



平安好医生 (1833.HK) 业绩前瞻： 战略升级推进中

公司将于2月2日公布2020年全年业绩，我们维持买入评级，调整收入和盈利预测，维持目标价不变为122.4港元。

- 2020年业绩前瞻。**我们预计2020年收入同比增长27%至64.1亿人民币。公司在2020年中时开始实行战略升级，随着执行推进，我们预计2020-22年将会是投入期，从2022年下半年至2024年收入增速加速，2023-24年有望实现盈亏平衡。
- 战略升级后分部收入预测调整。**在线医疗服务将仍是公司战略重心，持续保持较高增速，我们预计2020年收入将增长80%。渠道升级后，在原先互联网渠道获客和保险渠道的基础上，公司新增两个重点发展渠道：企业渠道和互联网医院渠道。企业渠道类似于Teladoc的模式，企业购买服务给员工和高端客户，将贡献线上医疗的会员产品收入和消费医疗。我们预计健康商城业务to B端收入同比增长25%至16.6亿人民币。To C端由互联网获客转变为医疗渠道获客，资源投放减少。我们预计健康商城总体将增长放缓，2020年增速为13%。消费型医疗业务虽然在上半年受疫情影响，但下半年已恢复且将延续原有增长态势，我们预计将增长22%至13.6亿人民币。
- 战略升级投入将于2022年完成。**公司目前稳步推进2020年中开始的服务、渠道、能力战略升级，战略升级将带动费用上升，尤其是在医生团队扩张和互联网医院建设投入方面，计划于2022年完成相关投入，此后费用支出预计将逐步回落。一方面互联网医院业务布局将增加营销和推广活动以及当地运营人员配置，另一方面自有医生团队扩张以及名医合作的报酬预计也将增加。投入期后，预计收入增速于2H22E开始提速，在2023年扭亏为盈。
- 重申买入评级，维持目标价122.4港元。**随着战略推进，未来预见性增加，我们调整盈利预测，战略升级使短期内投入加大，业绩与市场预期不符或带来短期风险，但长期将加强核心竞争优势。维持目标价122.4港元，对应9.8倍2022年PS，处于行业平均水平。

- 投资风险：**政策变动；战略进展不及预期；

图表 1：盈利预测和财务指标 (2018-2022E)

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入净额	3,338	5,065	6,414	8,603	11,995
总收入同比增速	79%	52%	27%	34%	39%
股东应占净利	(912)	(734)	(787)	(1,077)	(988)
P/S (X)	23	16	14	11	8
ROE (%)	(13)	(7)	(8)	(13)	(13)

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

朱倩岚

医疗分析师

vicky_zhu@spdbi.com

(852) 2808 6439

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2021年1月29日

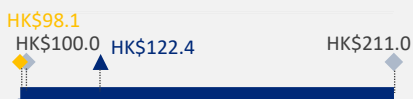
评级

买入

目标价 (港元)	122.4
潜在升幅/降幅	25%
目前股价 (港元)	98.1
52周内股价区间(港元)	56.0-135.0
总市值 (百万港元)	112,492
近3月日均成交额 (百万港元)	706

注：截至2021年1月28日收盘价

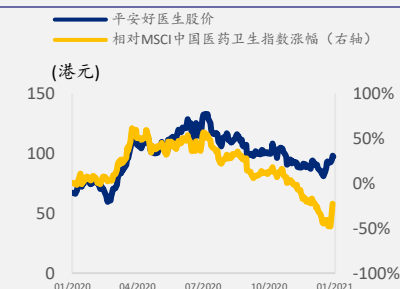
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《互联网医疗行业：决胜时刻到来》

(2020-10-13)

财务报表分析与预测 - 平安好医生

利润表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,338	5,065	6,414	8,603	11,995
营业成本	(2,426)	(3,894)	(4,866)	(6,355)	(8,622)
毛利润	912	1,171	1,547	2,248	3,374
毛利率	27%	23%	24%	26%	28%
销售费用	(1,238)	(1,207)	(1,534)	(2,144)	(2,810)
管理费用	(995)	(1,075)	(1,129)	(1,524)	(1,944)
折旧及摊销	(45)	(146)	(158)	(123)	(96)
核心经营利润	(1,321)	(1,111)	(1,116)	(1,420)	(1,380)
核心经营利润率	-40%	-22%	-17%	-17%	-12%
其他收益	183	109	138	168	235
其他收入	28	42	40	37	51
财务费用	202	253	149	135	108
分占联营公司亏损	(4)	(27)	(6)	(9)	(12)
税前收入	(912)	(734)	(795)	(1,088)	(998)
所得税	(1)	(13)	0	0	0
净利润	(913)	(747)	(795)	(1,088)	(998)
少数股东权益	(1)	(13)	(8)	(11)	(10)
公司股东权益	(912)	(734)	(787)	(1,077)	(988)

现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年内亏损	(913)	(747)	(795)	(1,088)	(998)
折旧和摊销	45	146	158	123	96
财务费用-净值	(202)	(253)	(149)	(135)	(108)
贸易及其他应收款项增加/(减少)	(39)	(341)	(344)	(594)	(1,051)
贸易及其他应付款项增加	85	681	553	738	1,233
其他	(61)	9	6	9	12
经营活动所得现金流量净额	(1,085)	(504)	(571)	(948)	(816)
处置物业、厂房及设备的所得款项	0	2	0	0	0
购买物业、厂房及设备	(198)	(133)	(100)	(100)	(100)
处置金融资产的所得款项	1,406	1,890	0	0	0
购买按公允价值计入损益的金融资产	(1,561)	(5,246)	0	0	0
收回三個月以上定期存款所得款项	327	8,522	0	0	0
三個月以上定期存款付款	(8,337)	(500)	0	0	0
其他	(1,194)	(58)	149	135	108
投资活动所用现金流量净额	(9,557)	4,477	49	35	8
发行股份所得款项	7,100	0	69	0	0
银行贷款及其他借款所得款项	0	0	0	0	0
银行贷款及其他借款还款	0	0	0	0	0
其他	(84)	9	0	0	0
融资活动所得/(所用)现金流量净额	7,016	9	69	0	0
现金及现金等价物增加/(减少)净额	(3,627)	3,981	(453)	(913)	(808)
期初的现金及现金等价物	4,595	926	4,965	4,512	3,599
外币汇率变动影响净额	(41)	58	0	0	0
期末的现金及现金等价物	926	4,965	4,512	3,599	2,791

资产负债表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	926	4,965	4,512	3,599	2,791
存货	39	75	147	247	382
应收款项	431	649	862	1,259	2,027
合同资产	61	141	141	141	141
预付款项、其他应收款项及其他资产	372	223	282	378	528
以摊余成本计量的金融资产	0	575	575	575	575
按公允价值计入损益的金融资产	521	1,849	1,849	1,849	1,849
定期存款	5,745	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总额	8,094	8,478	8,368	8,050	8,293
商誉	967	967	967	967	967
物业、厂房及设备	172	186	191	194	196
使用权资产	0	94	28	0	0
其他无形资产	86	106	110	112	114
于联营及合营公司的投资	255	510	503	495	483
预付账款及其他应收款项	0	7	7	7	7
以摊余成本计量的金融资产	0	1,516	1,516	1,516	1,516
按公允价值计入损益的金融资产	0	16	16	16	16
定期存款	2,799	500	500	500	500
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产总值	4,280	3,901	3,837	3,806	3,798
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款和其他应付款项	1,488	1,777	2,329	3,068	4,301
合约负债	619	837	837	837	837
租赁负债	0	51	51	51	51
其他	0	0	0	0	0
流动负债总额	2,106	2,665	3,218	3,956	5,190
租赁负债	0	44	44	44	44
应付账款和其他应付款项	0	0	0	0	0
非流动负债总额	0	44	44	44	44
股本	0	0	0	0	0
库存股份	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	13,332	13,519	13,588	13,588	13,588
累计亏损	(3,133)	(3,870)	(4,657)	(5,735)	(6,723)
权益	10,199	9,649	8,930	7,853	6,865
少数股东权益	68	21	13	2	(8)
权益总额	10,267	9,669	8,943	7,855	6,857

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (人民币元)					
每股收益 (基本)	(1.0)	(0.7)	(0.7)	(0.9)	(0.9)
每股收益 (摊薄)	(1.0)	(0.7)	(0.7)	(0.9)	(0.9)
每股净资产	9.6	9.0	7.8	6.8	6.0
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (倍)					
P/E	na	na	na	na	na
P/B	9	9	10	12	14
P/S	23	16	14	11	8
EV/EBITDA	na	na	na	na	na
股息率 (%)	na	na	na	na	na
盈利能力比率 (%)					
毛利率	27	23	24	26	28
归母净利率	(27)	(14)	(12)	(13)	(8)
净资产收益率	(13)	(7)	(8)	(13)	(13)
资产回报率	(10)	(6)	(6)	(9)	(8)
投资资本回报率	(14)	(8)	(11)	(14)	(11)
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	79	52	27	34	39
EBIT增长率	61	(16)	1	27	(3)
归母净利润增长率	9	20	(7)	(37)	NA
偿债能力指标					
资产负债率	17	22	27	34	43
流动比率	384	318	260	203	160
速动比率	382	315	255	197	152
现金比率	44	186	140	91	54
经营效率指标					
应收帐款周转天数	48	39	43	45	50
应付帐款周转天数	210	153	154	155	156
存货周转天数	3	5	8	11	13

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 平安好医生财务预测: 新预测 vs 前预测

人民币百万	2020E			2021E			2022E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	6,414	6,782	-5%	8,603	9,543	-10%	11,995	13,444	-11%
毛利润	1,547	1,763	-12%	2,248	2,672	-16%	3,374	4,033	-16%
毛利率	24.1%	26.0%	-1.9pcts	26.1%	28.0%	-1.9pcts	28.1%	30.0%	-1.9pcts
净利润	-787	-634	NA	-1,077	-160	NA	-988	393	NA
净利率	-12.3%	-9.4%	-2.9pcts	-12.5%	-1.7%	-10.8pcts	-8.2%	2.9%	-11.2pcts

资料来源: 浦银国际预测

图表 3: 浦银国际目标价: 平安好医生



资料来源: Bloomberg、浦银国际

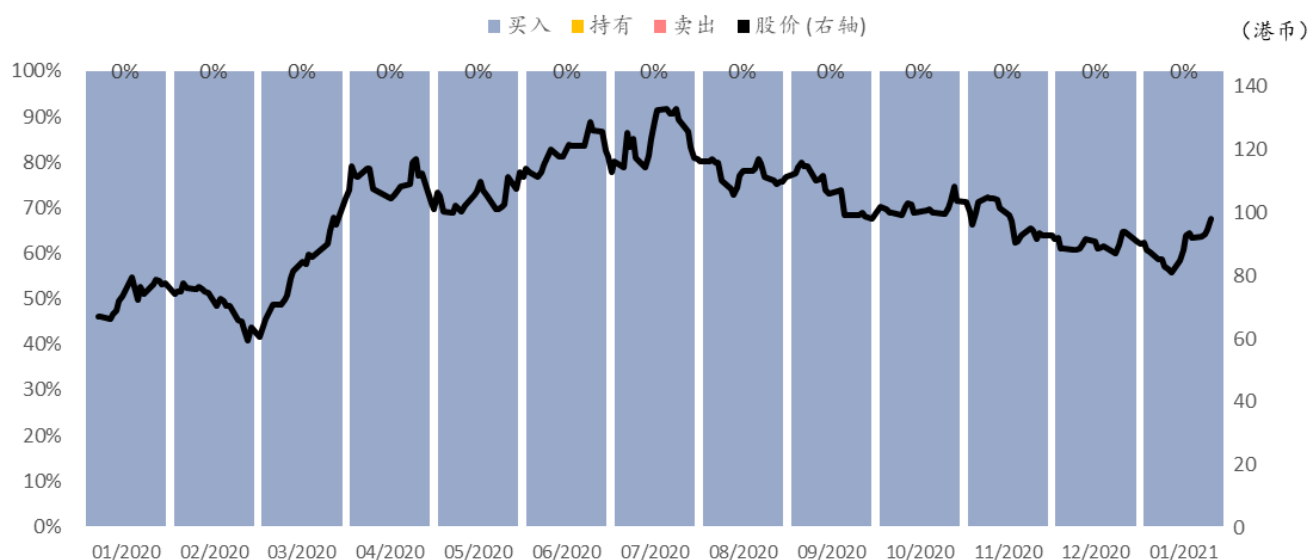
图表 4: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (港币)	评级	目标价 (港币)	行业
2359 HK Equity	药明康德	182.2	买入	240.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	149.4	买入	135.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	107.3	买入	133.0	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	24.5	买入	28.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	98.1	买入	122.4	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.1	买入	9.1	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	86.5	买入	76.5	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	104.0	买入	86.9	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1205.0	持有	1334.0	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 1 月 28 日收盘价

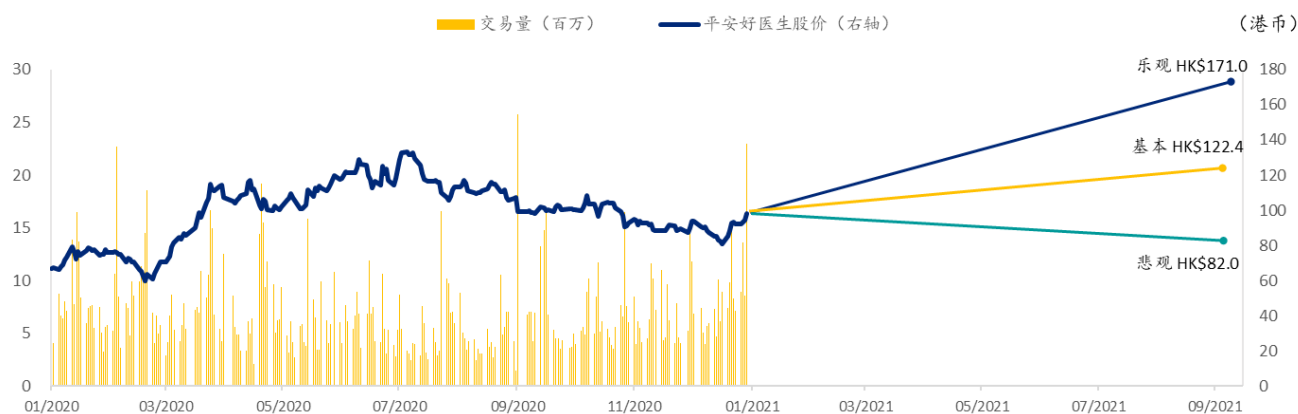
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 平安好医生市场普遍预期



注：股价截至 2021 年 1 月 28 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6: 平安好医生 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司增长好于预期

目标价：171.0 港元
概率 40%

- 付费用户发展超出预期；
- 线下医疗资源合作好于预期；
- 地方医保接入快于预期。

悲观情景：公司增长不及预期

目标价：82.0 港元
概率 60%

- 互联网医疗政策变动；
- 付费用户发展不如预期；
- 线下医疗资源开拓竞争激烈，发展不如预期；
- 战略升级推进不及预期。

资料来源：浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(药明生物 2269.HK)的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼