，银川市开始允许居民使用个人账户支付线上诊疗，同时统筹账户也可以报销一定比例，但是对每次报销比例和报销上限做出限制；2019 年 9 月，银川将高血压、糖尿病作为门诊大病探索线上诊疗报销。目前线上诊疗医保报销，都需要患者提前报备或者选择与一家互联网医院签约，仅在签约互联网医院线上就诊可以报销，在其他互联网医院就诊不能报销。目前国家医保局指导意见已经出台，各地医保政策在落实过程中很可能参考银川的办法，逐步扩大医保报销的范围。

图表24： 银川市互联网医疗医保报销情况

	银川市互联网医院医疗保险个人账户及门诊统筹管理办法（试行）	银川市医疗保险门诊大病互联网医院管理服务办法（试行）
发布时间	2017/3/10	2019/9/6
人员	银川市参保职工和居民	银川市参保职工和居民
报销范围	互联网医院线上挂号、诊疗，发生的医疗费用	门诊大病（高血压、糖尿病）线上医疗费用
报销比例	城乡居民：最高支付限额 50 元，门诊医疗费用报销 40%，每次最高支付 5 元	城乡居民医保按照一、二、三档缴费的，起付标准以上的符合基本医疗保险政策范围内的医疗费用，报销比例分别为 50%、60%、65%
	城职职工：最高支付限额 120 元，门诊医疗费用报销 50%，每次最高支付 8 元	城镇职工门诊大病起付标准以上、符合基本医疗保险政策范围内的医疗费用，报销比例为 75%。

资料来源：银川市政府，中信建投证券研究发展部

郑县为例，互联网诊疗渗透率有望达到 6%：仅试行一年，渗透率达到 1.4%。2017 年 4 月，微医与平顶山市政府签署“互联网+健康平顶山”合作协议，首先在郑县开展试点，建立互联网医联体、远程会诊工作站、云巡诊车等多项平台。自 2017 年 7 月正式投入运行至 2018 年 7 月，郑县互联网医联体平台已完成远程心电图诊断 6270 余例、远程会诊 15211 次、在线问诊 54140 次，其中在线问诊渗透率达到 1.4%。不考虑医保的情况，我们预计随着患者接受度提高，最终郑县线上问诊渗透率有望达到 4%。未来线上问诊纳入医保，渗透率有望进一步提升，估计可以达到 6%。

图表25： 郑县互联网医疗渗透率情况

年份	全国人口(万)	郑县人口(万)	全国诊疗量(亿次)	郑县诊疗量(万次 E)	线上诊疗次数(万次)	渗透率(E)
2017	139008	64.15	81.8	377.5		
2018	139538	64.43	83.1	383.7		
2107.07-2018.07				380.6	5.4	1.4%

资料来源：国家统计局，郑县政府，2018 年卫生健康统计公报，中信建投证券研究发展部

以银川为例，定价与医保规范，渗透率有望提升。自 2016 年 12 月，银川市第一人民医院与第三方平台合作建设银川智慧互联网医院至 2018 年底，有 25 家互联网公司取得了《医疗机构执业许可证》，在银川市备案注册的医生总数达 2 万余名，累计服务患者 900 多万人次，其中银川市患者 105 万人次。假设居民对线上诊疗的接受度在 2017-2018 年线性提升，则在 2018 年银川市线上诊疗渗透率已经达到 5.8%，预计在新的《银川市医疗保险门诊大病互联网医院管理服务办法（试行）》出台后，银川市居民对互联网诊疗的接受度将进一步提升，整体渗透率有望达到 10%。

图表26： 银川市互联网医疗渗透率情况

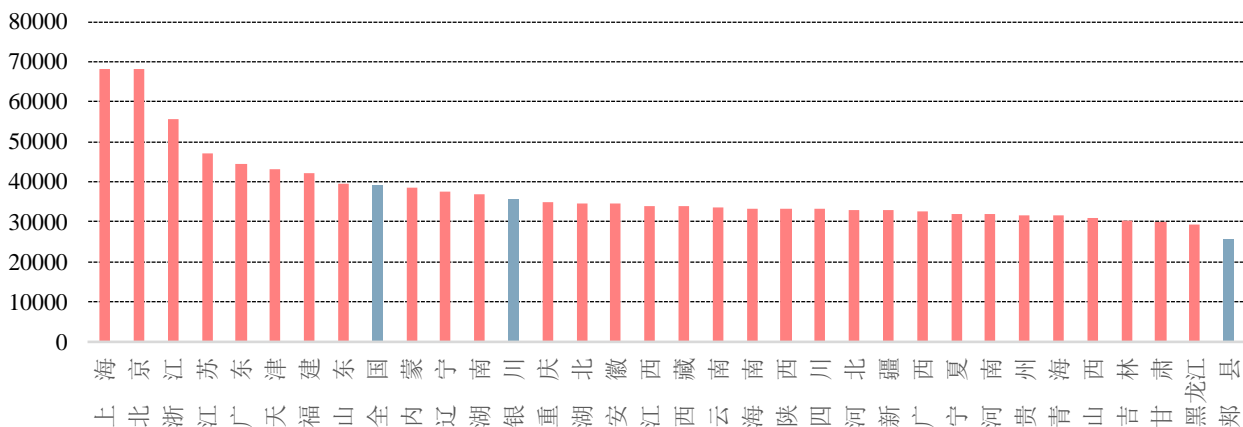
年份	全国人口(万)	银川人口(万)	全国诊疗量(亿次)	银川诊疗量(万次 E)	线上诊疗次数(万次 E)	渗透率(E)
2017	139008	222.54	81.8	1309.5	26.25	2.0%
2018	139538	225.06	83.1	1340.3	78.75	5.9%

资料来源：国家统计局，银川市政府，2018 年卫生健康统计公报，中信建投证券研究发展部

全国居民对互联网医疗的接受程度高于郑县居民。从 2018 年的收入情况来看，全国城镇人口的平均收入为 39251 元，银川为 35586 元，郑县为 25769 元；全国农村人口的平均收入为 14617 元，银川为 14160 元，郑县为 11974 元，可以看到全国的经济水平与银川相似，高于郑县，估计全国互联网的普及程度和人们对新鲜事物接受程度都可能与银川接近，高于郑县。预计各省规范线上诊疗的收费规则、实行线上诊疗医保报销后，互联

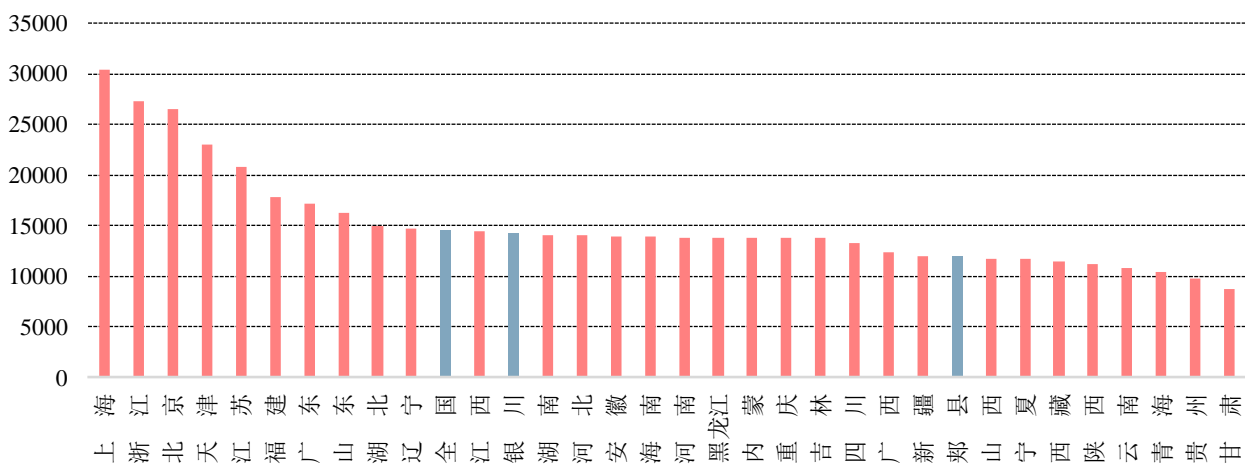
网医疗将快速发展，全国线上问诊对线下问诊的替代率的前两年有望达到 6%，最终可能达到 10%。

图表27: 2018年银川、邳县与全国各省市城镇居民人均可支配收入(元)



资料来源：国家统计局，银川政府网站，郑县政府网站，中信建投证券研究发展部

图表28: 2018年银川、邳县与全国各省市农村居民人均可支配收入(元)



资料来源：国家统计局，银川政府网站，郑县政府网站，中信建投证券研究发展部

线上问诊是核心，互联网医疗快速发展

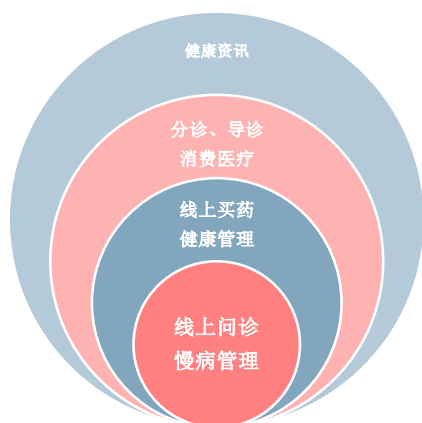
行业空间较大，有望迎来快速发展。在 2017 年的基础上，假设未来几年增长率为 4%，预计至 2025 年总诊疗数将达到 120 亿人次；参考银川以及郟县经验，我们认为在定价和医保规则明确的情况下，中性条件下线上诊疗渗透率达到 10%；未来以来服务价格进一步规范，以医务人员劳动为主的问诊价格将进一步上升，预计线上问诊的价格可以达到 15 元/人次，综合总体的诊疗量、线上诊疗渗透率以及线上问诊价格，我们预计线上问诊的市场空间有望达到 180 亿元。

图表29： 至 2025 年，线上问诊空间测算

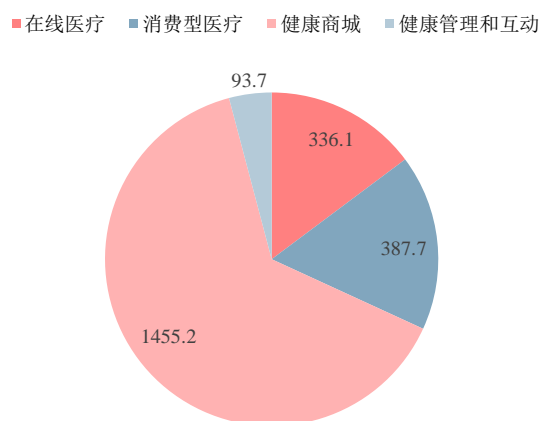
	总诊疗量(亿)	渗透率	线上问诊人次(亿)	价格(元)	市场空间(亿元)
乐观		12%	14.4	18	259.2
中性	120	10%	12.0	15	180.0
悲观		8%	9.6	12	115.2

资料来源：中信建投证券研究发展部

我们认为网上问诊是互联网医疗健康的核心环节，在核心业务取得突破可以更好促进其他环节发展。目前互联网医疗企业通过搭建平台，为医院、医生和患者建立渠道，并为患者提供线上药品、健康管理、健康资讯等，也可以与商业医保合作，推出合适的商保产品。以平安好医生为例，2019 年上半年，公司营业收入为 22.73 亿元，其中在线医疗收入 3.36 亿元，占比 14.8%，而消费型医疗、健康商城、健康管理和互动占到 85.2%，预计随着公司吸收更多医疗人员，整体业务规模将进一步扩大。

图表30： 互联网医疗涉及多个场景


资料来源：中信建投证券研究发展部

图表31： 平安好医生 2019 年各板块收入(百万元)及占比


资料来源：平安好医生公告，中信建投证券研究发展部

投资评价和建议

我们认为互联网医疗行业在不断规范发展，在医疗需求未被满足和政策支持的背景下，未来行业仍将维持高增长。其中网上问诊渗透率提升将是互联网医疗行业的重要引擎，作为核心业务带动产业链各个环节实现突破，给予行业“买入”评级，推荐关注平安好医生、阿里健康、卫宁健康、创业慧康等企业。

图表32： 互联网医疗产业链不完全统计（以核心业务划分）



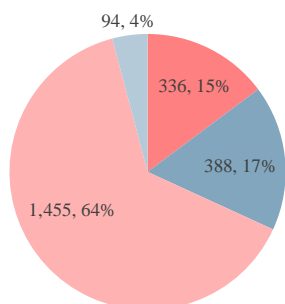
资料来源：中信建投证券研究发展部

平安好医生：全国最大规模的互联网医疗平台

一站式医疗平台，收入变现方式多元化。公司的业务主要分为四块：①在线医疗：在线咨询和其他医疗服务收费，增值服务组合和会员计划收费；②健康商城：自营模式下的产品销售、平台模式下的佣金；③消费医疗：向个人和企业销售定制化医疗服务组合；④健康管理和互动：广告收入。公司 2019H1 营业收入 22.73 亿元，同比增长 102.4%；其中在线医疗收入达到 3.36 亿元，同比增长 80.5%。

图表33： 平安好医生 2019H1 分业务收入（百万）及占比

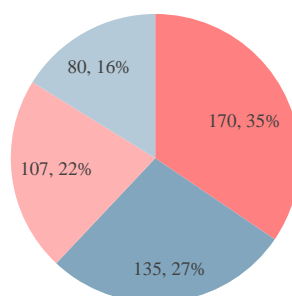
■ 在线医疗 ■ 消费型医疗 ■ 健康商城 ■ 健康管理和互动



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表34： 平安好医生 2019H1 分业务毛利（百万）及占比

■ 在线医疗 ■ 消费型医疗 ■ 健康商城 ■ 健康管理和互动

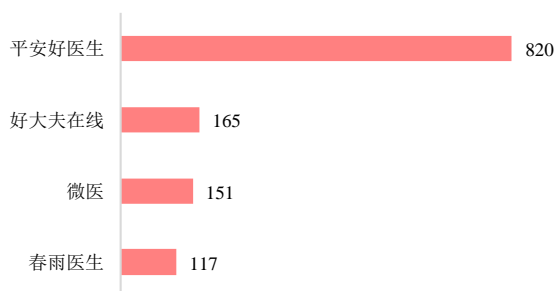


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2019H1 公司的经营亮点：①**活跃度行业第一：**2019 H1 注册用户 2.89 亿，MAU 62.7 百万人（同比增加 29%），MPU 2.2 百万人（同比增加 61.2%）；②**营收快速增长，亏损缩窄：**2019 H1 公司实现营业收入 22.73 亿元（人民币，下同），同比增长 102.4%，净亏损 2.74 亿元，同比收窄 38.4%；③**超高效分流线下问诊：**日均咨询量 65.6 万，同比增 24%；95%以上由 AI 辅助完成。

图表35： 互联网医疗 APP 活跃程度

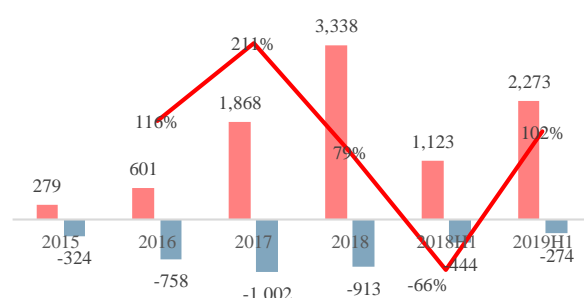
2019年7月月度独立设备数（万台）



资料来源：艾瑞 App 指数，公司公告，中信建投证券研究发展部

图表36： 平安好医生的收入、净利润（百万）及收入增速

■ 营业总收入 ■ 净亏损 ■ 营业收入-YoY



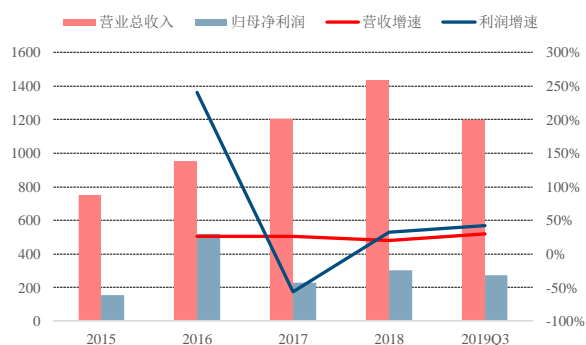
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

投资评级：2B 合作增加、政策利好和下半年消费医疗收入回暖可带动整体营收增长。随着公司用户体量增加，业务拓展产生规模效应，运营费用率持续下降，我们认为净亏损幅度有望进一步收窄，并于 2021 年实现扭亏为盈。预计 2019–2021 年营收分别为 47.4、65.3、89.2 亿元，同比增长 42.1%、37.6%、36.7%，归母净利润分别为-10.3、-7.40 和 0.10 亿元。维持“买入”评级。

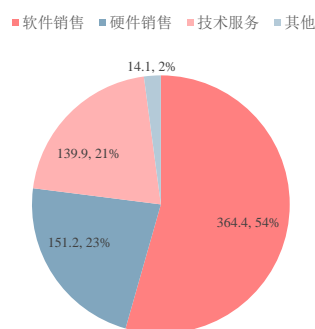
卫宁健康：医疗信息化龙头，双轮驱动业绩增长

深耕医疗卫生信息化领域，创新推动互联网医疗发展。公司持续深化“双轮驱动”发展战略，持续做大做强主营业务，2019 年订单和营业收入均快速增长，是国内同行业的绝对龙头。同时，公司以“4+1”战略（云医、云药、云险、云康+创新服务平台）推进互联网+健康服务业务的发展。公司通过+1 平台，整合 4 朵云间资源，实现 4 朵云间业务联动、协同以及输出，推动公司创新业务发展。

图表37：卫宁健康的收入、利润（百万元）及增速



图表38：卫宁健康 2019Q3 各板块收入（百万）及占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2019 年公司的经营情况：①**归母净利润增长强劲：**2019 年公司实现归母净利润约 379.5-440.5 万元，同比增长约 25%-45%；②**传统业务订单快速增长：**2019 年全年延续前三季度的增长势头，前三季度新增千万级订单 33 个，同比增长 83.3%，预收账款 167.06 万元，同比增长 31.4%；③**创新的互联网+医疗健康业务整体有序推进：**整体收入同比高速增长，亏损额同比大幅增加，主要是因为卫宁科技承担国家医保局等项目加大投入，但长期有利于公司在医保信息领域的发展。

图表39：卫宁健康创新业务 2019 年表现情况

卫宁健康创新业务	卫宁持股比例	2019 年业绩	原因
卫宁互联网	70%	收入同比略有增长，且出现亏损	因建设费大幅增长、第三方支付公司返点费率大幅下调等
纳里健康	69%	收入同比较快增长，且同比有所减亏	联网医院业务持续推进、原结算滞后的部分项目进行结算
钥世圈	35%	收入同比高速增长，且同比有所减亏	
卫宁科技	50%	收入同比快速增长，亏损额同比大幅增加	因承担国家医保局等重要项目投入加大

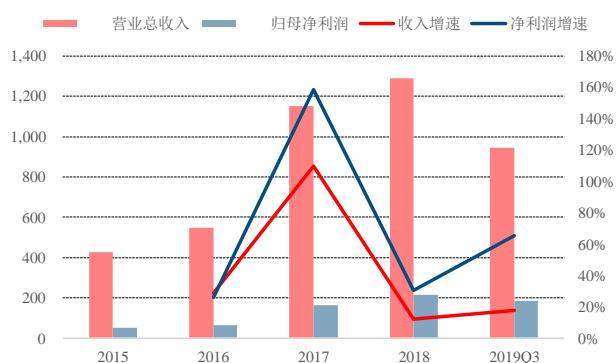
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

投资评级：公司作为国内医疗信息化龙头，主营业务持续高增长，公司订单持续高增长，政策推动医疗信息化业务持续高景气，创新业务进展良好，互联网+医疗加速成长。预计 2019-2021 年收入为 20.30 亿元、27.50 亿元、34.98 亿元，净利润 4.07 亿元、5.48 亿元、6.67，维持“买入”评级。

创业慧康：逐步推进“一体两翼”战略，深入布局互联网医疗

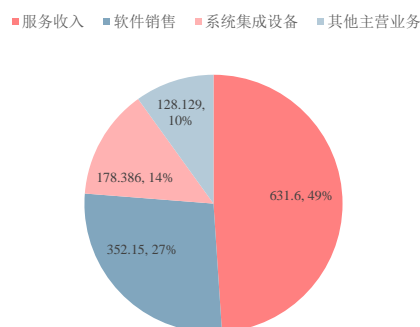
公司发展迅速，“一体两翼”业务格局逐步形成。医卫信息化是公司的核心业务，目前覆盖 6000 多家客户；在此基础上公司相继发展医卫物联网业务和医卫互联网业务。凭借领先的行业地位和丰富的行业经验，公司近几年发展迅速，2019 年归母净利润为 2.98 亿至 3.35 亿元，同比增长 40%-58%；扣非净利润为 2.48 亿至 2.85 亿元，同比增长 24%-43%。

图表40： 创业慧康的收入、净利润（百万）及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表41： 创业慧康 2018 年各板块收入（百万）及占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

中山模式充分探索互联网医疗，行业经验丰富。公司于 2019 年成立互联网医疗事业群，在中山对互联网医院信息系统应用和互联网医疗健康运营产品研发及产品创新方面进行了多方面的探索与努力。在互联网护理、互联网处方流转、互联网医疗等内容进行充分探索，目前已经有丰富的经验，可以在其他地区复制。

与新虹桥国际医学中心的合作，探索互联网医疗对高端医疗资源的补充。新虹桥园区是上海市社会办医的高端医疗区，地理位置好，离机场、高铁站都很近，园区计划将聚集国内、国际高端医疗，辐射整个长三角地区。公司入股新虹桥和诺，成为国际医学园区的小股东，一方面有利于公司未来获取园区信息化建设订单；另一方面双方有望在互联网医疗领域合作。依托新虹桥国际医学园区丰富的医疗资源，以及公司在长三角地区的多家医疗机构客户，充分整合公司在互联网医疗技术上的优势，探索双向互联互通共融共享的合作模式，为互联网+医疗应用、开发和运营奠定基础。

投资评级：医疗 IT 领域政策密集催化，2019-2020 年医疗信息化行业有望持续高景气，在此次疫情之后疾控及医疗机构将加大信息化投入，传统医疗信息化业务受政策推动订单饱满高增长确定性较强，中山模式落地数据变现有望贡献显著收入，同时公司互联网业务也有望加速成长。预计公司 2019-2021 年收入为 16.9 亿元、21.41 亿元、26.0 亿元，净利润为 3.11 亿元、4.10 亿元、5.24 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

互联网医疗价格与医保政策实际落地进展不及预期；

患者对互联网医疗接受度提升不及预期，导致渗透率较低；

线上问诊对互联网医疗其他环节影响不及预期；

互联网医疗监管力度超出预期，业务发展受限；

模型和测算过程存在一定局限性。

分析师介绍

贺菊颖：医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年医药行业研究经验。2012-2013 年新财富医药行业第 6 名和第 3 名；2007-2011 年，新财富医药行业第 4、2、5、2 名（团队），负责整体投资方向判断。

陈萌：本科毕业于武汉大学，硕士毕业于复旦大学，2013 年加入中信建投证券研究发展部，现任研究发展部海外前瞻组首席分析师，中小市值首席分析师，从事 A 股研究 6 年，海外市场研究 1 年，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015 年“新财富”中小市值研究第三名、2016 年“新财富”中小市值研究入围奖。

阳明春 010-86451495 yangmingchun@csc.com.cn

研究助理

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

金婷 jinting@csc.com.cn

夏一然 xiayiran@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

章政 zhangzheng@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859