



阿里健康(241.HK):FY22 收入符合预期, 自营业务占比和履约效率继续提升

公司 FY22 收入增长 33%，符合市场预期，净亏损则少于预期。我们认为目前估值已反映了市场对公司基本面在宏观环境和疫情常态化下偏悲观的预期；短期内行业仍面临较高的监管风险，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。因此我们维持对公司的“持有”评级，并下调目标价至 4.3 港元。

- FY22 收入增速符合预期，FY23 收入增速指引超 20%：**收入同比增长 32.6%至 205.8 亿人民币，符合市场预期；经调整净亏损为 3.9 亿、少于市场预期，去年盈利 6.3 亿。分板块看：1) **自营：**收入增长 35.5%至 179 亿，受益于年活跃用户数快速增长（1.1 亿，+129% YoY）及处方药销售快速增长（+105%）；2) **电商平台：**收入增长 1.6%至 20.0 亿，增速放缓主因疫情影响供应链及履约、宏观环境波动及市场竞争加剧下天猫整体流量增速放慢，变现率则相对保持稳定；3) **医疗健康及数字化：**收入增加 98.9%至 6.7 亿。毛利率同比下滑 3.3pcts 至 20.0%，主因：1) 毛利率较低的自营业务收入占比下降（影响-1.0pct）；2) 1HFY22 商品价格让利加大（影响-2.5pcts）；3) 毛利率较高的医疗服务收入占比提升（影响+0.4pct）。2HFY22 收入增长 34%，毛利率下滑 1.1pcts，相比 1H 的同比降幅有所收窄；履约效率提升和营销投放策略调整带来费用率环比下降（见**图表 2、图表 3**）。管理层预计 FY23 年收入增速在 20%以上，主要由自营业务驱动，电商平台业务或将继续承压。
- 医疗健康服务取得突破：**板块内各项运营指标在 FY22 录得强劲增长：1) 作为处方外流关键人群，慢病用户人数同比增长 119%至 650 万；2) 日均在线问诊服务量达 30 万次，相比半年前增加 5 万次；3) 支付宝医疗健康频道年活跃用户数同比增加 1.7 亿（或 33%）至 6.9 亿；4) 签约医生、药师、营养师合计近 16 万人，相比半年前增加超 2 万人。公司继续提升在阿里生态内的流量获取能力，挖掘淘宝、天猫、医鹿、高德、钉钉、夸克搜索等终端用户。
- 维持“持有”评级，下调目标价至 4.3 港元：**我们认为目前估值（1.8x FY23E PS）已反映市场悲观预期，处于相对合理水平。短期内，《药品管理法》修订草案和《药品网络销售监督管理办法》或于明年出台，对网售处方药的监管存在较多不确定性；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等因素，因此我们对行业长期潜力依旧保持乐观。我们调降 FY23/24E 收入增速预测至 22%/26%，预测公司于 FY25 达到经营层面盈亏平衡，并基于 2.0x FY23E PS（低于过去两年平均一个标准差）调整目标价至 4.3 港元，维持“持有”评级。
- 投资风险：**医药电商领域竞争；监管风险；线下医疗资源拓展受阻。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入	15,518	20,578	25,028	31,479	38,014
收入同比增速 (%)	62%	33%	22%	26%	21%
归母净利润/(亏损)	349	(266)	(102)	(60)	(33)
P/S (X)	2.8	2.1	1.7	1.4	1.1

E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、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

2022 年 5 月 26 日

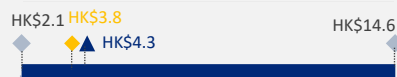
评级

持有

目标价 (港元)	4.3
潜在升幅/降幅	+13.2%
目前股价 (港元)	3.8
52 周内股价区间 (港元)	3.2-22.0
总市值 (百万港元)	51,368
近 3 月日均成交额 (百万港元)	262

注：截至 2022 年 5 月 25 日收盘价

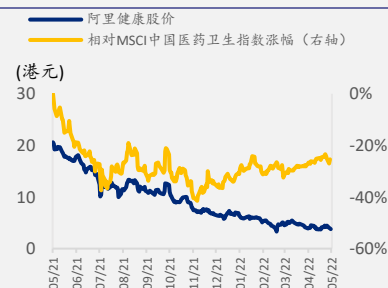
市场预期区间



▲ SPDBI 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)	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
收入	15,518	20,578	25,028	31,479	38,014
收入成本	-11,901	-16,470	-20,273	-25,592	-31,095
毛利	3,617	4,108	4,755	5,887	6,919
履约	-1,619	-2,097	-2,428	-2,991	-3,573
销售及市场推广开支	-1,222	-1,981	-2,002	-2,424	-2,851
行政开支	-294	-395	-451	-535	-608
产品开发开支	-424	-729	-751	-787	-874
其他收入及收益	406	899	826	859	1,038
其他开支	-22	-8	-13	-16	-19
经营利润	442	-203	-63	-6	30
财务费用	-2	-4	-3	-8	-9
合资公司	-12	1	-11	-14	-16
联营公司	-27	-47	-25	-31	-38
除税前利润 (亏损)	401	-253	-101	-59	-33
所得税开支	-59	-13	-1	-0	-0
本年度净利润 (亏损)	343	-266	-102	-60	-33
- 归属于非控股权益	-6	-0	-0	-0	-0
- 归属于母公司拥有人	349	-266	-102	-60	-33

现金流量表

(百万人民币)	FY2021A	2022E	FY2023E	FY2024E	FY2025E
除税前亏损	401	-253	-101	-59	-33
非经营性现金流	-263	49	-174	-151	-163
非现金支出	474	-422	35	33	31
营运资金变动	337	956	-434	1,124	-398
其他	61	93	208	194	216
经营现金流	1,009	424	-467	1,140	-347
购买物业、厂房及设备	-17	-14	-10	-10	-10
出售物业、厂房及设备	1	0	0	0	0
购置无形资产	-0	0	0	0	0
购买金融资产	-65	-677	0	0	0
业务收购	-289	0	0	0	0
注资联营公司	0	0	0	0	0
其他	-4,592	2,563	2	2	2
投资现金流	-4,961	1,872	-8	-8	-8
发行新股	8,917	0	0	0	0
购回股份	-40	0	0	0	0
银行贷款及其他借贷 / (还款)	0	98	23	28	29
其他	45	-157	0	0	0
融资现金流	8,922	-59	23	28	29
现金净流量	4,970	2,238	-452	1,160	-326

资产负债表

(百万人民币)	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
存货	1,469	1,550	1,832	2,017	2,149
应收账款及应收票据	314	516	520	818	840
预付账款、其他应收款项及其他资产	770	865	1,082	1,315	1,517
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	0	0	0	0	0
受限制现金	11	63	63	63	63
其他	0	24	24	24	24
现金及现金等价物	11,637	10,548	10,095	11,256	10,929
流动资产总额	14,200	13,566	13,617	15,492	15,522
物业及设备	13	20	19	19	18
投资物业	0	0	0	0	0
使用权资产	39	145	138	131	124
其他无形资产	3	326	310	294	280
商誉	55	811	811	811	811
于合资公司之投资	99	161	150	136	120
于联营公司之投资	2,174	2,341	2,316	2,284	2,246
长期应收款项	10	13	14	20	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	163	141	141	141	141
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	984	1,661	1,661	1,661	1,661
受限制现金	0	0	0	0	0
其他	0	17	17	17	17
非流动资产总值	3,539	5,636	5,577	5,515	5,441
计息借贷	0	0	0	0	0
租赁负债	20	51	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	2,552	3,529	3,622	4,984	4,962
其他应付款项及应计费用	588	941	919	1,402	1,384
递延收入	0	0	0	0	0
合约负债	191	261	261	261	261
预收账款	0	0	0	0	0
客户垫款	0	0	0	0	0
应付税项	50	41	41	41	41
流动负债总额	3,401	4,822	4,883	6,727	6,687
计息银行贷款	0	0	0	0	0
租赁负债	17	85	118	146	175
递延税项负债	39	116	116	116	116
其他	0	106	106	106	106
非流动负债总额	57	308	341	369	398
股本	119	119	119	119	119
库存股份	-22	-24	-24	-24	-24
储备	14,205	14,003	13,901	13,842	13,808
非控股权益	-20	-26	-26	-26	-26
权益总值	14,282	14,072	13,971	13,911	13,877

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

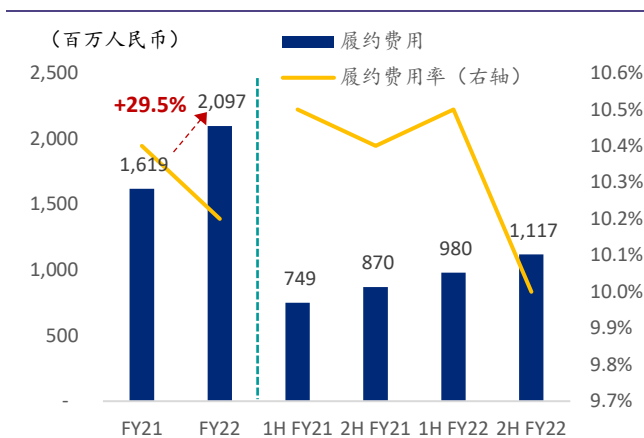
主要财务比率

	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	2.6	(2.0)	(0.8)	(0.4)	(0.2)
每股净资产	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
每股经营现金流	0.1	0.0	(0.0)	0.1	(0.0)
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (x)					
P/E	1	NA	NA	NA	NA
P/B	3	3	3	3	3
P/S	3	2	2	1	1
股息率 (%)	0	0	0	0	0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	23	20	19	19	18
净利润率	2	-1	-0	-0	-0
净资产收益率	4	-2	-1	-0	-0
资产回报率	3	-1	-1	-0	-0
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	62	33	22	26	21
营业利润增长率	579	-146	-69	-90	-583
净利润增长率	NA	-178	-62	-41	-44
归母净利润增长率	NA	NA	-62	-41	-44
偿债能力指标 (%)					
资产负债率	19.5	26.7	27.2	33.8	33.8
流动比率	417.5	281.3	278.9	230.3	232.1
速动比率	374.0	247.9	240.0	199.4	199.0
现金比率	342.2	218.7	206.7	167.3	163.4
经营效率指标					
应收账款周转天数	8	8	8	8	8
应付账款周转天数	68	67	64	61	58
存货周转天数	41	33	30	27	24
总资产周转率	1	1	1	2	2
固定资产周转率	1,174	1,225	1,275	1,672	2,058

● 2HFY22 运营效率提升明显

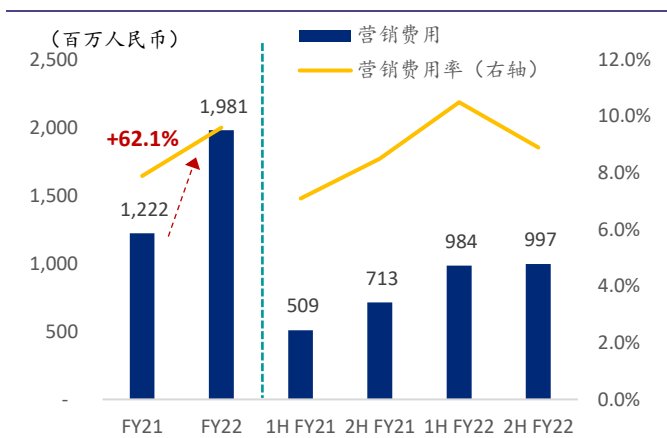
公司 2HFY22 履约费用上升 28%，增速相比 1H 的 31% 有所放缓；单均履约费用和占收入比例均有下降，履约效率明显提升。同时，公司 2H 在营销优惠让利、自营品类结构等方面做了大量策略优化，电商自营毛利率较 1H 环比提升 0.5pct。我们认为，随着营销和定价策略持续调整，未来自营业务毛利率和营销费用率仍有改善空间，但公司整体毛利率或将因为平台收入占比下降而继续下行。

图表 2: 阿里健康履约费用及占收入比例



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 3: 阿里健康营销费用及占收入比例



资料来源：公司数据、浦银国际

● 盈利预测和估值

目前，公司 12 个月前瞻 PS 较过去 2 年均值低 1.5 个标准差，处于近 2 年的最低值。我们给予阿里健康 2.0x FY2023E PS，与目前行业平均估值持平，相比历史平均仍低 1.4 个标准差，基于此，我们给予阿里健康 4.3 港元的目标价。对比同类医药电商公司如京东健康（2.2x 2023E PS，35% 2021-24E 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 倍数较合理。

图表 4: 阿里健康财务预测

百万人民币	2023E			2024E			2025E		
	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	25,028	26,521	-5.6%	31,479	35,588	-11.5%	38,014	NA	NA
毛利润	4,755	5,463	-13.0%	5,887	7,402	-20.5%	6,919	NA	NA
净利润	-102	-188	NA	-60	-63	NA	-33	NA	NA

资料来源：Bloomberg, 浦银国际预测

图表 5: 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%			2021-24E 收入 CAGR %
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
6618 HK	京东健康	150,535	47.2	3.0	2.2	1.7	49.0	41.2	38.5	35%
241 HK	阿里健康	51,368	3.8	1.7	1.4	1.1	21.6	25.8	20.8	23%
1833 HK	平安好医生	20,877	18.7	2.3	2.0	1.7	5.6	17.0	22.3	13%
平均值				2.4	1.9	1.5				

对于阿里健康、平安好医生, E=浦银国际预测; 此外, E=Bloomberg 预测; 阿里健康数据为 2023-25 财年数据; 数据截止 2022 年 5 月 25 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 阿里健康 P/S band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 阿里健康



资料来源: Bloomberg、浦银国际

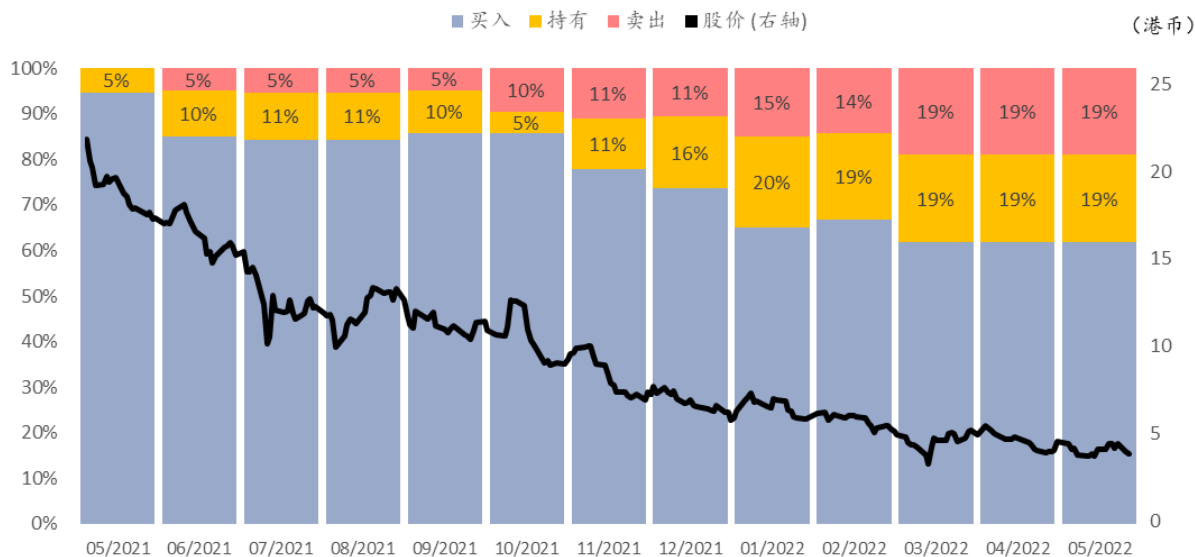
图表 8: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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 Equity	药明康德	88.8	买入	176.0	2022年4月26日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	91.3	买入	155.0	2022年4月26日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	82.8	买入	143.0	2022年5月3日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	109.2	买入	154.3	2022年5月3日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	53.3	买入	110.0	2022年3月23日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	3.8	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	18.7	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	19.4	买入	54.5	2022年3月29日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	27.0	买入	75.0	2022年4月28日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	26.8	买入	48.0	2022年5月17日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.3	买入	13.5	2022年3月25日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.3	买入	6.9	2022年4月1日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	291.6	买入	390.0	2022年2月22日	医疗器械

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 5 月 25 日收盘价

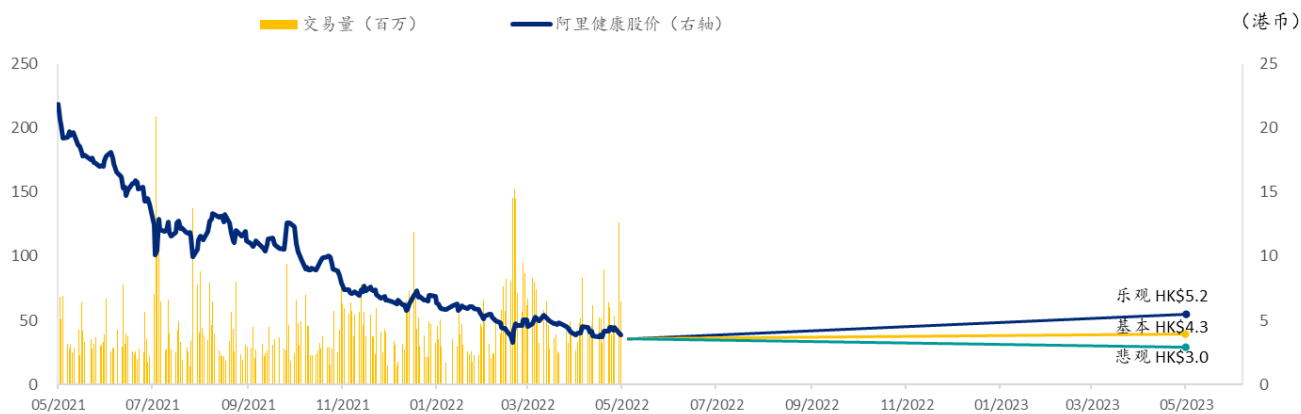
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 阿里健康市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 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: 5.2 港元

概率: 30%

- 2022-24E 收入复合增速>30%;
- 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: 3.0 港元

概率: 20%

- 2021-23E 收入复合增速<20%;
- 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

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

