

# Ping An, The Best Doctor!

## 0. Intro

### 1. Industry Analysis

- 1.1. What is Telehealth?
- 1.2. Telehealth in China

### 2. Company Analysis

- 2.1. Company Profile
- 2.2. Financial Indicator Analysis
- 2.3. Stock Price Analysis

### 3. Telehealth in China = Inevitable Progress

- 3.1. Problems with Chinese Healthcare
- 3.2. One & Only Solution: Telehealth
- 3.3. Semi-Conclusion

### 4. Why Ping An Healthcare?

- 4.1. Goal of Telehealth: One-stop Total Platform
- 4.2. Importance of Online Medical Service
- 4.3. No.1 Telehealth Service in China = Ping An Healthcare
- 4.4. Revenue Estimate

### 5. Issue & Risk

### 6. Valuation: DCF Method & Implied PSR Method

### 7. Appendix

#### <Earning Table>

(Unit: 1000 RMB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Revenue	278,700	601,500	1,868,021	3,337,849	5,065,429	6,865,987	9,765,493	13,106,328	17,981,588	25,058,115	34,975,107
Revenue yoy (%)		116%	211%	79%	52%	36%	42%	34%	37%	39%	40%
Cost of Sales	167,900	347,900	1,255,951	2,425,911	3,894,000	5,001,573	6,850,201	9,194,852	12,604,174	17,516,939	24,360,613
Gross Profit	110,800	253,600	612,070	911,938	1,171,429	1,864,414	2,915,291	3,911,476	5,377,415	7,541,175	10,614,494
GPM (%)	39.8%	42.2%	32.8%	27.3%	23.1%	27.2%	29.9%	29.8%	29.9%	30.1%	30.3%
Selling and Marketing Expenses	178,600	781,100	723,556	1,238,451	1,206,673	1,586,627	1,791,242	2,087,547	2,495,008	3,058,410	3,818,950
Administrative Expenses	251,500	461,100	710,665	994,706	1,075,307	1,017,083	1,194,770	1,272,367	1,355,769	1,443,284	1,531,219
Other Income	1,200	9,800	24,936	28,227	41,895	205,426	226,212	255,774	291,371	335,045	387,069
Other Gains/(Losses) -net	-5,000	238,800	-199,210	183,493	109,267	-385,269	-30,836	-30,836	-30,836	-30,836	-30,836
Operating Income	-323,100	-740,000	-996,425	-1,109,499	-959,389	-919,139	124,656	776,500	1,787,173	3,343,690	5,620,558
OPM (%)	-116%	-123%	-53%	-33%	-19%	-13%	1%	6%	10%	13%	16%
Finance Income/(Costs) - net	-400	-15,300	-164	201,910	252,689	99,686	185,169	181,586	155,480	174,079	170,382
Share of Losses of Associates and Joint Ventures	-200	-2,900	4,646	4,288	27,429	121,895	121,895	121,895	121,895	121,895	121,895
Earnings before Income Tax	-323,700	-758,200	-1,001,643	-911,877	-734,129	-941,348	187,930	836,191	1,820,758	3,395,874	5,669,045
Income Tax Expense	0	0	408	1,178	12,587	7,155	28,189	125,429	273,114	509,381	850,357
Earnings for the Year	-323,700	-758,200	-1,001,643	-913,055	-746,716	-948,503	159,740	710,762	1,547,644	2,886,493	4,818,688
- Owners of the Company	-323,700	-758,200	-1,001,643	-911,662	-733,860	-948,478	159,736	710,744	1,547,604	2,886,416	4,818,561
- Non-Controlling Interests	0	0	0	-1,393	-12,587	-25	4	19	41	76	127

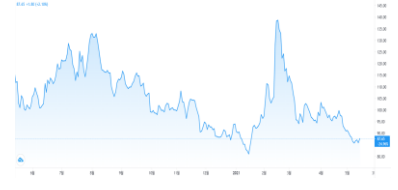
#### Rating

## Buy

Target Price: 150.00 HKD  
 Current Price: 87.65 HKD  
 Growth Potential: 71.08%

#### 12M Stock Price Chart

Market Cap 100.56B HKD



#### Balance sheet data ('20)

Equity 19.1B HKD  
 PBR 5.17 배  
 ROE -6.13%

#### Earning data ('20)

PER -80.41 배  
 EPS -1.09 HKD  
 Net Income -1.14B HKD

#### Major Shareholders

Glorious Peace 41%  
 Le jin Xuan 12%  
 SVF Ping Subco 6%

#### SMIC Team 4

팀장 42 기 송석제  
 팀원 42 기 이성엽  
 42 기 이흥인  
 43 기 김지현  
 43 기 윤서영

## 0. Intro

우리나라에서 낯선  
원격진료, 해외에선  
이미 탑클래스 기업!

한국에서 원격의료는 전면적으로 금지되어 있지만, 2020년 2월부터 코로나-19 사태를 계기로 한시적으로 제한적인 원격 진료와 의약품 배송이 허용되고 있다. 하지만 중국, 미국 등의 국가에서는 벌써 시가총액이 10조가 넘어가는 공룡급 원격의료 플랫폼 기업들이 하나둘씩 등장하고 있다.

그림 0-1. 글로벌 원격의료 상장기업과 시가총액



출처: Yahoo Finance, SMIC 4팀

원격의료에서 가장  
중요한 건  
당국의 규제 상황!

이처럼 원격의료는 의료 서비스 특성상 개별 국가의 규제 상황과 긴밀하게 맞물려있다. 우리나라의 경우, 원격의료는 법적으로 금지되어 있기 때문에 원격의료에 대한 인식도 희박하며, 유의미한 규모의 기업 역시 찾아볼 수 없다. 따라서, 원격의료 시장 확장에 있어 가장 중요한 변수는 “당국의 규제 상황”으로 판단된다. 또한, 원격의료의 시장 확장성을 살펴보기 위해서는 해당 국가가 원격医료를 도입할 유인이 있는지를 먼저 이해해야 한다. 현재 원격의료의 가장 활성화된 미국과 중국이 공통적으로 의료 체계의 구조적인 문제를 안고 있다는 사실이 이를 방증한다.

중국의 문제적인  
의료 시스템에 대한  
해결책 = 원격의료!

특히, 중국은 의료 체계에 있어 1) 절대적인 공급 부족, 2) 기층 의료기관에 대한 불신과 그에 따른 상급 병원으로의 수요 쏠림, 3) 의료 인프라의 지역적 불평등과 저조한 접근성 등의 문제를 안고 있다. 또한, 이를 모두 국가 재정으로 해결하기에는 재정 적자 수준이 부담스럽다. 원격의료는 중국 의료 체계의 구조적 모순을 해결할 수 있는 최적의 대안으로 주목받으며, 당국의 강력한 정책 드라이브를 받고 있다.

TOP-PICK  
핑안 굿닥터  
King of 원격진료

본 보고서는 1) 중국의 모순적인 의료 체계에 대한 방책으로 원격의료 시장이 폭발적으로 성장하고 있으며, 2) 원격진료 부문에서 압도적인 경쟁력을 확보하고 있는 핑안굿닥터를 TOP-PICK으로 제시한다.

# 1. Industry Analysis

## 1.1. What is Telehealth?

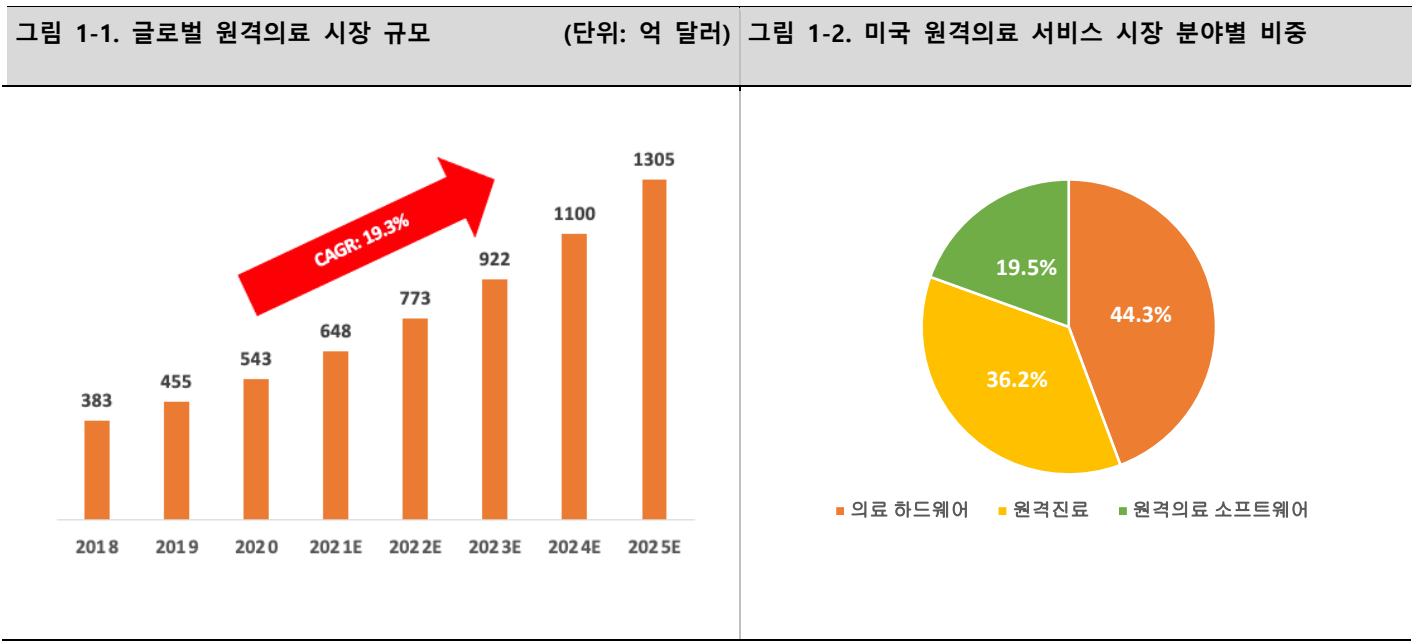
원격의료는 환자에게 제공되는 진단, 처방, 치료 등의 모든 의료 행위를 인터넷 기술을 활용해 원격으로 제공하는 서비스를 의미한다. 원격의료는 기존 의료서비스 대비 1) 비용 절감, 2) 의료 접근성 개선, 3) 만성질환자의 상시 관리 가능 등의 장점을 지닌다.

**글로벌 시장은  
연평균 19.3% 성장**

글로벌 원격의료 시장은 2019년 455억 달러에서 2025년 1305억 달러로 연평균 19.3%의 고속 성장이 예상된다. 현재 미국, 중국, 일본 등의 주요국들은 원격의료 규제를 완화하며, 원격의료 시장의 빠른 성장을 촉진하고 있다. 나아가, WHO는 코로나-19 사태에 대한 의료 시스템 강화 정책으로 원격医료를 권장하며, 각국 정부는 원격의료에 대한 지원을 확대하고 있다.

**의료 서비스이기에  
규제에 민감하다!**

원격의료 시장은 의료 서비스 특성상 정부 규제에 민감하게 반응하기 때문에, 각국 규제 상황에 따라서 전혀 다른 양상을 보인다. 특히, 원격医료를 전면적으로 금지<sup>1</sup>한 한국에서는 원격의료의 개념이 생소하지만, 산업 주기에 있어 가장 앞선 미국 시장을 통해 원격의료 산업의 미래를 가늠할 수 있다. 미국 원격의료 시장의 부문별 비중은 의료 하드웨어 44.3%, 원격진료 36.2%, 원격의료 소프트웨어 19.5%를 차지하고 있다.



출처: Global Market Insights, SMIC 4팀

출처: IBIS World, SMIC 4팀

**국가별로 산업을  
보는 관점이 유효!**

따라서, 원격의료 시장을 이해하기 위해서는 글로벌적인 관점보다는 국가별로 이해하는 관점이 유효하다. 본 보고서는 중국의 원격의료 시장이 현재 가장 매력도가 큰 시장으로 판단하는데, 그 이유는 다음과 같다.

<sup>1</sup> 2020년 2월부터 한시적으로 원격진료 및 의약품 배송 허용

중국 원격의료 시장의 매력도 High!

중국 원격의료 시장은 1) TAM(전체 시장)과 SAM(유효 시장)이 압도적으로 크며, 2) 중국 정부가 자국의 의료 문제를 해결하기 위해 정책 사업으로 강력하게 지원하고 있으며, 3) 막대한 시장 영향력을 갖춘 기업들의 과점적 경쟁 구도가 형성되어 예측 가능성이 높기 때문이다.

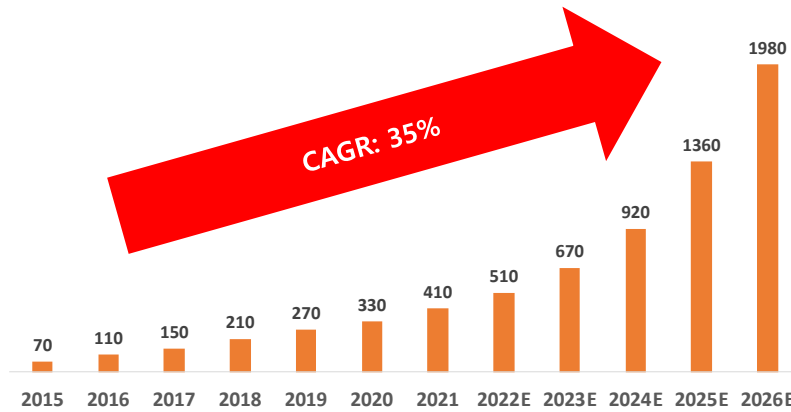
1.2. Telehealth in China

중국 시장은 연평균 35.5% 성장

중국의 원격의료 시장은 연평균 35.5% 고속 성장중이다. 주요한 성장요인은 1) 중국 내 의료자원의 부족 및 불균형을 해결하기 위한 중국 정부의 강력한 정책 드라이브, 2) 경제 발전으로 인한 헬스케어 부문 Willingness-to-pay의 증가, 3) 중국 정부의 인터넷 + 정책과 함께 빠르게 상승하는 스마트폰 보급률과 온라인 침투율, 4) 빠른 고령화와 만성질환자 수 등 늘어나는 헬스케어 수요로 판단된다.

그림 1-3. 중국 원격의료 시장 규모

(단위: 억 위안)



출처: Frost&Sullivan, SMIC 4팀

현재 중국의 원격의료 시장 플레이어의 비즈니스 모델은 크게 4가지(원격진료, 온라인병원, 의약품 이커머스, 실시간 건강관리)로 분류할 수 있으며, 지속가능성과 확장성을 지닌 모델은 그 중에서 원격진료와 의약품 이커머스 모델로 판단된다. 이러한 판단의 이유에 대해서는 후술하도록 하겠다.

우승후보. 원격진료 플랫폼 & 의약품 이커머스

첫째, 원격진료 플랫폼은 플랫폼을 통해 온라인 진료, 전자처방전, 약배송 등의 서비스를 제공하는 모델로, 대표적인 기업으로 pingan굿닥터, 위닥터 등이 있다. 둘째, 의약품 이커머스 플랫폼은 플랫폼을 통해 B2C 의약품 전자상거래 서비스를 제공하는 알리건강과 징둥건강이 대표적이다.

중국 원격의료는 플랫폼 경쟁 양상

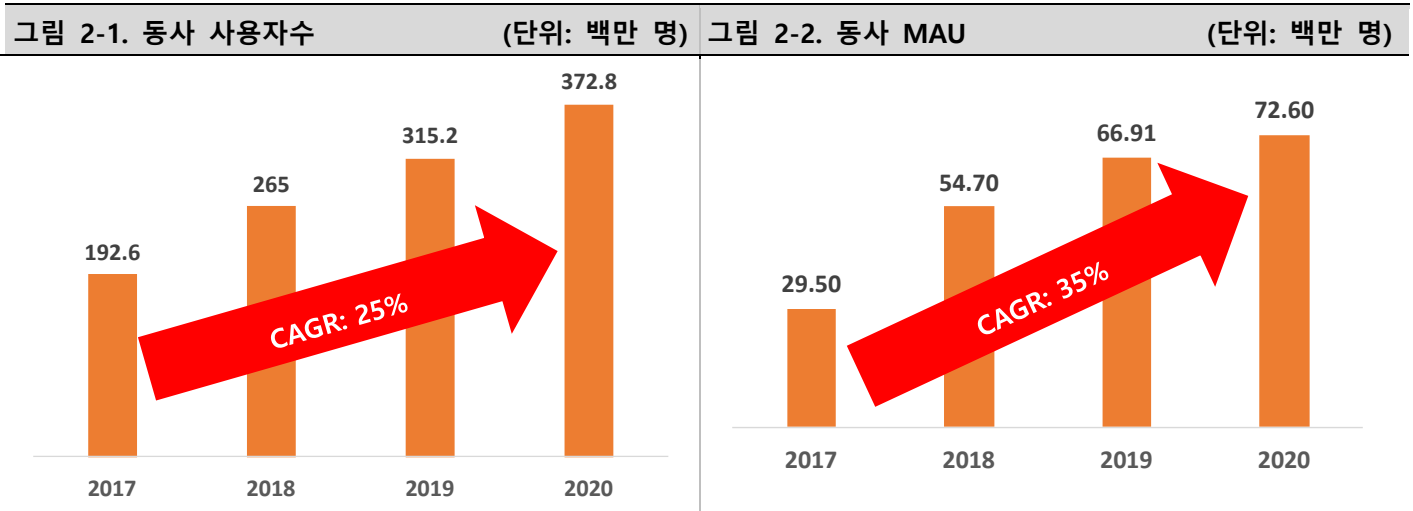
마지막으로, 현재 중국의 원격의료 시장은 플랫폼 경쟁의 양상을 보이고 있다. 현재 주요한 시장의 플레이어인 pingan굿닥터(평안보험), 알리건강(알리바바), 위닥터(텐센트), 징둥건강(징둥닷컴) 등은 모두 후방에 강력한 자본력을 바탕으로 경쟁을 벌이고 있다. 구체적인 경쟁 양상과 각 모델 및 기업의 유불리에 대해서는 후술하도록 하겠다.

## 2. 기업 분석

### 2.1. Company Profile

중국 최고의 원격진료 플랫폼: 핑안굿닥터

중국의 최대 보험회사인 평안그룹이 설립한 동사는 2015년 온라인 헬스케어 플랫폼 출시를 시작으로 2018년 5월 홍콩 거래소 상장을 했으며, 현재 **중국 최고의 원격진료 플랫폼으로 자리매김**하고 있다. 동사가 보유한 유저는 2020년 기준 3.7억 명이며, MAU(Monthly Active User)와 MPU(Monthly Paying User)는 각각 6700만, 300만 명을 보유하고 있다. 원격 의료 시장이 빠르게 성장을 하고 있는 만큼 사용자 수 또한 빠르게 늘어나고 있다.



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

#### 2.1.1. Business Model

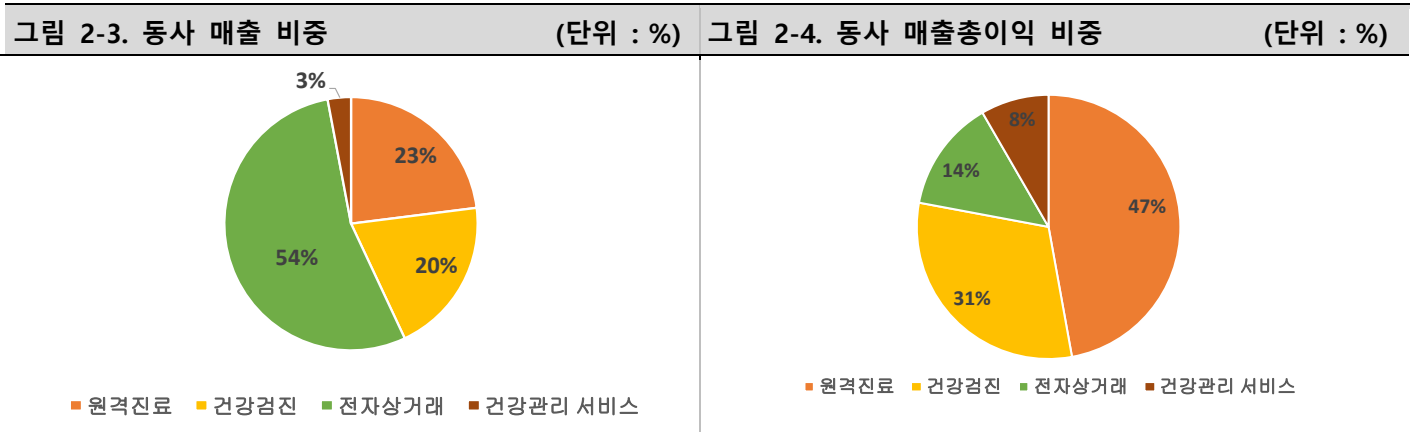
BM은 수익구조는 4 부문!

동사의 매출 구조는 크게 **의약품 전자상거래, 원격진료, 건강검진 건강관리 서비스 4개로 나뉜다**. 먼저 가장 큰 매출 비중을 차지하는 전자상거래는 고객이 주문하는 약을 배송하는 서비스이다. 두 번째로 가장 큰 매출 비중을 차지하는 원격진료는 크게 멤버십(구독) 모델과 일반 모델로 나뉜다. 멤버십 모델은 동사의 모회사인 평안 보험 'Health 360'으로 유입이 되는 고객과 동사의 플랫폼에서 바로 'Private Doctor' 서비스를 구독하는 고객들로 나뉜다. 일반 모델은 일회성으로 사용하는 모델이다. 건강검진 모델은 계약된 병원들의 쿠폰을 생성하여 고객이 플랫폼 안에서 결제 할 때 벌어들이는 수익이다. 마지막으로 건강관리 서비스는 동사가 플랫폼 안에서 벌어들이는 광고 수익이다.

#### 2.1.2. Revenue Ratio

원격진료가 동사 이익에 가장 큰 기여!

동사의 매출 비중은 의약품 전자상거래(54%), 원격진료(23%), 건강검진(20%) 건강관리 서비스(3%)로 나뉜다. 매출 비중의 경우 의약품 전자상거래가 54%로 높은 비중을 차지하고 있으나 **실제로 동사의 매출총이익에 크게 기여하는 것은 원격진료이다**. 그만큼 의약품 전자상거래는 마진이 남지 않고 원격의료의 경우 마진율이 매우 좋은 것을 확인할 수 있다.



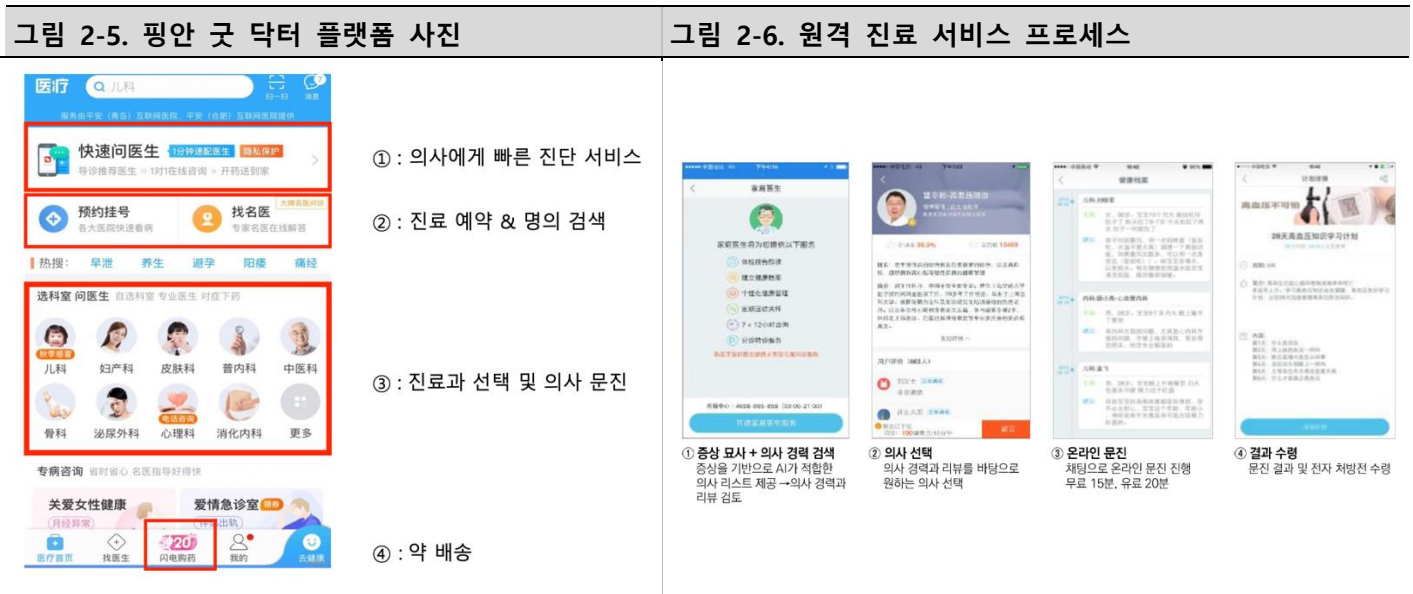
출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

### 2.1.3. Ping An Good Doctor's Platform

동사의 플랫폼은 원격의료 통합 솔루션으로 크게 4가지 기능이 가능하다:

- ① 의료 정보 검색, ② 원격의료, ③ 약 배송, ④ 온라인 병원 예약. 아래 그림에서 확인할 수 있듯이 매우 직관적인 UI/UX를 보유하고 있으며 고객 입장에서 매우 편리하게 사용 가능한 플랫폼이다.



출처: 핑안굿닥터, SMIC 4팀

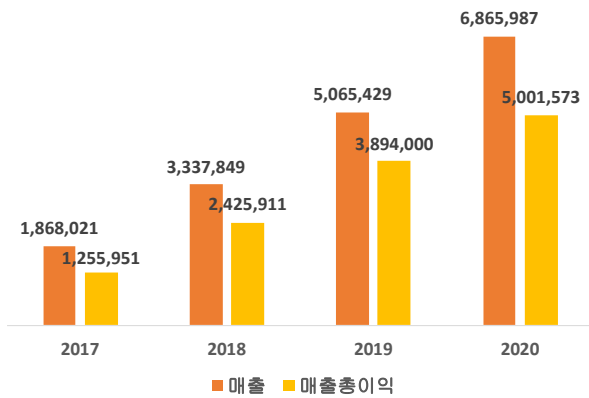
출처: 핑안굿닥터, SMIC 4팀

### 2.2. Financial Indicator Analysis

**매출 & 매출총이익**  
**빠르게 성장 → 빠른**  
**흑자 전환 가능!**

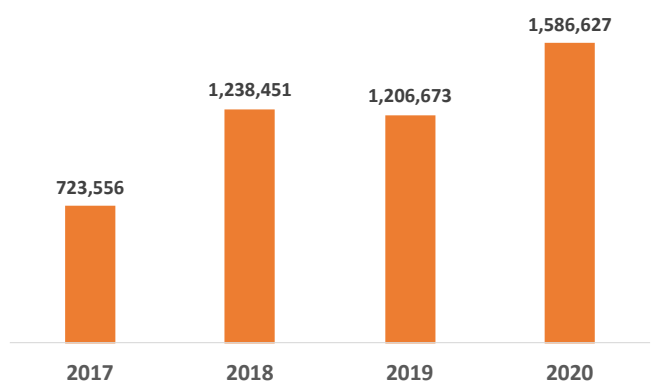
기업 설립 이후 동사는 지속적으로 적자를 기록하고 있다. 하지만 **원격의료 시장이 빠르게 성장하는 만큼 매출도 빠르게 성장** 중이며 적자의 폭 또한 계속해서 줄어들고 있다. 동사가 플랫폼 기업인 만큼 마케팅이 중요하기 때문에 실제로 'Selling and Marketing Expenses'가 높은 비중을 차지하고 있다. 하지만 이는 플랫폼 경쟁에서 승리를 하기 위함이며 실제로 많은 유저를 확보이후 성숙기에 돌입하게 된다면 해당 비용은 크게 줄어들 것이다. 작년 코로나라는 이벤트와 함께 원격의료의 필요성은 더 부각됐고 시장 성장이 가속화된 만큼 동사 또한 **빠른 시일 안에 흑자 전환을 할 수 있을** 전망이다.

그림 2-7. 매출 & 매출총이익 (단위: 1000 RMB)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

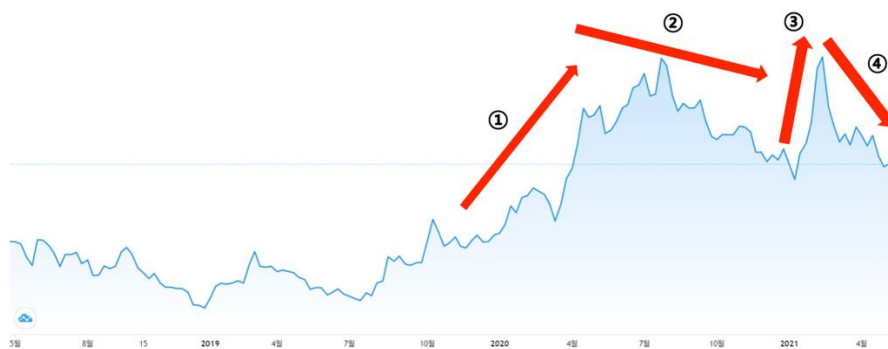
그림 2-8. Selling & Marketing Expense (단위: 1000 RMB)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

### 2.3. Stock Price Analysis

그림 2-9. 동사 주가 그래프



출처: Trading View, SMIC 4팀

- (1) 2020년 3월 코로나가 급격하게 심해지면서 언택트에 대한 수요가 늘어났고 원격진료가 크게 주목을 받으면서 주가가 상승했다.
- (2) 중국 정부의 강한 주도하에 코로나 확진자가 빠르게 줄어들면서 주가 조정을 받았다.
- (3) 2021년 2월 동사가 ARK Invest 핀테크 ETF에 편입되면서 주가가 폭등했다.
- (4) 올해 흑자 전환 불확실성으로 인해 동사의 주가는 하락 추세이다.

### 3. Telehealth in China = Inevitable Progress

#### 3.1. Problems with Chinese Healthcare

- 1) 낮은 의료 신뢰도
- 2) 높은 의료 불평등

중국의 의료 시스템은 많은 문제를 안고 있다. 결론부터 말하면 1) 의료 서비스에 대한 신뢰도가 낮으며, 3) 서비스 수준의 지역별, 병원 등급별 격차가 매우 크다.

#### 중국에서 의사는 비인기 직종...!

먼저, 의료 서비스에 대한 낮은 신뢰도는 한국과 근본적으로 다른 중국의 의료 환경에서 비롯된다. 일단, 절대적인 의사의 숫자가 부족하다. 중국의 인구 천명당 의사 수는 1.8명으로 한국의 2.3명, 미국 2.6명, OECD 2.9명에 비해 상대적으로 부족하다. 또한, **한국과 달리 중국에서 의사는 선망받는 직업이 아니다.** 중국 국가통계국의 '직업별 급여 통계'에 따른 의사의 평균 연봉은 72,000위안(한화 기준 1,261만원)으로, 중국에서 의사는 박봉에 업무 강도가 강하다는 인식이 강하다.

그림 3-1. 주요국 대비 중국 인구 천명당 의사 수 (단위: 명)

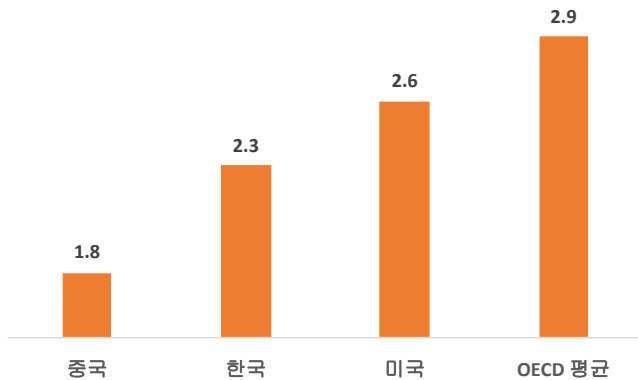
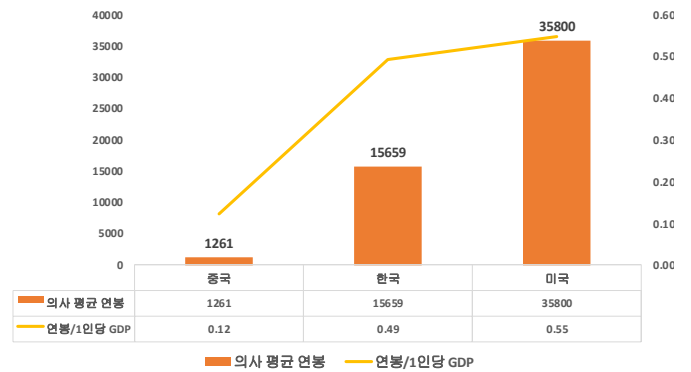


그림 3-2. 주요국 대비 중국 의사 평균 연봉 (단위: 만 원)



출처: WHO, OECD, SMIC 4팀

출처: 중국 국가통계국, 한국 보건복지부, Medscape, SMIC 4팀

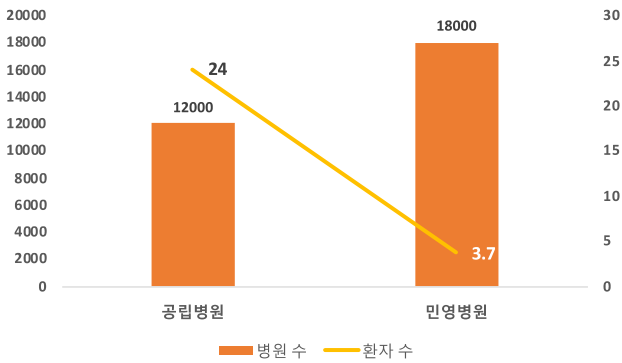
#### 중국인 "민영병원 No~ No~"

나아가, 중국은 민영 병원에 대한 신뢰가 부족해 초과 수요의 쏠림 현상이 관찰된다. 중국 국가통계국에 의하면, 중국에는 약 30,000개의 병원이 존재하며, 그 중 12,000개의 공립병원과 18,000개의 민영병원이 있다. 하지만 민영병원의 진료 환자 수는 연인원 3억 7,000만 명으로, 공립병원 진료 환자 수 24억 명에 비해 크게 못 미친다. 이러한 지표는 중국인들의 민영병원에 대한 낮은 신뢰도를 단적으로 보여준다.

#### 중국인 "3급병원 Yes or Yes!"

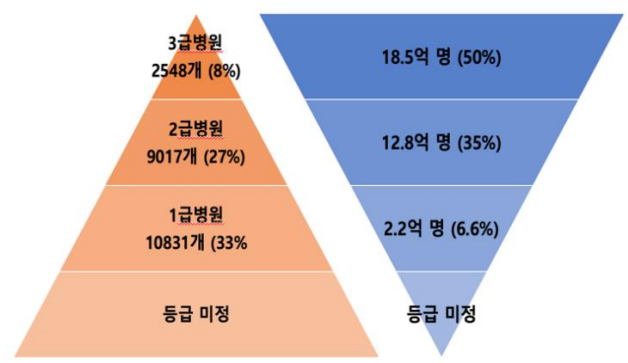
병원 등급을 기준으로 봤을 때도, 의료 서비스의 초과 수요 문제는 여전히 심각하다. 중국의 병원체계는 병상 수와 설비 수준에 따라 3등급으로 구분되는데, 가장 높은 수준의 의료 서비스를 제공하는 3급 병원의 수는 전체 병원의 8%를 차지하는 반면, 전체 의료 수요의 50%를 담당하고 있어 심각한 초과 수요 상태에 놓여있다. 일반적인 환자가 3급 병원에서 진료 접수를 받는데 소요되는 대기 시간은 평균 3시간이며, 실질적인 진료 시간은 8분에 불과하다.

그림 3-3. 공립병원과 민영병원의 수급 불일치 (단위: 개/ 억명)



출처: 중국 국가통계국, SMIC 4팀

그림 3-4. 중국 내 3급병원의 수급 불일치



출처: 중국 국가통계국, SMIC 4팀

**그마저도 지역적 불평등 존재**

우수한 3급병원마저도 지역별 편차가 심각하다. 3급 병원의 72%는 동부 지역에 편중되어 있으며, 그 중에서도 특히 대도시의 도심에 몰려서 분포하고 있다. 따라서, 도심의 외곽지역에 거주하는 시민들은 우수 의료 서비스에 대한 접근성이 심각하게 떨어진다.

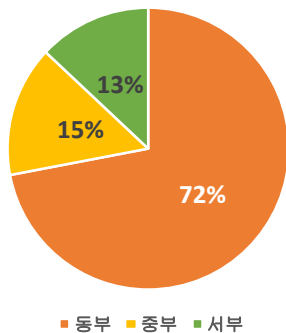
**2009년부터 중국 정부는 의료 개혁중!**

이와 같은 의료 서비스 수요의 쏠림 현상과 저조한 접근성 문제를 해결하기 위해 중국 정부는 2009년부터 의료 개혁을 실시했다. 의료 서비스의 초과 수요 문제를 해결하기 위해 1,2급 및 민영 병원에 대한 숫자 확충이 이루어졌다. 실제로 2010년부터 2016년까지 중국 내 민영 병원의 수는 132.5% 증가했다. 또한, 일반 질환의 환자가 1급 병원에서 우선적으로 진료를 받아야 보험에서 의료비 보상을 받고, 해당 병원의 의사 판단으로만 상급 병원으로 의뢰가 가능하도록 하는 분급 제도를 실시했다.

**원격의료 is the Solution!**

이러한 조치들은 의료 서비스에 대한 전반적인 접근성을 개선 효과는 있어도, 접근성의 불평등은 악화시켰다는 평가가 지배적이다. 나아가, 중국의 공공보험 적자는 2026년에 2.3조 위안에 달할 것으로 전망되며 추가적인 투자는 부담스러운 상황이다. 이에 따라, 원격 의료야 현재 중국 의료 체계가 겪고 있는 딜레마에 대한 가장 근본적이면서도 비용 효율적인 대안으로 주목받고 있다.

그림 3-5. 3급병원의 지역별 비중 (2018)



출처: 미래에셋대우, SMIC 4팀

그림 3-6. 분급 제도로 인한 의료 접근성 불평등 악화

6. Conclusion

This paper aims to assess the impact of Chinese referral reform on the equity and accessibility of public hospitals. We take Beijing as a case study, and by using a three-stage two-step floating catchment area method we found that the referral reform significantly improved health service accessibility, under all five referral rate scenarios. But at the same time, the inequality among regions increased sharply. The tradeoff between efficiency and equity is still a dilemma that the Chinese government faces. Accessibility and equity vary with different referral rates. The accessibility of public health facilities demonstrates a U-shaped curve when the referral rates are increased. The inequity of health service accessibility slowly declines with an increase in referral rates. We think the 90% referral rate is rational for the Beijing government because this could achieve both relatively high access to health services and equity between regions in the context of referral reform in the hierarchical healthcare system. Our research provides a policy assessment and we hope it can benefit decision makers when formulating health policy.

출처: Social Science & Medicine, SMIC 4팀

### 3.2. One & Only Solution : Telehealth

중국 정부는  
점진적으로  
규제 완화중!

중국 정부는 2009년 의료 개혁을 실시한 이후 점진적으로 원격 의료에 대한 규제를 완화하고 있다. 중국의 의료 정책은 국무원과 위생건강위원회에서 기본적인 원칙과 가이드라인을 결정하면, 세부 사항은 각 성의 위생보건부서에서 집행하는 구조로 되어있다.

2015년부터  
인터넷 병원 허가!

위생건강위원회는 2014년 '의료기구 원격의료서비스 추진에 관한 의견'을 시작으로 의사와 환자 간 제공되는 원격의료 서비스를 허용했다. 해당 의견을 통해 원격의료와 구체적인 서비스 허용범위를 규정하고 지방 정부로 하여금 원격의료 시스템 도입을 촉구했다. 또한, 2015년에는 위생건강위원회에서 인터넷 병원의 설립을 허가하며, **평안보험의 평안굿닥터와 알리바바의 알리건강의 원년이 되었다.**

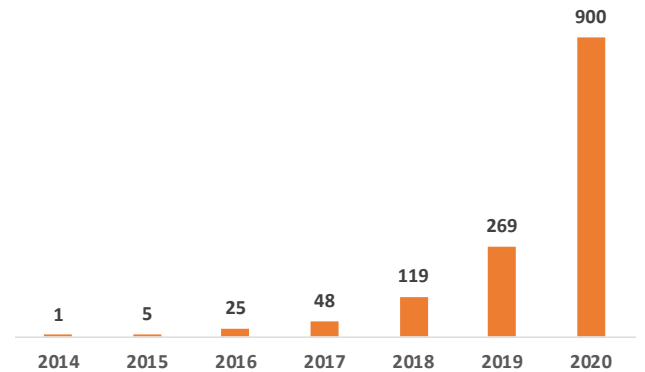
인터넷 병원은 오프라인 병원이 자체적으로 설립할 수도 있고, 평안굿닥터, 알리건강 등의 민영기업이 주도해 합작 혹은 단독 형태로 설립할 수 있다. 2015년 규정에 의하면 플랫폼 기업들은 기존에 온라인 의료 상담 등의 제한적인 서비스 형태가 허용되었지만, 2018년부터는 재진과 처방전 발급이 허용(중국 국무원 '인터넷+의료건강 발전 촉진을 위한 의견')되면서 중국 전역에 인터넷 병원에 빠르게 세워지고 있다.

그림 3-7. 중국 원격의료 산업 주요 정책 흐름



출처: 하나글로벌리서치, SMIC 4팀

그림 3-8. 중국 내 온라인 병원 수



출처: 첸잔산업연구원, SMIC 4팀

2019년부터  
보험에도  
원격의료 커버된다!

또한, 2019년부터는 중국의 공보험 체계에 원격 진료 부문이 포함되는 등 중국 정부가 원격 의료에 대한 확실한 시그널을 보여주고 있다. 2019년 8월 국무원의 원격 진료 부문이 국가건강보험 급여 대상에 포함되었으며, 2020년 3월부터는 진료 부문에 추가적으로 처방약 비용도 건강보험 급여 대상에 포함되었다. 앞서 언급했듯이, 중국의 의료 체계는 중앙에서 기초적인 지침을 내려주면 지방 정부 차원에서 실무를 집행하기 때문에 정책 발표의 효과가 나타나기 위해서는 최소 6개월-1년의 시차가 소요되는 것으로 판단된다.

이해의 편의성을 위해, 중국의 원격 의료 부문 주요 정책 흐름(그림 3-9)과 한국과의 원격 의료 규제 비교(그림 3-10)를 제시한다.

**그림 3-9. 중국 원격의료 산업 주요 정책**

발표시기	정책명	주요 내용
2014년 8월	의료기관 원격의료 서비스 촉진 의견	<b>오프라인 의료기관의 온라인 원격진료 공식 허용</b> 의료기관이 아니면 원격진료 불가 의사는 소속 의료기관 동의하에 다른 의료기관 원격진료 가능 중국 내 최초의 온라인 병원 광동성 온라인 병원 개소
2015년 7월	인터넷+ 적극 추진 지도 의견	IT기업과의 협력을 통해 의료기관의 온라인 의료 플랫폼 구축 <b>온라인 처방, 의약품 배송, 온라인 예약 등 원격의료 범위 확대</b>
2017년 4월	의료연합체 건설/발전에 관한 지도의견	의료연합체를 구축하고 기층에 대한 원격진단 등 서비스 제공 독려
2018년 1월	의료 서비스 개선 위한 행동계획	의료기관의 예약진료, 원격 진료 제도화 확대 독려 인터넷+'의료'를 포함한 10가지 행동계획 마련
2018년 4월	인터넷+의료건강 발전 촉진 의견	<b>인터넷+의료건강 표준 체계 수립</b> 온라인 의료기관에 대한 건강보험 급여 범위 점진적 확대 경증/만성환자 대상 오프라인 병원 초진 이후 온라인 재진 허용 경증/만성환자 대상 처방 허용
2018년 9월	온라인 진료 관리 방법	온라인 병원 설립 시 오프라인 병원과의 연계 의무화 의료기관허가증 취득한 의료기관만이 온라인 진료 가능
	원격의료 서비스 관리 방법	원격진료 서비스에 대한 세부 규정 제시
	온라인 병원 관리 방법	온라인 병원 설립 관련 세부 규정 제시 <b>성급 위생건강부서에 대한 원격의료 플랫폼 구축 지시</b>
2019년 8월	인터넷+ 의료서비스 가격, 건강보험 급여 정책 의견	<b>온라인 의료서비스 가격체계 가이드라인 제시</b> 건강보험 급여 범위 규정
2020년 2월	코로나19 방역기간 인터넷+ 의료보험 서비스 지도 의견	<b>온라인 진료서비스 건강보험 급여 대상 포함</b> <b>지정 약국 통한 처방약 구매시 건강보험 급여 적용</b>
	방역기간 원격진료/자분 서비스 강화에 대한 통지	일반 대중에 대한 코로나19 방역정보를 원격의료 플랫폼을 통해 즉시 전달

출처: 중국국무원, 중국위생건강위원회, SMIC 4팀

**그림 3-10. 한국과 중국의 원격의료 규제 비교**

구분	한국	중국
원격의료 허용주체	의사-의사 간 원격의료만 허용 (의료법 제34조)	의사-의사 및 의사-환자 간 허용
원격의료 허용범위	원격자문만 허용	원격진료, 원격상담, 원격처방 허용
원격처방 및 의약품 판매	처방 조제약에 대한 원격 조제, 판매, 배송 등 불가 (약사법 제44조)	비처방 조제약 및 처방 조제약의 원격 조제, 판매, 배송 허용
원격의료시설	원격의료 시설공간 의무화 (의료법 시행규칙 제29조)	방문/이동현장 원격진료 가능
원격의료 보험 적용 여부	보험 미적용	지방 정부(성) 단위로 보험체계와 연계 진행중

출처: 한국경제연구원, SMIC 4팀

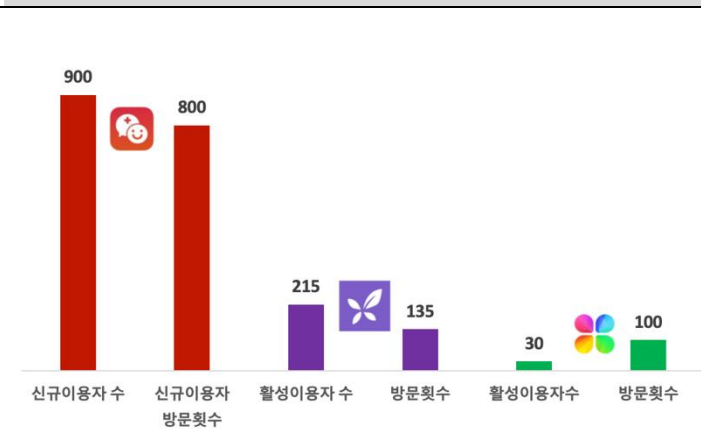
**Corona was the Trigger...!**

이처럼 중국 정부의 강력한 정책 지원이 이루어지는 가운데, **2020년의 코로나-19 사태는 중국 내 원격의료 시장이 폭발적으로 성장할 수 있는 트리거로 작용하였다.** 중국의 원격 진료 1위 업체인 동사의 2020년 2월 신규 등록 이용자 수는 1월 대비 10배 증가했으며 진단받은 일평균 이용자 수는 9배 증가하였다.

**일시적 이벤트 No  
구조적 성장 Yes!**

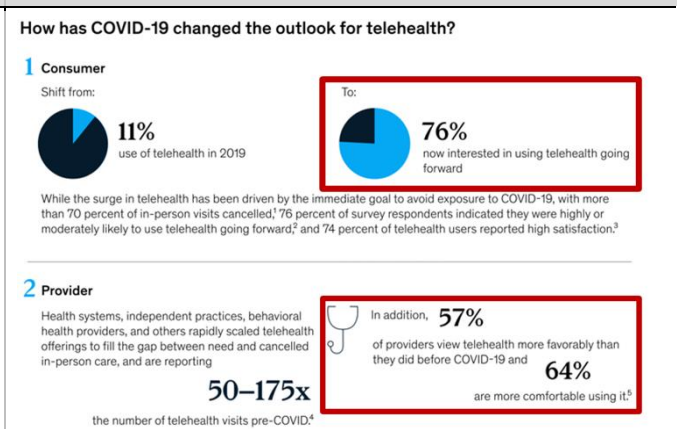
나아가, 우한 시의 코로나 사태는 원격 진료를 통해 처방약 배송이 가능하다는 점이 본격적으로 알려지는 계기가 되었다. 이는 궁극적으로 중국 내 원격의료 침투율을 빠르게 상승시키는 요인으로 작용할 것으로 보이며, **2025년에는 현재 8.3% 수준의 침투율이 약 25.4% 수준으로 성장할 것으로 전망된다.**

그림 3-11. 코로나19 확산기 원격의료 플랫폼 성장률 (단위: %)



출처: Bain& Company, SMIC 4팀

그림 3-12. 코로나 이후 원격의료 성장 전망



출처: McKinsey, SMIC 4팀

**3.3. Semi-Conclusion**

**모든 주체에게  
이로운 원격의료**

중국의 의료 시스템 문제를 주체별로 정리하면, **1) 의사는** 적은 연봉과 고된 업무 강도에 시달리고 있었고, **2) 환자는** 1,2급 병원에서 제공되지 않는 우수한 의료 서비스를 받기 위해 3급 병원으로 몰리게 되어 역설적으로 어느 곳에서도 양질의 의료 서비스를 받지 못했고, **3) 정부는** 늘어나는 재정적자 속에서 가장 비용-효율적인 대안을 찾아야하는 상황이었다.

이러한 상황 속에서 **원격의료는 기존의 구조적 모순을 해결할 수 있는 가장 유력한 대안**으로 떠올랐고, 2018년부터 진행된 중국 정부의 강력한 정책 지원을 바탕으로 빠르게 성장했다. 나아가, 코로나-19를 계기로 중국 내에서 원격의료에 대한 인식이 크게 확장되며 시장 성장의 촉매로 작용했다.

이와 같은 구조적인 성장 속에서 **어째서 동사가 Top-Pick가 될 수밖에 없는지 후술하도록 하겠다.**

## 4. Why Ping An Healthcare?

### 4.1. Goal of Telehealth: One-stop Total Platform

#### 4개 모델로 구분되는 Telehealth 시장

Telehealth 시장은 크게 1) 원격진료, 2) 약 배송, 3) 병원 예약, 4) 정보 공유 및 온라인 헬스케어 4개 모델로 구분된다. 가장 먼저 '원격진료' 모델은 말 그대로 의사가 원격으로 환자를 진료하고 처방전을 발급해 주는 모델이다. 두 번째로 '약 배송' 비즈니스 모델은 온라인 약국으로 환자들에게 약을 배송해 주는 e-commerce 형태의 비즈니스이다. 세 번째 '병원 예약 비즈니스' 모델은 고객들의 편의성을 위해 온라인으로 병원 예약을 할 수 있게 도와주는 서비스이다. 마지막으로 '정보 공유 및 온라인 헬스케어'는 환자들에게 정보를 제공해 주고 전반적인 건강관리를 도와주는 서비스이다.

그림 4-1. Telehealth 4개의 Business Model



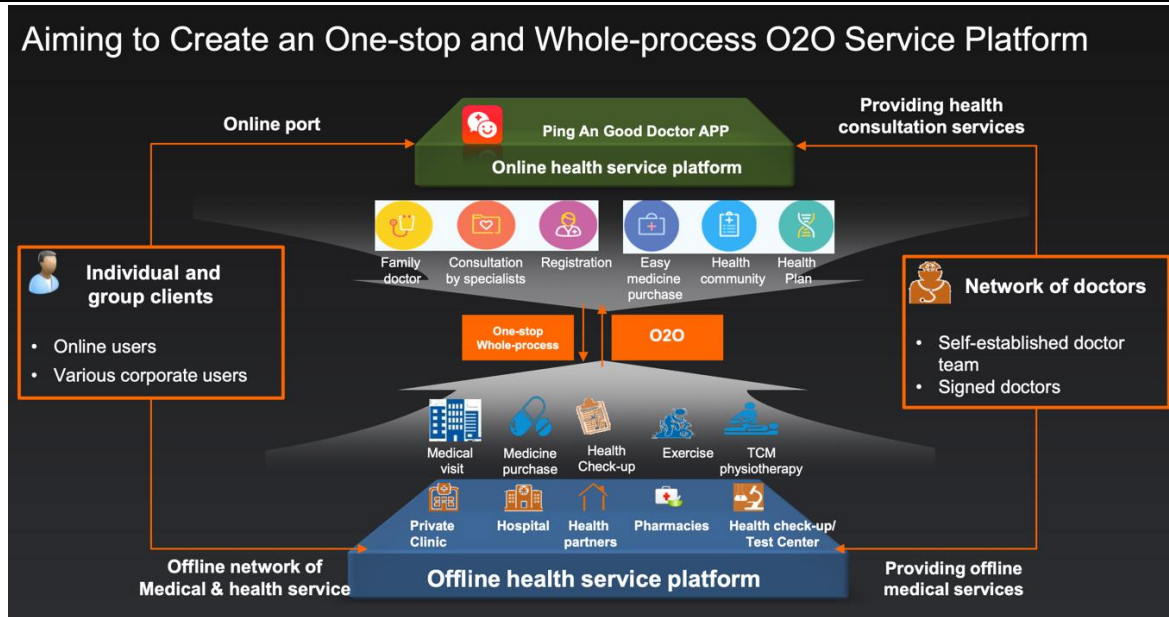
출처: SMIC 4팀

#### 모든 기업의 목표: 통합 솔루션!

현재 중국 telehealth 시장은 파편화된 시장으로 다양한 서비스를 제공하는 기업들이 존재한다. 아직까지 압도적인 1위 기업이 존재하지는 않지만 각 기업마다 집중하고 선두하고 있는 비즈니스 모델이 다르다. 하지만 명확한 공통점이 하나 있다면 **Telehealth 시장에 진입한 모든 기업들이 통합 솔루션을 목표로 하고 있다.**

통합 솔루션은 위에서 언급한 4개의 비즈니스 모델을 고객들에게 1부터 10까지 한 플랫폼 내에서 제공하는 서비스를 뜻한다. 쉽게 말해 **오프라인에서 이용하는 의료 서비스의 흐름을 그대로 온라인에서 진행할 수 있도록 하는 것이 바로 통합 솔루션이다.** 현재 중국 Telehealth 시장에는 통합 솔루션을 제공하는 기업과 하나의 비즈니스 모델에만 집중하는 기업으로 나뉘지만 결국 **통합 솔루션을 빠르게 구축해 고객의 선택을 받는 기업이 원격의료 시장에서 승리할 수밖에 없다.**

그림 4-2. 통합 솔루션



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

**통합 솔루션을 제공하는 기업이 고객 이탈률이 낮다!**

통합 솔루션을 보유한 기업이 원격 의료 시장을 장악할 가능성이 큰 이유는 플랫폼의 특성상 통합 솔루션을 제공하는 기업이 **Stickiness**가 높기 때문이다.

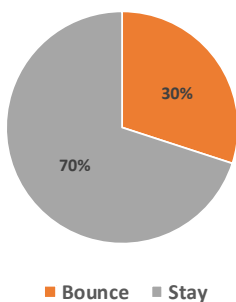
**핵심은 수직계열화!**

일반적으로 오프라인에서 이용하는 의료 서비스의 flow는 "진료 → 처방 → 약 구매 → 오프라인 진료 예약 → 건강관리"이다. **원격의료 시장의 핵심은 수직계열화**인 만큼 오프라인 의료 서비스 흐름을 온라인에서도 자연스럽게 이어져야 더 많은 고객을 유치할 수 있고 유지시킬 수 있다. 하지만 반대로 한 비즈니스 모델에 특화된 서비스의 경우 고객이 겪는 불편 요소가 많아 경쟁사 플랫폼으로 넘어갈 확률이 높다. 예를 들어 원격의료만 주력으로 하는 기업의 경우 원격의료를 받고 처방전을 받았지만 약 배송은 다른 플랫폼을 통해서 받아야 하는 불편 요소가 존재한다.

**동사의 Stickiness가 경쟁사 보다 높다!**

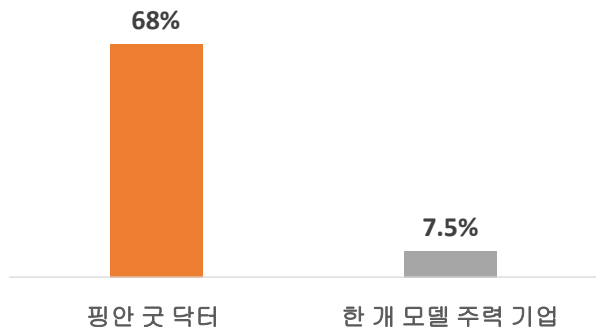
통계에 따르면 고객이 Service 사이트에서 원하는 서비스를 받지 못할 경우 Bounce rate가 30%로 매우 높다. 실제로 **통합 솔루션을 제공하는 동사의 stickiness는 68%**이고 반대로 한 모델만 집중하는 경쟁업체의 평균 stickiness는 7~8%로 매우 낮은 것을 확인할 수 있다.

그림 4-3. 서비스 불만족 시 이탈률 (단위: %)



출처: CXL, SMIC 4팀

그림 4-4. Stickiness 비교 (단위: %)



출처: (출처), SMIC 4팀

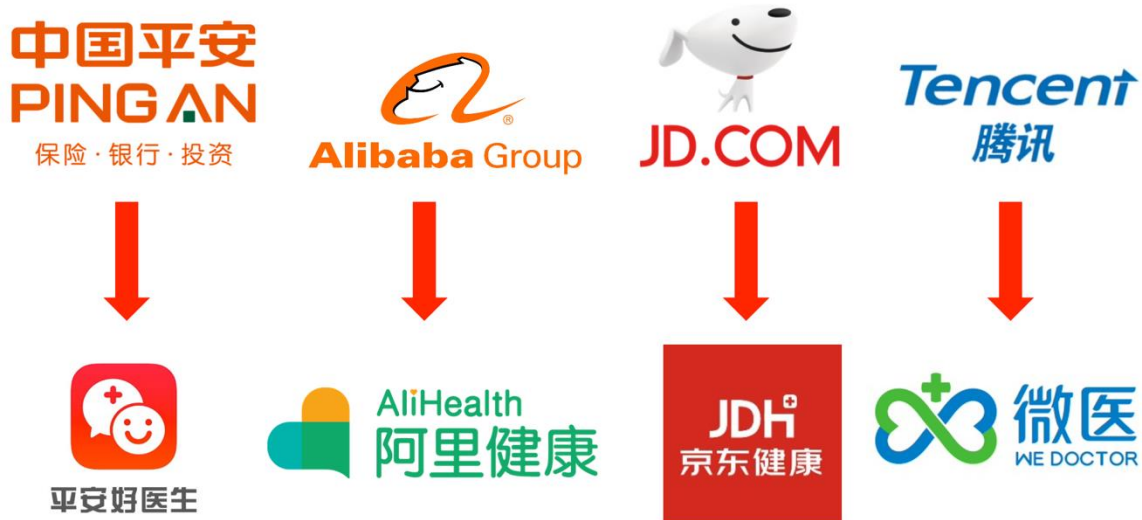
**통합 솔루션 구축이 경쟁 우위!**

결국 Telehealth 시장에서 가장 중요한 것은 오프라인 경험을 온라인에서 그대로 실현시켜 줄 수 있는 통합 솔루션이다. 그 이유는 수직계열화를 통해 Telehealth 전체 Value Chain을 구축하는 게 시장 경쟁 체계에서 우위를 점하는 손쉬운 방법이자 필수 요소이기 때문이다. 하지만 이러한 통합 솔루션은 아무 기업이나 구축하지 못한다. 그 이유는 통합 솔루션을 구축하기 위해 지속적인 자본력이 필요하기 때문이다.

**통합 솔루션 제공 기업의 공통점: 든든한 모회사 보유!**

실제로 현재 Telehealth 시장에서 통합 솔루션을 제공하는 대표 기업은 동사, 알리건강, 징동헬스, 위닥터이다. 4개 기업의 공통점은 지속적으로 자금 지원을 해줄 수 있는 든든한 대기업을 모회사로 두고 있다는 것이다.

그림 4-5. 통합 솔루션 제공 업체의 든든한 모회사



출처: Google, SMIC 4팀

그 외 원격의료 시장에 진출한 기업들은 하나의 서비스에 집중하고 있다. 그 이유는 통합 솔루션을 하기 위해서는 큰 자금이 요구되기 때문이다. 기본적으로 통합 솔루션 플랫폼은 원활한 원격 진료를 위해 많은 의사 및 병원과 계약을 맺어야 된다. 이뿐만이 아니라 빠른 약 배송을 하기 위해 배달 업체와의 협력도 필요하다.

원격의료 시장이 크게 성장을 하는 것은 맞지만, Telehealth 시장에 속해 있는 대표 기업이 적자를 기록하고 있는 가운데 자금을 지원해 줄 수 있는 든든한 모회사가 존재하는 동사, 알리건강, 징동헬스, WeDoctor가 통합 솔루션 헬스 플랫폼으로의 지속적인 성장이 가능할 것으로 보인다. 그외의 영세 기업은 부족한 자본력으로 인해 통합 솔루션으로 성장을 하지 못할 가능성이 매우 크다고 판단된다.

위 논리에 따라 알리건강(알리바바), 징동헬스(JD.COM), WeDoctor(텐센트)를 제외한 영세 기업은 경쟁 대상에서 제외할 수 있다.

### 4.2 Importance of Online Medical Service

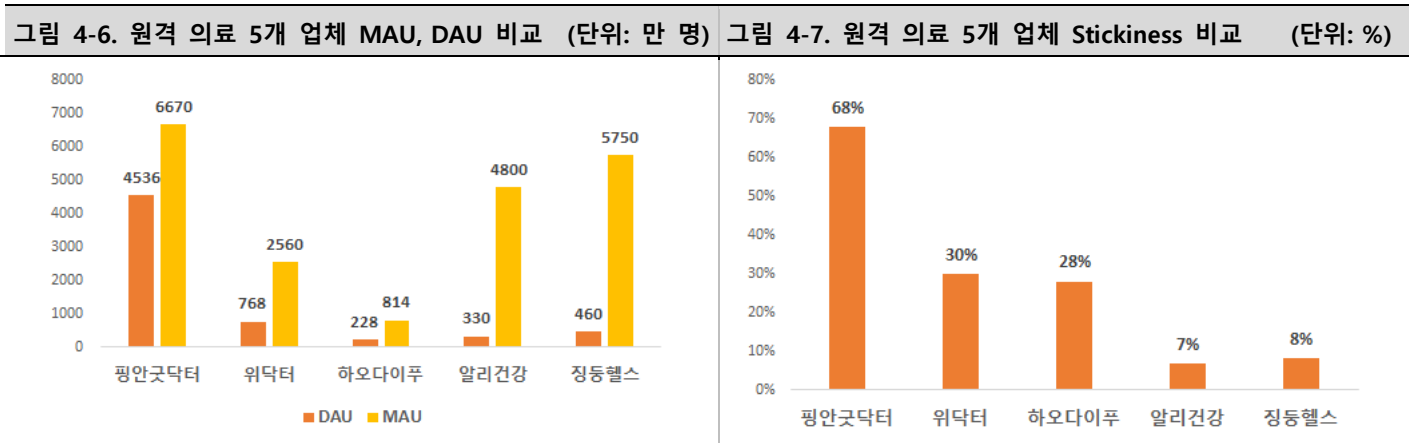
원격 의료 통합 솔루션을 구축하는데 있어 Value Chain 상에서 가장 중요한 부문은 원격 진료이다. 원격 진료는 유저 경험을 극대화함으로써 플랫폼의 충성도를 높이는 데 기여하고, 이는 원격 의료 플랫폼의 전반적인 경쟁력으로 이어지기 때문이다.

플랫폼의 경쟁력은 유저가 플랫폼 내에서 어떤 경험을 하느냐에 따라 달라진다. 유저가 플랫폼 내에서 좋은 경험을 하고 충성도 높은 고객이 될 때 플랫폼의 로열티는 올라가고, 매출 상승으로 이어진다.

유저 경험은 **Stickiness** 지표를 이용하여 확인할 수 있다. Stickiness는 DAU(일간 활성화 유저 수)/MAU(월간 활성화 유저 수)로, 얼마나 많은 인원이 꾸준히 플랫폼에 접속하는지 나타내는 지표이다. 유저 경험의 질이 올라간다면 재방문하는 유저가 늘어날 것이므로 **Stickiness** 또한 올라간다.

통합적인 원격 의료를 제공하는 플랫폼의 Stickiness를 비교함으로써 양질의 유저 경험을 제공하는 업체와 그 특성을 판별할 수 있다.

2020년 3월 기준 동사와 위닥터, 하오다이푸의 Stickiness는 알리건강과 징동헬스의 Stickiness를 훨씬 상회하였다. 특히 위닥터, 하오다이푸는 알리건강과 징동헬스보다 MAU 규모가 현격하게 작았지만 DAU는 두 업체보다 웃돌았다.



출처: 각 사 공시, URORA DATA, SMIC 4팀

출처: 각 사 공시, URORA DATA, SMIC 4팀

**Stickiness가 높은 세 업체 동사, 위닥터, 하오다이푸의 공통점은 모두 원격 진료를 주력으로 하는 원격 의료 통합 솔루션 업체라는 점이다.** 동사, 위닥터, 하오다이푸는 병원 예약 O2O 서비스에서 출발하여 온라인 진단과 온라인 처방전 발급 등의 서비스에서 선두를 달리고 있는 업체들이다. 반면 알리건강과 징동헬스는 온라인 약국 서비스에서 시작하였으며 원격진료 부문은 초기 단계인 업체들이다.

위 결과를 종합하였을 때 원격의료의 모든 분야 중 **Stickiness를 높이는 데 있어 핵심이 되는 분야는 원격진료임을 알 수 있다.**

실제로 원격진료는 의료진 제공 서비스가 위주인 부문이므로 단순히 재화를 판매하는 온라인 약국 부문에 비해 유저 경험을 높일 수 있는 여지가 많다. 제공하는 형태가 서비스일 때 질적으로 차별화할 수 있는 요소가 증가하기 때문이다.

원격진료 부문에서 강세일 때, 유저의 플랫폼 충성도는 올라가고 이는 플랫폼의 경쟁력으로 이어진다. 이에 따라, 통합솔루션을 구축할 수 있는 역량을 갖춘 4개의 기업(핑안굿닥터, 알리건강, 징동헬스, 위닥터) 중 원격진료 부문에 강점을 지닌 동사가 경쟁에서 가장 유리한 위치를 점유하고 있는 것으로 판단된다.

### 4.3. No.1 Telehealth Service in China = Ping An Healthcare

앞서 4.1과 4.2에서 원격의료 시장의 주요 기업들은 통합 솔루션 시스템을 갖추는 데 중점을 두고 있으며, 시스템 내에서 제일 중요한 경쟁 요인이 원격진료임을 보였다. 이어서 4.3에서는 원격진료 서비스 내 주요 고객층을 확보하기 위한 경쟁력을 동사가 가장 잘 갖추고 있으며, 모회사로부터 안정적인 고객 수급이 가능하다는 점을 근거로 동사를 중국 원격의료 업체 가운데 Top Pick으로 제시하고자 한다.

#### 4.3.1. Patients With Chronic Disease? Ping An Takes Them All

##### 1) 원격진료에서 가장 중요한 고객: 만성질환자

##### 원격진료 중요 고객 = 만성질환자

현재 원격진료는 신체 부상, 소화계 질환 등 기초적인 질병 진료 위주로 진행되고 있다. 그러나 원격진료의 침투율이 점점 높아짐에 따라, **원격진료 내 가장 중요한 고객층은 만성질환을 앓고 있는 환자군이 될 것으로 판단한다.** 그 이유는 다음과 같다.

##### 만성질환자에게 적합한 원격진료

먼저 만성질환자는 의사와의 주기적인 상담이 필요하며, 의사에 처방에 따라 약을 수령하고 그것을 꾸준히 복용하는 것이 중요하다. 또한, 환자의 심리적 상태에 따라 만성질환의 경과가 달라질 수 있기 때문에 환자가 편안한 환경에서 진료를 보는 것이 효과적이다. 따라서 환자가 집에서 정기적으로 의사를 만나 약 처방을 받을 수 있는 **원격진료는 만성질환자에게 적합한 진료 방식**이라고 볼 수 있다.

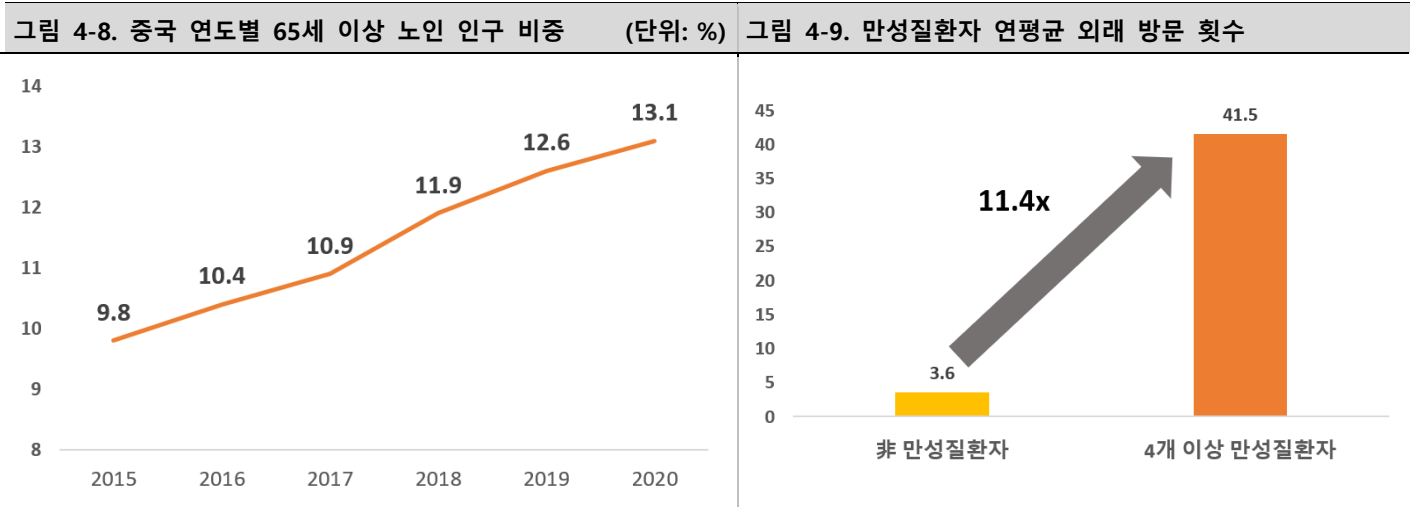
##### 원격진료 기업 수익성 면에서도 만성질환자 중요

이러한 원격진료 적용의 용이함과 함께 **원격진료 서비스를 제공하는 기업 입장에서도 수익성 면에서 만성질환자를 확보하는 것이 가장 중요하다.** 원격의료 기업은 원격진료 서비스에서 멤버십 요금과 진료 건당 수수료를 수취함으로써 수익을 창출하는데, **만성질환자는 타 환자군 대비 지출 진료비와 진료 빈도가 크므로 원격진료 적용 확대 시 높은 매출 증가를 기대할 수 있기 때문이다.**

##### 중국 고령화에 따른 만성질환 관련 진료 비와 진료횟수 증가

중국은 세계에서 고령화 속도가 가장 빠른 나라 가운데 하나로, 이에 따라 만성질환자 역시 급격하게 늘어 현재 약 4억 명이 만성질환을 앓고 있으며 전체 진료비의 70%가 만성질환 관련 비용인 것으로 추산된다. 또한, 진료 빈도 측면에서도 4개 이상 만성질환자

들의 연평균 외래 방문 횟수는 만성질환이 없는 이들의 11.4배에 달한다. 따라서 고령화 속도가 진행될수록 **만성질환과 관련한 진료비와 진료 횟수는 더욱 가파르게 증가할 전망**이다.



출처: 중국 국가통계국, SMIC 4팀

출처: 의료패널, SMIC 4팀

**만성질환 고객 확보에 나선 중국 업체들**

이에 **중국 내 주요 원격의료 업체들은 Merck, MSD 등 제약사와 전략적 협력 관계를 체결하면서 만성질환 대응 역량 강화에 나서고 있으며, 동사의 경우 멤버십 플랜 중 하나인 Private Doctor에 만성질환 전용 서비스를 별도로 구축함으로써 만성질환자를 동사의 고객으로 확보하는 데 더욱 적극적인 움직임을 보이고 있다.**

**2) 만성질환자 → 3급 병원 의사에 대한 선호도 높음**

**만성질환자의 3급 병원 선호도 더욱 높음**

중국 의료 시스템상 당뇨, 고혈압 등 만성질환자에 대한 진료는 주로 1급 병원에서 담당하도록 되어 있다. 하지만 앞서 언급하였듯 중국에서는 1, 2급 병원에 대한 신뢰가 적어 **3급 병원에 대한 선호도가 압도적으로 높으며, 이러한 현상은 만성질환자에게서 더욱 두드러지게 나타난다.** 중국에서는 전체의 8%에 불과한 3급 병원에 전체 의료 수요의 52%가 몰리고 있는 상황인데, 이 비율이 중국 만성질환자에서는 85%로 증가한다.

**3급 병원 의사에게 진료를 받기 위한 비용 감소**

이러한 만성질환자의 3급 병원에 대한 압도적인 선호는 원격진료 환경 하에서는 더욱 심화될 것으로 판단된다. 왜냐하면 **기존 대면 의료 환경에서 3급 병원 의사에게 진료를 받기 위해 추가적으로 들던 시간적·경제적 비용이 원격진료 환경에서는 크게 감소하기 때문이다.**

**3급 병원: 대기 시간 3시간 이상, 진료비 306위안**

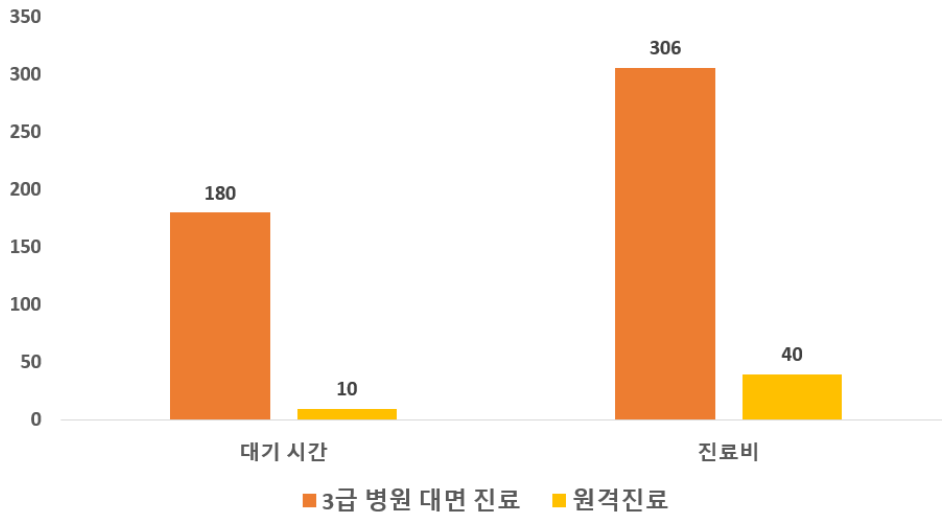
중국에서 3급 병원은 주로 대도시에 몰려 있어 환자들의 이동시간이 더욱 길어지고, 각지에서 몰려든 환자로 인해 병원 접수 후 진료를 보기까지 **평균 3시간 이상의 대기 시간**이 소요된다. 또한, **3급 병원의 회당 외래진료비는 2017년 기준 306위안(약 53,600원)**으로, 1급 병원의 외래진료비인 117위안(약 20,500원) 대비 두세 배 수준이다. 정기적으로 진료를 받아야 하는 만성질환자에게는 매우 부담되는 시간과 비용이다.

**원격진료: 대기 시간  
10분 이하, 진료비  
20~60위안**

한편 의사를 만나는 데 걸리는 대기 시간은 원격진료 서비스를 이용한다면 10분 이하로 줄어들며, 진료 건당 청구되는 비용도 20위안에서 60위안 수준이다. 따라서 만성질환자 입장에서는 3급 병원 의사에게 지속적인 관리를 받을 수 있는 환경만 갖춰진다면, 원격진료 서비스를 이용할 유인이 더욱 큰 것이다.

그림 4-10. 3급 병원 대면 진료와 원격진료 비교

(단위: 분, 위안)



출처: 하나금융투자, SMIC 4팀

**3급 병원 의료진 확보 + 맞춤 서비스 제공이 핵심**

따라서 지속적으로 늘어나는 만성질환자의 파이를 더욱 많이 가져오기 위해, 원격진료 서비스를 제공하는 업체 입장에서는 **3급 병원 의료진을 많이 확보하여 만성질환자에게 맞춤 의료 서비스를 제공할 수 있는 환경을 갖추는 것이 핵심**이라고 할 수 있다.

**3) 3급 병원 의료진, 동사가 가장 잘 확보하고 있다**

**3급 병원 의료진 확보 방법 두 가지 모두 동사가 선두**

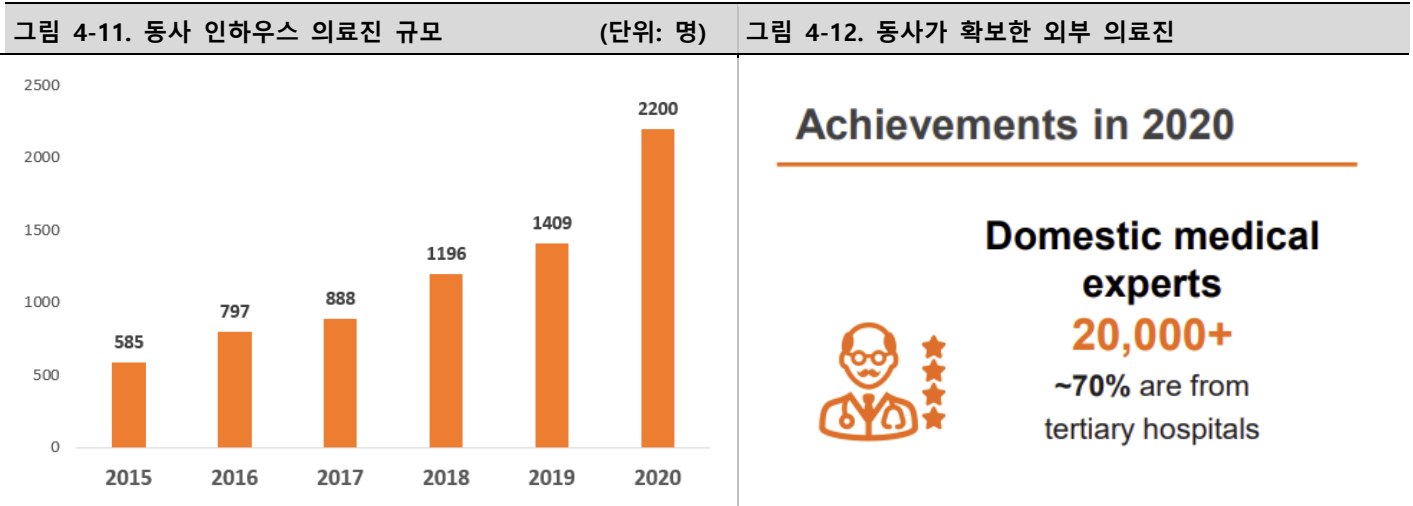
동사와 같은 플랫폼 업체가 **3급 병원 의료진을 확보할 수 있는** 경로는 두 가지이다. 첫째는 3급 병원에서의 근무 경험을 갖춘 의사와 직접 계약을 체결함으로써 풀타임 인하우스 의료진을 갖추는 것이며, 둘째는 3급 병원과 협력 계약을 체결하여 해당 병원으로부터 의료진을 수급 받는 것이다. 그리고 현재 **두 방법 모두 중국에서 압도적인 선두를 달리고 있는 것은 동사**이다.

**중국 유일 인하우스 의료진, 전부 3급 병원 경력**

먼저 동사는 **중국 내 원격의료 플랫폼 기업 중 인하우스 의료진을 갖춘 유일한** 업체이다. 서비스 초기부터 동사는 지속적으로 인하우스 의료진 규모를 확장해왔으며, 2020년 기준 동사는 약 2,200여명의 의료진을 풀타임으로 고용하고 있다. 그리고 인하우스 의료진은 **3급 대형병원에서 최소 13년 이상 경력을 보유하고 있는 전문의와 3년 이상 경력의 간호사로만** 충당하고 있다.

**20,000명 이상의 외부 의료진 70%가 3급 병원 경력**

또한, 동사는 1,900개의 3급 병원을 포함해 현재 3,000개 이상의 병원과 협력 계약을 체결하여 **20,000명 이상의 외부 의료진을 확보**하였다. 그리고 이 중 **약 70%가 3급 병원**에서 **4년 이상의 경력을 갖춘 Chief 레지던트 이상의 의료진**이다. 이때 풀타임으로 근무하는 인하우스 의료진은 실시간 진료를 담당하며, 외부 의료진은 비실시간 상담과 Second Opinion 서비스를 담당하고 있다.



출처: 동사 IR 자료, SMIC 4팀

출처: 동사 IR 자료, SMIC 4팀

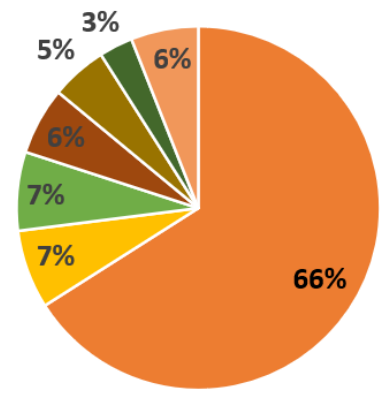
**이미 알리건강과 동사의 격차는 큼**

한편 동사의 최대 경쟁자인 알리건강도 통합 솔루션 제공 및 고객 확보를 위해 3급 병원 의료진 확충에 나서고 있으나 이미 동사와의 격차가 많이 벌어져 있는 상황이다. 알리건강의 경우 협력병원의 수는 3,900개 가량으로 동사보다 많지만, 이 중 3급 병원의 수는 400여 곳에 불과하며 나머지는 지방 1, 2차 병원 위주로 계약이 이루어져 있다.

**의료진 역량을 바탕으로 가장 큰 수혜**

위의 1) ~ 3)을 요약하자면 설립 초기부터 원격 진료에 중점을 두고 동사가 키워온 의료진 역량은 다른 경쟁사를 압도하는 수준인 것으로 파악되며, 이를 바탕으로 향후 원격진료 시장의 확대, 특히 만성질환자 수 확대에 따른 수혜를 가장 크게 누릴 수 있을 것으로 판단한다. 실제로 작년 1분기 원격진료 신규 이용자의 66%가 동사 서비스로 유입되었으며, 향후에도 비슷한 수준의 점유율을 유지할 수 있을 것으로 추정한다.

**그림 4-13. 2020년 1분기 원격진료 신규 이용자 플랫폼별 점유율** (단위: %)



■ 핑안굿닥터 ■ 하오따이푸 ■ Intelemed ■ 위닥터 ■ 춘위 ■ 딩상웬 ■ 기타

출처: Trustdata, SMIC 4팀

4.3.2. Stable Inflow of New Customers From Ping An Insurance

핑안보험 고객에게  
저렴하게 멤버십 제  
공

현재 동사는 일반 고객을 대상으로 하는 Private Doctor, 그리고 핑안보험 가입자를 대상으로 하는 Health 360 두 종류의 멤버십 플랜을 제시하고 있다. 동사의 모회사인 핑안보험은 중국 최대의 보험사로, **핑안보험 고객에게 보다 저렴한 가격에 동사 서비스를 이용할 수 있도록 혜택을 제공하기 때문에 모회사를 통한 고객 유입이 지속될 것으로 전망**된다.

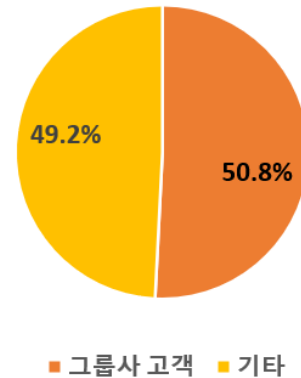
그룹사 고객의 유입  
↑

실제로 핑안생명보험, 핑안손해보험의 어플리케이션에서 동사의 서비스를 바로 이용할 수 있는 기능을 제공하고 있으며, Health 360는 Private Doctor에 비해 성인 기준 300 ~ 600위안 정도 저렴한 가격에 서비스를 제공하고 있다. 덕분에 **2019년 기준 동사 등록 고객수의 약 50.8%, 전체 매출 중 44%가 핑안보험 등 그룹사 고객으로부터 창출**되고 있다.

그림 4-14. 동사 멤버십 서비스

	Health 360	Private Doctor
출시	2017	2019
대상	핑안보험 고객	일반 고객
비용	199위안/년	성인: 499 ~ 999위안 어린이: 999위안 노인: 999~1999위안 당뇨: 699위안 (연간 회원제 서비스)
서비스 내용	일격진료 오프라인 병원 예약 2차 진료 서비스 우선 진료 예약권	4시간 일격진료 2차 진료 서비스 오프라인 진료 예약 만성질환 관리

그림 4-15. 동사 등록 고객 비중



출처: 미래에셋대우, SMIC 4팀

출처: 동사 IR 자료, SMIC 4팀

그룹사 고객의 유입  
↑

핑안보험은 가입자의 의료 정보를 미리 확보하고 있기 때문에 동사 서비스와 연동 시 더욱 **맞춤화 된 의료 서비스를 제공할 수 있다**는 점도 고객 만족도를 더욱 높이는 요소이다. 실제로 동사가 Health 360 멤버십 고객을 대상으로 시행한 설문조사 결과 **서비스 만족도에 만점을 준 고객이 98%에 달하며, 재가입률은 74% 수준인 것으로** 나타났다.

핑안보험 가입자는  
동사 서비스 이용할  
것

위에서 언급한 저렴한 가격, 기존 의료 정보를 활용한 맞춤화 서비스 제공 역량 등을 고려한다면 핑안보험 가입자 중 원격의료를 필요로 하는 고객 대다수는 동사의 서비스를 이용할 것으로 판단된다. 따라서 **핑안보험 가입자 수의 증가와 원격의료 침투율 증가에 맞추어 핑안보험으로부터 유입되는 유저 수의 안정적인 성장이 나타날 것으로** 추정할 수 있다.

실제로 핑안보험의 가입자 수와 동사 서비스 이용자 중 그룹사 고객의 수치를 비교해보면, **핑안보험 가입자의 동사 서비스 이용률이 2016년 51%에서 2020년 86.8%로 지속적으로 증가해왔음**을 확인할 수 있으며, 향후 원격의료 시장 확대에 따라 이용률의 추가적인 성장이 예상된다.

그림 4-16. Pingan보험 가입자의 동사 서비스 이용률 추정

(단위: 백만 명)	2016	2017	2018	2019	2020
핑안보험 가입자 수 (A)	131	157	180	200	218
동사 서비스 가입자 수 (B)	131.5	192.6	265	315.2	372.8
동사 가입자 중 그룹사 고객 비중 (C)	50.8%	50.8%	50.8%	50.8%	50.8%
동사 가입자 중 그룹사 고객 수 (D) = (B) * (C)	66.8	97.8	134.6	160.1	189.4
핑안보험 가입자의 동사 서비스 이용률 (E) = (D) / (A)	51.0%	62.3%	74.8%	80.1%	86.9%

출처: SMIC 4팀

#### 4.4. Revenue Estimate

매출 추정 순서는 다음과 같다.

##### 1. 2020년 매출을 분석하여 2020년 MPU(Q), MPU 1인당 연간 지출 금액(P)를 구한다.

- 2020년의 MPU는 결제 방식에 따라 M(멤버십(Health 360, Private Doctor) 유저)와 NM(비멤버십 유저)로 분류한다.
- 유저 분류에 따른 동사의 4개 사업 부문(Online Medical Service, Consumer Healthcare, Health Mall, Health Management & Wellness Interaction)의 각각 세부 P를 구한다.

##### 2. 2025년까지의 연평균 MPU를 추정하여 각 해의 Q를 산출하고, 이를 P와 곱하여 각 해의 매출을 추정한다.

- 해당 연도 등록 유저 = 전년도 등록 유저 + 신규 유저(중국 전체 환자 수 \* 원격 의료 침투율 YoY \* 동사 점유율)
- 해당 연도 연평균 MAU = 해당 연도 등록 유저 X 평균 MAU / 등록 유저
- 해당 연도 연평균 MPU = 해당 연도 연평균 MAU X 해당 연도 실결제율 추정치
- 결제 방식에 따라 MPU를 세분화한다.
- 각 부문별 P는 Flat하게 유지한다.

##### 1. 2020년 매출 분석

매출 분석의 기본 전제는 다음과 같다.

- 매출 구성의 Q는 연평균 MPU, P는 MPU 1인당 연간 지출 금액이다.
- 2020년의 MPU는 결제 방식에 따라 Membership(멤버십(Health 360, Private Doctor) 유저)와 Visit(비멤버십 유저)로 분류한다.

### 1-1. Online Medical Service 매출 분석

Online Medical Service 부문은 Member 부문, Visit 부문으로 나눌 수 있다. Member 부문은 다시 Health 360(핑안 보험 가입자 전용 멤버십)과 Private Doctor(비 핑안 보험 가입자 전용 멤버십)으로 나누어진다.

Health 360의 P는 199위안이고, Private Doctor의 평균 P는 999위안이다.

Health 360는 핑안 보험 가입자 전용이므로, MPU에 Captive Rate(50.8%)를 곱하여 Health 360의 Q를 구할 수 있다. Health 360의 2020년 Q는 약 202만 명이다.

2020년의 Online Medical Service 부문의 전체 매출은 13.82억 위안이고, 멤버십 부문의 매출은 9.25억 위안이었다.

이로부터 Private Doctor의 Q를 도출할 수 있다. Private Doctor의 Q는 약 52만 명이다. Visit 부문 Q는 약 255만 명이다.

### 1-2. Consumer Healthcare & Health Mall 매출 분석

동사의 발표에 따르면 Consumer Healthcare, Health Mall 부문에서 Membership은 Visit보다 약 2배 더 지출한다. 이를 통해 두 부문의 유저 별 P를 추정할 수 있다.

### 1-3. Health Management & Wellness Interaction 매출 분석

2020년 기준 위 부문 매출은 약 2억 300만 위안이다. 해당 부문은 MAU에 연동된다.

2020년 매출 구성은 아래와 같다.

(단위: 만 명, 만 RMB)			P	Q	Revenue
Online Medical Services	Membership	Health 360	199	202	40,234
		Private Doctor	999	52	52,268
Total				255	92,502
	Visit		446	144	64,001
Total				398	156,503
Consumer Healthcare	Membership		362	255	92,133
	Visit		322	144	46,207
Total				398	138,340
Health Mall	Membership		973	255	247,629
	Visit		863	144	123,841
Total				398	371,469
Health Management & Wellness Interaction					20,377
Total					686,688

2. 2021~2025 매출 추정

향후 매출을 추정하기 위해서는 해당 연도의 MPU를 우선적으로 추정해야 한다. 해당 연도의 MPU를 도출하는 식은 다음과 같다.

1) 해당 연도 등록 유저 = 전년도 등록 유저+신규 유저(중국 전체 환자 수\*원격 의료침투율 YoY\*동사 점유율)

신규 유저(F)는 중국 전체 환자 수(A)에 원격 의료 침투율(B)을 곱해 중국 원격 의료 환자 수(C)를 구한 뒤, 도출된 원격 의료 환자 증가분(D)에 동사의 점유율(E)을 곱해주는 방식으로 산출할 수 있다.

2) 해당 연도 연평균 MAU = 해당 연도 등록 유저 X 평균 MAU/등록 유저

3) 해당 연도 연평균 MPU = 해당 연도 연평균 MAU X 해당 연도 실결제를 추정치 해당 연도 실결제를 추정치는 연평균 증가율을 사용하여 산출하였다.

(단위: 만 명)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
전체 중국 환자 수 (A)	143,900	145,256	146,626	148,008	149,403	150,811
원격의료 침투율 (B)	8.3%	12.4%	14.5%	17.5%	21.3%	25.4%
중국 원격의료 환자 수 (C) = (A) * (B)	11,944	18,012	21,261	25,901	31,823	38,306
원격의료 환자 수 증가분 (D)		6,068	3,249	4,641	5,921	6,483
동사 점유율 (E)		70%	70%	70%	70%	70%
동사 등록유저 증가분 (F) = (D) * (E)		4,248	2,274	3,248	4,145	4,538
동사 등록유저 수 (G)	37,280	41,528	43,802	47,050	51,195	55,734
MAU / 등록유저 수 (H)		21.23%	21.23%	21.23%	21.23%	21.23%
동사 MAU (I) = (G) * (H)		8,816	9,299	9,989	10,869	11,832
실 결제율 (J)	4.9%	6.3%	8.0%	10.2%	13.0%	16.6%
동사 MPU (K) = (I) * (J)		551	742	1,018	1,414	1,964

해당 연도의 MPU는 결제 방식에 따라 세분화할 수 있다.

4) 결제 방식에 따라 MPU를 Health 360, Private Doctor, Visit MPU를 세분화할 수 있다. Health 360의 MPU는 Captive이므로 모회사인 핑안 보험으로부터 나온다. 핑안 보험 고객의 증가율에 따라 Health 360의 Q도 비례하여 커진다.

전체 MPU에서 Health 360 MPU를 제외한 뒤 Private Doctor, Visit MPU를 1:2.5 비율로 나눈다. 원격 의료의 유저 중 만성질환자가 앞으로 상당한 비중을 유지할 예정이므로 Private Doctor의 Q가 증가하였다.

5) 동사 네 부문의 P는 일정하게 유지한다.

Online Medical Service, Consumer Healthcare, Health Mall, Health Management & Wellness Interaction의 모든 P는 2020년과 동일하게 유지한다.

고정된 P에 변경된 Q를 곱해 도출된 2021~2025년 전체 매출 추정은 다음과 같다.

(단위: 1000 RMB)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Revenue:</b>									
<b>Online Medical Services</b>	242,163	410,729	858,021	1,565,455	2,436,802	3,311,911	4,643,679	6,649,515	9,536,581
<b>Consumer Healthcare</b>	655,397	905,442	1,112,356	1,382,901	1,926,262	2,591,742	3,548,244	4,917,883	6,818,679
<b>Health Mall</b>	896,122	1,864,431	2,902,186	3,713,859	5,175,455	6,963,270	9,532,506	13,210,902	18,315,229
<b>Health Management and Wellness</b>	74,339	157,247	192,866	203,772	226,974	239,404	257,159	279,814	304,619
<b>Total</b>	<b>1,868,021</b>	<b>3,337,849</b>	<b>5,065,429</b>	<b>6,865,987</b>	<b>9,765,493</b>	<b>13,106,328</b>	<b>17,981,588</b>	<b>25,058,115</b>	<b>34,975,107</b>

## 5. Issue & Risk

2.3. Stock Price Analysis에서 밝혔듯이, 실적 발표(잠정 공시 : 2월 2일) 이후 동사의 흑자 전환에 대한 불확실성이 대두되며 최근 주가가 하락세를 보이고 있다. **하지만 이러한 시장의 우려는 다소 과대평가된 측면이 존재한다.**

동사가 3월 7일에 발행한 2020년 연간 사업보고서에 의하면 동사의 2020년 순손실은 9억 4850만 위안으로 2019년(7억 4670만 위안) 대비 적자폭이 27% 늘어났다. 하지만 동사는 "Non-GAAP 기준 하의 순손익" 계정에 대응되는 "조정 후 순손실" 계정을 적시했다. (\*동사는 IFRS 기준으로 공시하기에 Non-IFRS 기준 하의 순손익을 공시한 것이다.)

해당 계정은 2020년 순손실에서 Share-based Payments(주식 기반 보상)와 Net foreign exchange losses/(gains)(순외환손익) 등 영업과 관계없는 일회성 비용이 제한 것으로, **조정 후 순손실은 5억 1581만 위안으로 전년 동일 계정(6억 9505만 위안) 대비 25.8% 감소했다.** 따라서, 동사의 올해 흑자 전환에 대한 기대감은 여전히 유효하다.

나아가, 동사는 플랫폼 영향력 확장을 위해 기업 고객 유치, 인터넷 병원 설립, 우수한 의료진 편성, 보험 적용 상품 개발, 건강관리 서비스 개선 등의 전략적인 재무 활동이 이루어진 바 있다. 따라서, **전략적으로 이루어진 재무 활동을 제외하고 동사의 전통적인 영업 부문에서 발생한 순손실은 2억 3920만 위안으로 추정되며, 이는 전년 동일 계정 대비 65.5% 감소한 결과다.**

정리하자면, 최근의 주가 하락은 동사의 흑자 전환에 대한 불확실성에서 비롯된다. 그러나 일회성 비용을 제외한 "조정 후 순손익"을 통해 확인된 동사의 적자폭은 전년 대비 25.8% 감소했다. 또한, 전략적인 재무 활동을 제외한 전통적인 영업 부문의 순손실 역시 전년 대비 65.6% 감소했다. **최근의 주가 하락은 과도한 측면이 존재하며 동사의 흑자 전환에 대한 기대감은 여전히 유효한 것으로 판단된다.**

그림 5-1. 동사의 조정 후 순손실 (2020 Annual Report p.23)

**Loss for the Year and the Non-IFRS Measure: Adjusted Net Profit/(Loss)**

Our net loss for the year 2020 amounted to RMB948.5 million, representing an increase of 27.0% compared with RMB746.7 million recorded for the year 2019. To supplement our consolidated financial information presented in accordance with IFRS, we also adopted the "adjusted net profit/(loss)" which is not a required standard under IFRS or which is presented not in accordance with IFRS requirements as an additional financial measure. For the purpose of this annual report and future annual reports, the "adjusted net profit/(loss)" may be used in exchange with the "net profit/(loss) not under GAAP". We believe that this additional financial measure is useful for comparing our operating performance between different periods and different companies by eliminating the potential impact of items which, in the opinion of our management, are not indicative of our operating performance. We also believe that the additional measure can provide investors and other individuals with meaningful information, allowing them to understand and predict our consolidated operating results in the same way as our management. However, the "adjusted net profit/(loss)" presented by us may not necessarily be comparable with the similar measures presented by other companies. Such non-IFRS measure has a limitation as an analytical tool. Thus, a view should not be held that it is independent from or can replace the analysis of our operating results or financial position presented in accordance with IFRS. After excluding the impact of share-based payments and net foreign exchange losses (gains), adjusted net loss in 2020 amounted to RMB515.8 million, representing a decrease of 25.8% compared with adjusted net loss of RMB695.0 million in 2019. The following table sets forth adjusted net loss for the year ended 31 December 2020 and 2019 as the most directly comparable financial measure (namely net loss for the year) calculated and presented in accordance with IFRS:

	Year ended 31 December	
	2020	2019
	RMB'000	RMB'000
Loss for the year	(948,503)	(746,716)
Excluding:		
Share-based payments	64,993	91,805
Net foreign exchange losses/(gains)	367,699	(40,135)
Adjusted net loss	(515,811)	(695,046)

출처: 동사 2020 Annual Report, SMIC 4팀

그림 5-2. 동사의 전통적인 영업 부문 적자폭 감소 (p. 9)

net loss of RMB695.0 million in 2019. With the strategic upgrades, the Company committed more to channels, services and capabilities, and lost no time in advancing key strategic projects like attracting more corporate customers, building Internet hospitals, establishing a team of doctors, developing insurance channel products, and improving health management services. By excluding the impact of a financial commitment to the strategic upgrades, the Company's net loss on the traditional business decreased by 65.6% year on year to RMB239.2 million.

출처: 동사 2020 Annual Report, SMIC 4팀

## 6. Valuation: DCF Method & Implied PSR Method

### 6.1 Primary Valuation Method: DCF Method

동사의 Valuation Method로써, DCF를 선택한 이유는 다음과 같다.

동사는 중국 내 원격의료 생태계를 주도적으로 이끌어 나갈 역량과 기술을 갖추었다. 이러한 잠재력을 바탕으로 동사는 2021년 이후부터 독보적인 성장성 증명할 것이다. 실제로 투자자들이 동사에게 바라는 것은 올해 지금 당장의 실적이 아닌 **증장기적인 성장성**이다.

동사의 경우 2018년 5월 4일 상장하였다. **Historical 상대가치 평가법을 사용하기에** 동사의 개화기에 있는 산업군으로써, **충분히 신뢰성 있는 평가방법을 제공하지 못한다고** 판단된다.

동사의 경우 Peer Multiple을 사용하지 어려운 이유는 다음과 같다.

- 1) 동사의 경우, 주요 peer로는 알리건강, 징둥헬스, 위닥터 등이 있다. 위닥터를 포함한 대부분의 peer들은 상장되지 않았으며, 징둥헬스 역시 2020년 12월 8일 상장으로 **충분한 주가 히스토리를 형성하였다고 판단되지 않는다.**
- 2) 동사의 경우, 주요 peer들과 달리, 원격의료에 확실한 성과를 내고 있다. 알리건강 및 징둥헬스는 e-pharmacy형태에 집중하며 원격의료에서 성과를 내지 못하고 있는 것은 현재의 동사의 BM과 확고한 차이를 보인다. **동사의 원격의료에 있어서 독보적인 현재 상황을 고려한다면, 단순히 같은 산업군 내에 위치하지만 BM 등 성격자체가 다른 peer multiple을 적용하는 것은 올바르지 못하다.**

동사의 동사의 진정한 가치를 확인하기 위해서는 상대 가치 평가법보다는 **증장기적인 회사의 성장성을 반영하는 절대가치 평가법을 활용하는 것이 적절하다고** 판단하였다. 따라서, **DCF 모델을 통하여 동사의 가치를 판단할 것이다.** 더하여, Implied PSR Method를 보조지표로 사용하여 동사의 추가적인 상승여력에 대해서 논할 것이다.

## 6.2 Earning Table

(Unit: 1000 RMB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Revenue	278,700	601,500	1,868,021	3,337,849	5,065,429	6,865,987	9,765,493	13,106,328	17,981,588	25,058,115	34,975,107
Revenue yoy (%)		116%	211%	79%	52%	36%	42%	34%	37%	39%	40%
Cost of Sales	167,900	347,900	1,255,951	2,425,911	3,894,000	5,001,573	6,850,201	9,194,852	12,604,174	17,516,939	24,360,613
Gross Profit	110,800	253,600	612,070	911,938	1,171,429	1,864,414	2,915,291	3,911,476	5,377,415	7,541,175	10,614,494
GPM (%)	39.8%	42.2%	32.8%	27.3%	23.1%	27.2%	29.9%	29.8%	29.9%	30.1%	30.3%
Selling and Marketing Expenses	178,600	781,100	723,556	1,238,451	1,206,673	1,586,627	1,791,242	2,087,547	2,495,008	3,058,410	3,818,950
Administrative Expenses	251,500	461,100	710,665	994,706	1,075,307	1,017,083	1,194,770	1,272,367	1,355,769	1,443,284	1,531,219
Other Income	1,200	9,800	24,936	28,227	41,895	205,426	226,212	255,774	291,371	335,045	387,069
Other Gains/(Losses) -net	-5,000	238,800	-199,210	183,493	109,267	-385,269	-30,836	-30,836	-30,836	-30,836	-30,836
Operating Income	-323,100	-740,000	-996,425	-1,109,499	-959,389	-919,139	124,656	776,500	1,787,173	3,343,690	5,620,558
OPM (%)	-116%	-123%	-53%	-33%	-19%	-13%	1%	6%	10%	13%	16%
Finance Income/(Costs) - net	-400	-15,300	-164	201,910	252,689	99,686	185,169	181,586	155,480	174,079	170,382
Share of Losses of Associates and Joint Ventures	-200	-2,900	4,646	4,288	27,429	121,895	121,895	121,895	121,895	121,895	121,895
Earnings before Income Tax	-323,700	-758,200	-1,001,643	-911,877	-734,129	-941,348	187,930	836,191	1,820,758	3,395,874	5,669,045
Income Tax Expense	0	0	408	1,178	12,587	7,155	28,189	125,429	273,114	509,381	850,357
Earnings for the Year	-323,700	-758,200	-1,001,643	-913,055	-746,716	-948,503	159,740	710,762	1,547,644	2,886,493	4,818,688
- Owners of the Company	-323,700	-758,200	-1,001,643	-911,662	-733,860	-948,478	159,736	710,744	1,547,604	2,886,416	4,818,561
- Non-Controlling Interests	0	0	0	-1,393	-12,587	-25	4	19	41	76	127

## 6.3 Revenue Estimates

매출추정은 기추정한 값을 사용하였습니다.

## 6.4 Cost of Sales

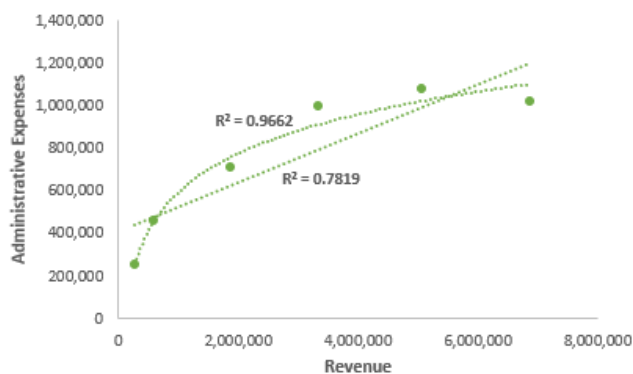
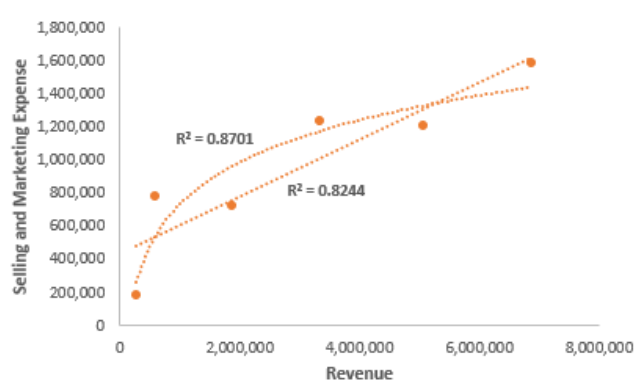
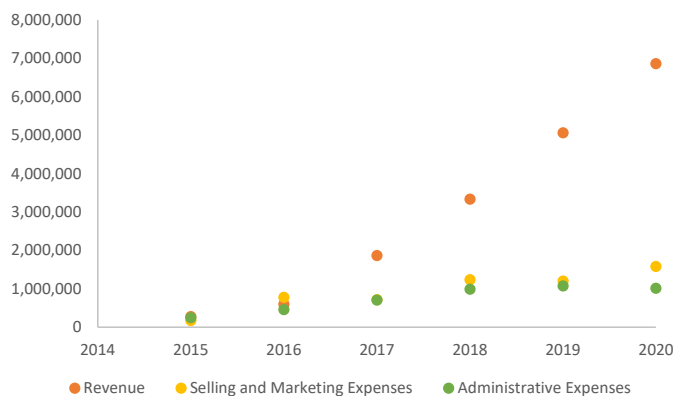
(Unit: 1000 RMB)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Online Medical Services	1,011,273	1,341,324	1,834,253	2,560,063	3,576,218
Consumer Healthcare	1,126,545	1,529,128	2,128,947	2,999,909	4,227,581
Health Mall	4,657,909	6,266,943	8,579,256	11,889,812	16,483,706
Health Management and Wellness	54,474	57,457	61,718	67,155	73,108
Cost of Sales	6,850,201	9,194,852	12,604,174	17,516,939	24,360,613

원가의 경우에, Appendix에 첨부된 Gross Margin 관련 자료를 첨부하였습니다.

이를 토대로, 20년 기준 매출원가율에 대해서 플랫폼의 대형화에 따라 레버리지 효과가 발생할 것으로 판단하였습니다. 따라서, 매출원가율은 매출이 급속하게 성장하는 Online Medical Services와 Consumer Healthcare에 대해서 20년을 기준으로 1% 정도씩 상승 시켰습니다. 이는 고정비 대비 효과를 반영한 것이며, 매출액이 매우 빠르게 증가하는 것을 감안한다면 보수적인 추정이라고 생각하였습니다. Health Mall과 Health Management and Wellness에 대해서는 기존의 매출원가율을 그대로 적용하여 보수적인 추정을 적용하였습니다.

## 6.5 Selling and Marketing Expenses / Administrative Expenses

(Unit: 1000 RMB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Revenue	278,700	601,500	1,868,021	3,337,849	5,065,429	6,865,987	9,765,493	13,106,328	17,981,588	25,058,115	34,975,107
Selling and Marketing Expenses	178,600	781,100	723,556	1,238,451	1,206,673	1,586,627	1,791,242	2,087,547	2,495,008	3,058,410	3,818,950
Administrative Expenses	251,500	461,100	710,665	994,706	1,075,307	1,017,083	1,194,770	1,272,367	1,355,769	1,443,284	1,531,219



Revenue 와 Selling and Marketing Expenses, Administrative Expenses의 추이를 보면 위와 같습니다. 이를 토대로 Revenue와 각각의 항목에 대해서 로그 및 선형에 대한 추세선을 그리고 상관관계 분석을 하면 다음과 같습니다. Selling and Marketing Expenses의 경우에는 선형과 로그 둘에 대해서 비슷한 상관성이 나타나는 것으로 보아 평균값으로 적용하였습니다. Administrative Expenses에 대해서는 로그 추세선이 가장 높은 상관성을 보이는 것을 반영하여 값을 적용하였습니다.

### 6.6 Other Income / Other Gains(Losses) – net

(Unit: 1000 RMB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	
Interest on financial assets at amortized cost						99,474	99,474	99,474	99,474	99,474	99,474	20Y Flat
Government Grants	615	8,218	14,030	20,506	38,931	63,063	83,849	113,411	149,008	192,682	244,706	Linkage to Revenue
Short-term Investments Placed with Banks	541	1,457	10,906	7,721	2,964	42,889	42,889	42,889	42,889	42,889	42,889	20Y Flat
Other Income	1,156	9,675	24,936	28,227	41,895	205,426	226,212	255,774	291,371	335,045	387,069	

(Unit: 1000 RMB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	
Net foreign exchange gains / (losses)		1	238,293	-179,552	156,276	40,135	-367,699	-57,096	-57,096	-57,096	-57,096	2018-20 average
Forfeiture of rental deposits		-5,242										0 flat
Gains on disposal of financial assets at fair value through profits or loss						31,935	17,056	16,330	16,330	16,330	16,330	2018-20 average
Net gains on disposals and deemed disposals of joint ventures							3,166	1,055	1,055	1,055	1,055	2018-20 average
Net gains on disposals and deemed disposals of joint subsidiaries						34,304		11,435	11,435	11,435	11,435	2018-20 average
Fair value gains / (losses) on financial assets at fair value through profit or loss					29,689	23,451	-1,438	17,234	17,234	17,234	17,234	2018-20 average
Impairment losses of financial assets						-1,705	-22,803	-30,955	-18,488	-18,488	-18,488	2018-20 average
Impairment losses of other intangibles assets					-19,569							0 flat
Others		247	545	-89	-767	2,245	-5,399	-1,307	-1,307	-1,307	-1,307	2018-20 average
Other Gains/(Losses) -net		-4,994	238,838	-199,210	183,493	109,267	-385,269	-30,836	-30,836	-30,836	-30,836	

## 6.7 Finance Income(Costs) – net

(Unit: 1000 RMB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	
Financial income												3year-moving average
Interest income	1,200	2,400	37,415	201,910	265,897	105,679	191,162	187,579	161,473	180,072	176,375	
Financial costs												20Y flat
Interest expenses on lease liabilities	-1,000	-14,600	-33,761		-13,208	-5,993	-5,993	-5,993	-5,993	-5,993	-5,993	
Others	-600	-3,100	-3,818									
Finance Income/(Costs) - net	-400	-153,000	-164	201,910	252,689	99,686	185,169	181,586	155,480	174,079	170,382	

## 6.8 Income Tax Expense

(Unit: 1000 RMB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F				
Loss before income tax				-323,708	-758,215	-1,001,235	-911,877	-734,129	-941,348	187,930	836,191	1,820,758	3,395,874	5,669,045	effective tax rate 15%
Tax calculated at PRC statutory income tax rate of 25%				-80,927	-189,554	-250,309	-227,969	-183,532	-235,337	28,189	125,429	273,114	509,381	850,357	
Tax effects of															
- Differential income tax rates applicable to overseas subsidiaries				17	-53,840	50,348	-134,587	-13,411	132,468						
- Income not subject to tax															
- Expenses not deductible for tax purposes				23,240	43,092	33,926	68,303	74,442	153,670						
- Tax losses and temporary differences for which no deferred income tax asset was recognized				57,670	200,302	181,812	295,431	127,203	39,951						
- PRC withholding income tax								9,479	3,003						
- Adjustments for current tax of prior periods					408				-718						
- Previously unrecognized tax losses now recouped to reduce current tax expense							-1,594	-15,653							
- Previously unrecognized temporary differences now recouped to reduce current tax expense								-70,229							
Income tax expense	0	0	408	1,178	12,587	7,155	28,189	125,429	273,114	509,381	850,357				

## 6.9 CAPEX Estimates

Year ended 31 Dec (Unit: 1000 RMB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>&lt;Property, Plant and Equipment&gt;</b>											
Office and telecommunication equipment											
Cost	14,619	116,717	122,677	212,618	255,583	297,371					
Accumulated depreciation	898	16,069	37,330	67,798	111,449	168,673					
Net book amount	13,721	100,648	85,347	144,820	144,134	128,698					
Additions, Disposal - net	25,247	90,438	6,351	88,982	43,166	35,920	36,243	36,569	36,899	37,231	37,566
Depreciation charge	3,449	11,588	21,652	29,509	43,852	51,356	42,132	48,176	37,759	36,572	36,902
Leasehold improvements											
Cost	3,634	11,554	26,135	46,184	74,340	87,343					
Accumulated depreciation	686	3,445	8,225	18,531	32,029	49,776					
Net book amount	2,948	8,109	17,910	27,653	42,311	42,311					
Additions, Disposal - net	2,899	7,920	14,581	18,403	28,156	12,752	12,867	12,983	13,099	13,217	13,336
Depreciation charge	629	2,759	4,780	8,660	13,498	17,496	12,809	12,925	13,041	13,158	13,277
<b>&lt;Leases&gt;</b>											
Right-of-use assets											
Net book amount	0	0	0	0	93,986	115,417					
Depreciation charge	0	0	0	0	63,227	73,587	73,587	73,587	73,587	73,587	73,587
<b>&lt;Intangible Assets&gt;</b>	0	0	0	0	0	0					
Software											
Cost	0	707	1,696	58,034	94,626	117,734					
Accumulated amortization	0	652	752	4,530	17,069	36,832					
Net book amount	0	55	944	53,504	77,557	80,902					
Additions, Acquisition, Disposal - net	0	70	989	56,338	42,493	23,102	23,310	23,520	23,731	23,945	24,160
Amortization	0	15	100	3,778	18,440	19,757	29,635	23,311	23,520	23,732	23,946
Liscnses											
Cost	19,569	19,569	19,569	54,672	57,472	57,472					
Accumulated amortization	0	0	0	2,560	9,251	16,832					
Accumulated impairment	0	19,569	19,569	19,569	19,569	19,569					
Net book amount	19,569	0	0	32,543	28,652	21,071					
Additions, Acquisition, Disposal - net	0	0	0	35,103	2,800	0	0	0	0	0	0
Amortization	0	0	0	2,560	6,691	7,581	7,581	7,581	5,909	0	0
Impairment charge	0	0	19,569	0	0	0					

동사의 경우 BM상 Capex 투자와 유형자산 및 무형자산이 중요한 항목이 아닙니다. 더하여, 현재 플랫폼 상 관련 자산을 어느정도 상태이기 때문에 20년 값을 기준으로 투자금액을 기존과 같이 유지할 것으로 판단하였습니다. 따라서, 이를 중국 물가상승률을 고려하여 Capex를 추정하였습니다.

## 그림 6-1. Expected Useful Life 관련자료

Expected useful life			
Software .....			3 years
Online drug sales license .....			Indefinite useful lives
Category	Expected useful life	Estimated residual value rate	Annual depreciation rate
Office and telecommunication equipment . . .	5 years	5%	19%
Leasehold improvements .....	2 years	0%	50%

출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

## 6.10 Net Working Capital Estimates

Year ended 31 Dec (Unit: 1000 RMB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Net Working Capital (①+②-③)		115,220	-116,437	146,131	314,579	372,871	416,985	292,155	743,636	762,617	1,351,416
① Trade Receivable Increase		184,018	161,411	-23,445	218,373	408,827	487,709	403,180	896,890	990,184	1,654,347
Revenue	278,700	601,500	1,868,021	3,337,849	5,065,429	6,865,987	9,765,493	13,106,328	17,981,588	25,058,115	34,975,107
Opening Trade Receivable		109,027	293,045	454,456	431,011	649,384	1,058,211	1,545,920	1,949,100	2,845,990	3,836,174
Closing Trade Receivable	109,027	293,045	454,456	431,011	649,384	1,058,211	1,545,920	1,949,100	2,845,990	3,836,174	5,490,521
Average	109,027	201,036	373,751	442,734	540,198	853,798	1,302,066	1,747,510	2,397,545	3,341,082	4,663,348
Trade Receivable Turnover	2.6	3.0	5.0	7.5	9.4	8.0	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
② Inventories Increase		-98	5,793	31,995	36,198	85,697	61,426	69,445	120,853	153,362	228,630
Selling Costs	756	748	7,725	81,457	453,364	1,147,246	2,102,959	2,822,749	3,869,384	5,377,565	7,478,520
Opening Inventories	800	880	782	6,575	38,570	74,768	160,465	221,891	291,336	412,189	565,551
Closing Inventories	880	782	6,575	38,570	74,768	160,465	221,891	291,336	412,189	565,551	794,180
Average	840	831	3,679	22,573	56,669	117,617	191,178	256,614	351,762	488,870	679,865
Inventories Turnover	0.9	0.9	2.1	3.6	8.0	9.8	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
③ Trade Payables Increase		68,700	283,641	-137,581	-60,008	121,653	132,150	180,470	274,106	380,929	531,561
Cost of Sales	5,979	61,702	792,223	1,667,548	2,778,607	3,737,050	6,850,201	9,194,852	12,604,174	17,516,939	24,360,613
Opening Trade Payables		114,200	182,900	466,541	328,960	268,952	390,605	522,755	703,225	977,331	1,358,261
Closing Trade Payables	114,200	182,900	466,541	328,960	268,952	390,605	522,755	703,225	977,331	1,358,261	1,889,821
Average	114,200	148,550	324,721	397,751	298,956	329,779	456,680	612,990	840,278	1,167,796	1,624,041
Trade Payables Turnover	0.1	0.4	2.4	4.2	9.3	11.3	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0

회전율의 경우 Trade Recievable은 19년을 기점으로 20년도부터 하향 추세를 그리는 것으로 보아 18년 수준으로 추정하였습니다. Inventories, 및 Trade Payables의 경우 적절한 수준으로 상승하는 Turnover를 고려하여 추정하였습니다.

## 6.11 Key Assumption: WACC

Key Assumption		
risk-free rate	2.50%	UBS, HSBC equity strategy team
risk premium	5%	UBS, HSBC equity strategy team
Target D/E ratio	72%	yahoo finance
Cost of Debt	4.35%	Historical Borrowing rate
Effective Tax Rate	15.00%	
Equity Beta	1.2	HSBC Historical
Cost of Equity	8.35%	
Cost of Debt	4.35%	
WACC	6.40%	

Risk-free rate와 risk premium의 경우 UBS, HSBC의 에서 추정된 값을 적용하였습니다. 부채비율은 Yahoo finance를 적용하였고, 이자율의 경우 일정하게 유지되는 역사적 이자율을 적용하였습니다. 베타의 경우, HSBC에서 적용한 Historical Beta인 0.9에 대해서 해당 산업군에 대한 불안정성을 고려하여 30%할증한 1.2를 적용하여 WACC를 산정하였습니다.

## 6.12 Free Cash Flow of Firm

(Unit: 1000 RMB)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	193,923	842,184	1,826,751	3,401,867	5,675,038	6,017,243	6,429,941	6,927,656	7,527,901	8,251,795
Tax Rate(%)	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
EBIT(1-t)	164,834	715,856	1,552,738	2,891,587	4,823,782	5,114,656	5,465,450	5,888,508	6,398,716	7,014,026
Add : Depreciation & Amortization	72,420	73,072	73,729	74,393	75,062	75,738	76,420	77,107	77,801	78,502
Sub : CAPEX	92,158	91,992	80,230	73,463	74,124	74,791	75,464	76,143	76,829	77,520
Sub : NWC	416,985	292,155	743,636	762,617	1,351,416	1,621,699	1,946,039	2,335,247	2,802,297	3,362,756
FCFF(Free Cash Flow to Firm)	-271,889	404,781	802,602	2,129,900	3,473,304	3,493,904	3,520,367	3,554,225	3,597,392	3,652,252

## 6.13 DCF Valuation

DCF Valuation (2021F)	
Enterprise NPV (Unit: 1000RMB)	147,101,869
Net Cash (debt), current (Unit: 1000RMB)	4,921,000
Equity Value (Unit: 1000RMB)	142,180,869
HK\$/RMB	1.21
Equity Value (Unit: 1000HK\$)	172,038,852
Number of Shares (Unit: 1000)	1,147,294
Target Price (Unit: HK\$)	150
Current Price (Unit: HK\$)	87.65
Upside Potential (Unit: %)	71.08%

		Perpetual Growth				
		2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
<b>Cost of Equity</b>	9.35%	14.20%	27.36%	44.30%	66.91%	98.63%
	8.85%	21.48%	36.62%	56.50%	83.76%	123.45%
	8.35%	29.80%	47.41%	71.08%	104.61%	155.76%
	7.85%	39.41%	60.16%	88.85%	131.12%	199.63%
	7.35%	50.66%	75.48%	110.99%	166%	262.66%

#### 6.14 Implied PSR Method

Implied PSR (2021F)	
Target Price (Unit: HK\$)	<b>150</b>
2021F Revenue (Unit: 1000RMB)	9,765,493
HK\$/RMB	1.21
2021F Revenue (Unit: 1000HK\$)	11,816,246
Implied PSR	<b>14.56</b>
Current Price (Unit: HK\$)	87.65
Upside Potential (Unit: %)	<b>71.08%</b>

이에 본 보고서의 논의를 종합하여 목표주가 150 HK\$, 현재주가 대비 상승여력 71.08%, 투자 의견 Buy를 제시한다.

## 7. Appendix

### 7.1. Yearly Revenue Table

#### 1) Year 2021 Revenue Estimate

(단위: 만 명, 만 RMB)			P	Q	Revenue
Online Medical Services	Membership	Health 360	199	265	52,795
		Private Doctor	999	114	114,325
Total				380	167,120
	Visit		446	172	76,560
Total					243,680
Consumer Healthcare	Membership		362	380	137,292
			322	172	55,334
Total				551	192,626
Health Mall	Membership		973	380	369,424
			863	172	148,121
Total					517,545
Health Management & Wellness Interaction					22,697
Total					976,549

#### 2) Year 2022 Revenue Estimate

(단위: 만 명, 만 RMB)			P	Q	Revenue
Online Medical Services	Membership	Health 360	199	350	69,749
		Private Doctor	999	157	156,583
Total				507	226,332
	Visit		446	235	104,859
Total					331,191
Consumer Healthcare	Membership		362	507	183,386
			322	235	75,788
Total				742	259,174
Health Mall	Membership		973	507	493,455
			863	235	202,872
Total					696,327
Health Management & Wellness Interaction					23,940
Total					1,310,632

#### 3) Year 2023 Revenue Estimate

(단위: 만 명, 만 RMB)			P	Q	Revenue
Online Medical Services	Membership	Health 360	199	459	91,257
		Private Doctor	999	224	223,464
Total				682	314,721
Visit			446	336	149,647
Total					464,368
Consumer Healthcare	Membership		362	682	246,666
			322	336	108,159
Total				1,018	354,824
Health Mall	Membership		973	682	663,727
			863	336	289,524
Total					953,251
Health Management & Wellness Interaction					25,716
Total					1,798,159

#### 4) Year 2024 Revenue Estimate

(단위: 만 명, 만 RMB)			P	Q	Revenue
Online Medical Services	Membership	Health 360	199	594	118,232
		Private Doctor	999	328	327,442
Total				922	445,674
Visit			446	492	219,278
Total					664,952
Consumer Healthcare	Membership		362	922	333,304
			322	492	158,485
Total				1,414	491,788
Health Mall	Membership		973	922	896,851
			863	492	424,239
Total					1,321,090
Health Management & Wellness Interaction					27,981
Total					2,505,811

#### 5) Year 2025 Revenue Estimate

(단위: 만 명, 만 RMB)			P	Q	Revenue
Online Medical Services	Membership	Health 360	199	762	151,672
		Private Doctor	999	481	480,326
Total				1,243	631,998
Visit			446	721	321,660
Total					953,658
Consumer Healthcare	Membership		362	1,243	449,386
			322	721	232,482
Total				1,964	681,868
Health Mall	Membership		973	1,243	1,209,204
			863	721	622,318
Total					1,831,523
Health Management & Wellness Interaction					30,462
Total					3,497,511

#### 7.2. Gross Margin

(Unit: 1000 RMB)	2017	2018	2019	2020
<b>Revenue:</b>				
Online medical services	242,163	410,729	858,021	1,565,455
Growth Rate(단위: %)		70%	109%	82%
Consumer healthcare	655,397	905,442	1,112,356	1,382,901
Growth Rate(단위: %)		38%	23%	24%
Health Mall	896,122	1,864,431	2,902,186	3,713,859
Growth Rate(단위: %)		108%	56%	28%
-individual consumers		1,147,977	1,577,523	
-corporate clients		716,454	1,324,663	
Health management and wellness interaction	74,339	157,247	192,866	203,772
Growth Rate(단위: %)		112%	23%	6%
Total of revenue	1,868,021	3,337,849	5,065,429	6,865,987
Growth Rate(단위: %)		79%	52%	36%
<b>Gross Profit:</b>				
Online medical services	142,525	164,752	378,929	879,020
Growth Rate(단위: %)		16%	130%	132%
Consumer healthcare	304,148	418,098	400,378	574,132
Growth Rate(단위: %)		37%	-4%	43%
Health Mall	104,593	200,928	234,826	255,386
Growth Rate(단위: %)		92%	17%	9%
-individual consumers		169,132	170,550	
-corporate clients		31,796	64,276	
Health management and wellness interaction	60,804	128,160	157,296	155,876
Growth Rate(단위: %)		111%	23%	-1%
Total of gross profit	612,070	911,938	1,171,429	1,864,414
Growth Rate(단위: %)		49%	28%	59%
<b>Gross margin</b>				
Online medical services	58.9%	40.1%	44.2%	56.2%
Consumer healthcare	46.4%	46.2%	36.0%	41.5%
Health Mall	11.7%	10.8%	8.1%	6.9%
-individual consumers		14.7%	10.8%	
-corporate clients		4.4%	4.9%	
Health management and wellness interaction	81.8%	81.5%	81.6%	76.5%
Total of gross margin	32.8%	27.3%	23.1%	27.2%

Year ended 31 Dec 2020 (단위: 1000 RMB)	Online		Consumer		Health Management	
	Medical Services	Healthcare	Health Mall	nd Wellness	Interactio	Total
Revenue from Customers	1,565,455	1,382,901	3,713,859		203,772	6,865,987
Medical related Services	1,171,755	1,380,111	28,045		35,958	2,615,869
Sales of Goods	392,746	2,790	3,675,700			4,071,236
Commission income	954		10,114			11,068
Advertising and other services					167,814	167,814
Cost of Sales	686,435	808,769	3,458,473		47,896	5,001,573
Gross Profit	879,020	574,132	255,386		155,876	1,864,414

Year ended 31 Dec 2019 (단위: 1000 RMB)	Online		Consumer		Health Management	
	Medical Services	Healthcare	Health Mall	nd Wellness	Interactio	Total
Revenue from Customers	858,021	1,112,356	2,902,186		192,866	5,065,429
Medical related Services	670,301	1,107,989	31,069			1,809,359
Sales of Goods	186,795	4,367	2,848,698			3,039,860
Commission income	925		22,419			23,344
Advertising and other services					192,866	192,866
Cost of Sales	479,092	711,978	2,667,360		35,570	3,894,000
Gross Profit	378,929	400,378	234,826		157,296	1,171,429

Year ended 31 Dec 2018 (단위: 1000 RMB)	Online		Consumer		Health Management	
	Medical Services	Healthcare	Health Mall	nd Wellness	Interactio	Total
Revenue from Customers	410,729	905,442	1,864,431		157,247	3,337,849
Medical related Services	357,973	903,706	74,028			1,335,707
Sales of Goods	52,051	1,736	1,760,023			1,813,810
Commission income	705		30,380			31,085
Advertising and other services					157,247	157,247
Cost of Sales	245,977	487,344	1,663,503		29,087	2,425,911
Gross Profit	164,752	418,098	200,928		128,160	911,938

Year ended 31 Dec 2017 (단위: 1000 RMB)	Online		Consumer		Health Management	
	Medical Services	Healthcare	Health Mall	nd Wellness	Interactio	Total
Revenue from Customers	242,163	655,397	896,122		74,339	1,868,021
Medical related Services	241,350	652,460				893,810
Sales of Goods	813	2,937	859,639			863,389
Commission income			36,483			36,483
Advertising and other services					74,339	74,339
Cost of Sales	99,638	351,249	791,529		13,535	1,255,951
Gross Profit	142,525	304,148	104,593		60,804	612,070

Year ended 31 Dec 2016 (단위: 1000 RMB)	Online		Consumer		Health Management	
	Medical Services	Healthcare	Health Mall	nd Wellness	Interactio	Total
Revenue from Customers	136,460	388,063	63,124		13,847	601,494
Medical related Services	125,424	384,277				509,701
Sales of Goods	11,036	3,786	59,717			74,539
Commission income			3,407			3,407
Advertising and other services					13,847	13,847
Cost of Sales	80,982	211,908	51,718		3,307	347,915
Gross Profit	55,478	176,155	11,406		10,540	253,579

Year ended 31 Dec 2015 (단위: 1000 RMB)	Online		Consumer		Health Management	
	Medical Services	Healthcare	Health Mall	nd Wellness	Interactio	Total
Revenue from Customers	118,838	154,631	1,855		3,366	278,690
Medical related Services	113,544	152,785				266,329
Sales of Goods	5,294	1,846	1,776			8,916
Commission income	37		79			79
Advertising and other services					3,366	3,366
Cost of Sales	28,044	138,837	1,042		0	167,923
Gross Profit	90,794	15,794	813		3,366	110,767

**Notice.**

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.