寶新金融
GLORY SUN FINANCIAL

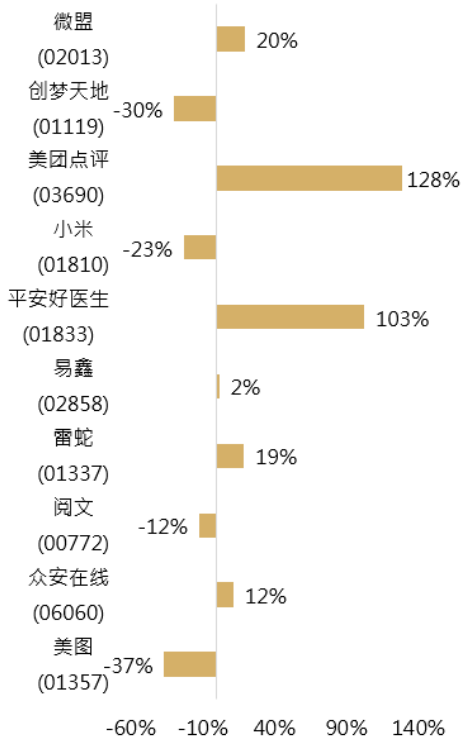
上市公司 深度研究

證券研究報告

2019 年 12 月 13 日

新经济股价值何在？

市场表现 (年初至今)



投资亮点

新经济股表现两极化

在中国经济加速转型的背景下，新经济公司正为国家经济注入新动力。近年众多新经济公司在全球上市，其盈利能力及业务发展方向成为市场焦点，本报告将专注分析全球新经济股之投资价值。

美团点评(3690.HK)的生态圈有利交叉销售

美团的一站式平台提供广泛的日常服务，通过在高频领域的市场领先地位，集团成功扩展至广泛的品类如娱乐、酒店及旅游，以及许多其他生活服务，通过交叉销售，快速和高效地扩大所触达的消费者群体。美团在餐饮外卖行业为市场领导者，具有强大粘性，并能从饿了么取得市场份额，正受惠于其在低线城市的渗透率提升。到店、酒店及旅游业务方面，集团进一步巩固了酒店预订业务的领导地位，无论在国内酒店消费间夜量，及日均间夜价均录稳步增长。在估值方面，报告根据分部估值(SOTP)的方法，对现有的板块进行估值后加总，得出目标价为 112 港元，首次覆盖并予以买入评级。

平安好医生(1833.HK)的「私家医生」计划成新引擎

集团新推出的平安好医生 VIP 会员计划有助建立医生与患者之间的长期关系，从而把健康管理方式和看诊习惯由被动转为主动。集团在过去数年，已经积累了四项核心能力-人工智能、大数据、经验丰富的内部医生团队以及运营效率，相信在中国的医疗保健服务行业规模庞大且发展迅速的形势下，可更好的把握行业机遇。我们使用现金流贴现法(DCF)计算估值，得到每股估值为 69 港元，予以买入评级。

全球新经济股商业概念新颖，惟部份估值过高

本报告特意对今年具话题性的人造肉公司 Beyond Meat (BYND.US) 进行研究，剖析投资者应如何从基本面及估值等因素去选择新经济股，以避免泡沫。

谭美琪
CFA

宝新证券研究部助理经理
电话：(852) 2379 8906
电邮：
cynthia.tam@hk1282sec.com

更多：

新經濟股表現 3

美團點評 (3690.HK)

1. 公司簡介 5
2. 公司概況 6
3. 投資亮點 21
4. 估值 31

Beyond Meat (BYND.US)

1. 公司簡介 34
2. 公司概況 35
3. 為何 BYND 於 2019 年成為市場焦點? 38
4. 投資觀點 45

平安好醫生 (1833.HK)

1. 公司簡介 47
2. 公司概況 48
3. 投資亮點 55
4. 估值 68

新经济股表现

在中国经济加速转型的背景下，新经济公司正为国家经济注入新动力。近年众多新经济股上市，其盈利能力及业务发展方向成为市场焦点，本报告将专注分析全球新经济股之投资价值。

表 1：新经济股之股价表现

股票名称	股票号码	上市价	收市价	上市至今表现	年初至今表现
在港上市					
美图	1357	8.5	1.39	-84%	-37%
众安在线	6060	59.7	28	-53%	12%
阅文	772	55	31.8	-42%	-12%
雷蛇	1337	3.88	1.25	-68%	19%
易鑫	2858	7.7	1.78	-77%	2%
平安好医生	1833	54.8	55.9	2%	103%
小米	1810	17	9.93	-42%	-23%
歌礼制药	1672	14	3.32	-76%	-48%
美团点评	3690	69	100.2	45%	128%
有才天下猎聘	6100	33	16.28	-51%	-44%
映客	3700	3.85	1.06	-72%	-47%
同程艺龙	780	9.8	12	22%	-4%
宝宝树	1761	6.8	1.82	-73%	-74%
创梦天地	1119	6.6	4.39	-33%	-30%
微盟	2013	2.8	3.35	20%	20%
在美上市					
哔哩哔哩	BILI	11.5	17.74	54%	22%
爱奇艺	IQ	18	19.99	11%	34%
虎牙	HUYA	12	18.01	50%	16%
拼多多	PDD	19	38.09	100%	70%
蔚来汽车	NIO	6.26	2.27	-64%	-64%
趣头条	QTT	7	2.85	-59%	-55%
蘑菇街	MOGU	14	1.94	-86%	-91%
腾讯音乐	TME	13	12	-8%	-9%
瑞幸咖啡	LK	17	31.77	87%	NA
斗鱼	DOYU	11.5	8.09	-30%	NA

数据源：彭博

数据截至 2019 年 12 月 12 日

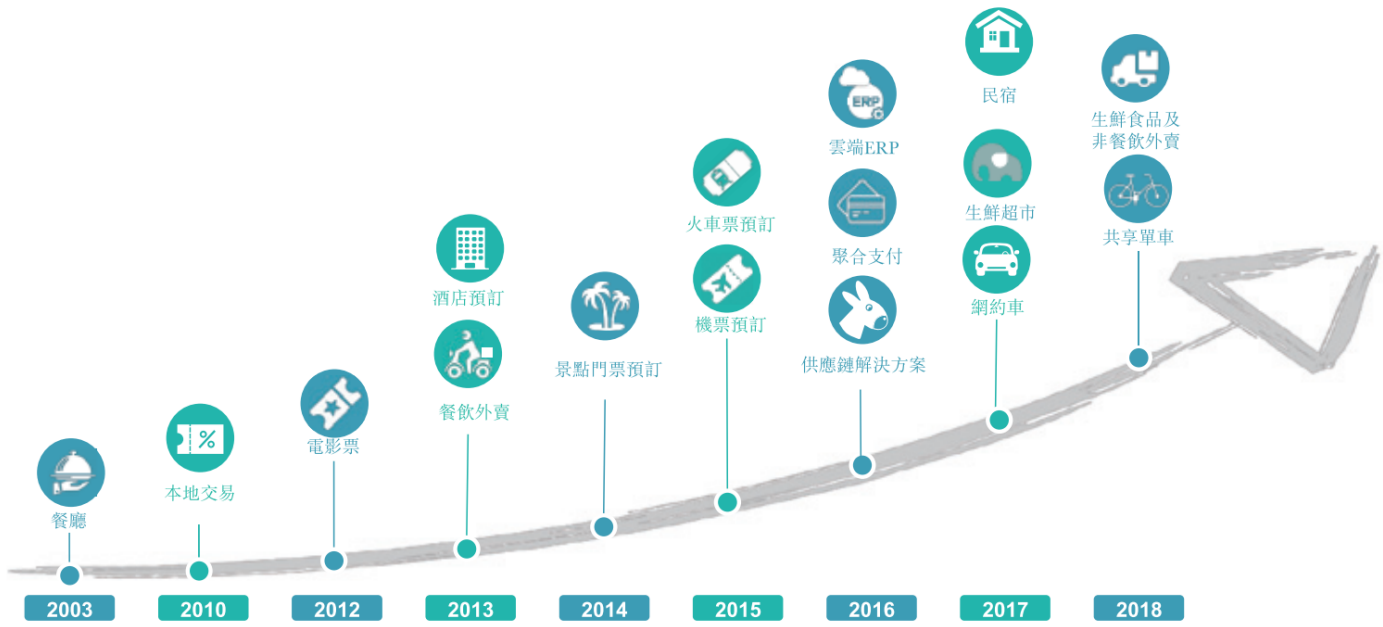
从表 1 看到，新经济股的表现参差，上市至今有回报的股票并不多，随着部份公司已走过发展摸索阶段，其变现能力开始体现出来，个别股票，如美团点评(3690.HK)、平安好医生(1833.HK)于今年录得亮丽表现。鉴于新经济股的商业概念新颖，部份公司仍未实现盈利，投资者宜挑选估值水平较合理的股票，以避开泡沫。

美团点评 (3690.HK)

1. 公司简介

美团是中国领先的电子商务平台，从事与人们日常生活息息相关的业务。集团前身美团网由王兴于 2010 年在北京成立，最初是一个团购网站。2015 年 10 月，美团与另一个团购网站大众点评合并，成为美团点评。美团目前提供服务涵盖餐饮、外卖、打车、共享单车、酒店旅游、电影、休闲娱乐等 200 多个品类，业务覆盖全国 2,800 个县区市。截至 2019 年 9 月 30 日止 12 个月，美团年度交易用户总数达 4.4 亿，平台活跃商户总数达 590 万，用户平均交易笔数为 26.5 笔。

图 1：集团的服务种类不断扩展



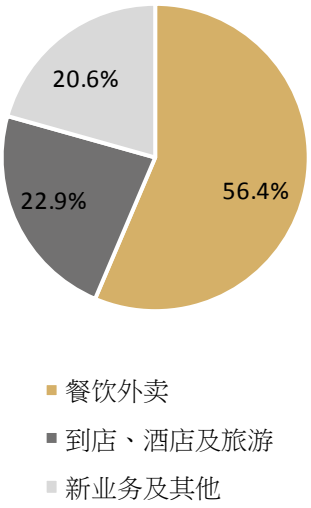
数据源：美团点评

美团的生态系统使其具有以下优势：

- 集团的一站式平台提供广泛的日常服务，满足消费者不同需要。通过在高频领域的市场领先地位，集团成功扩展至广泛的品类如娱乐、酒店及旅游，以及许多其他生活服务，通过交叉销售，快速和高效地扩大集团所触达的消费者群体。
- 集团在日常生活服务领域的领导地位使它能够吸引庞大且不断增长的消费者基础，增加用户粘性并迎合不断改变的消费习惯。截至 2019 年 9 月，该平台上的年度交易用户从 2018 年的 3.8 亿增长了 14.0%至 2019 年的 4.4 亿。
- 丰富的用户生成内容(UGC)数据库帮助巩固了其领先的一站式地位，并使其成为商家用以吸引客户必需的平台。商家需要依靠美团平台作为其主要的营销渠道，以便接触庞大消费群。
- 集团能利用自身成熟的实时配送网络及已有的大规模消费者基础，高效地以低边际成本提供更多服务。

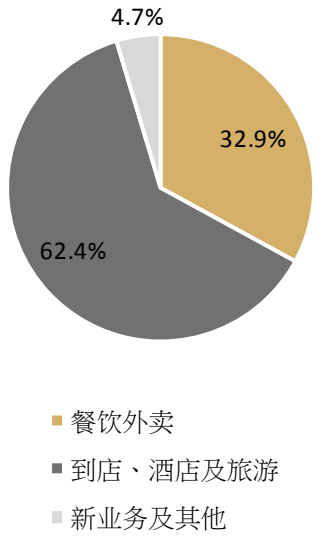
2. 公司概况

图 2：2019 年首 9 个月收入



数据源：美团点评

图 3：2019 年首 9 个月毛利



数据源：美团点评

作为中国最大的餐饮外卖服务提供商，美团餐饮外卖业务在 2019 年第三季度平均每天完成 2,680 万笔交易，第三季交易金额(GTV)达到 1,119 亿元人民币(2018 全年为 2,828 亿元人民币)，该分部于首三季产生收入 391.3 亿元人民币，占总收入的 56.4%；毛利为 74.5 亿元人民币，占总额的 32.9%，毛利率为 19.0%。

集团的到店、酒店及旅游将在线消费者带到线下商户，该分部 2019 年首三季的收入增长 41.5%至 159.2 亿元人民币，占总收入的 22.9%；毛利为 141 亿元人民币，占总额的 62.4%，毛利率为 88.6%。

至于新业务，其服务包括餐饮管理系统(RMS)和供应链解决方案业务，以及为消费者提供生鲜超市及非餐饮外卖服务、网约车和共享单车服务。新业务分部在 2019 年首九个月录得收入 143.2 亿元人民币，占总收入的 20.6%。

作为中国领先的服务电子商务平台，美团点评利用科技连接消费者和商家，提供服务以满足人们日常「吃」的需求，并进一步扩展至多种生活和旅游服务。集团在消费者的日常生活中扮演着重要的角色，帮助消费者获取商家信息、做出知情决策、完成线上线下交易，并享受实时配送服务，在多个核心品类中确立了市场领先地位。

表 2：美团提供的服务

用户服务

美团

生活服务在线交易平台

平台以客户为中心，为消费者提供美食、旅游、酒店、外卖、电影等吃喝玩乐全都有的一站式生活服务。美团为消费者推荐多种优质且物超所值的本地生活服务，同时致力于帮助消费者发现好玩，新鲜的生活方式。

大众点评

生活信息在线搜索平台

大众点评是中国领先的生活信息在线探索平台，包括深入评论、推荐、详细评分、照片及视频，帮大家吃得更好，生活更好。

美团外卖

提供实时配送服务

全球领先的餐饮外卖服务提供商，2019 年 4 月，美团外卖日完成订单量突破 2,500 万单。2018 年，美团外卖的年度交易金额为 2,828 亿元人民币，美团外卖收入达 381.4 亿美元，日活跃配送骑手数量超 60 万。

美团闪购

30 分钟到货的生活卖场

美团闪购是美团点评所属的本地实时购物平台，为用户提供基于位置的零售和实时配送服务。用户通过手机下单即可快速买到周边各类商家提供的丰富商品，涵盖超市便利、生鲜果蔬、鲜花绿植、服装鞋帽、母婴用品和健康护理等众多品类。

美团单车

美团点评附属单车业务

其前身为摩拜单车(mobike)，于 2015 年 1 月成立，创建了全球首个智能共享单车模式，自主研发的专利智能锁集成了 GPS 和通讯模块，使用了新一代物联网技术，通过智能 2018 年 4 月，美团评论正式收购摩根手机应用程序让用户随时随地可以定位并使用最近的共享单车，骑行到达目的地后，就近停放在路边合适的区域，关锁即实现电子比例结算。2018 年 4 月，美团点评正式收购摩拜单车，为用户提供全场景消费体验。

美团跑腿

同城速达服务平台

美团跑腿是利用美团点评成熟的实时配送网络，为消费者提供高效、低成本的同城速达服务平台。

美团买菜

美团自营生鲜零售业务，为用户提供优质实惠的买菜体验

美团买菜定位为小区居民的「手机菜篮子」，在品类上聚焦新鲜蔬菜、水果、肉禽蛋、米面粮油、水产海鲜等三餐食材，满足消费者日常生鲜消费需求。

榛果民宿

美团所属的民宿短租预订品牌

榛果民宿为用户提供住宿共享服务，精准满足年轻一代个性化、住宿需求，让年轻人「住的不一样」。榛果果壳结实，果肉香甜，寓意安全、美好的住宿体验。

猫眼

一网打尽好电影

由美团孵化的中国领先的互联网娱乐服务平台，业务涵盖在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、娱乐电商服务和广告服务等。

商户服务

美团外卖商家版

美团外卖商家业务管理系统的移动及个人计算机门户

美团外卖商家版是美团外卖入驻美团商家使用的管理软件，主要功能是接受并处理用户订单、处理退款、账户在线结算、管理美团外卖的门店、随时调整营业信息、商品库存等。界面简洁，分类清晰，易操作，能帮助商户轻松管理店铺。

美团管家

餐厅移动管理和数字化经营助手

美团管家应用程序是帮助餐厅管理者实现移动管理餐厅的应用程序，以通过扩展提高运营效率，提高销量，逐步走向专业化管理。商家即使出门在外，只要有网络就可以远程管理，实时管理店铺，再也不需要亲临门店。

开店宝

轻松开店，招财进宝

美团开店宝是美团点评商家后台 APP，餐饮商家可以通过开店宝在在线自助入驻，快速开店，成为美团点评的合作商户，还可以在开店宝中进行自助推广、门店管理、评价维护等一系列自主运营活动。

美团酒店商家版

专为酒店经营者量身打造的生意好帮手

美团酒店商家版本是美团点评酒店商家后台应用，为各类型酒店提供客源拓展、接待经营、口碑维护、数据指导、宣传营销、客户管理的一站式解决方案。管理订单、修改房价、回复网评等都可以。

别样红

专业的连锁和中小酒店云 PMS 和数据服务商

成立于 2013 年，是美团成员专注提供智慧酒店解决方案的创新型科技企业。

快驴进货

餐厅供应链解决方案

快驴进货是美团点评针对中小餐饮门店发展的高效、透明的供应链，解决中小餐厅在食材及餐饮相关产品上的一站式采购需求。更高效率来获取安全可靠的食材供应。从而没有后顾之忧的服务好客户，以获取更多的经济效益。

数据源：美团点评

2.1 餐饮外卖

作为中国最大的餐饮外卖服务提供商，美团餐饮外卖业务在 2019 年第三季度平均每天完成 2,680 万笔交易，第三季交易金额(GTV)达到 1,119 亿元人民币(2018 全年为 2,828 亿元人民币)，该分部于首三季产生收入 391.3 亿元人民币，占总收入的 56.4%；毛利为 74.5 亿元人民币，占总额的 32.9%，毛利率为 19.0%。

- 详情

集团大部份的餐饮外卖交易通过其移动应用美团、美团外卖及大众点评获得，而其余交易则主要通过集团于腾讯的微信及 QQ 入口获得。用户输入或确认 GPS 定位配送地址后，页面会显示提供外卖服务的餐厅。利用集团的数据及分析能力，集团为用户提供个性化内容及页面以匹配其消费喜好、口味偏好及时间敏感度。消费者能够进一步根据美食类型、销量、距离及若干其他特点(如配送速度、配送费用、评分及人均消费)过滤和筛选结果。消费者亦能直接搜寻商家名称或菜单项目。折扣及电子代金券于商家店面或菜单直接显示，并可于结账时实时应用。一旦消费者发现所需，则可添加特定要求并通过各种支付渠道付款。接到订单后，集团会将其传送至餐厅，同时储存消费者喜好以为日后交易作参考。

图 4：美团移动应用---餐饮外卖服务(消费者版)

数据源：美团点评

- 配送网络

在配送网络方面，在平台上进行交易的订单分为两种类型，即由美团点评配送的订单(1P 模型)和由商家自己配送的订单(3P 模型)。在 1P 模型中，每笔订单的总收入约为交易价值的 18%。在 3P 模式下，美团点评仅收取交易额约 5%的佣金率。对于 1P 模式，为了更好的控制每张订单的交付成本，以实现更高毛利率，美团在过去几年对其配送网络系统进行了持续投资。美团的配送能力得到了进一步增强，以帮助其商户增加配送半径。在 2018 年，来自 3 公里以外的交货订单有所增加。

为了实现高效率，提高用户满意度并保持较低的成本，美团开发了一种 AI 驱动的「超级大脑」用于其送餐服务。该系统使用深入的感测和问题理解来处理复杂的现实情况，快速做出决策并生成准确的预测。「超级大脑」平台集成了实时计算、脱机数据处理和机器学习，以执行深度感知并建立其对世界的了解。通过监视交货轨迹，系统收集每个订单的交货时间数据，然后执行数据平滑化和回归估计。大量可靠的数据有助于改善 AI 系统，使其可以最佳地预测订单到达时间，并就订单发送、定价、物流网络设计等做出更好的决策。

图 5：美团「超脑」配送系统

数据源：美团点评

2.2 到店、酒店及旅游

集团的到店 酒店及旅游业务的交易金额从 2018 年首 3 季的 1,321 亿元增长 22.3%至 2019 年首 3 季的 1,616 亿元，同时变现率从 8.5%提高至 9.8%。集团的到店、酒店及旅游将在线消费者带到线下商户，该分部 2019 年首三季的收入增长 41.5%至 159.2 亿元人民币，占总收入的 22.9%；毛利为 141 亿元人民币，占总额的 62.4%，毛利率为 88.6%。

- 详情

集团的平台提供包括到店餐饮、酒店及旅游预订、美业、婚庆在内的各种日常生活服务。「到店」指从消费者角度而言，在商户开展业务的实体地点进行线下消费服务的特定应用场景。在集团的平台上，消费者可以搜索及发现商家信息、进行预订、购买电子代金券、在线点餐、在线支付及撰写评论。

- 到店餐饮

根据艾瑞报告，按交易金额计，集团经营着中国最大的到店餐饮服务平台。在集团的移动应用或网站上，消费者可以根据美食种类、团购套餐及推广、接受预订、仅限新餐厅及适合团体聚餐等各项条件浏览及筛选餐厅。消费者可通过集团的移动应用购买团购套餐及电子代金券、订位及直接结账，通常比在店内直接向餐厅付款的价格优惠。

图 6：大众点评移动应用(餐厅的店面页面)

数据源：美团点评

- 其他生活服务

利用高频服务类别中的庞大消费者群体，集团交叉销售休闲娱乐、美业、婚庆及亲子服务等多种类别的低频和高价值服务。消费者主要以团购套餐及电子代金券的形式进行购买。

酒店预订

根据 Trustdata 报告，按国内酒店间夜量计，集团成为中国第一大酒店预订平台。截至 2018 年 4 月 30 日，集团与中国约 355,600 家酒店保持客房供应关系。

图 7：酒店预订

数据源：美团点评

旅游

集团的平台亦提供线上国内景点及短途旅游套票预订服务。截至 2018 年 4 月 30 日，集团覆盖全国约 336 个城市及约 17,630 个景点。集团为消费者提供购买全国景点及短途旅游套票便捷、安全又便宜的途径。

图 8：旅游

数据源：美团点评

除了帮助商家推广的交易外，集团亦透过提供更多元化的营销解决方案(如 CPC 及基于年费的营销解决方案)加强为商家提供的服务。因此，由于在线营销活跃商家数目不断增加，在线营销服务收入于 2018 年贡献了更大比例的到店业务收入。当中，丽人、职业培训、亲子及休闲娱乐的广告收入于 2018 年实现逾 60%的同比增长。

总括而言，美团愈趋多样化的产品和促销活动使商家能够留住消费者并以更高的营销效率吸引新用户，因此，美团提供的服务在商家间具有一定影响力。

2.3 新业务及其他

集团的新业务及其他业务主要包括生鲜超市及其他非餐饮外卖服务、共享单车及试点网约车服务，以及为商家提供的新服务，例如餐厅管理系统(RMS)及供应链解决方案、支付、小额贷款等。同时，美团持有猫眼电影(位居中国电影在线票务市场第一位)7.34%的股权。

- 共享单车

于 2018 年 4 月，集团收购了中国共享单车公司摩拜，摩拜在全球 200 个城市拥有超过 2.32 亿注册用户。截至 2018 年 4 月 30 日止四个月，摩拜有 4,810 万名活跃单车用户及 710 万架活跃单车。同期，摩拜用户完成共计超过 10 亿次骑行。使用摩拜单车，消费者可以通过移动应用扫描二维码将无桩单车解锁。

- 网约车服务

于 2017 年 2 月正式上线，最初在南京试点运行，期后于 2018 年 3 月在上海提供服务。最近，集团透过新「聚合模式」扩展业务，该新模式使集团作为端至端市场提供服务，从而将第三方网约车服务提供商与美团应用用户连接起来。截至 2019 年 6 月 30 日，集团已在逾 42 个城市拓展使用该新模式的网约车业务，及预计将于往后时间继续拓展至全国更多城市。

图 9：网约车服务

数据源：美团点评

虽然预期竞争将持续激烈，但由于集团平台所实现的协同效应及向消费者交叉销售其他高频服务的机会，预期集团的消费者获取及留存的经济效益将会改善，并在该市场更具竞争力。

- 2B 商务--- 餐厅管理系统(RMS)及供应链解决方案

餐厅管理系统(RMS)

集团已经为商家开发了一个云端 ERP 系统。该系统包括硬件及软件，将订位、电子菜单、下单、排队管理、实时配送、多种支付方式、库存、工资单及客户关系管理整合至一个具有云连接的系统中，从而简化商家的线下线上经营，提高商家效率并降低成本。

图 10：餐厅管理系统(RMS)

数据源：美团点评

集团加大对餐厅管理系统(RMS)及供应链解决方案的投资，藉此加强与平台上的商家合作关系、提高其运营效率并探索餐饮服务价值链的额外变现机遇。集团的 RMS 正透过 SaaS 模式对餐厅软件行业造成革命性改变。RMS 能够将餐厅的整体业务经营数字化及与集团平台更好地连接。于 2018 年 12 月，除了进一步升级集团的 RMS 标准版本外，集团亦推出 RMS 茶饮版。至今，中国部分最著名的茶饮品牌及高速增长饮料连锁店已采用集团的 RMS 茶饮版以帮助提高运营效率、降低劳工成本及优化用户体验。

供应链解决方案

集团以帮助商家建立并维持一个更高效的供应链为目标。为此，集团已推出其供应链管理移动应用「快驴进货」。快驴专注于向餐饮业提供 B2B 服务，让商家可以向广大的供货商订购原材料、食材和一次性餐厅用品，同时还针对这些货品提供配送服务。

图 11：快驴进货

数据源：小米应用商店、快驴进货

- 食杂零售

杂货业务包括自营模式美团买菜和平台模式(美团闪购)。于 2019 年第二季，「美团闪购」鲜花、非处方药品类别的市场金额均同比增长 100%以上。与此同时，集团于 2018 年在北京开设了第一家线下生鲜超市小象生鲜，并于 2019 年 1 月推出了自营模式「美团买菜」，在人口稠密的小区开办小型杂货店，专注于为附近消费者提供便捷的买菜体验以及家庭烹饪原料和水果等高频核心产品。

生鲜超市小象生鲜

于 2018 年，集团在北京开设了第一家线下生鲜超市小象生鲜。小象生鲜代表一种新型的「在线+线下」零售店，配备无缝集成在线线下信息技术系统。利用智能物流技术和其发达的全国物流网，该店旨在为周边 3-5 公里范围内的消费者提供服务，并通过高效配送服务在 30-60 分钟内将生鲜食品送达。喜欢实体店体验的消费者可前往小象生鲜亲手挑选生鲜食品及其他产品。与阿里巴巴的盒马鲜生和京东的 7fresh 一样，美团的小象生鲜也配备了包括面部识别支付系统、电子卷标和购物车跟踪设备等科技。小象生鲜的每个货品都贴有一个可扫描的条形码，消费者可在自助收银处扫描条形码，进行在线支付。线下超市可以让集团接触到不习惯在线购物的新用户，例如较年长的客户群。

图 12：小象生鲜

数据源：altavia

美团闪购

2018 年 7 月，美团点评推出了实时购物平台「美团闪购」，为用户提供基于位置的零售和实时配送服务。用户通过手机下单即可快速买到周边各类商家提供的丰富商品，涵盖超市便利、生鲜果蔬、鲜花绿植、服装鞋帽、母婴用品和健康护理等众多品类。美团闪购可以为客户提供 24/7 全天候服务，目前在全国 2,500 个城市提供服务，并拥有 60 万配送骑手，可在 30 分钟内交付订单。

图 13：美团闪购

数据源：美团点评

- 猫眼

用户可以通过猫眼自有的移动应用、美团或大众点评应用以及腾讯的微信及 QQ 移动应用访问猫眼。集团向猫眼授予独家电影票务入口，通过该合作，集团能够更好地满足消费者对娱乐的需求，并进一步增强集团平台上的用户体验。

展望未来，集团将会更加审慎的投入和开展新业务。集团将会提高网约车和共享单车业务的运营效率并大幅缩减两者的经营亏损，以及提高整个平台的战略协同作用。集团将继续培育其 RMS 和供应链解决方案业务，不断增长优质商家用户的数量。同时，审慎探索新零售领域如非餐饮外卖的商机。

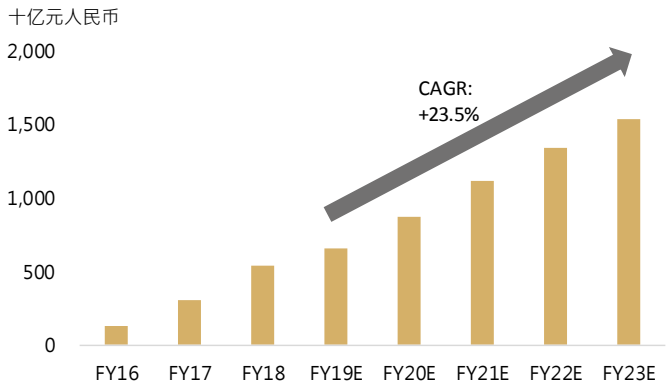
3. 投资亮点

3.1 餐饮外卖的市场领导者---具有强大粘性

- 行业规模不断扩大

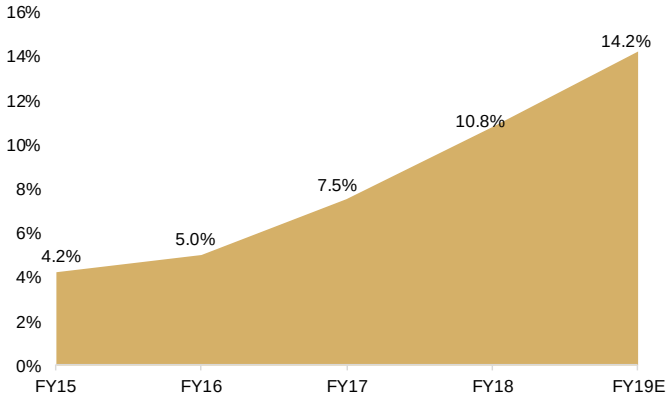
艾瑞报告(iResearch)估计，从 2019 年到 2023 年，餐厅外卖的复合年增长率将达到 23.5%，按交易金额(GTV)计算，市场规模将达到 1.54 万亿元人民币。行业规模增长在一定程度上受惠外卖渗透率增长的推动(2019 年为 14.2%，而 2015 年为 4.2%)。现时三线城市，餐厅的在线外卖渗透率仍然很低。我们认为，美团可以成为三线城市渗透率不断提高的主要受益者，因为根据数据显示，美团新增加的餐厅外卖客户中有 47%来于三线以下城市，相对饿了么的 41%为高，反映其扩展低端城市的能力较高。

图 14：中国外卖行业交易金额



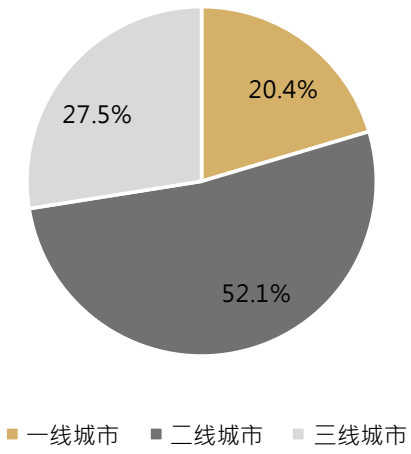
数据源：艾瑞报告

图 15：中国外卖行业渗透率



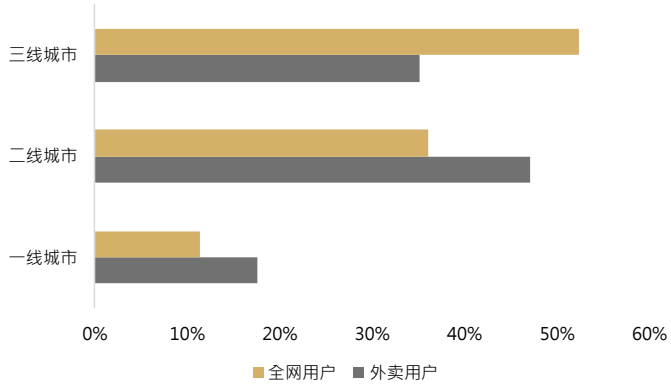
数据源：Trustdata

图 16：2019 年上半年中国外卖行业交易额城市等级分布



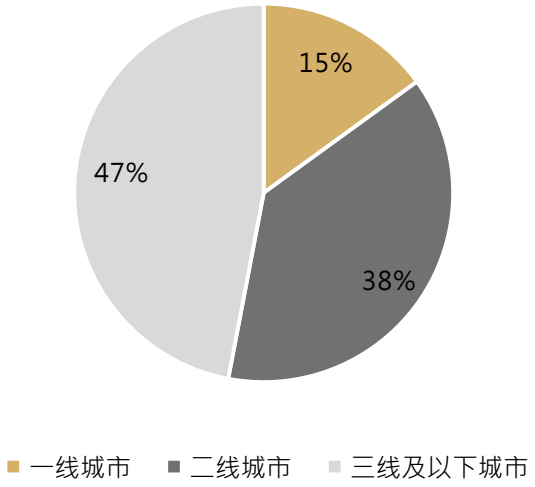
数据源：Trustdata

图 17：2019 年上半年外卖用户及全网用户城市等级分布



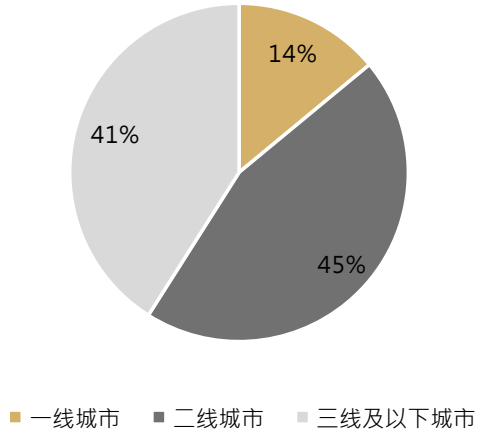
数据源：Trustdata

图 18：2019 年上半年美团外卖新增用户城市等级分布



数据源：Trustdata

图 19：2019 年上半年饿了么外卖新增用户城市等级分布

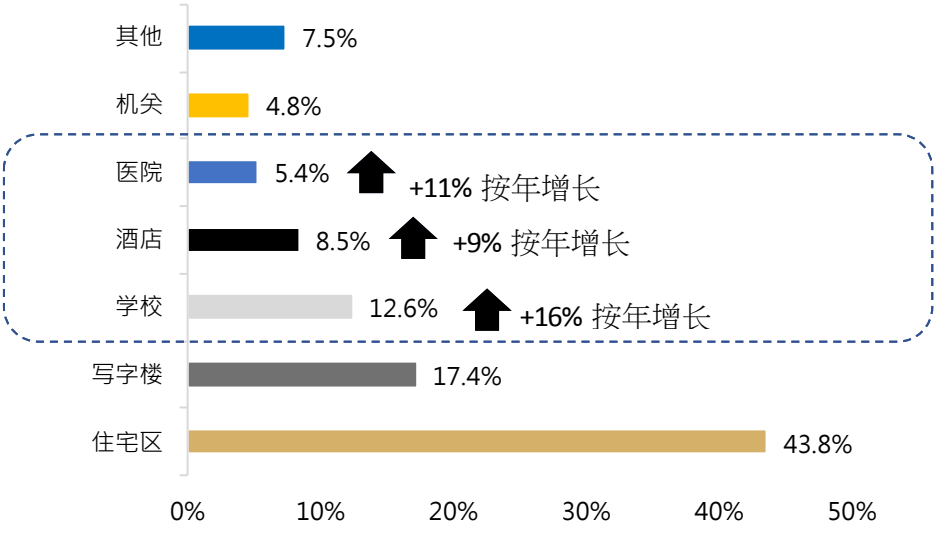


数据源：Trustdata

- 扩展服务类别和场景

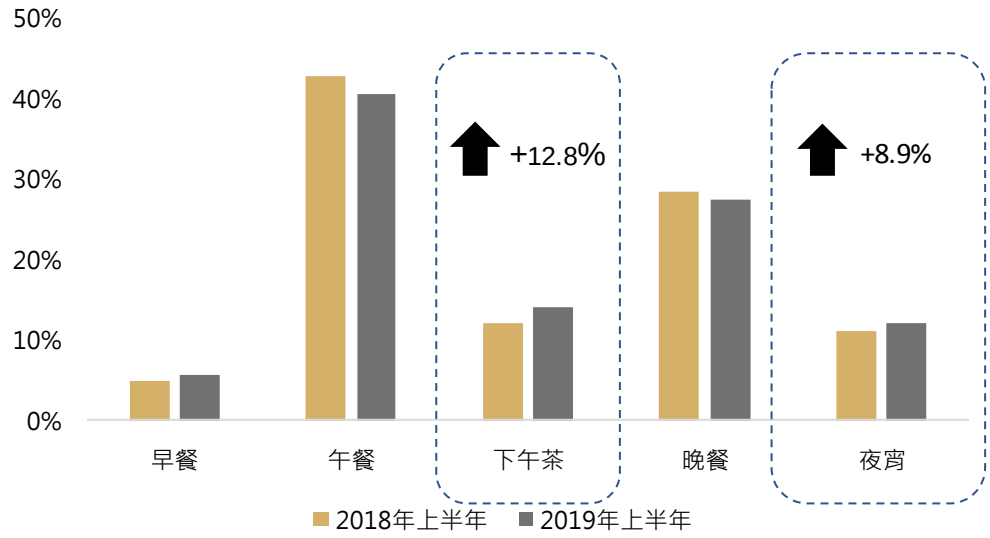
美团点评继续在其平台上扩展服务类别，包括早餐、下午茶和宵夜小吃。快餐、零食，甜品和饮料的订单量在 2018 年实现了强劲增长。我们注意到食物交付场景正变得广泛，来自学校、酒店、医院的订单占 2019 年第二季度总订单的 26.5%，以及非正餐外卖需求也有明显增长。

图 20：2019 年第 2 季外卖使用场景分布



数据源：Trustdata

图 21：2018 上半年-2019 年上半年分时段用户行为分布

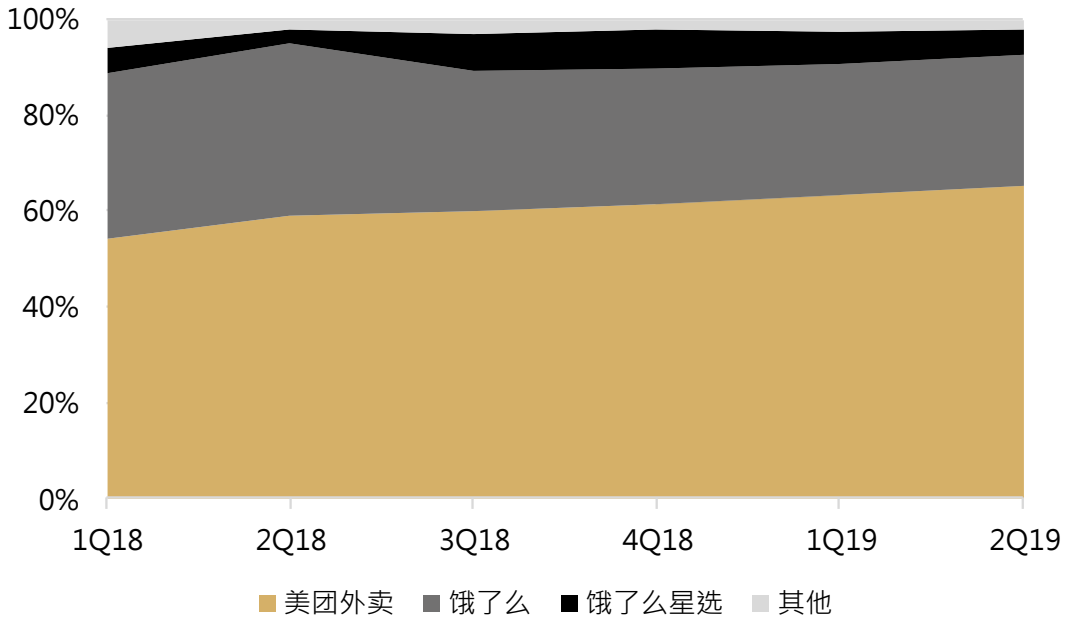


数据源：Trustdata

- 领导地位巩固

根据 Trustdata 的数据，截至 2019 年第二季度，美团点评在中国外卖交易行业中的市场份额为 65.1%，而饿了么的市场份额为 27.4%。 饿了么于 2018 年 4 月被阿里巴巴(BABA.US)全面收购。尽管饿了么从 2018 年中开始提高了激励水平，但美团点评仍能从饿了么取得市场份额，相信是部份受惠于其在低线城市的渗透率得以提升。

图 22：2018 年-2019 年上半年主流外卖品牌交易额占比分布



数据源：Trustdata

- 变现率受惠会员计划和营销计划的推出而得到提升

自 2018 年第四季度以来，美团利用其外卖会员计划和假期优惠券套餐等营销举措来增加用户的购买频率。2019 年 7 月，美团与腾讯视频推出了会员计划，吸引了 40 万新用户。管理层表示，月度会员的平均购买频率是非会员的三倍以上。

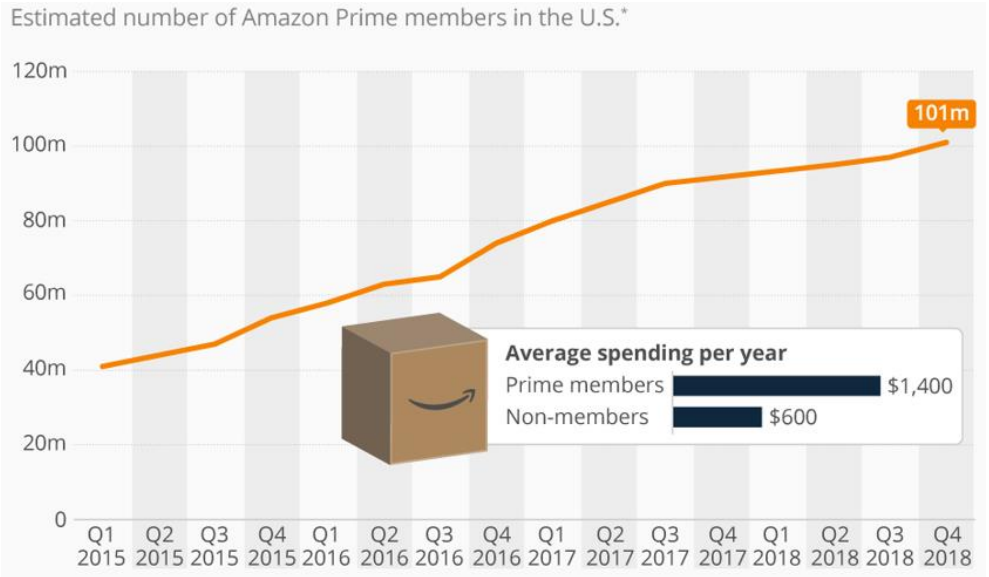
图 23：美团与腾讯视频的会员计划

数据源：美团、腾讯

我们认为可将 Amazon Prime 会员计划视为可模拟例子。

亚马逊 Prime 是亚马逊公司提供的付费订阅服务，会员用户可以享受两天内送达的免费快递送货服务、音乐和影片串流媒体服务，以及按月或按年收费的其他优惠。2018 年 4 月，亚马逊宣布 Prime 服务在全球拥有超过 1 亿会员。根据 CIRP，Amazon Prime 会员的花费比非 Prime 会员要多(Prime 会员每年平均花费 1,400 美元，而非 Prime 会员每年花费 600 美元)。在 2015-18 财年，会员人数增长了两倍多。以亚马逊 Prime 例子作参考，我们认为美团点评提供的会员计划可以提升用户获取能力和产生更高的购买频率，从而提高外卖领域的交易金额(GTV)。

图 24：Amazon 在两年内，于美国的会员人数几乎增一倍



数据源： Statista

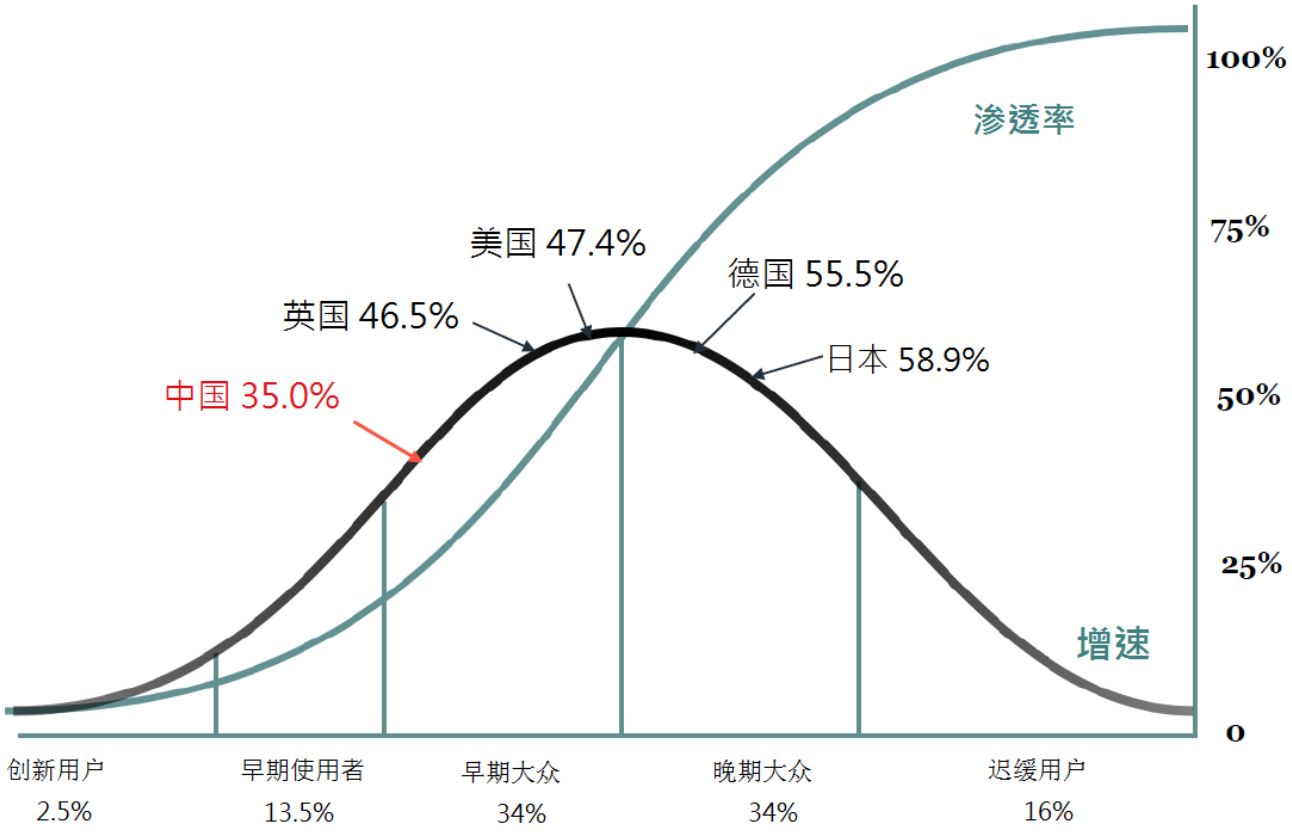
3.2 到店、酒店及旅游---受惠交叉销售

美团的店、酒店和旅游业务的交易金额(GTV)增长加速，由 2018 年同期的人民币 493 亿元增长 29.4%至 2019 年第三季度的人民币 639 亿元。变现率由 9.0%同比上升至 9.7%。到店、酒店及旅游业务收入由 2018 年同期的人民币 44 亿元增长 39.3%至 2019 年第三季度的人民币 62 亿元。毛利由 2018 年同期的人民币 40 亿元增至 2019 年第三季度的人民币 55 亿元，而毛利率则由 90.6%同比轻微下降至 88.6%，但环比维持稳定。集团该分部收入的强劲增长，主要归功于商家基础进一步扩大促进了在线营销服务收入的增长、交易类服务收入增长以及酒店预订业务的规模加速增长。此外，于 2019 年第三季度，餐饮外卖业务的强劲增长进一步增加了到店、酒店及旅游业务的用户流量及增加了额外的交叉销售机会。

- 中国的在线酒店预订市场尚未饱和

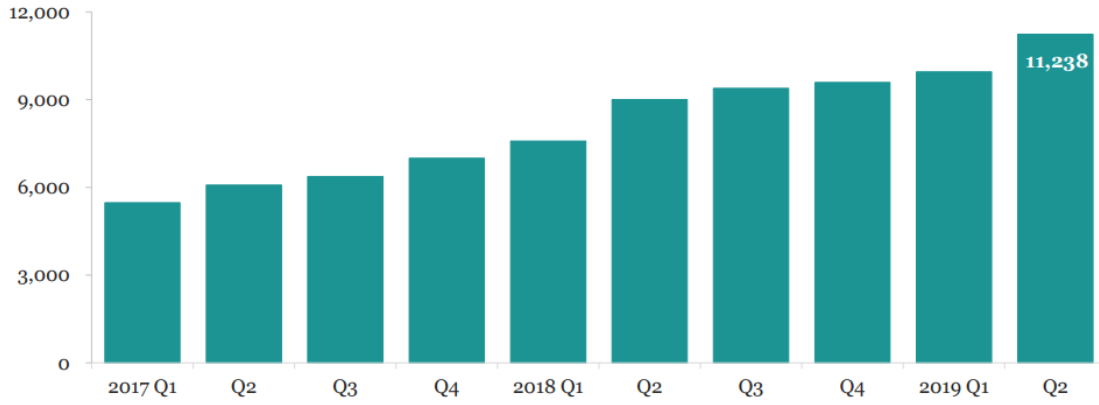
与欧洲，美国和日本等发达市场相比，中国在线酒店预订市场的渗透率仍然较低，因此中国的在线酒店预订市场具增长空间。报告显示，中国在线酒店预订用户持续增长，2019 年上半年已达亿量级规模。夜间预订量每年增长 20%，规模近 40 亿。

图 25：2018 年全球主要经济体酒店在线化渗透率增速曲线



数据源：trustdata

图 26：2017 年-2019 年在线酒店预订季度 MAU(单位：万)



数据源：trustdata

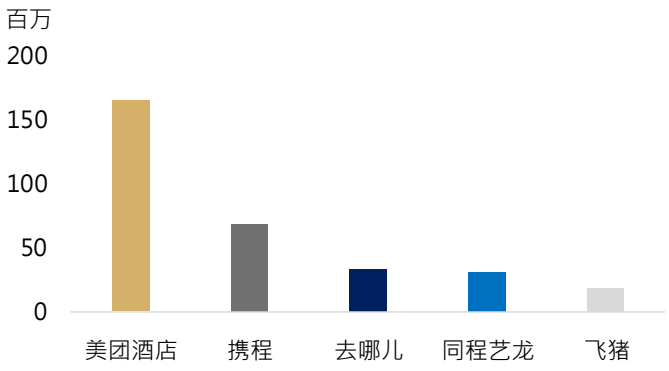
图 27：2017 年-2019 年在线酒店预订间夜量(单位：百万)

数据源：trustdata

- 市场份额增速比竞争对手快

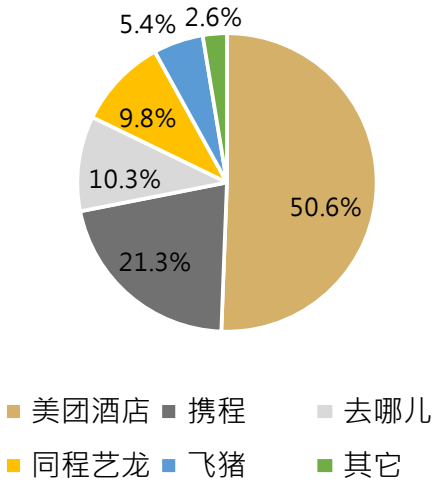
集团进一步巩固了酒店预订业务的领导地位。2019 年第三季度，在集团的平台上的国内酒店消费间夜量同比增长 44.4%至 1.1 亿，首次超过 1 亿，及日均间夜价亦同比稳步增长。2019 年上半年，美团酒店领跑在线酒店预订行业，订单占比超五成。另外，其预订间夜量亦于行业领先，占比超 47.3%，超越携程、去哪儿及同程艺龙之和。

图 28：2019 年上半年中国在线酒店预订平台累计订单量



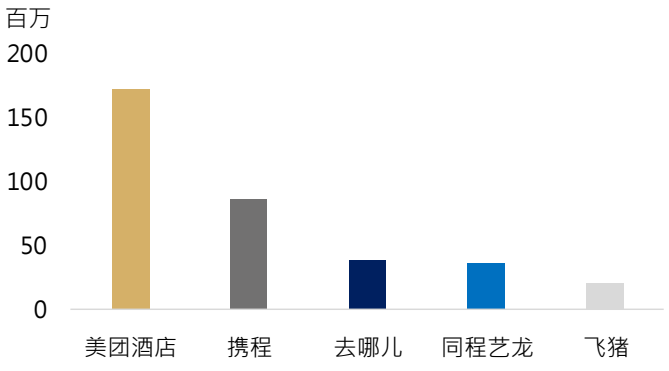
数据源：trustdata

图 29：2019 年上半年中国在线酒店预订行业订单占比



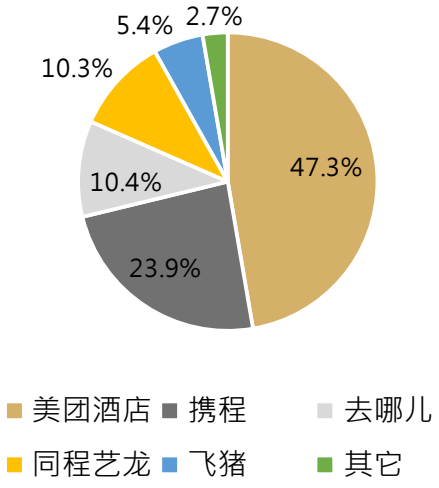
数据源：trustdata

图 30：2019 年上半年中国在线酒店预订间夜量排名



数据源：trustdata

图 31：2019 年上半年中国在线酒店预订间夜量占比

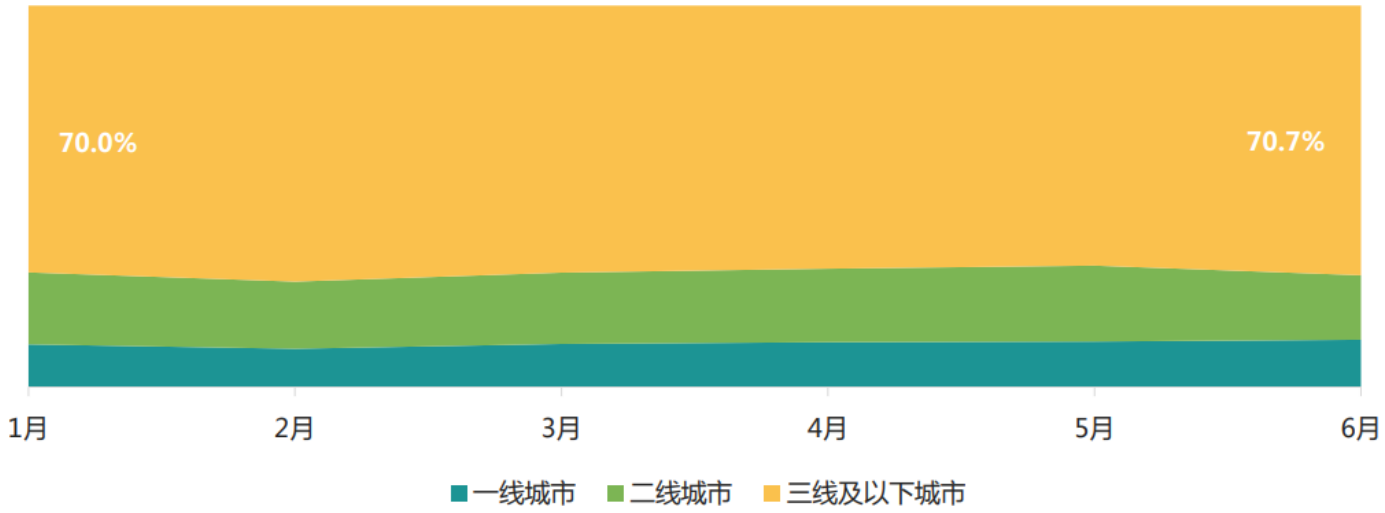


数据源：trustdata

- 具有来自低线城市之机遇

美团点评的住宿业务主要与携程(TCOM.US)、同程艺龙(780.HK)和飞猪(阿里巴巴的旅游业务)竞争。一直以来，携程在高端酒店行业(尤其是在一线城市)中更具竞争力，而美团点评则专注于满足低端酒店和年轻休闲旅客的需求。管理层表示，在短期内，该公司将在低级城市渗透率和低星级酒店方面更加积极。对于较高级别城市中的高星级酒店，该公司认为 Trip.com(携程)在该细分市场仍然占主导地位，这使该细分市场成为美团的次选，因为预期的投资回报率较低。管理层表示或在 2021 年以后才决定是否在高端市场进行更直接的竞争。

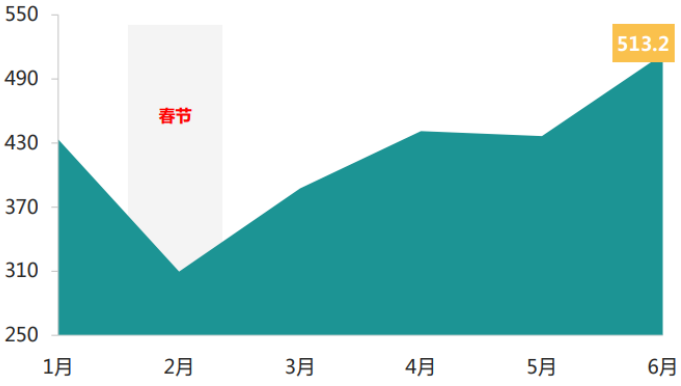
图 32：2019 年上半年在线酒店预订新增用户城市等级分布



数据源：trustdata

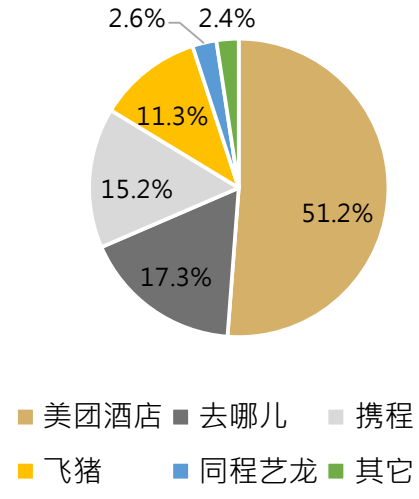
2019 年上半年，在线酒店预订市场持续下沉，七成新增用户来自三线及以下城市。

图 33：2019 年上半年中国在线酒店预订用户新增走势(单位：万)



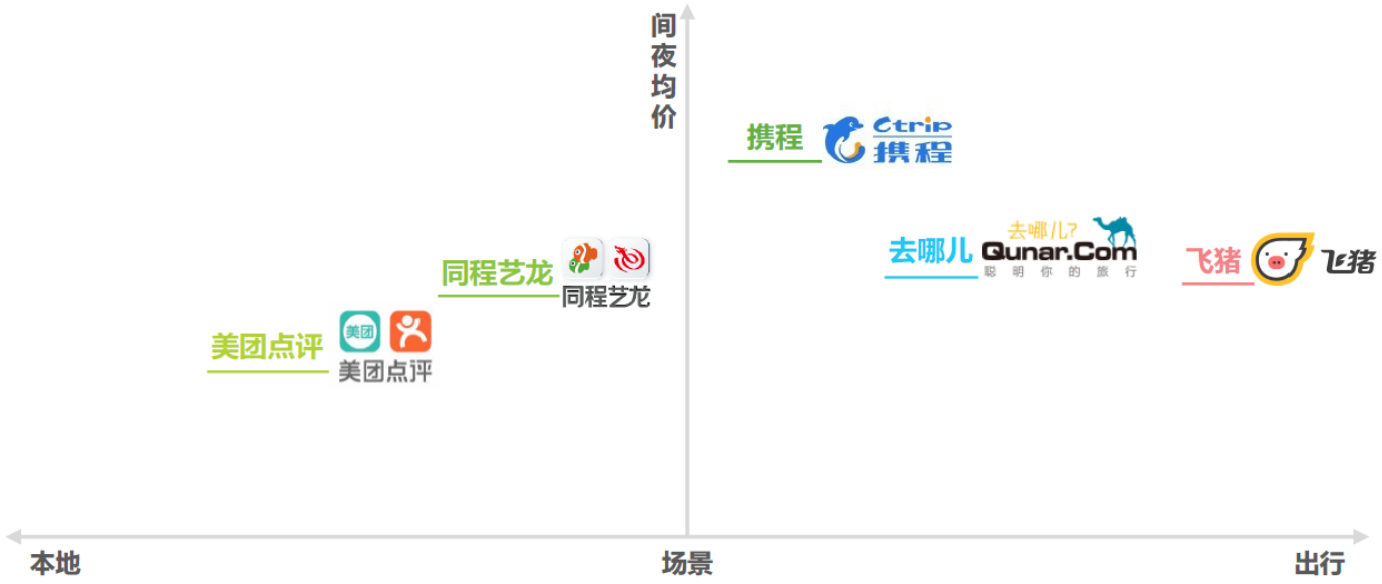
数据源：trustdata

图 34：2019 年上半年中国在线酒店预订新增用户占比



数据源：trustdata

图 35：2019 年中国在线住宿预订需求场景分析



数据源：iResearch

2019 年上半年，中国在线酒店预订用户持续增长，月新增最高超 500 万，美团酒店占据新增用户市场半壁江山，去哪儿、携程分列二三位。

- 可持续利用交叉销售能力

集团一直专注于大众、刚需及高频的服务品类，并已在消费者生活中建立多个触点，从而使得集团能够推出及交叉销售各类其他服务品类。例如，在 2017 年，超过 80%的酒店预订新增交易用户及约 74%的其他生活服务新增交易用户是从餐饮外卖及到店餐饮这两个核心品类交易用户转化而来。丰富的服务品类有助于集团降低获客成本、增强用户黏性、提升用户生命周期价值。

- 「酒店+X」活动

集团于 2019 年 4 月推出的「酒店+X」活动继续促进了高端酒店预订业务的增长，并帮助高端酒店推广非住宿服务，如餐厅、婚宴场地、水疗中心及健身房，从而进一步加强了其收入来源。随着高端用户群的增长以及消费场景的扩展，我们预计集团的到店、酒店及旅游业务将有更多的获利机会。

- 活跃商家数目增加

在婚礼、美容和儿童服务等垂直领域，美团点评可能会面临来自专业服务提供商的竞争，以及商家对微信小程序的偏好。但是，我们认为，随着吸引用户流量的成本越来越高，垂直渠道的盈利能力压力增加，有机会令更多商家转用美团点评的服务。

3.3 新业务及其他---仍在摸索阶段，但长远前景不容忽视

- 共享单车---行业今年提价

摩拜单车自今年初于上海和北京实施加价后，于 11 月提高了全国多个城市的收费。由于行业长期亏损，近年中国多家自行车商，包括阿里巴巴支持的 Hellobike 和滴滴出行的「青桔单车」今年也提高了收费。今年 6 月，Hellobike 将北京的自行车收费从每小时 2 元人民币提高至 4 元人民币。根据摩拜单车新规定，一小时的车费总计为 3 元人民币，前 15 分钟收费从之前的 1 元人民币增至 1.5 元人民币，之后每 15 分钟收费为 0.5 元人民币。鉴于摩拜单车自 2018 年 4 月 4 日起亏损达到 45.5 亿元，提价有望缩减美团的亏损。

展望未来，共享单车业务会继续(1)精简营运人员及优化定价策略、(2)继续扩大用户基础、提升用户体验并提高用户黏性，从而提高营运效率及(3)促进向摩拜用户进行其他服务的交叉销售。

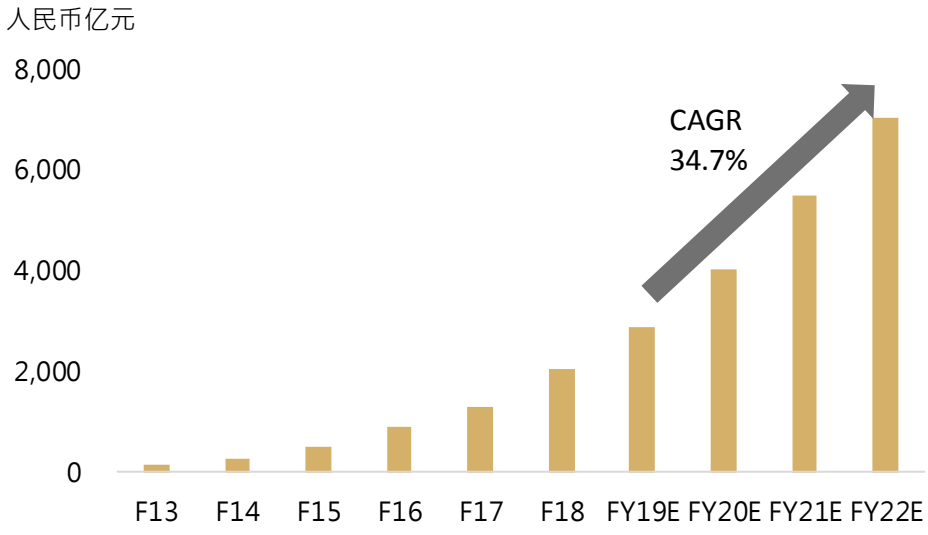
- 网约车服务---采用聚合模式

所谓「聚合模式」，是指可通过接入第三方网约车平台来提供打车服务，聚合模式重在通过上下游产业链的分工协作，来满足乘客的出行需求。现时中国最大的互联网公司-包括叫车巨头滴滴本身-都在押注这种类型的聚合服务。透过此新模式，美团将为用户提供全面的出租车及私家车服务提供商、定价、车型、预约服务及其它特色服务(如同时预约出租车及私家车服务)。美团预期该高频服务将进一步提高用户交易频率，增强用户粘度及收集更多的定位移动数据。截至 2019 年 6 月 30 日，美团已在逾 42 个城市拓展使用该新模式的网约车业务，及预计将于今年余下时间继续拓展至全国更多城市。

- O2O 食品杂货零售业务---渗透率仍低

食品杂货零售业务市场庞大，但是现时在中国的渗透率仍低。通过自营和市场模式，该市场为美团提供了巨大的机会。虽然集团于今年因战略调整而关闭多家门店，但鉴于其生鲜业务仍在摸索阶段，该分部于未来仍有机会为集团整体估值带来提升。

图 36：中国生鲜电商市场交易规模及增速



数据源：iResearch

4. 估值

表 3：美团点评之收入及盈利预测

人民币	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
交易金额 (十亿)	**865**	**1,056**	**1,280**	**1,523**
按年变化 (%)	*26%*	*22%*	*21%*	*19%*
餐饮外卖交易金额(十亿)	473	575	700	829
按年变化 (%)	*25%*	*22%*	*22%*	*18%*
到店、酒店及旅游交易金额(十亿)	280	334	389	446
按年变化 (%)	*23%*	*19%*	*17%*	*15%*
新业务及其它交易金额(十亿)	113	147	191	248
按年变化 (%)	*35%*	*30%*	*30%*	*30%*
总收入 (百万)	**117,326**	**147,304**	**183,901**	**225,127**
餐饮外卖收入 (百万)	64,467	78,883	96,670	115,039
按年变化 (%)	*26%*	*22%*	*23%*	*19%*
到店、酒店及旅游收入 (百万)	30,090	38,821	48,751	60,063
按年变化 (%)	*34%*	*29%*	*26%*	*23%*
新业务及其它收入 (百万)	22,769	29,600	38,480	50,024
按年变化 (%)	*35%*	*30%*	*30%*	*30%*
总营业利润 (百万)	**10,395**	**20,137**	**32,978**	**46,940**
餐饮外卖营业利润 (百万)	3,962	8,622	15,146	23,417
按年变化 (%)	*183%*	*118%*	*76%*	*55%*
到店、酒店及旅游营业利润 (百万)	10,532	13,587	17,063	21,022
按年变化 (%)	*34%*	*29%*	*26%*	*23%*
新业务及其它营业利润 (百万)	-4,098	-2,072	770	2,501
按年变化 (%)	*NM*	*NM*	*NM*	*225%*

数据源：宝新预测

表 4：美团点评估值

FY21E	餐饮外卖	到店、酒店及旅游	新业务及其它
预计分部收入 (百万)	78,883	38,821	29,600
预计分部营业利润 (百万)	8,622	13,587	-2,072
估值倍数 (x)	PE:24	PE:21	PS:2.5
分部估值 (百万)	206,927	285,337	74,000
预计总价值 (百万)	583,964		
每股目标价(港元)	111.63		

数据源：宝新预测

在估值方面，报告根据分部估值(SOTP)的方法，对现有的财务披露板块进行估值后加总。对于外卖领域，给予 24 倍 PE，得出价值 2,069 亿元人民币。在到店、酒店及旅游领域，给予 21 倍 PE，得出价值 2,853 亿元人民币。新兴业务则予以 2.5 倍 PS 估值，得出价值 740 亿元人民币。经现金净值及汇率调整，得出目标价为 112 港元，首次覆盖并予以买入评级。

表 5：同业数据比较

股票名称	股票号码	收市价	FY19E 市盈率	FY20E 市盈率	FY21E 市盈率	FY19E 市销率	FY20E 市销率	FY21E 市销率	FY19E 市账率	FY20E 市账率	FY21E 市账率
美团点评	3690.HK	101.5	325.6	76.1	35.4	5.5	4.2	3.3	5.8	5.4	4.8
Grubhub	GRUB	42.6	53.0	162.5	75.2	3.0	2.7	2.4	2.6	2.7	2.7
Yelp	YELP	33.4	18.8	15.8	13.0	2.3	2.1	1.9	3.2	2.5	2.2
JustEat	JE	785.0	86.3	48.5	33.7	5.2	4.3	3.6	6.3	5.5	4.7
Delivery Hero	DHER	50.2	NA	NA	NA	7.3	4.6	3.2	5.9	7.3	7.8
Takeaway.com	TKWY	84.0	NA	120.5	49.1	12.4	9.1	7.1	5.3	4.9	4.2
携程	TCOM	33.2	24.7	20.6	16.6	3.8	3.4	2.9	1.4	1.4	1.3
同程艺龙	780.HK	12.2	16.4	13.1	10.4	3.1	2.5	2.1	1.8	1.6	1.4
途牛	TOUR	2.2	NA	22.0	11.8	0.9	0.9	0.8	NA	NA	NA
Booking Holdings	BKNG	1,948.5	19.1	17.0	15.1	5.4	5.1	4.7	15.7	17.1	14.6
Expedia	EXPE	113.5	18.6	16.4	14.0	1.4	1.3	1.2	4.1	3.6	3.3
TripAdvisor	TRIP	29.5	16.9	15.8	13.7	2.6	2.5	2.4	3.2	2.7	2.6
阿里巴巴	BABA	204.5	27.9	23.4	19.2	7.4	5.8	4.7	5.7	4.7	3.7
百度	BIDU	120.5	22.1	17.5	13.5	2.7	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5
腾讯	700.HK	360.0	32.5	27.1	22.3	8.2	6.6	5.4	7.3	5.8	4.6
Amazon	AMZN	1,760.3	54.9	44.7	30.9	3.1	2.6	2.3	13.6	10.4	7.9
Alphabet	GOOG	1,350.3	25.5	22.4	19.3	7.0	5.9	5.1	4.6	3.8	3.2
Groupon	GRPN	2.7	12.0	11.8	10.1	0.7	0.7	0.6	3.6	2.8	2.2
Lyft	LYFT	46.6	NA	NA	NA	3.9	3.0	2.4	4.1	6.8	8.2
Uber	UBER	28.7	NA	NA	NA	3.8	2.9	2.3	2.6	4.1	4.5

数据源：彭博

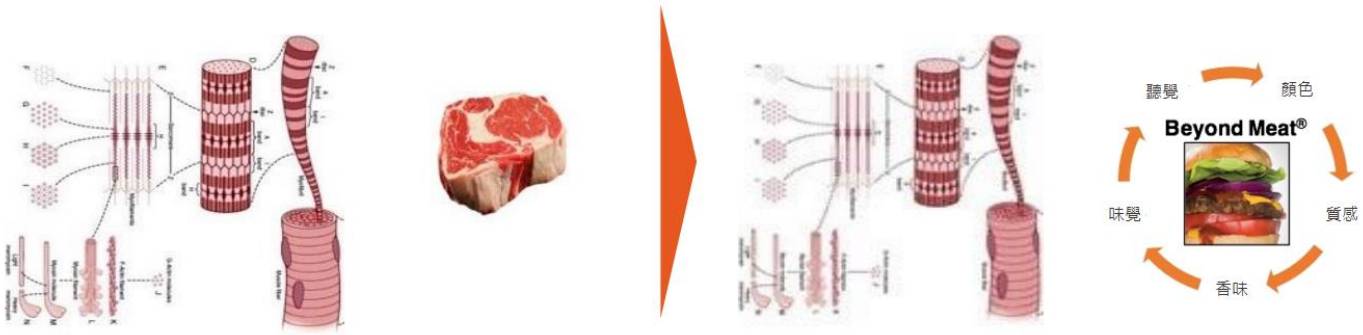
数据截至 2019 年 12 月 12 日

Beyond Meat (BYND.US)

1. 公司简介

Beyond Meat 是由 Ethan Brown 于 2009 年创立于洛杉矶的一家制造 100%全植物成分的肉类替代品制造商。 Beyond Meat 的使命是创造不含大豆、麸质和基因改造生物(GMO)的植物肉，产品的肉味、消费者体验与动物肉提供的相近似，该公司的初始产品于 2013 年在美国各地上市，现行产品旨在仿真鸡肉、牛肉和猪肉的味道及体验。

图 37：Beyond Meat 主要做什么？



数据源：Beyond Meat

Beyond Meat 使用专有的科学过程来确定动物肉的结构，然后使用植物来源的氨基酸、脂质、微量矿物质和水进行组装。它专注于不断改进其产品，使其植物肉在人类感觉系统中与动物肉同类产品没有区别。它的旗舰产品 Beyond Burger 是世界上第一个在杂货店肉箱中销售的全植物肉汉堡。Beyond Burger 旨在看起来、烹饪和品尝起来像传统的碎牛肉一样。

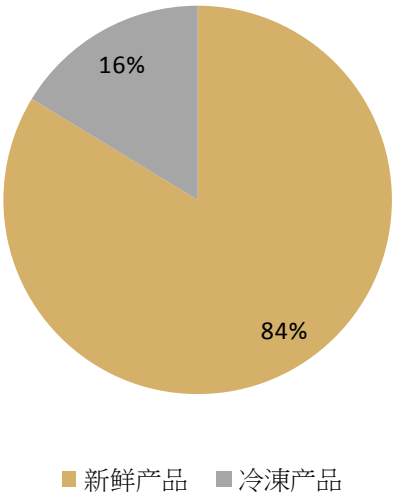
图 38：Beyond Burger 对比免治牛肉的实际图像

数据源：Beyond Meat

2. 公司概况

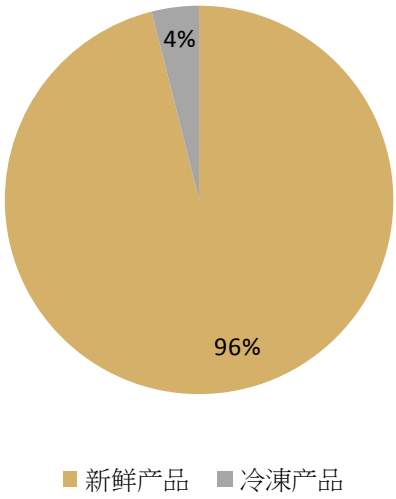
2.1 Beyond Meat 的收入结构

图 39：2018 年收入结构



数据源：Beyond Meat

图 40：2019 年第三季收入结构



数据源：Beyond Meat

2.2 所提供的产品

- 新鲜产品

The Beyond Burger

其旗舰产品「The Beyond Burger」是在杂货店冻肉柜中销售的第一款产品。Beyond Burger 旨在看起来，烹饪和品尝起来像传统的免治牛肉一样。The Beyond Burger 在 2017 年和 2018 年分别占集团总收入的 48%和 70%。其主要蛋白质来源是黄豌豆，每份可提供 20 克蛋白质和 3 克纤维，并且不含大豆、麸质和基因改造生物(GMO)。

Beyond Sausage

Beyond Sausage 外观、烹饪起来和口味都像猪肉香肠一样。Beyond Sausage 的主要蛋白质来源是黄豌豆，每份食物可提供 16 克蛋白质和 3 克纤维，并且不含大豆、麸质和基因改造生物(GMO)。目前，Beyond Sausage 在零售和餐饮服务中提供三种口味：Brat Original，Hot Italian 和 Sweet Italian。

Beyond Beef

Beyond Beef 旨在具有免治牛肉的肉味和质感。它的饱和脂肪比牛肉少 25%，每份少于 6 克。与免治牛肉一样，Beyond Beef 可用于各种菜肴，例如炸玉米饼和肉丸。它由绿豆、豌豆和大米蛋白混合物所制成，不含大豆、麸质和转基因生物(GMO)。

- 冷凍产品

Beyond Beef Crumbles

Beyond Beef Crumbles 是即食产品，旨在像碎牛肉相近。主要的蛋白质来源是黄豌豆，每份可提供约 13 克蛋白质和一克纤维，并且不含大豆、麸质和转基因生物(GMO)。目前，Beyond Beef Crumbles 为零售客户提供两种口味，分别是 Beefy 和 Feisty，而可用于餐饮的有四种口味。

图 41：Beyond Meat 产品系列

数据源：Beyond Meat

2.3 主要客户

目前，其产品主要在美国和加拿大以及多个国家/地区提供约 53,000 个分销点，可通过主流杂货店、销售商和零售商渠道以及餐厅、餐饮服务网点和学校等地方销售。集团拥有不断增长的知名零售和餐饮服务客户群。

- 零售(杂货)

零售渠道占 2019 年第三季度总销售额的 55%。客户包括 Whole Foods、Kroger、Target、Albertsons 和 Walmart。

- 餐厅和餐饮服务

餐厅和餐饮服务渠道占 2019 年第三季度总销售额的 45%。产品在大约 23,000 家餐厅和商店有售。餐饮客户包括 A&W，Bareburger，BurgerFi 和 TGI Fridays。

Beyond Meat 现正扩大其客户群，并宣布在餐饮服务领域拥有多个新客户。

图 42：最新推出

数据源：Beyond Meat

2.4 成为植物肉汉堡于现实中获革命性成功的例子

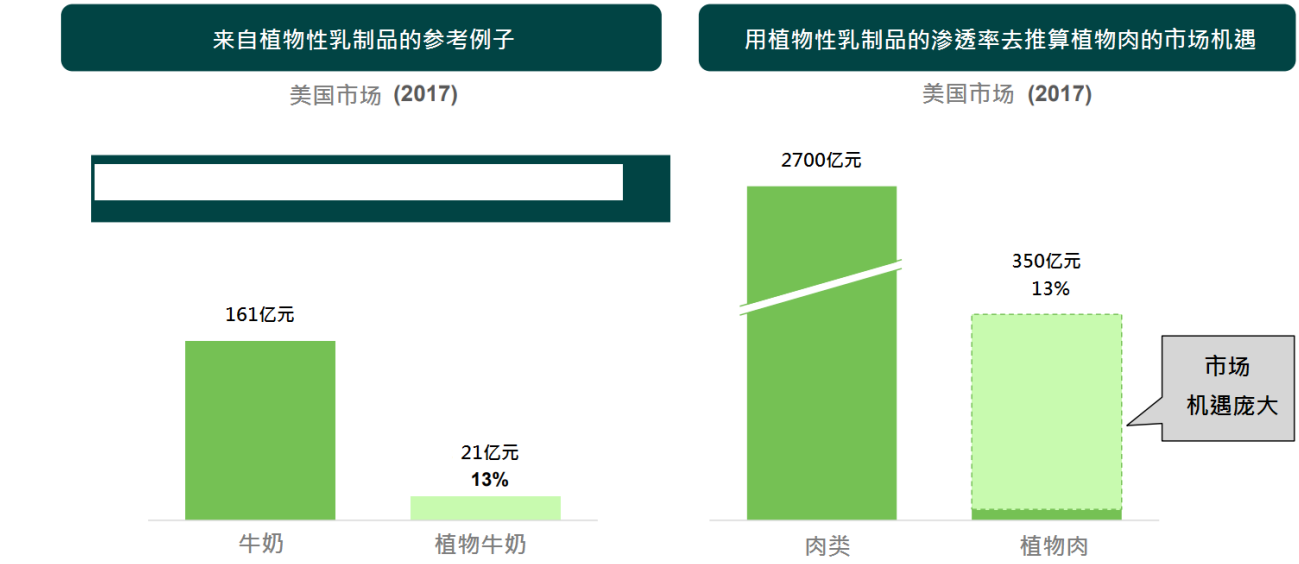
2016 年 7 月，Beyond Meat 推出了植物肉汉堡 The Beyond Burger，并在肉文件出售该产品，引起了社会极大的回响。传统业界普遍对这种产品和大胆的销售策略是否可行一直存有争议，以及一度怀疑植物肉产品只会吸引到素食主义者。不过 Beyond Meat 的成功显示植物肉产品客户不只来自于素食者，因为部份肉食者会为了避免肉食相关的健康问题而采取少吃肉类的饮食习惯。

3. 为何 BYND 于 2019 年成为市场焦点?

3.1 植物肉市场庞大

根据 Fitch Solutions Macro Research 的数据，肉类行业是所有食品中最大的类别，于 2017 年销售额(以零售和食品服务渠道计算)在美国约为 2,700 亿美元，在全球约为 1.4 万亿美元。为了估算植物肉的可实现市场规模(TAM)，市场认为乳制品行业中的植物牛奶的例子具参考价值，在美国，当前植物牛奶的规模大约相当于整个牛奶行业规模的 13%(161 亿美元中的 21 亿美元)；相比之下，植物肉的占比不到 1%，显示市场机遇庞大。

图 43：市场认为植物肉仅在美国便有巨大的市场机会



数据源：Beyond Meat

为什么植物肉越来越受欢迎？

人们意识到以下有关少肉饮食的健康益处或事实：

- 从植物中获取足够的蛋白质实际上很容易。
- 少吃肉对健康有好处，包括改善情绪、改善荷尔蒙健康、减少体臭、延长寿命等。
- 根据美国心脏协会的科学会议，素食者的心脏问题风险比一般人低 42%。另外，发达国家大多数癌症中有 30%归因于饮食习惯，包括多肉饮食。

3.2 竞争差异化

「Impossible Foods」是「Beyond Meat」最类近的竞争对手。不过，两家公司的产品存在一些关键差异。

表 6: Beyond Burger 与 Impossible Burger 之比较

	Beyond Burger	Impossible Burger
素食	是	是
无残酷	是(通过素食基金会认证)	进行动物测试以取得血红素 FDA 认证
不含麸质	是	是 (版本 2.0)
清真/犹太洁食	未标明	是
蛋白质来源	豌豆、绿豆和大米蛋白	大豆分离蛋白
转基因生物(GMO)	严格非转基因	包含转基因大豆
蛋白质/份	20 克	19 克
质感	密度高，略带嚼劲，肉饼适合用于汉堡	具血红素，有动物肉的质感，肉碎适合各种菜肴
味道	温和的椰子余味，豌豆味	味道中性，煮熟后味道好
生态足迹相对传统牛肉	-减少 90%的温室气体排放 -水使用减少 99% -土地使用减少 93%	-减少 89%的温室气体排放 - 水使用减少 87% - 土地使用减少 96%

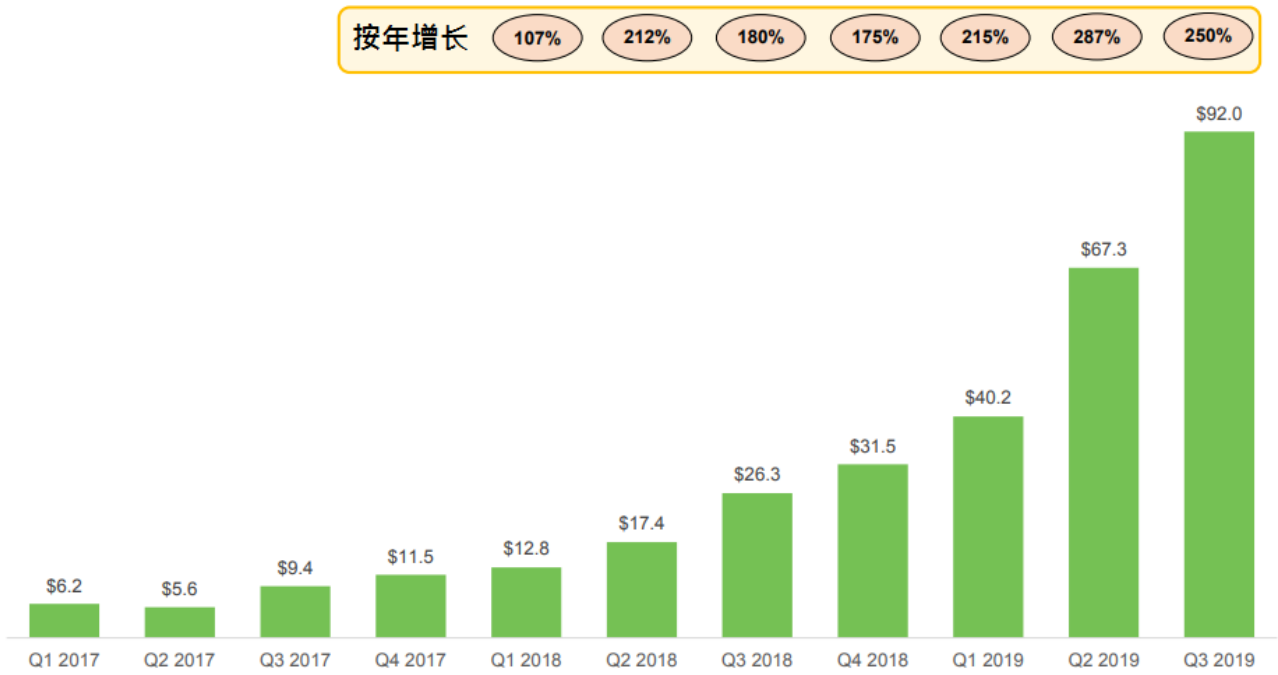
数据源：Green Queen

Beyond Burger 是世界上第一个植物汉堡，其外观、肉味、消费者体验与动物肉提供的相近，而且没有转基因生物、大豆或麸质。

3.3 收入快速增长

2019 年第三季度的净收入达到 9,200 万美元，相对于 2018 年第三季度的净收入 2,630 万美元，增长了 250%。净收入增长主要是由于 Beyond Meat 在零售、餐厅和餐饮服务渠道的销量增加，以及战略合作伙伴、国际客户以及现有客户的需求持续增长。

图 44：季度收入持续增长



数据源：Beyond Meat

➢ Beyond Meat 的广泛推出

目前，其产品主要在美国和加拿大以及其他几个国家/地区提供约 58,000 个分销点，可通过主流杂货店、销售商和零售商渠道以及餐厅、餐饮服务网点和学校等地方销售。它拥有不断增长的知名零售和餐饮服务客户群。

图 45：增长动力于上市后仍然强劲

	上市时	2019年10月	增速
分销点(全球)	**~30,000**	**~58,000**	***93%***
零售	~17,000	~28,000	*65%*
餐饮服务	~12,000	~23,000	*92%*
国际	~1,000	~7,000	*600%*

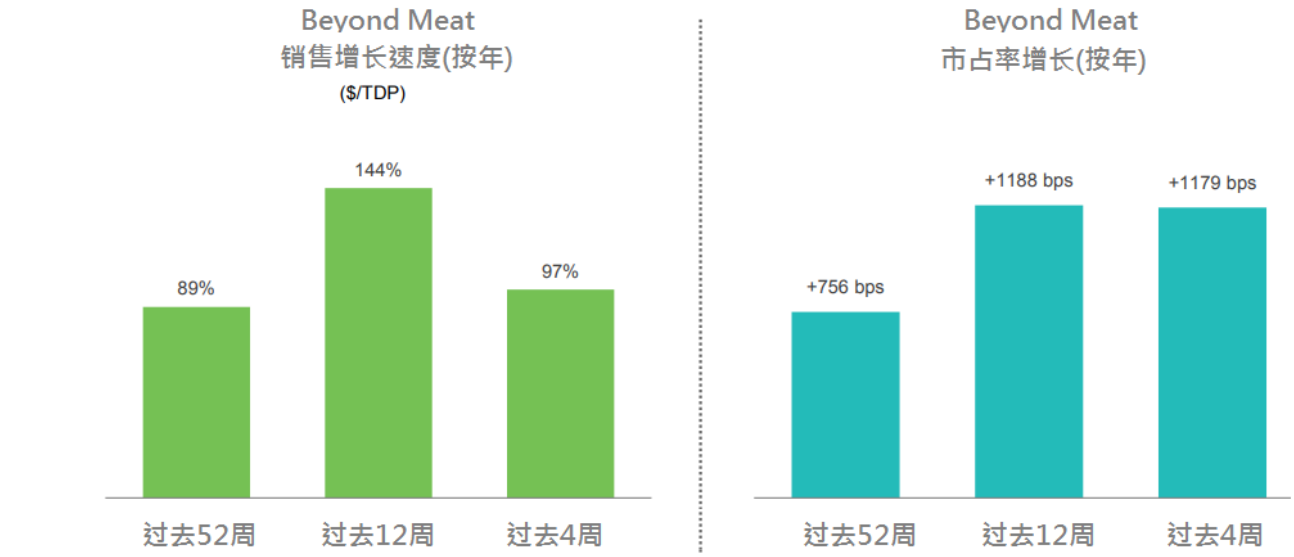
数据源：Beyond Meat

➢ Beyond Meat 现有客户的需求持续增加

公司强调，第三季度销售速度强劲，增长 144%，市场份额同比增长 1,200 个基点，这表示 Beyond Meat 除了

录新的分销点扩张外，现有分销点的销量亦正增加。

图 46：Beyond Meat 品牌在美国零售业保持了强劲的发展势头



数据源：Beyond Meat

3.4 产能扩展以满足需求增长

管理层表示，Beyond Meat 已获得足够的原材料、合作制造和内部挤压能力，足以满足 2020 年有机会高至约 10 亿美元净收入的需求。

图 47：Beyond Meat 产品的制造过程

数据源：Beyond Meat

首先，将包含豌豆蛋白的干混料在 Beyond Meat 的生产设施中合并。然后，干混物进入 Beyond Meat 的挤出机，在其中加入水和蒸汽。然后，通过加热、冷却和压力变化将蛋白质编织在一起。随后将编织成的蛋白质切成小块，以加快冷冻过程并协助最终制造过程。冷冻的蛋白被用作 Beyond Meat 所有产品的基础。接

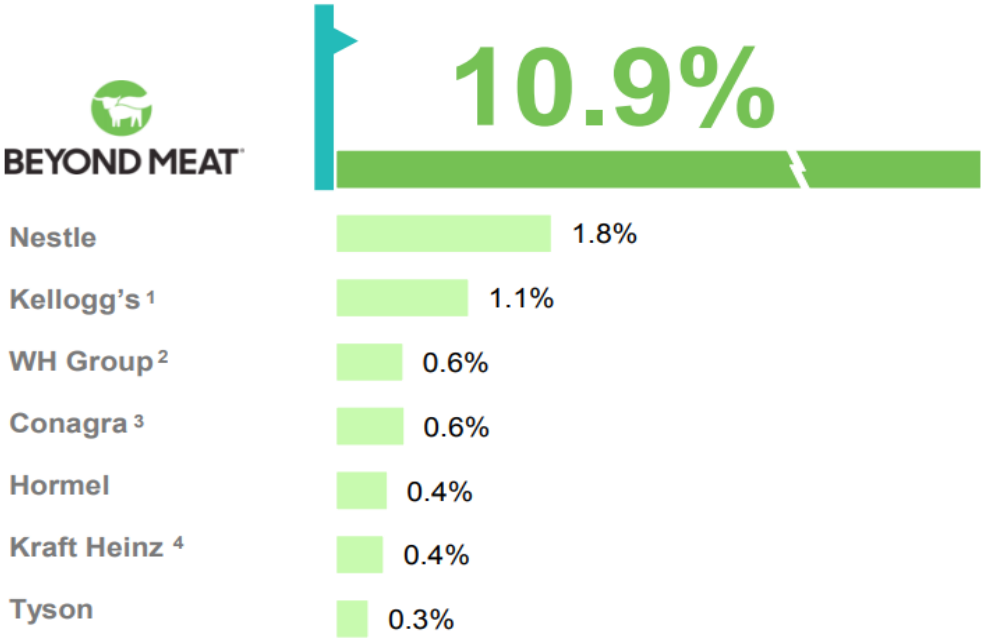
下来，Beyond Meat 的合作制造商通过结合调味剂和其他成份来进一步加工冷冻的蛋白，然后制造商准备产品包装，然后将其运输到商店。

为了避免瓶颈，Beyond Meat 宣布已与 Zandbergen World 的 Finest Meat 扩大合作伙伴关系，以在 Zandbergen 在荷兰兴建的新制造工厂生产该品牌的创新植物肉。该设施预计将于 2020 年第一季度竣工，是次制造合作伙伴关系将标志着 Beyond Meat 在美国以外的首个生产能力。预计本地化生产将减少品牌的运输路径，同时提高 Beyond Meat 向欧洲各地的客户提供产品的速度。该合作伙伴关系有望创建更多基础设施，以支持不断增长的需求以及达成 Beyond Meat 成为全球蛋白质公司的愿景。

3.5 创新和新产品发布以支持未来的增长

Beyond Meat 拥有由经验丰富的科学家团队所领导的创新战略。他们与内部厨师和食品技术人员无缝合作，以确保在口味、质地和其他感官方面达到最佳质量。于 2018 财年，公司将净收入的 10.9%用于研发，与同行相比，其研发投放较高。实际上，Beyond Meat 在创新方面成效显著。 Beyond Meat 最近宣布发布「Beyond Burger 2.0」，这是其标志性 Beyond Burger 产品的新改良版。汉堡肉饼经过重新配制，具有更肥美的口感和质感，由豌豆、绿豆和大米蛋白新混合而成的，具有更多纤维和嚼劲，同时其饱和脂肪含量也较低，亦为犹太洁食，并且与原始的产品一样不含麸质、大豆和转基因成分。同时，Beyond Meat 还定期发布新产品，从而可以扩展产品线并通过改善客户体验来增加客户忠实度。

图 48：研发占 Beyond Meat 净收入的百分比(最新财年)

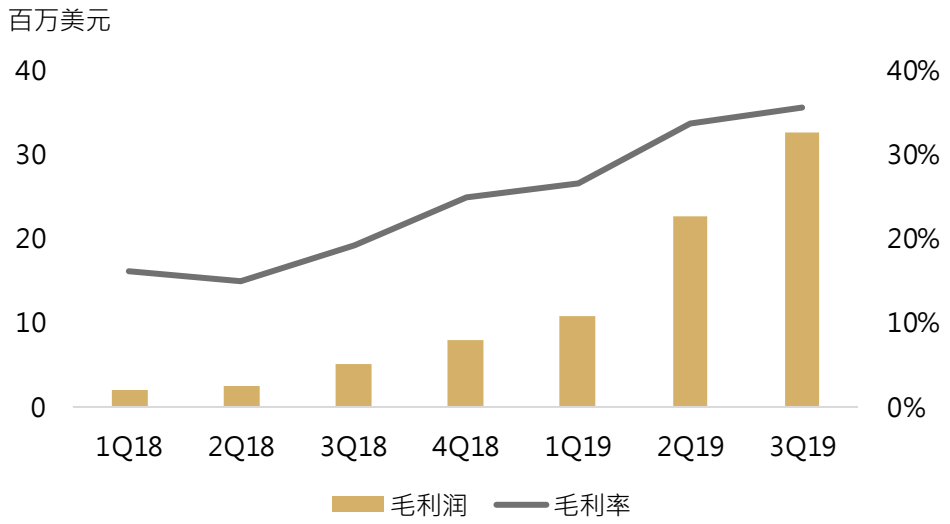


数据源：Beyond Meat

3.6 毛利率扩张

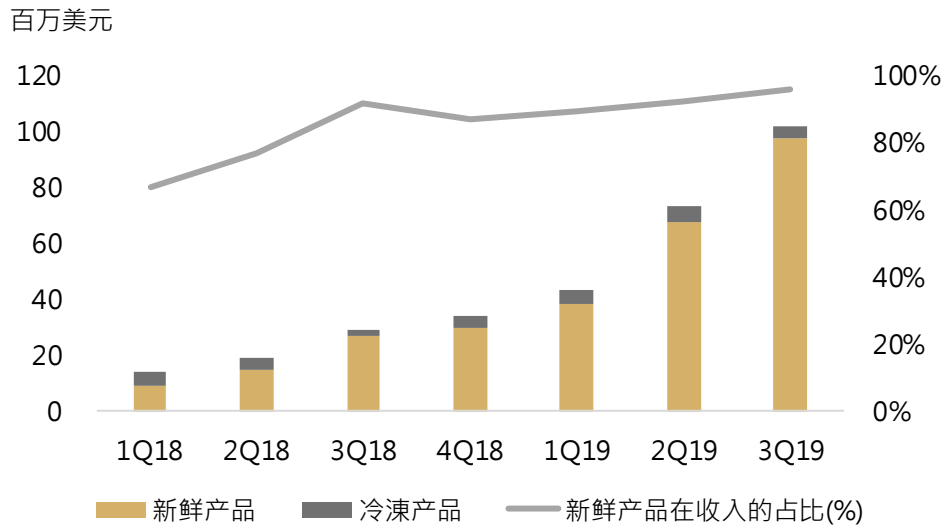
2019 年第三季度的毛利润为 3,280 万美元，毛利率为 35.6%，而 2018 年第三季度的毛利率为 19.2%。毛利润和毛利率的增长主要归因于所售产品数量的增加，因而具有更高的经营杠杆，同时，售价更高的新鲜产品的占比录提升。

图 49：毛利润和毛利率



数据源：Beyond Meat

图 50：新鲜产品的销售占比增加

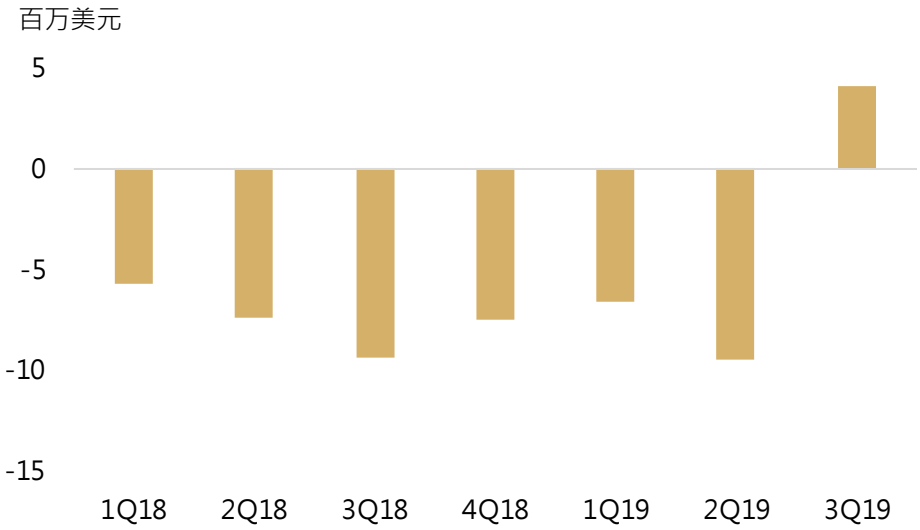


数据源：Beyond Meat

3.7 自 2019 年第 3 季扭亏为盈

20 19 年 3 季度的净利为 410 万美元，而 2018 年 3 季度的亏损为 930 万美元。净利增加是由于净收入同比增长以及由此带来的毛利润增长部分抵消运营支出增加，后者增加主要是因为集团扩大制造及供应链所作出的支出，以及与上市相关的行政费用增加，加上对创新和营销能力的持续投资。

图 51： Beyond Meat 净利



数据源：Beyond Meat

全球扩张以打入国际替代肉市场

Beyond Meat 与 A&W Canada 的合作成功说明了国际间对替代肉的需求增加，目前，Beyond Meat 已通过澳州、智利、欧盟、香港、以色列、中东、新西兰、韩国和台湾的分销商在全球进行分销，使其成为目前可在全球范围内使用最广泛的植物肉品牌之一。

4. 投资观点

虽然 Beyond Meat 的商业概念新颖，但其高估值能否持续一直受到市场质疑，毕竟其 2021 年预测 PE 仍逾 100 倍，加上有着以下风险，投资者应保持审慎。

➢ 最近其主要竞争对手 Impossible Food 在零售渠道推出产品，以及现有植物蛋白生产商(例如 Tyson、Kellogg's、Lightlife、Nestle 和 Hormel 等)正计划推出新产品，这或影响 Beyond Meat 产品的销售。尽管 Impossible Food 和 Beyond Meat 是植物肉行业中增长最快的公司，但以动物蛋白闻名的 Tyson 将在替代肉范畴上作出竞争，鉴于后者在整个供应链已建立完善的全球联系，我们认为这类型的国际品牌有机会成为 Beyond Meat 真正的威胁。

➢ Beyond Meat 相对于动物肉类高企的平均售价能否维持为不确定因素。目前，Beyond Meat 的产品相对于动物蛋白而言具有很高的溢价。根据 Barron 的调查，发现在 Whole Foods，Beyond Burger 的售价约为每磅 12 美元(两个 4 盎司的肉饼的零售价为 5.99 美元)。 Whole Foods 365 品牌蔬菜汉堡肉饼的售价为每磅 6.40 美元，而牛肉碎的价格为每磅 5 美元。Beyond Meat 的 Beyond Sausage 产品售价为每磅 10.30 美元，比同类猪肉香肠高 70%。 鉴于目前产品价格已属高昂，Beyond Meat 的平均售价似乎不太可能进一步上涨。同时，当消费者不愿为植物性肉持续付出溢价时，这将损害公司的收入。

➢ 来自快餐的需求增长并非必然。近年，快餐为 Beyond Meat 产品快速推出的增长引擎之一，但是，我们认为，在限定活动过后，并非所有快餐都继续提供 Beyond Meat 产品。例如，Tim Horton 最近宣布从其加拿大约 40%的销售点撤回 Beyond Meat 产品。同时，Beyond Meat 还面临来自其他公司的竞争，包括 Impossible Foods 已与 Burger King 达成了在美国销售植物肉汉堡的协议。

表 7：同业数据比较

股票名称	股票号码	收市价	FY19E 市盈率	FY20E 市盈率	FY21E 市盈率	FY19E 市销率	FY20E 市销率	FY21E 市销率	FY19E 市账率	FY20E 市账率	FY21E 市账率
Beyond Meat	BYND	75.2	NA	217.4	117.9	16.8	9.9	6.6	13.0	13.2	9.8
Tyson Foods	TSN	87.5	12.8	11.8	10.8	0.7	0.7	0.7	2.0	1.8	1.9
Kellogg	K	66.2	17.0	16.5	15.7	1.7	1.7	1.7	7.4	6.5	5.8
Kroger	KR	28.2	12.7	12.1	11.7	0.2	0.2	0.2	2.5	2.2	2.0
Shake Shack	SHAK	59.1	90.2	93.6	71.1	3.7	3.0	2.5	8.0	7.1	6.1
McCormick	MKC	166.5	31.1	29.9	28.3	4.1	4.0	3.9	6.3	5.6	5.0
General Mills	GIS	51.7	15.4	15.0	14.8	1.8	1.8	1.8	3.8	3.5	3.2

数据源：彭博

数据截至 2019 年 12 月 12 日

平安好医生 (1833.HK)

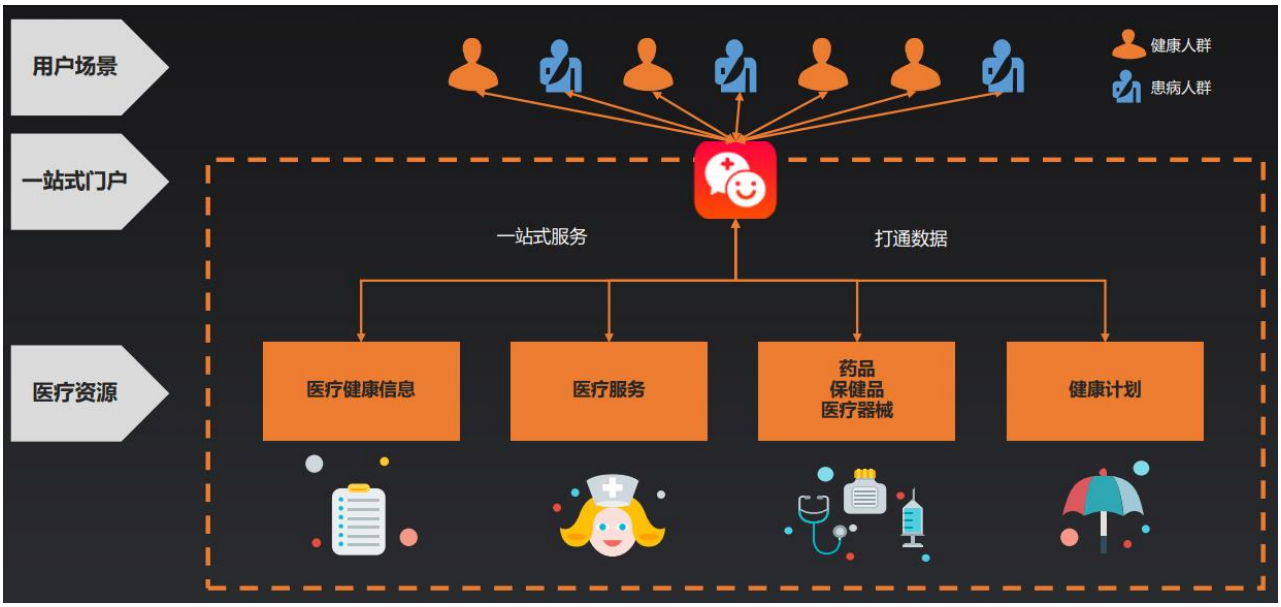
「在过去四年，我们已经积累了四项核心能力-人工智能、大数据、经验丰富的内部医生团队以及运营效率」

--- 平安好医生董事长兼首席执行官王涛

1. 公司简介

平安好医生是中国互联网医疗行业的先行者，以平均月活跃客户和日均在线咨询量计，集团运营全国最大规模的互联网医疗健康平台。平安好医生依托自有的全职医疗团队及自主研发的 AI 辅助诊疗系统，向用户提供及时的、高质量的医疗服务，涵盖 7×24 小时(24 小时每日，7 天每周)在线咨询、处方、转诊、挂号、第二诊疗意见及 1 小时送药等全流程服务。同时平安好医生通过不断完善的全国乃至全球医疗网络，为用户提供广泛的医疗健康服务和产品，以及个性化的健康管理计划。截至 2019 年 6 月 30 日，集团自有医疗团队达到 1,193 人。鉴于中国的医疗保健服务行业规模庞大且发展迅速，但结构有待改善，集团作为行业领导者可以利用其广泛的网络、自有的全职医疗团队及 AI 技术以把握行业机遇。

图 52：平安好医生到底是做什么的

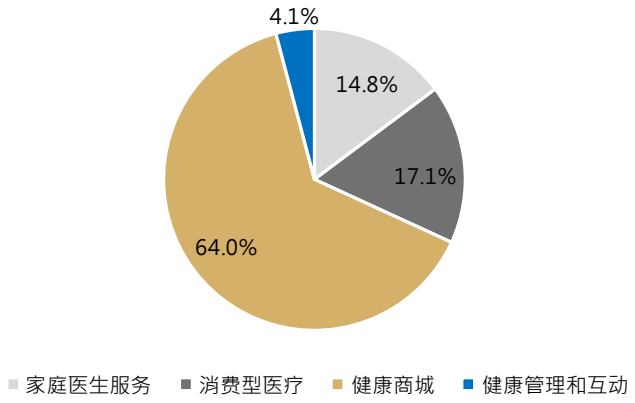


数据源：平安好医生

集团的使命是建立世界上最大的医疗保健生态系统，并通过技术推动健康生活。平安好医生的家庭医生服务以及服务网络使其成为至关重要的在线平台和丰富的医疗生态系统。总而言之，公司用户群的广度和深度以及用户参与度、技术能力和服务提供商网络构成了竞争对手的进入壁垒。

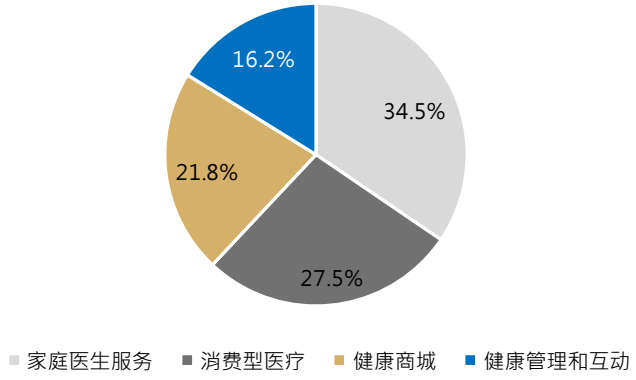
2. 公司概况

图 53：2019 年上半年收入



数据源：平安好医生

图 54：2019 年上半年毛利



数据源：平安好医生

集团的解决方案主要包括以下业务分部：

- 家庭医生服务

集团的人工智能辅助自有医疗团队及外部医生透过其合作医院网络提供家庭医生服务，主要包括在线咨询、转诊及挂号、住院安排及二次诊疗意见。

- 消费型医疗

集团提供多种整合医疗健康机构服务的标准化服务组合，以满足用户持续性、预防性及其他健康相关需要，如体检、基因检测及医美。

- 健康商城

集团的健康商城提供多元化及不断变化的产品类别，包括医疗健康产品(如药品、健康营养品及医疗器械)、健身产品(如健身设备及配件)、个人护理用品以及其他产品。

- 健康管理和互动

集团制订各种健康计划、工具及活动，并向用户推荐个性化内容以协助保持健康的生活方式。

2.1 在线医疗

集团主要通过自主研发的 AI 辅助诊疗系统协助其自有医疗团队，为用户提供涵盖 7x24 在线咨询、转诊、挂号、在线购药及 1 小时送药等医疗服务，并以自有医疗团队为核心提供多元化的一站式会员服务类产品。截至 2019 年 6 月 30 日，集团的自有医疗团队达 1,193 人，并进行了 5.26 亿次在线咨询。平均每日咨询量达到 656 千人次，同比增长 23.5%。

图 55：家庭医生服务的界面

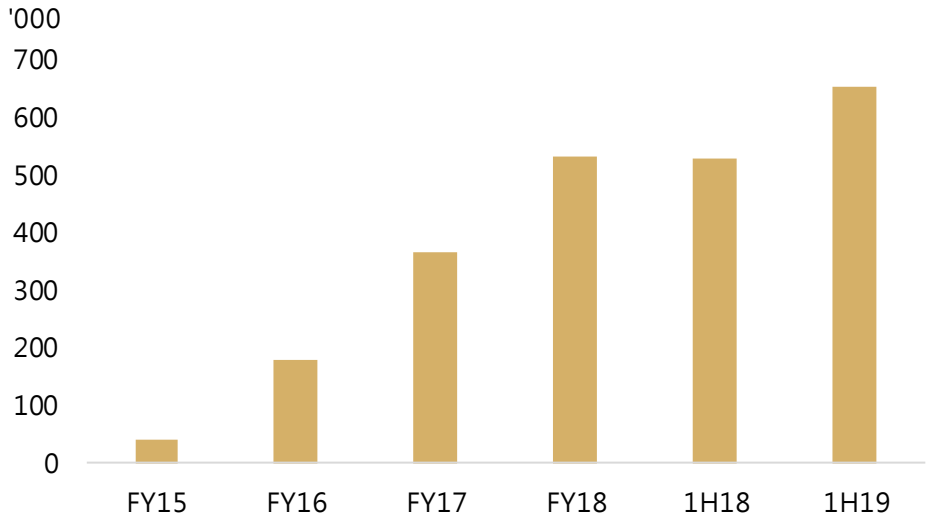
数据源：平安好医生

- 服务种类

在线咨询

集团于 2015 年 4 月开始提供在线咨询服务，以解决用户以经济及方便的方式评估健康状况的需求。集团的在线咨询服务包括医疗咨询及健康咨询。集团的医疗咨询涵盖全方位病情和病例咨询，主要专注于高血压、糖尿病、过敏症及肠胃炎等常见病和慢性病。用户首先通过文字、图片或语音描述其症状。随后，集团的智能路由系统会根据症状描述及其医疗记录自动生成医师名单供用户选择。用户可按科室浏览医生库，自行选择医生。

图 56：日均咨询量



数据源：平安好医生

转诊、挂号及住院安排

集团为用户提供转诊、挂号及住院安排服务，方便用户在集团医院网络内就诊。集团的平台提供医院数据库的便利入口，其中包含科室清单及其医生简历、专长及挂号情况等详情。集团的平台亦能根据用户的病症描述向其推荐相关的医院及医生。集团或直接与医院合作接入其挂号系统或向第三方中介公司支付 API 连网费登录其附属医院的挂号系统。

二次诊疗意见服务

集团会协助想要寻求先前应诊医生以外之医生的二次诊疗意见的用户，以便在作出更重要医疗决定前获取更多信息或见解。

图 57：在线咨询体验

数据源：平安好医生

- 医疗资源

截至 2019 年 6 月 30 日，集团的自有医疗团队达 1,193 人；签约合作外部医生(均为三级甲等医院副主任医师及以上职称)5,324 名。

- 医院网络

平安好医生之合作医院数超 3,000 家，其中三级甲等医院超 1,400 家；合作线下药店超 3.2 万家，较 2018 年末增加 1.6 万家；零售药店云网络覆盖超 200 个城市。

- 发展方向

与商业保险的合作及会员制是在线医疗商业化的重要方向，是目前集团在线医疗板块的主要收入来源。截至 2019 年 6 月 30 日，集团的付费会员产品累计服务会员超 140 万。

2.2 消费型医疗

集团精准对接用户的健康需求，为个人及企业客户提供涵盖体检、医美、口腔及基因检测等标准化健康服务。基于用户的检查结果和电子健康档案，集团还为用户提供检查报告解读、线下复检等增值服务，从而帮助用户提升健康水平。集团持续整合在线线下服务资源，为用户提供日益完善的一站式医疗健康服务。

图 58：体检、基因检测、医美及口腔卫生服务组合的界面

数据源：平安好医生

截至 2019 年 6 月 30 日，集团的医疗健康服务供货商网络覆盖 400 家中医诊所、超 1,600 家体检中心、超 1,700 家牙科诊所和超 150 家医美机构。

2.3 健康商城

集团的健康商城业务作为健康服务的重要内容，通过自营和平台两种模式运营，在线为用户提供覆盖中西药品、营养保健、医疗器械、母婴育儿及运动健身等众多品类的商品。在平台模式下，集团的平台促成平台卖家与消费者之间的交易。该等平台卖家主要包括连锁药店(如北京国泰永康大药房有限公司、北京好药师大药房连锁有限公司及广东健客医药有限公司)以及海外购物服务提供商。

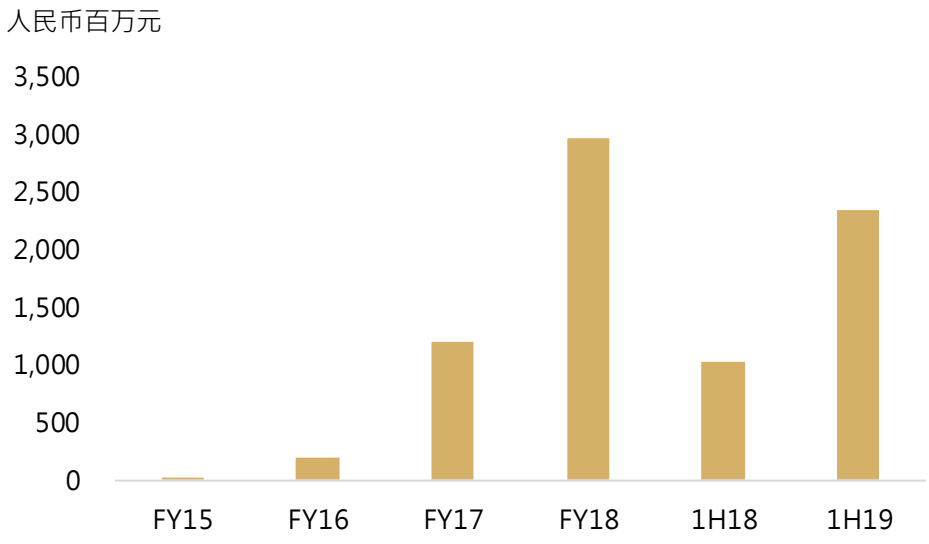
截至 2019 年 6 月 30 日，健康商城合作商户近 1,300 家，覆盖商品 SKU 约 70 万个，较 2018 年同期分别增加约 350 家和约 5.7 万个。

图 59：健康商城的界面

数据源：平安好医生

于 2019 年上半年，商城订单成交金额(GMV)达 23.4 亿元人民币，按年增长 129.2%。

图 60：商城订单成交金额(GMV)

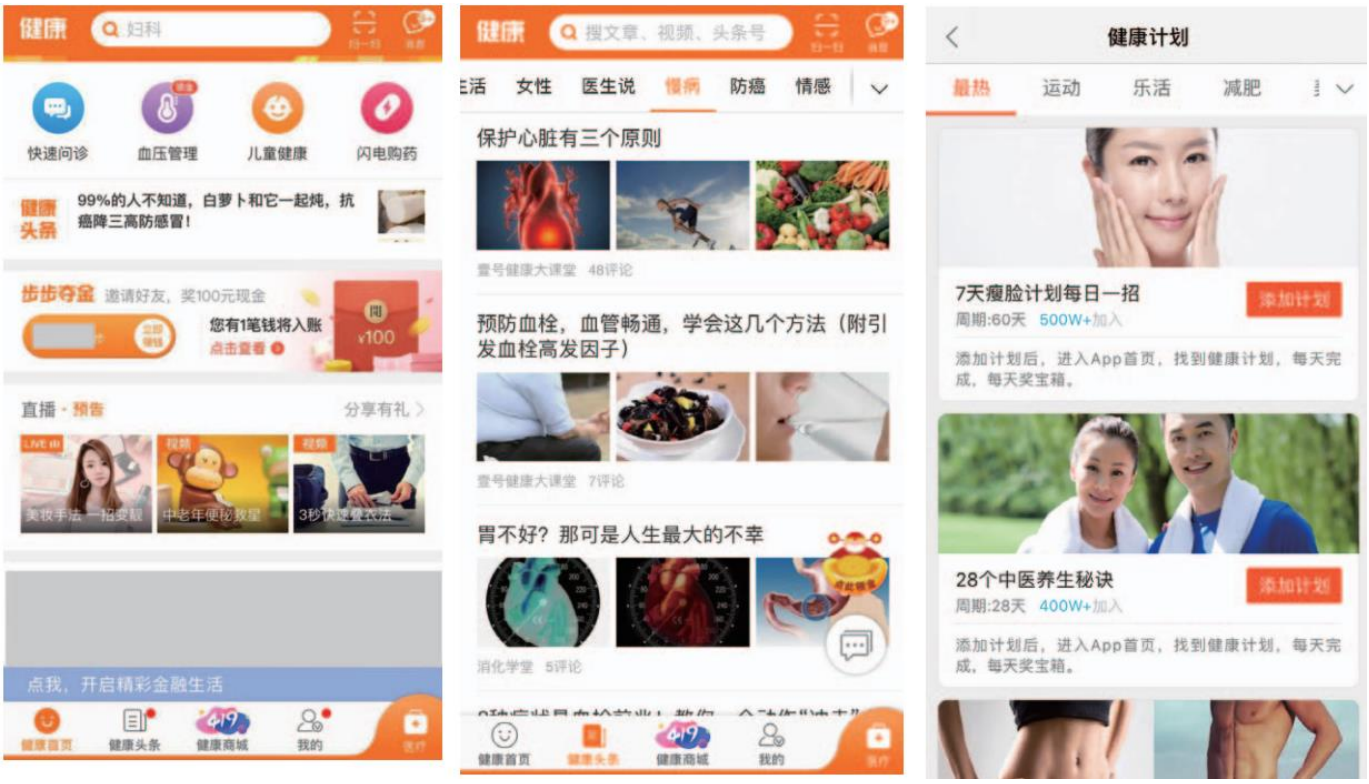


数据源：平安好医生

2.4 健康管理和互动

集团的健康管理和互动平台旨在提高用户的健康意识及培养健康生活方式，以及刺激用户持续关注平台从而保持客户忠诚度。

图 61：健康管理和互动业务的界面



数据源：平安好医生

集团的广告客户涵盖拜耳、琼森、华润三九、西安杨森和汤臣倍健等国内外知名医药企业。集团基于用户上传的健康数据及在平台的行为数据，对用户进行精准画像和个性化信息展示。同时，集团通过推荐引擎，预测用户的潜在兴趣与爱好，设计及优化健康计划、测试和课程，将相关产品和服务推送给精准用户。

3. 投资亮点

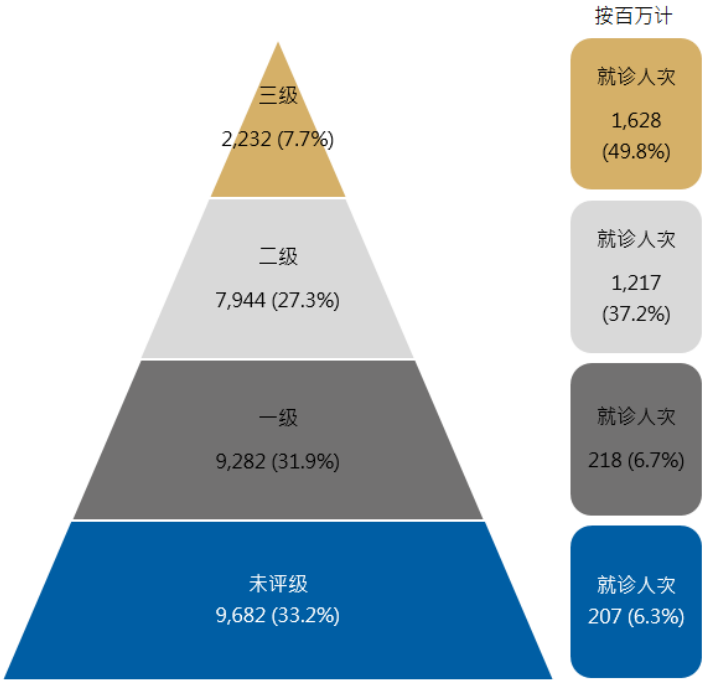
3.1 有能力解决中国医疗行业的结构性问题

目前中国医疗健康服务市场的缺点

1. 中国优质医疗资源的稀缺及分布不均

由于中国优质医疗资源主要集中在三级医院，病人不论其病情严重程度如何，往往更愿意在该等医院寻求医疗健康服务。故此，根据弗若斯特沙利文的报告，于 2016 年，占中国医院总数仅 7.7%的三级医院共承担了全国 49.8%的医疗咨询量。

图 62：医疗资源与诊断需求严重倒置，2016 年



数据源：平安好医生

2. 患者医疗服务体验差

医疗资源供需不匹配导致中国医疗健康服务市场另一个劣势，即患者医疗服务体验差。根据弗若斯特沙利文的报告，2016 年中国的病人平均花三个小时用于门诊就诊，当中专用于为病人诊症的实际时间平均仅占 4.4%或八分钟。

3. 社会医疗保险资金的预期不足

根据弗若斯特沙利文的报告，社会医疗保险开支的增长速度已超过其收益增速。如果没有实施及时有效的成本控制措施，社会医疗保险预期于 2020 年出现资金短缺，并且该短缺将于 2026 年扩大到超过 2.3 万亿元人民币。

中国医疗健康服务行业的未来趋势

1. 私营医疗健康服务增加

随着中国医疗健康服务行业开放予私人资本及有利的政策支持，私营医院最近急速扩张。未来数年，预期更多私营资本将参与医院营运，专注于大众或优质医疗服务市场。私营医疗健康服务提供商预期进一步分流来自大型公立三级医院的病人，并减少在医疗咨询上花费的平均时间。

2. 商业保险兴起

由于中国社会医疗保险仅补偿病人的部分医疗开支，私营医疗保险公司极有条件填补此开支缺口。预期商业保险将于未来十年逐渐增加，并于中国医疗健康服务市场扮演积极的角色。预期蓬勃的商业保险市场将有助中国减少对社会医疗保险的过分依赖，从而减少其所面对的潜在赤字风险。

3. 互联网医疗健康的发展

互联网医疗健康是由互联网科技支持的相对较新的医疗健康服务，其主要涉及在线咨询、健康管理、药品 B2C 业务、在线广告及营销推广、保险合作以及病人导引。受惠于互联网技术，互联网医疗健康为使用医疗健康服务提供方便及安全的途径，弥补了中国稀有且分布不均的医疗资源与日益增长的医疗健康需求之间的巨大缺口。此外，透过大数据分析及人工智能等科技创新，预期互联网医疗健康将缩短传统诊症程序及减少病人与医疗相关的成本，从而预期减少中国社会医疗保险的财务负担。

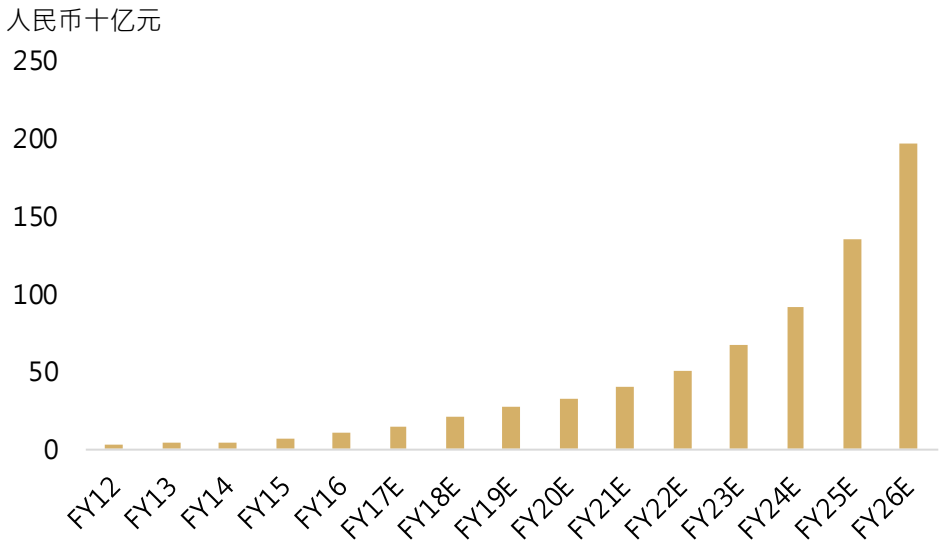
解决中国医疗健康服务市场的结构性问题

平安好医生凭借着自建医疗团队积累的在线问诊大数据，再加上人工智能技术，能降低传统医疗误诊率、提升医疗资源使用效率，精准匹配医患需求，最大程度简化医生工作流程，解决市场痛点，故可把握市场未来机遇。

3.2 行业增长的最大得益者

根据弗若斯特沙利文的资料，中国互联网医疗健康市场规模从 2019 年到 2026 年，复合年增长率有望达到 32.9%，市场规模于 2026 年达到 1,980 亿元人民币。

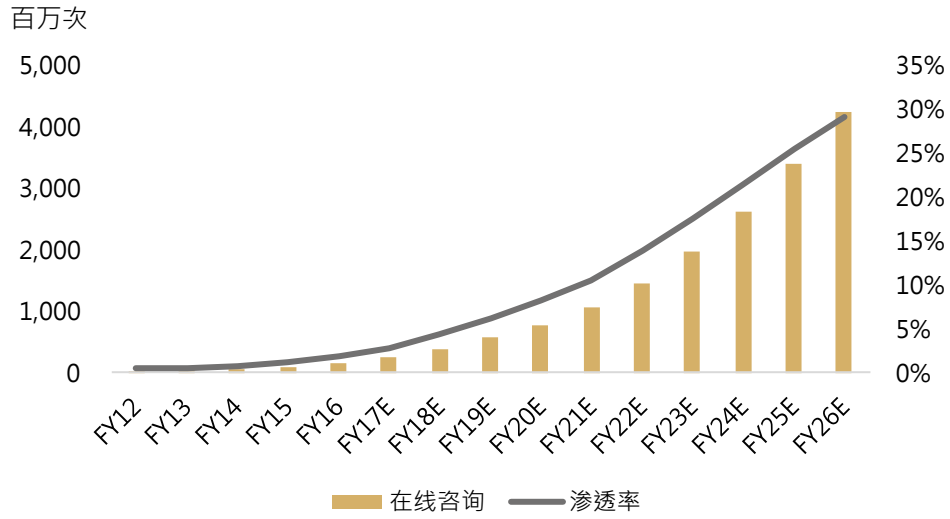
图 63：中国互联网医疗健康市场规模



数据源：平安好医生

由于内地医疗服务体验差、家庭普通医生的普及率低，加上移动互联网技术的发展及该技术向医疗健康服务行业的日益应用渗透，预期互联网医疗健康将在中国颠覆传统医疗健康服务行业，并在患者寻求和接受医疗健康服务的模式上触发转变。

图 64：中国在线咨询的数量



数据源：平安好医生

根据弗若斯特沙利文的资料，互联网医疗健康服务比传统的线下医疗健康机构提供更方便的医疗护理和省时有效的诊断。因此，在线咨询数目预期由 2016 年的 1.4 亿增至 2026 年的 42.3 亿次，复合年增长率为 39.8%。于 2026 年，在线咨询总量预期占在线及线下咨询总量的 29.2%，2016 年为 1.8%。

图 65：平安好医生之生态系统

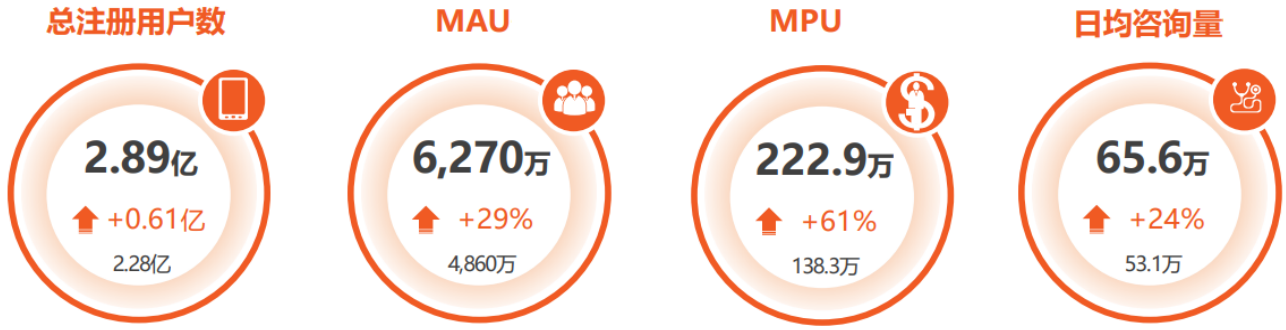
数据源：平安好医生

通过提供具有「AI 医生+专职医疗团队+外部医疗资源」独特模型的一站式门户，帮助消费者与患者连接到全国的在线及线下医疗健康资源。集团提供全面的医疗及健康服务，包括家庭医生服务、消费型医疗服务、健康商城以及健康管理和互动服务。集团在当用户需要医疗服务时及想要保持健康时识别用户需求。作为对用户需求的响应，集团提供家庭医生服务，包括主要由自有团队提供的覆盖多种情况的在线咨询服务，主要专注于常见和慢性疾病以及转诊及挂号服务。除此之外，集团与医院及其他医疗健康提供商建立了庞大网络的合作，涵

盖约 3,000 家医院、超 1,600 家体检中心、超 1,700 家牙科诊所、超 150 家医美机构，使用云诊所系统的诊所超 47,000 家；合作线下药店超 3.2 万家，较 2018 年末增加 1.6 万家；零售药店云网络覆盖超 200 个城市。

平安好医生拥有完善的生态系统，是中国互联网医疗保健市场的市场领导者，在平均日活跃客户 DAU 和月活跃客户 MAU 方面排名第一。集团于 2018 年的月活跃客户达 54.7 百万名，为行业 2-10 位 APP 的 MAU 总和；日均咨询量为 53.5 万，为一个大型三甲医院的日咨询量。截至 2019 年上半年，集团注册用户数达到 2.9 亿人，较 2018 年末增加 24.1 百万人，过去 12 个月，累计增加 61.3 百万人；2019 年 6 月月活跃用户数和月付费用户数分别达 62.7 百万人和 2.2 百万人，同比分别增长 29.0%和 61.2%。

图 66：平安好医生 2019 年上半年之运营数据



数据源：平安好医生

3.3 互联网+医疗

凭借集团人工智能辅助的自有医疗团队，集团的解决方案可让患者节省医疗服务的花费及时间。在使用 AI 助手之前，一位医生每小时只能为 5 名患者提供咨询服务，但是在 AI 的帮助下，患者人数将跃升至 40 名。因此，在 AI 协助下的平安好医生内部医疗团队解决方案使患者能够节省医疗服务的金钱和时间。

当用户在集团的移动平台使用在线咨询服务，并通过集团的消费型医疗网络接受线下服务时，集团持续收集及更新其用户的健康相关数据，包括基本信息及在线咨询记录，以为集团的每名用户建立一套个人化电子健康档案，从而使集团能够在需要时为每名用户提供个性化医疗健康解决方案。随着用户持续不断地使用平安好医生在线问诊服务，截至 2019 年 6 月末，集团累积了约 5.3 亿人次咨询数据，加上在深度学习技术、NLP(Natural Language Processing，即自然语言处理)技术、知识图谱和大数据超算平台方面的持续投入，平安好医生的 AI 辅助诊疗系统持续优化，已应用到自有医疗团队全部科室及全国近 150 家线下医院，协助自有医疗团队和线下医院实现医疗信息自动化和医疗流程标准化，提升问诊效率。

一分钟诊所

早在 2018 年，平安好医生展示了一家小型的无人诊所，采用人工智能。患者可以坐在三平方米的诊所中，在问诊时，首先接诊的是 AI 医生，通过 AI 技术将患者病情基本情况梳理清楚后，系统自动转接到相应科室的真人医生那里，真人医生再根据患者病情进行诊断、对症下药。AI 医生承担了真人医生助手的角色，有效地提高了问诊效率。这也是集团实现快速问诊的关键所在。诊断完成后，患者还可以从附近的智能药品柜中购买 100 多种常用药品。

图 67：平安好医生的一分钟诊所

数据源：平安好医生

平安好医生相关负责人表示，「一分钟诊所」已在大中型企业、大型小区、连锁药店等人流密集场所进行商业运营，丰富的应用场景有效弥补了基层医疗资源的区域性短缺。未来，「一分钟诊所」还将在学校、景区、商场、高速公路服务站等公共服务场所普及，并将结合平安好医生线下合作的 3,100 多家医院、6 万多家基层诊所，打造「城市一公里医疗服务圈」，快速满足城市居民实时医疗健康需求。

平安好医生「现代华佗」

平安好医生推出辨识「脉象」的智能手环，用家只需把手腕平放在手环内，即可启动脉诊测试。这手环是平安好医生「现代华佗」系统的其中一部分，负责智能脉诊仪，它能将测试完的脉诊结果和图形数据自动传递给用户手机和系统云端的中医医生，辅助医生进行诊疗。「现代华佗计划」可以对应中医问诊流程的「望闻问切」，包括智能舌诊(望)、智能闻诊(闻)、智能问诊(问)、智能脉诊(切)，可模拟中医在诊前开展询问，进行望闻问切四诊病史收集，通过综合分析和推理诊断，将分析结果传送到医生工作台，并智能化推荐中药处方，供医生参考选择，有效提升患者就医体验。

图 68：平安好医生能辨识「脉象」的智能手环

数据源：平安好医生

3.4 在线线下布局

集团正加速线下布局，和保险公司密切衔接，未来发展新型商业保险医疗模式。同时，集团于 2018 年 10 月完成了万家医疗的收购，借此布局线下网络，完善在线线下服务死循环，为用户提供一体化的服务。

图 69：平安好医生之在线线下布局

数据源：平安好医生

互联网医院云平台

集团利用成熟的互联网平台运营能力，领先全球的 AI 辅助诊疗系统，通过和当地医院合作，建立互联网医院云平台，协助政府建立有效的分级诊疗体系，为政府增效，为医院赋能。截至 2019 年 6 月 30 日，集团已与近 50 家线下医院达成战略合作协议，并逐步开展集在线诊疗平台、处方共享平台、商保医保支付平台三合一的互联网医院管理平台建设。平安好医生充分结合全国各级政府及医疗机构的现状，制定出不同的需求方案，助力各级政府建立高效、有序、安全的管理平台，打通医疗、医药、医保系统，提升行业效率，实现并贯彻政府对互联网医院的政策和要求。2019 年 7 月，集团与浙江省衢州市卫健委签署战略合作协议，为受其管辖的所有医院共建互联网医院。随着生态网络不断扩张，集团在为合作伙伴提供从服务、运营到技术全方位赋能的同时，线下渠道的拓展更为其在线平台带来了可观的流量，以及潜在的付费用户，为进一步加快互联网平台变现蓄势。集团的生态网络整体效能正快速提升，为用户提供更丰富医疗健康服务的同时，全面支撑各项业务的快速发展。

门诊云平台

集团于 2018 年 10 月完成了万家医疗的收购，借此布局线下网络，完善在线线下服务死循环，为用户提供一体化的服务。截至 2018 年 12 月 31 日，使用万家云诊所系统的诊所近 47,000 家。

于 2018 年收购万家医疗具有以下重大的战略意义：

- 加速线下布局，打造基层医疗线下流量入口
- 完善在线+线下家庭医生服务死循环
- 拓展服务范围，推进一公里医疗服务圈
- 整合诊疗数据，提升家庭医生智能问诊水平
- 在线线下服务死循环，推进与保险的全面合作

零售药店云网络

合作线下药店超 3.2 万家，较 2018 年末增加 1.6 万家；零售药店云网络覆盖超 200 个城市。2019 年下半年平安好医生收购海典 20%股权，后者是内地最大的连锁药店渠道 ERP/SaaS 信息服务提供商之一，覆盖逾 12 万家零售药店。

3.5 具有背靠平保的绝对优势

平安保险作为平安好医生的控股股东和战略合作伙伴，拥有广泛的客户群和分销网络。截至 2018 财年，平安保险拥有约 1.84 亿个人客户和约 5.38 亿互联网用户。平安好医生可以利用平安保险的客户网络有效营销其医疗产品并抢占市场份额。

图 70：来自平安集团的强大股东支持

数据源：平安好医生

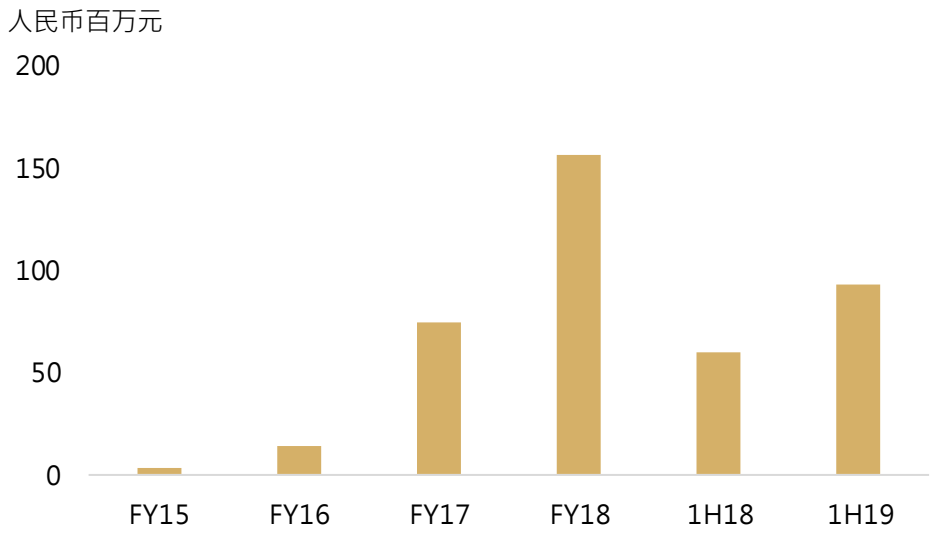
除了向平安保险保单持有人提供 An Kang and An Xiang 服务套餐外，平安好医生还于 2017 年 10 月开始试行向平安寿险投保人提供「就医 360」会员计划，并于 2018 年 1 月正式推出此项产品。在就医 360 计划下，集团协助会员安排与其医院网络医疗专家的诊断、治疗及康复服务。有关服务包括家庭医生服务，如在线咨询、医院挂号及住院安排、国内及海外二次诊疗意见服务以及随访安排。相对安康及安享服务组合，就医 360 计划提供更全面的福利，如二次诊疗意见服务、海外住院安排及购买药品优惠券。

除了利用平安集团的客户网络外，平安好医生还受益于平安的品牌效应，有助在用户中建立声誉和信任。

3.6 在线流量推动广告收入增长

对于健康管理和互动业务，平安好医生专注于扩大其用户基础，以吸引更多广告客户，并增强其在广告上的定价能力。截至 2019 年上半年，注册用户数量达到 2.9 亿，比 2018 财年增加了 2,410 万，在过去 12 个月中增加了 6,130 万；6 月活跃用户数和每月付费用户数分别达到 6,270 万和 220 万，分别同比增长 29.0%和 61.2%。借助丰富的生态系统，平安好医生能够产生用户粘性并扩展其用户基础。在线流量的增长的支持下，平安好医生广告收入持续增加。

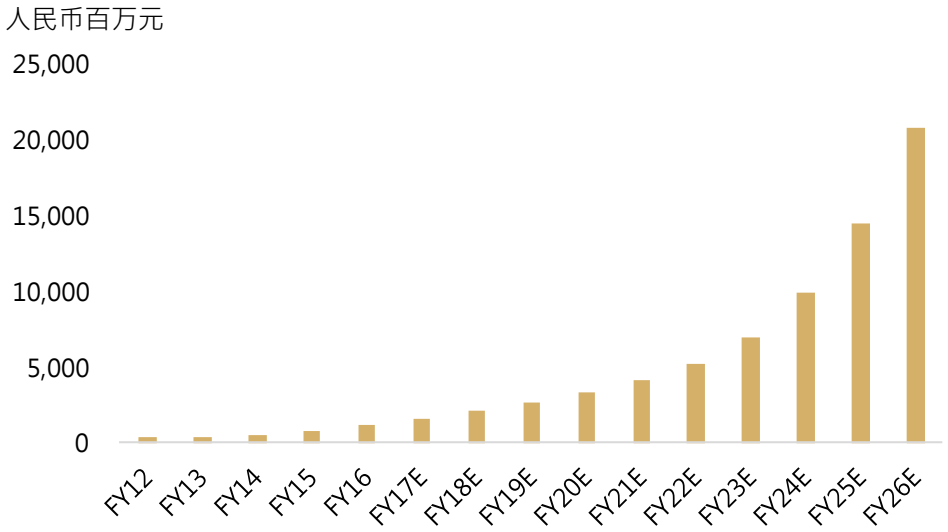
图 71：平安好医生广告收入



数据源：平安好医生

根据弗若斯特沙利文的估计，2016 年中国在线医疗广告市场为 12 亿元人民币，预计 2019-26E 的复合年增长率为 34.0%，到 2026 年将达到 208 亿元人民币。平安好医生独特的商业模式提供一站式平台将用户连接到在线和线下的医疗资源，用户体验理想，生意模式具护城河，具有潜力把握未来的巨大机遇。

图 72：中国在线医疗健康广告及营销推广市场



数据源：平安好医生

3.7 互联网医疗行业受惠国策支持

- 互联网医疗纳入医保

2019 年 8 月 30 日，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》，将「互联网+」医疗服务价格纳入现行医疗服务价格的政策体系统一管理；对符合条件的「互联网+」医疗服务，按照在线线下公平的原则配套医保支付政策。这意味着，从事在线诊疗和处方药以及从事线下互联网医院的平台运营商，均有望从中受益。我们认为，把互联网医疗纳入医保的主要原因是：1)在线医疗服务的收费一般较线下医疗服务为低，因此促进在线医疗服务的使用可减少医疗保险支出，从而有助于减轻国家的社会医疗保险赤字问题； 2)在互联网技术的支持下，在线医疗服务变得越来越普遍。由于中国近年来大力强调创新，因此推广互联网 + 医疗可算是顺理成章。

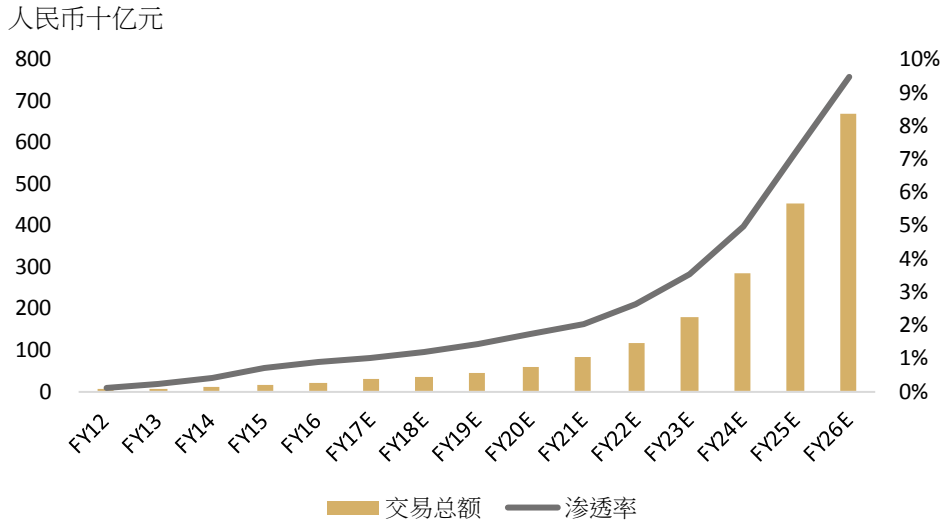
- 新《药品管理法》对网售处方药开了绿灯

2019 年 8 月 26 日，新修订的《药品管理法》经十三届全国人大常委会第十二次会议投票通过，为探索多年也争议了多年的网售处方药定了调，采用了「包容审慎」的态度，处方药在一定条件下可以通过网络进行销售。

以上两项政策都是对互联网医疗行业发展的里程碑，我们认为平安好医生于在线咨询量和全面的在线线下服务死循环等方面均处于领先地位，因此可以受惠于政策红利。实际上，在线处方药销售的许可，可让在线药品 B2C 市场可以成为平安好医生的另一个增长点。

根据弗若斯特沙利文的数据，医药 B2C 业务是中国互联网医疗保健行业不可或缺的一部分，2012 年至 2016 年的交易总额(GMV)增长了近十倍，复合年增长率为 77.2%，于 2016 年达到人民币 203 亿元。鉴于新《药品管理法》对网售处方药限制减少，预计到 2026 年，中国药品 B2C 的总销售额有望超过 6,700 亿元人民币。

图 73：经中国药品 B2C 渠道的药品、医疗设备以及营养及保健品的交易总额



数据源：平安好医生

3.8 VIP 会员计划---「私家医生」产品料成新引擎

平安好医生于 2019 年 6 月正式推出战略会员产品「私家医生」，为包括儿童、成人、老人和慢性病患者在内的广大小区提供全面的优质医疗保健服务。客户将获得一对一的私人医生服务，并可以得到由来自全国前 100 家医院各个领域的知名医生组成的专家医疗团队所提供的服务。它的服务包括 24/7 全天候在线咨询、二次诊疗意见服务、转诊、挂号及住院安排服务、健康管理和慢性病管理。

平安好医生有五种针对不同客户群的计划，价格从每月 499 元人民币(成人关爱版)到 1,999-4,699 元人民币(至尊保长辈版)不等。与竞争对手如好大夫提供的计划相比，该计划的价格具有吸引力，后者的计划最高可达人民币 1 万元(收费取决于医生资质)。 同时，就提供的服务而言，平安好医生计划具有其它优势，例如，对于老年人计划，平安好医生提供到一般保险产品不会提供的肿瘤保险。

我们认为在接下来的 3-5 年中，新推出的平安好医生 VIP 会员计划有机会成为集团的主要增长动力。该 VIP 会员计划可以准确地针对用户的需求，提供精确和个人化的医疗保健解决方案。重要的是，它还建立了牢固的信任关系以及医生患者之间的长期关系，从而使平安好医生能够更好地满足用户的需求。同时，客户可以体验到多种医疗服务，并且把健康管理方式和看诊习惯由被动转为主动。

3.9 探索更多来自第三方的机会

平安好医生 2019 年上半年的每日平均咨询量为 65.6 万，同比增长 23.5%。平安好医生将继续与商业保险合作，并向其用户提供会员产品。除平安保险之外，集团积极拓展与第三方商业保险公司及金融机构的合作，截至 2019 年 7 月末，集团与北大方正人寿、珠江人寿、民生人寿、光大银行分别签署了战略合作协议，平安好医生将依托自身优势，通过多元化的会员产品，为保险公司及金融机构实现业务模式升级、保单用户服务升级，达至双赢局面。

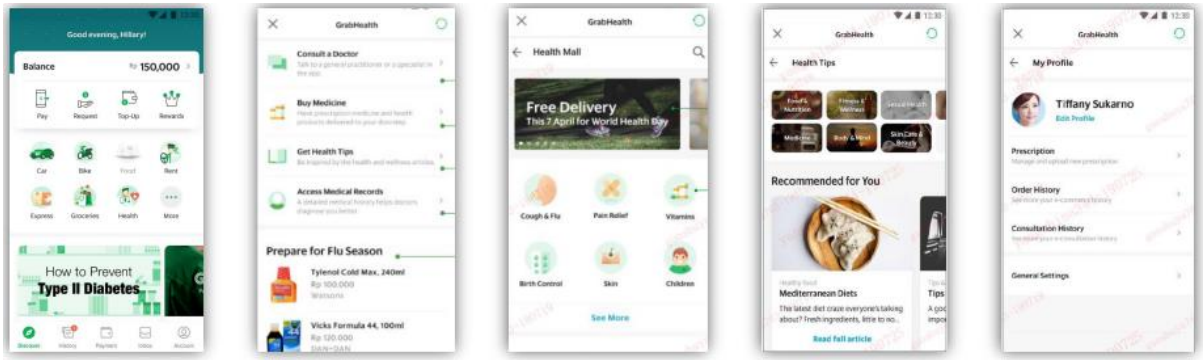
3.10 将经营模式复制至全球

在发展国内市场的同时，平安好医生还将自身强大的科技实力与丰富的互联网医疗运营经验输出到海外市场。2018 年，集团与东南亚最大的 O2O 平台 Grab 成立合资公司，以及于 2019 年与软银成立了合资公司进军日本在线医疗健康领域。

东南亚市场

在 2018 财年，平安好医生与东南亚最大的 O2O 平台 Grab 建立了合资企业，其核心能力是 1) 庞大的客户群； 2) 强大的配送团队，包括司机和代理商； 3) 领先的支付平台。在进行了全面的市场研究之后，合资企业已选择印度尼西亚作为第一个拓展东南亚市场的国家。印度尼西亚拥有东南亚近一半的人口，拥有 1.3 亿互联网用户。然而，由于当地传统医疗资源的严重短缺，该国迫切需要先进和创新的医疗解决方案。这为开发在线医疗保健提供了巨大的机会。平安好医生通过借助 Grab 的巨大流量入口实现当地市场快速覆盖，在印度尼西亚提供医疗保健服务，包括在线咨询和健康商城。

图 74：Grab 产品界面



数据源：平安好医生

日本市场

2019 年，平安好医生正式进军日本在线医疗健康领域。集团与软银成立了合资公司，并在积极开拓当地的战略合作伙伴，包括医院、医生、保险公司、药店、物流配送等。平安好医生将依托多元化的本地资源，凭借其领先的 AI 技术、先进的互联网医疗平台经验，将方便优质的医疗健康服务带给广大日本用户。

图 75：日本产品界面

数据源：平安好医生

4. 估值

表 8：平安好医生收入及净利预测

百万人民币	FY18	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
家庭医生服务	411	698	1,187	1,899	2,849	3,988	5,185	6,740	8,088	9,706
按年变化 (%)	*70%*	*70%*	*70%*	*60%*	*50%*	*40%*	*30%*	*30%*	*20%*	*20%*
消费型医疗	905	1,177	1,471	1,766	2,119	2,437	2,680	2,948	3,243	3,567
按年变化 (%)	*38%*	*30%*	*25%*	*20%*	*20%*	*15%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*
健康商城	1,864	2,517	3,146	3,775	4,531	5,210	5,835	6,419	7,061	7,767
按年变化 (%)	*108%*	*35%*	*25%*	*20%*	*20%*	*15%*	*12%*	*10%*	*10%*	*10%*
健康管理和互动	157	299	538	914	1,463	2,194	2,852	3,708	4,450	5,340
按年变化 (%)	*112%*	*90%*	*80%*	*70%*	*60%*	*50%*	*30%*	*30%*	*20%*	*20%*
总收入	3,338	4,691	6,342	8,355	10,961	13,829	16,553	19,816	22,842	26,380
按年变化 (%)	*79%*	*41%*	*35%*	*32%*	*31%*	*26%*	*20%*	*20%*	*15%*	*15%*
毛利	912	1,300	1,796	2,366	3,104	3,917	4,688	5,612	6,469	7,471
毛利率 (%)	*27%*	*28%*	*28%*	*28%*	*28%*	*28%*	*28%*	*28%*	*28%*	*28%*
净利	-912	-885	20	1,425	3,181	4,998	6,056	7,326	8,537	9,946
净利率 (%)	*-27%*	*-19%*	*0%*	*17%*	*29%*	*36%*	*37%*	*37%*	*37%*	*38%*

数据源：宝新预测

我们使用现金流贴现法(DCF)计算估值，假设参考 10 年期国债，无风险利率约为 3.2%，市场风险溢价为 8%，Beta 为 1.3，WACC 为 13.7%，永续增长率为 2%，经现金净值及汇率调整，得到每股估值为 69 港元，予以买入评级。

表 9：同业数据比较

股票名称	股票号码	收市价	FY19E 市盈率	FY20E 市盈率	FY21E 市盈率	FY19E 市销率	FY20E 市销率	FY21E 市销率	FY19E 市账率	FY20E 市账率	FY21E 市账率
平安好医生	1833.HK	57.1	NA	NA	NA	10.7	7.2	5.1	5.5	5.5	6.6
阿里健康	241.HK	8.7	388.8	169.0	53.6	9.6	5.6	3.6	31.5	26.8	16.5
Livongo Health	LVGO	27.0	NA	NA	278.8	15.1	9.3	5.7	3.6	5.8	6.0
Teladoc Health	TDOC	77.1	NA	NA	NA	10.2	8.1	6.6	5.7	6.1	6.2
eHealth	EHTH	93.7	42.5	35.0	23.7	5.6	4.3	3.4	3.8	3.6	3.3
Health Catalyst	HCAT	34.3	NA	NA	NA	8.2	6.7	5.5	6.4	8.4	8.7
Tabula Rasa Health	TRHC	38.2	55.3	40.8	26.5	3.0	2.5	2.1	NA	NA	NA
Inovalon	INOV	18.3	35.5	31.4	26.3	4.4	4.0	3.7	4.0	3.8	3.5
HMS Holdings	HMSY	29.3	22.0	22.5	20.5	4.1	3.8	3.5	3.2	3.0	3.2

数据源：彭博

数据截至 2019 年 12 月 12 日

免责声明

本文件所载之数据仅作参考之用，并未顾及任何获得本文件人士的特定投资目标、财务状况或其特定需要。本文件所载之数据并不构成亦不应被视为任何投资意见、或任何认购、交易或出售任何投资产品或服务之要约或招揽。本文件所载之资料是从本公司认为可靠的数据源获得。此文件所反映之意见乃属宝新证券有限公司(「宝新证券」)之意见，且会在不通知的情况下作出更改。本公司并无就本文件所载之数据之准确性、完整性、正确性或适时性作出任何陈述或保证。另本公司毋须亦不会就任何人士使用本文件或其内容承担任何责任。本文件所引用之过去表现只供参考，并不是未来表现之征示。投资涉及风险。于认购本文件所提及之任何产品前(如有)，阁下应咨询其财务顾问之意见。若阁下决定不作该等咨询，亦应审慎考虑本文件所载任何产品对其是否适合。除非另有书面同意，本公司并非阁下之顾问或以阁下之受信人身份行事。若干投资产品或买卖服务并非适合每一位投资者，投资者宜因应本身之投资经验、投资目标、财政资源及其他相关条件，小心衡量自己是否适合参与此等买卖。

编写本报告的分析员(们)特此声明，本报告中所表达的意见只反映分析员(们)对此公司及其证券的个人意見。分析员(们)进一步确定分析员(们)没有，也不会因本报告所表达的具体建议或意見而得到直接或间接的报酬。宝新证券及其员工、董事随时可能替数据内容所述及的公司提供投资、顾问、融资或其他服务，或买卖(不论是否以委托人身份)拥有资料中所述及公司的证券；而宝新证券的员工、董事亦可能为本文件数据内容所述及公司的董事。此文件由宝新证券所提供，文件并未受证券及期货事务监察委员会审阅。