

互联网医疗前景广阔，领军企业发展可期

——民生计算机互联网医疗行业深度报告

分析师：强超廷 执业证号：S0100519020001
分析师：郭新宇 执业证号：S0100518120001
研究助理：应瑛 执业证号：S0100119010012

2020年05月06日

风险提示：互联网医院建设进度不及预期，分成、
医药导流等业务发展进度不及预期

守 民
正 生
出 在
新 勤



互联网医疗服务作为近5年快速发展的互联网和医疗行业的新应用，因其便捷性、削弱区域性影响、扩大优质医疗资源覆盖范围等优势为大众所关注，为政府所支持。

本报告将从政策端、两种主流的互联网医疗主导方式、海外经验、行业现状等多维度分析：

- 1、现阶段政策对互联网医疗行业的态度与影响？
- 2、以医院为主导的互联网医疗服务的市场空间和运作模式？
- 3、以企业为主导的互联网医疗服务的市场空间和商业模式？
- 4、对比医院和企业为主导的互联网医疗服务的异同与后续发展可能性？
- 5、复盘海外龙头公司的发展路径，对国内互联网医疗服务公司的启示？
- 6、为何长期更为看好医疗HIT厂商？

重点标的：推荐卫宁健康、创业慧康，港股关注阿里健康、平安好医生。

互联网医疗作为医疗行业近几年兴起并高速发展的新应用，有利于缓解我国医疗资源分配不均和人们需求日益上升的矛盾，同时有利于推进分级诊疗和家庭医生制度，因而是现阶段受到政府支持和鼓励的方向。

从内容上包括了以互联网为载体和技术手段的问诊咨询、医疗信息查询、电子处方、健康教育、远程治疗等多种形式的健康医疗服务；

从主导建设方的不同可分为2类：1) 以医院为主导并寻求HIT厂商合作承建，即互联网医院；2) 以第三方企业为主导建设平台，即互联网平台。下文均以此为名词标准进行分析。

由于常见的互联网医疗服务提供者往往会包含多种服务，因此对于该行业我们认为以建设方式为切口进行分析会更为清晰，涉及企业以HIT厂商和互联网医疗服务提供的第三方企业为主。

表1：以内容划分互联网医疗服务

互联网医疗服务	
挂号	医疗知识
问诊咨询	医生助手
电子处方	药品查询
医药电商	用药指导
健康教育	医院便民服务
远程会诊	等等

资料来源：民生证券研究院整理

表2：以主导建设方划分互联网医疗服务

	互联网医院	互联网平台
主导方	医院	第三方企业，互联网企业为主
建设方	HIT厂商	HIT厂商或自建
提供服务内容	挂号、复诊诊断、远程会诊等等	挂号、问诊咨询、电子处方、线上购药等等
服务主体	医院内患者	全国患者
医生来源	自有医生	外聘医生、专家为主，自有专职医生为辅

资料来源：民生证券研究院整理

- 政策端：政策大力扶持行业发展，高景气度有望延续
- 互联网医院：内需+政策驱动建设，HIT厂商受益运营分成+建设
- 互联网平台：“医+药”和“医+药+保”为主流商业模式，长期空间看处方外流和商保市场
- 两种模式对比：医院、平台各有千秋，长期看好HIT厂商前景
- 投资建议：推荐卫宁健康、创业慧康，港股关注阿里健康、平安好医生

（一）政策大力扶持互联网医疗发展

互联网医疗兴起于2005年，2018年以后多项政策密集出台，互联网医院快速发展。

表3：医疗IT厂商在互联网医院领域的发展前景

时间	政策文件名称	主要内容
2005.09	《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
2014.08	《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。
2015.07	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	支持第三方机构构建医疗信息共享服务平台，支持利用互联网提供预约诊疗、候诊提醒、缴费、药品配送等服务
2016.12	《关于印发“十三五”卫生与健康规划的通知》	全面实施“互联网+”健康医疗益民服务，发展面向中西部和基层的远程医疗和线上线下相结合的智慧医疗，促进云计算、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的深度融合，提升健康信息服务能力。
2018.03	《政府工作报告》	加速互联网+医疗、异地就医直接结算、分级诊疗、医联体等领域建设。
2018.07	《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）》	规范互联网诊疗活动，推动互联网医疗服务健康快速发展，保障医疗质量和医疗安全；进一步推动远程医疗服务持续健康发展，优化医疗资源配置，促进优质医疗资源下沉，推进区域医疗资源整合共享，提高医疗服务能力和水平。
2018.10	《关于印发公立医院开展网络支付业务指导意见的通知》	要求有条件的地方可以探索区域共享网络支付平台建设。通过提供更加便捷的支付结算服务，优化就诊流程，提高工作效率，提升服务质量，不断改善人民群众就医体验。
2019.01	《药品网络销售监督管理办法（送审稿）》	文件明确允许三方平台向个人消费者售药；允许通过网络向个人消费者销售处方药；允许单体药店通过网络销售药品；允许向个人消费者售药网站发布处方药信息。
2019.08	《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》	首次从国家层面提出，符合一定条件的“互联网+”医疗服务可以纳入医保报销范围：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，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。
2019.09	《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022年）》	提出要加快发展“互联网+医疗”、积极发展“互联网+药品流通”、加快医药电商发展等政策目标。
2020.02	《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》	各地卫健委网站发布已注册审批的互联网医院、互联网诊疗平台及医院网站链接。医疗机构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。鼓励在线开展部分常见病、慢性病复诊及药品配送服务，降低线下就诊交叉感染风险。
2020.02	《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》	各地建立全省的互联网医疗服务平台和新型冠状病毒肺炎防控服务管理平台。各省级卫生健康行政部门组织动员省内具备条件的医疗机构，针对发热患者、组织呼吸科、感染科、急诊医学科、重症医学科、精神卫生科及全科医生开展互联网诊疗咨询服务。

资料来源：民生证券研究院整理

（一）政策大力扶持互联网医疗发展

政策重点：支付问题解决奠定行业发展重要基础

1. “能支付”：互联网医疗服务纳入医保报销范围，解决线上医疗服务支付报销难题。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》首次提出符合一定条件的“互联网+”医疗服务可以纳入医保报销范围。在疫情中，国家及各地也都纷纷出政策，对医保覆盖互联网诊疗进行进一步明确。

表4：国内互联网医疗相关政策

时间	政策名称	主要内容
2019.08	《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》	首次从国家层面提出，符合一定条件的“互联网+”医疗服务可以纳入医保报销范围
2019.09	《银川市医疗保险门诊大病互联网医院管理服务办法（试行）》	建立门诊大病线上医疗费用支付制度，先行从高血压、糖尿病试行，线上线下实行同比例报销政策
2020.03.02	《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》	明确将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围。定点非公立医疗机构提供的“互联网+”复诊服务，参照定点公立医疗机构的价格和支付政策进行结算
2020.03.05	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	将符合条件的医药机构纳入医保协议管理范围，支持“互联网+医疗”等新服务模式发展
2020.02.14	面向省级医保参保人员的“在线续方、云端药房”便民服务（浙江）	省级医保参保的慢性病患者通过云端问诊，享受在线开单续方，医疗费用由街镇医院和省级医保按规定进行结算
2020.02.20	《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》（江苏）	明确经卫生行业主管部门批准的互联网医院，为在本设区市参保的常见病、慢性病复诊病人提供的“互联网+”门诊医疗服务，向医保部门备案后临时纳入医保支付范围。
2020.02.23	医保12条措施（上海）	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：各省医保局官网、卫健委官网，民生证券研究院

(一) 政策大力扶持互联网医疗发展
政策重点：支付问题解决奠定行业发展重要基础

2. “方便支付”：医保在线支付普及大势所趋

《国家医保局 国家卫生健康委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》中指出“使用医保电子凭证实现互联网医保服务无卡办理”。各地案例也不断涌现：济南、洛阳等地均将逐步地实现医保在线支付；3月31日，平安好医生宣布旗下互联网医院已打通湖北省医保在线支付，上线“互联网医疗保障服务平台”。

3. “支付得起”：线上价格逐步明确，看病更具操作性，也打消了患者顾虑

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》明确由医疗保障部门对项目收费标准的上限给予指导；之后江苏、山东、吉林等部分省份探索制定了互联网诊疗价格，让实际的诊疗更具落地可能。以山东省为例，相关价格基本向线下水平看齐。

表5：山东省第一批“互联网+”医疗服务项目价格表

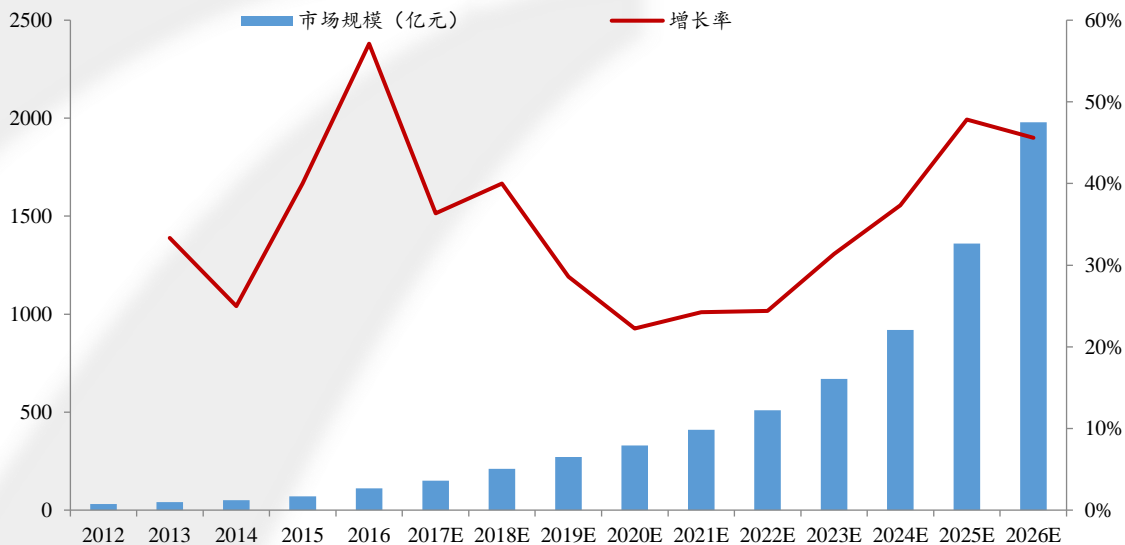
项目大类	项目名称	计价单位	三级价格（元）	计价说明
远程诊察	互联网复诊	次	6	
远程会诊	远程单学科会诊	次		双学科440元，多学科（3个及以上学科）600元
	副主任医师	次	180	
	主任医师	次	260	
	远程病理会诊	次	440	以4张切片为基数，5张及以上切片540元
远程监测	远程心电监测	小时	13.5	按实际监测时间计收，不足1小时按1小时计收
	远程起搏器监测	小时	12.5	按实际监测时间计收，不足1小时按1小时计收
	远程除颤器监测	小时	12.5	按实际监测时间计收，不足1小时按1小时计收
	远程胎心监测	小时	11	按实际监测时间计收，不足1小时按1小时计收

资料来源：山东省医疗保障局，民生证券研究院

（二）市场规模：整个国内互联网医疗市场有望保持30%以上增速

在政策的大力支持，以及分级诊疗、社会办医、处方流转等医疗改革不断推进等因素影响下，国内互联网医疗行业快速发展。根据弗若斯特沙利文的报告，2019年国内整体互联网医疗市场规模有望达到270亿元，到2026年有望达到1980亿元，19-26年的复合增速达到32.93%。

图1：2012-2026年国内互联网医疗健康市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，平安好医生招股说明书，民生证券研究院整理

- 政策端：政策大力扶持行业发展，高景气度有望延续
- 互联网医院：内需+政策驱动建设，HIT厂商受益运营分成+建设
- 互联网平台：“医+药”和“医+药+保”为主流商业模式，长期空间看处方外流和商保市场
- 两种模式对比：医院、平台各有千秋，长期看好HIT厂商前景
- 投资建议：推荐卫宁健康、创业慧康，港股关注阿里健康、平安好医生

医疗IT厂商在互联网医院的建设中，可以收取建设费+运营分润费。下表中我们列出了影响相关业务前景的影响因素，后文将就这些因素进行逐个分析。

对于建设端，由于目前互联网医院建设模式明确，政策不断催化，本文将按照需求端、供给端的思路分析；对于运营分润端，由于医疗IT厂商参与分润的模式目前未大规模普及，我们将主要剖析其商业模式及前景。

表6：医疗IT厂商在互联网医院领域的发展前景

商业模式	细分项目分析	空间	影响因素
医疗IT厂商在互联网医院领域的发展前景	建设端	数量：互联网医院建设数量（建设费来源） 未来潜在空间大：国内截止到2019年年11月269家，国内三级、二级医院共12492家	政策推动：包括国家和地方两个层次的政策推动 医院自身动力：2020Q1互联网医院建设的相关招标数量为49次，去年同期的12次
	运营分润端	单体量：1) 就诊习惯的培养。2) 更复杂的诊疗能否迁移到线上 未来潜在空间大：本质是线下诊疗的延续，国内医院诊疗人次超过34亿	就诊习惯的培养：疫情中已有较大改善 线下医疗向线上的迁移：由于是用于复诊，以医疗资源为基础，多复杂的医疗可能实现，单价也就提高
	分成比例	常见的分成比例是7:2:1，医院、医生、医疗IT厂商按上述比例分配	由于医院、医生处于强势地位，分成比例提升空间不大

资料来源：民生证券研究院整理

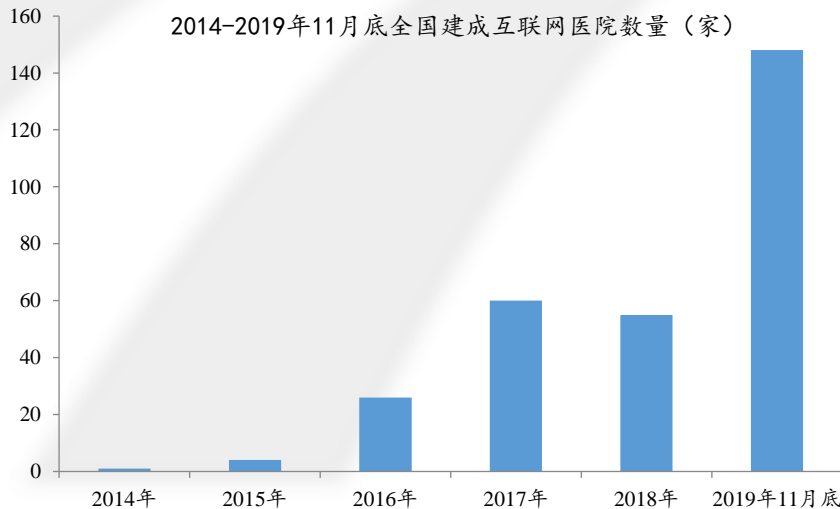
（一）建设端供需分析：政策催化+医院动力推动行业发展，领军企业有望受益

1. 需求端：潜在空间90亿元，19-25年市场增速有望达到58.28%

2014年9月我国第一家互联网医院广东省网络医院成功建设，2019年互联网医院建设进入加速期，截止到2019年11月底，国内依托于实体医院的、具有牌照的互联网医院共有294家。

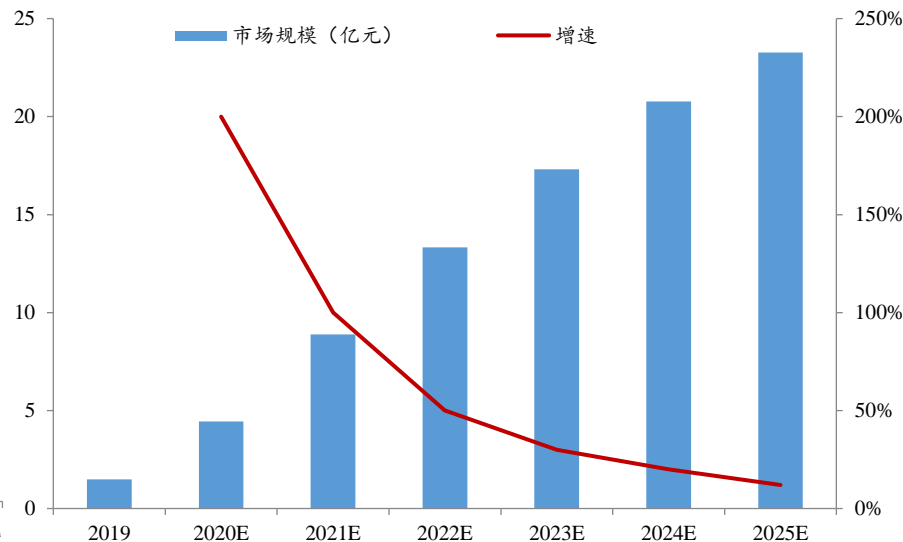
假设二级医院建设费50万左右，三级医院150万左右（参照采招网相关订单），则国内三级、二级医院潜在的建设端的市场规模约为90亿元。假设疫情后政策催化，预计在2025年之前所有的三级、二级医院均建设互联网医院平台，则19-25年市场增速有望达到58.28%。如果再考虑各省市建立的互联网医院监管平台，市场空间可能将超过90亿元。

图2：国内互联网医院数量变化



资料来源：健康界，民生证券研究院

图3：国内互联网医院市场规模预测



资料来源：民生证券研究院整理

（一）建设端供需分析：政策催化+医院动力推动行业发展，领军企业有望受益

1. 需求端：潜在空间90亿元，19-25年市场增速有望达到58.28%

建设端需求的动力：政策推动+医院内生动力

（1）政策推动：疫情中政策已明确建议医院加强互联网平台的建设

《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》明确指出“建立互联网诊疗服务平台”、“加强对各医疗机构开展互联网诊疗咨询服务的组织工作”。

《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》中提出“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”。

表7：疫情间重要政策均涉及互联网医院建设或其重要性

政策	具体内容
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	<p>建立互联网诊疗服务平台。各省级卫生健康行政部门要统一建立全省的互联网医疗服务平台和新型冠状病毒肺炎防控服务管理平台，或依托各省级卫生健康行政部门官方网站等公开规范渠道，集中整合发布已经注册审批的互联网医院、互联网诊疗平台，便于群众及时获取相关诊疗服务信息。</p> <p>加强对各医疗机构开展互联网诊疗咨询服务的组织工作。各省级卫生健康行政部门组织动员省内具备条件的医疗机构，根据疫情防控工作的需要，针对发热患者，组织呼吸科、感染科、急诊医学科、重症医学科、精神卫生科及全科医生开展互联网诊疗咨询服务。</p>
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	<p>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。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</p>

资料来源：卫健委官网，民生证券研究院

(一) 建设端供需分析：政策催化+医院动力推动行业发展，领军企业有望受益

1. 需求端：潜在空间90亿元，19-25年市场增速有望达到58.28%

建设端需求的动力：政策推动+医院内生动力

(2) 医院自身动力：提升医院经营效率，2020Q1建设明显加速

互联网医院能够提升效率，实现医院更高效的运转。以邵逸夫互联网医院为例，邵医健康云平台上线后，医院患者门诊就诊时间从4~5个小时缩短到1.7个小时，患者满意度达95%以上。

目前互联网医院建设速度加快，根据我们对采招网上招标信息的统计，2020Q1互联网医院建设的相关招标数量为49次，较去年同期的12次有明显的提升。（由于部分招标是非公开，因此此数据仅反映行业变化趋势），未来政策有望继续推动互联网医院建设。

图4：邵逸夫互联网医院的建立对医院运营效率的提升

缩短就诊时间，改善患者体验度

- 邵医健康云平台上线后，医院患者门诊就诊时间从4~5个小时缩短到1.7个小时，患者满意度达95%以上

AI推理辅助诊疗，提高医疗效率

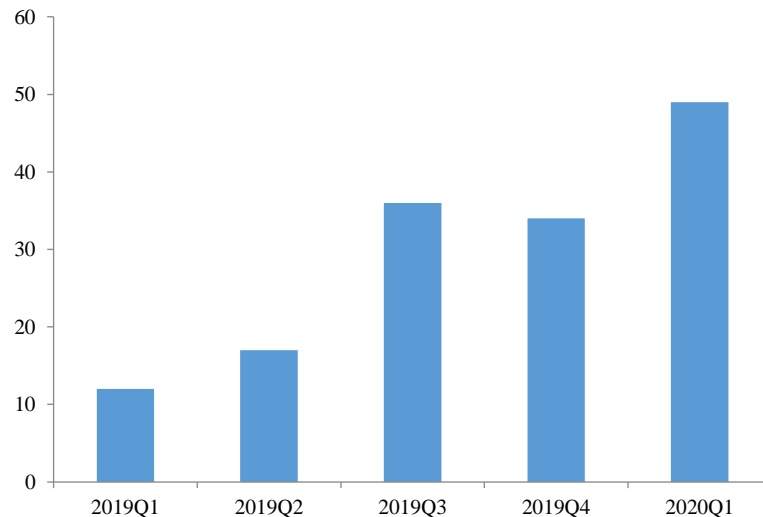
- 邵逸夫医院目前已整理医院脱敏病历数据180万份，建成涵盖60万余条本体逻辑关联的医学知识图谱。AI推理引擎可实现对患者症状、体征、病史以及检查结果的推理推送，准确率达90%。

急救“一站式”服务，为急救患者争取时间

- 通过邵医健康平台实现数据共享，提前获取120救护车及救护直升机转运患者的各种信息，做好患者信息规范共享、远程急救指导和院内急救准备等工作、开通医疗绿色通道，为患者提供最快速的医疗急救。

资料来源：邵逸夫医院官网，民生证券研究院

图5：互联网医院建设相关招标数量统计



资料来源：采招网，民生证券研究院

（一）建设端供需分析：政策催化+医院动力推动行业发展，领军企业有望受益

2. 供给端：主要公司份额较大，领军企业未来有望继续重点受益

（1）现状：主要公司占份额较大。据国家卫健委在2019年11月的2019北京国际远程医学高峰论坛的数据，2019年10月份，全国共有269家互联网医院，根据相关公司公开调研纪要，截至2019年底，卫宁健康、创业慧康均建设了百余家左右。即使排除一些非牌照的平台，也可以看到主要公司所占的份额相对较大。

（2）未来份额预测：未来预计市场份额仍将较为集中，领军企业有望重点受益。第一，经过多年发展，目前医疗IT领军企业已有较大规模医院客户群体，拥有客户基础。第二，互联网医院涉及到与院内互通，而已有的HIS系统建设也是领军企业占优。第三，疫情中领军企业快速发展，显示了市场拓展能力。

图6：医疗IT领军企业在未来互联网医院建设端的优势

领军企业已有较大客户群体

- 卫宁健康医院客户6000余家，创业慧康行业客户6000余家，行业领军企业的客户群体优势将直接帮助其获得更多互联网医院建设机会。

院内系统互通，已有建设商占优势

- 互联网医院要做到线上线下互通，电子病历信息能够互通，因此已经入驻医院的IT建设商具有优势

疫情中的表现，领军企业快速拓展

- 疫情中卫宁健康为1,000多家医院开通了互联网问诊功能，创业慧康互联网医院客户增加约100家

资料来源：民生证券研究院整理

(二) 商业模式（分成端）：庞大诊疗人群+线下医疗向线上迁移，给分成模式带来巨大潜力

1. 以卫宁健康为例，说明医疗IT公司的运营分成端创新业务

目前整体来看，医疗IT公司以医院资源和软件建设能力为基础，布局多样化的互联网医院、互联网医疗建设。以卫宁健康商业模式为例，卫宁健康从2015年开始布局“4+1”创新业务，打造云医、云药、云险、云康和创新服务平台组成的互联网医疗生态圈，具体包括互联网医院建设、医药导流、保险导流、保险控费建设等业务。

表8：卫宁健康创新业务的具体模式及相关收入等信息

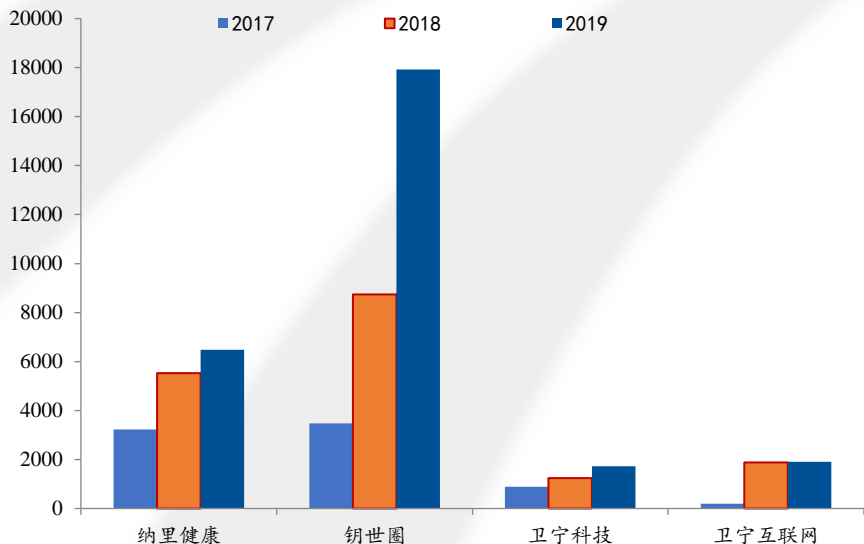
版块	实施主体	2019收入（万元）	2019年净利润（万元）	盈利模式
创新服务平台	卫宁互联网（单体）	1,899.01	-547.53	作为卫宁创新业务的平台和孵化器，整合4朵云间业务资源、数据资源、服务资源，业务联动、协同以及输出
云医	纳里健康	6,473.08	-1,501.88	建设费+运营收入（分润）
云险	卫宁科技	1,725.28	-6,091.23	收取控费引擎建设费用为主，其次是商保支付返点收入
云药	钥世圈	17,929.21	-916.24	收取返佣费，包括收取药店的导流返佣以及商保公司的合作返佣费
云康	好医通	-	-	体检机构导流，个人健康管理等

资料来源：卫宁健康2019年年报，民生证券研究院

(二) 商业模式 (分成端)：庞大诊疗人群+线下医疗向线上迁移，给分成模式带来巨大潜力
 1. 以卫宁健康为例，说明医疗IT公司的运营分成端创新业务
 从收入端看：主要业务收入快速增长

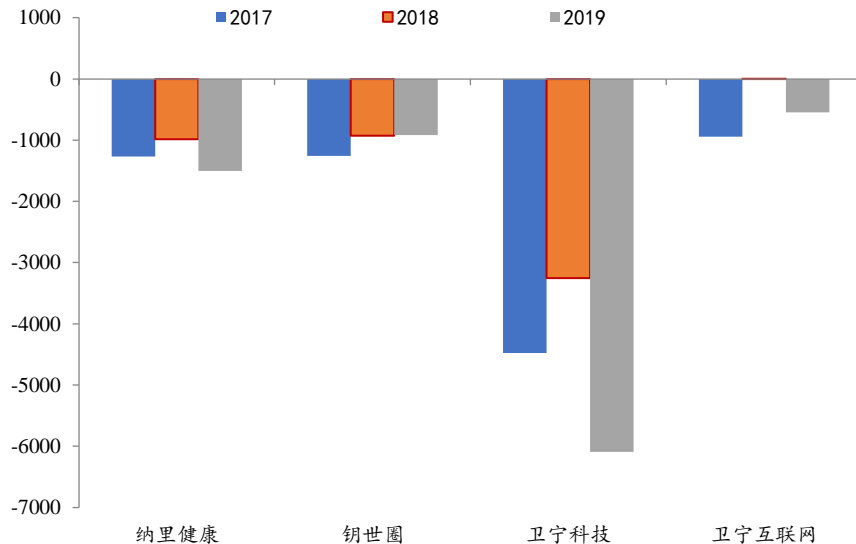
卫宁健康的云医、云药等业务快速发展，创新业务的整体收入从2017年的7780万元增长到2019年的28026.58万元，复合增速为89.80%。从利润上看，由于各项创新业务持续加大投入，仍处于亏损状态。

图7：卫宁健康创新业务收入变化（万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：卫宁健康创新业务利润变化（万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 商业模式（分成端）：庞大诊疗人群+线下医疗向线上迁移，给分成模式带来巨大潜力

1. 以卫宁健康为例，说明医疗IT公司的运营分成端创新业务

在2017-2019年，公司创新业务快速发展，已验证相关模式具有快速拓展基础。1) 互联网问诊业务上，服务患者数量从1000万人次发展到2亿人次。2) 药品、保险导流业务上，合作药房增加2万家左右。3) 保险控费建设上，支付设备数量增加3000台左右，交易金额增加近十倍，交易笔数从1800万笔增加到9700多万笔。截止到2019年11月，卫宁健康互联网医院客户仅89家，未来如果互联网医院建设数量增加，则相关业务具备进一步拓展的潜力。

表9：卫宁健康创新业务收入变化

名称		2017	2018	2019
云医	对接医疗机构数量	超过1500家	超过2000家	4000余家（已取得医疗机构执业许可证的互联网医院共89家）
	注册医护人员数量		超20万	超20万
	远程医疗人数		超200万人	超200万人
	服务患者数量	超过1000万	超过1亿人	超2亿人次
云药	合作药房	6万多家		近8万家
	用户分布省份数量	30个	30个	30个
	合作保险公司		50余家	60余家
	管理保费金额		超30亿元	超40亿元
	依托“药联体”等平台的整体交易额		超4.5亿元	超7亿元
云险	投放支付设备数量	9000多台	12000多台	
	投放支付设备的医疗机构数量	600多家	近1000家	
	交易金额	29亿元	超80亿元	210多亿元（累计交易金额已超过300亿元）
	交易笔数	超过1800万笔	超5000万笔	9700多万笔
云康	连接的医院及体检中心数量	900多家	1500多家	
	服务的企业客户数量	5900多家	6500多家	

资料来源：Wind，民生证券研究院

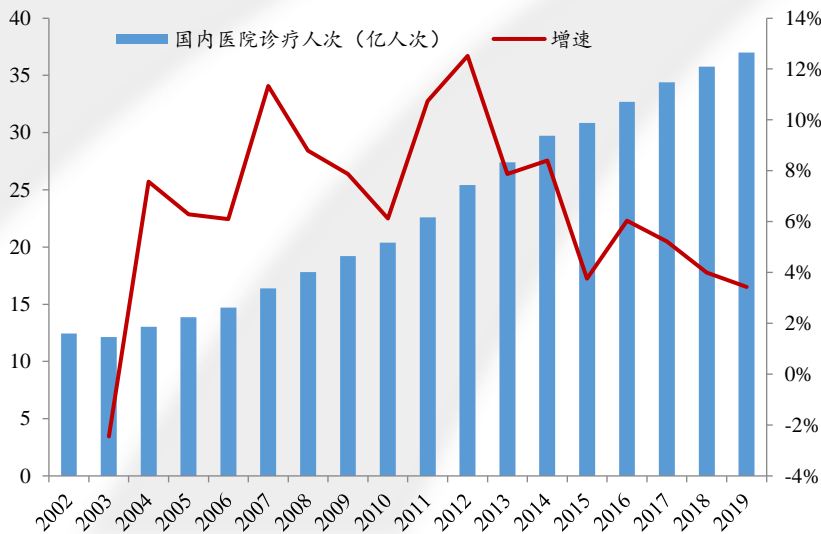
(二) 商业模式（分成端）：庞大诊疗人群+线下医疗向线上迁移，给分成模式带来巨大潜力

2. 发展潜力：庞大诊疗人次成为发展基础，线下向线上迁移潜力可观

潜在空间大：本质是线下诊疗的延续，国内医院诊疗人次超37亿，潜力明显。互联网医院主要承接医院患者的复诊，因此属于线下医疗的延续。国内目前每年医院诊疗人次超过37亿，庞大的就诊人次数量将给线上复诊带来可观的潜在空间。

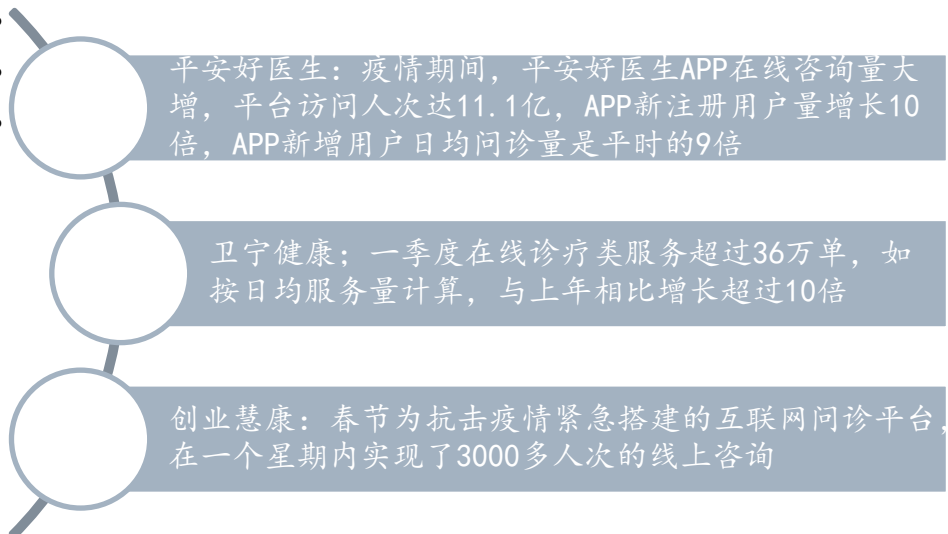
确定性逐步增加：疫情带来就诊习惯的培养，让互联网医院的流量增加具有可能性。根据易观的数据，受疫情催化，2020年互联网医疗领域独立APP日活最高峰达到了862.4万人，同比最大涨幅144万人，各主要平台的数据也大幅度提升。随着就诊习惯的不断培养，互联网医院线上业务有望逐渐增加。

图9：国内医院就诊人次及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：疫情间，主要互联网诊疗平台或公司，就诊量大幅度提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 商业模式（分成端）：庞大诊疗人群+线下医疗向线上迁移，给分成模式带来巨大潜力

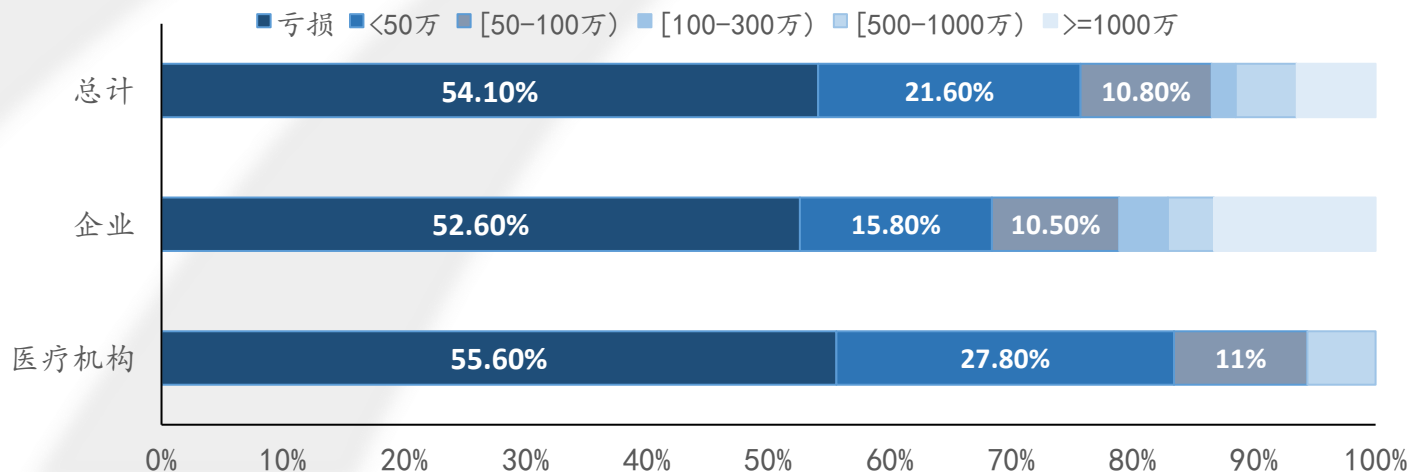
2. 发展潜力：庞大诊疗人次成为发展基础，线下向线上迁移潜力可观
 更多医疗内容的迁移：线下医疗的延伸，给互联网医疗平台带来实质性提升

目前线上就诊内容仍相对简单导致互联网医院盈利能力较弱。根据《2020中国互联网医院发展研究报告》，超过50%的互联网医院仍处于亏损状态。对于已实现盈利的互联网医院，盈利能力也相对有限，其中，盈利额超过100万元的互联网医院仅占13.5%。

亏损的原因在于：一是在线就诊的患者人数较少，消费者习惯和医生习惯都有待培养，二是目前互联网医院多数功能为挂号预约、在线轻问诊等，收入较少，难以覆盖成本。

在疫情中，随着在线问诊人数的快速增加，相关的使用习惯预计将逐渐培养，因此，医疗内容端，能否实现更多的医疗从线下向线上迁移，就成为了关键。

图11：2019年互联网医院净利润情况（N=83）



资料来源：《2020中国互联网医院发展研究报告》，民生证券研究院

(二) 商业模式（分成端）：庞大诊疗人群+线下医疗向线上迁移，给分成模式带来巨大潜力

2. 发展潜力：庞大诊疗人次成为发展基础，线下向线上迁移潜力可观

更多医疗内容的迁移：线下医疗的延伸，给互联网医疗平台带来实质性提升

随着5G等技术的不断普及，以及互联网医疗的不断发展，更多的线下医疗向线上迁移已经逐步展开，远程会诊、多方会诊成为丰富线上医疗的重要形式：郑州大学第二附属医院可通过互联网医院提供远程会诊、双向转诊等服务。患者在基层医院完成基本医疗检查后，可由基层医生通过该平台上传患者数据，申请远程会诊，邀请医疗条件更好的医院的医生和专家进行远程会诊，为患者提供更优质的服务。

2020年2月29日，佛山市防控新冠肺炎中医诊疗专家组在佛山市中医院连线武汉，与广东省援助湖北应对新冠肺炎疫情第十四批医疗队（佛山）二队连线，实现了武汉市第一医院病房、佛山医疗二队驻地会议室和佛山市中医院互联网医院远程会诊中心的三方5G远程会诊，为3例典型病患商讨中西医结合的诊疗方案，“面对面”支援武汉一线。

图12：郑州大学第二附属医院互联网医院功能



资料来源：郑州大学第二附属医院官网，民生证券研究院

图13：佛山市中医院互联网医院远程会诊中心会诊现场



资料来源：佛山市中医院官网，民生证券研究院

（三）海外经验：渗透到基层，实现线下医疗向线上的迁移

1. 美国互联网医院分为两类：平台型服务+消费者服务

平台型服务，包括：远程会诊、虚拟视频咨询以及eICU；另一类是直接面向消费者的服务，包括：二次建议、远程病人监控、视频诊断和电子诊断。其中最常见远程医疗平台包括同步和异步两种技术，例如：视频会议、存储和转发图像、电子邮件和远程病人监控等。

表10：在美国最常用的7种远程医疗使用案例

提供者对提供者平台				
使用案例	描述	时间	视频	信息传输
远程会诊	医生之间相互分享信息，讨论病人病情	异步	无	医疗记录及影像
虚拟视频咨询	专家远程和临床医师或患者实时连接提供临床服务帮助病人的治疗	同步	有	医疗记录及影像
eICU	用多种方式远程监控ICU病人，特别是重症患者	同步	有	医疗记录、影像和监测数据
直接面向消费者平台				
二次建议	病人发起电子请求，希望提供者对一个临床病例发表意见。	异步	无	医疗记录及影像
远程病人监控	提供者通过远程设备远程监控病人	同步	无	监测数据和病人报告数据
视频诊断	提供者直接通过视频和病人连线进行诊断	同步	有	无
电子诊断	提供者通过电子邮件或者其他方式和病人联系，提供临床建议或支持	异步	无	病人报告数据和影像

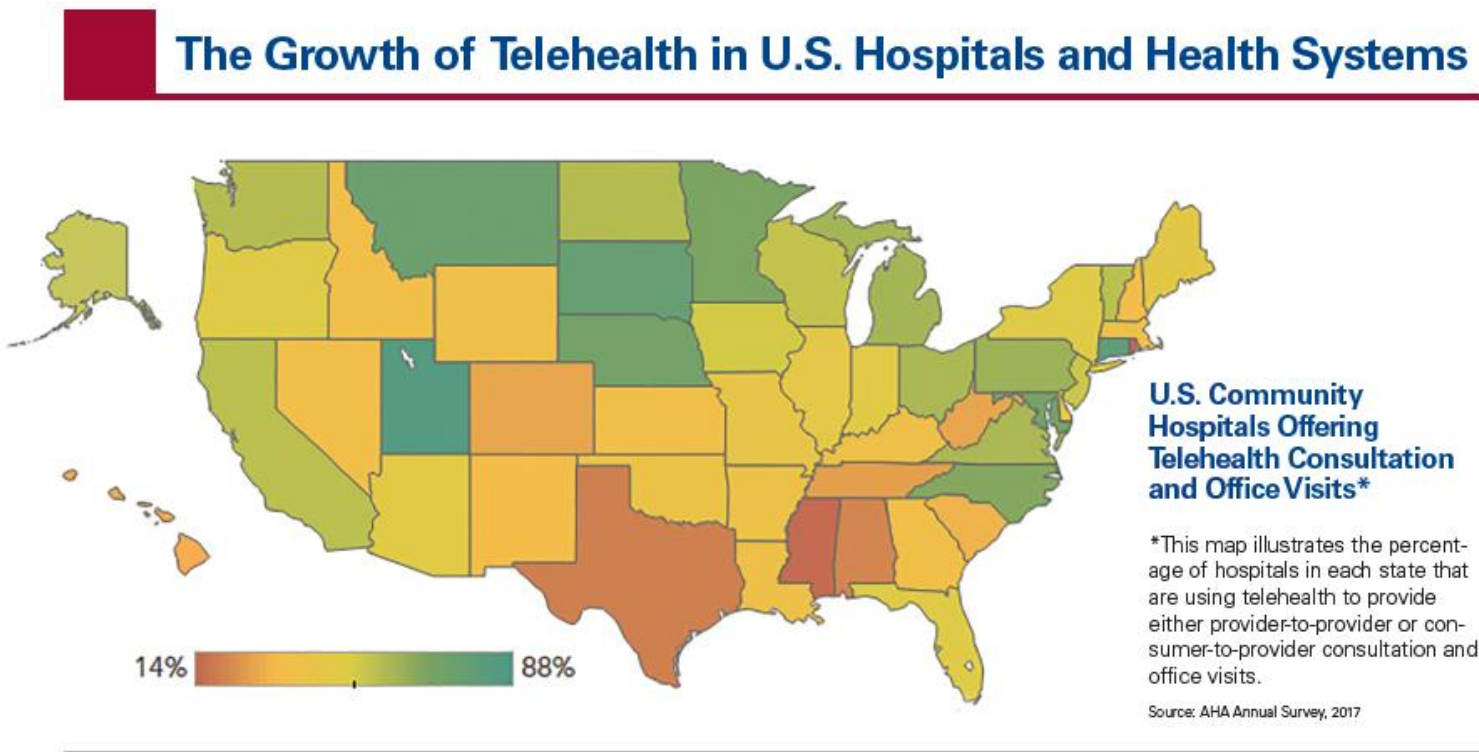
资料来源：Manatt,2019，民生证券研究院

（三）海外经验：渗透到基层，实现线下医疗向线上的迁移

2. 发展现状：医院的互联网诊疗平台已经渗透到基层医疗机构

在美国，76%的社区医院有电子远程医疗系统，91%的学术医疗中心有电子远程医疗系统，77%的城市医院有电子远程医疗系统，78%的乡村医院有电子远程医疗系统。

图14：美国各个州使用远程医疗的医院的比例



资料来源：美国心脏协会健康创新中心《MarketInsights_TeleHealthReport》，民生证券研究院

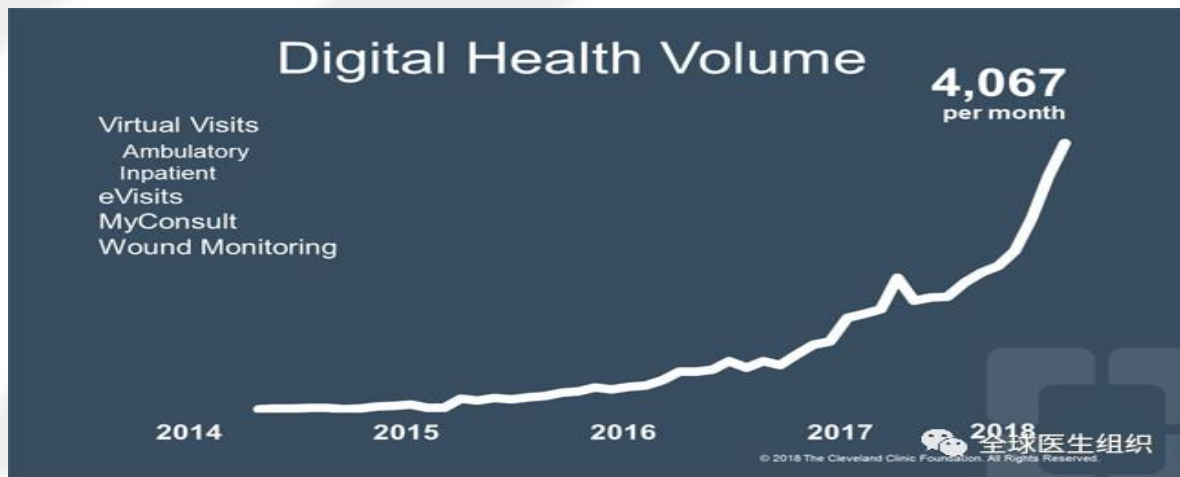
（三）海外经验：渗透到基层，实现线下医疗向线上的迁移

3. 典型案例：克利夫兰的数字化医疗——成功实现线下医疗向线上的迁移

克利夫兰医学中心是全美心脏专科排名第一，全球研究心血管疾病顶尖的医疗机构。该机构通过克利夫兰远程医疗中心的移动App，为患者提供居家远程疾病监测和康复管理；配合家庭医生和社区全科医生，为患者提供有价值的疾病健康管理服务。

其中远程服务不仅包括实时同步远程随访和异时咨询（包括门诊、病房患者和急诊后远程随访）等轻问诊，还包括慢病健康管理、远程影像资讯和互联网平台二次咨询服务等更多线下内容向线上的迁移。在远程诊疗服务内容不断丰富的前提下，2014-2018年该机构APP每月客户/患者访问量呈现快速增长之势，2018年该机构APP每月客户/患者访问量上升超过4000人次/月。

图15：2018年该机构APP每月客户/患者访问量上升超过4000人次/月



资料来源：全球医生组织，搜狐网，民生证券研究院

（三）海外经验：渗透到基层，实现线下医疗向线上的迁移

3. 典型案例：克利夫兰的数字化医疗——成功实现线下医疗向线上的迁移

远程医疗已经拓展到全球范围，与国内多家医疗机构合作说明发展前景。克利夫兰医学中心通过与VIGILINT机构合作，建立了GMAP项目，为全球患者提供远程医疗服务。与此同时，克利夫兰医学中心也与多家国内知名医疗机构合作，其远程医疗已经实现了快速的发展。

图16：克利夫兰医学中心在远程医疗领域，与国内医院的合作

中国人民解放军总医院第六医学中心

- 对国际，衔接包括国际顶级的克利夫兰医学中心和其他心脏专科医学中心；对国内，通过互联网+远程会诊模式，覆盖各省市地和县域心脏疾病专科医疗机构，可以由患者所在地医疗机构主诊医生作为邀约方，逐级向第六医学中心和克利夫兰医学中心提出“分级会诊”二次建议

北大深圳医院

- 成立远程病理会诊中心

郑州大学第一附属医院克利夫兰医学中心国际远程病理会诊

- 未来进行远程会诊等方面的合作

资料来源：全球医生组织，民生证券研究院

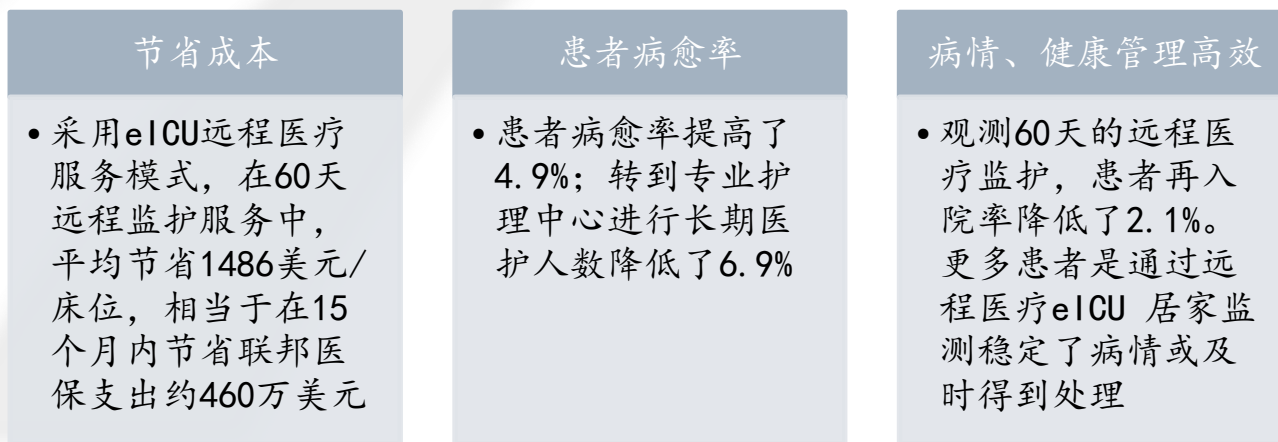
（三）海外经验：渗透到基层，实现线下医疗向线上的迁移

3. 典型案例：埃默里大学——eICU能够实现成本节省、效率提升等多项医疗方面的改进

eICU是一种电子ICU，实际上是一种远程医疗方式，利用远程技术协助临床医生监护整个社区的患者。Emory埃默里大学附属的五家医院的远程医疗中心每年为多达2万名患者提供远程医疗服务，包括远程医疗ICU（eICU）和远程居家监测患者康复。

为验证远程医疗eICU项目的可用性和医疗效果，埃默里大学与联邦医保机构合作，对比应用eICU远程医疗服务和常规ICU服务模式。从对比中看，在成本节省、患者病愈率提升等方面，eICU优于传统医疗方式。通过美国的两个典型案例，我们发现互联网医院发展成功的关键，在于将线下医疗成功迁移到线上，进而丰富线上诊疗内容，加快互联网医院的发展，因此我们看好国内的互联网医院长期内逐渐将更多线下内容迁移到线上，进而打开业务发展的空间。

图17：埃默里大学做的，关于eICU与常规ICU服务模式对比下的优势



资料来源：全球医生组织，搜狐网，民生证券研究院

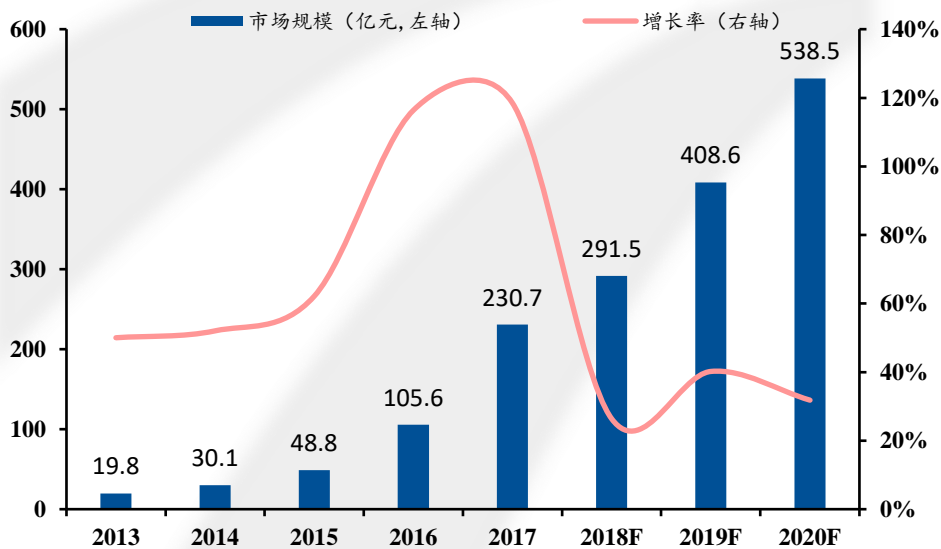
- 政策端：政策大力扶持行业发展，高景气度有望延续
- 互联网医院：内需+政策驱动建设，HIT厂商受益运营分成+建设
- 互联网平台：“医+药”和“医+药+保”为主流商业模式，长期空间看处方外流和商保市场
- 两种模式对比：医院、平台各有千秋，长期看好HIT厂商前景
- 投资建议：推荐卫宁健康、创业慧康，港股关注阿里健康、平安好医生

互联网平台需求端：预计20年突破500亿市场空间，18-24为主力人群

（一）供需分析：当前整体属“低频”服务，挂号问诊和健康管理“赛道”较为拥挤
需求端：在线医疗整体属“低频”特性，年轻人和经济发达城市为主力

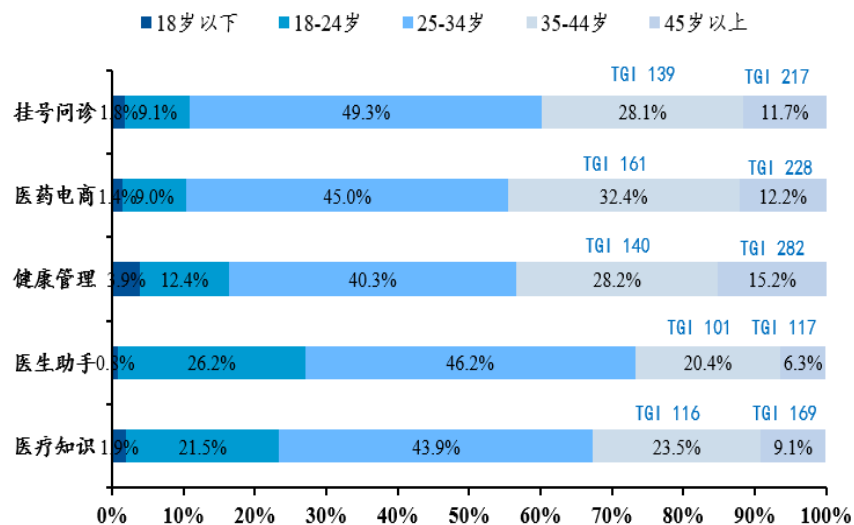
互联网医疗市场受益渗透率提升和服务内容增加，预计20年市场规模突破500亿。此外，18-24岁为主力使用人群，其中女性占比更高。随着线上问诊、医药电商渗透率的上升和智能手机的普遍使用，互联网医疗市场持续扩大。根据Mob的数据，18-24岁人群在五大互联网医疗平台的使用占比超过40%，为主力人群。而年轻人整体较好的体质，也符合当前在线医疗仍属低频服务的特性。

图18：互联网医疗的市场空间



资料来源：易观、民生证券研究院

图19：互联网医疗五大平台的年龄分布



资料来源：Mob研究院、民生证券研究院

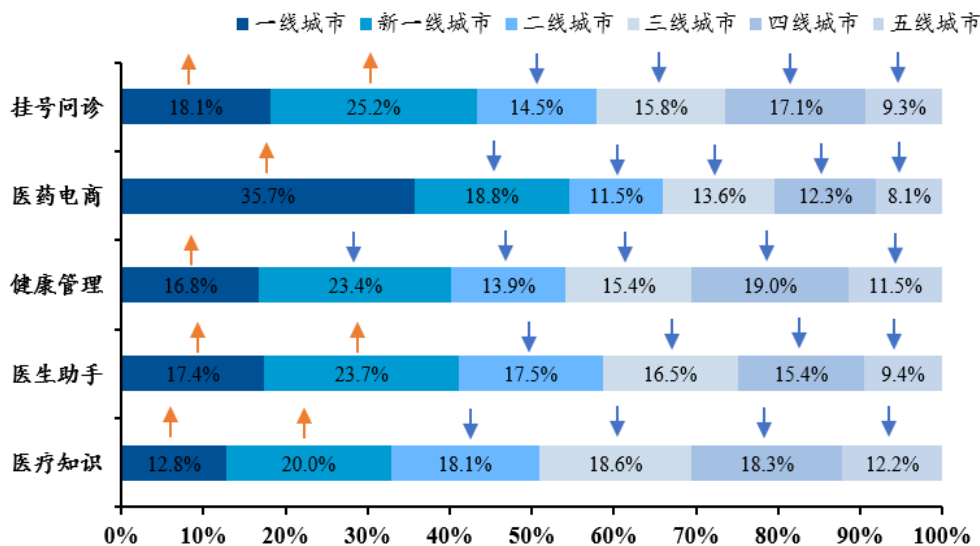
互联网平台需求端：医药电商在一线城市渗透率最高，其余在新一线城市渗透率更高

(一) 供需分析：当前整体属“低频”服务，挂号问诊和健康管理“赛道”较为拥挤

1. 需求端：在线医疗整体属“低频”特性，年轻人和经济发达城市为主力

医药电商在一线城市渗透率最高，其余在新一线城市渗透率更高。五大类服务在一线城市渗透率均在上升，医药电商类在一线城市渗透率最高，其余服务新一线城市用户占比最高，挂号诊疗在二三四线渗透率仍有望上升。挂号问诊类平台在四线城市的渗透率要高于二三线，但一线和新一线城市渗透率呈现上升态势，可见未来对二三线城市渗透率仍有提升空间。此外，北京、上海、广州是互联网医疗使用率排前的城市。

图20：2019.04互联网医疗五类平台的的城市渗透率



注：“箭头”的上或下表示与去年同比的增或减，以此判断城市等级分布的迁移；图中显示五大平台中，

一线城市的在线医疗用户占比持续上升
资料来源：Mob研究院、民生证券研究院

表11：互联网医疗细分领域的城市使用TOP3

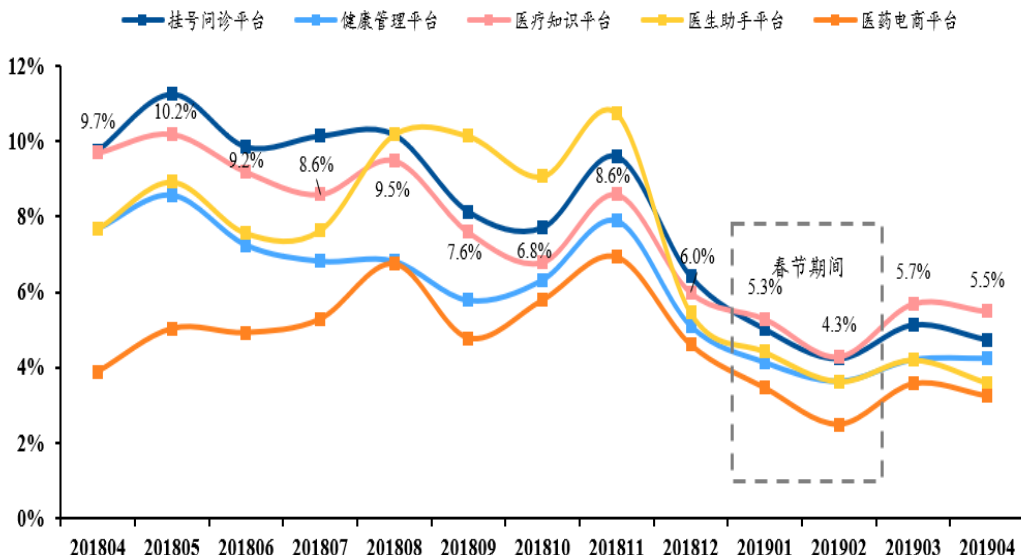
服务类型	城市1	城市2	城市3	城市4	城市5
挂号问诊	北京：6.7%	北京：18.7%	北京：7.0%	北京：6.3%	北京：4.9%
医药电商	上海：6.1%	广州：8.1%	上海：5.4%	广州：5.3%	重庆：3.5%
健康管理	天津：5.4%	上海：6.3%	宁波：2.7%	重庆：4.5%	上海：3.4%

资料来源：Mob研究院、民生证券研究院

(一) 供需分析：当前整体属“低频”服务，挂号问诊和健康管理“赛道”较为拥挤
需求端：在线医疗整体属“低频”特性，年轻人和经济发达城市为主力

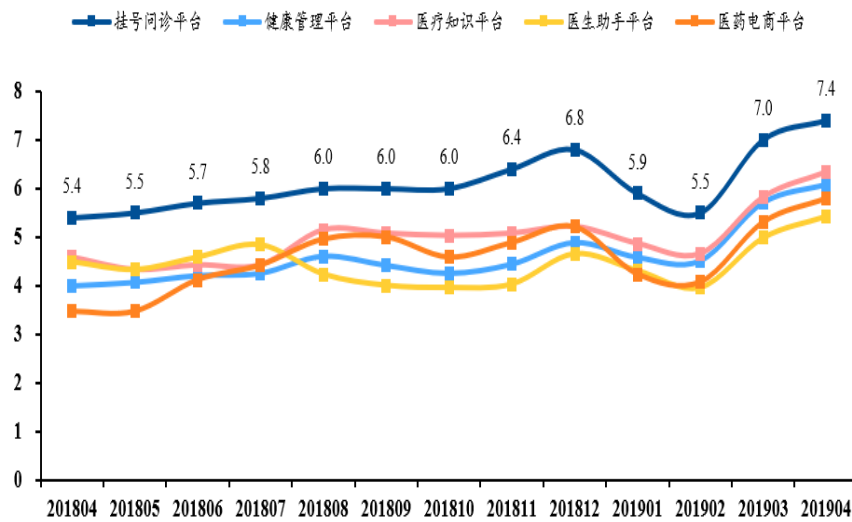
在线医疗整体属“低频”特性，挂号问诊平台月均使用最多。行业整体打开率符合低频特性，月均平均使用次数逐步上升，其中挂号问诊属于使用最为频繁的应用。根据MobTech数据，2018.04-2019.04五大类互联网医疗平台的打开率均低于12%，说明属于非活跃APP，而挂号问诊平台，作为月均使用天数最多的互联网医疗类APP，每月使用天数低于8天。因此，可见to C端的在线医疗当前仍属低频类服务。

图21：互联网医疗五类平台打开率



注：打开率是指在统计周期（日/周/月）内，该App的活跃设备数占该App安装设备数的比例
资料来源：Mob研究院、民生证券研究院

图22：互联网医疗平台月均使用天数



注：月平均使用天数是指在统计周期（日/周/月）内，该App活跃用户每月使用该App的平均天数（用户当天使用1分钟，也计入有效使用天数）
资料来源：Mob研究院、民生证券研究院

（一）供需分析：当前整体属“低频”服务，挂号问诊和健康管理“赛道”较为拥挤

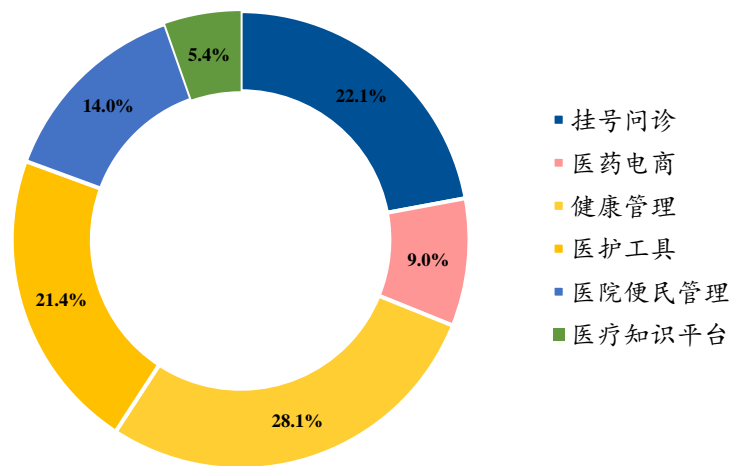
供给端：五大类服务，其中挂号问诊和健康管理“赛道”较为拥挤
 多类型服务，挂号问诊和健康管理“赛道”最为拥挤。互联网医疗平台（定义：以企业为主导，而非实体医疗机构主导的线上医疗服务平台）往往提供多项服务，如挂号、轻问诊、医药电商、健康管理、医生助手、医疗知识等，并依据自身差异提供优势服务。

现阶段，挂号问诊和健康管理“赛道”最为拥挤。根据易观的数据，主流互联网医疗服务APP共299个，其中健康管理类84个，占比28.1%，挂号问诊类66个，占比22.1%。

图23：主流互联网医疗服务平台



图24：主流互联网医疗服务类型占比



资料来源：民生证券研究院整理

资料来源：易观、民生证券研究院

互联网平台供给端：B2C, B2C2C为主要服务形式, PC与APP端都涉及

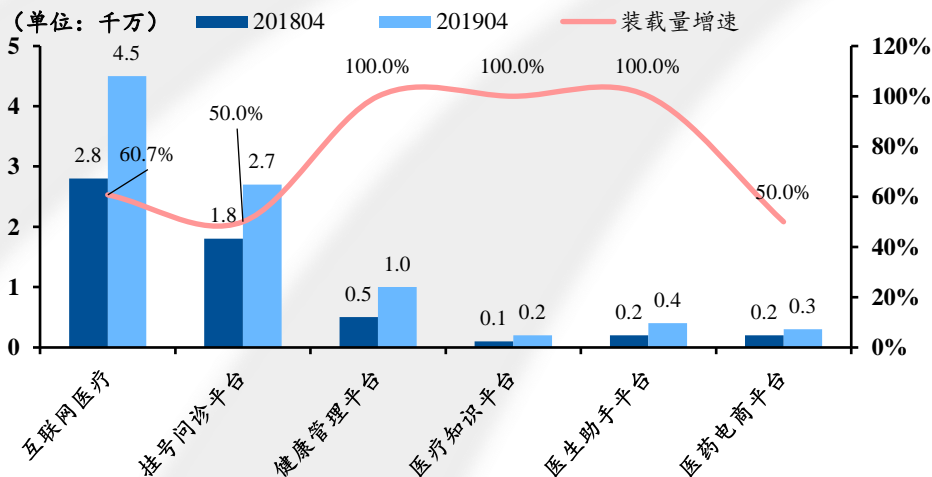
(一) 供需分析：当前整体属“低频”服务，挂号问诊和健康管理“赛道”较为拥挤
供给端：五大类服务，其中挂号问诊和健康管理“赛道”较为拥挤

供给： B2C, B2C2C为主要服务形式, PC与APP端都涉及

互联网医疗平台依托于互联网医院，通过与实体医院或者市政府合办互联网医院获取问诊资质。目前，互联网医疗平台的终端用户以患者、医生或者社会大众等C端用户为主，药品流通平台会出现B2B, O2O等不同服务形式。

PC端发展较早，APP端覆盖面广，装载量显著上升。PC端的挂号网最早可以追溯到2005年成立的就医160，2010年成立的挂号网。15年以后随着智能手机普及率的上升，APP端的产品数量日益增多。根据Mob数据，2019.04的互联网APP的装载量突破4500万台，同比增长61%。其中挂号问诊类平台装载量最高，同期使用人数占比为50%，为使用率最高的互联网医疗平台。

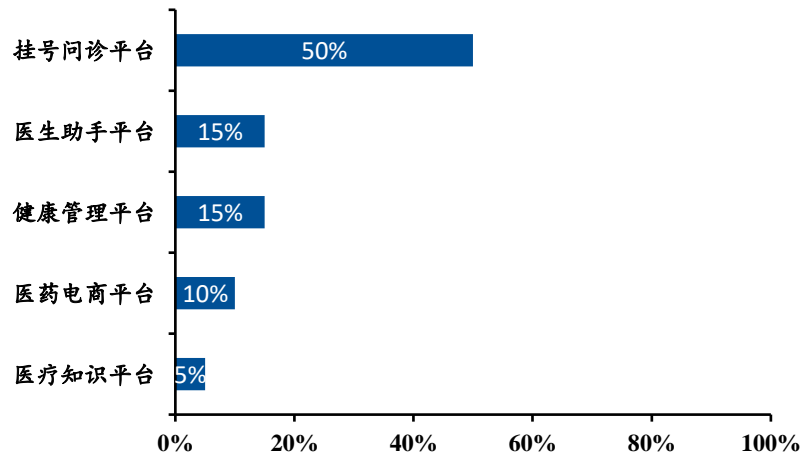
图25：互联网医疗APP装载量



注：在装规模是指在统计周期（日/周/月）内，对该App发生过主动下载行为的设备数

资料来源： MobTech、民生证券研究院

图26：2019.04互联网医疗APP使用人数占比



注：在装规模是指在统计周期（日/周/月）内，对该App发生使用人数的统计，多次重复计算

资料来源： MobTech、民生证券研究院

（二）商业模式：“医+药”和“医+药+保”为主流模式

商业模式分类阐述：“医+药”模式为首选、“医+药+保”持续探索中

医疗的低频活动导致医疗咨询出现客单价低，退费率高，成本高的情况，而处方外流背景下，药品销售盈利空间大，因而企业业务布局“医+药”为首选。面对医保收支的失衡和医保控费政策的持续推进，我们预计未来商业医疗保险占卫生总费用的比重在2021年会超过10%（德国商保占比约10%，美国为47.6% - 2018年数据），现在低于9%。因此，以微医HMO/ACO模式为代表的“医+药+保”商业模式也在推广中。

表12：主流互联网医疗公司的商业模式

公司	业务模式	合作巨头	是否盈利	收入主要来源（40%以上）
平安好医生	医+药	平安	否	医药电商（55.9%，18年）
阿里健康	医+药	阿里	否	医药电商
微医	医+药+“保”	腾讯、友邦	是	挂号问诊（45%，16年）
好大夫在线	医+药物咨询	腾讯	否	线上问诊
春雨医生	医	搜狗	-	-

注：平安好医生收入来源中无保险收入，虽与母公司平安存在合作关系，但不认为其模式为“医+药+保”

资料来源：民生证券研究院整理

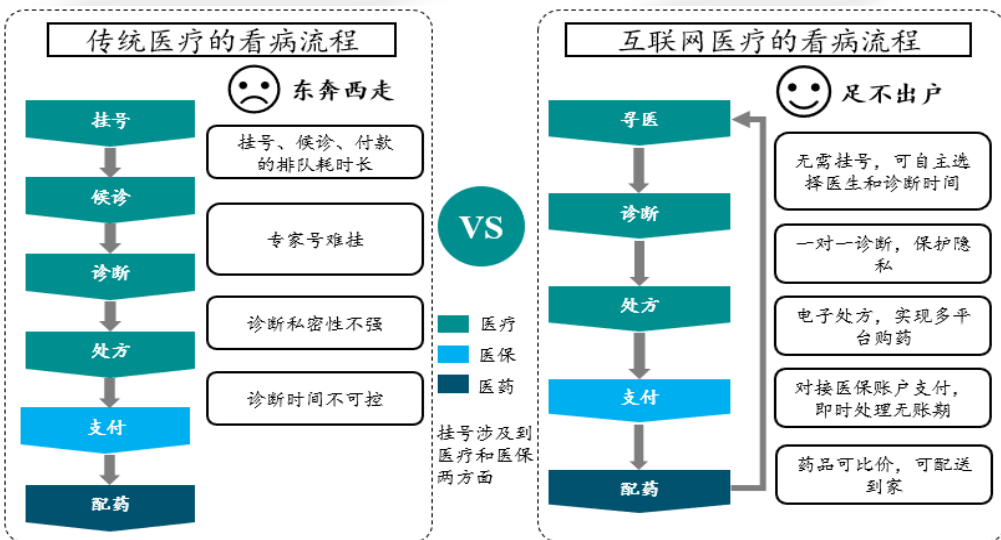
（二）商业模式：“医+药”和“医+药+保”为主流模式

“医+药”：依托处方外流，完成复诊闭环。

处方外流是形成复诊闭环的基础，“医”完成引流和获客，“药”推进平台盈利。有别于互联网医院（依赖于实体医院），互联网平台的医生来源更为广泛，以专科医生的形式向用户提供；并通过自建、收购、关联医药平台，实现问诊至配药的就诊链条闭环，简化服务流程，节约患者时间。

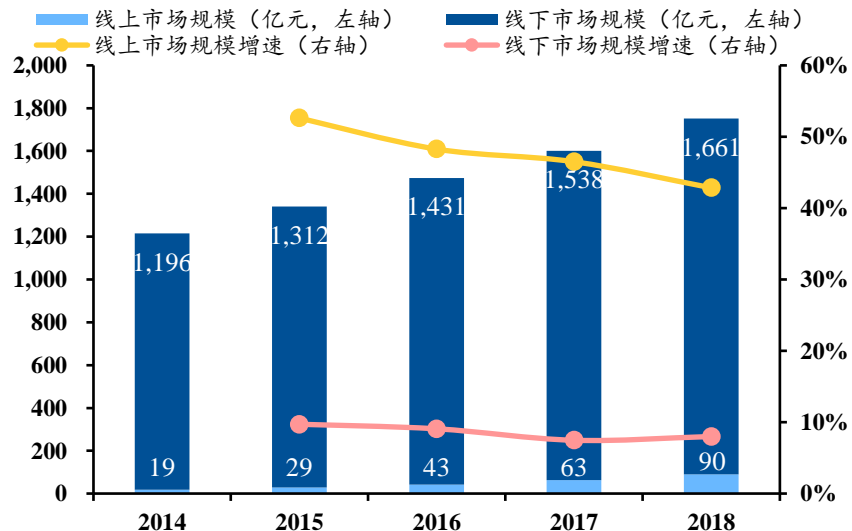
线上OTC药品流通占比持续上升，线上放开和处方外流有望进一步刺激市场扩大。根据凯度咨询，2018年互联网OTC医药规模约90亿元，约占OTC市场的5%，较17年的市占率提升1pct。

图27：互联网诊疗模式的优势，“医药”易成闭环



资料来源：民生证券研究院整理

图28：线上OTC市场持续扩大



资料来源：凯度咨询、民生证券研究院

互联网平台：“医+药”模式下处方药市场大有可为，OTC市场线上渗透稳步上升

(二) 商业模式：“医+药”和“医+药+保”为主流模式
 “医+药”：处方药市场大有可为，OTC市场线上渗透稳步上升。

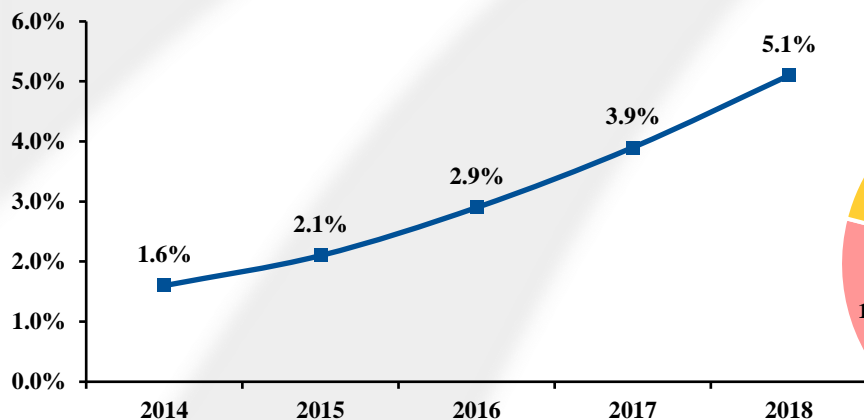
我们预测中国线上药物流动市场约为3000亿，利润空间约600亿。对比美国处方药市场，中国处方药销售仍以医院为主，药店和类电商渠道占比偏低。参考美国处方药电商占比20%，中国OTC药物渗透率线上类比电商约为50%。则合计线上处方药市场约2000亿，OTC线上市场约1000亿，合计近3000亿市场。参考A股药品流通商、药店和美股电商直营品牌的毛（净）利率，处方药的净利润率可达15%，OTC净利润率可达10%，因此利润空间约为600亿。

表13：线上药物市场空间（亿）和利润规模（亿）测算

处方药市场 (亿)	处方线上占比 (%)	OTC市场 (亿)	OTC线上占比 (%)	线上药物市场空间 (亿)	处方药利润率 (%)	OTC净利润率 (%)	利润空间
10000	20%	2000	50%	3000	15	10	600

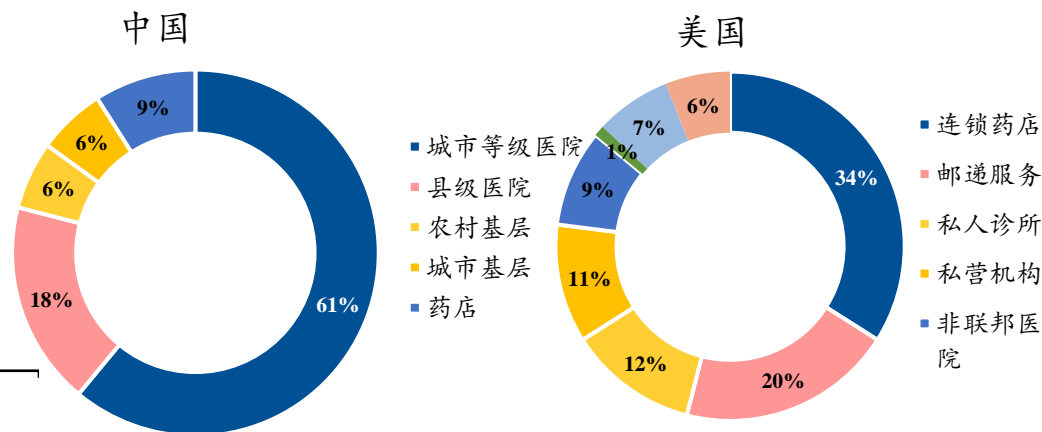
资料来源：民生证券研究院测算

图29：线上OTC市场占比持续上升



资料来源：凯度咨询，民生证券研究院

图30：中美处方药销售渠道对比



资料来源：亿欧、民生证券研究院

(二) 商业模式：“医+药”和“医+药+保”为主流模式
 “医+药”：政策态度放开，取消ABC证放开入门槛。

在去除以药养医的大背景下，处方外流成为未来趋势。2017年ABC类证先后取消，放开准入门槛，允许第三方平台有条件售卖OTC药物，不需线下药店为仓储基础，可直接实现线上购买，线下配送，推动直营医药电商与在线诊疗、健康咨询、7*24h送药等一系列关联业务发展。

表14: 处方外流部分政策汇总

部门	时间	内容
国家医保局 国家卫生健康委	2020.03	国家医保局、国家卫生健康委提出《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》。参保人员凭定点医疗机构在线开具的处方，可以在本医疗机构或定点零售药店配药。探索推进定点零售药店配药直接结算，按照统筹地区规定的医保政策和标准，分别由个人和医保基金进行结算，助力疫情防控。
国家卫生健康委	2018.11	国家卫生健康委提出《关于加快药学服务高质量发展的意见》，要求加强电子处方管理。加强电子处方在互联网流转过程中关键环节监管，处方审核、调配、核对人员必须采取电子签名或信息系统留痕的方式，确保处方可追溯，实行线上线下统一监管。
国务院办公厅	2018.08	国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务》，要求制定零售药店分类分级管理的指导性文件，支持零售药店连锁发展，允许门诊患者自主选择在医疗机构或零售药店购药。
国家卫生健康委	2018.07	国家卫生健康委提出《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》，要求二级以上医院要加强药学部门信息化建设，鼓励有条件的医疗机构推进“智慧药房”建设，实现处方系统与药房配药系统无缝对接，方便群众及时取药。线上处方经药师审核后，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送。
国务院办公厅	2018.04	国务院办公厅提出《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送。探索医疗卫生机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享，促进药品网络销售和医疗物流配送等规范发展。

资料来源：民生证券研究院整理

（二）商业模式：“医+药”和“医+药+保”为主流模式

“医+药”：流量导入、专家数量和药物分销能力是平台核心竞争力。

“医+药”模式下，医生的诊金费用差异不大，药品分销存在平台比价可能。因此我们认为以下3点能力，直接影响平台竞争力：

- 1. 医生专家资源丰富度：**除平台聘请专职医生外，更多的医生资源来自不同线下医院。因此专家数量的丰富程度、首页推荐情况将直接影响患者选择平台的情况。
- 2. 流量获取与留存：**导流环节至关重要。互联网医疗平台在客户导流、品牌树立过程中存在显著先发优势，后续平台在切入市场可类比电商平台的竞争，流量导流和留存是新进入者能否跑出的关键。
- 3. 药物配送和分销能力：**药品是平台潜在获利主要来源，当平台自属或合作的医药电商在配送、价格端存在优势，患者流量才会不转移至其他医药电商平台，实现盈利。

表15：互联网医疗平台专家就诊费用

互联网医疗平台	平均问诊费（元）	国家政策
平安好医生	30~100、200、300	价格实行市场调节，没有明确的价格上线规定
微医	20~100、200、300	
丁香医生	20~100	
春雨医生	10~50	
好大夫在线	50~100、200、300	

资料来源：民生证券研究院整理

图31：互联网医疗平台专家和购药图示



资料来源：平安好医生APP、民生证券研究院

（二）商业模式：“医+药”和“医+药+保”为主流模式

“医+药”：诊疗记录不连通、药品选择受限是现有矛盾点

互联网医疗平台现阶段主要存在两大“痛点”：

1. 诊疗记录不连通，导致诊断行为受限于复诊要求，但往往处于首诊情况，处于政策模糊区；
2. 药品选择受限，问询、视频等诊断手段导致平台医生多数不敢直接下区别性诊断结果和多数处方药，因而实际的多数的药物销售仍属于OTC范畴。

互联网医疗平台现阶段问题后续潜在解决方法：

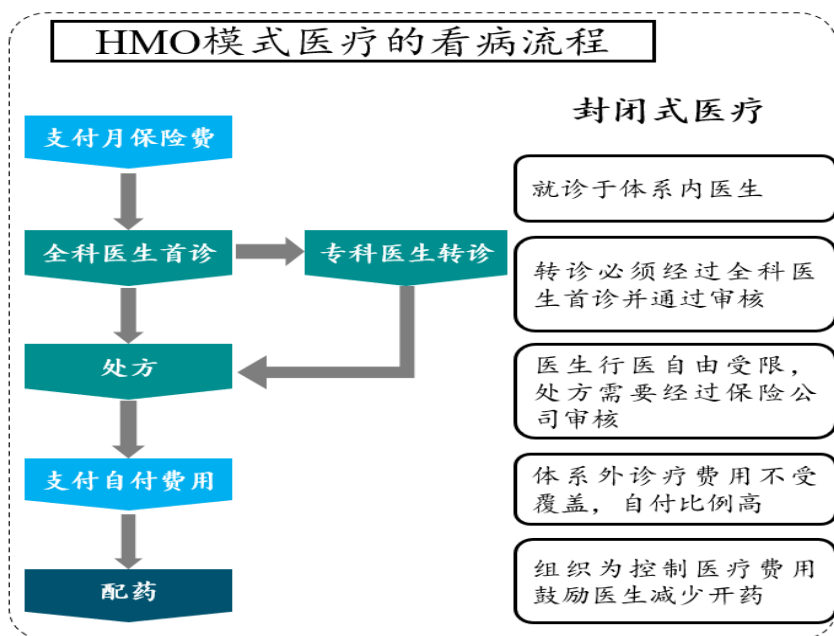
1. 患者就诊记录电子化普及和健康档案建立：现阶段各线下医院的就诊记录并不联通，后续随着电子病历的普及和互联互通平台的建立。随着患者就诊记录的联通，首复诊问题也随之解决。
2. 引导慢性病患者线上复诊：慢性病患者的购药需求和药品种类相对稳定，因此只需根据复诊情况轻微调整药品范畴即可。

(二) 商业模式：“医+药”和“医+药+保”为主流模式
 “医+药+保”：分级诊疗、病历互通，实现节费控费

无论是HMO还是ACO模式，都需以“分级诊疗”和病历互联互通为基础，均符合我国医改大方向。通过划分体系内外实现控费和医药资源的合理分配。

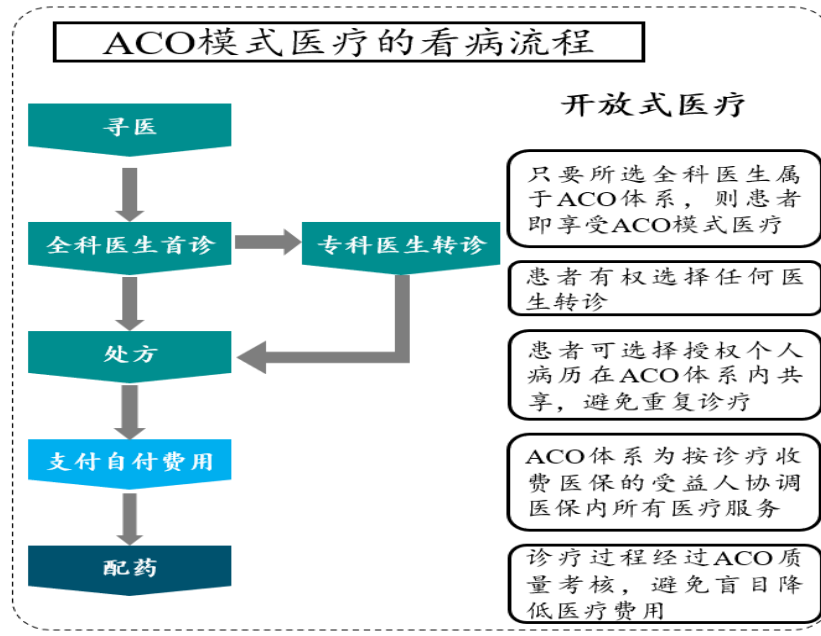
对比“医+药”模式，“医+药+保”增加保费或保险公司的提成，同时是对“医”环节中就诊资源信息的再次整理与利用。

图32：HMO模式就诊流程



资料来源：民生证券研究院整理

图33：ACO模式就诊流程



资料来源：民生证券研究院整理

(二) 商业模式：“医+药”和“医+药+保”为主流模式

“医+药+保”：医保控费+分级诊疗符合大势，商保投保率和费用占比持续上升

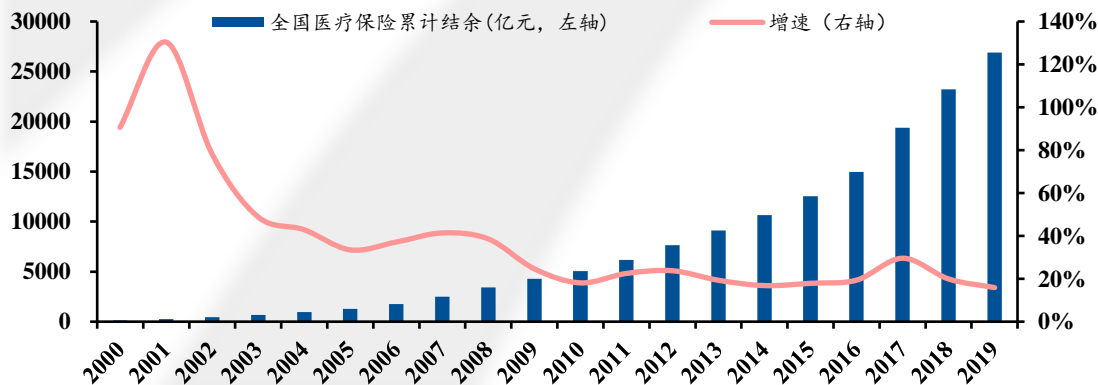
医保控费和分级诊疗是国家长期推动的政策，根源如下：

1) 每年公卫开支中医保补助费用的快速增长和医保收支不均衡，带来的财政压力。

2013至2017年，各级财政对城乡居民医疗保险补助由3282亿元增加到4919亿元，年均增长10.6%。2018年全国医保合计收入2.1万亿元，同比增长9%（为历史新低），而医保合计支出1.76万亿元，其中城镇职工医保支出1.05万亿元（占比60%），同比增长11%，城乡居民医保支出7103亿元，同比增长16%，进一步降低医保结余。

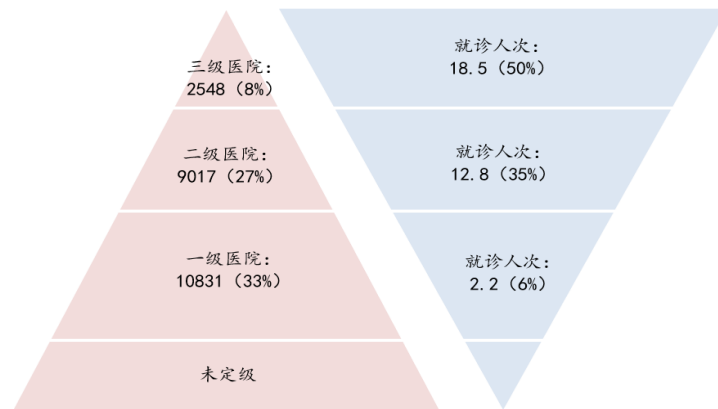
2) 占比8%的三级医院承担了50%的就诊需求，造成就诊资源的浪费与失衡。根据《2018年我国卫生健康事业发展统计公报》，在我国医院数量占比仅8%的三级医院承担了18.5亿人次的就诊需求，数量最多的1级医院仅承担2.2亿人次，医院分级就诊机制的推进仍需加强。

图34：2000-2018年全国医保累计结余情况



资料来源：wind、民生证券研究院

图35：我国各级医院承担就诊情况图示（医院数量：个；就诊人次：亿人次）



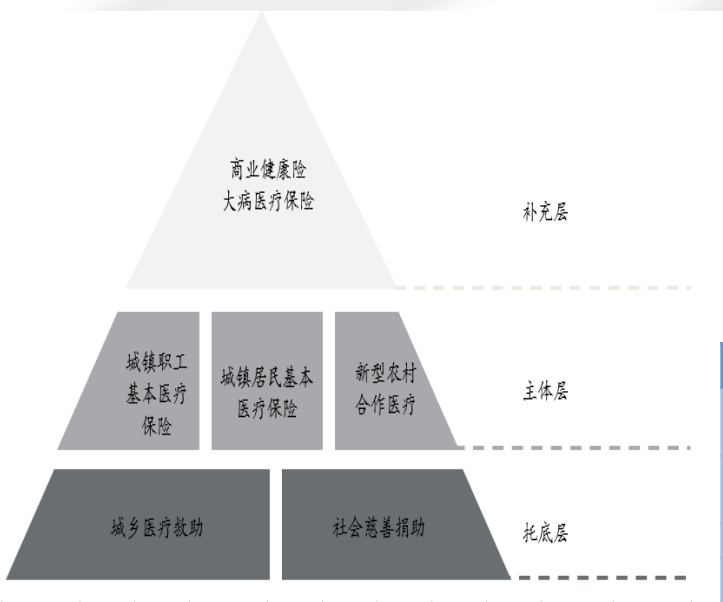
资料来源：《2018年我国卫生健康事业发展统计公报》、民生证券研究院

（二）商业模式：“医+药”和“医+药+保”为主流模式 “医+药+保”：商保占比提升和降费提效的必然驱动

国内基础医疗保险体系存在支出压力，商业健康险后续将从补充定位过度到部分主体定位，赔付率上涨和给付占比上升是未来趋势。随着商保赔付率和占比上升，以及分级诊疗、医疗数据电子化等医疗行业的发展，管理型商保的占比将逐步提升，后续发展有望向美国靠拢，管理型健康险占比超90%。

国内健康险市场规模持续扩大，我们预计2020年的百万医疗险市场规模超420亿，商业健康险的市场规模突破7500亿。此外，考虑我国现在保险密度（人均保费）和保险深度（保费占GDP的百分比）和发达国家如美国之间的差距近10倍，因此未来商保健康险的空间有望翻倍，潜在管理型健康险的市场空间破万亿。

图36：我国医保层级结构



资料来源：德勤、民生证券研究院

表16：2018年我国健康险和美国健康险的市场和人均差异

中国		美国	
中国健康险保费（亿元）	5448	美国商业健康险（亿美元）	1855
人口（亿）	13.95	人口（亿）	3.28
人均保费（元）/年	390.54	人均保费（美元）/年	565.40

资料来源：Wind、民生证券研究院

表17：2018年我国医保支出占比VS美国医保支出占比

中国	保险赔付占比	美国	保险赔付占比
城镇职工医疗保险基金支出	54.72%	美国私人健康保险	47.64%
城镇居民医疗保险基金支出	36.37%	美国联邦医疗保险	28.75%
商业健康险赔付	8.91%	美国联邦医疗补助	22.90%
		美国儿童健康保险计划	0.71%

资料来源：Wind、民生证券研究院

(二) 商业模式：“医+药”和“医+药+保”为主流模式
 “医+药+保”：医院资源、病历数据积累、控费议价权是核心。

对于管理型健康险来说，控费能力是核心。控费能力与打通医疗产业上下游，实现真正的医疗服务一体化息息相关。只有提高保险公司的控费议价权，手握众多投保人的就诊记录，才能放开赔付条件，设计出吸引投保者的产品。“医+药+保”则是一条打通医疗产业链的商业模式，保险公司通过自建或与互联网医疗平台合作，手握大量签约医生资源，后续切入线下实体医院，建立合作。形成HMO/ACO体系，投保人在合作体系内进行就诊和治疗，保险公司即可获得相应诊疗数据，降低骗保可能。同时，保险公司对医生诊治情况进行评估，进行奖励。既保证投保人的就诊质量，又实现控费效果。

表18：我国短期健康险和美国短期健康险免责条款对比

相似的免责条款	中国特有的免责条款
被保险人故意自伤、故意犯罪或者抗拒依法采取的刑事强制措施	投保人对被保险人的故意杀害、故意伤害
物理疗法	醉酒、主动吸食或注射毒品
核爆炸、核辐射或核污染、化学污染；恐怖袭击、战争、军事冲突、暴乱或武装叛乱	被保险人酒后驾驶、无合法有效驾驶证驾驶，或驾驶无有效行驶证的机动车
保险生效期前接受的医疗服务	被保险人感染艾滋病病毒或患艾滋病导致的医疗
本主险合同中未列明的耐用医疗设备的购买或租赁费用	特定疾病以外的遗传性疾病、先天性畸形、或染色体变形或染色体异常
不孕不育治疗、人工受精、性功能障碍治疗	怀孕、分娩（含难产）、产前产后检查
精神障碍（中国规定为依照世界卫生组织《疾病和有关健康问题的国际统计分类》（ICD-10）确定的精神和行为障碍；美国限定为与大脑永久性功能障碍相关的器质性精神障碍）	各种医疗咨询和健康预测：如健康咨询、睡眠咨询、性咨询、心理咨询（依照世界卫生组织《疾病和有关健康问题的国际统计分类》（ICD-10）确定的精神和行为障碍以外的一般心理问题，如职场问题、家庭问题、婚恋问题、个人发展、情绪管理等）等费用
疗养、矫形、视力矫正手术、美容、牙科保健及康复治疗、非意外事故所致整容手术	不符合入院标准、挂床住院或住院病人应当出院而拒不出院（从医院确定出院之日起发生的一切医疗费用）
诊所（美国）/非医院药房（中国）购买的药品	滋补类中草药及其炮制的各类酒制剂、医生开具的超过30天部分的药品费用

资料来源：民生证券研究院整理

(二) 商业模式：“医+药”和“医+药+保”为主流模式

“医+药+保”：基础保险覆盖广、医疗资源、就诊数据、产品结构是核心矛盾。

不同于单纯的“医+药”，“医+药+保”的模式下对保费的提成或者收入来源更为重视。目前，我国商保健康险占全保费比的12%，商保健康险支出占公卫费用支出低于9%，支出现阶段的核心矛盾有以下4点：

1) 基础保险覆盖率广，国内医疗就诊费用低。国内普通职工医保和居民医保可以涵盖一般疾病的医疗支出，财政补贴占比远美国，且同类医疗就诊费用更低，降低了中国居民对商业健康险的需求。

2) 公立为主的医疗资源，优质资源匮乏，保险公司对医院的议价能力弱，出现偏低的赔付率和偏高的费用率。这点不同于美国医疗市场，由于美国医疗资源供给相对充裕，且私立医院占比较国内高，允许保险公司与医院间合作，同时允许患者在报销体系内的医疗机构进行流转，保险公司具有导流作用。因此，美国保险公司不仅可以要求医院交换数据，同时也具备对医院压价和拒赔的议价能力。

3) 缺少完整的就诊记录，免责条件苛刻降低购买率。由于国内电子病历普及程度和互联互通程度远低于美国，导致保险公司缺少相关记录，只可通过设立更多免责条件，实现对产品控费。

4) 现阶段商业健康险中重疾险保费占比超过50%，短期健康险占比不足6%，保障型产品占比低。2018年我国健康险市场中重疾险保费占比超过50%，且主要是具备返还性质的终身疾病险，具有较重的储蓄属性，保障性偏弱。因此只有保障型产品增多，需通过发展报销控费能力形成定价优势，才能推动管理型商保占比上升。

（二）商业模式：“医+药”和“医+药+保”为主流模式

“医+药+保”：布局医疗全产业链，提升控费能力，推广保障型产品。

保险公司解决控费和提升议价能力后，在短期保障型健康险（百万医疗险）市场中掌握定价权，在长期保障型产品市场推出差异化和有影响力的产品。因此，保险公司进入医疗产业链，入股或合作互联网医疗平台、HIT厂商，成为推广商保健康险的基础。

入股互联网医疗平台，掌握医生、医院和患者资源。利于搭建保险体系内的医疗系统，实现医疗数据的积累，分析数据，提升控费和议价能力，降低赔付成本。

医药电商与保险支付融为一体，设计具有吸引力的产品。明确体系内的报销药品，在体系内的医药电商完成配药流程，降低药品加成费用。

推广保障型产品，承接中国消费者储蓄型需求向保障型需求的切换。通过保障型、消费型健康险承接医保之上的补充外溢型需求。在DRGS推广后，继续承接部分主体型保障需求。同时通过提高控费、降低赔付成本、提升赔付率推出具有影响力的产品，从而提升保险公司NBV值（账面净值，表明新业务价值增速情况）。

（三） 领军企业分析：微医、平安好医生、阿里健康各有千秋 典例公司——微医：起步早， 打造中国凯撒医疗集团

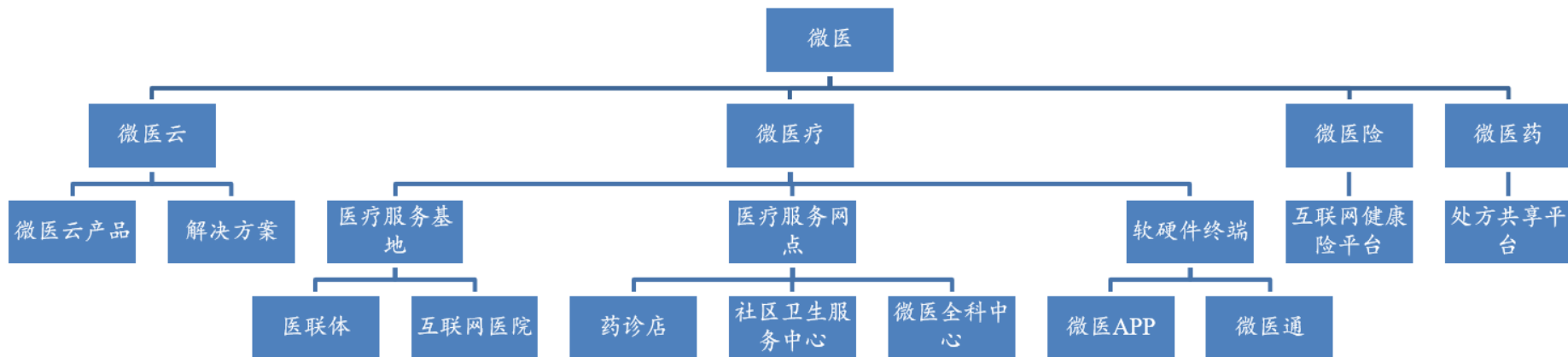
挂号网起家，通过稀缺医疗资源积累客户，部署服务器于医院，打通医院内外网。公司于2010年成立，起初通过在医院部署前置服务器的方法获得号源，实现医院内网与平台间的联通。后续利用积累的医院资源成立团队医疗模式，组建包括两院院士和国医大师在内的7500组专业团队。

建立全国首家互联网医院（乌镇互联网医院），并与多个线下实体医院建立医联体，搭建1.9万家医疗健康服务网点，通过微医APP、微医通等实现线上线下的联通，打造全科专科专家团队等融合型医疗资源供应体系。

目前实现微医实名注册用户数超1.6亿，累计服务人次超5.8亿。

与友邦保险建立合作，搭建微医HMO模式。公司利用在医疗、医药、保险领域的资源和优势，建立四大业务板块，实现“线上+线下、全科+专科”的管理式医疗健康服务。

图37：微医业务机构图



资料来源：民生证券研究院整理

（三）领军企业分析：微医、平安好医生、阿里健康各有千秋

典例公司——微医：提前卡位、资本扶持、政策支持

微医发展至今的三大竞争力：1、提前卡位树立品牌形象：挂号网卡位，打通优质医院内外网数据，率先积累用户，树立品牌形象；2、资本扶持：明星资本多轮扶持，保障业务顺利扩张；3、政策支持：“分级诊疗”、“就诊数据联通”、“处方外流”均属医改大方向，微医业务扩张步伐符合医改大方向。因此，微医利用前期医院和患者基础和政策支持，扩大自身业务板块。

表19：微医大事件

微医大事件	
2012.1	获得晨兴创投、风和资本2200万美元的A轮融资
2014.10	获得由腾讯领投，复兴资本、晨兴创投、启明创投跟投的1.06亿美元C轮融资
2015.3	推出微医APP
2015.9	获得国开金融、腾讯、复星医药等共同投出的3.94亿美元C轮融资
2015.12	与浙江桐乡市政府合作创建国内首家互联网医院“乌镇互联网医院”
2017.3	首家微医全科中心在杭州市萧山区正式开业
2017.8	微医处方共享平台上线
2017.11	发布首个智能医疗云平台“微医云”、发布基于微医云开发的西医、中医两大智能医疗应用“睿医智能医生”和“华佗智能医生”
2017.12	推出智能家庭健康终端“微医通”；推出微医互联网健康险平台
2018.5	获得由友邦保险、新创建集团领投的5亿美元pre-IPO融资
2018.11	联合海西医药交易中心、易联众共同创建的全国首个三医联动平台“三医联”发布
2019.9	与山东省泰安市政府签署战略合作协议，共建泰安市“健康服务共同体”和全国首家慢病互联网医院

资料来源：民生证券研究院整理

表20：2016年微医大致收入和构成

类型	收入（亿）	占比
医疗	5.4	45%
医药	2.4	20%
健康险	4.2	35%
合计	12	100%

资料来源：中国医院院长网站、民生证券研究院

（三）领军企业分析：微医、平安好医生、阿里健康各有千秋

典例公司——阿里健康：瞄准医药电商市场，与集团合力走DOUBLE H 战略陆续

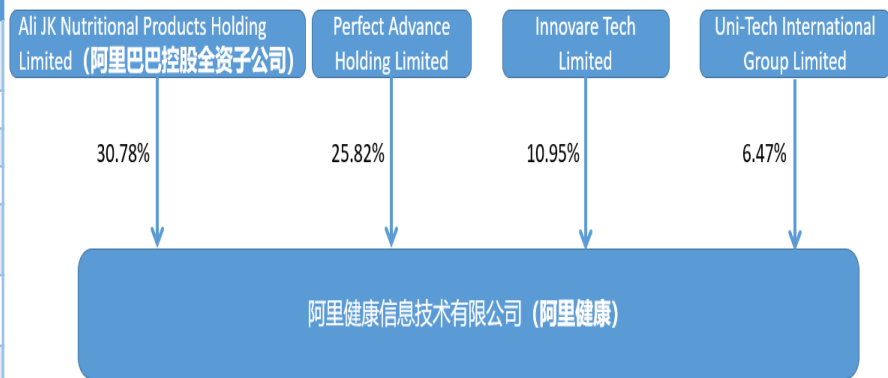
阿里巴巴2014年联手云峰基金实现对中信对中信集团旗下中信二十一世纪有限公司进行总额1.7亿美元的战略投资，同年更名为阿里健康。截至FY2019，阿里巴巴控股全资子公司持有阿里健康30.78%份额。

阿里健康瞄准“处方外流”打开的3000亿医药电商市场，利用集团流量优势，推动业务发展，成为集团在大健康领域的重要布局。

表21：阿里健康大事件

阿里健康大事件	
2013.8	中信21世纪获得牌照，是国家食品药品监督管理局批准的10家公司中第三方交易平台唯一可开展B2B2C的公司
2014.10	中信21世纪更名为阿里健康
2014.11	阿里健康APP在石家庄市首次试点推广
2015.4	正式上线阿里健康云医院，命名为“医蝶谷”
2015.10	启动“未来药店合伙人计划”，搭建B2C+O2O模式的运营平台
2016.5	推出“码上放心”第三方药品信息追溯平台；成立中国医药O2O先锋联盟
2016.8	收购广州五千年医药连锁有限公司，启动自主经营药企对客户（B2C）药房业务
2016.9	与阿里巴巴集团协议生效，独家为天猫平台医药类相关类目提供服务；阿里健康大药房正式开业
2018.10	启动面向医疗AI行业的第三方人工智能开放平台
2019.3	联合武汉市中心医院、支付宝推出全国首家“互联网+支付宝全流程就医服务”未来医院
2019.10	推出全国首个慢病管理在线医保支付平台“衢州慢病管理平台”

图38：阿里健康股权结构



资料来源：wind、民生证券研究院

资料来源：民生证券研究院整理

（三）领军企业分析：微医、平安好医生、阿里健康各有千秋

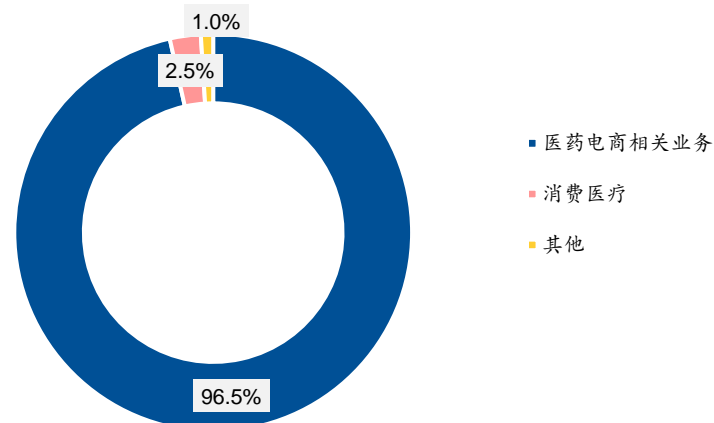
典例公司——阿里健康：电商为主，医疗消费升级与集团合力，其余业务具备公益属性

阿里健康的现有业务布局 = 医药电商（直营+第三方+线下O2O）+ 医疗消费升级电商（为集团投资的美年健康、爱康国宾，合作的隐适美等消费升级医疗服务打造电商渠道和线上广告）+ 福利性业务（药品追溯平台、药物咨询服务、衢州慢病管理平台等）。

我们认为阿里健康在线上医药电商市场中具有先天的流量优势，未来如果国家进一步推动处方药线上交易，阿里健康优势将更加明显。

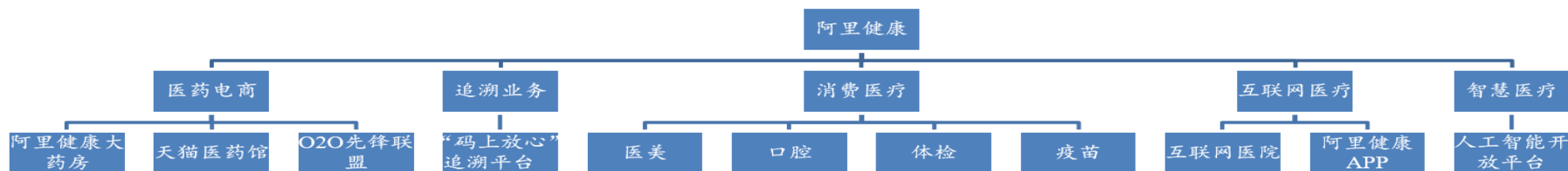
福利性业务当前收入贡献小，且多为合作型业务，有利于推动集团在医疗健康领域的布局深入。

图39：阿里健康FY2019业务营收构成图



资料来源：阿里健康2019年年报、民生证券研究院

图40：阿里健康业务机构图



资料来源：阿里健康官网、阿里健康2019年年报、民生证券研究院

(三) 领军企业分析：微医、平安好医生、阿里健康各有千秋
 典例公司——阿里健康：流量、物流、品牌铸造电商壁垒、集团支付卡位助力医院端业务开展

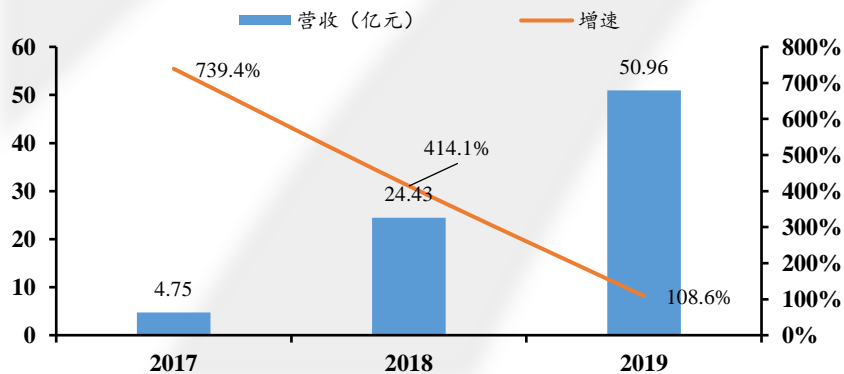
三块业务对应不同优势，集团竖立电商壁垒，阿里健康具有天然承接优势。

医药电商业务：自带流量、物流、品牌优势。阿里健康除拥有独立APP外，其自营或第三方药物销售均有入口，依托于集团旗下的淘宝网上可实现导流。此外，阿里健康自营药品可与阿里其余自营产品一样享受集团完备的仓储、物流，且借助阿里的品牌效应，可与多家药企签订客户做。

消费升级业务：体检、口腔、医美等升级类服务，阿里健康在推广健康管理知识的同时完成对消费升级业务的导流。其流量优势，打造相关业务的电商入口和广告平台。

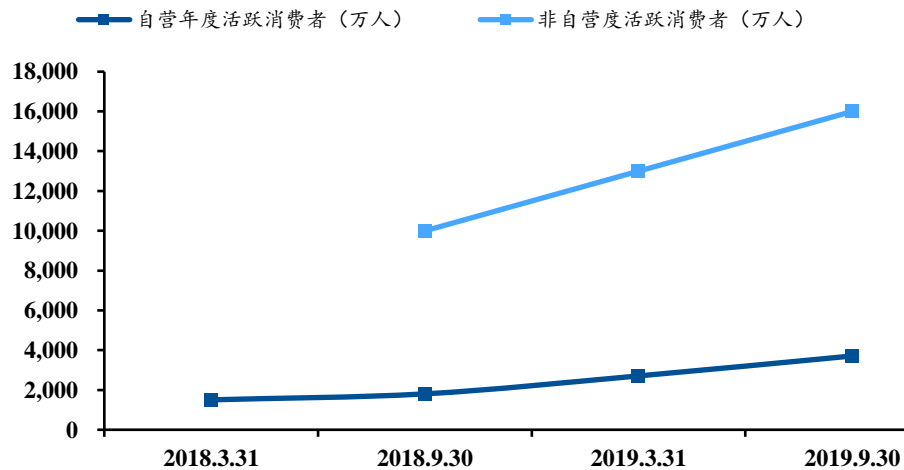
线下医院与政府类项目（公益向项目）：享受集团支付卡位优势和自身积累的患者数据，与线下医院或政府，合作建立互联网医院、慢病管理平台等，新业务可以医药电商业务相互导流。

图41：FY2017-2019阿里健康营收及增速



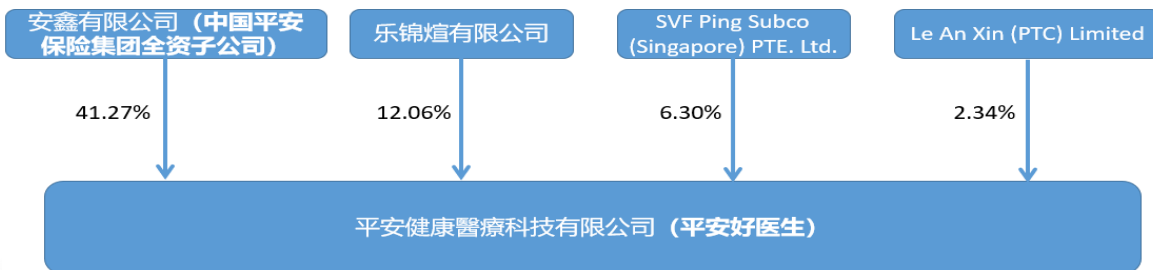
资料来源：wind、民生证券研究院

图42：2018-2019阿里健康活跃用户数情况



资料来源：wind、民生证券研究院

图43：平安好医生股权结构



资料来源：wind、民生证券研究院

表22：平安好医生大事件

平安好医生大事件	
2014. 8	注册成立平安健康互联网股份有限公司
2014. 11	成立本公司
2015. 4	推出移动平台及消费型医疗服务组合，平安好医生APP正式发布
2015. 8	开始健康商城业务
2015. 12	推出步步夺金计划
2016. 4	完成500百万美元的A轮融资
2016. 12	平安好医生APP注册用户数突破1亿
2017. 9	健康商城当月GMV突破人民币1.5亿元
2017. 12	完成SoftBank Vision Fund L. P.的4亿美元pre-ipo投资
2018. 5	公司在香港交易所上市
2019. 8	发布战略级产品“平安好医生·私家医生”，开启新医疗时代

资料来源：民生证券研究院整理；注：GMV表示订单成交金额，包括自营及平台模式下健康商城业务的产品和服务订单，无论商品是否被退回，并包括健康商城企业客户采购

(三) 领军企业分析：微医、平安好医生、阿里健康各有千秋

典例公司——平安好医生：以医带药，潜在布局管理型商保市场

平安好医生成立于2014年，处于我国首次放开远程医疗B2C业务的政策颁布的当年（2014年卫健委发布《推进医疗机构远程医疗服务的意见》，允许医疗机构向医疗机构外的患者提供诊疗服务），也是阿里、腾讯等多家巨头进入互联网医疗行业的元年。

平安好医生作为平安“大医疗健康”产业的一个平台入口，通过成立互联网诊疗平台，积累专家、专职医生和患者资源，形成线上线下交互平台。

考虑平安作为保险集团，后续有望联合平安好医生、平安医保健康一起打造国内HMO/ACO模式，布局管理型商业健康险市场。

（三）领军企业分析：微医、平安好医生、阿里健康各有千秋

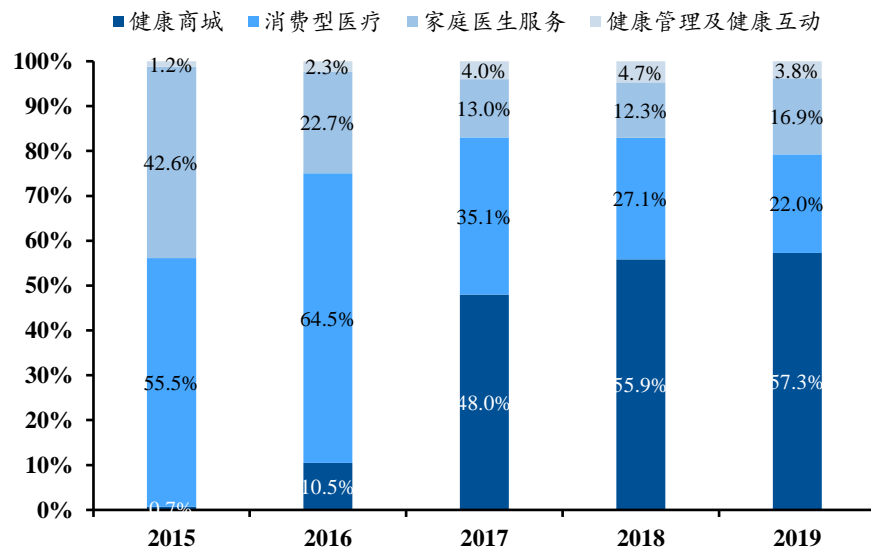
典例公司——平安好医生：问诊服务占比低，消费型医疗+健康商场才是收入主力

平安好医生的现有业务布局 = 在线问诊（家庭医生服务）+ 消费型医疗电商（医美、检测）+ 健康商场（类医药电商）+ 健康管理。

从平安好医生现有业务布局看，提升客户黏度，提高问诊用户APRU值，转换其购买药品、消费型服务为公司收入提升主要来源。

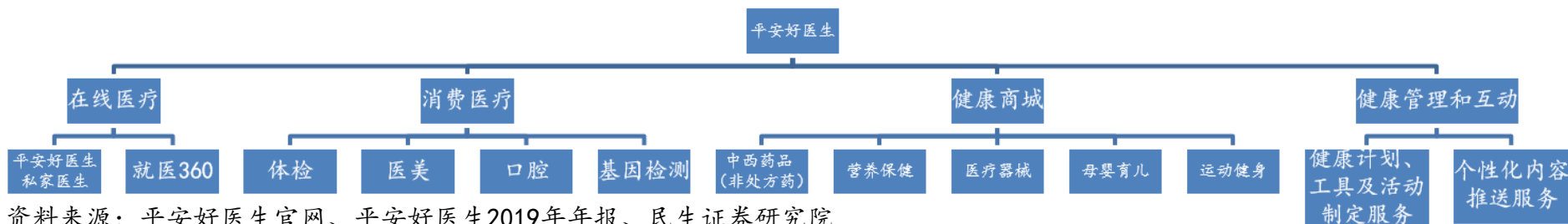
从平安好医生业务类型看，连接则是其价值所在。即连接医院、患者、保险支付方、服务提供商等多个利益相关方，形成开放式的互联网健康医疗服务生态圈

图44：FY2015-2019平安医生的营收构成



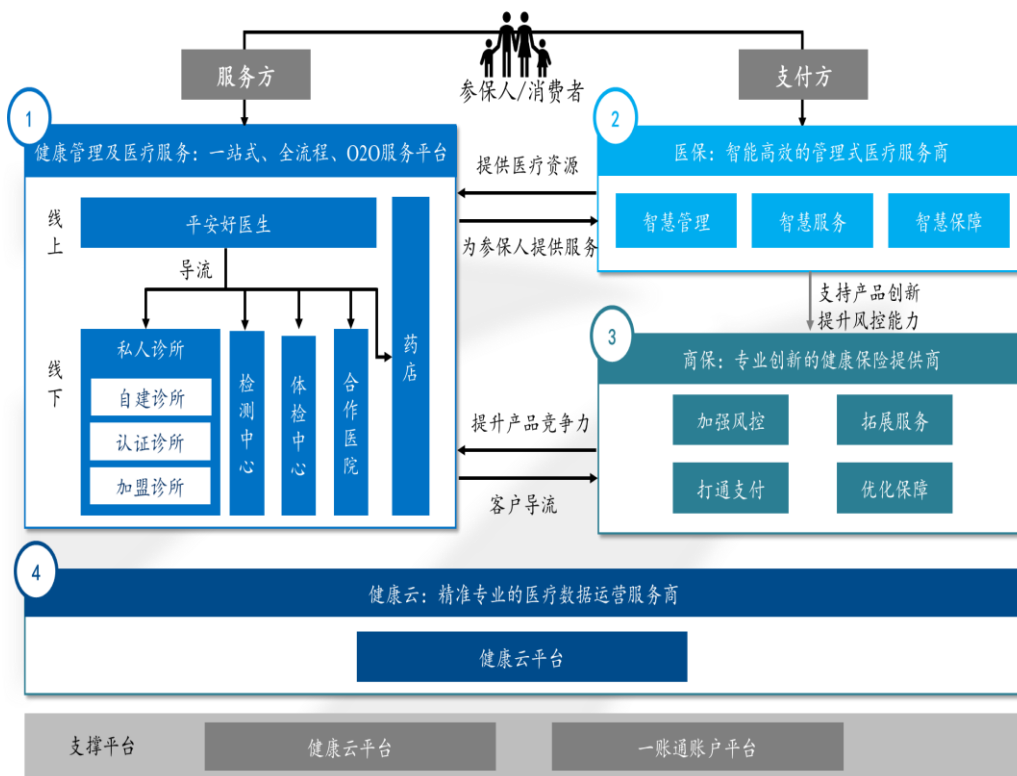
资料来源：wind、民生证券研究院

图45：平安好医生业务构成图



资料来源：平安好医生官网、平安好医生2019年年报、民生证券研究院

图46：平安医疗产业布局图



资料来源：雷锋网、民生证券研究院

(三) 领军企业分析：微医、平安好医生、阿里健康各有千秋

典例公司——平安好医生：平台价值，贯穿线上线下的、为投保人服务，成为HMO体系中的一环

平安好医生作为一个开放式的互联网诊疗服务平台，通过线上、线下相结合的方式，一方面打造自己体系类的全职家庭医生，一方面吸引优质专家进入平台就诊，汇聚自有和公立稀缺医疗资源，打造一个开放式的一站式服务平台。待政策放开后，将医保和商保接入平台中，成为整个医疗服务闭环中的支付方。至此，平安将手握众多医生资源，依据平安医保科技提供的更多就诊记录，打造平安具有竞争力的商业医疗保险产品，进一步实现客户服务和客户引流。

因此，对于平安好医生，我们更应关注平安整体的一个医疗产业布局规划，而非现在呈现的类电商业务构成。

（四）海外经验：凯撒医疗、Teladoc Health已形成相对成熟模式 海外巨头——凯撒医疗集团：HMO模式开创者，封闭式医疗体系

凯撒医疗医疗集团成立于1945年，是目前美国最大的整合医疗服务和非学术类研究机构，其创立的HMO形式，成为美国管理型医疗保险的运营形式基础。

凯撒医疗采用轻重相结合的运营模式，在会员密集州自建医院，在非密集州签订合作医院，合力打造HMO体系。从1945年的一家医院，2.6万名会员至今，集团内的医生和会员数量经历过快速增长至稳定期。截至2018年，集团旗下有1220万名会员、2.3万名医师、39所医院和694个社区诊所，会员人数从创立至今翻了496倍。

业务发展近75年，公司近4年来的营收和利润仍能实现9.5%以上的复合增速，说明凯撒医疗集团将医疗与保险融为一体的整合型医疗模式在美国本土是可运行的，也是可以借鉴学习的。

表23：凯撒医疗集团从创立至今的运营情况

	1945	2018	增速
医院	1所	39所	39倍
会员	2.6万人	1220万人	469倍
医生	26人	2.3万人	885倍
员工	210人	27万人	1289倍

资料来源：wind、民生证券研究院

表24：凯撒医疗集团2015-2018年营收数据

	2015	2016	2017	2018	CAGR
营业收入 (亿美元)	607	646	727	797	9.50%
净利润 (亿美元)	19	31	38	25	9.58%
净利率 (%)	3.13%	4.80%	5.23%	3.14%	

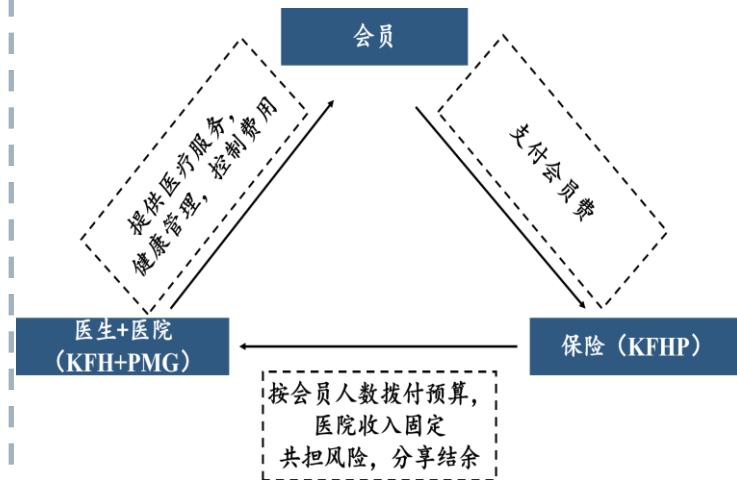
资料来源：wind、民生证券研究院

（四）海外经验：凯撒医疗、Teladoc Health已形成相对成熟模式
 海外巨头——凯撒医疗集团：闭环经营，保障低价、控、费、三方实体利益

凯撒医疗集团通过闭环式业务管理，实现3大优势：

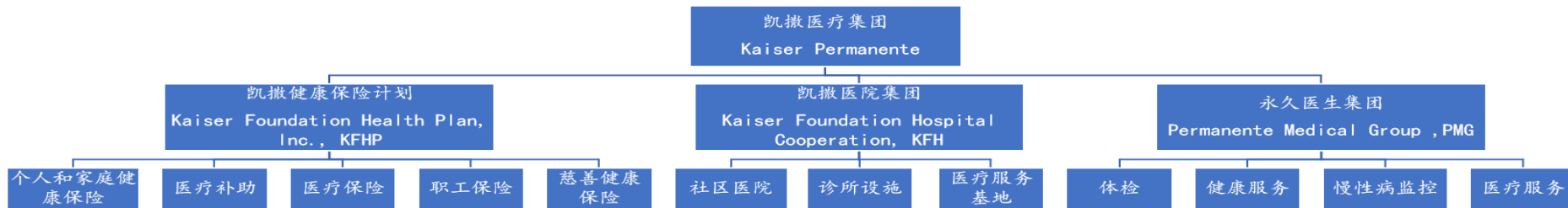
- 1、控费：**根据海尔统计，2015年凯撒医疗集团的医疗成本费用相比其他医院降低了17%。
- 2、维护医院、医生、会员三方利益：**通过拉开体系内外患者就诊时诊金和治疗费价差（例如会员住院费为20美金，非会员住院费需100美金），保证医疗服务方一般不会为健康计划以外的成员提供医疗服务，同时KFHP也不会和其他医疗服务方直接联系，保障三方利益。
- 3、首诊和转诊制度，体系内联系紧密，保证高效率运转：**基于美国的分级诊疗制度，HMO模式下的医疗服务提供方内部之间的联系也十分紧密，不同专科、不同层级的医生之间可以交互对接，最优化患者的服务体验，实现高效运转。

图47：凯撒医疗集团业务闭环



资料来源：海尔医疗金融、民生证券研究院

图48：凯撒医疗集团业务构成图



资料来源：wind、民生证券研究院

（四）海外经验：凯撒医疗、Teladoc Health已形成相对成熟模式

海外巨头——凯撒医疗集团：保险闭环模式可实现控费，分级诊疗是基础

凯撒医疗75年的运营和旗下1200多万会员和39所医院，其运营和业务历史给予意图打造中国HMO模式的企业提出3点启示：

1、业务闭环可实现投保人、保险公司、医院（医生）三方利益实体的绑定，同时实现业务控费。即给予投保人差异化的服务，给予医院（医生）体系内的优待，才能实现三方利益的不动摇。闭环业务模式，使得医生可以对投保人实现健康管理，对疾病从治疗为主变为预防为主，可以节约大量医疗费用，使得结余资金可以在集团内部进行再分配，不仅可以提高医疗机构的控费动力，而且也提高了用户的健康水平，从而降低医患矛盾。

2、“分级诊疗”是基础，利用分级诊疗实现稀缺资源的高效配置，实现控费。通过全科医生的首诊明确患者病情，根据诊断将其送入不同科室或级别的医院治疗。利用不同专科、不同层级的医生之间的交互对接，最优化患者的服务的同时，实现资源高效配置。

3、商保覆盖疾病范围和支出占比需提升。由于我国目前基础医疗保险覆盖范围较广，医保和商保体系内的诊疗费用差异不大，因而消费者没有额外动力去购买保障型健康险。

（四）海外经验：凯撒医疗、Teladoc Health已形成相对成熟模式

海外巨头——Teladoc Health：线上问诊“赛道”的领军者

Teladoc Health成立于2002年，并于2015年成为首家上市的线上问诊企业，如今已成为美国最大的远程医疗服务公司。

Teladoc Health 最早推出TelaDoc医疗服务”（TelaDoc Medical Services），即远程电话咨询项目。该服务让医生提供电话为患者提供咨询、诊疗服务，此外Teladoc Health除了医生的就诊意见，医生有时还会直接开药，Teladoc则会给相应药房致电直接下处方。而该业务能迅速推广的优势，即**低廉的价格和可与医生直接通话的机会（美国市场原有Nurse Line）。**

后续Teladoc Health通过网页、视频、hysical kiosk电子屏幕技术等实现远程问诊技术的更新。平台通过给予医生更高的时薪，吸引医生入驻平台（\$150/h，对比非平台499/h）。缩短咨询等待时间，提高服务质量。

资本运作方面，Teladoc Health先后收购了多家远程医疗服务、健康医疗服务提供商，通过并购获取技术、产品，增加临床专科品类与分销渠道，推动企业扩张速度与规模。

表25: Teladoc Health 大事件

时间	事件
2002年	Teladoc由G. Byron Brooks EE MD和Michael Gorton在德州达拉斯创立
2009年	Jason Gorevic被任命为Teladoc的首席执行官，公司融资900万美元
2011年	Teladoc分两次获得了400万美元以及1860万美元的融资。Aetna为其在佛罗里达州和德克萨斯州的全保参保人提供Teladoc，随后在所有50个州提供Teladoc
2013年	Teladoc以1660美元收购Consult A Doctor，当年完成12万次咨询。融资1500万美金
2014年	奥巴马医改使大量公司与Teladoc签约。Teladoc以1720万美元收购AmeriDoc（Consult A Doctor与AmeriDoc都专门通过代理分销渠道为中小型企业提供远程医疗解决方案）。当年Teladoc拥有800万个人患者，进行了30万次咨询
2015年	Teladoc收购了BetterHelp, Compile Inc., Stat Health Services Inc.。Teladoc于纽交所上市。IPO三个月后，医疗保险公司Highmark停止续签合同，Teladoc的股价大幅下跌
2016年	Teladoc以4500万美元的价格收购了HealthiestYou。美国医院协会认可了Teladoc的远程医疗技术平台
2017年	Teladoc收购了医疗咨询公司Best Doctors
2018年	Teradoc, Inc. 更名为Teladoc Health, Inc.。Teladoc Health从2018年8月开始与CVS合作，在MinuteClinics进行远程咨询。2018年底，Teladoc Health以3.52亿美元的价格收购了远程医疗公司Advance Medical
2019年	法国医疗公司MédicinDirect被收购。4月，Teladoc远程医疗服务在加拿大推出。5月，Teladoc成立了患者安全和虚拟护理质量研究所（PSO）。David Sides在2019年被任命为首席运营官
2020年	Teladoc宣布已达成协议以6亿美元收购InTouch Health。

资料来源：民生证券研究院整理

（四）海外经验：凯撒医疗、Teladoc Health已形成相对成熟模式

海外巨头——Teladoc Health: B2B2C战略，快速推进订阅收入增加

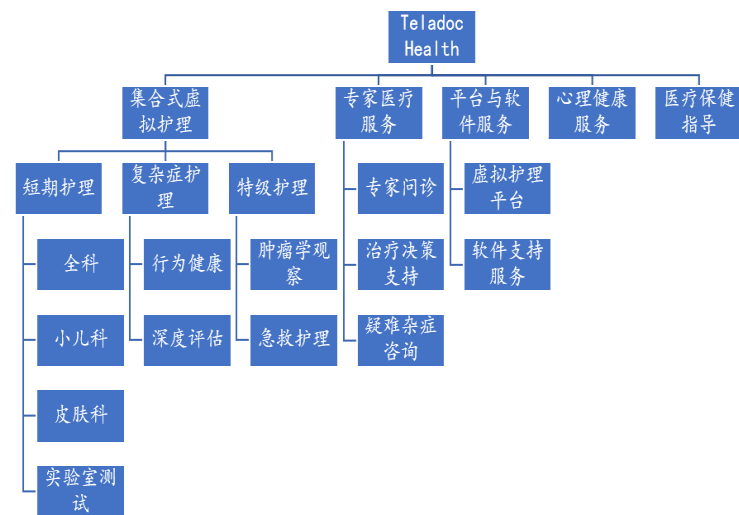
Teladoc Health的收入来源分两类，现在以会员费为主，即企业服务收入占主导：

会员费（打包价，订阅收入）：每月缴纳固定费用，不限制问诊次数；

按次付费（访问收入）：使用者为零散会员或客户；（多服务于美国没有医保或家庭医生的低收入人群）

Teladoc Health通过B2B2C的分销战略，打通B端企业客户，带动付费会员和收入的快速增长；截至2018年已签约1.2万个企业客户，付费会员数升至2280万人，实现过去5年访问量的CAGR为63.72%，付费用户CARG为29.62%。

图49: Teladoc Health 业务构成



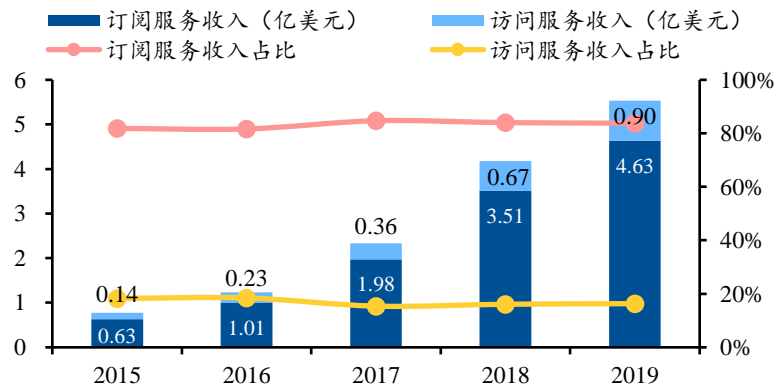
资料来源：wind、民生证券研究院

表26: 2015-2019 Teladoc Health运营数据

	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR
远程医疗访问量(万)	57.6	95.2	146.3	264	413.8	63.72%
付费会员数(万)	1300	1750	2320	2280	3670	29.62%
企业客户(个)	6000	7500	10000	12000		

资料来源：wind、民生证券研究院

图50: 2015-2019 Teladoc Health 收入构成



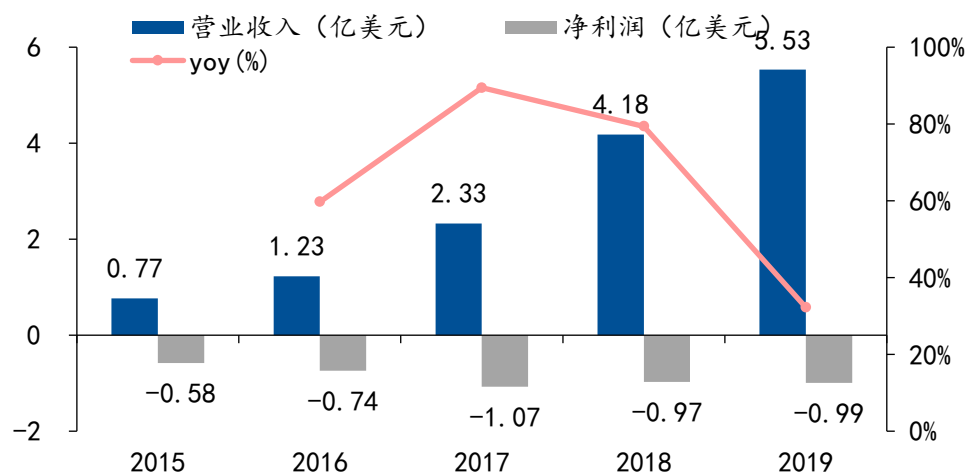
资料来源：wind、民生证券研究院

（四）海外经验：凯撒医疗、Teladoc Health已形成相对成熟模式

海外巨头——Teladoc Health：业务扩张的同时，亏损也在继续

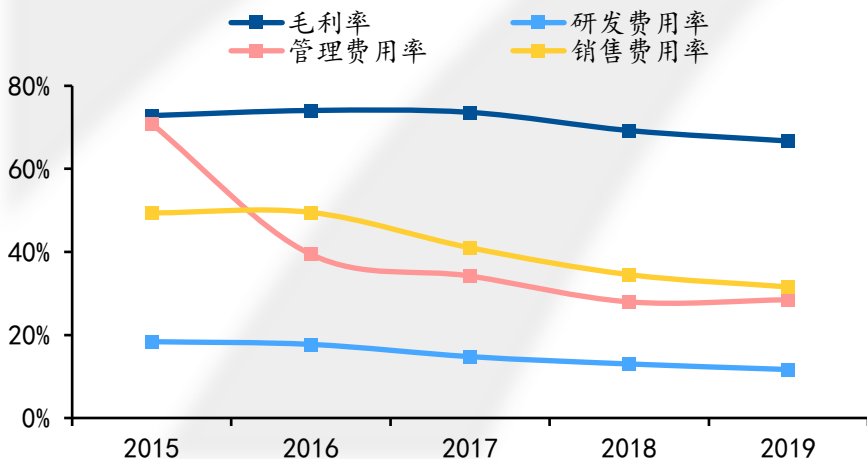
Teladoc Health在会员数、签约医生、访问量和会员数都在快速增长的同时，亏损也在扩大。从毛利率角度看，Teladoc Health毛利率虽出现下滑，但仍保持在66%以上水平。从费用率角度看，居高不下的销售费用、管理费用和不断增加的研发支出，导致了Teladoc Health的持续亏损。

图51：2015-2019 Teladoc Health收入情况



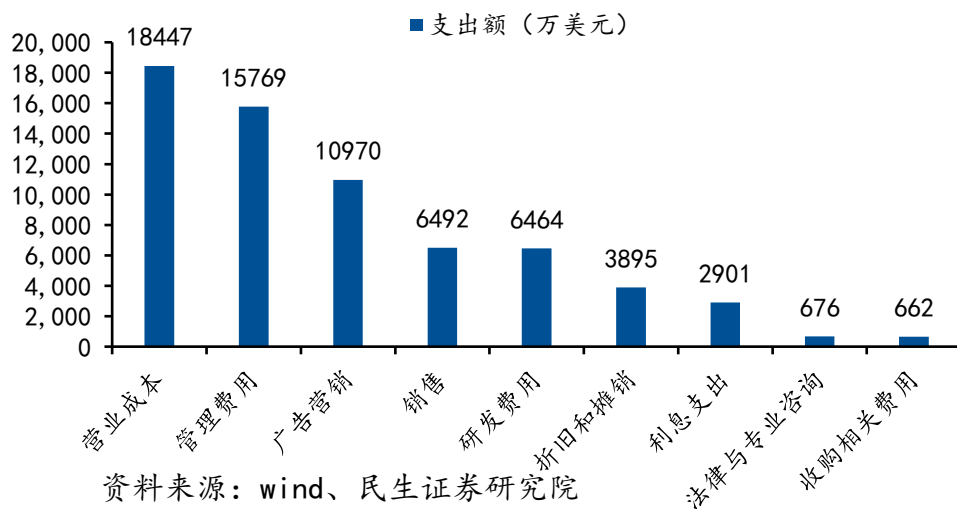
资料来源：wind、民生证券研究院

图52：2015-2019 Teladoc Health毛利率和各项费用率情况



资料来源：wind、民生证券研究院

图53：2019年支出构成



资料来源：wind、民生证券研究院

（四）海外经验：凯撒医疗、Teladoc Health 已形成相对成熟模式

Teladoc Health 启示：单纯远程问诊模式难盈利，企业服务是业务快速增长的核心

Teladoc Health 在 2017 年突破医疗访问量 100 万次后，2018 年直接突破 260 万次，在不到一年的时间中，实现了从 100 万到 200 万次的突破。可以预见，全球互联网医疗问诊平台进入爆发期。从其近 20 年的业务发展、资本并购和战略转型看，对国内互联网医疗平台有以下 3 点启示：

- 1、低廉价格是早期拓客方式，B 端企业“赛道”是后期关键。**与线下实现价格差，或可极大节约线下诊疗成本的在线诊疗，是实现早期积累用户资源的方式。但是 C 端用户的扩张是需与较高的销售费用相匹配，因而通过与企业签约，利用企业渗透进企业内员工，是持续保持用户量持续增长的关键。
- 2、单纯的线上问诊收入难以覆盖平台成本，销售费用居高不下，扩宽其余收费通道是盈利关键。**
- 3、拓宽疾病涉及范围，拓宽用户群，保持用户黏性。**Teladoc Health 计划扩展新的临床专业，如糖尿病等慢性病，并重点扩大皮肤科、戒烟、性健康和精神科等。即国内企业可把糖尿病、高血压等慢病患者作为主要的客户，一方面是此类客户的诊疗风险相对较小，非急诊，另一方面具有持续性。

- 政策端：政策大力扶持行业发展，高景气度有望延续
- 互联网医院：内需+政策驱动建设，HIT厂商受益运营分成+建设
- 互联网平台：“医+药”和“医+药+保”为主流商业模式，长期空间看处方外流和商保市场
- 两种模式对比：医院、平台各有千秋，长期看好HIT厂商前景
- 投资建议：推荐卫宁健康、创业慧康，港股关注阿里健康、平安好医生

（一）对比互联网医院与互联网医疗平台：长期看发展方向分别向诊疗、健康管理两个方向延伸

第一，面对人群不完全相同，均有较大潜力。互联网医院面对复诊人群，目前国内每年的诊疗人次约37亿，而互联网医疗平台面对的是14亿人的轻问诊需求，以及特定人群的健康管理需求，二者客户群体有一定重叠但长期看方向不同，均有较大潜力。

第二，长期发展方向可能不同，互联网医院偏向线下诊疗的延续，而互联网医疗平台则将向健康管理、药品导流等多种方向延伸。医疗内容上，目前看均以轻问诊为主，但未来可能分化，互联网医院潜力更多在于将更复杂的线下医疗迁移到线上，如目前正在逐步普及的远程会诊等；而对于互联网医疗平台，其自身的医疗资源有限，难以承担过于复杂的线上医疗，主要是凭借其灵活的商业运作模式，将业务延伸至医药电商、消费升级医疗等多样化的服务。

表27： 互联网医院、互联网医疗平台对比

	互联网医院	互联网医疗平台
面向群体	复诊人群	C端用户
潜在群体规模	37亿的诊疗人次	14亿人口的轻问诊需求，以及特定人群的健康管理需求
盈利模式	建设/分润	会员制/分润
诊疗内容能否深入	线下诊疗的延伸，未来有望承担复杂医疗业务	轻问诊、健康管理，医疗资源有限，难以承担复杂医疗业务
建设方	医疗IT公司	互联网公司
长期空间	远程会诊等复杂医疗业务在线上的展开，提升互联网医院的收入能力	前期积累医疗数据，后期可以将其导入如医药电商、消费升级医疗、健康险购买等诊疗以外的服务，扩宽平台收入来源

资料来源：民生证券研究院整理

(二) 对比医疗IT厂商和互联网医疗平台厂商：短期收入来源不同，长期分成模式下看好医疗IT厂商

1. 建设模式/会员制模式下的对比：需求端分属不同市场，供给端均将强者恒强

需求数量上看，医疗IT厂商的有近百亿市场，平台型厂商目前主要收入则为会员制，二者分属不同市场，单价也不具备可比性。

动力上看，互联网医院的建设主要受益于医院的以评促建，政策的相关要求以及医院自身打造品牌效应的需求；平台型厂商则是以盈利为目的

从格局上看，医疗IT领军企业占据优势地位，预计未来仍将保持优势；互联网医疗平台的领军企业预计将依靠资金、资源等实现强者恒强。

表28： 医疗IT厂商、平台型厂商在建设端/会员制等主要收入来源方面的对比

需求供给端分析		分析要点	医疗IT厂商	平台型厂商
需求端	需求数量		建设端，12492家医院目前仅建设了269家，近百亿市场 相对明确	会员制，目前的主要收入
	单价		中小型医院几十万，大型医院百万级	百元至千元级每年，面对特定客户
	动力		1. 医院以评促建，包括智慧医院等都有互联网医疗使用要求。2. 政策要求。3. 医院自身品牌效应	商业化平台，以盈利为目的
供给端	现有格局		截止到2019年，卫宁健康占行业近1/3	主流互联网医疗服务APP共299个，平安好医生、春雨医生等相对领先
	未来预测		预计未来领军企业仍将占优势地位：1) 已经有品牌效应，2) 与已有的HIS系统连接，领军企业优势，3) 领军企业更容易获得省级和地区级监管平台建设，进而获得优势	预计仍将处于激烈竞争中，少数具有资金等实力的公司有优势

资料来源：民生证券研究院整理

(二) 对比医疗IT厂商和互联网医疗平台厂商：短期收入来源不同，长期分成模式下看好医疗IT厂商
2. 流量分成模式比较：医疗IT厂商短期内面临压力，长期看可能将占据优势

需求端，医疗IT厂商短期看分成比例及单价均相对较低。

从流量上看，两种模式均有较大空间。两种模式均面对C端客户，但实际上主要客户群体不同，分别是37亿的诊疗人次以及14亿的C端客户，潜力较大。如果用户习惯逐渐培养，那么两种模式都有较大的发展空间。

从发展进度看，领军企业都已经具有亿人次级别的患者服务数量，证明两种模式从流量上看没有过于明显的优劣势差别。

单价方面，医疗IT厂商短期内可能承受一定压力。互联网医院受到政策一定程度的管控，诊疗价格偏低，而在分成方面，医院又相对强势，因此单价和分成比例上互联网医院都低于互联网平台，导致收入端短期内增长不明显。

(二) 对比医疗IT厂商和互联网医疗平台厂商：短期收入来源不同，长期分成模式下看好医疗IT厂商
 2. 流量分成模式比较：医疗IT厂商短期内面临压力，长期看可能将占据优势

供给端及长期市场前景：供给端，两种模式的市场份额均可以参考建设端；

对于长期市场前景，我们认为医疗IT厂商长期内拥有优势。从医生端看，短期看，互联网平台能够凭借自身的分成较高的优势留住医生；长期看医院可能会要求医生留在自身平台，并采取相应激励措施（医院推出健康管理产品，提升价格等方式），进而会出现一定程度的医生回流。从患者端看，互联网医院由于其实体医院依托的公信力，更多的承接就诊以及更复杂的需求，而平台型厂商可能将逐渐向健康管理等方向拓展。

表29： 医疗IT厂商、平台型厂商分成模式对比

需求供给分析	相同点		不同点	
	分析要点		医疗IT厂商	平台型厂商
需求端	模式	流量分成，面对C端用户	面向复诊人群	普通C端用户
	需求数量	潜在需求庞大	理论潜在群体是37亿就诊人次，取决于医疗IT厂商自身份额	14亿C端用户，取决于自身平台流量
	领军企业数量情况	领军企业累计服务患者均达到亿人次级别	卫宁健康累积服务患者数量超2亿人次（2019年增加约一亿人次），建设医院4000余家（已取得医疗机构执业许可证的互联网医院共89家）	平安好医生累计服务的患者6.74亿人次（2019年约2.66亿人次） 合作医院超3000家，其中三级甲等医院超1900家
	单价	-	单次就诊30-百元级别不等	单价在几百元不等
	分成比例	-	10%	20%（平安好医生抽佣比例）
供给端	市场份额	-	与建设端的份额一致	取决于自身流量
长期市场前景	医疗资源		医生短期看分成相对较少，长期看医院医生可能回流	为保持商业竞争力，持续用较高的分成比例吸引医生

资料来源：民生证券研究院整理

- 政策端：政策大力扶持行业发展，高景气度有望延续
- 互联网医院：内需+政策驱动建设，HIT厂商受益运营分成+建设
- 互联网平台：“医+药”和“医+药+保”为主流商业模式，长期空间看处方外流和商保市场
- 两种模式对比：医院、平台各有千秋，长期看好HIT厂商前景
- 投资建议：推荐卫宁健康、创业慧康，港股关注阿里健康、平安好医生

1. 卫宁健康：各项业务稳步推进，互联网医院发展快速，看好公司长期成长性

传统业务发展良好，景气度有望长期延续

公司2019年医疗业务实现18.9收入，同比增长32.75%。从订单上看，2019年新增1,000万元以上项目41个（上年同期为24个），在行业不断走向集中的大趋势下，大额订单的获得说明了公司的竞争力。公司具有医疗卫生机构用户6,000余家，其中包括400余家三级医院，在行业内领先。

高级别电子病历客户稳步增加，奠定长期发展基础。电子病历的建设仍是行业长期发展主线之一，2019年公司新增5家电子病历五级的医院，新增4家互联互通四级甲等机构。公司作为行业内领军企业，客户、典型案例等方面都优于同行业竞争对手，有望受益于行业景气度的延续。

“医疗+互联网”持续取得成果，短期波动不改长期价值

疫情催化下，互联网医院建设必要性凸显，公司在互联网医院领域持续领先。2019年纳里健康承建6个省级互联网医院监管平台，约占全国建成/在建省级互联网医院监管平台案例的1/3。截至2020年3月31日，纳里健康平台已累计接入国内医疗机构5,000余家，开通互联网问诊功能的医疗机构1,300余家，与实体医疗机构合作共建的互联网医院共约100家，为后续承接更多互联网医院的建设奠定重要基础。

短期业绩波动不改长期趋势，看好公司景气度延续。受疫情影响，公司一季度业绩预计同比下滑，但收入仍保持10%左右增速。一季度订单金额同比小幅下降，但公司披露复工后3月份单月中标金额同比增长超过1倍。电子病历仍处于建设高峰期，同时互联网医院等增量有望逐步释放，长期内我们仍看好行业景气度提升下领军企业表现。

2. 创业慧康：医疗业务高成长有望延续，创新业务未来可期

医疗业务保持高速增长，未来高景气有望延续

公司2019年医疗业务收入11.7亿元，同比增长40.68%，景气度较高。中短期内，互联网医院和公共卫生平台的建设有望加速，科技部、发改委等部委多次表示支持智慧医疗、公共卫生的发展。长期来看，电子病历、医保信息化、DRGs的建设有望不断加速。公司已有6000多家行业客户，有望持续受益于行业景气度的提升。

同时，公司预计一季度业绩增速区间为-14.67%至15.11%，疫情或对公司一季度业绩有所影响，但短期影响不改长期趋势，我们持续看好公司医疗业务高景气度延续。

创新业务多角度发力，有望成为公司长期成长重要动力

互联网医院领域，公司互联网医院及区域性的互联网项目客户数量稳步增长，打造北京儿童医院、湘潭市中心医院等样板客户；在此次疫情中，公司的“互联网在线问诊业务平台”已入驻近百家医疗机构，在春节期间，公司紧急搭建的互联网问诊平台，在一个星期内实现了3000多人次的线上咨询，为后续公司互联网医院业务的发展奠定重要基础。

医保信息化及DRGs领域，公司中标国家平台相关订单，为后续在省级平台落地奠定基础。DRGs领域，公司的DRGs产品已在近20家公立医院上线运行，先发优势明显。

城市级医疗领域，公司继成功建设了中山项目后，又获得自贡项目。公司在多个创新领域的积极布局带来重要的卡位优势，长期看有望成为公司成长的重要动力。

3. 用分部估值法，对领军企业互联网医疗业务及整体价值进行估值

由于卫宁健康明确披露了创新业务的营收利润情况，因此以卫宁健康为例，用分部估值法对其互联网医疗以及整体价值进行估值。

由于公司互联网医疗业务均处于亏损状态，因此采取PS法进行估值。公司创新业务2019年整体收入2.8亿元，平安好医生、阿里健康2020年平均PS为16X（Wind一致预期，最新市值，下同）。预测2020年创新业务有40%的增速（2018、2019年创新业务收入增速分别为123%和61%，且创新业务在疫情中得到较好发展），由于自身模式与平安好医生、阿里健康等具有可比性，按照16X PS计算，则卫宁健康创新业务部分整体市值约为62.72亿元。

对于传统业务，采用PE估值法。由于目前创新业务子公司或参股公司均处于亏损状态，对传统业务的利润可认为是公司的整体利润。预测2020年归母净利润5.27亿元，医疗信息化行业2020年平均PE为49X，再参考计算机行业200亿市值以上公司的平均PE 84X（公司属于行业领军企业，行业市值200亿以上公司多为各个领域的龙头，具有一定可比性）。取两个方面的平均估值，67X，得公司传统业务市值351.83亿元。

两部分市值相加，公司2020年的目标市值为414.55亿元。公司目前市值为417.39亿元，与目标市值基本接近。我们认为，医保信息化、电子病历催化下，公司传统业务有望保持较高景气度，同时互联网医疗等创新业务具有较大发展前景，因此从长期仍看好公司。

表30：采取分部估值法对卫宁健康进行估值

	收入（百万元）	市值（亿元）	PS	平均PS	创新业务对应市值（亿元）	医疗信息化行业平均PE	行业市值200亿以上公司平均PE	平均PE	传统业务对应市值（亿元）	总市值预测（亿元）
平安好医生	6,871.84	1146.27	17	16	62.72	49	84	67	351.83	414.55
阿里健康	16,123.33	2426.73	15							

资料来源：Wind，民生证券研究院

4. 重点公司估值

我们看好互联网医疗发展大趋势下，互联网医院（医疗IT厂商）与互联网医疗平台（平台厂商）的发展前景。对于医疗IT领军企业，短期内互联网医院建设加速大势所趋，潜在市场空间近百亿，领军企业占据较大份额，有望主要受益；长期来看，互联网医院运营层面不断发展，流量的增加将给医疗IT领军企业带来长期的收入增量。

推荐卫宁健康、创业慧康，建议关注平安好医生、阿里健康。

风险提示：互联网医院建设进度不及预期，分成、医药导流等业务发展进度不及预期。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 4月30日	EPS				PE		评级
			19A	20E	21E	20A	21E	22E	
300253	卫宁健康	25.43	0.25	0.32	0.42	103.20	79.10	60.00	推荐
300451	创业慧康	15.61	0.43	0.38	0.51	36.30	40.80	30.90	推荐
1833	平安好医生	107.4	-0.73	-0.63	-0.17	-147.12	-170.48	-631.76	-
0241	阿里健康	18.76	0.00	0.01	0.04	-1041.63	1876.00	469.00	-

资料来源：公司公告、民生证券研究院

注：平安好医生和阿里健康数据来自于wind一致预期

• 分析师与研究助理简介

强超廷，民生研究院计算机&教育行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职于海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员。

郭新宇，民生证券计算机行业分析师，克拉克大学金融学硕士，2016年加入民生证券研究院。

应璘，民生研究院教育&计算机行业研究助理，2019年加入民生证券研究院，伦敦国王学院银行与金融学硕士。

分析师承诺：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内 公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内 行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
 上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
 深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。



前沿报告库是中国新经济产业咨询报告共享平台。行业范围涵盖新一代信息技术、5G、物联网、新能源、新材料、新消费、大健康、大数据、智能制造等新兴领域。为企事业单位、科研院所、投融资机构等提供研究和决策参考。



扫一扫免费
获取海量报告

