



阿里健康 (241.HK): 仍需提防短期政策风险, 但长期增长逻辑依旧清晰

受互联网企业监管风险提升及业绩增速放缓影响, 阿里健康年内股价较2月高点已下跌77%, 我们认为目前估值已反映了市场对公司基本面在此环境下偏悲观的预期; 短期内行业依旧存在较高的政策风险, 但医药电商盈利模式明确, 且长期有望受益于处方药外流、药物网售渗透率提升及互联网医疗接入医保支付系统。因此我们维持对公司的“持有”评级, 并调整目标价至7.7港元。

- 1H FY22 亏损主因销售结构变化及营销投入导致的毛利率下滑及费用率提升。**阿里健康1H FY22 收入同比增长31%至93.6亿人民币 (vs 1H FY21: 74% YoY), non-IFRS 归母亏损28.3亿人民币 (vs. 1H FY21 盈利43.6亿人民币)。收入增速下滑, 主因医药电商平台业务增速受去年疫情期间高基数及阿里巴巴主站流量增速下降拖累, 1H FY22 医药电商平台收入同比增长9% (vs. 1H FY21: 72%), 主要受手机淘宝流量及天猫GMV增速放缓影响; 自营收入同比增长35% (vs. 1H FY21: 76%)。期内由盈转亏主因毛利率同比明显下滑, 以及销售费用率有所提升。1H FY22 毛利率同比下滑6pcts至20.0%, 主要受一次性优惠让利活动的影响: 1) 毛利率更高的电商平台收入占比下降, 影响毛利率约1pcts; 2) 自营业务中, 毛利率更低的处方药业务占比上升, 影响约1pcts; 3) 期内药品和非药品类折扣较去年同期疫情下有所提升, 影响约2pcts; 4) “买药上天猫”营销活动中给予买家一定让利, 影响约2pcts。
- 拓展业务边界, 长期看好行业及公司发展潜力。**公司继续加大对医鹿APP、处方药、慢病管理、数字化营销、DTP药房、保险等业务投入。截至2021年9月, 医鹿APP月活用户已超过200万, 较3月底翻倍。公司收购小鹿中医后, 将结合中西医资源下沉至基层地区。自营业务中处方药销售1H FY22 同比增长127%。此外慢病用户数同比增长170%至500万, 人均用药市场和用户复购率有所提升。
- 维持“持有”评级, 调整目标价至7.7港元。**我们认为目前估值(2.9x FY2023E PS) 已反映市场悲观预期, 处于相对合理水平。短期内行业依旧面临较大的政策风险, 即将出台的《药品网络销售监督管理办法》仍存在较大不确定性; 但是医药电商长期盈利模式清晰, 且受益处方药外流、医保“双通道”机制落地、网售药品渗透率提升、潜在医保覆盖等因素, 因此我们对行业长期潜力依旧保持乐观。我们调降FY2022/23/24E收入增速预测至30%/32%/34%, 并基于3.2x FY2023E PS 调整目标价至7.7港元, 维持“持有”评级。
- 投资风险:** 医药电商领域竞争激烈; 阿里巴巴和蚂蚁金服面临政策风险; 线下医疗资源拓展不如预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入	9,596	15,518	20,107	26,521	35,588
收入同比增速 (%)	88%	62%	30%	32%	34%
归母净利润/(亏损)	(7)	349	(354)	(188)	(63)
P/S (X)	8.0	4.9	3.8	2.9	2.1

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

丁政宁

医疗分析师

ethan_ding@spdbi.com
(852) 2808 6442

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2021年12月22日

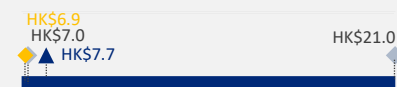
评级

持有

目标价 (港元)	7.7
潜在升幅/降幅	+11.6%
目前股价 (港元)	6.9
52周内股价区间 (港元)	6.6-30.2
总市值 (百万港元)	93,082
近3月日均成交额 (百万港元)	370

注: 截至2021年12月22日收盘价

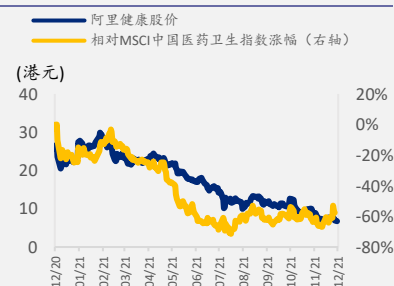
市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 阿里健康

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	9,596	15,518	20,107	26,521	35,588
收入成本	-7,365	-11,901	-15,985	-21,057	-28,185
毛利	2,231	3,617	4,122	5,463	7,402
履约	-1,098	-1,619	-2,091	-2,679	-3,559
销售及市场推广开支	-723	-1,222	-2,051	-2,626	-3,416
行政开支	-220	-294	-362	-424	-569
产品开发开支	-253	-424	-684	-743	-819
其他收入及收益	161	406	764	875	972
其他开支	-34	-22	-10	-13	-18
经营利润	65	442	-312	-146	-7
财务费用	-22	-2	-2	-3	-4
合资公司	-13	-12	2	-11	-15
联营公司	-21	-27	-40	-27	-36
除税前利润 (亏损)	9	401	-352	-187	-62
所得税开支	-25	-59	-2	-1	-0
本年度净利润 (亏损)	-16	343	-354	-188	-63
- 归属于非控股权益	-9	-6	0	0	0
- 归属于母公司拥有人	-7	349	-354	-188	-63

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除税前亏损	9	401	-352	-187	-62
非经营性现金流	-44	-263	10	-172	-153
非现金支出	343	474	-378	33	31
营运资金变动	230	337	749	-161	987
其他	45	61	-4	207	201
经营现金流	584	1,009	26	-280	1,005
购买物业、厂房及设备	-8	-17	-15	-10	-10
出售物业、厂房及设备	0	1	0	0	0
购置无形资产	-6	-0	0	0	0
购买金融资产	1,357	-65	-316	0	0
业务收购	-21	-289	0	0	0
注资联营公司	0	0	0	0	0
其他	23	-4,592	-795	2	2
投资现金流	1,345	-4,961	-1,126	-8	-8
发行新股	2,001	8,917	0	0	0
购回股份	-18	-40	0	0	0
银行贷款及其他借贷 / (还款)	-1,700	0	22	23	24
其他	46	45	-10	0	0
融资现金流	329	8,922	12	23	24
现金净流量	2,258	4,970	-1,089	-265	1,021

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
存货	1,217	1,469	1,509	2,067	2,257
应收账款及应收票据	325	314	436	582	822
预付账款、其他应收款项及其他资产	413	770	883	1,253	1,555
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	402	0	30	30	30
受限制现金	60	11	4	4	4
抵押存款	0	0	0	0	0
现金及现金等价物	2,595	11,637	10,548	10,283	11,303
流动资产总额	5,013	14,200	13,410	14,219	15,971
物业及设备	13	13	21	19	19
投资物业	11	0	0	0	0
使用权资产	59	39	74	70	67
其他无形资产	4	3	353	335	319
商誉	55	55	850	850	850
于合资公司之投资	111	99	101	89	74
于联营公司之投资	1,946	2,174	2,134	2,107	2,072
长期应收款项	22	10	13	17	22
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	173	163	163	163	163
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	463	984	1,300	1,300	1,300
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	2,857	3,539	5,008	4,951	4,885
计息借贷	0	0	0	0	0
租赁负债	32	20	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	1,866	2,552	3,405	4,095	5,480
其他应付款项及应计费用	513	588	769	996	1,336
递延收入	0	0	0	0	0
合约负债	171	191	220	220	220
预收账款	0	0	0	0	0
客户垫款	0	0	0	0	0
应付税项	28	50	8	8	8
流动负债总额	2,610	3,401	4,442	5,359	7,084
计息银行贷款	0	0	0	0	0
租赁负债	38	17	20	43	67
递延税项负债	20	39	39	39	39
递延收益	0	0	0	0	0
非流动负债总额	58	57	59	82	106
股本	106	119	119	119	119
库存股份	-13	-22	-33	-33	-33
储备	5,176	14,205	13,851	13,663	13,600
非控股权益	-67	-20	-20	-20	-20
权益总值	5,203	14,282	13,917	13,729	13,667

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

主要财务比率

(人民币元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	(0.1)	2.6	(2.6)	(1.4)	(0.5)
每股净资产	0.4	1.1	1.0	1.0	1.0
每股经营现金流	0.0	0.1	0.0	(0.0)	0.1
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (x)					
P/E	NA	2	NA	NA	NA
P/B	13	5	5	6	6
P/S	7	5	4	3	2
股息率 (%)	0	0	0	0	0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	23	23	21	21	21
净利润率	-0	2	-2	-1	-0
净资产收益率	-0	4	-3	-1	-0
资产回报率	-0	3	-2	-1	-0
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	88	62	30	32	34
营业利润增长率	NA	579	-170	-53	-95
净利润增长率	83	NA	-203	-47	-67
归母净利润增长率	92	NA	-202	-47	-67
偿债能力指标 (%)					
资产负债率	33.9	19.5	24.4	28.4	34.5
流动比率	192.1	417.5	301.9	265.3	225.5
速动比率	143.1	374.0	267.8	226.7	193.5
现金比率	99.4	342.2	237.5	191.9	159.6
经营效率指标					
应收账款周转天数	14	8	7	7	7
应付账款周转天数	69	68	68	65	62
存货周转天数	45	41	34	31	28
总资产周转率	1	1	1	1	2
固定资产周转率	877	1,174	1,167	1,309	1,862

目前公司 12 个月前瞻 PS 较过去 3 年均值低 2.1 个标准差，处于近三年的最低值。我们给予阿里健康 3.2x FY2023E PS，略低于目前行业平均估值水平、相比历史平均仍低 2.0 个标准差，基于此我们给予阿里健康 7.7 港元的目标价。对比同类医药电商公司如京东健康（4.1x 2022E PS，39.7% 2021-23E 收入 CAGR）的估值和增速预期、同时考虑到短期内的行业监管面的不确定性，我们认为给予略低于当前行业平均的目标 PS 倍数是合理的。

图表 2：阿里健康财务预测

千人民币	2022E			2023E			2024E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	20,107	23,927	-16%	26,521	34,572	-23%	35,588	46,575	-24%
毛利润	4,122	5,623	-27%	5,463	8,124	-33%	7,402	10,945	-32%
净利润	-354	689	NA	-188	1,071	NA	-63	1,562	NA

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 3：互联网医疗企业估值对比

股票代码	公司	市值 (百万港元)	股价 (港元)	P/S (市销率)			收入增速%			2021-23E 净利润 CAGR %
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
互联网医疗										
6618 HK	京东健康	201,900	63.2	5.7	4.1	2.9	49.0	41.2	38.5	39.7
241 HK	阿里健康	93,082	6.9	3.8	2.9	2.1	29.6	31.9	34.2	33.0
1833 HK	平安好医生	32,927	28.7	3.5	3.2	2.6	5.6	17.0	22.3	19.6
平均值				4.4	3.4	2.6				

*除阿里健康、平安好医生外，E=Bloomberg 预测；阿里健康数据为 2022-24 财年数据；数据截止 2021 年 12 月 22 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：阿里健康 P/S band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 阿里健康



资料来源: Bloomberg、浦银国际

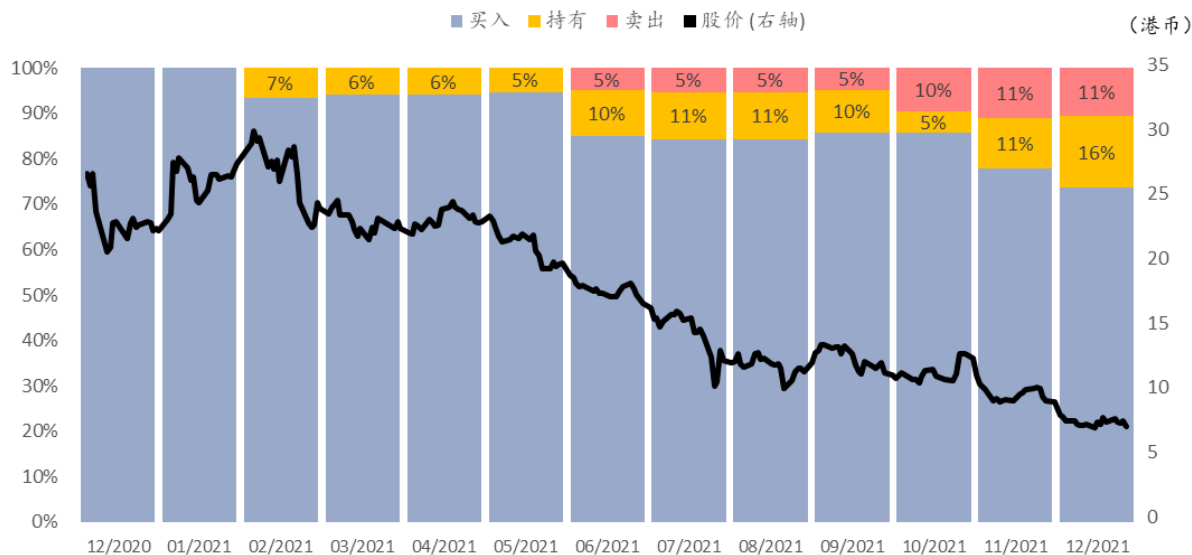
图表 6: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价发布日期	行业
2359 HK	药明康德	133.3	买入	240.0	2021年1月27日	CRO/CDMO
603259 CH	药明康德	115.7	买入	210.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
3759 HK	康龙化成	119.8	买入	202.6	2021年8月30日	CRO/CDMO
300759 CH	康龙化成	146.1	买入	208.5	2021年8月30日	CRO/CDMO
2269 HK	药明生物	88.0	买入	155.0	2021年8月24日	CRO/CDMO
241 HK	阿里健康	6.9	持有	7.7	2021年12月22日	互联网医疗
1833 HK	平安健康	28.7	买入	40.7	2021年11月17日	互联网医疗
1875 HK	东曜药业	4.0	买入	9.5	2021年5月13日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	37.6	买入	84.4	2021年12月17日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	77.4	买入	145.0	2021年8月27日	生物科技
9688 HK	再鼎医药	522.0	买入	974.0	2021年12月10日	生物科技
6622 HK	兆科眼科	5.8	买入	25.2	2021年6月28日	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至12月22日收盘价

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 阿里健康市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 阿里健康 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 9.2 港元

概率: 30%

- 2021-23E 收入复合增速 >40%;
- 医药电商政策全面放开, 网售处方药管理比预期更宽松
- 线下医疗资源拓展好于预期;
- 医保连接政策于全国迅速铺开;
- 数字医疗开拓其他地区进展顺利。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 5.5 港元

概率: 20%

- 2021-23E 收入复合增速 <25%;
- 医药电商政策产生负面变化, 网售处方药管理比预期更严格;
- 线下医疗资源拓展不如预期;
- 医保连接政策支持晚于预期, 或力度小于预期;
- 医药电商竞争激烈。

资料来源: 浦银国际

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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—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经授权的行为。

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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(兆科眼科 6622.HK)在过去 12 个月内有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。

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):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 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。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

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

