



阿里健康 (241)

评级：买入(维持) / 目标价：\$10.5

半年报业绩亮眼·浙江互医平台打通处方流转全链路

自7月份首次覆盖，公司股价由首次推荐时7.11港元达至前次目标价9.1港元。27日阿里健康发布中期业绩：半年收入同比增长达三位数，盈利能力持续改善；医药电商及自营体量激增，通过获取线下医疗场景等途径，准备承接处方外流；追溯业务覆盖九成药企，成为公司重要护城河；支付宝医疗健康用户数快速增长，多家医院接通医保支付，合作医院数量进一步增加。我们调低短期毛利率预期，调低经营费用率，更新目标价至**10.5港元**，维持买入评级。

投资要点

半年收入同比增长达三位数，盈利能力持续改善。2020财年上半年(2019年3月至9月)公司录得收入41.17亿元，毛利10.3亿元，同比分别大幅增长119.1%、95%。报告期内，公司亏损额由去年同期90百万元大幅收窄至7.6百万元。加回股权激励费用，实现经调整后利润净额139.5百万元，较去年同期10.5百万元有显著提升。经调整经营溢利率达到3.4%，相较2019上半财年0.6%及2019财年2.4%，盈利能力持续增强。

医药电商及自营体量激增，通过获取线下医疗场景等途径，准备承接处方外流。

2020上半财年，天猫医药平台商品交易总额(GMV)超过370亿元，年度活跃消费者已超1.6亿，占淘宝天猫6.74亿年度活跃用户的23.7%。医药电商收入同比增长140%至540百万。同时，公司医药自营业务收入强劲增长114.6%至3435百万元，在线自营店的年度活跃消费者超过3700万。与此同时，公司积极布局线下医药零售市场，继续探索O2O等医药新零售业务，7*24小时急送药业务已覆盖120个城市。今年8月新修订的《中华人民共和国药品管理法》将于2019年12月1日施行。新版药品管理法未将处方药纳入网售禁止范围，网售处方药有了法律依据，相关监管细则预计最快于2020年出台。阿里健康近期在浙江省建设的互联网医院平台，已顺利跑通医药联动的线上处方流转模式。公司将继续获取线下医院场景、发展线上互联网医疗等，于更多地域开拓处方流转模式，以备未来承接医院处方药外流。

追溯业务覆盖九成药企，成为公司重要护城河。

2020上半财年，追溯业务收入为18.95百万，同比增长0.2%，虽然营收体量较小，但追溯业务是公司的重要护城河。2019年11月的全国医药经济信息发布会，监管部门指出应争取在“十四五”内完成全药品追溯体系的建设，预计相关工作将会加速推进。目前，公司平台入驻并续约的中国药企数量占全国总药企数量超过90%，疫苗品种的覆盖率达到近100%。早前4月发布的《药品信息化追溯体系建设导则》，确立了包括阿里健康在内的第三方技术企业在建设药品信息化追溯体系中的职责范围。未来，包括阿里健康在内的第三方技术企业将成为国家政策落地的有力执行者，参与到中国的药品追溯体系建设中。

*年度活跃消费者指：于过往十二个月内在天猫医药平台实际购买过一次及以上商品的消费者。统计口径为截至2019年9月30日止十二个月。

分析师

周霖
(852) 3983 0857
euruszhou@china-invs.hk

主要数据

评级	买入(维持)
目标价	\$10.5 (15%)
当前股价	9.12 (截至2019.11.28)
稀释后总股本(百万股)	11,700
总市值(百万港元)	109,663
3月日均成交(百万港元)	95.65
52周股价波幅	5.84 - 10.38
主要股东	PERFECT ADVANCE HOLDING (~37.75%)

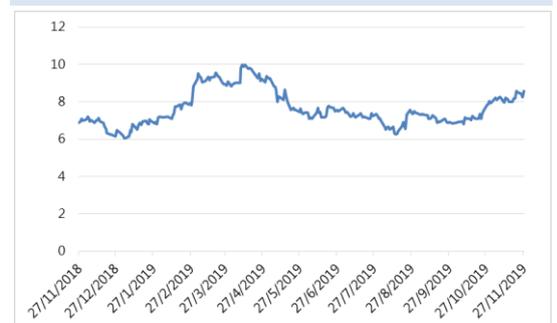
公司业务

医药电商、药品追溯、消费医疗、互联网医疗等业务

财务数据

(百万元人民币)	2019	2020	2021	2022
		预测	预测	预测
收入	5,096	9,240	16,537	27,801
毛利	1,331	2,405	5,532	11,878
经营利润	(96)	70	1,392	4,858
报告利润	(82)	25	1,236	4,392
经调整利润	122	290	1,436	4,592
每股利润(仙)	1.10	2.48	12.26	39.21
市盈率(倍)	746.7	331.6	67.0	20.9
市销率(倍)	19.4	10.7	6.0	3.6
股本回报率(%)	4.6	9.4	31.7	55.7
总债务比权益(%)	118.6	128.3	93.7	63.5

股价表现



来源：彭博，中投证券(香港)

消费医疗业务同比增长近三倍，获客成本低，产品可追溯保证安全。消费医疗涵盖医美、口腔、疫苗、体检等领域，由于国民人均收入提高、消费升级趋势持续，近年，越来越多的厂商角逐消费医疗行业。LBS (location based services) 厂商凭借本地生活的地理区位优势接入地区服务提供者，垂直类平台公司通过社区化培养用户、提供医美等在线预约服务。我们认为阿里健康有别于其他平台的竞争优势在于：**1)** 依托于公司的追溯体系，阿里健康与国际大型医美药品厂商合作，从源头把控产品质量安全以及防伪验真；**2)** “货架式”电商平台的获客成本较垂直类社区平台更低，淘宝、支付宝等拥有庞大自然流量，可转化的用户基础；平台开拓 LBS 业务，将成为现有厂商有力竞争者。2020 上半年财年，阿里健康来自消费医疗业务的收入较去年同期同比增长 274.4%，达到 110.7 百万。未来，公司将继续深化与上游企业的合作，通过优势流量入口为用户对接安全、专业的消费医疗服务提供商。

支付宝医疗健康用户数快速增长，多家医院接通医保支付，合作医院数量进一步增加。阿里健康独家运营支付宝用户端上的医疗健康服务频道。目前支付宝活跃用户超过 10 亿人，用户可以通过支付宝上的健康频道以及阿里健康自有 APP，实现网上问诊、线下医院线上挂号、缴费，触达医院诊疗用药全体系。阿里健康不断拓展支付宝对接的线下医疗机构数量，截至 2019 年 9 月底，支付宝已签约超过 11,000 家医疗机构，其中二级和三级医院数量超过 3600 家。**值得注意的是，阿里健康通过支付宝在超过 300 家三级医院接通了医保支付。**2019 年 9 月在医院场景下使用支付宝医疗健康服务的月度活跃用户数超过 1700 万。公司坐拥支付宝这一巨大流量入口，未来的用户引流及转化有巨大探索空间。

互联网医疗、AI 诊疗等其他创新业务进展迅速。报告期内，其他创新业务实现收入 12.1 百万元，同比增长 202.7%。公司于报告期内，成功自主研发了阿里健康临床辅助决策支持系统(CDSS, Clinical Decision Support System)，截至 2019 年 10 月底，已与全国超过 20 家包括三甲医院在内的医疗机构签约，将 CDSS 产品投入使用。另外，阿里健康积极与政府和医院探索互联网医院合作模式，搭建监管和服务一体化平台。2019 年 1 月，由集团下属公司承建的“浙江互联网医院平台”正式发布，成为全国第一个集监管与服务能力于一体的互联网医院平台。截至 2019 年 9 月底，超过 130 家医疗机构入驻到该平台，实现了浙江省所有地级市的全覆盖，浙江居民电子健康卡已累计发放超过 2,600 万张。

估值结论

我们上调目标价至 10.5 港元。由于电商平台有新类目注入，自营业务增长超预期，公司实现毛利率 25.1%，较上年同期 28.2% 下降 3 个百分点。另外，公司费用控制得当，经营利润率表现好于预期。我们调低了 2020 财年分部业务毛利率预期，假设经营费用率较前假设有更快改善，得到目标价 10.5 港元。汇率假设维持 0.9 人民币/港元。建议中长线关注，逢低买入。

短期股价催化剂：医药电商销售处方药的监管政策快于预期落地；业绩增长好于预期。

下行风险包括：政策风险；竞争风险；毛利率承压。

图表：现金流折现法

(百万元)	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3	2025.3	终值
自由现金流	659	1,500	4,436	8,826	15,272	25,657	27,684
折现因子	0.876	0.768	0.672	0.589	0.516	0.452	0.452
净现值	578	1,152	2,983	5,200	7,883	11,603	84,096
企业总价值	113,495						
少数股东权益	(72)						
权益价值	113,423						
稀释后股本(百万股)	12,016						
每股价格(人民币)	9.4						
股价(港元)	10.5						

*汇率假设 0.9 人民币/港元。

图表：估值假设

债务成本	2.1%	无风险利率	3.1%
债务占比	1.8%	市场回报率	12.0%
权益成本	14.4%	市场风险溢价	9.0%
权益占比	98.2%	贝塔	1.26
税率	15.0%	权益成本	14.4%
平均资本加权成本	14.1%	永续增长率	8.0%

图表：同业估值

代码	亿市值 当地货币	%近一月 股价变动	%近三月 股价变动	%近一年 股价变动	市销率	市盈率	20E 市盈率	ROE %	20E ROE	近 12 月 毛利率
241 HK	1,032.9	14.84	15.61	24.67	19.37	746.72	331.56	4.63	9.43	26.12
				平均值	2.57	27.79	16.09	8.99	6.42	26.48
603939 CH	288.9	-12.37	0.37	56.70	2.97	54.35	-	13.46	-	39.28
603883 CH	197.2	-2.05	-7.24	20.02	1.77	38.88	-	16.01	-	33.99
603233 CH	259.1	-15.08	-7.81	47.93	2.44	38.38	-	20.91	-	40.23
600998 CH	251.0	-3.47	-3.54	-9.42	0.26	15.81	12.86	10.26	13.69	8.63
600833 CH	19.5	-8.78	-12.53	-4.69	1.57	34.68	-	8.26	-	19.56
002727 CH	131.1	-5.29	-10.50	3.22	1.28	22.35	-	13.96	-	39.00
YI US	4.2	11.84	88.89	-46.93	1.00	-	-	-	-	5.84
2607 HK	511.4	-2.26	-6.23	-27.46	0.20	8.56	9.06	10.67	-	13.64
3320 HK	439.3	-6.92	-17.76	-38.47	0.22	9.14	8.13	11.60	-	17.93
1099 HK	778.6	-0.57	-7.26	-32.04	0.18	11.78	9.25	15.24	-	9.02
1833 HK	561.4	-11.07	9.81	52.24	10.51	-	-	-7.19	-9.05	24.39
1515 HK	57.8	-3.88	-17.10	-20.92	2.38	12.05	12.58	7.34	7.58	35.30
3309 HK	51.7	-3.53	-4.65	-15.17	10.18	79.46	49.20	7.77	10.00	36.99
2120 HK	14.6	-8.26	-25.93	-44.52	1.72	14.52	11.54	8.09	9.89	27.75

3869 HK	16.6	0.00	0.00	-26.83	3.56	21.29	-	4.70	-	43.75
1526 HK	14.8	-5.10	-16.96	-36.73	0.87	-	-	-6.23	-	28.35

来源：彭博（截止至 2019.11.27）· 中投证券（香港）

图表：阿里健康主要业务

医药电商	智慧医疗服务	追溯服务	消费医疗
 <p>阿里健康大药房（自营）、天猫医药馆（平台）、O2O 先锋联盟</p>	 <p>预约挂号、复诊开方、医之鹿健康百科；智能识别能力、人工智能开放平台</p>	 <p>药品追溯系统</p>	 <p>覆盖全国核心城市的医美、口腔、体检、疫苗等医疗服务</p>

图表：阿里健康主要平台

平台	业务类型	产品/服务
阿里健康大药房	自营业务	提供非处方药、营养保健品、母婴用品、美妆个护等产品
阿里健康国际自营	自营业务	提供营养保健品、母婴用品等产品
阿里健康旗舰店	医疗服务平台	提供疫苗、体检、口腔护理等医疗服务的电子兑换券购买服务
天猫医药馆	平台业务	运营八个类目商品包括保健食品、成人计生、非处方药及处方药等

图表：阿里健康公司发展历程

时间	事件
1971	古胜祥创立瑞兴百货有限公司，于香港交易所上市
1997	上市公司被永义国际收购，更名为永富建设有限公司
1998	永富建设有限公司改为永富建设国际控股有限公司
2000	中国电信联同收购上市公司，改名为 21 世纪通有限公司，并出售业绩不佳的百货业务
2004	公司被中信集团收购改名为中信 21 世纪有限公司
2014.1	阿里巴巴以 13.3 亿元入主中信 21 世纪
2014.10	上市公司更名为阿里健康
2016.3	公司 2016 年年报显示主要业务为运营产品质量电子监管网，该业务收入为 56.6 百万元，毛利率 67%
2016.8	公司完成收购广州五十年医药连锁有限公司，后更名为阿里健康大药房，迅速启动医药电商业务
2017.3	公司主营变更为三个业务（医药电商、智慧医疗、产品追溯平台），收入主要由医药电商（378.8 百万）、产品追溯业务（96.3 百万）两个部分贡献
2017	阿里健康收购天猫“蓝帽子”保健食品业务
2018	阿里健康收购天猫医疗器械等类目，实现类目全覆盖； 阿里健康与阿里云共建 ET 医疗大脑 2.0，深耕医疗 AI 业务； 阿里健康与生态内的菜鸟点我达、饿了么蜂鸟合作，在北广深杭四城实现 24 小时急送药服务
2019.3	公司调整业务后形成五个主要板块：医药电商平台、医药自营、追溯服务、消费医疗、创新健康相关服务及其他业务

来源：阿里健康·中投证券（香港）

财务数据

综合收益表 (百万元人民币)	2019	2020 预测	2021 预测	2022 预测
收益	5,096	9,240	16,537	27,801
销售成本	(3,765)	(6,835)	(11,005)	(15,923)
毛利	1,331	2,405	5,532	11,878
销售费用	(1,027)	(1,796)	(3,175)	(5,338)
研发费用	(219)	(303)	(543)	(973)
行政管理费用	(181)	(236)	(422)	(710)
经营溢利	(96)	70	1,392	4,858
其他收入及收益	67	10	32	67
其他开支	(3)	(12)	(20)	(20)
财务费用	(28)	(40)	(31)	(25)
非经营性损益	(2)	0	0	0
除税前溢利	(61)	28	1,373	4,880
所得税开支	(31)	(3)	(137)	(488)
非控股权益	(10)	0	0	0
股东应占溢利	(82)	25	1,236	4,392
经调整利润	122	290	1,436	4,592

资产负债表 (百万元人民币)	2019	2020 预测	2021 预测	2022 预测
物业、厂房和设备	9	10	22	50
于合营、联营公司之投资	1,976	1,976	1,976	1,976
可供出售投资	627	627	627	627
非流动资产总值	2,678	2,690	2,702	2,731
存货	596	949	1,528	2,211
应收账款及票据	365	565	1,011	1,699
预付账款、其他应收款等	323	508	827	1,112
现金及等价物	280	1,344	3,122	8,216
流动资产总值	3,303	5,103	8,228	14,985
计息借贷	1,700	800	600	400
应付账款及应付票据	903	1,329	2,140	3,096
其他应付	464	759	1,223	1,769
流动负债总额	3,233	3,370	4,479	6,119
计息银行贷款	0	1,000	800	750
非流动负债总额	12	1,010	810	760
已发行股本	103	103	103	103
储备	2,717	3,447	5,768	11,107
股东应占权益	2,737	3,413	5,642	10,836

现金流量表 (百万元人民币)	2019	2020 预测	2021 预测	2022 预测
除税前溢利	(61)	28	1,373	4,880
折旧及摊销	4	6	6	14
贸易及其他应收款项变动	(275)	(199)	(446)	(688)
应付款项变动	(181)	(185)	(319)	(285)
存货变动	(141)	(353)	(579)	(683)
应付帐款及应付票据	579	426	811	956
其他应付帐款及应计费用增加	231	296	463	546
合约负债增加	40	310	34	338
已付所得税	(15)	(3)	(137)	(488)
经营活动所得现金流量净额	396	610	1,417	4,783
购入物业及设备	(6)	(7)	(8)	(14)
购买金融资产等投资	(2,156)	0	0	0
权益投资	(120)	0	0	0
投资联营公司	(983)	0	0	0
其他	869	0	0	0
投资活动所用现金流量净额	(2,396)	(7)	(8)	(14)
发行/赎回股份	(37,846)	0	0	0
融资活动所用现金流量净额	1,708	460	369	325
现金及现金等价物变动	(291)	1,063	1,778	5,094
年初现金及现金等价物	508	280	1,344	3,122
年末现金及现金等价物	280	1,344	3,122	8,216

比率分析	2019	2020 预测	2021 预测	2022 预测
同比增长(%)				
收入	108.6	81.3	79.0	68.1
毛利	103.9	80.6	130.0	114.7
经调整利润	1,421.6	138.2	395.2	219.8
盈利能力(%)				
毛利率	26.1	26.0	33.5	42.7
经调整利润率	2.4	3.1	8.7	16.5
资本回报率	2.7	4.2	15.3	32.1
股本回报率	4.6	9.4	31.7	55.7
流动性和偿付能力				
流动比率	1.0	1.5	1.8	2.4
速动比率	0.2	0.6	0.9	1.6
现金比率	0.1	0.4	0.7	1.3
净债务/权益(%)	51.9	13.4	(30.5)	(65.2)
运营资金管理				
存货周转天数	57.0	50.0	50.0	50.0
应收账款天数	25.8	22.0	22.0	22.0
应付账款天数	86.3	70.0	70.0	70.0
杜邦分析				
净利率	2.4	3.1	8.7	16.5
资产周转率	1.1	1.3	1.8	1.9
杠杆比率	1.7	2.2	2.1	1.7

来源: 阿里健康、中投证券(香港)

免责声明

公司评级定义：

买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅介于 10%以上

持有：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数变动介于±10%之间

沽售：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级定义：

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于恒生指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对恒生指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，并不用作或视作为销售、提示或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送。并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源，但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明，于法律及/或法规准许情况下，中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及(b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。中投证券(香港)之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与本报告所述的观点并不一致。

一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知，本报告任何部分不得解释为提示或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)或其集团在现在或过去 12 个月内与本研究报告所评论的时代中国控股有限公司存在投资银行业务的关系。

中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。