

글로벌 서비스 (비중확대/Initiate)

의료 서비스①: 중국 원격의료 시장 개화 시작

강효주
hyojoo.kang@miraeasset.com

정지문
jimoon.jung@miraeasset.com



CONTENTS

I. Investment Summary	3
1. 개화가 시작된 중국 원격진료 시장	3
2. Top Picks: 핑안헬스케어(1833 HK), 알리건강(241 HK)	3
3. 지금은 서비스업과 기술의 융합에 주목할 시점	3
II. 중국 원격진료 시장의 부상	4
1. 코로나가 가져온 변화	4
2. 중국 의료 시장의 본질적인 문제 개선	5
III. 중국 원격진료 생태계	7
인터넷 약국에서 순수 원격진료 시장으로	7
IV. 원격진료 시장 전망	12
1. 연평균 50% 이상의 성장을 보여줄 중국 원격의료 시장	12
2. 향후 경쟁력은 의료보험 시스템 장악 여부	13
V. 투자의견	15
원격진료 시장을 장악하기 위해 필요한 3가지 조건	15
Global Company Analysis	17
핑안헬스케어 (1833 HK)	18
알리건강 (241 HK)	32
위닥터 (비상장)	46

I. Investment Summary

1. 개화가 시작된 중국 원격진료 시장

코로나 19 사태가 불거지면서 원격의료 시장 성장에 대한 기대감이 부풀어 오르고 있다. 코로나 사태 수습에 원격진료 플랫폼이 적극 이용되면서 오프라인 접촉이 없이도 진료가 가능한가에 대한 의구심이 사라졌다. 여기에 정부가 의사의 겸임, 인터넷 병원 허용에 이어 원격진료 역시도 의료보험을 적용할 수 있도록 규제를 완화해 주면서 원격진료 시장은 개화가 시작되었다고 판단한다.

중국의 원격의료 시장은 만성질환 환자 위주로 성장할 것으로 예상된다. 만성질환 환자의 원격의료 이용률을 통해 추산해보면 중국의 2020년 원격의료 시장 규모는 약 915억위안, 2025년 약 5,173억위안으로 향후 5년간 연평균 50% 수준의 성장을 지속하겠다.

2. Top Picks: 핑안헬스케어(1833 HK), 알리건강(241 HK)

핵심은 성장하고 있는 중국의 원격의료 시장을 어떤 기업이 가장 먼저 장악해갈 것인가다. 1) 대규모 투자를 지속할 수 있는 자금줄과 초기 시장에서 고객 유입을 쉽게 해줄 대규모 고객 트래픽을 보유하고, 2) 순수 원격진료 - 처방 - 약국 - 결제까지 의료서비스에 관련한 모든 서비스를 구축했으며, 3) 중장기적으로 의료보험 페이 시스템을 구축할 수 있는 IT 기술력 + 정부 친화적 기업이 시장을 장악할 가능성이 높다고 판단한다.

3가지 조건을 모두 만족하고 있는 핑안헬스케어(1833 HK/ BUY / TP 153.5HKD), 알리건강(241 HK / BUY / TP 27.4HKD)을 Top Picks로 제시한다. 위닥터(微医, We Doctor, 비상장)도 올해 하반기 상장을 계획하고 있는 만큼 관심 있게 지켜볼 필요가 있겠다.

3. 지금은 서비스업과 기술의 융합에 주목할 시점

가처분 소득이 증가하며 중국 서비스업의 성장이 본격화되고 있다. 중국 전체 GDP에서 3차산업이 차지하는 비중은 59.4%에 육박한 상황이고, 인당 GDP 2만위안을 상회하는 북경과 같은 도시는 GDP 중 서비스업이 차지하는 비중이 83.5%까지 확대된 상황이다. 중국의 전체 1인당 GDP는 1만위안을 이제 막 달성한 상황으로 중국 정부의 목표처럼 선진국 대열에 합류하게 된다면 중국의 서비스업 발전 여력은 아직도 무궁무진하다. 성장 여력과 이에 대한 투자 기회가 부각되면서 올해 처음으로 중국의 업종 분류표 중 하나에도 소비자서비스 라는 업종이 신설된 상황이다.

향후 정부는 서비스업 + AI, 빅데이터 등 기술과의 융합을 통해 중진국 함정을 건너뛰고 선진국 대열에 합류하겠다는 계획이다. 투자 관점에서도 이러한 방향성을 계속해서 팔로우 업 해가게 중요하겠다. 서비스업 + 기술 융합의 가장 대표적인 사례가 중국의 의료서비스다. 소득 증가에 따라서 건강에 대한 관심이 높아지고, 낙후된 의료 서비스를 개선하기 위해 적극적으로 신기술이 적용되고 있다. 이번 보고서에서는 첫 번째 시리즈로 개화가 시작된 중국 원격진료 산업에 대해 살펴볼 것이다.

II. 중국 원격진료 시장의 부상

1. 코로나가 가져온 변화

코로나 19 사태가 불거지면서 전 세계적으로 원격의료 시장 성장에 대한 기대감이 부풀어 오르고 있다. 원격진료란 환자와 의사가 대면하지 않은 채로 음성 및 화상통화를 통해서 진료 행위가 이루어지는 것을 의미한다. 코로나19 사태로 인해 대면 접촉이 힘들어지면서 오프라인 접촉이 없어도 진료 상담이 가능한 의료 서비스가 부각 받고 있는 것이다.

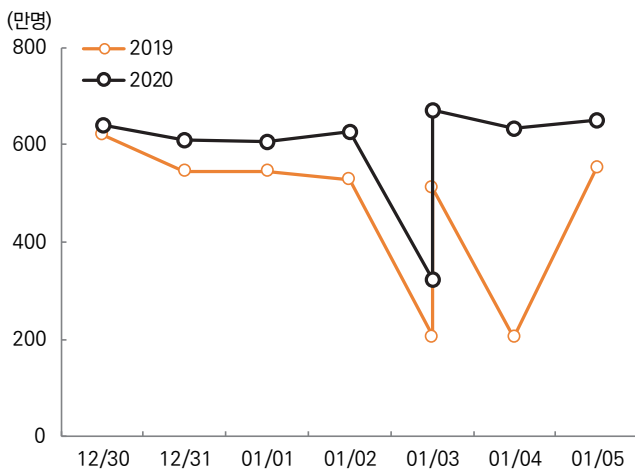
실제로 중국은 코로나 사태 극복에 원격진료 시스템을 적극 활용했다. 특히 코로나 바이러스가 가장 심각했던 호북성(湖北省)의 경우에는 지역 내 성급 의료 기관에게 자체적인 원격진료 서비스를 구축하도록 하면서 코로나 의심환자가 해당 플랫폼을 통해 상담을 받을 수 있도록 서비스를 개시했다. 이어 중국 전역에서 기존의 원격진료 기업의 도움을 받아 코로나 바이러스 상담 시스템을 전격 운영했다.

사실 중국 정부의 원격진료 시장 육성은 2000년부터 시작된 장기 과업이다. 20여년간 노력해왔지만 중국 인터넷 사용자 중 원격진료(온라인 건강상담 포함) 이용자는 2~3% 남짓에 불과할 만큼 발전하지 못했다. 정부의 의료 서비스에 대한 규제(의료보험, 처방약 배송 등) + 원격진료 가능 여부 및 안정성에 대한 의구심 때문이다.

하지만 이번 코로나 사태를 겪으면서 정부는 원격진료 산업 확장에 필요한 대부분의 규제를 풀어줬고, 개인들은 원격진료 시스템에 대한 신뢰도가 높아졌다. 실제로 코로나 사태 이후 원격진료 이용자는 전체 인터넷 사용자의 약 10%까지 증가한 것으로 추정된다.

원격진료 기업 입장에서도 코로나 전후 변화가 확연하다. 중국 대표 원격진료 기업인 핑안헬스케어는 코로나19 기간 동안까지 누적 이용고객은 11.1억건(1월 20일~2월 10일)을 기록하고, 신규 등록 고객은 10배 증가(1월 1일~21일 대비 1월 22일~2월 6일)했다고 밝혔다.

그림 1. 2019년 2020년 춘절 기간 온라인 문진 횟수 비교



주: 가로축 날짜는 음력 기준
자료: Analysys 이관(易观), 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 코로나 사태 극복을 위한 핑안헬스케어의 원격진료 시스템



자료: 핑안헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

2. 중국 의료 시장의 본질적인 문제 개선

오래전부터 정부가 원격진료를 중국에 정착시키고자 했던 것은 중국 의료시장의 본질적인 문제를 개선하기 위함에 있다. '병 나으러 갔다 병을 얻어온다'라는 우스갯소리가 있을 정도로 중국 의료 시스템은 문제가 많다. 의사를 만나기 위한 대기 시간만 기본 3시간에, 5분 이내의 짧은 진찰 시간, 그리고 처방전과 진료비 수납을 위한 몇 시간의 기다림은 기본이다. 중국의 고질적인 의료 시스템의 문제점은 적은 의료 자원에서 온다.

*일반의(General practitioner)
전문의가 아닌 의사.
의학이나 치과의학을 전공하는 대학을
졸업한 사람

중국의 의사 수는 턱없이 모자라다. OECD 통계에 따르면, 중국의 1,000명 당 의사수는 2.0명이다. 한국(2.3명), 미국(2.6명), 영국(2.8명) 등 선진국은 물론 OECD 회원국 평균인 3.4명도 하회하는 수치다.

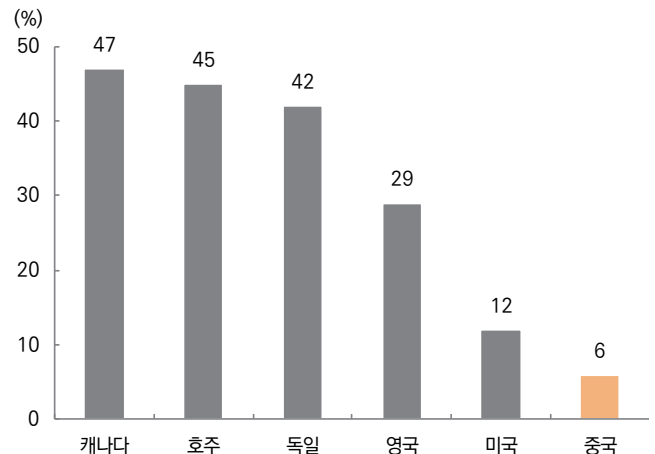
일반의*가 부족한 점도 문제다. 미국 등 선진 의료시스템은 일반의가 1차적으로 가벼운 질환을 치료하고 중병은 전문의를 연결해주는 시스템이 갖추어져 있다. 중국도 비슷한 제도는 존재하나 턱없이 부족한 일반의 수로 인해 진료의 질과 수가 부족하다. 중국에서 의사 과로사 뉴스는 종종 볼 수 있는 주제다. 일반의의 부족, 여기에 의료 불신까지 겹치면서 가벼운 감기 환자도 3급 병원(한국의 대학 병원)을 찾는 실정이다.

그림 3. 글로벌 주요국의 인구 1,000명당 의사 수 비교



주: 2017년 기준 / 자료: OECD, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 글로벌 주요국의 전체 직업 의사 중 일반의 비중 비교



주: 2017년 기준 / 자료: OECD, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 중국 분급진료 시스템 세부 내용

분류	역할	병상수	병상 당 의료 인력	기타
3급 병원	- 응급, 중증, 난치성 질환 대상 - 학술연구가 필요한 분야 연구	500개 이상	의사 1.03명 간호사 0.4명	-응급실, 중환자실 필요 -모든 진료과목
2급 병원	- 회복기, 안정기 환자 대상 - 전문 진료가 필요한 질환 대상	100~499개	의사 0.88명 간호사 0.4명	-응급실 불필요
1급 병원	- 일반적 초진, 진단이 분명한 일반질환 대상 - 만성질환자(고혈압, 당뇨병) 관리 - 재활 및 공공 위생(예방접종 포함) 담당	20~99개	의사 3명 간호사 5명	-내과, 외과, 산부인과 -엑스레이 필요

주: 병상 수 20개 미만의 의료 시설은 '보건소'
자료: 의료정책연구소, 미래에셋대우 리서치센터

이를 해결하기 위해 나타난 것이 결국 원격진료 시장이다. 가벼운 질환의 환자들을 인공지능(AI) 시스템을 기반으로 관리, 진료함에 따라 편중된 의료 서비스 시장을 재편하고 고품질의 의료 서비스를 제공하겠다는 것이다. 의사 입장에서라도 도시의 좋은 병원에서 일을 지속하면서 농촌 및 3-4선 도시의 환자를 진료를 할 수 있다는 점에서 만족스러운 선택이다.

2018년 중국 국무원이 인터넷 + 의료 건강 발전 촉진을 위한 의견을 제시하고 온라인 의약품 공급 서비스를 개선하겠다고 발표하면서 알리바바, 텐센트 등 주요 IT 기업들이 따라 의료 분야에 뛰어들었다. 여기에 올해 코로나19 사태까지 겹치면서 중국 온라인 원격의료 시장은 본격적인 성장기에 접어들었다고 판단한다.

실제로 시장조사기관의 전망치는 코로나19 사태 이후 상향 조정되고 있다. 시장조사기관인 36kr(36氪)은 올해 원격의료 시장 규모를 200억위안에서 330억위안으로 상향 조정한데 이어 26년 역시 2,000위안 이상으로 제시했다. 원격진료 대표 기업 핑안헬스케어는 25년 중국 의료 시장 규모가 8조위안에 이르고 그 중 원격진료 시장은 수천억위안에 다다를 것으로 전망 하고 있다.

표 2. 중국 정부의 디지털 헬스케어 관련 정책 히스토리

일시	정책	주요 내용
2005.09	인터넷 의약품 거래 서비스 승인	- 인터넷 의약품 거래 허용, 단 비처방 의약품만 판매 가능
2014.05	인터넷 식품, 의약품 감독관리방법	- 인터넷 플랫폼은 자격 취득 후 처방약 판매 가능 - 제3자 물류배송 플랫폼은 비처방 의약품 및 의료기기 배송 가능
2014.08	의료기관 원격의료 추진에 관한 의견	- 의료기관 정보화 기술 이용해 원격의료 서비스 제공 시, 기본 요건 갖춘 후 협력계약 체결 - 환자 동의 반드시 필요
2015.07	"인터넷+" 정책의 적극적 추진에 관한 의견	- 향후 인터넷과 사회 서비스 자원 간 최적화가 필요함을 강조 - "인터넷 + 의료" 지원 강조
2016.10	건강 중국 2030 계획 요강	- 최초로 건강의료산업을 국가급 전략 수준으로 발표 - 20년 건강 서비스업 8조위안, 30년 16조위안까지 성장 목표
2017.04	의료연합체건설과 발전 가이드라인	- 17년 의연체 제도 틀 기본 마련 및 의연체 시범 건설 가동 - 20년 의연체 건설 전면 추진 및 의연체 건설 정책 체계 확립
2018.04	인터넷+의료 발전 촉진에 관한 의견	- "인터넷+의료" 표준 체계 건설 (의료서비스, 의약품 공급, 의료보장 결제서비스 의학교육 등)
2018.07	인터넷+의료 국민이익증진 심화 및 발전에 관한 통지	- 자격 충족하는 의료기관의 "스마트 약국" 설립 권장 - 인터넷 병원 발전 장려, 인터넷 예약 진료 플랫폼 구축 - 만성질환, 흔한병 재진에 관해서는 인터넷 진단 적극 제공 - 홈닥터 계약 서비스 가속화
2018.09	홈닥터 계약 관리에 관한 가이드라인	- 인터넷+홈닥터 계약 서비스 추진 - 홈닥터와 환자 간 플랫폼 구축
2018.10	인터넷 병원 관리 방법	- 인터넷 병원은 반드시 오프라인 병원에 의탁해야 함 - 첫 의료 진단은 인터넷 병원에서 진행 불가
2019.05	의약위생체제 개혁 2019년 업무 점검	- 복잡한 진료 절차와 비싼 진료비 문제 해결위해 "인터넷+의료" 발전 촉진
2019.08	"인터넷+의료 " 서비스 가격과 의료보험 지급 정책에 관한 가이드라인	- "인터넷+ 의료" 서비스의 의료보험 지급 정책과 가격 체제 구축 - 의료 기관에서 제공하는 "인터넷+의료" 서비스는 의료보험 지급이 가능한 범위 내에서 오프라인 의료기관과 동일

자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

III. 중국 원격진료 생태계

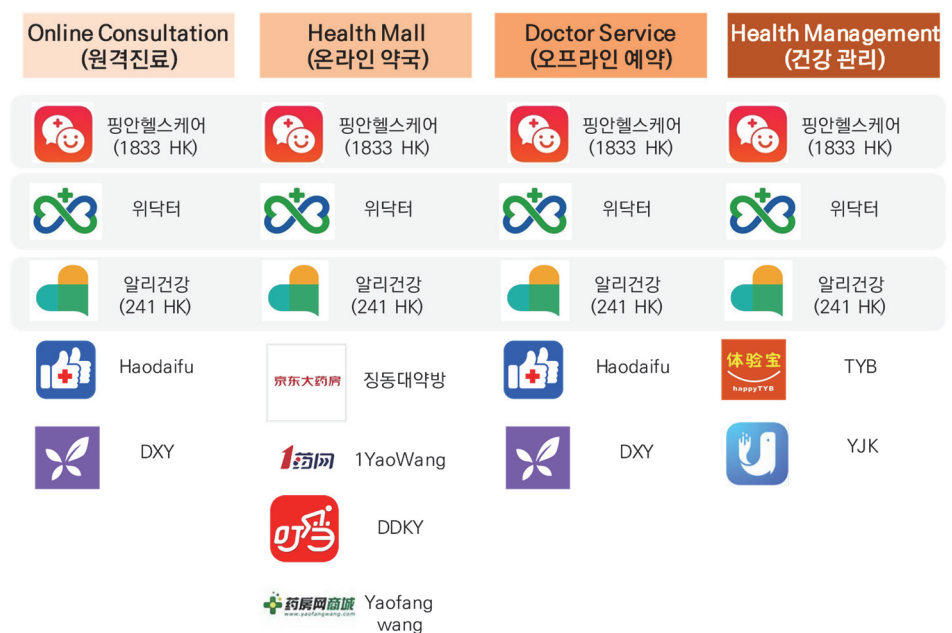
인터넷 약국에서 순수 원격진료 시장으로

사실상 우리가 받아들이고 있는 원격진료는 “인터넷 의료”라고 받아들이는 게 맞다. 통상 생각하는 의료서비스 흐름은 진료 → 처방 → 의약품 구매로 이루어지는데, 대면 접촉이 없이 통화, 채팅, 화상을 통해서 진료를 보고 처방을 내는 것 까지가 “원격진료”, 처방약, 혹은 건강보조식품 등 의 약품을 배송받는 것은 “인터넷 약국”을 통해서 진행된다. 한마디로 인터넷 의료 생태계는 1) 원격 진료와 2) 인터넷 약국 2가지로 나누어볼 수 있겠다.

그 중에서도 중국의 인터넷 의료는 “인터넷 약국”을 중심으로 성장해왔다. 05년 정부가 처음으로 인터넷 약국 설립을 허가한 이후 18년까지 설립된 인터넷 약국은 총 850여개에 달하고 인터넷 약국 시장 역시 16년 950억위안에서 18년 1,234.4억위안(iiMedia Research 추정자료)까지 급증했다. 지금까지 중국의 인터넷 약국 시장은 건강보조식품 위주로 성장해왔는데, 중국의 인당 연평균 건강보조제품 소비액은 26달러에 불과해(미국 214달러, 일본 128달러) 향후 더욱 가파르게 성장할 것으로 예상된다. 실제로 중국 대표 인터넷 약국 플랫폼 징둥대약방(京东大药房)의 전망에 따르면 중국의 인터넷 약국 시장은 25년까지 30%대 성장을 지속할 것으로 예상된다.

다만 인터넷 약국보다 더욱 빠르게 성장할 것으로 예상되는 것은 “순수 원격진료” 부문일 것으로 예상된다. 치열한 격전지인 인터넷 약국 시장에서 살아남기 위해 인터넷 약국 사업체들은 원격진료 시장에 속속들이 진출하고 있다. 실제로 2018년 국무원이 “인터넷 + 의료 발전 촉진”을 위한 의견을 제시하면서 알리바바, 텐센트 등 주요 IT 기업들이 의료 분야에 뛰어들었다. 여기에 올해 코로나 바이러스 번지면서 인터넷 의료는 인터넷 병원 위주의 원격진료가 핵심 역할을 할 것으로 예상된다.

그림 5. 원격진료 생태계



주: 주요 기업 기준 / 자료: 미래에셋대우 리서치센터

1) 인터넷 약국: 건강보조식품에서 처방약 위주로

중국 내 의약품 배달이 가능한 업체는 두 가지로 나눌 수 있다. 1) 인터넷 약국 기업과, 2) 일반배달 업체다. 인터넷 약국 기업은 주로 중국 전자상거래 기업이 모체인데 알리바바의 알리건강(阿里健康, Ali Health, 0241 HK), 징동의 징동대약방(京东大药房)이 전국의 오프라인 약국과 전략적 제휴를 맺어 B2B, B2C 서비스를 모두 제공하고 있다. 인터넷 병원을 보유한 경우(알리건강) 처방약 배송도 가능하다. 반면 일반 배달업체는 건강보조식품, 비처방약 위주로 의약품 배달을 하고 있다. 대표기업이 메이투안(Meituan, 美团), Ele.me(饿了么) 등이다.

그 중 중국 내 가장 큰 인터넷 약국 플랫폼은 알리건강이다. 알리바바가 운영하는 전자상거래사이트인 Tmall(天猫) 내부의 의약품 거래 플랫폼과 알리건강 자체 브랜드를 앞세운 직영 인터넷 약국을 통해 O2O(Online to Offline) 서비스를 제공한다. 18년 항저우에 24시간 긴급배송서비스를 시범적으로 시행한 이후 이를 전국으로 확대했다. 전국 120여개 도시에 긴급서비스를 제공하면서 의약품 주문 시 30분 만에 배송이 시작된다.

다만 인터넷 약국에서 위치를 쌓아온 알리건강도 올해부터 원격진료 시장으로 진출하기 시작했다. 알리바바의 모바일 결제 시스템 알리페이를 필두로 오프라인 병원과 협력을 강화했고, 이를 통해 원격진료 부문에 성공적으로 진출, 올해부터는 처방약 배송도 가능해졌다. FY2020 기준 원격진료 부문 매출 비중은 전체의 0.4%에 불과하지만 알리페이를 통한 결제 편리성을 보유한 점을 고려하면 향후 가파른 성장이 기대된다.

표 3. 주요 인터넷 약국 플랫폼 세부내용

플랫폼명	도시	유통사	택배사	배송비	배송시간
Ali Health (阿里健康)	전국 주요 도시	자체 운영	Ele.me	5위안	30분에 한번 발송
JD (京东大药房)	전국 주요 도시	자체 운영	Dada(达达)	4위안	30분에 한번 발송
핑안헬스케어 (平安好医生)	전국 주요 도시	자체 운영	Ele.me + DDKY(叮当快药)	5위안	1시간 이내
Meituan (美团)	1선 도시 위주	자체 운영	Meituanqishou (美团骑手)	4위안	30분에 한번 발송
Ele.me (饿了么)	전국 주요 도시	자체 운영 + 텐센트 Mini app	Fengniao(蜂鸟)	4위안	30분에 한번 발송

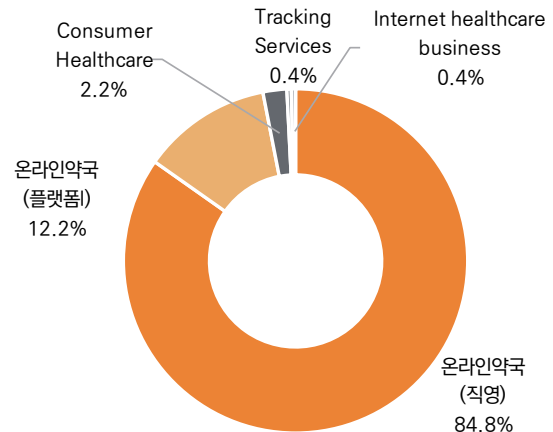
자료: DongMai(动脉网), 중신건투(中鑫建投), 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 알리건강 자체 약국 건강상점 모습



자료: 알리건강, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 알리건강 매출 비중 (FY 2020)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

2) 원격진료: 건강 상담에서 만성질환 치료로

중국의 원격진료는 사실상 실제 의학적 진료가 아니라 건강 상담 위주로 성장해왔다. 의사가 아니어도 미용, 건강관리 관련한 상담이 가능했기 때문에, 원격진료와 관련된 기업들은 건강 상담 관련한 건강보조식품/상품 판매로 돈을 벌어들였다.

코로나19 사태를 겪은 지금부터는 실제 “진료” 행위가 동반된 원격진료 시장이 본격 개화할 것으로 예상된다. 애초에 원격진료 시장이 제대로 부상하지 않았던 이유는 대면하지 않고도 제대로 된 진료를 볼 수 있을까에 대한 의구심이 가장 큰 원인이었는데, 코로나19로 인해서 경증환자, 혹은 코로나 증상이 나타나는 환자들이 실제로 원격진료 시스템을 이용하고 이에 대한 신뢰도가 생겼기 때문이다

여기에 중국의 경우 의사가 여러 병원에서 근무할 수 있도록 검임이 허용되어 있고, 정부 역시 부족한 3~4선 도시의 부족한 의료 자원 문제를 해결기 위해 이를 권장하고 있음을 고려하면 향후 원격진료 시장으로의 의료진 공급은 더욱 가팔라질 가능성이 높다.

표 4. 중국 인터넷 의료 플랫폼 기능 비교

기업명	원격진료	병원예약	처방	인터넷약국	병원 보유	기타
핑안헬스케어 (平安好医生)	○	○	○	○	○	인터넷 약국 + 원격진료
Ali Health (阿里健康)	○	○	○	○	○	인터넷 약국 위주 최근 원격진료 시장으로 진출
We Doctor (微医)	○	○	○	○	○	병원 예약 위주 코로나 사태 이후 원격진료 부문 성장
Haodafu (好大夫)	○				○	인터넷 상담 위주 외부 의사와 환자 연결 위주
Chunyu (春雨)		○				인터넷 상담 위주, 진단/처방 불가, 파트너십 오프라인 병원 연계

자료: 각 사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

① 원격진료 대표 기업은 핑안헬스케어(平安好医生, 1833 HK)

원격진료 대표 기업은 평안보험 그룹사의 헬스케어 자회사 핑안헬스케어(平安好医生, 1833 HK), 텐센트가 투자한 위닥터(We Doctor, 微医, 하반기 홍콩 IPO 예정)가 있다. 두 개 기업 모두 자체 인터넷 병원을 설립하고, 주요 대형 병원과의 파트너십을 통해서 원격진료 서비스를 제공하고 있으나 위닥터의 경우 핑안헬스케어보다 오프라인 병원 예약에 초점이 맞춰져있다.

핑안헬스케어는 인터넷 자문 및 진료, 오프라인 병원 예약 서비스 등 진료와 관련된 모든 서비스를 자체 App를 통해 제공한다. 환자가 문자, 사진, 음성으로 증상을 묘사하면 AI 시스템이 증상과 환자의 과거 의료 기록을 통해 적합한 의사 명단을 제공한다. 환자는 제공된 의사 명단 중 원하는 의사를 골라 인터넷으로 진료, 혹은 오프라인 진료 예약이 가능하다. 인터넷 문진 이후 의사는 전자 처방을 진행하고 환자는 App 안의 인터넷 약국에서 의약품 구매가 가능하다.

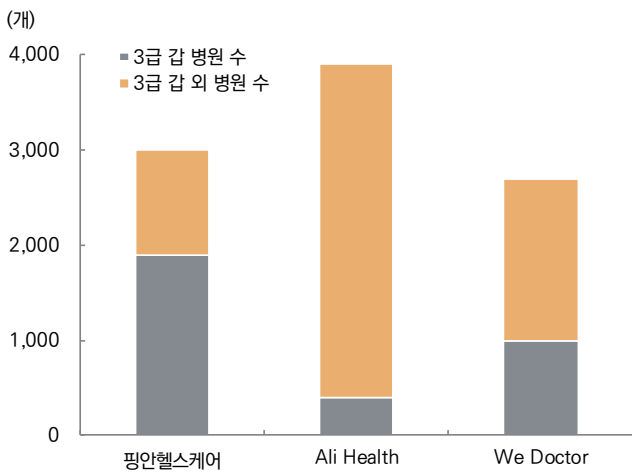
진료가 가능한 의사는 19년 말 기준 5,000여명이 넘는 협력 의사(3급 병원 위주)와 자체 병원 의사 1,490명(의료 경험 14년 이상)이다. 동사의 일일 자문량은 코로나 사태가 발생하기 전 19년 말 기준으로 전년대비 36.3% 증가했는데, 코로나 19 사태 중(1월 22일~2월 6일) 신규 고객의 일일 자문량은 약 9배 증가(1월 1일~21일 대비)한 것은 물론 신규 등록 고객은 10배 증가했다. 원격진료 기업 중 가장 높은 고객 수, 자문량 수를 보유한 기업인 셈이다.

그림 8. 핑안헬스케어의 인터넷 진료 서비스 프로세스



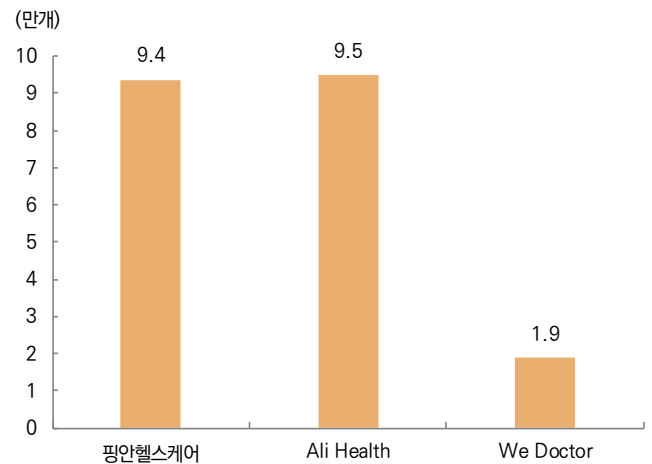
자료: 핑안헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 중국 주요 원격진료 기업의 협력 병원 수 비교



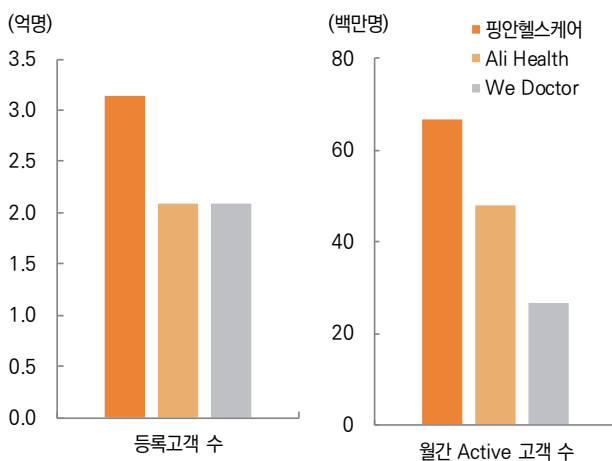
주: 핑안 19년, Ali 와 We Doctor는 20년 2월 / 자료: 각 사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 중국 주요 원격진료 기업의 협력 약국 수 비교



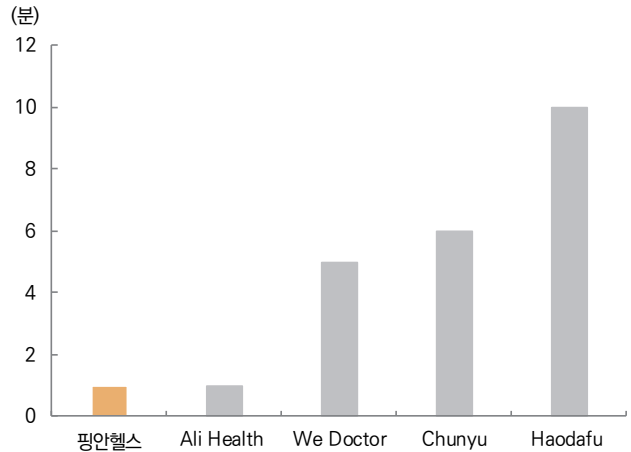
주: 핑안 19년, Ali 와 We Doctor는 20년 2월 / 자료: 각 사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 중국 온라인 의료 플랫폼의 등록고객 수 비교



주: 핑안 19년, Ali 와 We Doctor는 20년 2월 기준 / Alihealth의 연간 Active 고객 수 기준
자료: 각 사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 중국 온라인 의료 플랫폼의 원격 진료 응답 시간 비교



자료: 각 사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

② 만성질환 환자의 원격진료 시장 유입 기대

앞서 언급한 바와 같이 지금까지의 진료는 사실상 건강 상담 위주였으나, 앞으로는 만성질환 환자들이 원격진료 시장으로 대거 유입될 가능성이 높다고 판단한다. 고혈압, 당뇨병 등 만성질환 환자는 스스로 검사가 가능하고 주기적으로 약물을 받아와야 한다. 낙후된 의료 시스템으로 인해 매번 6시간씩 오프라인 진료를 기다려 약을 받아왔던 것도 소모성 행위인데다 이번 코로나 사태로 인해 원격진료를 통한 처방약 배송이 가능함이 알려졌음을 고려하면 만성질환 환자들의 원격진료 시장 이용률은 계속해서 올라갈 것으로 예상된다.

평안헬스케어 기준으로 만성질환 이용자의 원격진료 시스템 이용률은 회원제 서비스 가입 비율로 러프하게 추산해볼 수 있다. 평안헬스케어와 평안보험은 연간 199위안(한화 약 3만원)으로 예방, 진료, 치료의 전체적인 건강관리가 가능한 회원제 서비스를 출시했는데 이는 만성적인 질병을 가져 건강관리가 필요한 환자들이 다수일 것으로 추정한다. 19년 기준 회원제 서비스 매출은 4억위안 수준으로 원격진료 부분 매출의 약 46.6%를 차지하고 있음을 고려하면 이미 만성질환 환자들이 원격진료 시스템의 편리함은 증명되었다고도 볼 수 있겠다.

표 5. 평안헬스케어의 회원제 서비스

	SLAs	Ankang	Anxiang Value-added service	Health 360	Private Doctor Membership
출시	2016	2016	2016	2017	2019
대상	평안생명보험 고객	평안생명보험 고객	평안건강보험 고객	평안생명보험 고객	일반 고객
비용	-	보험계약자 수에 따라서 결정	보험계약자 수에 따라서 결정	199위안/년	성인: 499~999위안 어린이: 999위안 노인: 999~1999위안 당뇨: 699위안 (연간 회원제 서비스)
서비스 내용	-	원격진료 60회 오프라인 예약 3회 우선 진료 예약권	원격진료 60회 오프라인 예약 3회 우선 진료 예약권	원격진료 오프라인 병원 예약 2차 진료 서비스 우선 진료 예약권	4시간 원격진료 2차 진료 서비스 오프라인 진료 예약 만성질환 관리

자료: 평안헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 원격진료 시장 전망

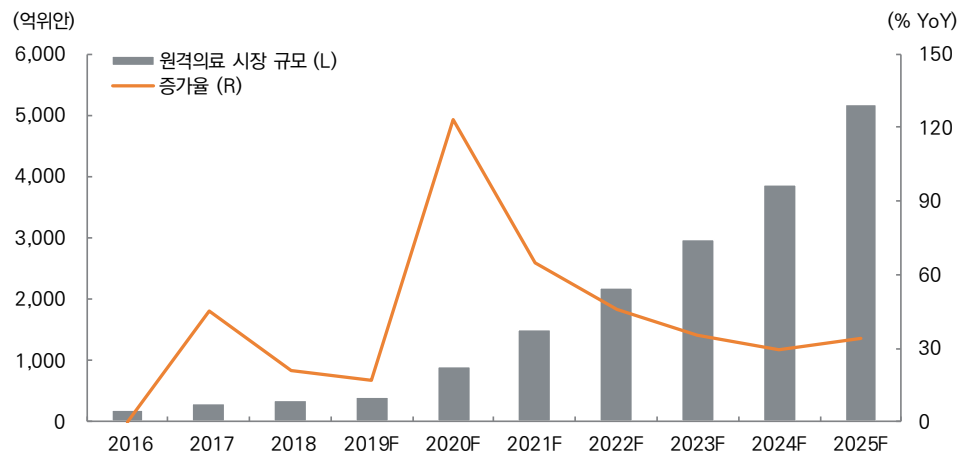
1. 연평균 50% 이상의 성장을 보여줄 중국 원격의료 시장

중국의 늘어나고 있는 가처분소득, 그럼에도 불구하고 낮은 인당 의료비 지출 규모, 고령화 사회 진입 등을 고려하면 중국의 의료 시장 규모는 향후 5년간 연평균 10% 수준의 성장을 지속할 것으로 예상된다. 실제로 18년 중국의 인당 의료비 지출 규모는 839.1달러로 미국의 7.9%에 불과한 상황이다. 향후 5년간 중국의 인당 의료비 지출 규모가 미국의 15% 수준까지만 성장한다고 가정해도 연간 10%대 의료 시장 성장은 충분히 가능하다.

그 중 원격의료 시장 규모는 만성질환 환자들의 원격의료 시장 이용률을 통해 러프하게 추산해볼 수 있겠다. 앞서 언급한 것처럼 중국의 원격의료 시장은 만성질환 환자 위주로 성장할 것으로 예상되고, 이는 정부의 목표이기도 하다. 18년 기준 중국 만성질환 환자는 총 인구의 약 22% 수준이다. 비율이 유지된다는 가정 하에 만성질환 환자들의 원격의료 이용률은 보수적으로 18년 0.4% 수준에서 20년 4%, 25년 15%까지 성장이 예상된다. **결론적으로 만성질환 환자의 원격의료 이용률로 추산한 중국의 2020년 원격의료 시장 규모는 약 915억위안, 2025년 약 5,173억위안으로 향후 5년간 연평균 50% 수준의 성장을 지속하겠다.**

실제로 시장조사기관의 전망치도 코로나19 사태 이후 상향되고 있다. 시장조사기관인 36kr(36壳)은 올해 원격의료 시장 규모를 200억위안에서 330억위안으로 상향 조정한데 이어 26년 2,000위안 이상으로 제시했다. 평안헬스케어는 25년 중국 의료 시장 규모가 8조위안에 이르고 그 중 원격진료 시장은 수천억위안에 다다를 것으로 전망 중이다.

그림 13. 중국 원격의료 시장 규모 추산



자료: OECD, WIND, 중국위생관리국, 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 중국 원격의료 시장 규모 추산

		2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
의료 시장 규모	(억위안)	66,111.2	69,272.5	80,388.8	92,162.0	103,038.6	113,480.0	123,931.4	134,394.0	144,867.9	155,353.0
총 인구	(억명)	13.8	13.9	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
인당 의료비 지출	(달러)	688.0	765.3	839.1	945.0	1,050.8	1,156.7	1,262.5	1,368.4	1,474.3	1,580.1
미국 대비 인당 의료비 지출 비율	(%)	6.9	7.5	7.9	8.9	9.9	10.9	11.9	12.9	13.9	14.9
원격의료 시장 규모	(억위안)	200.0	290.0	350.0	409.2	915.0	1,511.6	2,201.0	2,983.5	3,859.3	5,173.3
증가율	(% YoY)	-	45.0	20.7	16.9	123.6	65.2	45.6	35.6	29.4	34.0
만성질환 환자의 원격진료 이용 비중	(%)	0.0	0.0	0.5	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0	12.0	15.0

자료: OECD, WIND, 중국위생관리국, 미래에셋대우 리서치센터

2. 향후 경쟁력은 의료보험 시스템 장악 여부

앞서 언급한 바와 같이 중국의 원격진료 시장은 여러 기업들이 달려들었다가 높은 초기 투자비용을 견디지 못해 퇴출되고, 대기업의 대규모 자본금을 등에 업은 자회사들이 주 플레이어로 남아있는 상태다. 아직 시장이 개화 상태이기 때문에 이들이 계속해서 주도권을 가지고 갈 것인지, 대표 기업 중에서도 어느 기업이 원격진료 시장에서 더욱 부각을 나타낼 것인지는 향후 의료보험 결제 시스템 장악 여부에 달렸다고 판단한다.

1) 사회보장카드 소지가 필수인 중국의 의료보험 시스템

중국의 의료보험 시스템은 우리나라와 유사하다. 우리나라 건강보험이 회사와 개인이 50%씩 부담하도록 되어 있는 것처럼, 중국 역시 회사와 개인이 나누어 정부가 운영하는 의료보험공단에 납부하도록 되어 있다(회사, 개인의 납부 비율은 지방정부별로 상이).

차이점은 의료보험료 처리 방식에 있다. 우리나라의 경우 진료 시 개인정보만 병원에 알려주면 의료보험료 처리가 자동으로 진행된다. 중국은 의료보험 기금에서 사회보장카드(社保卡)에 의료보험비를 미리 입금해주고 이를 체크카드처럼 사용하는 구조다. 즉 의료보험을 이용하기 위해서는 과거 우리나라의 의료보험책자와 같이 사회보장카드를 꼭 소지하고 있어야 하고, 중병 치료 시에는 개인이 비용을 선불하고 이후에 사후 처리를 통해 사회보장카드로 수령해야 한다는 불편함이 있다.

표 7. 중국과 한국의 사회보험 비교

구분	중국	한국
보험 종류	5대 보험 (양로보험(국민연금), 의료보험, 실업보험, 공상(산재)보험, 생육(출산)보험)	4대 보험 (국민연금, 건강보험, 고용보험, 산재보험)
의료보험 계좌	사회보장구좌 + 개인구좌	통합운영
의료보험 기관	지방정부별 기금 운영	국가가 기금 운영
의료보험 부담	기업 부담 과중	노사간 공정 부담
보험 수혜 대상	가입자 본인	전국민 (가입자 본인 및 가족 포함)

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 중국의 의료보험 납부 상세 설명

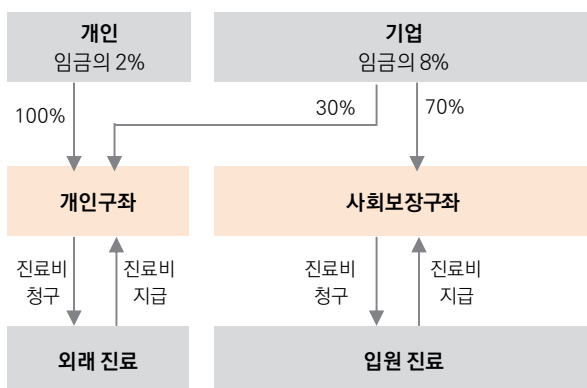


그림 15. 중국의 사회보장카드



주: 도시근로자의료보험(职工基本医疗保险) 기준
자료: 미래에셋대우 리서치센터

자료: Findlaw.cn, Kotra, 미래에셋대우 리서치센터

2) 모바일 페이스시스템으로 변화될 것으로 전망

중국처럼 인터넷 결제 등 페이스시스템이 발전한 나라치고 의료보험 납부 서비스는 굉장히 낙후된 셈이다. 정부도 이를 인지하고 통일된 의료보험료 처리 시스템을 구축하는 것이 목표다. 최종적으로 중국의 의료보험료 처리 시스템은 중국에서 사용되고 있는 모바일 결제 시스템과 유사하게 변화될 가능성이 높다고 판단한다. 사회보장카드를 모바일 페이스처럼 등록해서 사용할 수 있는 시스템으로 변화할 것으로 예상된다.

핑안헬스케어와 알리건강이 첫번째 성과를 보이고 있는 상황이다. 지난 3월 정부는 인터넷 진료 및 전자 처방을 통한 인터넷 약품 구매도 의료보험이 적용될 수 있도록 하겠다고 가이드라인을 발표했다. 이후 핑안헬스케어 산하의 인터넷 병원이 처음으로 호북성 의료보험 인터넷 결제기관으로 지정됐고, 알리건강 역시도 약 9개 지방에서 모바일 사회보장카드 서비스를 개시했다.

직관적으로도 원격 진료를 이용한 이후 사회보장카드 내 의료보험비를 수령하기 위해 은행에 찾아가는 방법보다 모바일 의료보험료 시스템을 보유한 원격진료 플랫폼을 이용할 유인이 훨씬 높다. 모바일 의료보험 시스템을 갖춘 원격진료 기업으로 점유율이 몰릴 것으로 예상된다.

단순히 카드를 현재 이용하고 있는 페이스시스템(알리페이나 텐페이 등)에 등록하고 쓰면 되는 것 아닌가 하고 생각할 수 있지만 연봉 규모, 직장, 의료보험료 납출입 과정 등 지방정부가 관리하는 모든 개인정보를 민간 기업에게 제공해야 된다는 점에서 정부기관과의 긴밀한 협력이 필요한 사항이다.

즉 정부와 밀접하게 사업을 전개해본 경험이 있는 기업이거나, 페이스시스템이 대중화된 기업들이 의료보험 결제 시스템도 장악할 가능성이 높겠다. 정부와 밀접하게 사업을 전개해본 기업은 평안그룹사, 모바일 결제시스템을 장악한 기업은 알리바바다. 의료서비스의 질과 양이 같아진다는 가정하에 어느 기업이 먼저 의료보험 모바일 결제 시스템을 장악할 것인지 관심을 가지고 지켜볼 필요가 있겠다.

그림 16. 중국의 의료보험비 청구 Flow

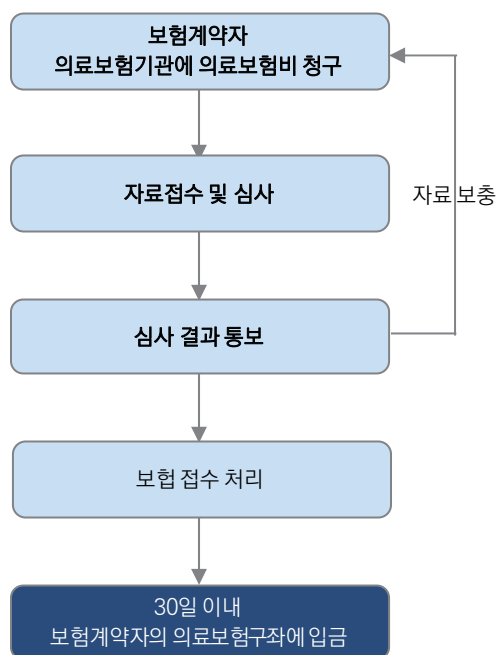


그림 17. 핑안헬스케어의 호북성 의료보험 인터넷 결제 시스템



자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

자료: 핑안헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

V. 투자 의견

원격진료 시장을 장악하기 위해 필요한 3가지 조건

중국 원격진료 시장의 구조적 성장이 기대되는 시점이다. 코로나 사태가 불거지면서 원격의료 시장의 실효성 우려는 사라졌고, 중국 의료시장의 문제점 해결 + 정부의 적극적인 지원 측면을 고려하면 중국 원격진료 시장으로의 관심은 항상 열어둘 필요가 있겠다.

결국 핵심은 성장하고 있는 중국의 원격의료 시장을 어떤 기업이 가장 먼저 장악해갈 것인가다. 앞서 언급했던 원격의료 시장의 성장 방향성들을 고려한다면 1) 대규모 투자를 지속할 수 있는 자금 출과 초기 시장에서 고객 유입을 쉽게 해줄 대규모 고객 트래픽을 보유하고, 2) 순수 원격진료 - 처방 - 약국 - 결제까지 의료서비스에 관련한 모든 서비스를 구축했으며, 3) 중장기적으로 의료 보험 페이 시스템을 구축할 수 있는 IT 기술력 + 정부 친화적 기업이 시장을 장악할 가능성이 높다고 판단한다.

3가지 조건을 모두 만족한다는 점에서 핑안헬스케어와 알리건강을 Top picks로 제시한다. 여기에 텐센트가 직접적으로 보유한 것은 아니지만 대규모 투자를 통해 지원하고 있는 위닥터도 하반기 상장을 계획하고 있어 관심있게 살펴볼 필요가 있다.

원격진료 기업의 Peers는 두 개 그룹으로 나누어 볼 수 있겠다. 1) 의료 서비스를 제공하는 기업이라는 측면에서 의료기기 기업과 2) 서비스 제공하기 위해 커뮤니케이션, 기업-고객 간 연결, 결제 기술 보유했다는 점에서 관련 플랫폼 기업이다.

연초 이후 핑안헬스케어와 알리건강 모두 주가는 100% 이상 급등해 FY1 P/S 11.5배, 10.6배 (7/7 기준)에 거래되고 있다. 그럼에도 의료기기 기업(FY1 P/S 12.7배)으로서도, 온라인 플랫폼 기업(17.1배)으로서도 Peers 대비 고평가 되어 있다고 보기는 어렵다. 원격의료 시장의 구조적 성장을 기대하고 중국 원격진료 기업으로의 매수 의견을 제시한다.

표 8. 중국 주요 원격진료 기업

(CNY Mn)	TP (HKD)	시가총액 (CNY Bn)	매출액			영업이익			순이익			ROE ROA		P/E P/B P/S		
			19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	21F	21F	21F	21F	21F
1833 HK 핑안헬스케어	153.5	115.5	5,065.4	7,131.4	10,002.8	(1,002.5)	(891.3)	(551.8)	(733.9)	(637.5)	(295.9)	(3.4)	(2.3)	(390.2)	13.2	11.5
241 HK 알리건강 (비상장)	27.4	269.3	9,596.5	15,964.2	25,502.2	(6.4)	268.9	503.1	(6.6)	147.8	290.1	6.6	3.1	924.3	61.4	10.5
위닥터	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

주: 알리건강은 FY기준

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터



Global Company Analysis

핑안헬스케어 Ping An Health & Tech (1833 HK/매수) 코로나가 달아준 날개, 中 최대의 원격진료 플랫폼

알리건강 Ali Health (241 HK/매수) 온라인 약국 기업에서 원격진료 기업으로

위닥터 (비상장) 텐센트가 투자한 중국 최초 디지털 헬스케어 기업

핑안헬스케어 Ping An Healthcare & Tech (1833 HK)

코로나가 달아준 날개, 中 최대의 원격진료 플랫폼

BUY

(유지)

목표가: HKD153.5

상승여력: 28.0%

강효주 hyojoo.kang@miraeeasset.com

정지문 jimoon.jung@miraeeasset.com

기업 개요

디지털 헬스케어의 선두주자

- 등록고객 수 3.15억명의 중국 최대 원격진료 기업. AI, 빅데이터를 활용해 원격진료 + 전자처방 + 온라인 약국 + 오프라인 병원 예약이 모두 가능한 시스템을 운영
- 매출 비중은 Health Mall(온라인 약국, 57.3%, 19년), Consumer healthcare(건강검진 등, 22.0%), Online Medical Service(원격진료, 16.9%), 기타(3.8%)

투자 포인트

신뢰를 얻기 시작한 원격진료 시스템

- 코로나 사태 수습에 원격진료가 적극 활용되면서 원격진료 시스템에 대한 신뢰도 상승. 의료 서비스 규제(의료보험, 처방약 배송)도 완화되며 5Y CAGR 50% 대 성장 기대

경쟁사를 압도하기 시작한 파급력

- 원격진료 수직계열화를 통해 가장 많은 등록 고객, 액티브 유저를 보유하며 경쟁사를 압도. 높은 의료 서비스의 양과 질로 동사의 파급력 확장 지속될 전망

평안 그룹사의 뒷배경과 충성도 높은 고객 유치력 경쟁사를 압도하기 시작한 파급력

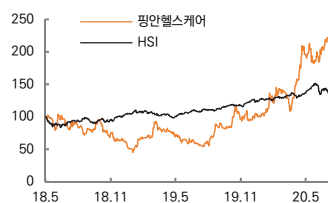
- 등록고객 수의 50.8%, 매출의 44.0%가 그룹사로부터 창출. 이를 바탕으로 충성도 높은 회원제 서비스 런칭, 원격진료 부문 고성장을 뒷받침하는 주요 매출처가 될 전망

실적 및 전망

22년 BEP 달성 예상, 목표주가 153.5HKD

- 20년 매출 71.3억위안(+40.8% YoY), 순손실 6.4억위안(적지) 예상. 인프라 구축 비용 줄어드는 가운데, 마진 높은 원격진료 성장 본격화되며 22년 흑자 전환 기대
- 주가는 FY1 P/S는 11.6배에 거래. 의료기기 + 온라인 플랫폼 기업 평균 FY1 P/S를 적용해 목표 주가를 153.5HKD으로 제시

Key data



Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	24.7	119.9	295.3
상대주가	18.9	137.8	331.2

현재주가 (20/07/07,HKD)	118.9	시가총액 (십억HKD)	134.1
거래소	Hongkong	시가총액 (조원)	20.7
EPS 성장률 (20F, %)	RR	유통주식수 (백만주)	395.3
P/E (20F, x)	-	52주 최저가 (HKD)	28.55
MKT P/E (20F, x)	12.0	52주 최고가 (HKD)	125.90
배당수익률 (%)	-		

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (백만CNY)	1,868.0	3,337.8	5,065.4	7,131.4	10,002.8	13,975.1
영업이익 (백만CNY)	(1,133.0)	(1,283.2)	(1,069.4)	(891.3)	(551.8)	(163.3)
영업이익률 (%)	(60.7)	(38.4)	(21.1)	(12.5)	(5.5)	(1.2)
순이익 (백만CNY)	(1,001.6)	(911.7)	(733.9)	(637.5)	(295.9)	90.2
EPS (CNY)	(1.1)	(0.9)	(0.7)	(0.6)	(0.3)	0.1
ROE (%)	-	(8.9)	(7.6)	(7.1)	(3.4)	1.0
P/E (배)	-	-	-	-	-	1,280.7
P/B (배)	-	2.5	5.6	12.8	13.2	13.1

자료: 핑안헬스케어, Ping An Healthcare & Tech, 미래에셋대우 리서치센터

I. 기업 개요

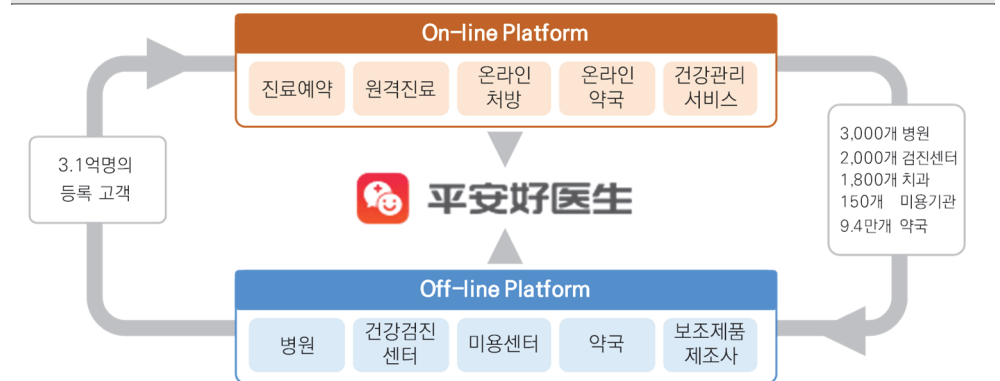
디지털 헬스케어의 선두주자

평안보험 그룹사 산하의 디지털 헬스케어 플랫폼이다. AI, 빅데이터를 활용한 자체 App을 통해 원격진료 + 전자처방 + 온라인 약품 구입 + 오프라인 병원 예약이 모두 가능한 시스템을 운영한다.

15년 기업 설립 이후 가장 빠르게 성장(고객 수 기준)해 디지털 헬스케어 기업 중 가장 최대 규모까지 발전했다. 2019년 기준 평안헬스케어의 등록고객 수는 미국 전체 인구에 맞먹는 수준인 3.15억명으로 경쟁사인 위닥터(We Doctor, 2.1억명, 20년 2월 기준)와 알리건강(Ali Health, 2.1억명, 20년 2월 기준) 대비 높다. 협력 의료 기관 수도 가파르게 늘어나며 전국권 서비스를 제공 중이다. 2019년 기준 3,000여개의 병원, 2,000여개의 건강검진 센터, 1,800개의 치과, 430개의 중의병원, 150개의 미용기관, 9.4만개의 약국과 협력 관계를 맺고 있다.

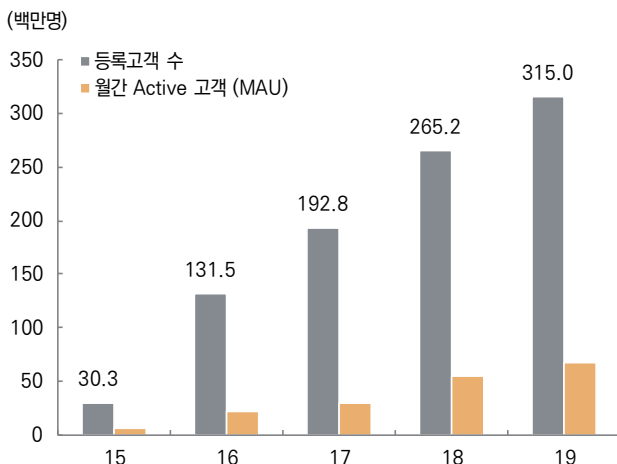
빠르게 성장할 수 있었던 배경은 평안보험 그룹사의 지원 덕분이다. 디지털 헬스케어의 핵심은 ‘순수 원격진료(화상, 통화, 채팅을 통해 대면하지 않고도 진료를 볼 수 있는 시스템)’인데 평안보험 그룹의 대규모 자금력을 통해 가장 먼저 인터넷 병원을 설립하면서 진료 예약, 비처방약 배송에만 집중했던 경쟁사들보다 빠르게 원격진료 시장으로 진출했다. 여기에 그룹사 간 연계 서비스를 통해 평안보험 그룹사의 대규모 고객 트래픽도 빠르게 평안헬스케어로 유입되고 있다.

그림 1. 평안헬스케어가 제공하는 온라인 의료 플랫폼 서비스



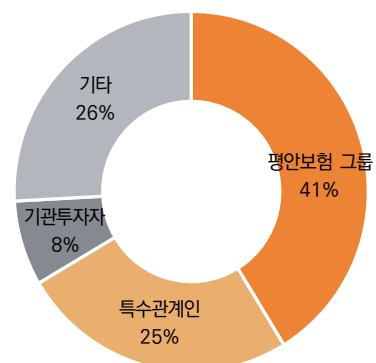
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 평안헬스케어의 등록고객 수와 MAU 증가 추이



자료: 평안헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 평안헬스케어 지분을

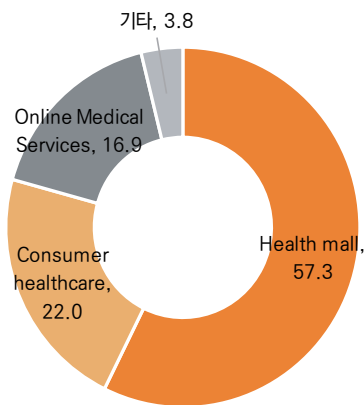


자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

II. 사업 부문

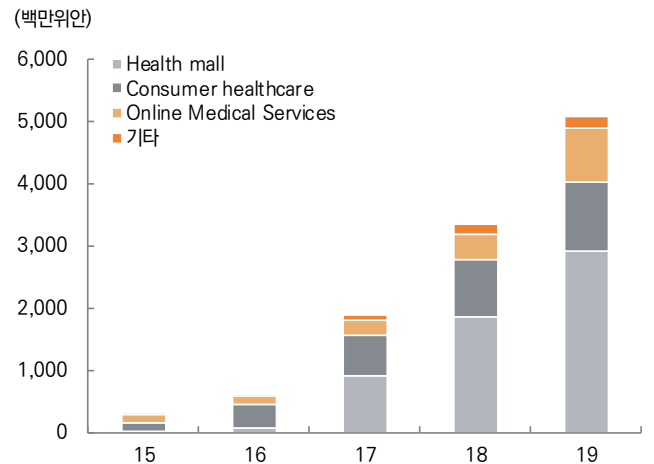
매출 비중 순으로 1) Health Mall(온라인 약국, 57.3%, 2019년 기준), 2) Consumer healthcare(건강검진 등, 22.0%), 3) Online Medical Service(원격진료, 16.9%), 4) 기타(광고 수입 등, 3.8%)의 4가지 사업을 영위 중이다. 동사의 성장을 이끌어 왔던 것은 온라인 약국 부문이나, 앞으로는 원격진료 부문의 기여도가 높아지며 전체 성장에 기여할 것으로 예상된다.

그림 4. 핑안헬스케어의 매출 비중(2019년 기준)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 핑안헬스케어의 사업 부문별 매출 규모 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Online Medical Service: 진정한 원격진료

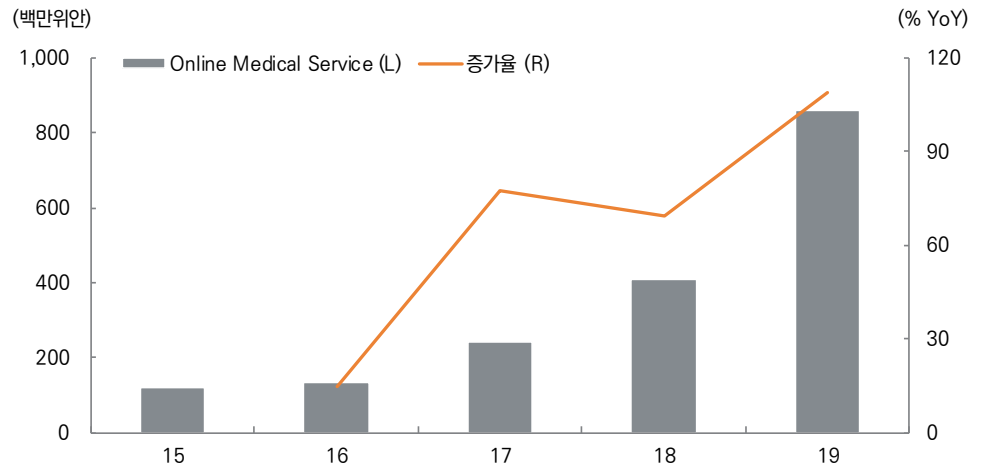
“온라인 진료 + 전자 처방”의 순수 원격진료와 오프라인 병원 예약 부문을 포함한다. 환자가 문자, 사진, 음성으로 증상을 묘사하면 인공지능을 통한 스마트 진료 시스템이 증상과 의료 기록을 통해 의사 명단을 제공한다. 환자는 제공된 의사 명단 중 원하는 의사를 골라 온라인으로 진료를 보거나, 오프라인 진료 예약이 가능하다. 원격 진료 이후 의사는 전자 처방을 진행하고 환자는 플랫폼 내 온라인 약국에서 약품 구매가 가능하다. 건당 진료비는 1~3.5만원 수준이다.

원격진료는 협력병원 의사 + 자체병원 의사 + AI의 결합으로 진행된다. 먼저 AI를 통해 연령, 성별, 과거 병력, 증상으로 초기 판단이 진행되고, 이후 의사(협력병원 or 자체병원)가 문진을 진행하는 프로세스다. 진료가 가능한 의사는 19년 말 기준 협력병원 5,000여명(3급 병원 위주)의 의사와 자체 병원 의사 1,490명(의료 경험 14년 이상)이다.

동사의 일일 평균 원격상담 건수는 코로나 사태가 발생하기 전 19년 말 기준으로도 전년대비 36.3% 증가한 72.9만건을 기록했는데, 코로나 19 사태 중(1월 22일~2월 6일) 신규 고객의 일일 자문량은 약 9배 증가(1월 1일~21일 대비)한 것은 물론 신규 등록 고객은 10배 증가했다.

동사의 최종 목표는 1가정, 1주치의 시스템을 정착시키는 것이다. 지금까지 7억 건에 가까운 원격진료 기록을 통해 의료 빅데이터를 구축했는데, 향후 쌓인 빅데이터를 활용해 인공지능 주치의 시스템을 만들고자 한다. AI 통해 비용 통제와 이용률 제고 두 마리 토끼를 잡겠다는 것이다. 이미 평균보험 그룹사 산하의 핀테크 기업들이 수준급의 AI 기술을 보유하고, 경쟁사 대비 앞도적인 의료 데이터를 축적해왔음을 고려하면 흔한 질병의 경우 AI 진료 서비스도 가능할 것으로 예상된다.

그림 6. 핑안헬스케어의 Online Medical Service 매출 규모 및 증가율 추이, 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 홀닥터의 온라인 문진 서비스 프로세스



① 증상 묘사 + 의사 경력 검색
증상을 기반으로 AI가 적합한
의사 리스트 제공 → 의사 경력과
리뷰 검토

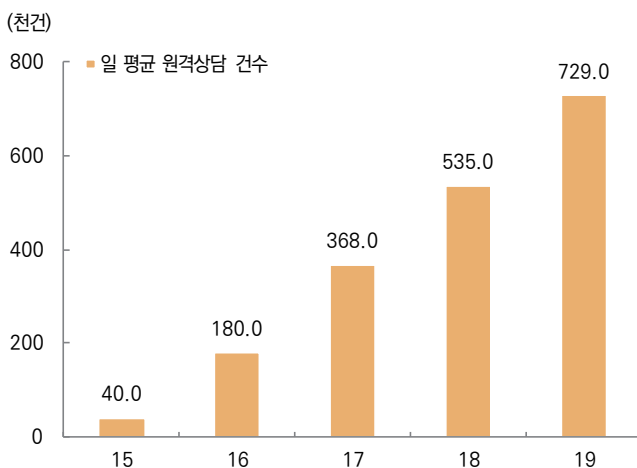
② 의사 선택
의사 경력과 리뷰를 바탕으로
원하는 의사 선택

③ 온라인 문진
채팅으로 온라인 문진 진행
무료 15분, 유료 20분

④ 결과 수령
문진 결과 및 전자 처방전 수령

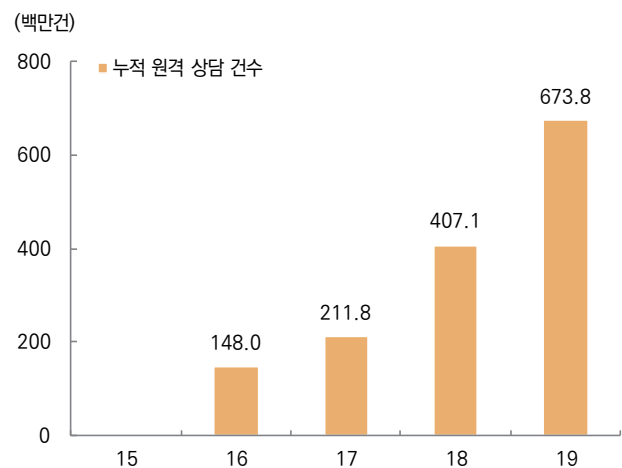
자료: 핑안헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 핑안헬스케어의 일 평균 원격상담 건수



자료: 핑안헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 핑안헬스케어의 누적 원격상담 건수



자료: 핑안헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

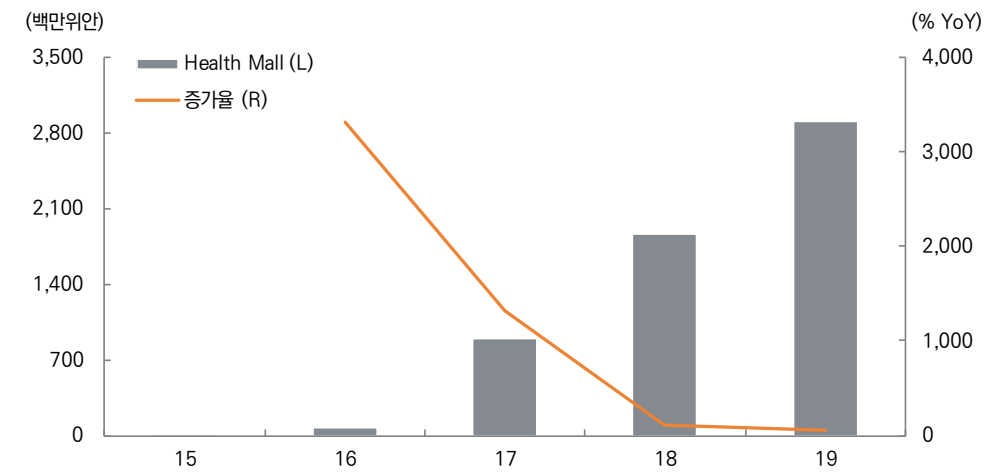
Health Mall: 동사의 성장을 이끌어온 주요 주요 수입원

중약을 포함한 모든 OTC 약품, 의료기기, 미용/건강 식품 등을 판매하고 있다. 전국의 9.4만개 협력 약국과 1,400여개의 판매채널을 보유 중이다. 1시간 이내 전국구의 도시에 의약품 배송이 가능하다. 건강보조식품 수요 확대, 우수한 인프라를 통해 3년 평균 25%대 성장을 지속할 전망이다.

중국 약품 유통 시장의 약 50%는 건강보조제품이 차지한다. 그럼에도 인당 연평균 건강보조제품 소비액은 26달러에 불과해 미국, 일본의 214달러, 128달러를 크게 하회한다. 삶의 질 제고 + 가치분소득 증가는 건강보조제품 시장 확대를 견인하고, 이는 온라인 약국 성장을 이끌 전망이다.

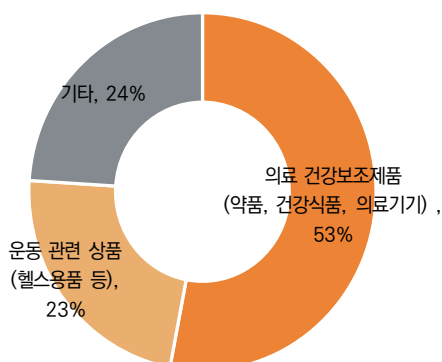
동사의 서비스(제품 가격, 배송 시간)도 경쟁사 대비 우위에 있다. 경쟁사 중 의약품 배달만 가능한 Meituan, Ele.me, 그리고 이제야 원격진료 시장에 진출한 알리건강 대비 동사는 병원 + 많은 거점을 보유해 낮은 가격, 빠른 배송이 가능하다. 향후 점유율이 높아질 수록 가격 및 제품 품종 격차는 더욱 벌어질 것으로 전망된다.

그림 10. 핑안헬스케어의 Health Mall 매출 규모 및 증가율 추이, 전망



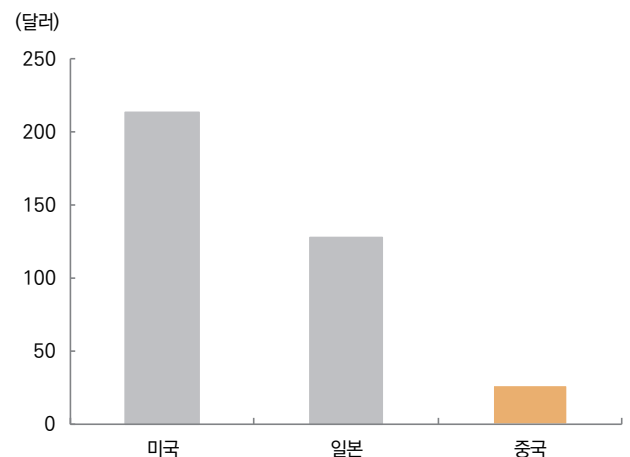
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. Health Mall 부문의 제품별 매출 비중



자료: 핑안헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터
주: 2018년 기준

그림 12. 글로벌 주요국의 일인당 건강보조제품 소비금액 비교



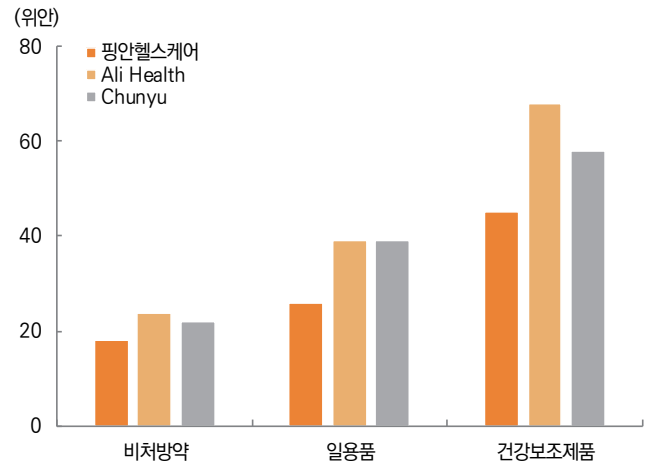
자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 주요 온라인 약국 플랫폼 세부내용

플랫폼명	도시	택배사	배송비	배송시간
핑안헬스케어 (平安好医生)	전국 주요 도시	Ele.me + DDKY	5위안	1시간 이내
Ali Health (阿里健康)	전국 주요 도시	Ele.me	5위안	30분에 한번 발송
Meituan (美团)	1선 도시 위주	Meituanqishou (美团骑手)	4위안	30분에 한번 발송
Ele.me (饿了么)	전국 주요 도시	Fengniao(蜂鸟)	4위안	30분에 한번 발송
JD (京东到家)	전국 주요 도시	Dada(达达)	4위안	30분에 한번 발송

자료: 핑안헬스케어, 중국산업협회(中国产业协会), 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 중국 주요 온라인 약국 플랫폼 약가 비교



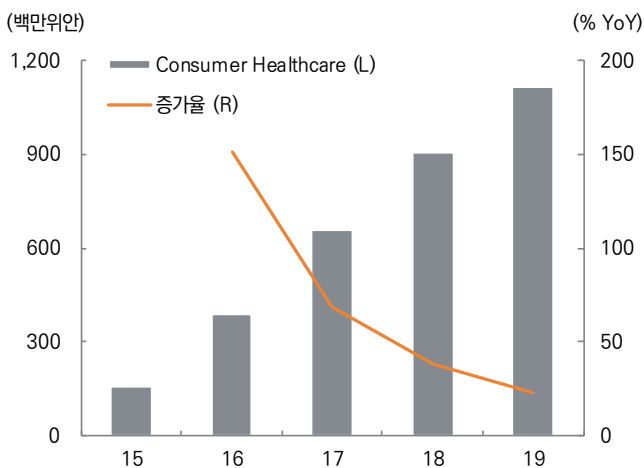
주: 비처방약-白云山板蓝根颗粒10gX30袋, 일용품-阿道夫洗发水 248ml, 건강보조제품-郎迪碳酸钙D 3片 기준
자료: 각 사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

Consumer healthcare: 건강검진 시장이 주요 타겟

건강검진, 미용, 유전자검사, 해외 의료 협력 업무를 담당한다. 현재 가장 집중하고 있는 업무는 건강검진(전체 업무의 약 80% 차지)이다. 개인(B2C)과 기업(B2B)을 대상으로 건강검진 패키지를 판매하고 연결되는 치료 서비스를 제공한다. 동사의 제휴 병원들은 물론 중국 3대 건강검진센터 미년건강(美年健康), 애강국빈(爱康国宾), 자명체검(慈铭体验)이 모두 동사의 협력사다.

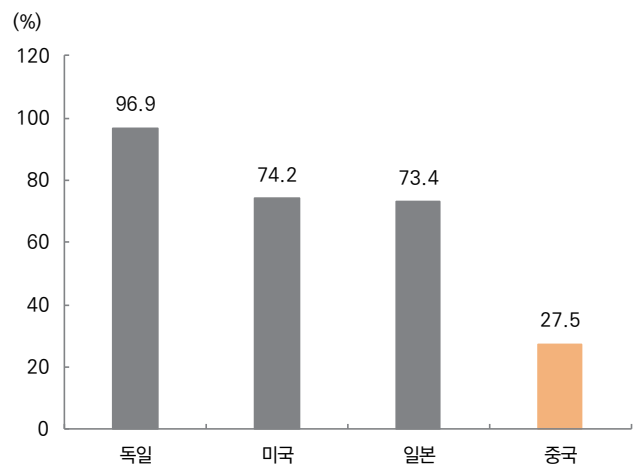
총 인구의 70%가 매년 건강검진을 시행하는 일본, 직장인 건강검진이 의무인 한국과 달리 중국의 건강검진 인구 비율은 30%를 미달한다는 점을 고려하면 여전히 큰 성장 잠재력이 있다. 중국 역시 직장인 건강검진 의무화 법안을 준비 중이며 핑안보험 그룹사는 이러한 흐름이 발맞추어 임직원 건강검진 서비스를 제공하고 있다. 향후 직장인 건강검진이 의무화될 경우 동사의 B2B 부문의 가파른 성장이 기대된다.

그림 14. Consumer healthcare 매출 및 증가율 추이, 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 글로벌 주요국 건강검진 침투율 비교



자료: 미년건강(美年健康), 미래에셋대우 리서치센터

III. 투자포인트

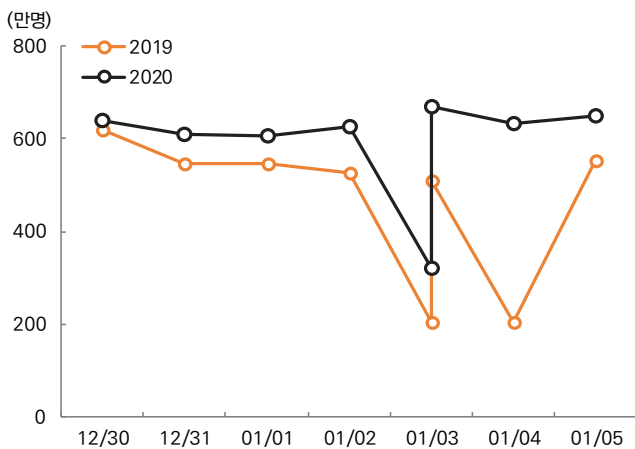
1. 신뢰를 얻기 시작한 원격진료 시스템

코로나19 덕분에 원격진료 신뢰도가 높아졌다. 코로나 사태 수습에 원격진료가 적극 활용되면서 ‘대면 접촉 없이도 진료가 가능한가’에 대한 의문이 사라진 셈이다. 그동안 시장 성장을 제지해왔던 의료 서비스 규제(의료보험, 처방약 배송)도 완화되면서 원격진료 시장 성장이 본격화되고 있다. 원격진료 시장은 그 어느 나라보다 중국에서 가장 빠른 발전을 나타낼 가능성이 높다. 적은 의사 수, 의료 자원의 비효율적 배분으로 중국 의료 시장은 선진국 대비 크게 낙후되어 있기 때문이다.

특히 이번 코로나 사태로 인해 이용률이 급증한 것으로 추정되는 만성질환 환자들의 원격진료 시장 유입이 가파르게 진행될 가능성이 높다. 고혈압, 당뇨병 등 만성질환 환자는 스스로 검사가 가능하고 주기적으로 약물을 받아와야 한다. 매번 몇 시간의 기다림을 통해 진료/처방을 받았던 것도 소모성 행위인데 이번 코로나 사태로 인해 원격진료를 통한 처방약 배송이 가능함이 알려졌다.

중국의 원격진료 시장 규모를 만성질환 환자들의 원격의료 시장 이용률을 통해 러프하게 추산해보면 2016년 200억위안에 불과했던 시장 규모는 2020년 약 915억위안, 2025년 약 5,173억위안으로 향후 5년간 연평균 50% 수준의 성장이 기대된다.

그림 16. 2019년 2020년 춘절 기간 온라인 문진 횟수 비교



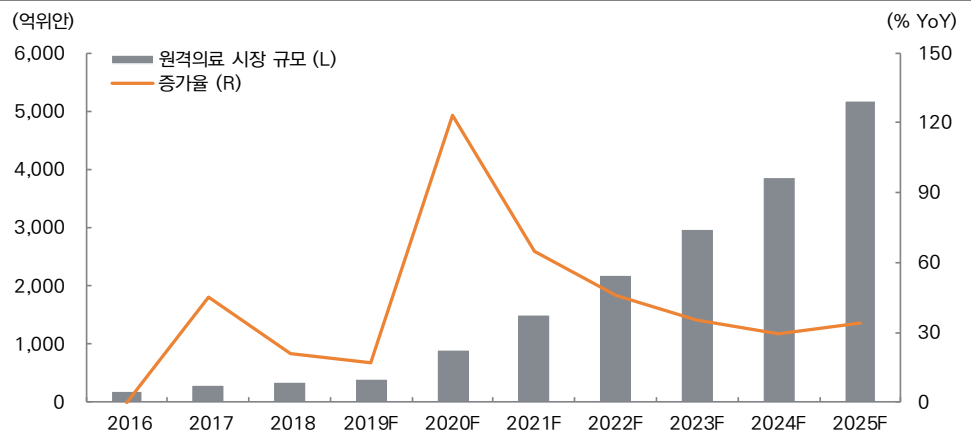
주: 날짜는 음력 기준 / 자료: Analysys 이관(易观), 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 코로나 사태 극복을 위한 핑안헬스케어의 원격진료 시스템



자료: 핑안헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 중국 원격의료 시장 규모 추산



자료: OECD, WIND, 중국위생관리국, 미래에셋대우 리서치센터

2. 경쟁사를 압도하기 시작한 파급력

원격진료 시장의 핵심은 수직계열화다. “진료 → 처방 → 의약품 구매”로 이어지는 의료 서비스가 모두 가능해야지만 실제로 원격진료의 효용이 높아진다. 여기에 필요 시 오프라인 진료 예약까지 한 번에 진행할 수 있으면 금상첨화다

중국 디지털 헬스케어 기업 중 수직계열화가 제대로 완성되어 있는 기업은 핑안헬스케어가 유일하다. 위닥터와 알리건강도 사업부문은 모두 갖춰져 있으나, 위닥터는 오프라인 병원 예약에 업무가 집중되어 있고, 알리건강은 매출의 97%가 온라인 약국에서 창출된다.

완비된 수직계열화의 파급력은 이용률에서 증명된다. 핑안헬스케어는 중국에 진출한 디지털 헬스케어 플랫폼 중 가장 많은 등록 고객, 액티브 유저를 보유하고 있는 것은 물론 신규 고객 유입, 어플 이용시간에서도 경쟁사를 압도한다. Trustdata에 따르면 올해 1분기 중국 전체 원격진료 신규 이용 고객 중 66.3%가 핑안헬스케어로 유입된 것으로 추정된다. 전체 원격진료 플랫폼 이용 시간 중 핑안헬스케어의 비중은 73.5% 수준으로 시장 과반 이상을 차지하고 있다.

앞으로 동사의 파급력 확장은 지속될 가능성이 높다. 공급하는 의료 서비스의 양과 질이 경쟁사 대비 높기 때문이다. 동사의 협력 병원수는 19년 기준 3,000여개다. 협력 병원 수만 보면 알리건강 3,900개(20.02 기준), 위닥터 3,200개(20.02 기준) 대비 적어 보일 수 있으나, 의료 수준이 가장 높다고 평가받는 3급 갑 병원 수는 핑안헬스케어가 1,900개(알리건강 400개, 위닥터 1,000개)로 압도적이다. 협력 약국 역시 9.4만개로 온라인 약국에 집중했던 알리건강과 비슷한 수준이다.

표 2. 중국 인터넷 의료 플랫폼 기능 비교

기업명	원격진료	병원예약	처방	인터넷약국	병원 보유	기타
핑안헬스케어 (平安好医生)	○	○	○	○	○	인터넷 약국 + 원격진료
Ali Health (阿里健康)	○	○	○	○	○	인터넷 약국 위주 최근 원격진료 시장으로 진출
We Doctor (微医)	○	○	○	○	○	병원 예약 위주 코로나 사태 이후 원격진료 부문 성장
Haodafu (好大夫)	○				○	인터넷 상담 위주 외부 의사와 환자 연결 위주
Chunyu (春雨)		○				인터넷 상담 위주, 진단/처방 불가, 파트너쉽 오프라인 병원 연계

자료: 각 사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 중국 온라인 의료 플랫폼의 등록고객 수 비교

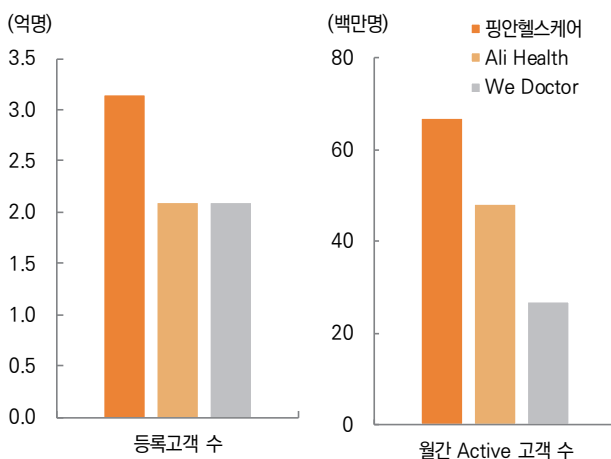
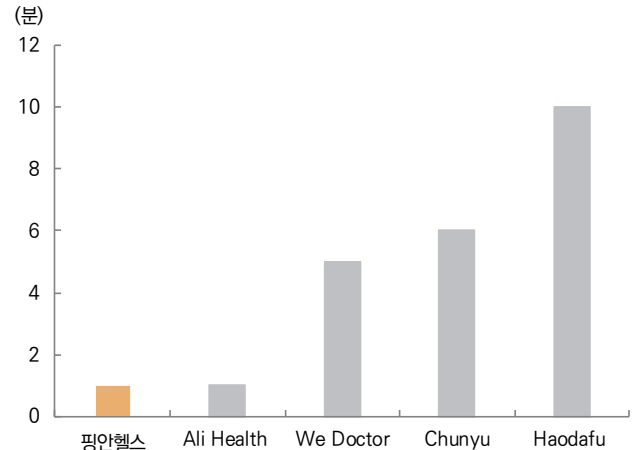


그림 20. 중국 온라인 의료 플랫폼의 원격 진료 응답 시간 비교



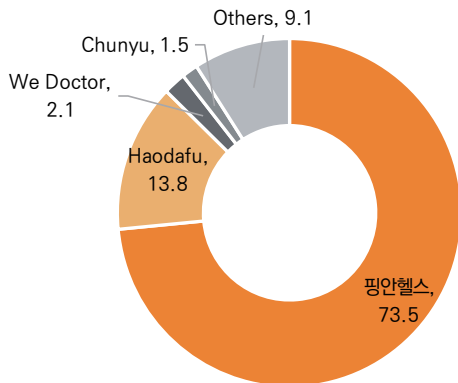
주: 핑안헬스케어 19년, Ali Health와 We Doctor는 20년 2월 기준

월간 Active 고객 수 중 Alihealth의 연간 Active 고객 수 기준

자료: 각 사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

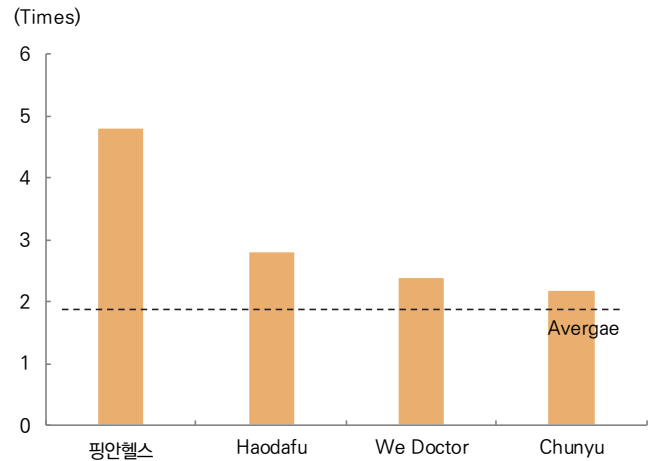
자료: 각 사 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 중국인의 원격진료 APP 이용 시간



주: 3Q19 기준 / 자료: Trustdata, CMBIS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 일 평균 APP 사용 횟수



주: 3Q19 기준 / 자료: Trustdata, CMBIS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 신규 고객의 원격의료 APP 유입 비중

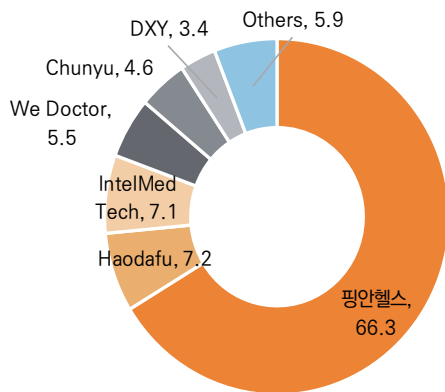
주: 1Q20 기준
자료: Trustdata, CMBIS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 원격진료 APP의 고객 유지 비율

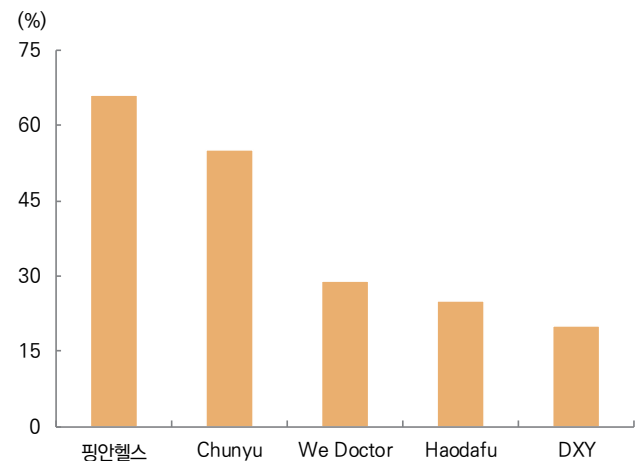
주: 3Q19 기준, DAU/MAU로 계산
자료: Trustdata, CMBIS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 핑안헬스케어, Alihealth, We Doctor 의 APP 다운로드 수

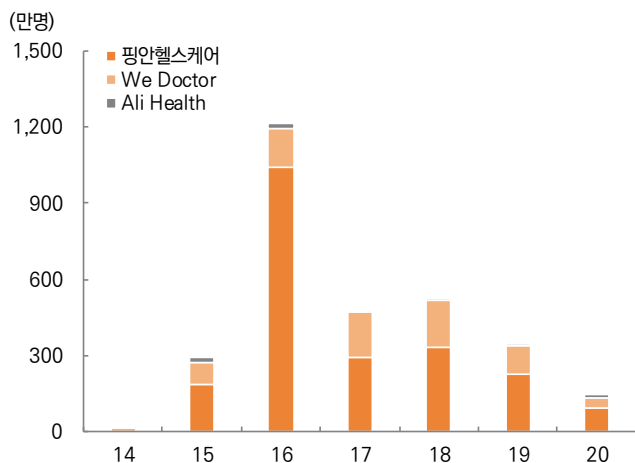
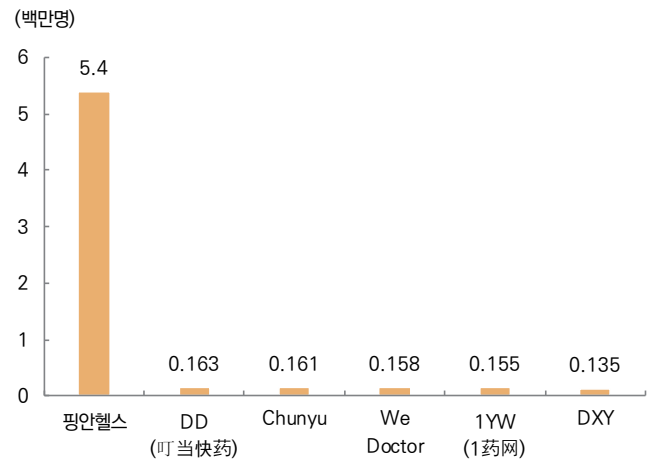
주: Only for Unified CSV / 20년은 1~4월
자료: Sense Tower, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 올해 춘절기간 원격진료 APP의 DAU 비교

주: 20.1.24~2020.2.8 기준
자료: Analysys, CMBIS, 미래에셋대우 리서치센터

3. 평안 그룹사의 뒷배경과 충성도 높은 고객 유치력

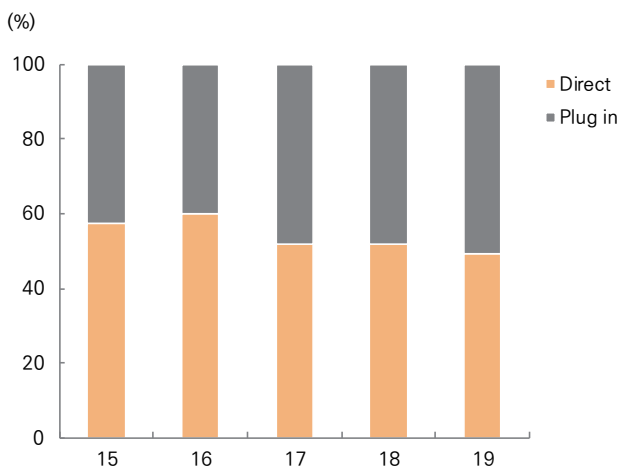
동사가 경쟁사 대비 빠르게 성장할 수 있었던 이유는 지주사 덕분이다. 디지털 헬스케어 시장의 성장을 기대하고 많은 민간 기업들이 대거로 진출했으나 높은 투자 비용을 견디지 못하고 시장에서 퇴출된 상황이다. 동사의 경우 평안보험 그룹사가 가진 탄탄한 자금력과 그룹사로부터 파생된 고객을 통해 사업 초기 빠른 성장이 가능했다.

실제로 평안생명보험, 평안손해보험 등 APP에서는 평안헬스케어 서비스를 이용할 수 있도록 연동되어 있다. 또한 보험사와 평안헬스케어간 콜라보를 통해 보험사 고객이면 낮은 가격에 평안헬스케어를 이용할 수 있는 회원제 서비스를 런칭했다. 덕분에 동사의 등록 고객 수 중 약 50.8%(2019년 기준), 전체 매출 중 44.0% (2019년 기준)는 그룹사로부터 창출되고 있다.

평안 그룹사와 연계된 회원제 서비스에서 재미를 본 평안헬스케어는 Mass 고객을 대상으로도 회원제 서비스를 런칭했다. 19년 8월 출시한 Private Doctor 서비스는 개인/기업을 대상으로 인당 499~1999위안의 구독료를 지불할 경우 24시간 원격진료, 건강관리 등 서비스가 가능하다.

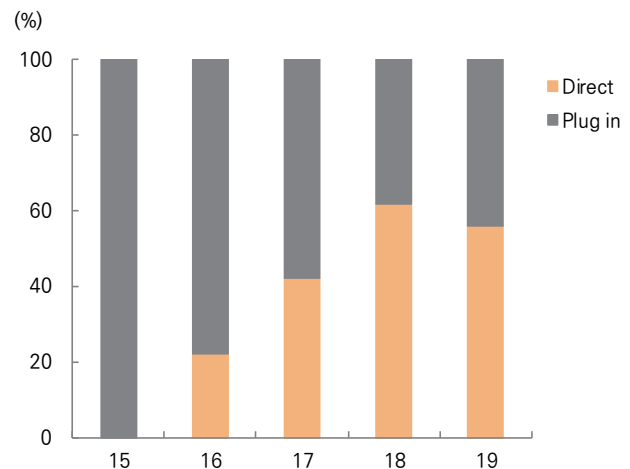
회원제 서비스 이용 고객은 일반 고객 대비 이용 횟수가 2.7배 높고, 처방 비율도 2.3배 높다고 평가 받고 있다. 회원제 서비스를 통한 매출은 Online Medical Service(원격진료) 매출의 약 46.6%(19년 기준)를 차지할 만큼 규모가 커졌는데, Private Doctor 회원제 서비스에 만성질환 전용 서비스도 구축하고 있어 향후 원격진료 부문 고성장을 뒷받침하는 주요 매출처가 될 전망이다.

그림 27. 평안헬스케어의 등록고객 중 Direct, Plug in 고객 비중 변화



자료: 평안헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 평안헬스케어의 Direct, Plug-in 고객 매출 비중 변화



자료: 평안헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 평안헬스케어의 회원제 서비스

	SLAs	Ankang	Anxiang Value-added Health 360 service	Private Doctor Membership
출시	2016	2016	2016	2017
대상	평안생명보험 고객	평안생명보험 고객	평안건강보험 고객	평안생명보험 고객
비용	-	보험계약자 수에 따라서 결정	보험계약자 수에 따라서 결정	199위안/년
서비스 내용	-	원격진료 60회 오프라인 예약 3회 우선 진료 예약권	원격진료 60회 오프라인 예약 3회 우선 진료 예약권	원격진료 오프라인 병원 예약 2차 진료 서비스 우선 진료 예약권
				4시간 원격진료 2차 진료 서비스 오프라인 진료 예약 만성질환 관리

자료: 평안헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 실적 및 밸류에이션

22년 BEP 달성 예상, 목표주가 153.5HKD

2020년 매출액 71.3억위안(+40.8% YoY), 순손실 6.4억위안(적자 지속)을 기록할 것으로 예상된다. 기업 설립 이후 5년간 적자를 지속 중인데 이는 제후 병원 및 제후 약국에 인프라를 구축하는 비용과 의사 유치 비용 때문이다.

다만 19년 이미 중국 내 3급 갑 병원(최상위 유명 병원)의 대부분과 협력 관계 체결을 마쳤고, 장기적으로 AI 활용을 통해 비용률은 계속해서 감소할 전망이다. 반면 원격진료 시장 개화로 마진율이 높은 Online Medical Service(원격진료, GPM 44.2%, 19년 기준) 성장이 본격화, 22년 손익분기점을 넘어설 것으로 예상된다.

신성장 산업에서 중요한 것은 기업의 이익보다도 외형 성장이다. 핑안헬스케어의 Peers는 두 개 그룹으로 나누어 볼 수 있겠다. 1) 의료 서비스를 제공하는 기업이라는 측면에서 의료기기 기업과 2) 서비스 제공하기 위해 커뮤니케이션, 기업-고객 간 연결, 결제 기술 보유했다는 점에서 관련 플랫폼 기업이다.

연초 이후 주가는 100% 이상 상승해 FY1 P/S는 11.6배에 거래되고 있다. 그럼에도 불구하고 의료기기 기업(FY1 P/S 12.7배)으로서도, 온라인 플랫폼 기업(17.1배)으로서도 추가 상승 여력이 남아 있다고 판단한다. 의료기기 + 온라인 플랫폼 기업 평균 FY1 P/S를 적용해 목표 주가를 153.5HKD로 제시한다.

표 4. 핑안헬스케어 실적 추이 및 전망

(백만CNY)	1H18	2H18	1H19	2H19	1H20F	2H20F	1H21F	2H21F	1H22F	2H22F	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	1,122.8	2,215.0	2,272.7	2,792.8	2,959.4	4,172.0	4,285.7	5,717.1	5,912.4	8,062.7	3,337.8	5,065.4	7,131.4	10,002.8	13,975.1
(% YoY)	150.3	56.0	102.4	26.1	30.2	49.4	44.8	37.0	38.0	41.0	78.7	51.8	40.8	40.3	39.7
Health mall	628.2	1,236.3	1,455.2	1,447.0	1,573.0	2,217.6	2,046.7	2,730.3	2,441.7	3,329.8	1,864.4	2,902.2	3,790.6	4,777.0	5,771.5
(% YoY)	302.7	67.0	131.7	17.0	8.1	53.3	30.1	23.1	19.3	22.0	108.1	55.7	30.6	26.0	20.8
Consumer healthcare	248.3	657.2	387.7	724.7	574.2	809.5	761.7	1,016.1	941.9	1,284.5	905.4	1,112.4	1,383.8	1,777.7	2,226.4
(% YoY)	47.9	34.8	56.2	10.3	48.1	11.7	32.6	25.5	23.7	26.4	38.2	22.9	24.4	28.5	25.2
Online Medical Service	186.2	224.5	336.1	522.0	712.1	1,003.9	1,349.6	1,800.3	2,371.8	3,234.5	410.7	858.0	1,716.0	3,149.8	5,606.4
(% YoY)	91.4	54.9	80.5	132.5	111.9	92.3	89.5	79.3	75.7	79.7	69.6	108.9	100.0	83.6	78.0
기타	60.2	97.1	93.7	99.2	100.0	140.9	127.8	170.4	156.9	214.0	157.2	192.9	240.9	298.2	370.8
(% YoY)	119.2	107.0	55.7	2.2	6.7	42.1	27.8	20.9	22.8	25.5	111.5	22.7	24.9	23.8	24.4
Cost of goods & service	813.9	1,612.0	1,781.0	2,113.0	2,195.6	3,095.3	3,106.0	4,143.3	4,285.2	5,843.8	2,425.9	3,894.0	5,290.9	7,249.3	10,129.0
Gross Profit	308.9	603.0	491.7	679.7	763.8	1,076.7	1,179.8	1,573.8	1,627.1	2,218.9	911.9	1,171.4	1,840.5	2,753.5	3,846.1
GPM (%)	27.5	27.2	21.6	24.3	25.8	25.8	27.5	27.5	27.5	27.5	27.3	23.1	25.8	27.5	27.5
Operating Expenses	829.8	1,385.9	913.1	1,366.6	1,156.7	1,630.7	1,453.6	1,939.1	1,741.0	2,374.2	2,215.7	2,279.7	2,787.4	3,392.7	4,115.2
Selling & Marketing	471.7	766.7	376.7	830.0	617.6	870.7	783.6	1,045.3	947.2	1,291.7	1,238.5	1,206.7	1,488.4	1,828.9	2,238.9
General & Admin	376.0	618.7	544.1	531.2	539.1	759.9	670.0	893.8	793.8	1,082.5	994.7	1,075.3	1,299.0	1,563.9	1,876.3
Operating Income	(512.6)	(770.6)	(412.2)	(657.2)	(369.9)	(521.4)	(236.4)	(315.4)	(69.1)	(94.2)	(1,283.2)	(1,069.4)	(891.3)	(551.8)	(163.3)
(% YoY)	32.6	(50.3)	46.5	(59.5)	43.7	(41.0)	54.7	(33.4)	78.1	(36.4)	(13.3)	16.7	16.7	38.1	70.4
OPM (%)	(45.7)	(34.8)	(18.1)	(23.5)	(12.5)	(12.5)	(5.5)	(5.5)	(1.2)	(1.2)	(38.4)	(21.1)	(12.5)	(5.5)	(1.2)
Pretax Income, GAAP	(444.2)	(467.7)	(270.0)	(464.1)	(264.0)	(372.2)	(127.1)	(169.6)	38.9	53.0	(911.9)	(734.1)	(636.2)	(296.7)	91.8
Income Tax	0.0	1.2	3.5	9.1	3.5	4.9	4.0	5.3	4.3	5.9	1.2	12.6	8.4	9.3	10.2
Net Income, GAAP	(444.2)	(467.5)	(272.5)	(461.4)	(264.5)	(372.9)	(126.8)	(169.1)	38.1	52.0	(911.7)	(733.9)	(637.5)	(295.9)	90.2
(% YoY)	2.6	14.3	38.6	1.3	2.9	19.2	52.1	54.6	130.1	130.8	9.0	19.5	13.1	53.6	130.5
NPM (%)	(39.6)	(21.1)	(12.0)	(16.5)	(8.9)	(8.9)	(3.0)	(3.0)	0.6	0.6	(27.3)	(14.5)	(8.9)	(3.0)	0.6

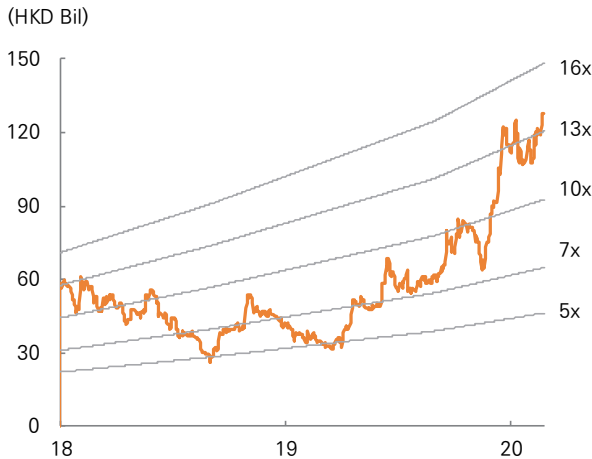
자료: 핑안헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 핑안헬스케어의 목표주가 산출

		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E 비교
Revenue	(백만CNY)	278.7	601.5	1,868.0	3,337.8	5,065.4	7,131.4	10,002.8
	% YoY		115.8	210.6	78.7	51.8	40.8	40.3
	(백만HKD)	331.8	668.3	2,250.6	3,793.0	5,691.5	7,836.7	10,992.1
	% YoY		101.4	236.8	68.5	50.1	37.7	40.3
Target P/S (average)	(배)							14.9
Target P/S (Low)	(배)							12.7 의료기기 주요 기업 평균 P/S
Target P/S (High)	(배)							17.1 주요 플랫폼 기업 평균 P/S
Target Market Cap	(백만HKD)							163,782.5
주식수	(백만주)							1,067.3
목표주가	(HKD)							153.5
현재주가	(HKD)							119.9
상승여력	(%)							28.0

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 핑안헬스케어의 12개월 선행 P/S 밴드



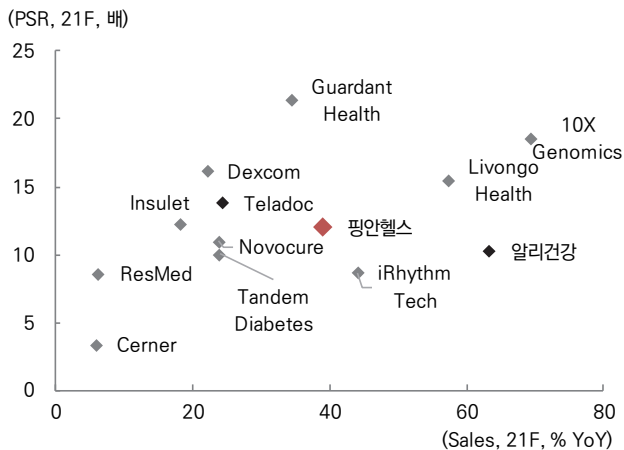
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 핑안헬스케어의 12개월 선행 P/B 밴드



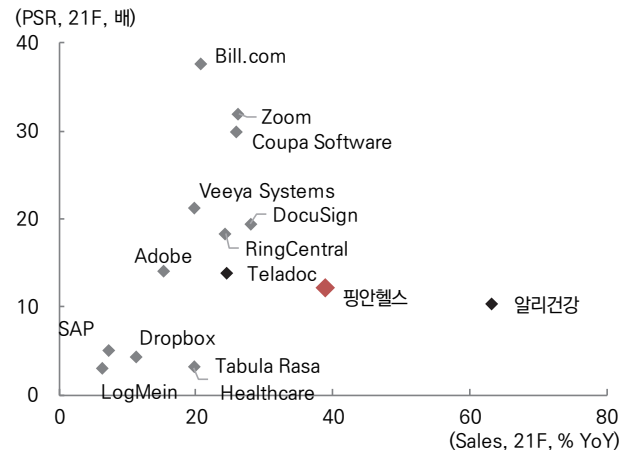
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 의료기기 기업으로 본 핑안헬스케어 P/S 수준



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 플랫폼 기업으로 본 핑안헬스케어 P/S 수준



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

핑안헬스케어 Ping An Health & Tech (1833 HK)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만CNY)	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	5,065.4	7,131.4	10,002.8	13,975.1
Cost of goods sold & Service	3,894.0	5,290.9	7,249.3	10,129.0
Gross Profit	1,171.4	1,840.5	2,753.5	3,846.1
Operating Expenses	2,279.7	2,787.4	3,392.7	4,115.2
EBIT	(1,002.5)	(891.3)	(551.8)	(163.3)
Non-Operating Profit	268.4	255.1	255.1	255.1
Net Financial Income	268.4	255.1	255.1	255.1
Net Other Income	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax Profit	(734.1)	(636.2)	(296.7)	91.8
Income Tax	12.6	8.4	9.3	10.2
Minority interest	(12.9)	(7.1)	(10.0)	(8.6)
Net profit attributable to owners	(733.9)	(637.5)	(295.9)	90.2

Growth & margins (%)

Revenue growth	51.8	40.8	40.3	39.7
Gross profit growth	28.5	57.1	49.6	39.7
EBIT growth	21.3	11.1	38.1	70.4
Net profit growth	RR	RR	RR	TTB
EPS growth	RR	RR	RR	TTB
Gross margin	23.1	25.8	27.5	27.5
EBIT margin	(19.8)	(12.5)	(5.5)	(1.2)
Net profit margin	(14.5)	(8.9)	(3.0)	0.6

예상 재무상태표 (요약)

(백만CNY)	2019	2020F	2021F	2022F
Current Assets	8,477.9	8,143.3	8,573.4	9,756.9
Cash and cash equivalents	4,965.5	4,613.9	4,802.1	5,809.2
Receivables	649.4	840.7	1,249.2	1,673.3
Inventories	74.8	70.9	82.5	134.2
Other current assets	2,788.3	2,617.8	2,439.6	2,140.1
Non-Current Assets	3,901.2	3,988.2	4,082.9	4,196.5
PP&E	280.4	340.8	408.9	490.7
Others long-term assets	3,620.8	3,647.4	3,673.9	3,705.8
Total Assets	12,379.1	12,131.5	12,656.3	13,953.4
Current Liabilities	2,665.2	3,055.0	3,875.8	5,082.7
Payables	1,776.5	2,217.5	3,038.3	4,245.2
Short-term debts	51.2	0.0	0.0	0.0
Other current liabilities	837.5	837.5	837.5	837.5
Non-Current Liabilities	44.5	44.5	44.5	44.5
Long-term debts	44.4	44.4	44.4	44.4
Other non-current liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Liabilities	2,709.7	3,099.5	3,920.2	5,127.2
Controlling Interests	9,648.8	9,011.3	8,715.3	8,805.5
Paid-in capital	12,921.7	12,921.7	12,921.7	12,921.7
Retained earnings	(3,870.1)	(4,507.6)	(4,803.5)	(4,713.4)
Other capital and adj.	597.2	597.2	597.2	597.2
Non-controlling interests	20.7	20.7	20.7	20.7
Stockholders' Equity	9,669.5	9,032.0	8,736.1	8,826.2

예상 현금흐름표 (요약)

(백만CNY)	2019	2020F	2021F	2022F
Cash Flows from Op Activities	(253.0)	(306.8)	210.4	954.1
Net Income	(733.9)	(637.5)	(295.9)	90.2
Depr. & amortization	145.7	166.8	193.4	229.9
Chg in Working Capital, others	340.2	163.8	312.9	634.1
Cash Flows from Inv Activities	4,225.4	27.6	(22.1)	52.9
Capital expenditures(Net)	(131.2)	(205.4)	(239.1)	(190.1)
Others	4,356.6	233.0	217.0	243.0
Cash Flows from Fin Activities	8.8	0.0	0.0	0.0
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0
Increase(decrease) in equity	76.0	0.0	0.0	0.0
Increase(decrease) in debt	(67.1)	0.0	0.0	0.0
Net increase in cash	4,039.0	(279.2)	188.3	1,007.0
Beginning cash	854.1	4,893.1	4,613.9	4,802.1
Ending cash	4,893.1	4,613.9	4,802.1	5,809.2

예상 주당가치 및 Valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	-	-	-	1,280.7
P/B (x)	5.6	12.8	13.2	13.1
EV/EBITDA (x)	10.7	16.2	11.5	8.3
EPS (CNY)	(0.7)	(0.6)	(0.3)	0.1
BPS (CNY)	9.1	8.5	8.2	8.3
DPS (CNY)	0.0	0.0	0.0	0.0
Payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend Yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Accounts receivable turnover (x)	9.4	8.5	8.0	8.4
Inventory turnover (x)	89.4	97.9	130.4	128.9
Accounts payable turnover (x)	2.4	2.4	2.4	2.4
ROA (%)	(5.9)	(5.3)	(2.3)	0.6
ROE (%)	(7.6)	(7.1)	(3.4)	1.0
ROIC (%)	(107.7)	(71.8)	(32.2)	(7.5)
Liability to Equity Ratio (%)	28.0	34.3	44.9	58.1
Current Ratio (%)	318.1	266.6	221.2	192.0
Net Debt to Equity Ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 핑안헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터



알리건강 Ali Health (241 HK)

온라인 약국 기업에서 원격진료 기업으로

BUY

(신규)

목표가: 27.4 HKD

상승여력: 20.5%

강효주 hyojoo.kang@miraeeasset.com

정지문 jimoon_jung@miraeeasset.com

기업 개요

알리바바 그룹 산하의 유일한 헬스케어 플랫폼 기업

- 알리건강 자체 플랫폼과 알리바바가 운영하는 T-mall을 통해 의약품, 건강보조식품, 미용기기 등을 판매하는 O2O(Online to Offline) 서비스를 제공
- 지난해 원격진료 수직계열화(원격진료→전자처방→온라인약국→진료예약)를 구축했으나 아직까지 매출은 온라인 약국 부문(약 97%)

투자 포인트

알리바바의 유일한 헬스케어 플랫폼

- 알리바바의 유일한 헬스케어 플랫폼인 만큼 알리건강으로 지원이 집중. AliPay, T-mall과 연동되어 있는 것은 대규모 자금력을 통해 의료 기관 인수/협력관계 체결 중

온라인 약국 산업에서의 독보적 성장

- 향후 경쟁력은 1) 협력 약국 수, 2) 처방약 배송 여부가 결정. 협력 약국 수 9.5만개로 가장 많고, 19년 인터넷 병원 설립을 통해 처방약 배송 가능해져 경쟁력 추가 확대 기대

의료보험의 모바일페이 시스템 장악이 가능한 기술력

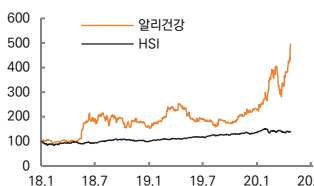
- 모바일 의료보험 결제 시스템이 필요한 상황. 동사는 AliPay를 통해 모바일 결제 플랫폼을 갖추고 있어 빠른 시스템 구축 기대. 실제로 약 9개 지방에서 서비스를 시작

실적 및 전망

FY21 흑전 기대, 목표주가 27.4HKD

- 원격진료 부문으로 사업을 확장하면서 적자 지속 중이나, 원격진료 사업이 100% 이상의 매출증가를 기록하며 FY21 흑자 전환 예상
- 원격진료 매출 비중은 0.4%에 불과, 원격진료 Peers(의료기기+플랫폼) 대비 디스카운트가 필요. 목표주가 FY1 P/S 12.7배 적용한 27.4HKD를 목표주로 제시

Key data



현재주가 (20/07/07, HKD)	23.7	시가총액 (HKD bn)	306.9
거래소	Hongkong	시가총액 (조원)	47.4
EPS 성장률 (20F, %)	TTB	유통주식수 (백만주)	4,044.3
P/E (20F, x)	-	52주 최저가 (HKD)	6.10
MKT P/E (20F, x)	12.0	52주 최고가 (HKD)	24.50
배당수익률 (%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	25.0	140.1	228.7
상대주가	19.2	159.6	258.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (3월)	03/17	03/18	03/19	03/20	03/21F	03/22F
매출액 (백만CNY)	475.1	2,442.6	5,095.9	9,596.5	15,964.2	25,502.2
영업이익 (백만CNY)	(201.6)	(132.7)	(86.3)	(48.0)	268.9	503.1
영업이익률 (%)	(42.4)	(5.4)	(1.7)	(0.5)	1.7	2.0
순이익 (백만CNY)	(207.6)	(107.0)	(81.9)	(6.6)	147.8	290.1
EPS (CNY)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
ROE (%)	-	(4.2)	(3.0)	(0.2)	3.6	6.6
P/E (배)	-	(610.0)	(1,175.7)	(40,708.4)	1,813.8	924.3
P/B (배)	-	25.9	35.2	68.5	65.8	61.4

자료:알리건강 Ali Health, 미래에셋대우 리서치센터

I. 기업 개요

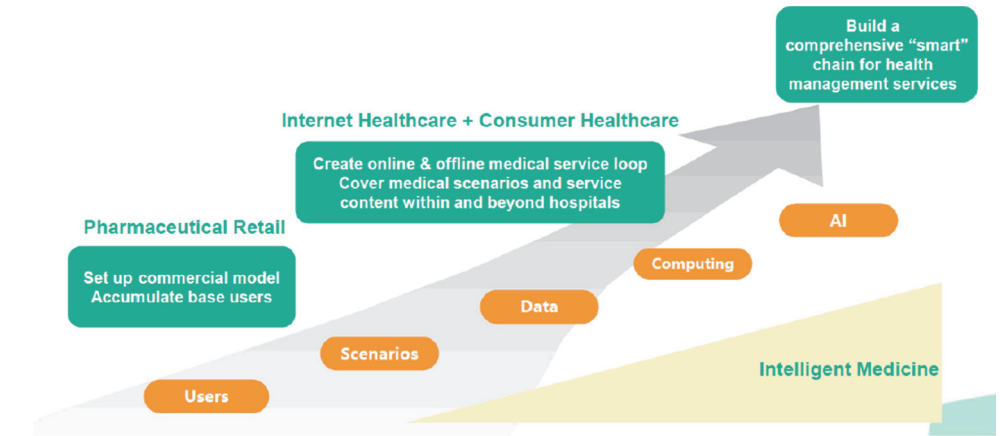
알리바바 산하의 유일한 헬스케어 기업

알리바바 그룹 산하의 유일한 헬스케어 기업으로 온라인 약국 플랫폼을 운영한다. 알리바바의 전자상거래 경험을 통해 중국 최대 온라인 약국 기업으로 성장했다. 알리건강 자체 APP 뿐 아니라 알리바바가 운영하는 T-mall을 통해 의약품, 건강보조식품, 미용기기 등을 판매하는 O2O(Online to Offline) 서비스를 제공한다.

최근에는 원격진료 산업의 수직계열화에 힘쓰고 있다. 19년 인터넷 병원 설립 + 적극적인 오프라인 병원 제휴를 통해서 온라인 진료 서비스까지 사업 영역을 넓혔다. 온라인 약국 부문이 여전히 매출의 대부분을 차지하고 있기는 하나 "진료 → 처방 → 약국 → 진료 예약" 서비스 틀은 모두 구축된 상황이다. 향후 침투율 확대를 위한 본격적인 사업 전개가 기대된다.

가장 큰 강점은 의약품 관련 데이터 베이스를 보유했다는 점이다. 알리바바는 2014년 중신21세기(中信21世纪, 알리건강으로 개명) 인수를 통해 헬스케어 시장에 진출했는데, 중신21세기는 의약품 코드 DB 와 의약품 식별/유통 추적 시스템을 보유했다. 이를 통해 중국의 90%의 제약사, 100%의 백신 개발사와 계약을 체결, 의약품 유통 및 피드백을 트래킹하고 있다. 향후 의료 시장 전체를 아우르는 빅데이터를 쌓아 HIS(hospital information system)를 구축하는 것이 최종 목표다.

그림 1. 알리건강의 디지털 헬스케어 기업으로서의 히스토리



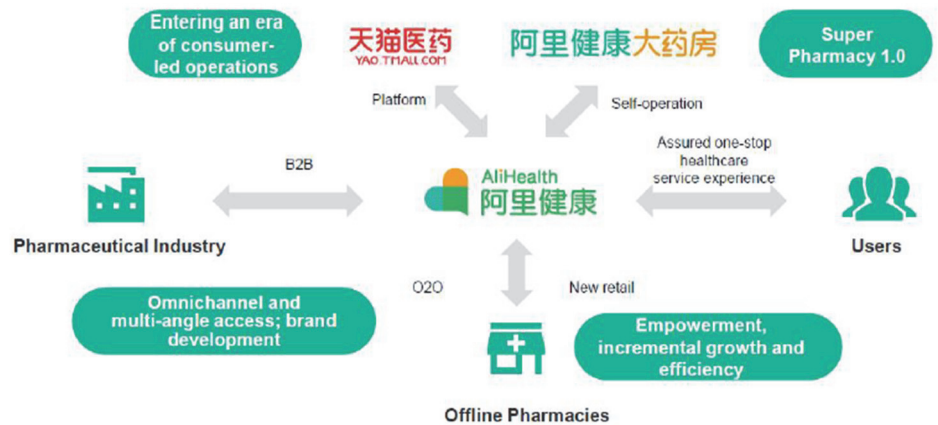
자료: 알리건강, 미래에셋대우 리서치센터

II. 사업 부문

지난해 원격진료 산업 수직계열화(온라인 진료 → 전자 처방 → 온라인 약국 → 오프라인 진료 예약)를 구축했으나 아직까지 매출은 온라인 약국 부문에 집중되고 있다. 온라인 약국은 알리건강 자체 플랫폼에서 B2C 서비스를, 알리바바 전자상거래 플랫폼 T-mall을 통해 B2B 서비스를 제공 중이며 2개 부문 합산 매출 비중은 FY20 기준 97.0%에 달한다.

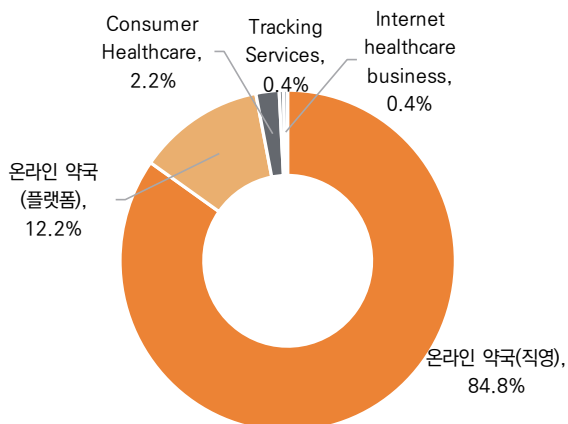
구체적으로 사업 부문은 1) Self-Operated Healthcare Product Sales(알리건강 자체 플랫폼, 매출 비중 84.8%, FY20 기준), 2) E-commerce Platform Services(T-mall 의약품 운영, 12.2%), 3) Consumer Healthcare business(건강검진 등, 2.2%), 4) Tracking Services(의약품 유통 추적 서비스, 0.4%), 5) Internet healthcare business(원격진료, 0.4%)의 5가지다.

그림 2. 알리건강의 디지털 헬스케어 기업으로서의 히스토리



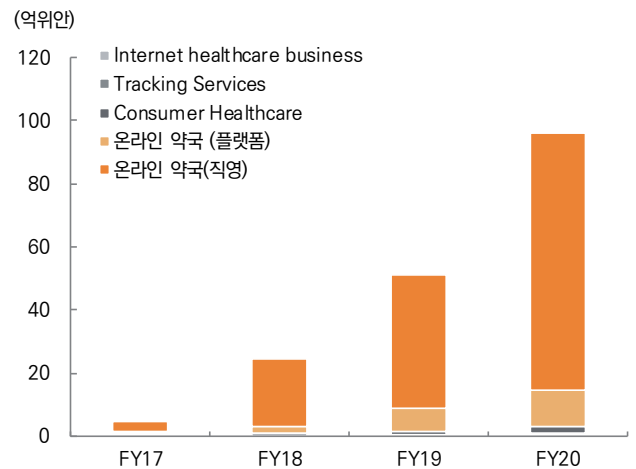
자료: 알리건강, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 알리건강의 매출 비중(FY2020 기준)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 알리건강의 사업 부문별 매출 규모 추이

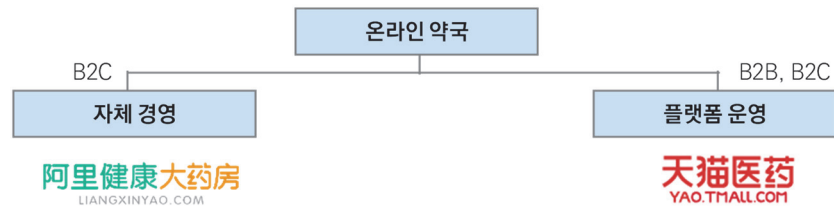


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

온라인 약국

온라인 약국은 B2C와 B2B로 나누어 볼 수 있다. B2C 서비스는 ‘알리건강’ 브랜드를 달고 운영하는 알리건강 대약방(阿里健康大药房, Ali Health Pharmacy)과 ‘알리건강 해외 플래그십 스토어(阿里健康海外旗舰店, AliHealth overseas flagship store)를 통해 제공된다. B2B 서비스는 T-mall 의약관(天猫医药馆)을 통한 O2O 판매다.

그림 5. 알리건강의 디지털 헬스케어 기업으로서의 히스토리



자료: 알리건강, 미래에셋대우 리서치센터

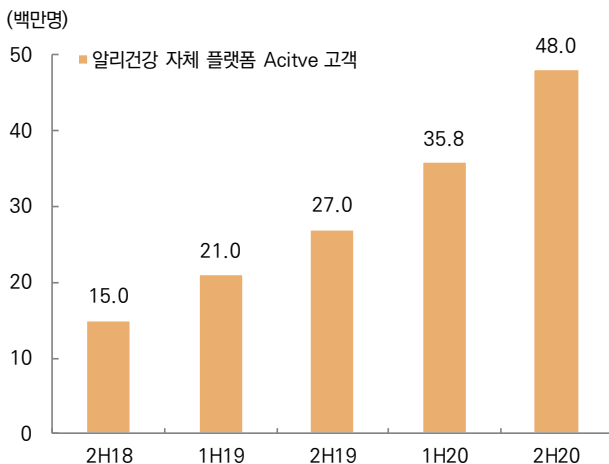
① Self-Operated Healthcare Product Sales: 알리건강 자체 브랜드 플랫폼

‘알리건강’ 브랜드를 달고 운영하는 알리건강 대약방(阿里健康大药房, Ali Health Pharmacy)과 ‘알리건강 해외 플래그십 스토어(阿里健康海外旗舰店, AliHealth overseas flagship store)를 통해 제공되는 B2C 판매 서비스다.

OTC(일반의약품, Over the Counter Drug), 건강보조식품, 콘택트렌즈, 미용기기 등 건강/미용과 관련된 모든 상품을 판매한다. 19년 인터넷 병원 설립과 함께 처방약까지도 판매가 가능해졌다. SKU(품목 수, Stock Keeping Unit)가 FY19 기준 6만개를 넘어서면서 고객 유입이 빠르게 진행되고 있다. 실제로 FY20 기준 알리건강 온라인 약국 Active 이용자 수는 4,800만명을 넘어서면서 전년대비 77.8% 증가했다. 덕분에 Self-Operated Healthcare Product Sales 부문의 매출은 FY20 기준 81.3억위안을 기록하면서 90%가 넘는 성장 속도를 지속하고 있다.

동사는 사노피, 머크 등 글로벌 대형 제약사는 물론 글로벌 헬스케어 제품 업체 등과 협력을 통해 SKU를 적극적으로 확장 중이다. 최근에는 보관 창고를 증설하고 알리바바의 물류 담당 기업인 차이나오(菜鸟, Cainiao)와 협력해 4선 급 도시까지 배송 서비스를 확장했다. 여기에 협력 약사를 통해 온라인 자문 서비스까지 제공하면서 더욱 빠른 고객 유입을 통한 매출 추가 창출이 가능할 것으로 예상된다.

그림 6. 알리건강의 자체 브랜드 약국의 Active 이용자 수 추이



주: 1회 이상 구매자 기준 / 자료: 알리건강, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 자체 플랫폼인 알리건강 대약방



자료: 알리건강, 미래에셋대우 리서치센터

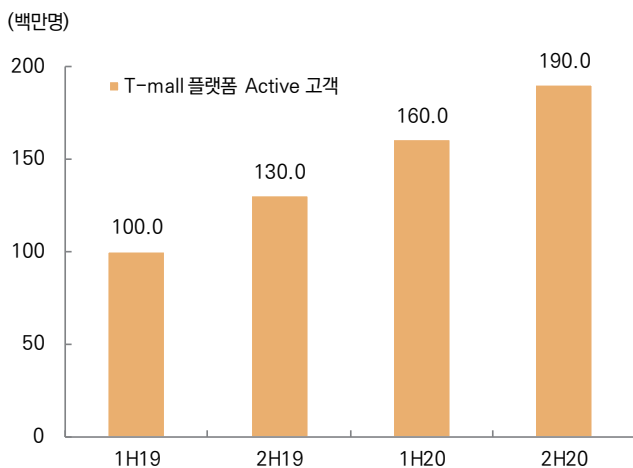
② E-commerce Platform Services: T-mall 의약품 운영

알리바바의 T-mall 약국 플랫폼인 의약관(医药馆)을 운영, 관리한다. T-mall 의약관을 이용하는 판매상에게 1) 등록/유지 관리, 2) 제품 품질 관리, 3) 마케팅 등 서비스를 제공하는 B2B 업무와 B2C 업무를 모두 제공한다. 판매상으로부터 매출액의 고정 비율로 수수료를 받는 것이 수익 모델이며, 판매되는 제품은 알리건강 자체 플랫폼과 같이 OTC, 처방약, 의료가기, 건강보조식품, 성인용품 모두를 포함한다.

FY20 기준 T-mall 의약관의 GMV는 835억위안을 넘어섰고, 연간 Active 고객도 1.9억명으로 6개월마다 3,000만명씩 가파르게 증가 중이다. 이에 따라 E-commerce Platform Services 부문 매출액도 FY20 69.6%대의 가파른 증가세를 시현했는데, 앞으로도 고성장세는 지속될 가능성이 높다고 판단한다(3Y CAGR 60%대 매출 증가 전망).

동사는 T-mall과 함께 만성질환 관리를 위한 회원제 서비스(만병복지계획, 慢病福利计划)를 출시했다. AI 의사를 통해 만성질환에 필요한 약품을 주기적으로 배송받을 수 있는 서비스다. 향후 디지털 헬스케어 시장에는 만성질환 환자들이 대거 유입될 가능성이 높다고 판단하는데, 코로나 사태를 통해 만성질환 환자들에게 원격진료 + 처방약 배송 시스템의 안정성과 편의성이 증명되었기 때문이다. 만성질환 회원제 서비스가 향후 성장을 견인할 주요 포인트로 작용하겠다.

그림 8. 알리건강의 T-mall 의약관 연간 Active 이용자 수 추이



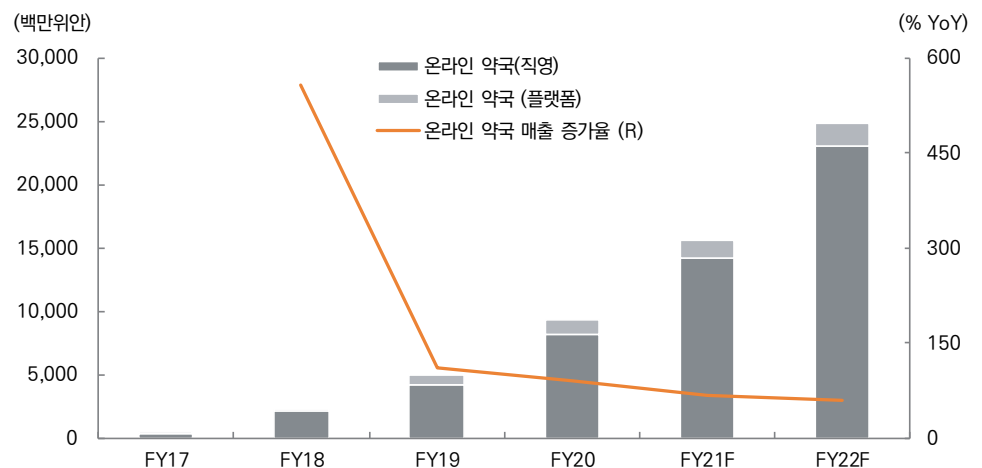
주: 1회 이상 구매자 기준 / 자료: 알리건강, 미래에셋대우

그림 9. 만병복지계획 서비스 출시



자료: 알리건강, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 알리건강의 온라인 약국 부문 매출 규모 및 증가율 추이, 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Internet healthcare business: 원격진료 서비스

알리건강 자체 APP을 통해 온라인 진료 시스템과 관련된 서비스를 제공한다. 건강상담, 원격진료, 처방약 배송, 오프라인 병원 예약, 병원비 결제 등이 모두 포함된다. 사실 건강상담이 아니라 진정한 온라인 진료(=원격진료 + 처방약 배송)가 시작된 지는 얼마되지 않았다. 온라인 진료를 위해서는 자체 인터넷 병원 설립 이후 서비스가 가능한데 알리건강은 경쟁사(핑안헬스케어, 위닥터) 대비 늦은 19년에서야 인터넷 병원을 설립하면서 원격진료 시장에 가장 늦게 발을 내디뎠다. 코로나 사태가 발생하면서 올해 호북성 지역에서 처음으로 원격진료 서비스가 본격적으로 시작됐고 연내 전국적으로 서비스 범위를 넓혀 나갈 계획이다.

FY20 기준 Internet healthcare business 매출액은 0.4억위안으로 전체 매출 비중의 0.4%에 불과하나 200%가 넘는 고성장세를 시현하고 있다. 향후에도 동사의 원격진료 부문의 가파른 성장세는 지속될 가능성이 높다. 1) 코로나 사태를 겪으면서 원격진료 시장의 개화가 본격적으로 시작되었고, 2) 동사의 목표인 원격진료부터 처방, 약국까지 모두 완비된 디지털 헬스케어업으로 성장하고자 원격진료 서비스로 적극적인 지원을 제공할 가능성이 높다.

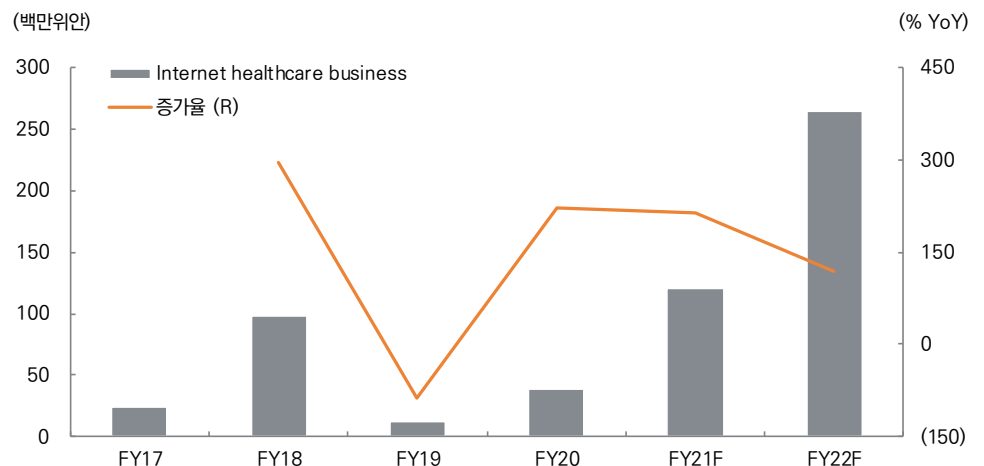
실제로 코로나 사태를 통해 원격진료 서비스 이용자 수가 늘어나면서 동사의 등록고객 수는 2.1억명, 연간 Active 고객수는 43만명으로 급증했다. 향후 알리바바의 대규모 고객 트래픽 + 모바일 결제 시스템의 강점을 통해 동사의 원격진료 시장 침투율 확대가 기대된다.

그림 11. 알리건강의 코로나 바이러스 관련 문진 서비스



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 알리건강의 Internet healthcare business 매출 규모 및 증가율 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

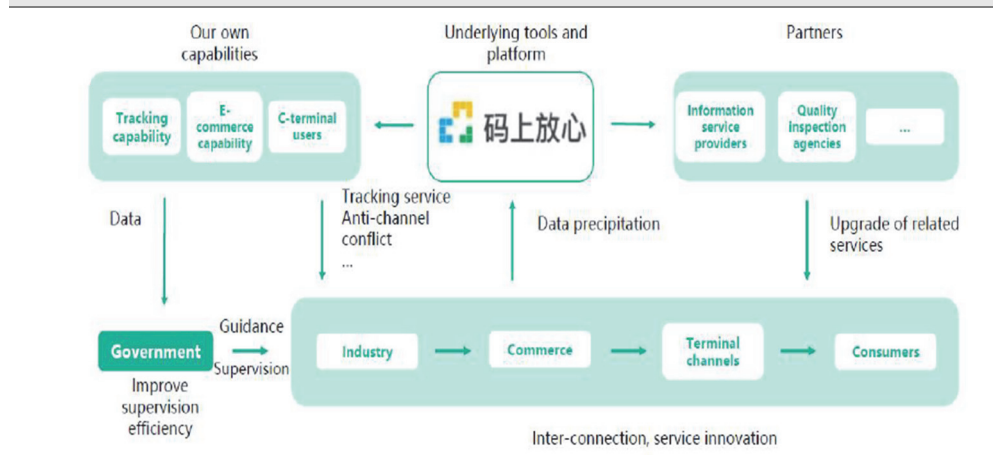
Consumer Healthcare business: 건강 관리와 관련된 모든 서비스

건강검진, 예방 접종, 미용 관리 등 건강/미용과 관련된 모든 서비스를 제공한다. 알리건강 APP은 물론 Taobao, Alipay를 통해 관련 업체를 예약할 수 있고, 협력 의료 기관에게는 마케팅 서비스를 제공한다. 올해 코로나로 인해 GMV 성장세는 다소 둔화된 것으로 추정되나, 중장기적으로 건강 관리 의식이 높아진 점이 향후 긍정적으로 작용할 전망이다. 특히 동사가 시작한 백신 접종 예약 서비스의 성장이 기대된다. 낮은 백신 접종률을 높이기 위해 정부와 협력해 백신 예약서비스를 대대적으로 홍보하고 있다(광저우, 푸저우 2개 도시). 향후 자궁경부암 예방주사, 유아 접종 등을 중심으로 서비스가 확대될 것으로 예상된다.

Tracking Services: 의약품 유통 추적 서비스

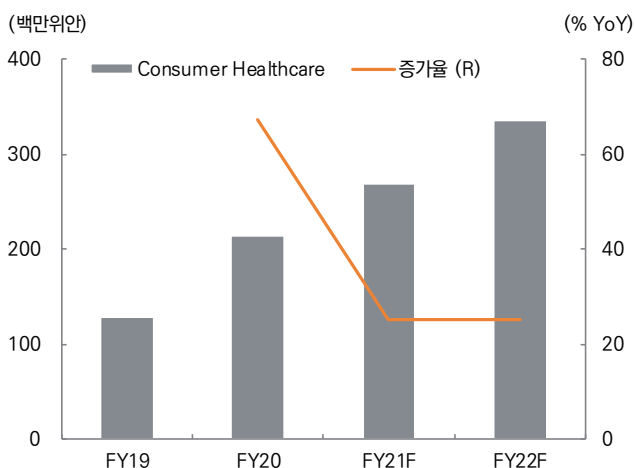
알리건강의 'Ma Shang Fang Xin (马上放心)' 플랫폼을 통한 의약품 유통 추적 서비스다. 제약사에 게 판매된 의약품 유통 추적, 리콜, 유통채널 관리, 고객 피드백 수령 등의 서비스를 제공한다. 중국 전체 제약사의 90%, 백신 개발 기업의 100%가 동사의 고객이다. 전자처방이 시작되면서 의약품 유통 추적에 대한 중요성이 커지고 있다. 처방전이 필요한 가짜 전문의약품 유통 및 약품 오남용 방지를 위해 중국은 의약품 유통 체계 개혁을 단행하고 있으며, 동사의 의약품 유통 추적 서비스 실효성은 더욱 커질 것으로 예상된다.

그림 13. 알리건강의 지분구조



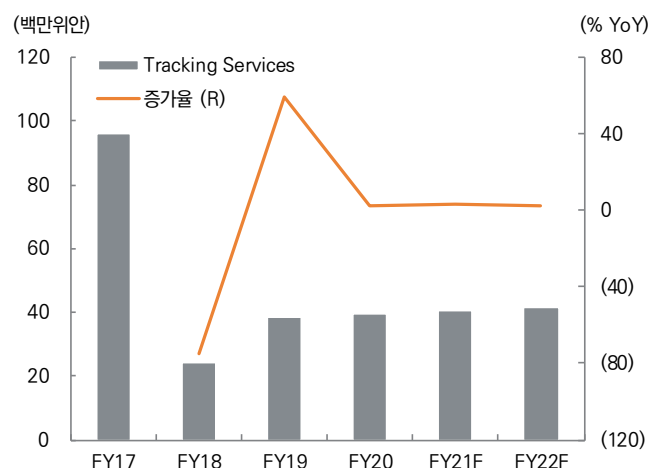
자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 알리건강의 Consumer Healthcare business 매출 및 증가율



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 알리건강의 Tracking Services 매출 및 증가율 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

III. 투자포인트

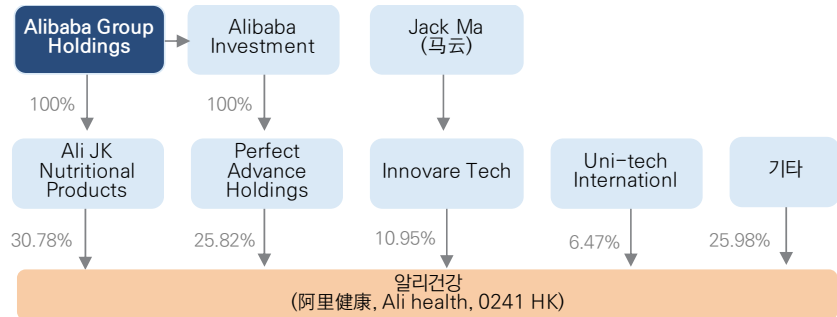
1. 알리바바의 유일한 헬스케어 플랫폼

알리건강은 알리바바 그룹 산하의 유일한 헬스케어 플랫폼으로 알리바바는 동사 지분을 직간접적으로 67.55% 보유했다. 알리건강의 1대 주주 Ali JK Nutritional Products Holding는 알리바바 그룹의 100% 자회사이며, 2대 주주 Perfect Advance는 알리바바 투자 자회사 Alibaba Investment가 지분을 보유하고 있다. 3대 주주 Innovare Tech는 마윈이 설립한 투자사다.

유일한 헬스케어 플랫폼인 만큼 알리건강으로 지원이 집중되고 있다. 알리바바는 모바일 결제 시스템 AliPay, 전자상거래 플랫폼 T-mall 및 Taobao를 통해 알리건강 서비스를 곧장 이용할 수 있도록 연결되어 있는 것은 물론, 알리바바의 대규모 자금력을 통해 약국 및 물류 회사를 인수하며 제품/서비스의 양과 질에서 경쟁사를 압도하고 있다.

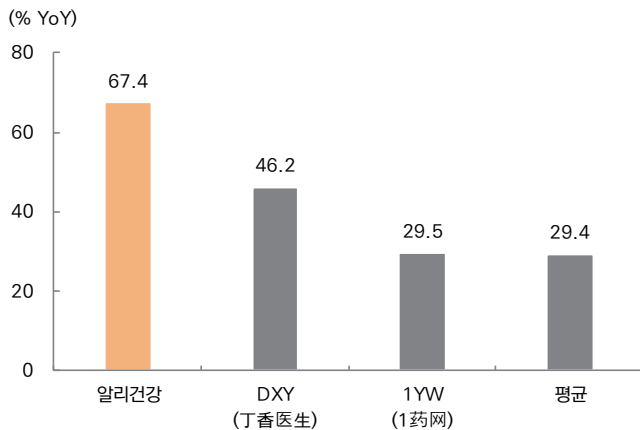
높은 접근성과 서비스 질을 통해 고객 역시 빠르게 유입 중이다. 특히 이번 코로나 사태 당시(춘절 연휴 기간) 온라인 약국으로 유입되는 신규 고객이 많아진 가운데, 동사로 유입되는 신규 고객은 전년대비 67.4% 증가하며 경쟁사 평균 29.4%를 크게 상회했다. 일평균 Active 고객도 전년대비 62.9% 증가하며 경쟁사 평균 23.8%의 두 배 이상 가파르게 증가하고 있다. 온라인 약국이 메인인 경쟁사(징동건강, 1YW 등) 대부분이 처방약 판매/배송이 불가하다는 점을 고려하면 동사로의 트래픽 유입은 더욱 가속화될 가능성이 높다.

그림 16. 알리건강의 지분구조



자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터

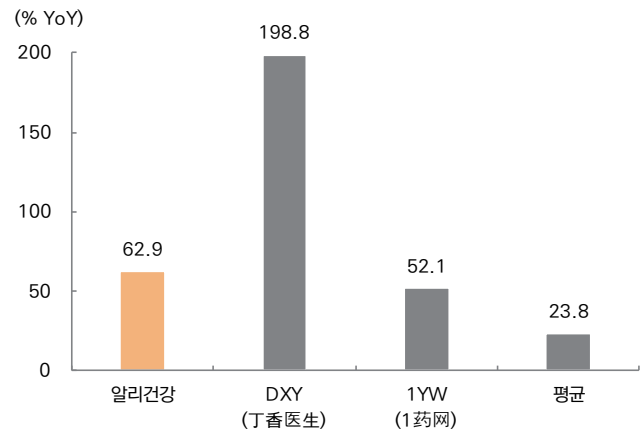
그림 17. 20년 춘절기간, 온라인 약국의 신규 고객 수 증가율 비교



주: 19년 춘절기간 대비 신규 고객 수 증가율

자료: Analysys 이관(易观), 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 20년 춘절기간, 온라인 약국의 일평균 Active 고객 증가율 비교



주: 19년 춘절기간 대비 신규 고객 수 증가율 / 1회 이상 구매 고객 수 기준

자료: Analysys 이관(易观), 미래에셋대우 리서치센터

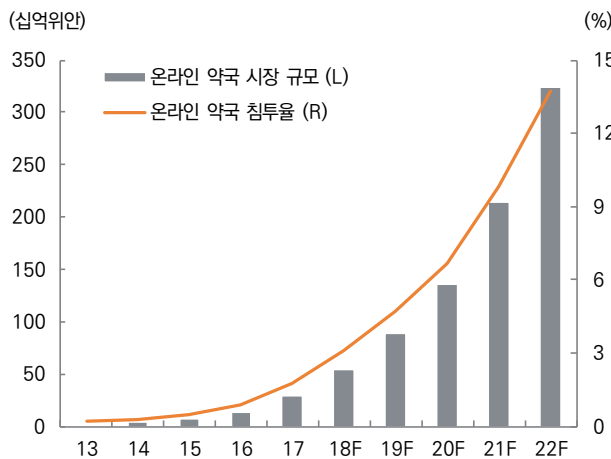
2. 온라인 약국 산업에서의 독보적 성장

알리바바 그룹이라는 뒷 배경 덕분에 알리건강은 먼저 시작한 온라인 약국 기업보다도 훨씬 빠르게 성장해 중국 Top3 온라인 약국 기업(온라인 약국 매출 규모 기준)으로 올라섰다. Alipay 등 결제 및 이용의 편의성으로 인해 시장조사기관들의 온라인 약국 추천 순위도 1위를 기록하고 있는 상황이다.

향후 온라인 약국 시장은 1) 협력 약국 수, 2) 처방약 배송 여부로 경쟁력이 갈릴 것으로 예상된다. 많은 협력 약국 수를 보유하는 만큼 빠른 배송 + 전국적 배송이 가능해지는데, 동사의 협력 약국 수는 올해 2월 기준 9.5만개까지 늘어나며 경쟁사 대비 가장 많은 약국 수를 보유하고 있다.

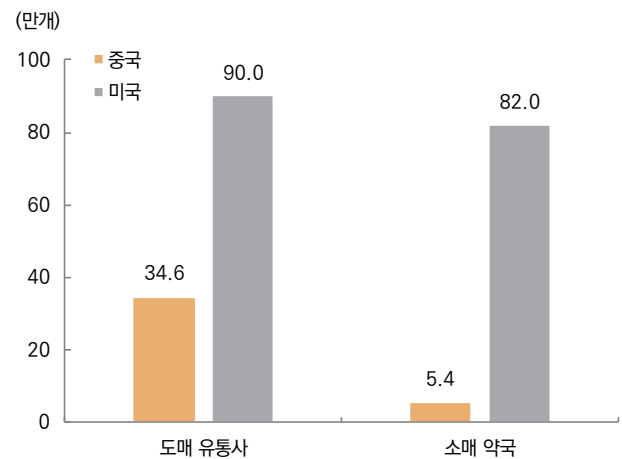
처방약 배송도 향후 경쟁력을 가르는데 중요한 포인트다. 디지털 헬스케어 APP 다운로드 횟수를 살펴보면 원격진료 시스템이 완비된(진료+처방+약국+예약) APP의 다운로드 횟수가 독보적으로 높아지고 있다. 의약품 유통사들의 시장집중도가 낮은 만큼, 서비스가 완비된 기업으로 시장점유율이 집중될 가능성이 높다. 현재 중국의 디지털 헬스케어 기업 중 처방약 배송이 가능한 기업은 동사를 포함해 3개(알리건강, 평안헬스케어, 위닥터) 밖에 없다. 온라인 약국 시장의 성장 + 점유율 상위 기업들로 시장이 재편되는 과정에서 동사의 경쟁력이 빛을 발할 것으로 예상된다.

그림 19. 중국 온라인 약국 시장 규모 및 전망



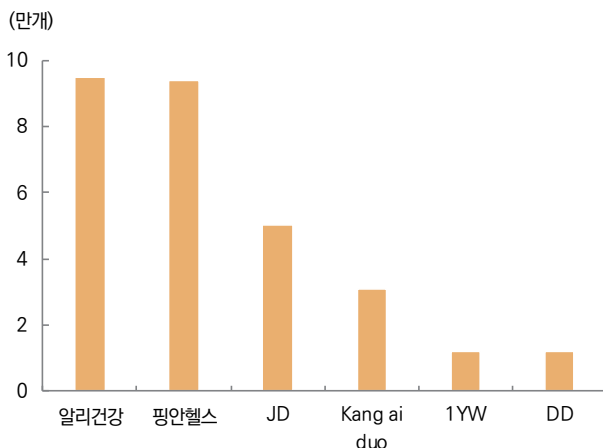
자료: Frost & Sullivan, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 미국과 중국의 Top 3 의약품 유통사 점유율 비교



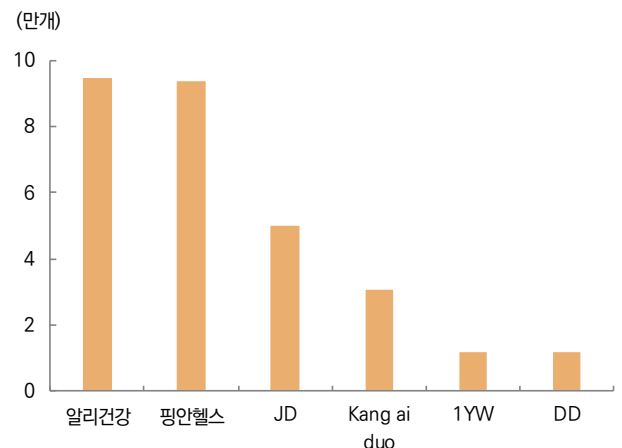
자료: Frost & Sullivan, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 중국 온라인 약국 기업들의 협력 약국 수 비교



자료: 각 사 자료, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 디지털 헬스케어 APP 다운로드 횟수 비교



자료: MobTech, CMBIS, 미래에셋대우 리서치센터

3. 의료보험의 모바일페이 시스템 장악이 가능한 기술력

장기적 관점에서 디지털 헬스케어 시장에서의 경쟁력은 의료보험 결제 시스템 장악 여부에 달렸다고 판단한다. 중국의 의료보험은 한국과 유사하게 회사와 개인이 나누어 정부가 운영하는 의료보험공단에 납부하도록 되어있으나 의료보험료 처리 방법은 다소 다르다. 우리나라의 경우 진료 시 개인정보만 병원에 알려주면 의료보험료 처리가 자동으로 진행되나 중국은 의료보험기금에서 사회보장카드(社保卡)에 의료보험비를 미리 입금 해주고 이를 체크카드처럼 사용하는 구조다.

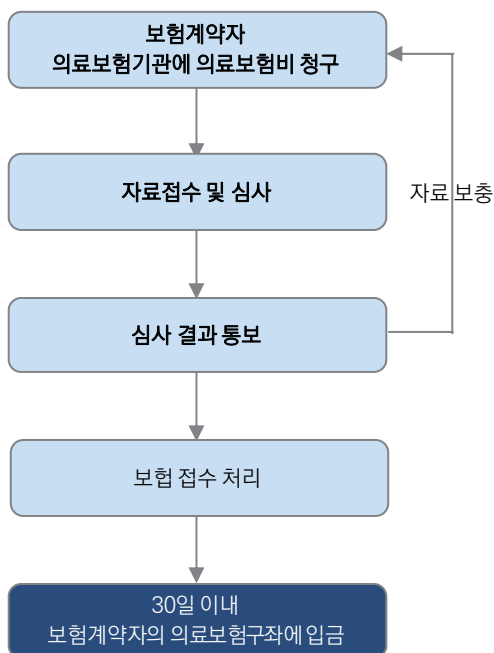
즉 의료보험을 이용하기 위해서는 과거 한국에서 사용하던 의료보험책자와 같이 사회보장카드를 꼭 소지하고 있어야 하고, 중병 치료 시에는 개인이 비용을 선불하고 이후에 사후 처리를 통해 사회보장카드로 수령해야 한다는 불편함이 있다.

중국처럼 인터넷 결제 등 페이스시스템이 발전한 나라치고 의료보험 납부 서비스는 굉장히 낙후된 셈이다. 정부도 이를 인지하고 통일된 의료보험료 처리 시스템을 구축하는 것이 목표다. 최종적으로 중국의 의료보험료 처리 시스템은 중국에서 사용되고 있는 모바일 결제 시스템과 유사하게 사회보장카드를 모바일에 등록해서 사용할 수 있는 시스템으로 변화할 것으로 예상된다.

직관적으로도 원격 진료를 이용한 이후 사회보장카드 내 의료보험비를 수령하기 위해 은행에 찾아가는 방법보다 모바일 의료보험료페이 시스템을 보유한 원격진료 플랫폼을 이용할 유인이 훨씬 높다. 서비스의 질/양이 같다면 모바일 의료보험 시스템을 갖춘 원격진료 기업으로 점유율이 몰릴 것으로 예상된다.

여기에 가장 가까이 닿아있는 기업이 알리건강이다. Alipay를 통해 이미 모바일 결제 시스템을 갖추고 있는 상황이기 때문에 정부 입장에서, 국민 입장에서 가장 쉽고 빠르게 의료보험의 온라인화를 할 수 있는 기업이다. 실제로 동사는 약 9개 지방에서 모바일 사회보장카드 서비스를 개시하기도 했다. 아직까지 지정된 몇 개의 지방과 몇 개의 병원에서만 사용할 수 있으나 향후 성장 가능성이 잠재되어 있다는 점은 부인할 수 없겠다.

그림 23. 중국의 의료보험비 청구 Flow



자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. Alipay를 통한 사회보장카드 이용 가이드



자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 실적 및 밸류에이션

목표주가 27.4 HKD 제시

연간 기준으로 FY2021에 흑자 전환이 예상된다. FY2H19에 이미 분기 기준 흑자 전환을 실현한 바 있으나 FY2020에 원격진료 부문으로 사업을 확장하면서 비용 투입이 높아졌다. 원격진료 사업 본격화를 위해 협력 의료기관 인프라 구축 비용, 의료인 계약 비용 등이 가파르게 늘어나겠으나, 온라인 약국 부문에서 50% 이상의 성장 속도가 유지되는 가운데 원격진료 사업이 100% 이상의 매출 증가율을 기록하며 FY2021 흑자 전환에 성공할 전망이다.

연초 이후 주가는 150% 이상 상승해 FY22F P/S 10.5배에 거래되고 있다. 원격진료 서비스를 제공하는 플랫폼 기업이지만, 사실상 의약품 전자상거래 비중이 크고, 원격진료 사업에 이제 막 진출을 시작했다는 점에서 원격진료 기업 대비 디스카운트가 필요하다. 원격진료 기업(의료기기 + 주요 플랫폼 기업 평균) FY1 P/S에 15% 디스카운트 한 12.7배를 적용해 목표 주가 27.4HKD로 제시한다.

표 1. 알리건강 실적 추이 및 전망

(백만CNY)	1H18	2H18	1H19	2H19	1H20	2H20	1H21F	2H21F	1H22F	2H22F	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
Revenue	889.7	1,552.9	1,878.7	3,217.2	4,116.8	5,479.6	5,878.2	10,086.1	9,690.8	15,811.4	2,442.6	5,095.9	9,596.5	15,964.2	25,502.2
(% YoY)	1,516.9	269.7	111.2	107.2	119.1	70.3	42.8	84.1	64.9	56.8	414.2	108.6	88.3	66.4	59.7
Self-Operated	786.2	1,362.9	1,601.1	2,625.9	3,435.2	4,698.8	5,200.6	8,923.5	8,753.6	14,282.1	2,149.1	4,227.0	8,133.9	14,124.1	23,035.7
(% YoY)	49,345.2	336.7	103.7	92.7	114.6	78.9	51.4	89.9	68.3	60.1	585.1	96.7	92.4	73.6	63.1
E-commerce Platform	66.7	104.0	225.4	463.3	539.3	630.2	519.4	891.2	693.8	1,132.0	171.1	690.0	1,170.3	1,410.7	1,825.8
(% YoY)	2,065.5	178.3	237.8	345.3	139.2	36.0	(3.7)	41.4	33.6	27.0	324.1	303.3	69.6	20.5	29.4
Consumer Healthcare			29.6	98.7	110.7	103.6	98.6	169.2	127.2	207.6	0.0	128.3	214.3	267.9	334.8
(% YoY)					274.4	5.0	(10.9)	63.3	29.0	22.7	0.0	0.0	67.1	25.0	25.0
Tracking Service	9.4	14.9	18.9	19.8	19.0	20.5	15.0	25.7	15.9	25.9	24.4	38.7	39.5	40.7	41.7
(% YoY)	(80.7)	(68.5)	100.5	32.7	0.2	3.7	(20.9)	25.2	5.8	0.6	(74.7)	59.0	2.0	3.1	2.5
Internet healthcare	27.5	70.6	4.0	8.0	12.1	26.3	44.5	76.4	100.4	163.8	98.1	12.0	38.4	120.9	264.1
(% YoY)	1,893.1	202.0	(85.5)	(88.7)	202.7	230.4	268.8	190.0	125.4	114.3	296.3	(87.8)	221.2	214.7	118.4
Cost of goods & service	634.2	1,155.6	1,349.6	2,415.0	3,085.2	4,279.9	4,457.0	7,647.5	7,257.8	11,841.7	1,789.8	3,764.6	7,365.1	12,104.4	19,099.5
Gross Profit	255.5	397.3	529.1	802.1	1,031.7	1,199.7	1,421.2	2,438.6	2,433.0	3,969.7	652.8	1,331.3	2,231.4	3,859.8	6,402.8
GPM (%)	28.7	25.6	28.2	24.9	25.1	21.9	24.2	24.2	25.1	25.1	26.7	26.1	23.3	24.2	25.1
Operating Expenses	351.5	434.5	593.3	827.5	1,040.1	1,274.0	1,328.1	2,278.8	2,251.5	3,673.6	786.0	1,420.8	2,312.1	3,606.9	5,925.1
Selling & Marketing	233.3	306.5	402.9	624.1	800.3	1,020.7	1,139.7	1,955.6	1,953.2	3,186.8	539.9	1,027.0	1,821.0	3,095.4	5,139.9
General & Admin	57.3	63.9	86.0	95.0	105.1	114.9	41.1	70.5	70.4	114.8	121.3	181.0	220.0	111.5	185.2
Others	60.9	64.1	104.5	108.4	134.8	138.4	147.3	252.7	228.0	372.0	124.9	212.9	271.2	400.0	600.0
Operating Income	(95.8)	(37.0)	(64.0)	(22.3)	(1.8)	(46.1)	99.0	169.9	191.2	312.0	(132.7)	(86.3)	(48.0)	268.9	503.1
(% YoY)	(0.9)	65.4	33.2	39.7	97.2	(106.7)	5,552.1	468.2	93.1	83.6	34.2	35.0	44.4	660.8	87.1
OPM (%)	(10.8)	(2.4)	(3.4)	(0.7)	(0.0)	(0.8)	1.7	1.7	2.0	2.0	(5.4)	(1.7)	(0.5)	1.7	2.0
Pretax Income, GAAP	(91.6)	(3.6)	(78.8)	18.0	5.6	3.5	90.7	155.7	183.7	299.7	(95.1)	(60.8)	9.1	246.4	483.4
Income Tax	0.6	13.3	11.2	19.8	13.3	11.5	36.3	62.3	73.5	119.9	13.9	30.9	24.8	98.5	193.4
Net Income, GAAP	(90.9)	(16.1)	(84.1)	2.2	(1.1)	(5.5)	54.4	93.4	110.2	179.8	(107.0)	(81.9)	(6.6)	147.8	290.1
(% YoY)	13.6	82.3	(423.6)	102.6	(151.1)	(397.6)	(5,039)	(1,803)	102.5	92.6	48.5	23.4	92.0	2,344.4	96.2
NPM (%)	(10.2)	(1.0)	(4.5)	0.1	(0.0)	(0.1)	0.9	0.9	1.1	1.1	(4.4)	(1.6)	(0.1)	0.9	1.1

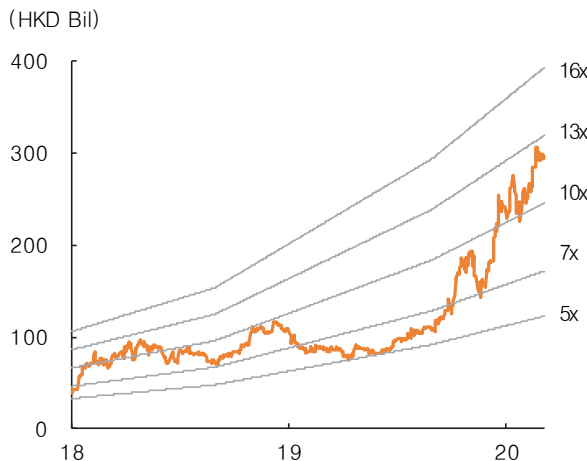
자료: 알리건강, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 알리건강의 목표주가 산출

		FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F	비고
Revenue	(백만CNY)	56.6	475.1	2,442.6	5,095.9	9,596.5	15,964.2	25,502.2	공시 기준 통화
	% YoY		739.4	414.2	108.6	88.3	66.4	59.7	
	(백만HKD)	67.4	527.9	2,942.9	5,790.8	10,782.6	17,543.1	28,024.4	20~21년은 20.07.07 환율 적용
	% YoY		683.5	457.5	96.8	86.2	62.7	59.7	
Target P/S	(배)							12.7	Base P/S에 15% 할인
Target P/S (base)	(배)							14.9	의료기기+플랫폼 기업 평균 P/S
Target Market Cap	(백만HKD)							354,929.2	
주식수	(백만주)							12,950.4	
목표주가	(HKD)							27.4	
현재주가	(HKD)							22.75	
상승여력	(%)							20.5	

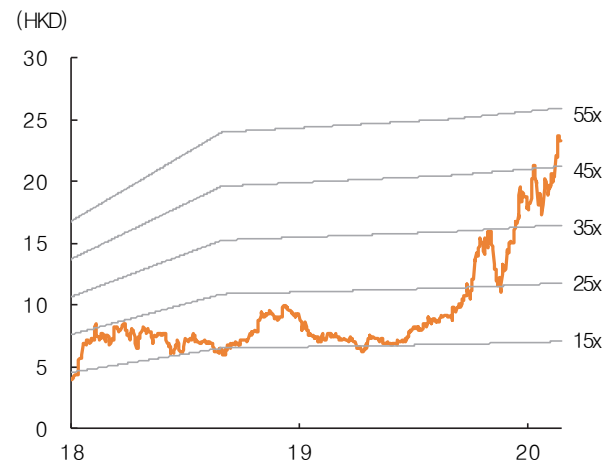
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 알리건강의 12개월 선행 P/S 밴드



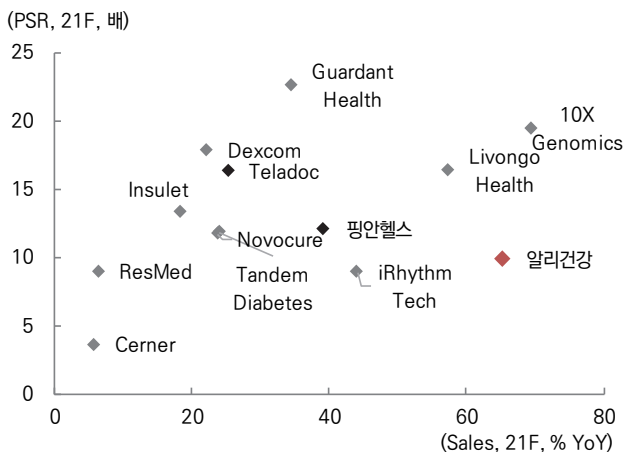
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 알리건강의 12개월 선행 P/B 밴드



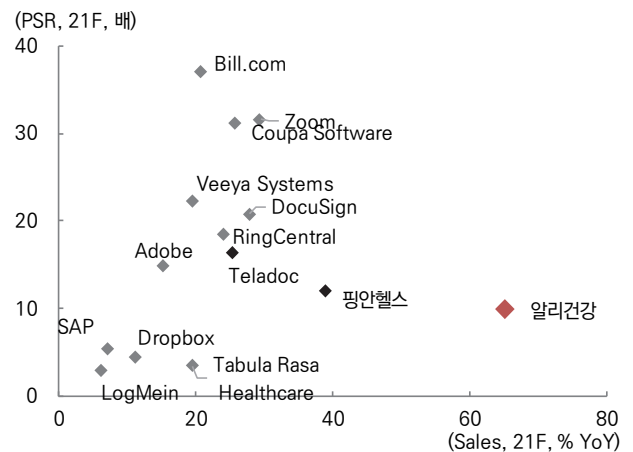
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 의료기기 기업으로 본 알리건강 P/S 수준



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 플랫폼 기업으로 본 알리건강 P/S 수준



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

알리건강 Ali Health (241 HK)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만 CNY)	FY19	FY20	FY21F	FY22F
Revenue	5,095.9	9,596.5	15,964.2	25,502.2
Cost of goods sold & Service	3,764.6	7,365.1	12,104.4	19,099.5
Gross Profit	1,331.3	2,231.4	3,859.8	6,402.8
Operating Expenses	1,420.8	2,312.1	3,606.9	5,925.1
EBIT	(56.2)	(6.4)	268.9	503.1
Non-Operating Profit	(4.6)	15.5	(22.5)	(19.7)
Net Financial Income	(4.6)	15.5	(22.5)	(19.7)
Net Other Income	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax Profit	(60.8)	9.1	246.4	483.4
Income Tax	30.9	24.8	98.5	193.4
Minority interest	(9.8)	(9.1)	0.0	0.0
Net profit attributable to owners	(81.9)	(6.6)	147.8	290.1

Growth & margins (%)

Revenue growth	108.6	88.3	66.4	59.7
Gross profit growth	RR	RR	TTB	65.9
EBIT growth	59.5	88.7	4,320.6	87.1
Net profit growth	23.4	92.0	2,344.4	96.2
EPS growth	RR	RR	TTB	2,344.4
Gross margin	26.1	23.3	24.2	25.1
EBIT margin	(1.1)	(0.1)	1.7	2.0
Net profit margin	(1.6)	(0.1)	0.9	1.1

예상 재무상태표 (요약)

(백만 CNY)	FY19	FY20	FY21F	FY22F
Current Assets	3,303.4	5,013.0	5,916.0	8,178.5
Cash and cash equivalents	162.6	2,595.0	3,389.3	4,236.8
Receivables	365.4	324.5	492.2	786.2
Inventories	595.8	1,217.3	2,034.5	3,155.5
Other current assets	2,179.5	876.2	0.0	0.0
Non-Current Assets	2,678.5	1,569.8	1,622.8	1,276.1
PP&E	8.9	84.5	126.8	152.1
Others long-term assets	2,669.6	1,485.3	1,496.0	1,124.0
Total Assets	5,981.9	6,582.8	7,538.8	9,454.7
Current Liabilities	3,233.4	2,609.9	3,442.7	5,068.6
Payables	1,381.4	2,406.6	3,271.5	4,897.3
Short-term debts	1,700.0	32.0	0.0	0.0
Other current liabilities	152.0	171.3	171.3	171.3
Non-Current Liabilities	11.7	57.6	19.8	19.8
Long-term debts	0.0	37.7	0.0	0.0
Other non-current liabilities	11.7	19.8	19.8	19.8
Total Liabilities	3,245.1	2,667.5	3,462.6	5,088.4
Controlling Interests	2,794.5	3,982.0	4,142.8	4,432.9
Paid-in capital	20,069.7	106.1	106.1	106.1
Retained earnings	(1,280.6)	(1,287.2)	(1,139.4)	(849.3)
Other capital and adj.	(15,969.6)	5,176.1	5,176.1	5,176.1
Non-controlling interests	(57.7)	(66.6)	(66.6)	(66.6)
Stockholders' Equity	2,736.8	3,915.3	4,076.2	4,366.2

예상 현금흐름표 (요약)

(백만 CNY)	FY19	FY20	FY21F	FY22F
Cash Flows from Op Activities	385.7	583.6	724.8	897.3
Net Income	(81.9)	(6.6)	147.8	290.1
Depr. & amortization	4.0	7.3	42.3	25.4
Chg in Working Capital, others	252.1	435.9	380.0	410.8
Cash Flows from Inv Activities	(2,395.7)	1,345.4	(32.7)	(49.8)
Capital expenditures(Net)	(6.1)	(25.2)	(32.7)	(49.8)
Others	(2,389.7)	1,370.6	0.0	0.0
Cash Flows from Fin Activities	1,719.1	328.8	(69.8)	0.0
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0
Increase(decrease) in equity	15.1	0.0	0.0	0.0
Increase(decrease) in debt	1,700.0	(1,630.2)	(69.8)	0.0
Net increase in cash	(228.0)	2,314.6	622.3	847.5
Beginning cash	680.5	452.4	2,767.0	3,389.3
Ending cash	452.4	2,767.0	3,389.3	4,236.8

예상 주당가치 및 Valuation (요약)

	FY19	FY20	FY21F	FY22F
P/E (x)	-	-	1,813.8	924.3
P/B (x)	35.2	68.5	65.8	61.4
P/S (x)	18.9	27.9	16.8	10.5
EPS (CNY)	(0.0)	(0.0)	0.01	0.02
BPS (CNY)	0.2	0.3	0.3	0.3
DPS (CNY)	0.0	0.0	0.0	0.0
Payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend Yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Accounts receivable turnover (x)	22.3	45.2	32.4	32.4
Inventory turnover (x)	9.8	10.6	9.8	9.8
Accounts payable turnover (x)	4.1	3.9	3.7	3.9
ROA (%)	(1.4)	(0.1)	2.0	3.1
ROE (%)	(3.0)	(0.2)	3.6	6.6
ROIC (%)	(12.1)	(4.5)	6.4	7.6
Liability to Equity Ratio (%)	118.6	68.1	84.9	116.5
Current Ratio (%)	102.2	192.1	171.8	161.4
Net Debt to Equity Ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 알리건강 Ali Health, 미래에셋대우 리서치센터



위닥터 We Doctor (비상장)

텐센트가 투자한 중국 최초 디지털 헬스케어 기업

강효주 hyojoo.kang@miraeasset.com

정지문 jimoon_jung@miraeasset.com

기업 개요

중국 최초의 디지털 헬스케어 플랫폼

- 2010년 설립된 중국 최초 디지털헬스케어 플랫폼
- 오프라인 진료 예약에서 시작해 원격진료, 온라인 약국까지 사업부문을 확대, 코로나 사태로 원격진료 부문이 크게 성장한 것으로 예상

사업 부문

원격진료를 통한 의료 생태계 통합이 최종 목표

- 사업부문은 1) We 의료(원격진료), 2) We 제약(온라인 약국), 3) We 보험(인터넷 보험), 4) We 의료클라우드(클라우드 HMO 조직)의 4가지
- 원격진료, 온라인 약국, 인터넷 보험 사업을 전개하면서 쌓이는 의료데이터를 정부기관과 의료시스템이 한번에 관리할 수 있는 시스템을 구축, 클라우드로 관리되는 HMO(Health maintenance organization)를 구축하는게 최종 목표

IPO 계획

3분기 홍콩 상장 목표

- 주관사는 CMB International, Citi, JP Morgan, IPO를 통한 자금 조달 규모는 약 7~8억달러 수준으로 예상
- 기업가치는 18년 Pre IPO 당시 55억달러(한화 약 6.6조원)로 평가. 올해 IPO 역시 비슷한 규모로 기업 가치가 추산될 가능성이 높다고 시장은 평가 중
- 평안헬스케어의 IPO 당시 가치 산정 방법을 참고하면 등록고객수(RU)와 MAU로 추산이 가능. 평안헬스케어의 7월 7일 기준 P/RU와 P/MAU는 각각 43.9배, 206.6배다. 이를 위닥터의 최근 발표된 RU와 MAU에 적용해보면 위닥터의 적정 시장가치는 55억달러~92억달러 수준으로 추산

I. 기업 개요

중국 최초 디지털 헬스케어 플랫폼

2010년 설립된 중국 최초 디지털 헬스케어 플랫폼이다. 오프라인 병원 예약 사이트인 괄하오왕(guahao.com, 挂号网)으로 시작해 온라인 약국, 원격진료, 온라인 처방까지 사업을 넓히면서 사명을 위닥터(We Doctor, 微医)로 개명했다.

사업 확장에는 텐센트를 중심으로 한 투자금이 중요한 역할을 했다. 디지털 헬스케어 시장 성장 기대감으로 인해 지금까지 총 8차례에 걸쳐 투자를 받은 상황이다. 특히 2015년 이후부터 골드만삭스, 텐센트 등이 대규모 투자금을 지원하면서 지금까지 총 13억달러 이상의 투자를 받은 것으로 알려진 상황이다.

동사는 올해 3분기를 목표로 홍콩 상장을 준비 중이다. 이미 주관사 선정을 마쳤으며(CMB International, Citi, JP Morgan), 이번 홍콩을 통해 약 7~8억달러의 자금 조달을 계획 중이다. 동사는 2018년과 2019년에 이미 상장을 계획한 바 있으나 CEO 교체, 주관사 참여 취소 등의 이유로 상장이 미뤄진 바 있다. 경영진 체계 확립, 신규 주관사 선정이 완료된 가운데 원격진료 시장 성장성이 부각되고 있음을 고려하면 올해 상장은 원활하게 진행될 가능성이 높다. 현재 기업 가치는 55억위안(Pre IPO 당시 기업가치) ~ 60억위안(시장조사기관 CB인사이드 추산)으로 평가받고 있다.

그림 1. 위닥터 홈페이지



자료: 회사홈페이지, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 위닥터의 투자 히스토리

일시	투자단계	금액	투자자	일시	투자단계	금액	투자자
2010-12-01	시리즈 A	2200만달러	사이버노트투자(赛伯乐投资) 천싱자본(晨兴资本) 평허투자(风和投资)	2015-11-30	시리즈 E	3억달러	연신자본(联新资本) Tencent Collaboration Fund Great Health investments
2012-01-12	시리즈 B	수천만달러	천싱자본(晨兴资本)				국개금융(国开金融)
2014-10-15	시리즈 C	1.07억달러	Tencent Collaboration Fund 천싱자본(晨兴资本) Frzcapital(复星锐正资本) 치밍창투(启明创投)				Goldman Sachs 복성제약(复星医药) Goldman Sachs 한부자본(汉富资本)
2015-09-24	시리즈 D	3.94억달러	Tencent Collaboration Fund 국개금융(国开金融) Goldman Sachs 복성제약(复星医药)	2016-01-29	시리즈 F	200만달러	천업고분(天业股份)
				2018-05-09	Pre-IPO	5억달러	AIA NWS China Capital Zhongcai Fund

자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

II. 사업 부문

원격진료를 통한 의료 생태계 통합이 최종 목표

동사는 원격진료, 온라인 약국까지 사업부문을 넓혔음에도 불구하고 오프라인 병원 예약에 더욱 집중되어 사업이 전개되어 왔으나, 코로나 사태를 계기로 원격진료 부문이 크게 성장한 것으로 예상된다. 1월 말 기준으로 약 77.7만건의 원격진료/상담 서비스를 제공했고 무료 상담 플랫폼에 등록된 의사 수도 1월 말 약 1,500명에서 3월 중순 5.5만명까지 급증했다. 사업 방향성이 원격진료를 통한 중국 의료 생태계 통합임을 고려하면 이번 코로나 사태는 동사에 긍정적으로 작용한 셈이다

사업부문은 총 4가지다. 1) We 의료(원격진료), 2) We 제약(온라인 약국), 3) We 보험(인터넷 보험), 4) We 의료클라우드(클라우드 HMO 조직)다. 원격진료, 온라인약국, 인터넷 보험 사업을 전개하면서 쌓이는 의료데이터와 피드백을 한 번에 관리할 수 있는 시스템을 구축, 최종적으로 클라우드로 관리되는 HMO(건강관리조직, Health maintenance organization)를 구축하는게 최종 목표다. 원격진료/온라인약국에서 쌓이는 환자들의 의료데이터 및 피드백을 클라우드 시스템을 통해 다이렉트로 의료기관/정부에 전달함으로써 중국의 의료 시스템 및 의료 서비스 질을 제고시키는데 기여하고자 하는 것이다.

이는 곧 의료 빅데이터를 쌓을 수 있는 환경 조성이 선행되어야 함을 의미하고, 이는 동사의 원격진료와 온라인 약국의 의료 서비스 능력에 달렸다고 판단한다. 지난해 기준으로 동사의 원격진료 응답률, 온라인 약국으로 제공되는 약품 비용은 경쟁사 대비 다소 뒤처지고 있다. 이를 극복하기 위해 대규모 투자가 계속될 것으로 예상된다.

그림 2. 위닥터 사업 부문 설명



자료: 미래셋대우 리서치센터

그림 3. 우전지역에 시범 시행 중인 위닥터의 사업 모델



자료: 회사 자료, 미래셋대우 리서치센터

III. IPO 계획

3분기 홍콩 상장 목표

동사는 올해 3분기를 목표로 홍콩 상장을 준비 중이다. 주관사는 CMB International, Citi, JP Morgan, IPO를 통한 자금 조달 규모는 약 7~8억달러 수준으로 예상된다.

동사는 18년과 19년에 이미 상장을 계획한 바 있으나 CEO 교체, 주관사 참여 취소 등의 이슈로 상장이 미뤄진 바 있다. 경영진 체계 확립, 신규 주관사 선정이 완료된 가운데 원격진료 시장 성장성이 부각되고 있음을 고려하면 올해 상장은 원활하게 진행될 가능성이 높다.

기업가치는 18년 Pre IPO 당시 55억달러(한화 약 6.6조원)로 평가받은 바 있다. 올해 IPO 역시 비슷한 규모로 기업 가치가 추산될 가능성이 높다고 시장은 평가하고 있으며 글로벌 원격의료 기업과 비교했을 때 적절한 가치라고 판단한다.

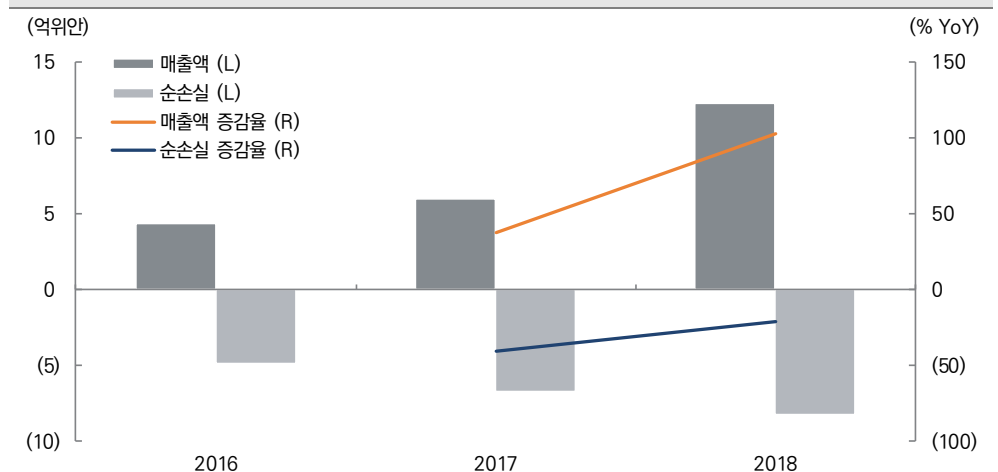
위닥터의 최근 실적이 공개되지 않은 상황에서 동사의 적정가치를 평가하려면 평안헬스케어의 IPO 당시를 참고할 필요가 있다. 디지털 헬스케어 기업 가치 산정의 키 포인트는 고객 수인데, 등록고객수(RU, Registered User)와 MAU(Monthly Active User)의 두 가지 포인트로 추산해보면 평안보험의 7월 7일 기준 P/RU와 P/MAU는 각각 43.9배, 206.6배다. 이를 위닥터의 최근 발표된 RU와 MAU에 적용해보면 위닥터의 적정 시장가치는 55억달러~92억달러 수준으로 추산된다.

표 2. 평안헬스케어 사례로 추산한 위닥터의 적정 밸류에이션

평안헬스케어		
RU	(People Mil)	378.0 19년 기준에 20% 증가 가정
MAU	(People Mil)	80.3 19년 기준에 20% 증가 가정
Market Cap	(USD Mil)	16,584.1 20년 6월 23일 기준
P/RU	(배)	43.9
P/MAU	(배)	206.6
위닥터		
RU	(People Mil)	210.0 가장 최근 발표 기준(20년 2월)
MAU	(People Mil)	27.0 가장 최근 발표 기준(20년 2월)
P/RU를 적용한 Market Cap	(USD Mil)	9,213.4
P/MAU를 적용한 Market Cap	(USD Mil)	5,577.6

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 위닥터 매출액, 순손실 및 매출액 증감율, 순손실 증가율 추이



자료: 언론자료 종합, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.