



平安好医生 (1833.HK) 2020 年业绩： 增长超预期，在线医疗高速增长

公司 2020 年收入同比增长 35.5%，高于市场预期 6%。我们维持买入评级，维持目标价不变为 122.4 港元。

- 2020 年全年业绩超市场预期。**收入同比增长 35.5% 至 68.7 亿人民币，较市场和我们的预期分别高 6% 和 7%。净亏损同比扩大 27% 至亏损 9.5 亿人民币，较市场和我们的预期分别扩大 31% 和 20%。若剔除汇兑损益和期权费用，经调整净亏损同比减亏 25.8% 至亏损 5.2 亿人民币，较市场预期缩窄 12%。战略升级使投入有所增加，剔除相关投入影响，公司净亏损同比收窄 65.6% 至亏损 2.4 亿人民币。
- 战略升级推进，核心业务在线医疗维持高增速。**在线医疗、消费型医疗、健康商城、健康管理和互动分别同比增长 82.4%、24.3%、28.0%、5.7%。
 - 1) 在线医疗继续实现高增速。**在线医疗的高增长主要由会员产品就医 360、私家医生等驱动，会员制产品收入增长 124.5% 至 9.3 亿人民币，毛利率也由 44% 提升至 56%，另外在线问诊产生的电子处方购药等业务显著增长。
 - 2) 健康商城增速放缓。**To C 受医药电商竞争加剧影响，公司转向在线医疗精准导流，增长放缓至 5.8%，毛利率同比下滑至 9.1%。To B 业务同比增长和 54.3%，毛利率微增 0.2pcts 至 5.1%。
 - 3) 消费型医疗稳健增长。**目前以体检为主，1Q20 受疫情影响，但在 2H20 恢复迅速，毛利率同比提升 5.5pcts 至 41.5%。
 - 4) 健康管理和互动受疫情影响增速放缓，**客户对广告投放较为谨慎。
- 业务发展三大亮点：互联网医院、保险协同和企业客户。**
 - 1) 截至 2020 年底，公司已签约 120 多个互联网医院，约占全国互联网医院的 12%。其中 50 个项目已上线（包括 9 个自建和 41 个共建项目），5 个项目已打通接入医保支付系统。
 - 2) 保险协同方面，公司新成立了保险事业部，将继续利用保险渠道独特优势。2019 年新修订的《健康保险管理办法》将健康险保单中健康管理服务成本上限提升到净保费的 20%，我们预计将来与集团保险业务的协同程度将持续上升。
 - 3) 企业客户方面，公司依托集团综合金融的企业客户网络，覆盖了 1100 家企业客户，销售金额达到 5.8 亿元，并延伸到了企业员工。
- 重申买入评级，维持目标价 122.4 港元。**战略升级使短期内投入加大，长期将加强核心竞争优势。我们维持目标价 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	2020	2021E	2022E
营业收入净额	3,338	5,065	6,866	8,603	11,995
总收入同比增速	79%	52%	36%	25%	39%
股东应占净利	(912)	(734)	(948)	(1,077)	(988)
P/S (X)	26	18	14	11	8
ROE (%)	(13)	(7)	(7)	(7)	(7)

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、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 2 月 5 日

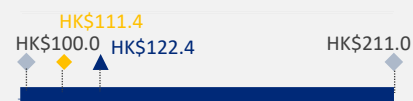
评级

买入

目标价 (港元)	122.4
潜在升幅/降幅	10%
目前股价 (港元)	111.4
52 周内股价区间 (港元)	56.0-135.0
总市值 (百万港元)	127,809
近 3 月日均成交额 (百万港元)	753

注：截至 2021 年 2 月 3 日收盘价

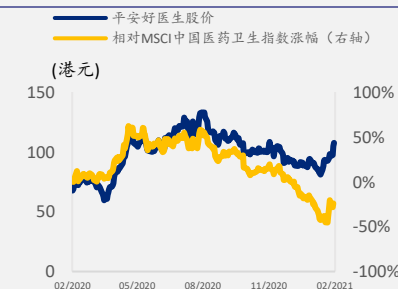
市场预期区间



▲ 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：

《平安好医生 (1833.HK) 业绩前瞻：

战略升级推进中》(2021-02-01)

《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	2020A	2021E	2022E
营业收入	3,338	5,065	6,866	8,603	11,995
营业成本	(2,426)	(3,894)	(5,002)	(6,355)	(8,622)
毛利润	912	1,171	1,864	2,248	3,374
毛利率	27%	23%	27%	26%	28%
销售费用	(1,238)	(1,207)	(1,587)	(2,144)	(2,810)
管理费用	(995)	(1,075)	(1,017)	(1,524)	(1,944)
折旧及摊销	(45)	(146)	(170)	(199)	(89)
核心经营利润	(1,321)	(1,111)	(739)	(1,420)	(1,380)
核心经营利润率	-40%	-22%	-11%	-17%	-12%
其他收益	183	109	(385)	168	235
其他收入	28	42	205	37	51
财务费用	202	253	100	135	108
分占联营公司亏损	(4)	(27)	(122)	(9)	(12)
税前收入	(912)	(734)	(941)	(1,088)	(998)
所得税	(1)	(13)	(7)	0	0
净利润	(913)	(747)	(949)	(1,088)	(998)
少数股东权益	(1)	(13)	(0)	(11)	(10)
公司股东权益	(912)	(734)	(948)	(1,077)	(988)

现金流量表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
年内亏损	(913)	(747)	(949)	(1,088)	(998)
折旧和摊销	45	146	170	199	89
财务费用-净值	(202)	(253)	(174)	(135)	(108)
贸易及其他应收款项增加/(减少)	(39)	(341)	(688)	(311)	(1,465)
贸易及其他应付款项增加	85	681	(29)	934	775
其他	(61)	9	567	9	12
经营活动所得现金流量净额	(1,085)	(504)	(1,102)	(393)	(1,695)
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)	(73)	(100)	(100)
处置金融资产的所得款项	1,406	1,890	5,522	0	0
购买按公允价值计入损益的金融资产	(1,561)	(5,246)	(7,674)	0	0
收回三个月以上定期存款所得款项	327	8,522	0	0	0
三个月以上定期存款付款	(8,337)	(500)	(300)	0	0
其他	(1,194)	(58)	28	135	108
投资活动所用现金流量净额	(9,557)	4,477	(2,497)	35	8
发行股份所得款项	7,100	0	6,869	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	53	0	0
融资活动所得/(所用)现金流量净额	7,016	9	6,922	0	0
现金及现金等价物增加/(减少)净额	(3,627)	3,981	3,323	(358)	(1,687)
期初的现金及现金等价物	4,595	926	4,965	7,920	7,563
外币汇率变动影响净额	(41)	58	(368)	0	0
期末的现金及现金等价物	926	4,965	7,920	7,563	5,876

资产负债表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
现金及现金等价物	926	4,965	7,920	7,563	5,876
存货	39	75	160	243	399
应收款项	431	649	1,058	1,176	2,268
合同资产	61	141	102	102	102
预付款项、其他应收款项及其他资产	372	223	439	550	767
以摊余成本计量的金融资产	0	575	2,010	2,010	2,010
按公允价值计入损益的金融资产	521	1,849	3,566	3,566	3,566
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	15,256	15,209	14,987
商誉	967	967	970	970	970
物业、厂房及设备	172	186	166	178	186
使用权资产	0	94	115	0	0
其他无形资产	86	106	102	106	110
于联营&合营公司的投资	255	510	451	443	431
预付账款及其他应收款项	0	7	77	77	77
以摊余成本计量的金融资产	0	1,516	571	571	571
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	838	838	838
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产总值	4,280	3,901	3,307	3,199	3,198
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款和其他应付款项	1,488	1,777	1,863	2,796	3,572
合同负债	619	837	730	730	730
租赁负债	0	51	75	75	75
其他	0	0	0	0	0
流动负债总额	2,106	2,665	2,668	3,601	4,376
租赁负债	0	44	39	39	39
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	39	39	39
股本	0	0	0	0	0
库存股份	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	13,332	13,519	20,652	20,652	20,652
累计亏损	(3,133)	(3,870)	(4,819)	(5,896)	(6,884)
权益	10,199	9,649	15,833	14,756	13,768
少数股东权益	68	21	23	12	2
权益总额	10,267	9,669	15,856	14,768	13,770

主要财务比率

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
每股指标 (人民币元)					
每股收益 (基本)	(1.0)	(0.7)	(0.9)	(1.0)	(1.0)
每股收益 (摊薄)	(1.0)	(0.7)	(0.9)	(1.0)	(1.0)
每股净资产	9.6	9.0	15.4	14.3	13.4
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	10	10	6	6	7
P/S	26	18	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	27	26	28
归母净利率	(27)	(14)	(14)	(13)	(8)
净资产收益率	(13)	(7)	(7)	(7)	(7)
资产回报率	(10)	(6)	(6)	(6)	(5)
投资资本回报率	(14)	(8)	(11)	(10)	(9)
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	79	52	36	25	39
EBIT 增长率	61	(16)	(33)	92	(3)
归母净利润增长率	9	20	(29)	(14)	NA
偿债能力指标					
资产负债率	17	22	15	20	24
流动比率	384	318	572	422	342
速动比率	382	315	566	416	333
现金比率	44	186	297	210	134
经营效率指标					
应收帐款周转天数	48	39	45	47	52
应付帐款周转天数	210	153	133	134	135
存货周转天数	3	5	9	12	14

E=浦银国际预测
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 平安好医生



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 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	208.0	买入	240.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	163.7	买入	135.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	117.6	买入	133.0	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	26.5	买入	28.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	111.4	买入	122.4	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.2	买入	11.8	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	95.0	买入	76.5	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	114.1	买入	86.9	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1360.0	持有	1334.0	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2 月 3 日收盘价

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