



阿里健康 (241.HK) 1HFY21 业绩： 首次扭亏为盈，自营与平台业务高增长

我们对阿里健康自营及电商业务成长的确定性保持乐观，维持阿里健康的“买入”评级以及 28 港元的目标价。

- **阿里健康 1HFY21 业绩符合市场预期。**净利润首次扭亏为盈，期内录得净利润 2.8 亿人民币。收入同比增长 74% 至人民币 71.62 亿，与我们的预期持平，低于市场预期 4%。主要受益于：1) 平台用户数维持高增长，2) 2020 年 4 月完成向 Ali JK Nutritional Products 收购药品电商平台业务。毛利率同比提升 0.9pcts 至 26.0%，主要由于平台规模效应。归母净利润由去年同期亏损人民币 110 万，首次扭亏为盈至人民币 2.8 亿，有助于投入更多资源进行长期业务布局。
- **GMV 与用户数均实现高增长。**自营与电商平台业务收入分别录得同比 76% 和 71% 的高增长。天猫医药平台 GMV 于 1HFY21 内增至超过人民币 554 亿元，同比增长 49.7%。截至 2020 年 9 月 30 日，天猫医药平台的年度活跃消费者已超过 2.5 亿，相较 3 月末增长 32% (FY2020: 1.9 亿)。线上自营店年度活跃消费者超过 6,500 万相较 3 月末增长 35% (FY2020: 4,800 万)。在线零售自营非处方药(OTC) 和处方药收入占医药自营业务收入的 61.7%，其余收入来自保健滋补品、医疗器械、隐形眼镜等品类。
- **线上线下一体化服务体系逐渐成型。**阿里健康于 9 月份推出「医鹿」APP，和支付宝医疗健康频道双平台引流，提供医疗内容搜索、问诊咨询、挂号、疫苗预约、体检预约、药品闪送等服务。支付宝医疗健康频道签约医疗机构数已超 3.5 万家 vs. 3 月底的 1.5 万家，超过 700 家 (3 月底 400 家) 三级医院接通医保支付。线下医师资源拓展也有较大进展，截至 9 月底签约主任、副主任及主治医师中级职称以上级别的医生超过 3.9 万人，较 3 月底增加近 1 万人。
- **维持买入评级和目标价 28.0 港元。**我们维持公司买入评级和目标价 28.0 港元。目标价对应 2021 年 (2022 财年) 12.2 倍的市销率，对比互联网医疗可比公司 12.0 倍 2021 年市销率属于合理水平。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入净额	5,096	9,596	16,742	27,140	40,616
总收入同比增速 (%)	109%	88%	74%	62%	50%
股东应占净利	(82)	(7)	27	225	601
净利润同比增速 (%)	23	92	NA	742	167
P/S (X)	38	21	12	8	5
ROE (%)	(2.0)	(0.2)	0.5	2.8	6.7

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

朱倩岚

医疗分析师
vicky_zhu@spdbi.com
(852) 2808 6439

胡泽宇

助理分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

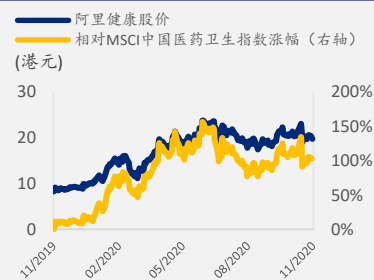
2020 年 11 月 26 日

评级

买入

目标价 (港元)	28.0
潜在升幅/降幅	+42.1%
目前股价 (港元)	19.7
52 周内股价区间 (港元)	8.2-24.5
总市值 (百万港元)	265,032
近 3 月日均成交额 (百万港元)	571

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

相关报告:

《互联网医疗行业: 决胜时刻到来》
(2020-10-13)

● 阿里健康 1HFY21 业绩详情

图表 2: 阿里健康 1HFY21 财务数据

人民币千元	1H FY21	1H FY20	同比变动
收入	7,162,031	4,116,846	74.0%
— 医药自营	6,036,024	3,435,166	75.7%
— 医药电商平台	925,383	539,991	71.4%
— 医疗健康服务	175,929	122,736	43.3%
— 追溯及数字医疗	24,695	18,953	30.3%
毛利	1,860,316	1,031,660	80.3%
毛利率	26.0%	25.1%	0.9pcts
归母净利润/(亏损)	283,431	-1,102	扭亏为盈
基本 EPS (人民币分)	2.17	(0.01)	扭亏为盈
摊薄 EPS (人民币分)	2.16	(0.01)	扭亏为盈

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 3: 阿里健康 1HFY21 营运数据

	1H FY21	1H FY20	同比变动
天猫医药平台 GMV (亿元)	554	370	49.7%
天猫医药平台年度活跃消费者 (亿)	2.5	1.6	56.3%
线上自营店年度活跃消费者 (万)	6,500	3,700	75.7%
已签约主任、副主任及主治医师中级 职称以上级别的医生	39,000	18,000	116.7%
支付宝医疗健康频道签约医疗机构数	35,000	11,000	218.2%

资料来源: 公司公告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 阿里健康

利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	5,096	9,596	16,742	27,140	40,616
收入成本	(3,765)	(7,365)	(12,858)	(20,681)	(30,665)
毛利	1,331	2,231	3,884	6,459	9,951
履约	(572)	(1,098)	(2,000)	(3,257)	(4,874)
销售及市场推广开支	(455)	(723)	(1,239)	(1,900)	(2,640)
行政开支	(181)	(220)	(368)	(543)	(731)
产品开发开支	(219)	(253)	(368)	(489)	(609)
其他收入及收益	67	161	281	456	682
其他开支	(3)	(34)	(60)	0	0
经营利润	(31)	65	130	727	1,779
财务费用	(28)	(22)	(3)	(5)	(6)
合资公司	(1)	(13)	(17)	(27)	(17)
联营公司	(1)	(21)	(33)	(54)	(41)
除税前利润 (亏损)	(61)	9	76	641	1,715
所得税开支	(31)	(25)	(13)	(106)	(283)
本年度净利润 (亏损)	(92)	(16)	64	535	1,432
- 归属于非控股权益	(10)	(9)	37	311	831
- 归属于母公司拥有人	(82)	(7)	27	225	601

现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前亏损	(61)	9	76	641	1,715
非经营性现金流	(34)	(44)	54	86	(185)
非现金支出	206	343	11	12	13
营运资金变动	269	230	(1,161)	134	(647)
其他	16	45	(16)	(110)	(42)
经营现金流	396	584	(1,037)	764	854
购买物业、厂房及设备	(6)	(8)	(10)	(10)	(10)
出售物业、厂房及设备	0	0	0	0	0
购置无形资产	0	(6)	0	0	0
购买金融资产	(2,276)	1,357	0	0	0
业务收购	(3)	(21)	0	0	0
注资联营公司	(983)	0	0	0	0
其他	872	23	0	0	2
投资现金流	(2,396)	1,345	(10)	(10)	(8)
发行新股	0	2,001	10,000	0	0
购回股份	(38)	(18)	0	0	0
银行贷款及其他借贷 / (还款)	1,700	(1,700)	23	25	26
其他	46	46	0	0	0
融资现金流	1,708	329	10,023	25	26
现金净流量	(291)	2,258	8,977	778	872

资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
存货	596	1,217	1,953	2,353	2,688
应收账款及应收票据	365	325	868	1,065	1,828
预付账款、其他应收款项及其他资产	323	413	871	1,211	1,905
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	1,737	402	402	402	402
受限制现金	2	60	60	60	60
抵押存款	0	0	0	0	0
现金及现金等价物	280	2,595	11,572	12,350	13,222
流动资产总额	3,303	5,013	15,726	17,442	20,105
物业及设备	9	13	16	17	18
投资物业	0	11	10	10	9
使用权资产	0	59	56	54	51
其他无形资产	0	4	4	4	4
商誉	27	55	55	55	55
于合资公司之投资	11	111	95	67	50
于联营公司之投资	1,965	1,946	1,912	1,858	1,817
长期应收款项	39	22	70	19	70
指定为以公允价值计量且其变动计入其他全面收益之权益投资	120	173	173	173	173
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	508	463	463	463	463
受限制现金	0	0	0	0	0
长期存款	0	0	0	0	0
非流动资产总值	2,678	2,857	2,854	2,720	2,709
计息借贷	1,700	0	0	0	0
租赁负债	0	32	40	40	40
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0	0	0	0	0
应付账款及应付票据	903	1,866	2,106	2,653	3,228
其他应付款项及应计费用	464	513	896	1,371	1,990
递延收入	0	0	0	0	0
合约负债	152	171	171	171	171
预收账款	0	0	0	0	0
客户垫款	0	0	0	0	0
应付税项	15	28	28	28	28
流动负债总额	3,233	2,610	3,241	4,263	5,457
计息银行贷款	0	0	0	0	0
租赁负债	0	38	53	78	104
递延税项负债	12	20	20	20	20
递延收益	0	0	0	0	0
非流动负债总额	12	58	73	98	124
股本	103	106	111	111	111
库存股份	(25)	(13)	(13)	(13)	(13)
储备	2,717	5,176	15,198	15,422	16,023
非控股权益	(58)	(67)	(30)	281	1,112
权益总值	2,737	5,203	15,266	15,802	17,234

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

主要财务比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	(0.7)	(0.1)	0.2	1.7	4.5
每股净资产	0.2	0.4	1.1	1.2	1.3
每股经营现金流	0.0	0.0	(0.1)	0.1	0.1
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (x)					
P/E	NA	NA	83	10	4
P/B	74	40	15	15	14
P/S	38	21	12	8	5
股息率 (%)	0	0	0	0	0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26	23	23	24	25
净利率	(2)	(0)	0	2	4
净资产收益率	(3)	(0)	1	3	9
资产回报率	(2)	(0)	0	3	7
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	109	88	74	62	50
营业利润增长率	67	NA	99	460	145
净利润增长率	16	83	NA	742	167
归母净利润增长率	23	92	NA	742	167
偿债能力指标 (%)					
资产负债率	54.2	33.9	17.8	21.6	24.5
流动比率	102.2	192.1	485.2	409.2	368.4
速动比率	83.7	143.1	423.1	352.6	318.1
现金比率	8.7	99.4	357.0	289.7	242.3
经营效率指标					
应收账款周转天数	20	14	14	14	13
应付账款周转天数	59	69	56	42	35
存货周转天数	50	45	45	38	30
总资产周转率	1	1	1	1	2
固定资产周转率	672	877	1,161	1,646	2,331

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼