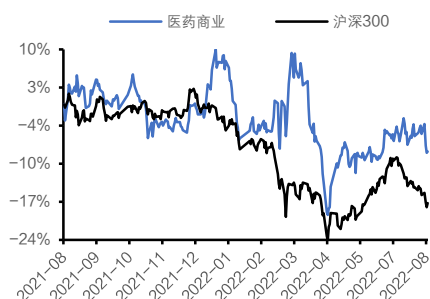


投资评级：看好(首次)

最近 12 月市场表现



分析师 张文录

SAC 证书编号: S0160517100001
 zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

医药电商确定性成长

核心观点

- ▶ **互联网医疗业态多样，医药电商盈利模式最具确定性。**目前互联网医疗涉及的内容较广泛，涵盖医药电商、在线诊疗、健康/疾病管理及内容平台。根据弗若斯特沙利文的数据，2020 年医药电商在互联网医疗行业中市场规模占比最大，达 50%。同时互联网医疗其他细分领域参与者众多，行业格局未定，但在医药电商领域，京东健康和阿里健康分别得益于京东、淘宝用户群体的导流，已经发展成为中国前两大医药电商平台，我们看好医药电商未来受益于处方外流、医保双通道机制落地、网售药品渗透率提升等因素，对行业长期潜力保持乐观。
- ▶ **互联网医疗供给端远期市场规模约 12,275 亿人民币。**我们将供给端拆分为问诊市场、药品市场、器械及保健品市场以测算互联网医疗行业的远期市场规模，预计 2030 年线上市场规模约 12,275 亿人民币，10 年 CAGR 增速为 20.4%。
- ▶ **京东健康：**京东健康自 2014 年作为京东集团独立的业务类目运营以来，成为高速增长的“互联网+医疗健康”一体化平台。根据弗若斯特沙利文的报告，截至 2020 年 6 月 30 日，京东健康已成为中国最大的在线医疗健康与零售药房。京东健康自营药房的供应链优势明显，利用京东集团全国的物流网络，形成对上游医药生产企业、中游仓储、下游配送的全流程高效率管理体系。截至 2021 年，搭建 19 药品仓+400 综合仓，多地备仓，履约能力强大。在线问诊方面，京东健康于在线诊疗领域投入较多，包括投资建设专科中心、投资医院等；同时利用供应链优势给小药店和公立医院供货，并收购小的流通企业，期望切入医药供应链的管理，攫取医药流通商的市场份额。
- ▶ **阿里健康：**阿里健康通过收购中信二十一世纪借壳在港股上市，通过收购广州五十年医药连锁公司，启动医药电商自营业务，后阿里集团不断向阿里健康注入天猫医药馆业务，发展其电商平台业务。阿里健康偏轻资产运营，其用户流量导流基础强大（阿里零售 8.1 亿 VS 京东集团 5.7 亿）。我们预计阿里系生态圈将持续发力，在流量导入、技术支持、O2O 线下联动及支付等方面为阿里健康保驾护航；消费医疗领域，由于较早的投资爱康国宾、美年健康等线下巨头实现较快增速；阿里健康的自营业务中药品收入占比 64%，其中处方药占比 40%，自营处方药 2022 财年同比增长 105%。
- ▶ **风险提示：**政策不确定性风险；行业竞争加剧风险；新业务拓展风险。

表 1：重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿港元)	收盘价 (0804) (港元)	EPS (元人民币)			PE			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
6618.HK	京东健康	1,955	61	-0.35	0.17	0.41	-149	304	130	无评级
0241.HK	阿里健康	642	5	-0.02	-0.01	-0.00	-196	-376	-8,186	无评级

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

目录

1. 互联网医疗业态丰富多样	4
2. 互联网医疗市场规模	4
2.1. 从供给端看中国互联网医疗市场	4
2.1.1. 药品市场：受益于处方外流和 OTC 市场	4
2.1.2. 器械及保健品市场：医药电商平台早期切入	5
2.1.3. 问诊市场：基层医疗需求带动	6
3. 竞争格局：医药电商集中度高，地域优势凸显	6
4. 互联网医疗政策层面曲折发展	7
4.1. 网售处方药政策在曲折中前进	8
5. 京东健康：医药电商零售巨头	8
5.1. 发展历史	8
5.2. 2C 端切入，医药双轮驱动	9
5.2.1. 零售板块：多模式协同，全场景满足消费者大健康产品需求	10
5.2.2. 服务板块：多资源整合，医疗服务兼备严肃及消费属性	13
5.3. 财务数据	15
6. 阿里健康：大健康平台完善，数字资产反哺平台	16
6.1. 发展历史	16
6.2. 凭借流量优势，赋能医疗生态	17
6.2.1. 零售板块：多模式协同，全场景满足消费者大健康产品需求	18
6.3. 打造医疗服务平台，深化医疗属性	20
6.4. 阿里健康财务数据	21
7. 投资建议	22
7.1. 医药电商龙头估值探讨	22
8. 风险提示	23
8.1. 政策不确定性风险	24
8.2. 行业竞争加剧风险	24
8.3. 新业务拓展风险	24

图表目录

图 1. 互联网医疗运营模式	4
图 2. 零售药店市场规模及增速	5
图 3. 实体药店和网上药店市场规模及增速	5
图 4. 中国线上药品市场规模测算	5
图 5. 中国线上家用器械和保健品市场规模测算	6
图 6. 中国线上问诊市场规模测算	6
图 7. 阿里健康和京东健康线上药品销售市占率	7
图 8. 阿里健康、京东健康 GMV	7
图 9. 实体药店 2015-2021 年品类结构变化	7
图 10. 线上药店 2015 年-2020 年品类结构变化	7
图 11. 互联网医疗政策	8
图 12. 网售处方药政策在曲折中前进	8

图 13. 京东健康发展历程	9
图 14. 京东健康产品营收及服务收入增速	10
图 15. 京东健康营收结构	10
图 16. 京东健康收入及 NMV（商品交易净额）拆分测算	10
图 17. 京东健康年度活跃用户数	11
图 18. 京东健康营收结构每位用户平均贡献收入	11
图 19. 京东健康自营业业务中药品占比	11
图 20. 京东健康大药房 TOP10	11
图 21. 京东健康线上平台业务合作第三方商家数	12
图 22. 京东健康 B2C 业务商品交易净额（NMV）	12
图 23. 京东健康自营业业务和平台业务 NMV 测算	12
图 24. 京东健康平台业务中的佣金率测算	12
图 25. 京东健康数字化营销提供多样化服务	12
图 26. 京东健康第三方广告主营销服务费用分配	12
图 27. 医药电商 O2O 五大模式	13
图 28. 京东健康药京采商业模式	13
图 29. 京东健康互联网医院界面	14
图 30. 京东健康在线医疗健康服务医生数量	14
图 31. 京东健康在线医疗健康服务日均问诊量	14
图 32. 京东健康营业收入及经调整净利润	16
图 33. 京东健康测算毛利率	16
图 34. 京东健康研发费用、销售费用及履约费用	16
图 35. 阿里健康发展历程	17
图 36. 阿里健康分板块营业收入	18
图 37. 阿里健康营收结构	18
图 38. 阿里健康收入及 NMV 拆分测算	18
图 39. 阿里健康年度活跃用户	19
图 40. 阿里健康自营业业务每位用户平均贡献收入	19
图 41. 阿里健康从集团收购天猫医药馆各类目时点梳理	19
图 42. 阿里健康 3P B2C 业务测算商品交易净额	20
图 43. 阿里健康线上平台业务合作第三方商家数	20
图 44. 阿里健康在线医疗健康服务医生数量	20
图 45. 阿里健康在线医疗健康服务日均在线问诊	20
图 46. 阿里健康码上放心追溯平台	21
图 47. 阿里健康收入及经调整净利润	21
图 48. 阿里健康测算毛利率	21
图 49. 阿里健康研发费用、销售费用及履约费用	22
图 50. 医药电商远期市场规模测算	23
图 51. 医药电商龙头远期市值测算	23
图 52. 医药电商对标公司的市盈率、市销率	23

1. 互联网医疗业态丰富多样

互联网医疗行业包括在线零售药房、在线问诊、消费医疗健康服务等 TO C 端业务模式，以及数字化基础设施、线上企业服务等 TO B 端业务模式。其中 B2C、O2O 模式受益于药品及非药品线上销售渗透率提升及处方外流等趋势，市场规模较大且盈利模式清晰；广告及数字营销业务盈利空间较大；B2B 业务为互联网医疗公司以较重的模式切入医药供应链，毛利率极低；追溯业务虽然是数字基建的重要环节但收入贡献微薄；本地生活属于到店消费业务，目前仍处于蓬勃发展阶段。

图 1. 互联网医疗运营模式

业务描述		盈利模式	付费方	各公司布局	毛利率
B2C 1P	通过自营服务直接向消费者售药	销售差价	消费者	京东健康、阿里健康	阿里健康：~22%； 京东健康：~10.6%
B2C 3P	通过在线平台吸引第三方商家向消费者售药	平台佣金	消费者	京东健康、阿里健康	京东健康：~98.4%； 阿里健康：~29%
B2B	原材料供应商→药厂→批发商→零售药店	交易佣金、物流费用等	药店	京东健康	很低
O2O	线上下单，同城药店发货并完成即时配送	销售差价、线上交易佣金	消费者	京东健康、阿里健康	-
问诊	组织医生为客户提供线上健康咨询	问诊费用	消费者	京东健康、阿里健康	平安好医生：~56%； 京东健康：40%~50%
追溯业务	为药品和疫苗等产品赋上追溯码	向医药企业收取技术服务费	药企	阿里健康	很低
数字营销	为第三方商家及供应商提供按效果付费营销服务	按效果收取营销服务费用	药企	京东健康、阿里健康	医脉通：~77.1%
广告	为第三方商家及供应商提供广告投放服务	广告费用	药企	京东健康	~100%
本地生活/消费医疗	通过入驻平台的第三方医疗健康服务供应商为用户提供医美、口腔、疫苗、体检等服务	公司提供平台维护、客户预约、广告营销等服务并向医疗健康机构收取相关机构服务费用	第三方医疗机构	京东健康、阿里健康	-

数据来源：艾媒咨询、财通证券研究所

2. 互联网医疗市场规模

2.1. 从供给端看中国互联网医疗市场

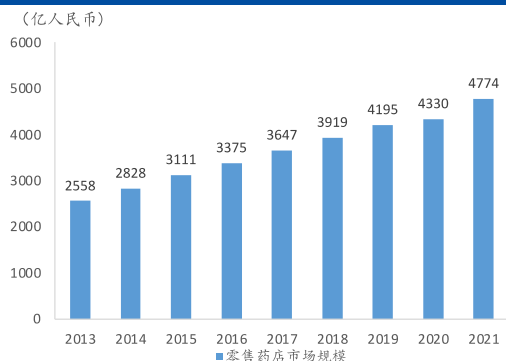
从供给端角度探讨互联网医疗的市场规模，供给端拆分为问诊市场、药品市场、器械及保健品市场，预计 2025 年线上市场规模 4,943 亿人民币，4 年 CAGR 增速 18.9%。

2.1.1. 药品市场：受益于处方外流和 OTC 市场

根据米内网数据，2021 年中国药品终端销售额为 17,747 亿人民币，其中线上销售额 368 亿人民币，渗透率仅为 2.1%；线下销售额 17,379 亿人民币，预计 2025 年所有终端药品市场规模达到 20,761 亿元，4 年 CAGR 增速 4.0%。我们将药品终端市场分为零售端和医院端预测，假设零售端的线上渗透率将逐步提高，医院端外流的处方药将有部分外溢到线上。考虑到近年来由于带量采购导致的处方药价格大幅下滑，我们假设药品市场未来的增速在 2.7%-4.5% 区间。其中，零售端药品的份额稳定在 24%，预计零售端的线上渗透率 2025 年达到 19%，对应 936

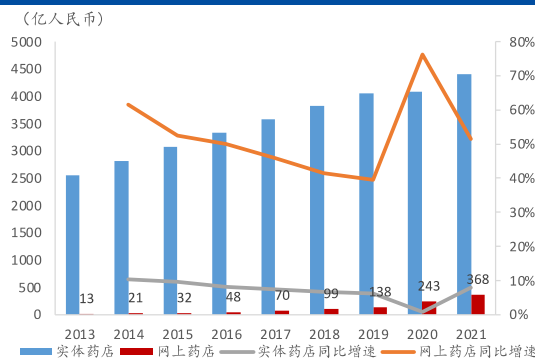
亿人民币的线上零售药品规模。医院端药品中 40%为口服制剂，这部分可外流至零售端，预计 2025 年处方外流比例达 15%，对应的处方外流规模为 950 亿人民币，假设外流处方中的 30%流到线上，对应市场规模 285 亿人民币。

图 2. 零售药店市场规模及增速



数据来源：米内网、财通证券研究所

图 3. 实体药店和网上药店市场规模及增速



数据来源：米内网、财通证券研究所

图 4. 中国线上药品市场规模测算

药品市场	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国药品终端销售额(亿人民币)	17,131	17,955	16,437	17,747	18,457	19,195	19,963	20,761	21,592	22,456	23,354	24,288	25,260
零售终端份额	23%	23%	26%	27%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
零售终端药品(亿人民币)	3,919	4,196	4,330	4,774	4,380	4,555	4,738	4,927	5,124	5,329	5,542	5,764	5,994
零售终端增速	7.46%	7.07%	3.19%	10.25%	-8.25%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
线上渗透率	2.53%	3.29%	5.61%	7.71%	15.00%	16.00%	17.00%	19.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
线上销售额(亿人民币)	99	138	243	368	657	729	805	936	1,537	1,599	1,663	1,729	1,798
线下销售额(亿人民币)	3,820	4,058	4,087	4,406	3,723	3,826	3,932	3,991	3,587	3,730	3,880	4,035	4,196
医院端药品(亿人民币)	13,212	13,759	12,107	12,973	14,077	14,640	15,225	15,834	16,468	17,127	17,812	18,524	19,265
医院端增速	6%	4%	-12%	7%	9%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
医院端药品(除注射剂外)(亿人民币)		5,504	4,843	5,189	5,631	5,856	6,090	6,334	6,916	7,536	8,193	8,892	9,633
处方外流比例		2.00%	2.00%	8.00%	10.00%	12.00%	14.00%	15.00%	20.00%	25.00%	30.00%	40.00%	50.00%
处方外流规模(亿人民币)		110	97	415	563	703	853	950	1,383	1,884	2,458	3,557	4,816
外流线上比例		20.00%	20.00%	25.00%	27.00%	28.00%	29.00%	30.00%	32.00%	34.00%	36.00%	38.00%	40.00%
线上销售额(亿人民币)		22	19	104	152	197	247	285	443	641	885	1,352	1,927
线下销售额(亿人民币)		13,737	12,088	12,869	13,925	14,443	14,978	15,549	16,025	16,486	16,927	17,173	17,339
药品市场线上总规模(亿人民币)		160	262	472	809	926	1,053	1,221	1,980	2,239	2,548	3,081	3,725
药品市场线下总规模(亿人民币)		17,795	16,175	17,275	17,648	18,270	18,910	19,540	19,612	20,216	20,806	21,207	21,535
总线上渗透率		0.9%	1.6%	2.7%	4.4%	4.8%	5.3%	5.9%	9.2%	10.0%	10.9%	12.7%	14.7%

数据来源：米内网、IQVIA、财通证券研究所

2.1.2. 器械及保健品市场：医药电商平台早期切入

保健品作为老年群体的刚性需求，2021 年中国保健品市场规模增至 2,708 亿人民币。据 Euromonitor 数据，2020 年国内保健品主要渠道占比分布为直销 25%、药店 23%、电商 40%。在家用器械领域，近年来，家用血压计、血糖仪、小型按摩器销售非常火爆。据医械研究院发布的《中国医疗器械行业蓝皮书(2020)》，2019 年我国家用医疗设备市场规模为 1,189 亿元。2019 年保健品及家用医疗器械的线上渗透率约 33.27%。我们预计家用医疗器械和保健品市场 2025 年市场规模达 8,015 亿人民币，4 年的 CAGR 增速为 15.8%，其中线上家用器械和保健品市场规模为 2,805 亿人民币。

图 5. 中国线上家用器械和保健品市场规模测算

		2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
器械(亿人民币)			1,189	1,546	1,974	2,329	2,748	3,243	3,827	4,516	5,329	6,288	7,419	8,755
	增速		25.4%	30.0%	27.7%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
保健品(亿人民币)		1,880	2,755	2,503	2,708	3,307	3,578	3,871	4,188	4,531	4,902	5,303	5,738	6,208
	增速	16.5%	46.5%	-9.1%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
总和(亿人民币)			3,944	4,049	4,682	5,636	6,326	7,114	8,015	9,047	10,231	11,591	13,157	14,963
线上渗透率			33.27%	33.27%	33.27%	33.27%	33.27%	33.27%	35.00%	37.00%	39.00%	42.00%	44.00%	45.00%
线上市场规模(亿人民币)		1,312	1,347	1,557	1,875	2,104	2,367	2,805	3,347	3,990	4,868	5,789	6,733	7,733
线下市场规模(亿人民币)			2,632	2,702	3,124	3,761	4,222	4,747	5,210	5,699	6,241	6,723	7,368	8,230

数据来源：艾媒咨询、财通证券研究所

2.1.3. 问诊市场：基层医疗需求带动

根据卫生统计年鉴，2021 年中国医院总诊疗人次达 38.8 亿，基层医疗机构诊疗人次达 42.5 亿人次。2021 年，医院次均检查费 62.3 人民币，基层医疗机构次均检查费 29.6 人民币，2021 年医院问诊市场规模约 2,419 亿人民币，基层医疗机构问诊市场规模 1,257 亿人民币。我们预计问诊人次将保持 4%左右增速，而单价逐步提升，线上问诊需求主要来自慢病复查和轻症首诊，我们预计 2025 年线上问诊市场规模达 917 亿人民币，4 年的 CAGR 增速为 20.1%。

图 6. 中国线上问诊市场规模测算

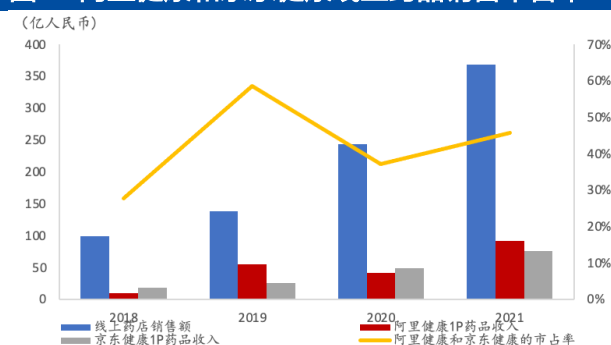
问诊市场		2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
医院诊疗人次(亿人次)		40.0	38.4	33.2	38.8	40.4	42.0	43.6	45.4	47.2	49.1	51.1	53.1	55.2
医院问诊单价(人民币)		51	54	62	62.3	63.2	64.3	65.5	66.7	68.0	69.4	70.7	72.2	73.6
基层医疗机构诊疗人次(亿人次)		44.1	45.3	41.2	42.5	44.2	46.0	47.8	49.7	51.7	53.8	55.9	58.2	60.5
基层机构问诊单价(人民币)		24	26	29.9	29.6	30.0	30.4	30.8	31.3	31.6	32.0	32.3	32.6	32.9
医院问诊(亿人民币)		2,040	2,089	2,045	2,419	2,549	2,700	2,859	3,026	3,210	3,405	3,612	3,832	4,065
线上(亿人民币)		88	130	194	290	382	459	543	605	706	817	939	1,073	1,219
线下(亿人民币)		1,952	1,959	1,851	2,129	2,166	2,241	2,315	2,421	2,504	2,588	2,673	2,759	2,845
基层医疗机构问诊(亿人民币)		1,049	1,163	1,230	1,257	1,324	1,396	1,474	1,558	1,636	1,718	1,805	1,896	1,992
线上(亿人民币)		45	72	117	151	199	237	280	312	360	412	469	531	597
线下(亿人民币)		1,004	1,091	1,113	1,106	1,126	1,159	1,194	1,246	1,276	1,306	1,336	1,365	1,394
总和(亿人民币)		3,089	3,252	3,275	3,676	3,873	4,096	4,333	4,584	4,846	5,124	5,417	5,728	6,056
线上渗透率		4.3%	6.2%	9.5%	12.0%	15.0%	17.0%	19.0%	20.0%	22.0%	24.0%	26.0%	28.0%	30.0%
线上问诊(亿人民币)		133	202	311	441	581	696	823	917	1,066	1,230	1,409	1,604	1,817
线下问诊(亿人民币)		2,956	3,050	2,964	3,235	3,292	3,400	3,509	3,667	3,780	3,894	4,009	4,124	4,240

数据来源：《中国卫生健康统计年鉴》、财通证券研究所

3. 竞争格局：医药电商集中度高，地域优势凸显

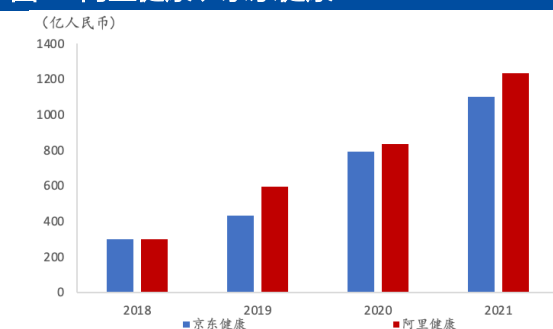
互联网医疗代表的盈利模式主要分为由医往药走的平安好医生，及从药往医走的京东健康、阿里健康等。在互联网医疗的细分市场中，京东健康及阿里健康占据绝大部分市场份额，通过自营（1P 业务，赚取药品差价）、平台（3P 业务，赚取佣金、平台使用费等）扩大营收，专注于新零售 O2O 业务的叮当快药也参与该赛道竞争，平安好医生、微医、春雨医生等提供在线问诊服务，通过问诊佣金分成或者广告营销等方式实现盈利。2021 财年阿里健康经测算的商品交易总额（GMV）为 1,232 亿人民币，京东健康经测算的商品交易总额（GMV）为 1,101 亿人民币。

图 7. 阿里健康和京东健康线上药品销售市占率



数据来源：京东健康年报、阿里健康年报、米内网、财通证券研究所

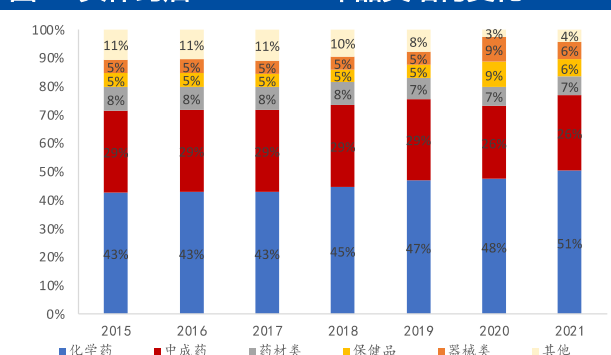
图 8. 阿里健康、京东健康 GMV



数据来源：阿里健康年报、京东健康年报、财通证券研究所

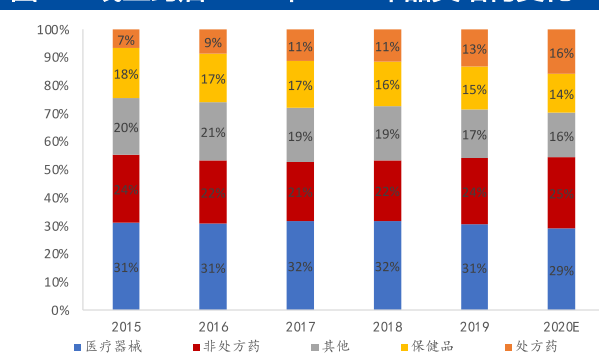
我们认为实体药店与医药电商既互为竞争对手也业态互补。从品类结构上看，实体药店药品占比更高，医药电商非药品类占比更高，主要源于药品对药师服务的要求更高，非药品类没有购买壁垒，具体品类上，实体药店以中西成药为主，2021 年化学药、中成药、药材类、保健品、器械类及其他类药物在实体药店的销售占比分别为 51%、26%、7%、6%、6%和 4%。从定位客群来看，实体零售药店客群年龄较大，医药电商用户年轻化趋势更加明显；医药电商面临的监管政策较多，异地医保结算目前实现难度较大，零售药店仍可享受个人账户带来的红利；零售药店的扩张往往先深耕低线地区，再寻求异地扩张。由于门店整合所需时间较长，同时亦面临新进入市场的竞争，线下药店扩张提速受限，线下连锁药店布局全国面临的障碍较大；医药电商则在全国范围内建立仓储及配送网络，商品可以无障碍的触达全国用户，例如京东健康依托京东集团自有的京东物流，阿里健康依托阿里集团依托旗下菜鸟物流和“通达系”。

图 9. 实体药店 2015-2021 年品类结构变化



数据来源：米内网、财通证券研究所

图 10. 线上药店 2015 年-2020 年品类结构变化



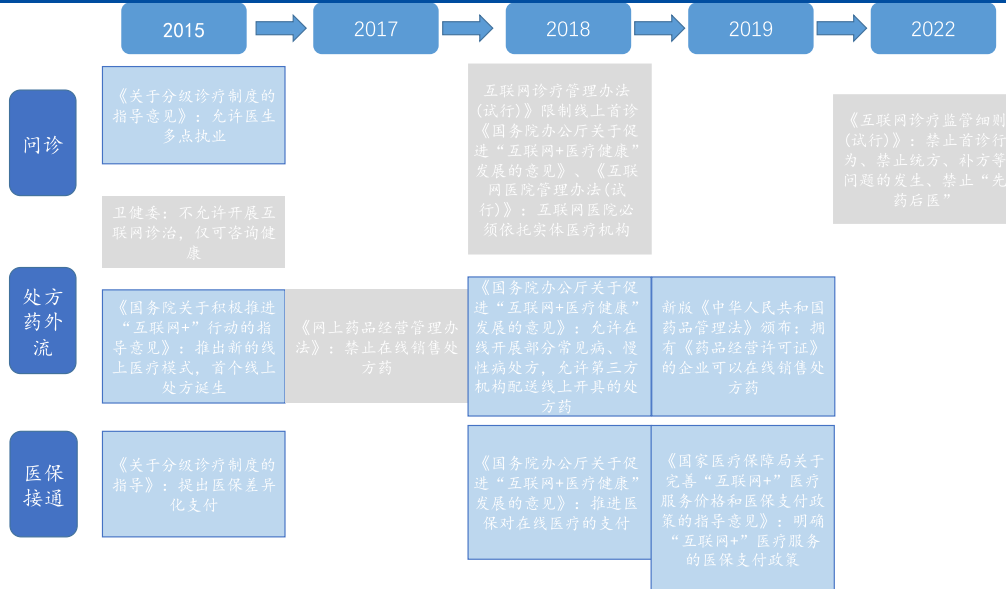
数据来源：京东健康招股书、米内网、财通证券研究所

4. 互联网医疗政策层面曲折发展

互联网医疗在政策层面经历了曲折的发展历程。在药品销售与互联网融合的初期，

出于谨慎考量，国家明确禁止通过网络向个人消费者销售处方药。但是，随着互联网医疗的快速发展，加之近年来大众生活习惯的改变，远程问诊、线上购药等需求急剧增加，网售处方药、在线问诊及线上接通医保等在新的环境下规范发展。

图 11. 互联网医疗政策

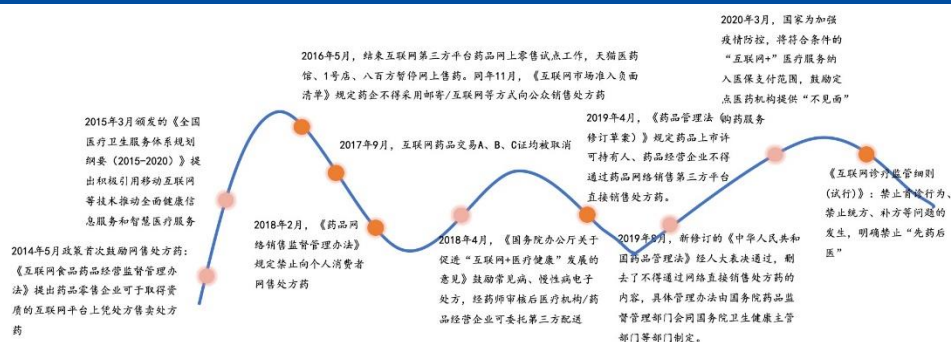


数据来源：国家卫健委、发改委网站、财通证券研究所

4.1. 网售处方药政策在曲折中前进

处方药网络销售历经了明确禁止、开放探索和有序放开三个阶段。2021 年 7 月，药监局的《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》，提出医药电商在未获取处方前，不能通过自建网站或第三方平台提供处方药选择购买操作。2022 年 6 月，《互联网诊疗监管细则（试行）》公布，严禁“先药后方”，规范管理在线医疗。

图 12. 网售处方药政策在曲折中前进



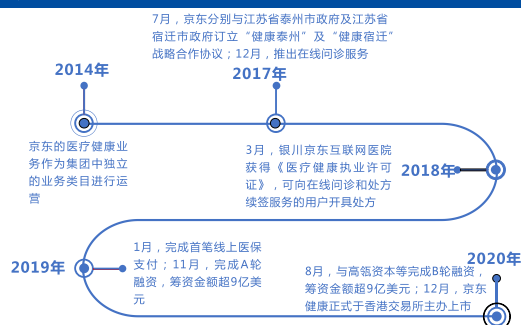
数据来源：药监局、国家卫健委网站、财通证券研究所

5. 京东健康：医药电商零售巨头

5.1. 发展历史

2013 年京东集团开始布局保健品零售业务，自 2014 年 2 月起，医疗健康业务开始作为京东集团独立的业务类目进行运营。从 2017 年起依次推出在线问诊服务、获批线上处方以及完成首笔线上医保支付等。2019 年 5 月，京东健康正式独立运营。2020 年 9 月，京东公告拟通过以京东健康股份于港交所上市的方式分拆京东健康。2020 年 12 月，京东健康在港交所正式 IPO 上市。

图 13. 京东健康发展历程



数据来源：京东健康招股书，财通证券研究所

5.2. 2C 端切入，医药双轮驱动

公司主要业务包括医药和健康产品销售（1P 业务：1P B2C+1P B2B）、平台、广告和其他服务收入（3P 业务+数字化营销+在线问诊+消费医疗）两大业务板块。

自营模式中，公司直接向上游药企或医药经销商采购药品，通过自有的京东大药房销售给客户，赚取产品的差价。2021 年自营板块实现营业收入 262 亿人民币，占公司营收 85.3%。

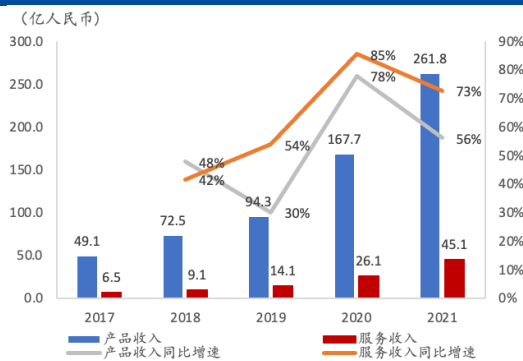
平台业务即 3P 业务通过第三方药店在京东健康平台上展示药品，并由京东健康收取平台使用费和管理费，2021 年京东健康的平台业务实现营业收入 19 亿人民币，占公司营收 6%。

数字化营销服务收入即广告收入，2021 年京东健康数字化营销板块实现营业收入 23 亿人民币，占公司营收 8%。

在线问诊业务即公司通过自有医生团队和外部医生团队为用户提供问诊服务，2021 年京东健康在线问诊业务实现收入 0.19 亿人民币。

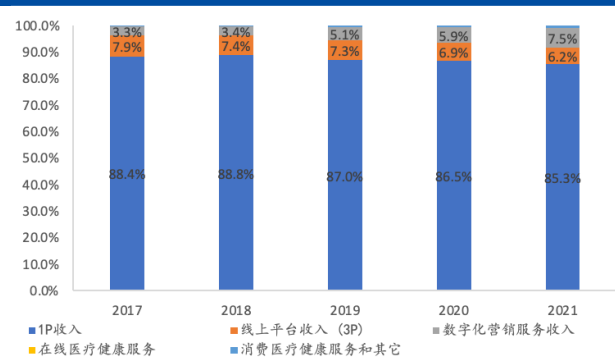
消费医疗业务即用户可以在京东健康的平台上预约和购买体检、医美、口腔齿科、疫苗预约和基因测试等服务，并到店消费，京东健康收取相应的佣金。2021 年京东健康消费医疗实现营业收入 2.64 亿人民币。

图 14. 京东健康产品营收及服务收入增速



数据来源：京东健康年报、财通证券研究所

图 15. 京东健康营收结构

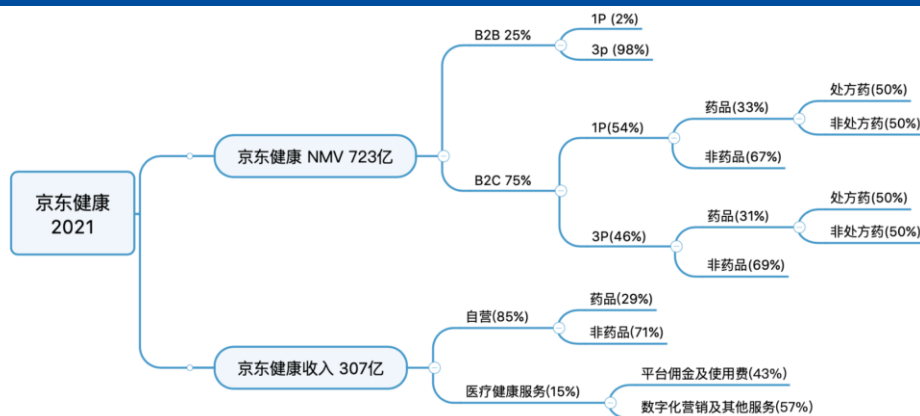


数据来源：京东健康年报、财通证券研究所

5.2.1. 零售板块：多模式协同，全场景满足消费者大健康产品需求

京东健康的零售药房业务采用三种运营模式：自营（1P）、线上平台（3P）、和全渠道运营（O2O）。

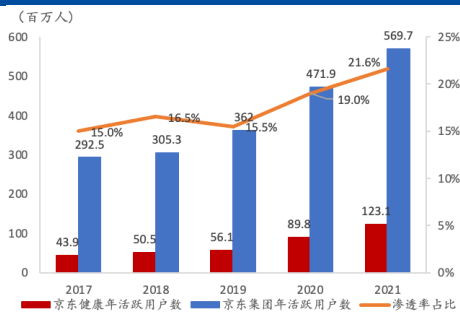
图 16. 京东健康收入及 NMV（商品交易净额）拆分测算



数据来源：京东健康招股书、京东健康年报、财通证券研究所

自营业务主要通过京东大药房进行，京东健康与京东集团合作，利用京东物流遍布全国的配送基础设施网络。自营业务方面，截至 2021 年，已设立了 19 个药品仓库和超过 400 个非药品仓库，自营冷链能力覆盖全国 200 余城市，80% 的自营药品订单实现次日达。活跃用户的增长是零售药房业务收入增长的主要推动力，2017 年至 2021 年，京东健康的年度活跃用户分别为 0.44 亿、0.51 亿、0.56 亿、0.90 亿、1.23 亿，在京东集团年活用户中占比分别为 15.0%、16.5%、15.5%、19.0%、21.6%。根据公司招股书，截至 2020 年上半年，京东健康自营业务药品销售收入占比 29%，非药品收入占比 71%。京东健康药品收入增速上行源于处方外流、带量采购（丢标厂家寻找线上平台）、不便于线上销售的品类调整剂型投放电商、C2M 贴牌代工产品，未来随着更多基药品类加入集采、处方外流加速，预计线上药品增速仍有提升空间。

图 17. 京东健康年度活跃用户数



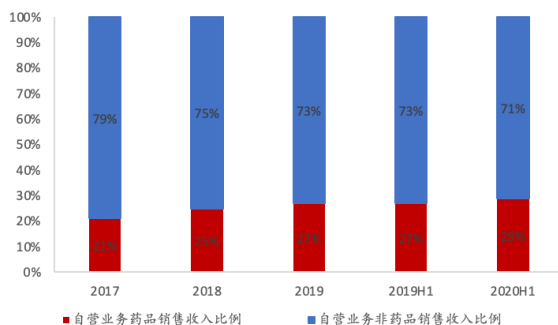
数据来源：京东健康年报、京东集团年报、财通证券研究所

图 18. 京东健康营收结构每位用户平均贡献收入



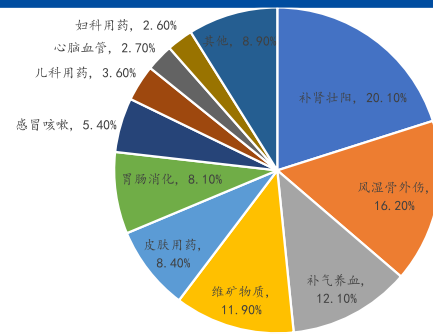
数据来源：京东健康年报、财通证券研究所

图 19. 京东健康自营业务中药品占比



数据来源：京东健康招股书、财通证券研究所

图 20. 京东健康大药房 TOP10



数据来源：《中国药品零售市场消费趋势报告》、财通证券研究所

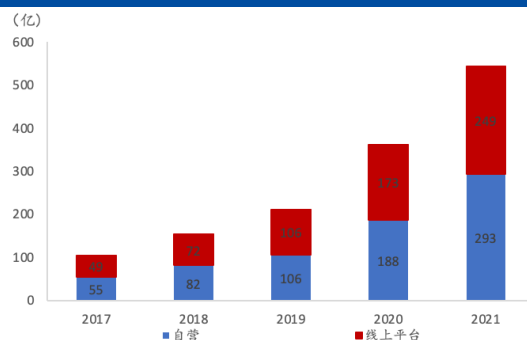
平台业务提供更多品类，是自营业务的重要补充。京东健康从通过该平台销售的第三方商家赚取佣金及平台使用费，同时向供应商和第三方商家收取根据他们的要求提供数字化营销的广告服务费。截至 2021 年，京东健康线上平台已拥有超过 1.8 万第三方商家。京东健康对第三方商家在线平台上进行的销售收取一定比例的佣金，且不同产品佣金收取比例存在差异。同时，京东健康还向平台商家收取平台使用费，京东健康收取平台佣金确认成收入后不用通过关联交易支付给母集团，而是在每年固定时间以不超过 3% 的固定费用率付给集团，这部分费用不体现在成本中，因此京东健康 3P 业务的毛利率较高。《京东健康营销服务框架协议》显示，无论第三方广告主与任何一方签订协议，京东健康都可获得单独投放在京东健康平台的全部营销服务费，对投放在京东集团和第三方资源的服务可按比例获得分成。

图 21. 京东健康线上平台业务合作第三方商家数



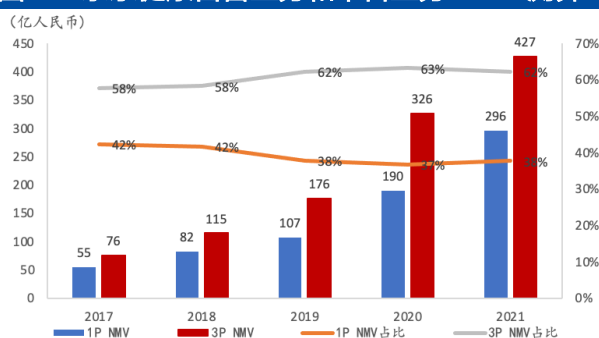
数据来源：京东健康年报、财通证券研究所

图 22. 京东健康 B2C 业务商品交易净额 (NMV)



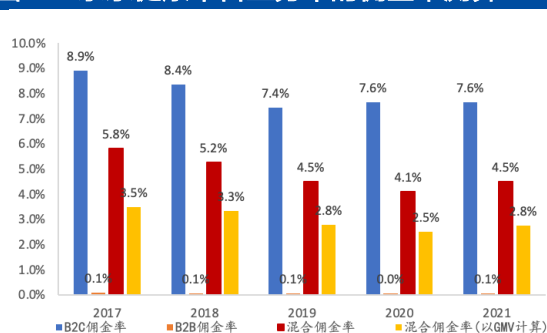
数据来源：京东健康招股书、京东健康年报、财通证券研究所

图 23. 京东健康自营业务和平台业务 NMV 测算



数据来源：京东健康招股书、京东健康年报、财通证券研究所

图 24. 京东健康平台业务中的佣金率测算



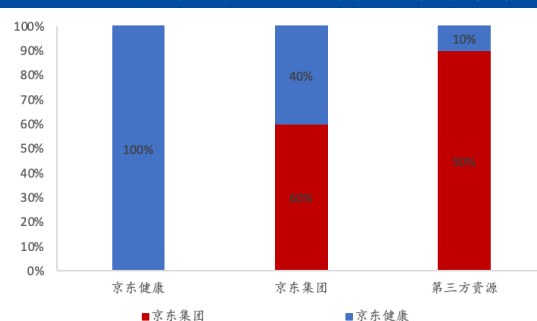
数据来源：京东健康招股书、京东健康年报、财通证券研究所

图 25. 京东健康数字化营销提供多样化服务

分类	形式	收费方式	收费标准
品牌营销	开屏、头图、第一刷视频	指定资源位的固定收费	NA
竞价推广	信息流、banner位等	CPC (按点击付费)	CPC0.5-10元
		CPM (按展现付费等)	CPM5-150元/1000次

数据来源：京东健康招股书、财通证券研究所

图 26. 京东健康第三方广告主营销服务费用分配



数据来源：京东健康招股书、财通证券研究所

O2O 业务连接线上平台与线下药房，可以更好地满足用户紧急用药需求。针对用户的不同需求，O2O 业务提供当日达、次日达、30 分钟、7*24 小时快速等多项服务。京东健康 O2O 业务模式与自建物流平台 O2O 模式类似，即线下药店提供药品，京东健康通过自有配送团队完成配送。截至 2021 年，京东健康的 O2O 业务已携手 5 万商家，覆盖超 300 个城市。

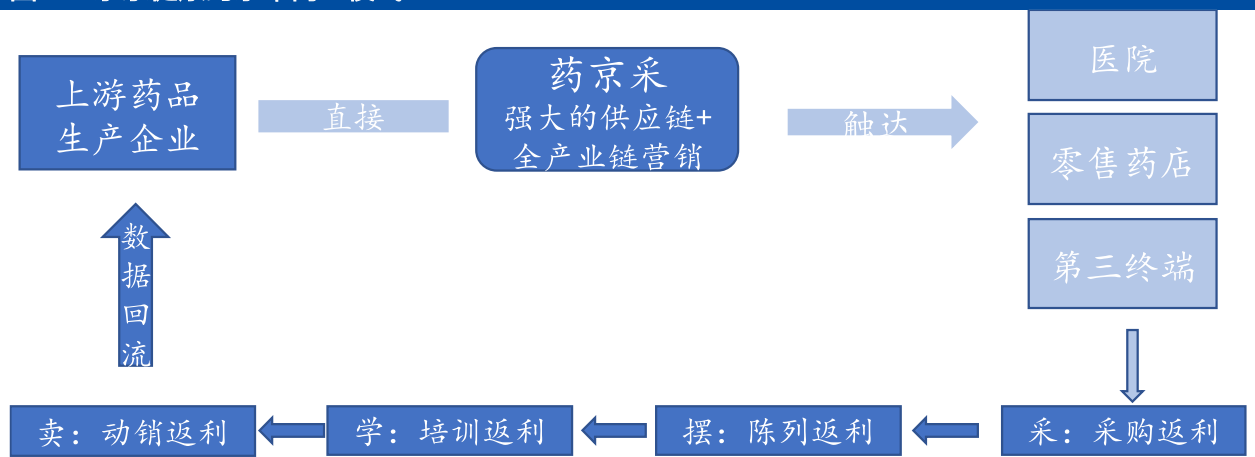
图 27. 医药电商 O2O 五大模式

模式名称	代表电商	商业模式	优势	劣势
全产业链O2O	叮当送药	将药企、药店、消费者联通	价值、品牌建设、配送速度等具有优势	资金压力大、工程量大、扩张速度慢
医药B2C+O2O	海王星辰、药房网	仅为自己的连锁药店搭建平台	进货成本、物流配送、医保结算、处方药销售、品牌建设等具有优势	需要有覆盖面较广的实体店
自建物流平台O2O	送药360	重资产模式。与线下连锁药店合作，自建物流团队	发展灵活、物流配送标准化，易提升服务质量；线下合作药店也可节约配送成本	资金压力大；无法把控药品质量；无法把控药店库存，有下
依托连锁店物流O2O	药给力、搜药送	轻资产模式。订单由线下连锁店自己配送	节约物流配送成本；易进行规模扩张，快速完成全国布局；在速度和质量上占优势	难以把控配送服务的质量，药店需要O2O平台帮助其培训配送员
抢单模式O2O	药急送、U医U药	轻资产模式。由打车APP派生而来	资金压力小	药店对小单缺乏抢单积极性；消费者的急性需求无法等待药店抢单

数据来源：艾媒咨询、财通证券研究所

2017 年 3 月，京东健康上线第三方药品批发平台药京采（B2B 业务），连接药品生产企业、批发企业等，直接触达医院、零售药店、诊所等第三终端客户，打破了小 B 端客户常见的层层分销的传统模式，建立了厂家直达精选经销商的直销模式，为终端客户节约了大量的采购成本，同时为医院、零售药店、诊所等第三终端提供各种返利。根据国家药监局，截至 2020 年，全国共有零售连锁药店、零售单体药店 31.3 万、24.1 万家，零售单体药店占比 40%，且下沉市场中小连锁及单体药店数量占全国药店数量的 80%。传统多层分销模式导致药企较难直接触达下沉市场单体药店，中小 B 端零售商有较大意愿与京东健康这样的第三方平台合作，降低采购成本。

图 28. 京东健康药京采商业模式



数据来源：药京采网站、京东健康招股书、财通证券研究所

5.2.2. 服务板块：多资源整合，医疗服务兼备严肃及消费属性

京东健康的在线医疗服务板块目前主要包括严肃医疗（强调以疾病诊治为核心的诊疗服务、互联网医院服务及家庭医生服务）和消费医疗两部分，在线医疗健康业务是零售药房业务的重要延伸。

图 29. 京东健康互联网医院界面

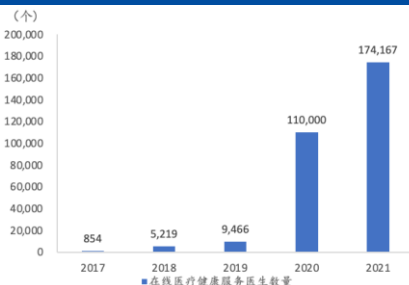


数据来源：京东健康 APP、财通证券研究所

京东健康在线问诊传统流程上，患者回答完 AI 辅助筛查问题后，智能医生助手对患者病情进行初步询问后，将患者分配到对应科室。患者可以选择实时问诊、在线问诊、极速电话等多种问诊方式，患者向医生问诊后，医生开具电子处方单，患者可凭借电子处方单跳转到京东健康大药房完成购药。

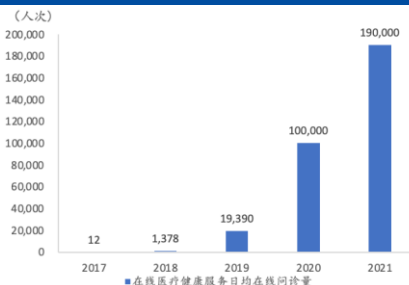
患者亦可根据自己的需求跳过 AI 咨询直接向全科医生咨询，通过点击京东健康 APP 首页的找医生功能，直接与全科医生取得联系。京东健康的在线问诊业务由自有医生和外部医生共同提供，截至 2021 年，京东健康的医生团队超过 17 万人，在线问诊日均问诊量超过 19 万人次。同时京东健康通过搭建专科中心的方式，优化问诊流程。截至 2021 年，京东健康建立了涵盖心脏中心、呼吸中心、耳鼻喉中心等在内的 27 个互联网医疗专科中心。

图 30. 京东健康在线医疗健康服务医生数量



数据来源：京东健康年报、财通证券研究所

图 31. 京东健康在线医疗健康服务日均问诊量



数据来源：京东健康年报、财通证券研究所

消费医疗健康服务属于到店消费业务，京东健康与第三方医疗健康服务商合作，将体检、医美、疫苗接种等服务整合到线上，为用户提供信息展示和线上预约等

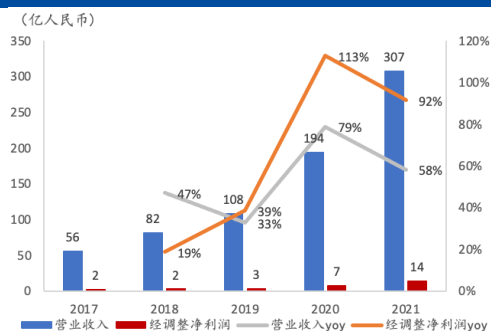
功能。目前京东健康提供的消费医疗服务涵盖体检服务、重疾早筛、医疗美容、口腔齿科、核酸检测、疫苗预约、基因检测等健康服务。

京东健康在智慧业务方面亦有布局，公司通过与线下医院合作搭建互联网医院，为患者提供“诊前+诊中+诊后”、“线上+线下”全流程服务，提升患者就医体验。京东健康在线支付的项目历程，目前到 5.0 阶段，1.0 阶段：从 2016 年年底开始，与山东淄博合作共建处方流转平台，是由当地工人、职工医院、京东健康和新华制药、及政府牵头的四方项目，京东健康主要提供处方流转平台、药品配送，主要形式为京东健康将职工医院结算完的处方电子化，并流转出来，由新华制药的药房及京东配送；2.0 阶段：京东健康帮助江苏泰州中西医结合医院建设智慧医院（线上问诊）、医生由医院提供（线上问诊本地患者）、打通医保个账的在线支付，在线问诊处方后药品流转到京东健康在当地的实体药房，并为结算主体（真正意义的医保支付）；3.0 阶段：2019 年江苏宿迁参保人直接使用社保卡在京东健康平台注册，直接使用个账在京东健康平台上买药（以 OTC 为主），由京东健康和医保局结算，实现医药电商在线支付；4.0 阶段：京东健康作为结算主体，帮江西抚州医院建设互联网医院、实现慢病统筹在线支付；5.0 阶段：计划于广西北海、重庆南岸、沈阳的部分地区收购实体医疗机构（综合门诊部性质，不是医院性质），在当地申请互联网医院牌照，设立为医保定点、慢病统筹定点、申请开通医保在线支付。

5.3. 财务数据

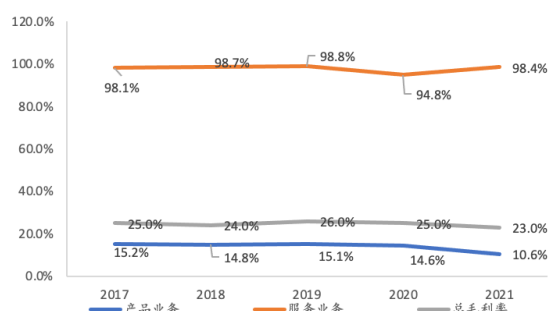
京东健康 2021 年实现营业收入 307 亿人民币，同比上涨 58%；年度亏损 11 亿，经调整净利润达 14 亿元，调整后净利润率 4.6%；分业务板块来看，产品收入实现 262 亿元，同比增加 56%；服务收入实现 45.1 亿元，同比上升 73%。2021 年京东健康毛利率 23%，主要由于产品组合变动及促销，其中药品保持高速增长，处方药营业收入同比超 60%，但处方药毛利小于非处方药毛利，非药板块毛利有所下降，京东健康将供应链优势带来的效益更多返利给用户。

图 32. 京东健康营业收入及经调整净利润



数据来源：京东健康年报、财通证券研究所

图 33. 京东健康测算毛利率



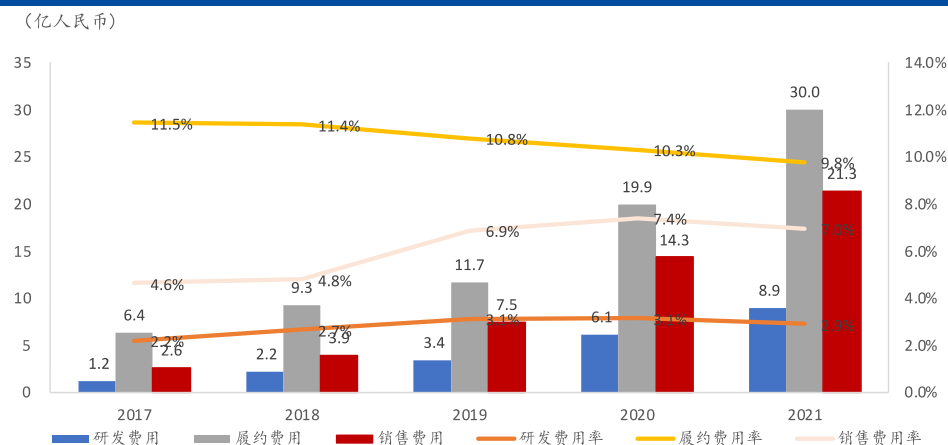
数据来源：京东健康年报、财通证券研究所

2017 年至 2021 年，京东健康的研发费用分别为 1.2 亿、2.2 亿、3.4 亿、6.1 亿及 8.9 亿人民币，研发费用率分别达 2.2%、2.7%、3.1%、3.1%及 2.9%。京东健康的研发主要投入于自营业务端的供应链优化及平台购药体验提升等。

2017 年至 2021 年，京东健康的销售费用分别为 2.6 亿、3.9 亿、7.5 亿、14.3 亿及 21.3 亿，销售费用率分别为 4.6%、4.8%、6.9%、7.4%及 7.0%，销售费用主要用于品牌营销，加大对医药电商及在线医疗健康服务的推广。

2017 年至 2021 年，京东健康的履约费用分别为 6.4 亿、9.3 亿、11.7 亿、19.9 亿及 30 亿人民币，公司的履约支出主要涵盖物流与仓储服务开支、参与履约活动员工的员工福利开支、与京东集团分配的其他支持服务相关的开支及支付服务开支。履约费用率逐步下降，源于规模效应。

图 34. 京东健康研发费用、销售费用及履约费用



数据来源：京东健康年报、财通证券研究所

6. 阿里健康：大健康平台完善，数字资产反哺平台

6.1. 发展历史

阿里健康是阿里巴巴集团在大健康战略布局中的旗舰平台，2004 年 1 月阿里巴巴和云峰基金通过收购港股上市公司中信 21 世纪，并在 2014 年 10 月将其更名为阿里健康。2016 年，阿里健康战略调整，通过收购广州五十年医药连锁有限公司，启动医药电商自营业务。后阿里集团不断向阿里健康注入天猫医药馆业务，大力发展其医药电商平台业务。2020 年，阿里健康 APP 更名为“医鹿”，向线上医疗服务倾斜，不断推陈出新，包括推出健康险业务及 18 个城市的线上医保支付打通等。

图 35. 阿里健康发展历程



数据来源：阿里健康年报、财通证券研究所

6.2. 凭借流量优势，赋能医疗生态

阿里健康业务涵盖主要包括医药自营、医药电商平台及医疗健康和数字化服务业务。其中，B2C 1P 业务及数字营销业务确认到医药自营业务条目，阿里健康将 B2C 3P 平台业务确认为医药电商平台业务，将在线问诊、消费医疗及追溯业务归纳到医疗健康服务与数字基建条目。

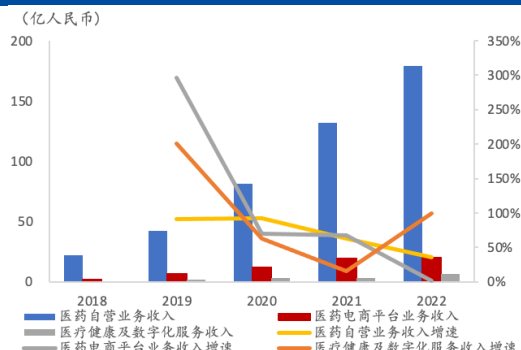
阿里健康医药自营业务在阿里健康大药房、阿里健康海外旗舰店两家店铺展开，向商户和个人客户提供药品、保健品和医疗器材等多种医疗产品。2022 财年阿里健康自营业务实现营业收入 179 亿人民币，占公司总营收 87%。

阿里健康医药电商平台业务由阿里健康通过天猫医药馆（原为天猫旗下第三方药品网售平台，2016 年 4 月起被阿里健康逐步接管）和新零售模式即 O2O 模式经营，2022 财年阿里健康医药电商平台业务实现营业收入 20 亿人民币，占公司营收 10%。

阿里健康医疗健康及数字化服务板块 2022 财年实现营业收入 6.7 亿，占公司营收 3%。阿里健康在线问诊自 2017 年开始通过自有药师、第三方药师为阿里健康 APP、支付宝、淘宝、天猫等客户端用户提供问诊服务；数字基建业务以 2016 年

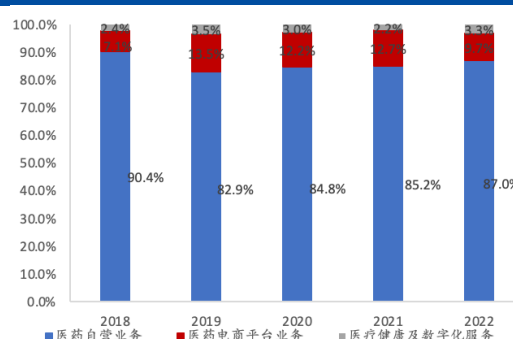
起建立的“码上放心”追溯平台为主，通过为药品、疫苗等医疗用品赋予追溯码，实现对医疗健康产品生产、流通、使用全生命周期的追溯。

图 36. 阿里健康分板块营业收入



数据来源：阿里健康年报、财通证券研究所

图 37. 阿里健康营收结构

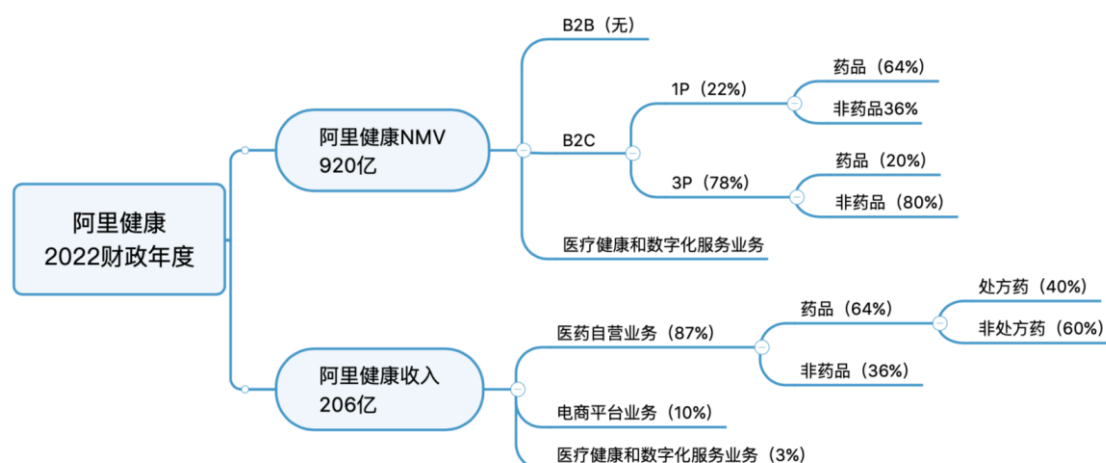


数据来源：阿里健康年报、财通证券研究所

6.2.1. 零售板块：多模式协同，全场景满足消费者大健康产品需求

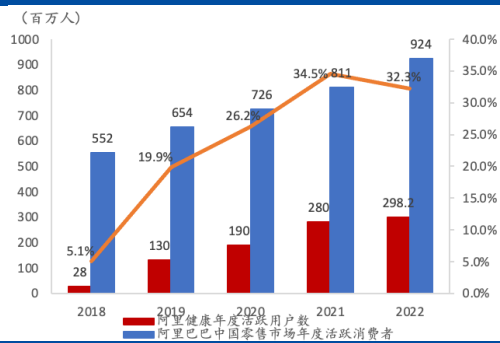
阿里健康的医药自营业务侧重于慢病用药和处方药，2022 财年以阿里健康品牌运营的自营药房药品收入占比达 64%，其中处方药占比 40%，非处方药占比 60%。阿里健康依托 17 地 29 仓的配送网络，自营药品次日达配送服务量占比达到 76%。截至 2022 财年，阿里健康年度活跃用户达 2.98 亿人次，阿里巴巴中国零售市场年度活跃用户为 9.24 亿人次，在阿里巴巴主站用户的渗透率为 32.3%。阿里健康可以利用阿里巴巴丰富的用户流量有效扩大用户群和品牌影响力。例如，支付宝用户可以通过主页或搜索功能轻松访问阿里健康服务。阿里健康还与饿了么、口碑等阿里巴巴旗下平台积极合作，布局本地生活终端服务。

图 38. 阿里健康收入及 NMV 拆分测算



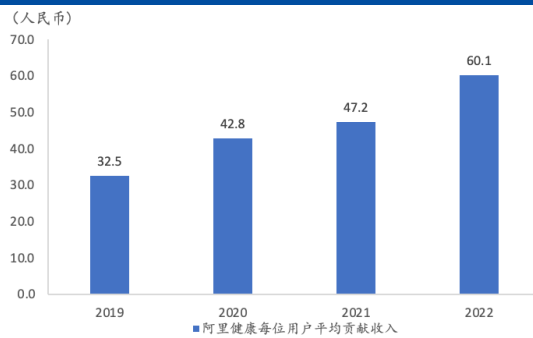
数据来源：阿里健康年报、财通证券研究所

图 39. 阿里健康年度活跃用户



数据来源：阿里健康年报、财通证券研究所

图 40. 阿里健康自营业务每位用户平均贡献收入



数据来源：阿里健康年报、财通证券研究所

阿里健康的电商平台类目全方位满足消费者大健康产品需求，2020 年 4 月，阿里健康完成从集团收购天猫医药馆、天猫超市及天猫国际旗下医药产品和特医食品等相关类目。截至目前，阿里健康运营类目包括从阿里巴巴集团收购的天猫医药馆旗下医疗器械及保健用品、成人计生、隐形眼镜、保健食品、特医食品以及医疗及健康服务类目，同时并继续为天猫提供滋补保健品相关类目的代运营服务。阿里健康线上平台业务需要将从商家交易收取的佣金约 50%通过关联交易上交给母集团，剩余部分确认为毛利率。从收入模式看，阿里健康对天猫医药馆未注入的类目，按天猫医药馆的交易佣金的 21.5%计为收入（GMV*take rate*21.5%）；对于天猫医药馆已注入的类目，将天猫医药馆的交易佣金（GMV*take rate）计为收入。

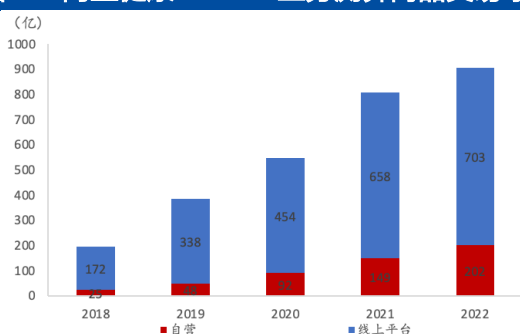
图 41. 阿里健康从集团收购天猫医药馆各类目时点梳理

板块	项目	已收购							代运营模式	
		药品	特医食品	医疗器械	医疗及健康服务	保健食品	成人用品	隐形眼镜	膳食营养品	营养滋补品
天猫医药平台	收购时点	2020.02	2020.02	2018.08	2018.08	2017.06	2018.08	2018.08	仍代运营	仍代运营
	向入驻商家收取的软件服务费率	3-4%	3-4%	3-4%	3-4%	3-4%	3-4%	3-4%	3-4%	3-4%
	软件服务费收取方	公司收取	公司收取	公司收取	公司收取	公司收取	公司收取	公司收取	阿里集团收取	阿里集团收取
	支付给阿里集团的费率（成本）	40%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	21.50%	21.50%
	阿里集团所确认金额占平台入驻商家GMV比率	1.8%-2.4%	1.5%-2.0%	1.5%-2.0%	1.5%-2.0%	1.5%-2.0%	1.5%-2.0%	1.5%-2.0%	0.645%	0.645%

数据来源：阿里健康公告、财通证券研究所

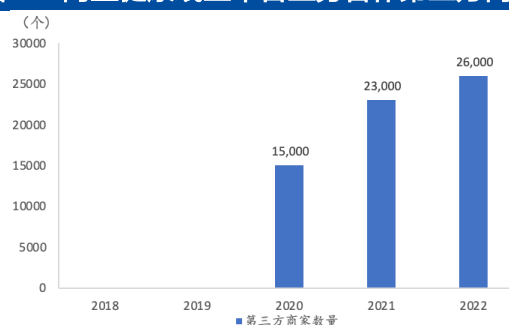
截至 2022 财年，阿里健康线上平台已拥有超过 2.6 万第三方商家，库存数量超过 4400 万个 SKU。2022 财年，阿里健康的第三方平台业务的测算商品交易净额（NMV）约 703 亿元。

图 42. 阿里健康 3P B2C 业务测算商品交易净额



数据来源：阿里健康年报、财通证券研究所

图 43. 阿里健康线上平台业务合作第三方商家数



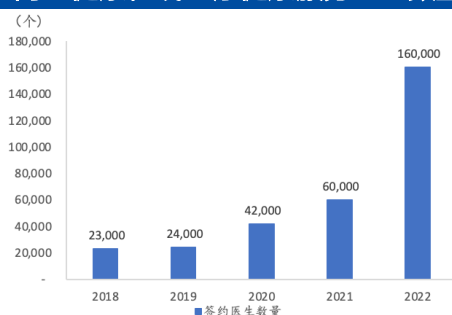
数据来源：阿里健康年报、财通证券研究所

全渠道布局业务方面，2016 年阿里健康牵头成立中国医药 O2O 先锋联盟，与线下药房合作打造 O2O 生态圈。截至 2022 财年末，阿里健康已战略投资安徽华人健康、贵州一树、山东漱玉平民、甘肃德生堂等区域连锁药店，共同探索“网订（药）店取、网订（药）店送”等医药新零售模式。2022 财年，阿里健康已于 23 个城市上线了多模式、多支付方式的线上线下医保购药试点，提升医保人员就医购药的便捷度。

6.3. 打造医疗服务平台，深化医疗属性

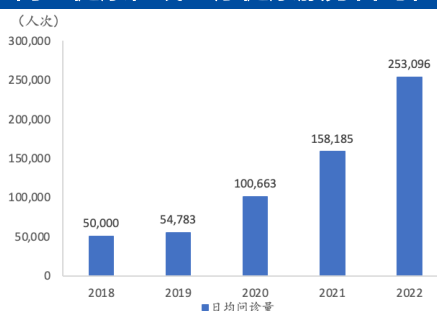
阿里健康的医疗健康服务以阿里健康互联网医院为载体，并辅以自有医师团队，阿里健康与医疗从业人员签约，为淘宝、天猫、支付宝和自有的医鹿等平台的终端用户提供专业、便捷的线上问诊服务。同时，阿里健康是支付宝用户的独家线上医疗服务商。2020 年 9 月，阿里健康 APP 更名为“医鹿”，医药电商的属性逐步减弱，重点布局互联网医疗服务。截至 2022 年 3 月 31 日，医鹿 APP 月度活跃用户数已超过 320 万；与阿里健康签约的执业医师、执业药师和营养师合计近 16 万人，其中小鹿中医已拥有注册中医师达到 7.6 万，日均在线问诊服务量达 30 万次。

图 44. 阿里健康在线医疗健康服务医生数量



数据来源：阿里健康年报、财通证券研究所

图 45. 阿里健康在线医疗健康服务日均在线问诊

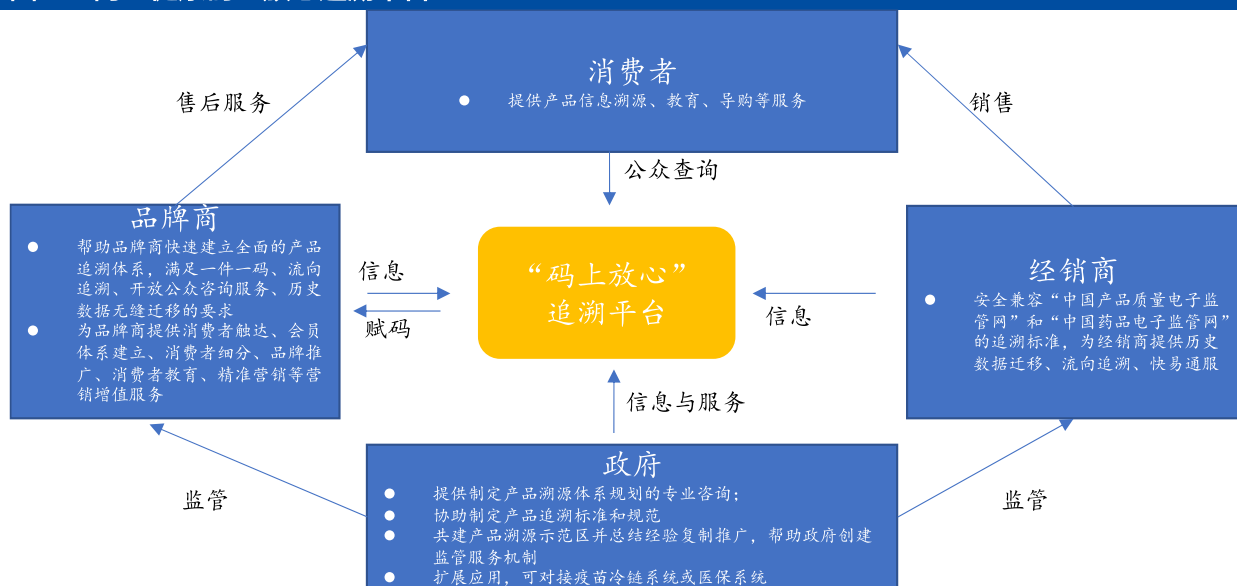


数据来源：阿里健康年报、财通证券研究所

数字化追溯业务方面，阿里健康的前身中信二十一世纪拥有电子监管产品 PIATS

系统（产品识别，认证和追溯系统）的相关经验，阿里健康在此基础上于 2016 年推出追溯平台“码上放心”，通过为疫苗、药品等赋上追溯码，实现全品种、全过程追溯。阿里健康积极响应国家药品追溯政策，持续为品牌商、消费者、经销商、政府等提供合规解决方案并拓展更多增值服务。

图 46. 阿里健康码上放心追溯平台



数据来源：阿里健康公告、财通证券研究所

本地医疗业务方面，阿里健康主要致力于满足用户包括疫苗、体检、医美、口腔等多方面消费医疗需求，截至 2022 财年，阿里健康与 3000 家公立和民营体检机构建立了合作关系。

6.4. 阿里健康财务数据

2022 财年阿里健康收入同比增长 32.6%至 205.8 亿人民币，经调整净亏损为 3.9 亿人民币，2021 财年盈利 6.3 亿人民币。分板块看，2022 财年自营板块收入增长 35.5%至 179 亿人民币，受益于年活跃用户数和处方药销售快速增长；电商平台板块收入增长 1.6%至 20.0 亿人民币，增速放缓主因疫情影响供应链及履约、宏观环境波动及市场竞争加剧下天猫整体流量增速放慢，变现率则相对保持稳定；医疗健康及数字化板块收入增加 98.9%至 6.7 亿人民币。

图 47. 阿里健康收入及经调整净利润

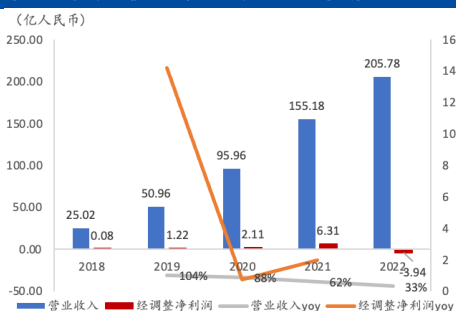
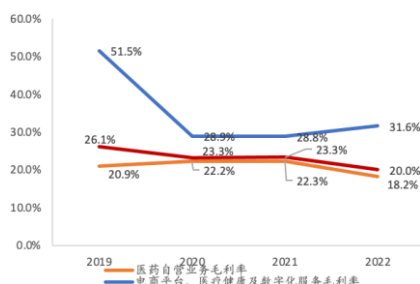


图 48. 阿里健康测算毛利率

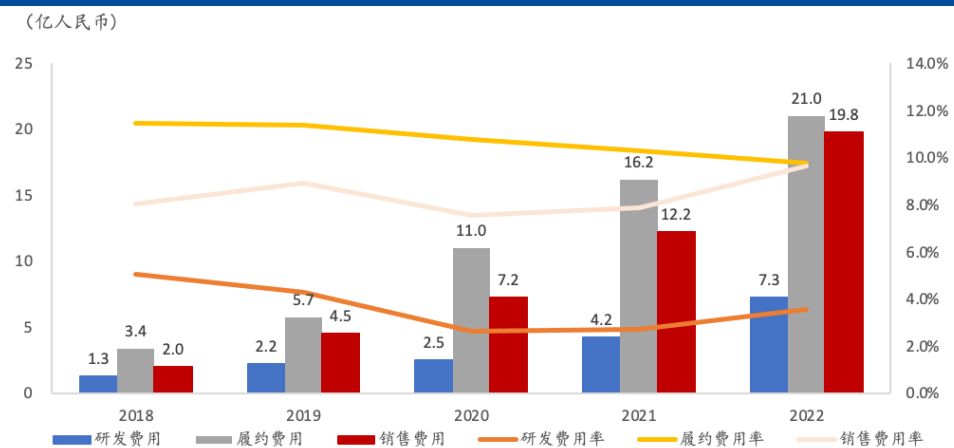


数据来源：阿里健康年报、财通证券研究所

数据来源：阿里健康年报、财通证券研究所

毛利率同比下滑 3.3%至 20.0%，主要源于 2022 财年商品价格让利加大，自营业务中处方药销售占比持续提升。履约效率提升和营销投放策略调整带来费用率环比下降。

图 49. 阿里健康研发费用、销售费用及履约费用



数据来源：阿里健康年报，财通证券研究所

7. 投资建议

我们认为互联网医疗盈利模式和商业模式种类多，涉及的内容涵盖医药电商、在线诊疗、健康/疾病管理及内容平台。其中，医药电商中包含 B2C、B2B、O2O 业务，以线上销售商品为主，直接与零售药店产生竞争关系。2020 年疫情催生互联网服务需求及供给，政策加速支付和供给端线上化步伐。我们从供给端探讨了互联网医疗的市场空间，供给端我们分为问诊市场、药品市场和医疗器械+保健品市场，预计 2025 年市场规模约 4,943 亿人民币。大多数互联网医疗的商业模式没有稳定的盈利模式，但医药电商目前的收入体量较大，且行业集中度较高，

我们认为医药电商与零售药店在用户画像、商品品类、地域布局上存在差异，医药电商既是线下药店的竞争对手，也帮助实现业态互补。我们认为互联网医疗中，以京东健康、阿里健康等为代表的医药电商公司，较容易变现，形成线上流量分发平台，反哺线上购药，构筑生态闭环。

7.1. 医药电商龙头估值探讨

我们对医药电商龙头的估值进行探讨，根据前文，我们将互联网医疗供给端分拆为药品、器械和问诊端以探讨互联网医疗的远期市场规模，我们预计 2030 年线上药品、器械、保健品的市场规模约 10,458 亿人民币。根据京东健康、阿里健康业务结构，预计 50% 的 GMV（商品交易总额）为自营业务（预期远期净利润率

4%-5%),50%为平台业务(以第三方平台佣金率5%测算,预测远期净利润率30%-40%),电商业务总利润约115-146亿人民币,以远期20倍PE测算,医药电商对应的远期市值约1,674-2,092亿人民币;电商龙头的在线问诊业务仍在孵化阶段。未来更好赋能电商业务,给予2倍PS,对应727亿人民币。

图 50. 医药电商远期市场规模测算

问诊市场	2019	2025E	2030E
医院诊疗人次(亿)	38	45	55
医院问诊单价(人民币)	54	67	74
基层诊疗人次(亿)	45	50	60
基层问诊单价(人民币)	26	31	33
总规模(亿元)	3252	4584	6056
线上渗透率	6.2%	20.0%	30.0%
线上问诊规模(亿人民币)	202	917	1817

药品市场	2019	2025E	2030E
零售端(亿人民币)	4196	4927	5994
零售端线上渗透率	3.29%	19.00%	30.00%
零售端线上规模(亿人民币)	138	936	1798
医院端			
非注射剂规模(亿人民币)	5504	6334	9633
外流处方比例	2.00%	15.00%	50.00%
外流处方规模(亿人民币)	110	950	4816
外流线上比例	20.00%	30.00%	40.00%
外流线上规模(亿人民币)	22	285	1927
线上药品市场规模(亿人民币)	160	1221	3725

器械+保健品市场	2019	2025E	2030E
零售器械市场规模(亿元)	1189	3827	8755
保健品市场规模(亿元)	2755	4188	6208
线上渗透率	33.27%	35.00%	45.00%
线上市场规模(亿元)	1312	2805	6733

数据来源:米内网、艾媒咨询、中国卫生健康统计年鉴、财通证券研究所

图 51. 医药电商龙头远期市值测算

	2030年总 市场规模	医药电商 龙头市占 率	医药电商龙头收入	医药电商龙头 远期净利 润率	医药电商龙头远期净利 润	预测PE (倍)	预测PS (倍)	2030年预测市值
自营业务	10,458亿 人民币	40%	10,458亿*40%=2092亿人民币	4%-5%	83.7亿-104.6亿人民币	20		1,674-2,092亿人民币
平台业务			10,458亿*40%*50%=105亿人民币	30%-40%	31.4亿-41.8亿人民币	20		628-836亿人民币
在线问诊	1,817亿 人民币	20%	1817亿*20%=363.4亿人民币				2	727亿人民币
合计								3,029-3,655亿人民币
HKD/CNY								1.2
合计								3,635-4,386亿港元

数据来源:wind、米内网、艾媒咨询、中国卫生健康统计年鉴、财通证券研究所

图 52. 医药电商对标公司的市盈率、市销率

证券代码	证券简称	总市值 (亿当地货币)	PE TTM (倍)	PS TTM (倍)	2022E PE (倍)	2023E PE (倍)	2024E PE (倍)	2022E PEG (倍)	2023E PEG (倍)	2024E PEG (倍)
AMZN.O	亚马逊	13,667.6	117.8	2.8	124.4	47.4	32.6	-1.9	0.3	0.7
PDD.O	拼多多	619.3	29.6	4.1	26.6	17.0	12.4	0.3	0.3	0.3
9988.HK	阿里巴巴	18,441.6	24.1	1.8	16.2	13.2	12.1	0.3	0.6	1.4
0700.HK	腾讯控股	28,404.3	11.5	4.1	18.3	14.9	13.3	-0.5	0.7	1.1
VIPS.N	唯品会	60.0	9.0	0.3	8.6	7.9	7.3	7.7	0.9	1.0
EBAY.O	EBAY	271.1	2.3	2.6	NA	NA	NA	NA	NA	NA
TDON.N	TELADOC HEALTH	59.5	-0.6	2.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA
9888.HK	百度集团	3,560.5	-17.7	2.3	40.6	22.9	19.1	-1.5	0.3	1.0
3690.HK	美团	10,902.3	-36.2	4.7	-66.5	251.9	52.6	-1.7	2.0	0.1
9618.HK	京东集团	7,127.8	-56.9	0.6	108.3	42.0	27.1	0.4	0.3	0.5
	均值		8.3	2.6	34.6	52.1	22.1	0.4	0.7	0.8

数据来源:wind、财通证券研究所

8. 风险提示

8.1. 政策不确定性风险

2022年6月,互联网诊疗监管细则公布,明确禁止“先药后医”。文件指出,药品零售企业通过网络销售处方药的,应当由医生先对患者进行在线问诊,开具处方后,患者根据买方购药。交易链路的规范可能会对医药电商处方习惯产生冲击,患者接受度下降,造成处方药收入下滑。若医生开方与患者需求不一致,可能造成履约成本增加。问诊要求医生介入后,造成处方药销售人工成本增加。

8.2. 行业竞争加剧风险

医药电商的主要竞争对象包括,但不限于医药零售公司及提供在线医疗健康服务的公司。这些公司在财务、技术、研发、营销、分销、零售及其他资源上也具备优势。他们可能具备长期经营的历史、更庞大的用户群或者更广泛且深入的市场覆盖。医药电商公司的竞争者可能能够比公司更迅速有效地应对新的机会、技术、标准或用户需求做出响应并有能力应对或经受重大监管变化及行业演变。

8.3. 新业务拓展风险

对于在线问诊和消费医疗等新兴业态,可能长期亏损。新型业务可能需要医药电商公司持续投入,利润率可能低于预期,对医药电商整体的经营业绩和盈利能力产生不利影响。医药电商可能无法将自营业务和平台业务的成功复制到在线问诊、消费医疗等新业务中。

信息披露

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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。