

阿里健康 (00241.HK)

数字大健康市场前景广阔，公司医药电商业务布局完整

增持

核心观点

公司是阿里集团旗下数字大健康平台，以医药销售为核心业务。公司由阿里巴巴控股，核心业务为医药电商，2022 财年医药电商业务占公司总营收 97%，在线医疗健康服务和数字化溯源服务为医药电商实现导流和赋能。

医药分离政策持续落地，零售药房空间广阔。目前医院等医疗机构仍是我国最大的医药品销售渠道，零售药房的占比持续提升，我们测算 2022 年院外零售药房销售规模约为 8,981 亿元，占比 36%，相较 2017 年提升了 12pct。参考日美等成熟市场的经验，在我国大力推动医药分离的政策背景下，院外零售药房有着广阔的市场空间，预计 2025 年我国零售药房市场规模可达到 1.4 万亿元，占比 44%，2022-2025 年复合增长率 16%。

非药线上渗透率持续上升，线上诊疗与售药一体化布局加速药品销售渗透。线上药房价格优惠、类目丰富，是非药健康产品重要的销售渠道，2020 年保健品电商销售占比达 40%，2018 年医疗器械线上化率达 68%；我们预测非药品在线上仍有广阔的发展空间，2025 年可达到 4,236 亿元，2022-2025 年 CAGR 25%，占比 77%。药品方面，线上药房通过医药一体化服务、新特药线上首发，实现与线下药房的差异化竞争，预计 2025 年电商药品销售规模可达到 2,031 亿元，线上化率 24%，2022-2025 年 CAGR 为 29%。

公司通过优化物流布局、打造在线问诊平台等方式持续优化自营业务的布局，平台模式则依靠阿里系流量资源吸引大量入驻商家和商品。自营业务上，公司持续优化履约能力、完善在线诊疗业务布局并加强与药企的多方位战略合作，打造了高效、成熟的数字大健康生态。平台业务上，公司在淘宝、天猫等各大阿里系 APP 内均有接口，通过集团流量赋能，阿里健康年活跃用户数已超 3 亿人；巨大的流量进一步为公司带来大量入驻商家和商品，目前公司已服务超过 2.7 万个商家，天猫医药平台覆盖 SKU 数量超 4,800 万。

投资建议：维持“增持”评级。本财年公司受益于疫情大面积过峰，消费者对于线上购药需求显著提升，长期看疫情影响消退，购药需求部分减弱，我们预测公司 FY2023-FY2025 年收入为 257/321/384 亿元，收入 CAGR 为 22%，较上次调整幅度为 2%/-4%/-9%，考虑公司医药网络零售龙头地位稳固，大股东阿里巴巴集团对公司流量和履约能力持续赋能，维持目标价 6-7 港币，相对当前股价上涨空间为 22%-43%，维持“增持”评级。

风险提示：国家医疗健康政策的变化造成冲击；市场竞争恶化；数据安全风险；产品或第三方商家出现质量问题。

盈利预测和财务指标

| | FY2021 | FY2022 | FY2023E | FY2024E | FY2025E |
|--------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 15,518 | 20,578 | 25,656 | 32,079 | 38,377 |
| (+/-%) | 61.7% | 32.6% | 24.7% | 25.0% | 19.6% |
| 净利润(百万元)-经调整 | 631 | -394 | 709 | 961 | 1,371 |
| 净利率-经调整 | 4.1% | -1.9% | 2.8% | 3.0% | 3.6% |
| 每股收益(元)-经调整 | 0.05 | (0.03) | 0.05 | 0.07 | 0.10 |
| EBIT Margin | 0.4% | -5.3% | 0.2% | 1.2% | 2.1% |
| 净资产收益率 (ROE) | 4.4% | -2.8% | 4.8% | 6.1% | 8.0% |
| 市盈率 (PE) | 93.9 | (150.6) | 83.9 | 61.9 | 43.4 |
| EV/EBITDA | 706.8 | (62.4) | 176.7 | 99.6 | 68.2 |
| 市净率 (PB) | 4.1 | 4.2 | 4.0 | 3.8 | 3.5 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司深度报告

互联网·互联网 II

证券分析师：谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

S0980520080008

联系人：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|-------------|------------------|
| 投资评级 | 增持(维持) |
| 合理估值 | 6.01 - 7.14 港元 |
| 收盘价 | 4.90 港元 |
| 总市值/流通市值 | 66255/66255 百万港元 |
| 52 周最高价/最低价 | 10.14/3.00 港元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 286.96 百万港元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《阿里健康 (00241.HK) - 平台业务挑战仍存，盈利能力边际改善》——2022-05-27
- 《阿里健康-00241.HK-财报点评：流量匮乏拖累收入增长，投入加大使利润承压》——2021-11-26
- 《阿里健康-00241.HK-深度报告：背靠阿里资源，发力自营药品》——2021-10-19

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 公司概况：阿里集团赋能，医药电商为基本盘业务 | 5 |
| 业务简介：医药电商业务为基本盘，医疗健康及数字化服务打造生态闭环 | 5 |
| 股权结构和管理层：阿里集团持股 57.1%，管理层经验丰富 | 7 |
| 医药分离改革助力零售药房占比持续提升 | 8 |
| 院内医疗机构渠道仍为最大销售渠道，零售药房占比持续提高 | 8 |
| 参照成熟市场经验，医药分离改革下零售药房市场渗透率有望逐步提升 | 9 |
| 疫情与政策驱动医药销售线上渗透率提升，医药电商市场空间广阔 | 11 |
| 医药电商为非药健康产品重要购买渠道，打造在线诊疗服务完善购药场景 | 11 |
| 疫情与政策放开为医药电商市场提供发展动力 | 13 |
| 集团流量赋能阿里健康打造成成熟的数字大健康生态 | 15 |
| 自营模式：持续优化产品及物流履约，在线诊疗覆盖广度优于同业实现数字健康生态闭环 | 15 |
| 平台模式：背靠阿里系海量流量，活跃用户和入驻商家数远超京东健康 | 17 |
| 附录：药品/非药品规模测算 | 19 |
| 院内规模测算 | 19 |
| 院外规模测算 | 20 |
| 投资建议 | 21 |
| 风险提示 | 22 |
| 财务预测与估值 | 23 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 政策、阿里健康发展历程示意图 | 5 |
| 图 2: 2022 年数字医药零售市场市占率情况 | 6 |
| 图 3: 阿里健康营收结构 (百万元) | 6 |
| 图 4: 阿里健康自营、平台业务 GMV 及增速 (百万元, %) | 6 |
| 图 5: 阿里健康自营、平台业务营收及增速 (百万元, %) | 6 |
| 图 6: 阿里健康股权结构 | 7 |
| 图 7: 医药产业链 | 8 |
| 图 8: 两大终端渠道销售规模占比 (%) | 9 |
| 图 9: 两大终端渠道销售规模及增速 (亿元, %) | 9 |
| 图 10: 日本连锁药店市场规模及医药分离率 (亿元, %) | 10 |
| 图 11: 美国药品销售渠道规模及占比 (十亿美元, %) | 10 |
| 图 12: 我国零售药房市场规模及增速 (亿元, %) | 10 |
| 图 13: 中、日、美医药分离政策节点对比 | 10 |
| 图 14: 保健品各销售渠道占比情况 (%) | 12 |
| 图 15: 2018 年医疗器械销售渠道占比 (%) | 12 |
| 图 16: 传统药房、O2O、医药电商产品结构对比 (%) | 13 |
| 图 17: 京东健康、阿里健康自营年活跃用户数在 2020 年出现明显增长 (百万人, %) | 14 |
| 图 18: 疫情对消费在线医疗健康服务使用频率的影响 (%) | 14 |
| 图 19: 医药电商市场规模 (按品类分, 亿元) | 15 |
| 图 20: 药品在零售药房各渠道的销售规模 (亿元) | 15 |
| 图 21: 非药品在零售药房各渠道的销售规模 (亿元) | 15 |
| 图 22: 阿里健康提供在线诊疗服务, 用户根据电子处方可一键取药, 再填写地址选择送货上门 | 16 |
| 图 23: 阿里健康在天猫、支付宝、淘宝等 APP 内均有入口 | 17 |
| 图 24: 阿里集团、阿里巴巴中国商业年度活跃用户数及增速 (百万, %) | 18 |
| 图 25: 阿里健康、京东健康年度活跃用户数及增速对比 (百万, %) | 18 |
| 图 26: 阿里健康、京东健康平台第三方入驻商家数量 (万) | 18 |

| | |
|---|----|
| 表1: 医药电商细分业务 | 6 |
| 表2: 医疗健康服务及数字化溯源服务业务 | 7 |
| 表3: 阿里健康董事及高管团队 | 8 |
| 表4: 2022 年零售药房细分商业模式 | 11 |
| 表5: 医药电商、O2O、实体药店零售渠道部分产品对比, 医药电商品类更加丰富, 且价格更优惠 | 12 |
| 表6: 医药电商相关政策梳理 | 14 |
| 表7: 阿里健康与药企的部分合作项目梳理 | 16 |
| 表8: 阿里健康、京东健康及平安好医生在线诊疗业务对比 | 17 |
| 表9: 阿里健康、京东健康在售 SKU 数量对比 (万) | 18 |
| 表10: 医药零售市场规模测算 (亿元) | 19 |
| 表11: 2023-2025 年院内渠道规模测算 (亿元) | 20 |
| 表12: 院外医药/非药规模测算 (亿元) | 21 |

公司概况：阿里集团赋能，医药电商为基本盘业务

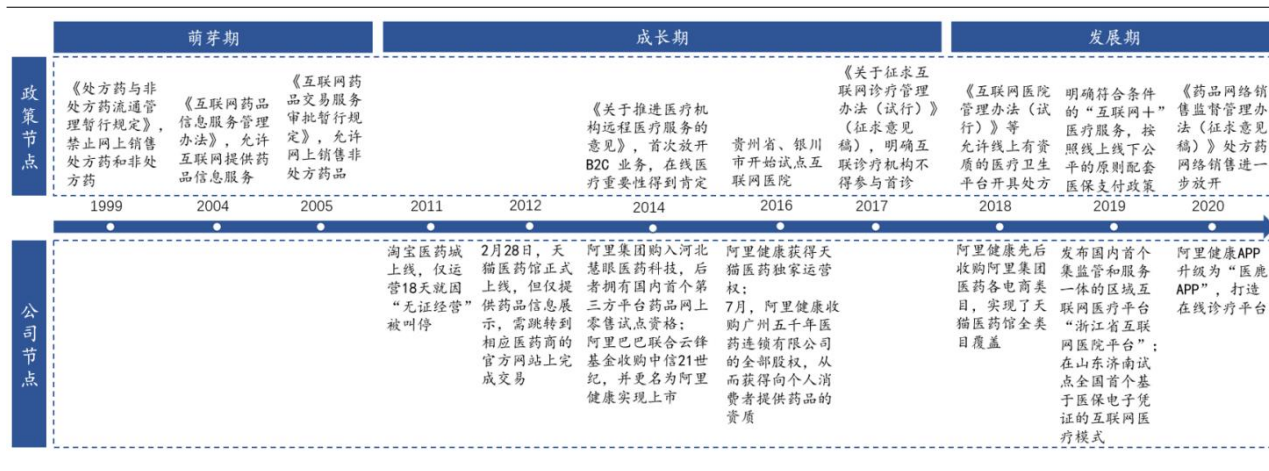
业务简介：医药电商业务为基本盘，医疗健康及数字化服务打造生态闭环

2014年，阿里集团收购掌握国内药品监管码数据的中信21世纪有限公司，整合集团以及中信21世纪的部分业务，成立阿里健康，公司正式上市。随着线上售药和线上医疗政策持续放开，阿里健康发展为集买药、看病于一体的数字大健康平台。

目前，阿里健康主要业务分为医药电商业务和医疗健康及数字化服务。2022财年，阿里健康医药电商业务营收199亿元，占公司营收的97%；我们测算阿里健康2023财年GMV为1,492亿元，在主要三家公司中占比50%。

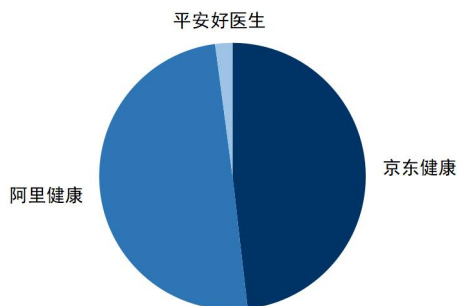
医药自营为公司主要业务模式，贡献超过85%的营收。公司医药电商业务包括医药自营及医药电商平台业务，其中医药自营业务2022财年营收179亿元，占总营收87%，GMV为270亿元，占比20%；医药电商平台业务以天猫医药平台为主要载体，2022财年营收20亿元，占总营收9.7%，平台业务GMV为1103亿，占总GMV比例约为80%。

图1：政策、阿里健康发展历程示意图



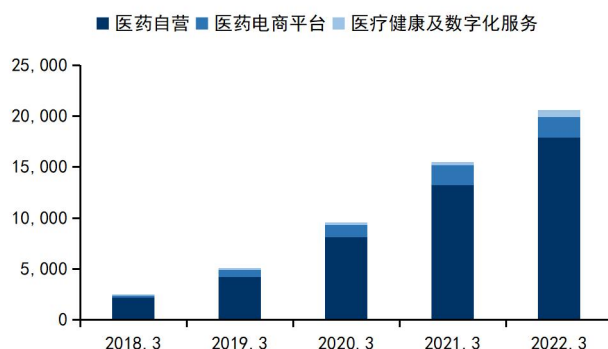
资料来源：中国企业家杂志，公司公告，政府官网，国信证券经济研究所整理

图2: 2022 年数字医药零售市场市占率情况



资料来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理及测算 注: 阿里健康与平安好医生系测算数据

图3: 阿里健康营收结构 (百万元)



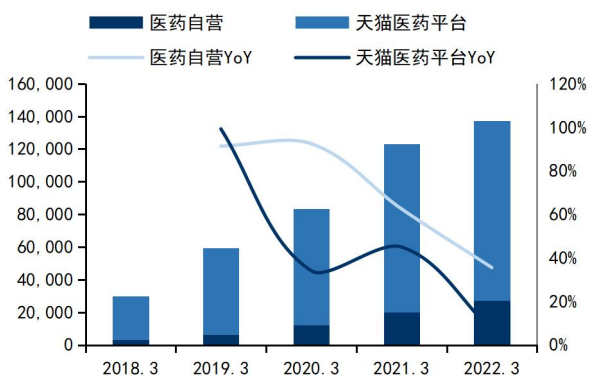
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

表1: 医药电商细分业务

| 业务模式 | 简介 | 业务布局 | 营收占比 |
|--------|---|--------|-------|
| 电商自营业务 | 从供应商处购买医疗健康产品, 赚取买卖价差。产品涵盖处方药、非处方药、阿里健康大药房、阿里健康大药房海药、保健滋补品、医疗器械、隐形眼镜等, 自营药品次日达比例达到 76% 外店 | | 87.0% |
| 电商平台业务 | 第三方商家入驻, 公司从商品交易额中收取佣金与广告费用。截至 2022 年 3 月已服务 2.6 万商家, SKU 超 4400 万 | 天猫医药平台 | 9.7% |

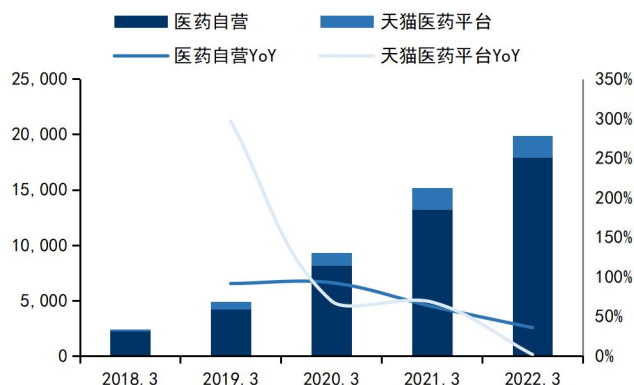
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 占比为业务营收占 2022 财年 (2021.3.31-2022.3.31) 全年总营收的比重

图4: 阿里健康自营、平台业务 GMV 及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图5: 阿里健康自营、平台业务营收及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

医疗健康及数字化服务业务涵盖医疗健康服务及数字化溯源服务, 2022 财年营收 6.7 亿元, 占总营收比例为 3.3%。1) 医疗健康服务通过医鹿 APP、淘宝、支付宝等端口, 为消费者提供中西医问诊、体检、挂号、疫苗、心理等多项消费/医疗服务。2) 数字化服务业务以“码上放心”平台为主要载体, 为 B/C/H 端消费者提供医疗健康产品的溯源服务。

表2: 医疗健康服务及数字化溯源服务业务

| 业务模式 | 形式 | 业务端口 | 营收占比 |
|---------|--|--------|------|
| 医疗健康服务 | 为消费者提供线上线下一体化的消费/医疗级服务, 从中收取佣金或向用户收取订阅费用。截至 2022 年 3 月, 与公司签约提供在线健康咨询的执业医师 医鹿 APP、淘宝、支付宝、高德、钉钉师、药师和营养师已近 16 万人, 日均在线问诊服务量达 30 万次 | | 2.9% |
| 数字化溯源服务 | 为消费者、医疗机构、终端药店等提供医疗健康产品的溯源平台, 并收取平台使用费和技术服务费 | 码上放心平台 | 0.3% |

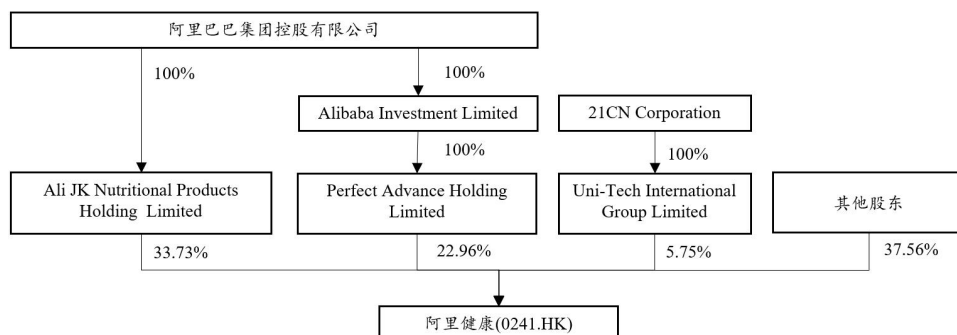
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 占比为业务营收占 2022 财年全年总营收的比重

股权结构和管理层: 阿里集团持股 57.1%, 管理层经验丰富

根据公司 2022 半年报, 阿里巴巴集团通过其全资子公司 Alibaba Investment 及 Ali JK 间接控制发行股份总数的 57.1%, **集团为阿里健康在流量、供应链、履约等方面大量赋能。**

高管团队拥有丰富的电商、医药行业经验。首席执行官朱顺炎于 2007 年加入 UC 浏览器创始团队, 曾任 UC 浏览器高级副总裁, 2014 年 6 月 UC 浏览器业务被阿里巴巴集团收购。加入阿里集团后, 朱顺炎曾任阿里妈妈事业部总裁、智能信息事业群总裁等职位, 平台管理经验丰富; 公司首席运营官沈涤凡于 2004 年加入阿里, 拥有多年互联网公司运营管理经验; 首席财务官屠燕武曾在药明康德、一树药业等医药公司担任重要财务职位, 财务及医药行业经验丰富。

图6: 阿里健康股权结构



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

表3: 阿里健康董事及高管团队

| 姓名 | 年龄 | 职位 | 委任日期 | 个人简介 |
|-----|----|--------------|------------|--|
| 朱顺炎 | 52 | 董事会主席, 首席执行官 | 2020-3-16 | 自 2014 年加入阿里集团, 曾任阿里妈妈事业部总裁、UC 浏览器总裁、阿里巴巴集团大文娱新媒体业务总裁、智能信息事业群总裁 |
| 沈涤凡 | 44 | 执行董事, 首席运营官 | 2021-10-13 | 于 2004 年加入阿里集团, 曾担任包括 B2B 产品运营、阿里巴巴集团安全部、产品广告等部门 |
| 屠燕武 | 45 | 执行董事, 首席财务官 | 2020-10-23 | 曾任通用汽车多个财务职位、无锡药明康德新药开发股份有限公司财务总监、贵州一树连锁药业有限公司首席财务官及高级副总裁 |
| 秦嘉欣 | - | 公司秘书 | 2022-06-30 | 阿里巴巴集团高级法律顾问, 曾任胡百全律师事务所合伙人 |
| 李发光 | 47 | 非执行董事 | 2021-10-13 | 曾任奥的斯财务分析总监、戴尔(中国)高级财务经理。于 2016 年 2 月加入阿里巴巴集团, 现为阿里巴巴控股的高级财务总监 |
| 黄敬安 | 70 | 独立非执行董事 | 2014-05-09 | 安乐工程集团有限公司独立非执行董事及审核委员会主席, 曾任中华安永会计师事务所管理合伙人及安永会计师事务所中国公司管理委员会成员 |
| 罗彤 | 56 | 独立非执行董事 | 2014-05-09 | 易果信息科技有限公司首席战略官, 曾任沃尔玛杭州分公司浙江省区域总经理、中国海王星辰连锁药店有限公司运营副总裁及发展副总裁等 |
| 黄一绯 | 50 | 独立非执行董事 | 2019-06-09 | 百奥维达基金之普通合伙人, 曾任摩根大通亚洲医疗健康投资银行主管 |

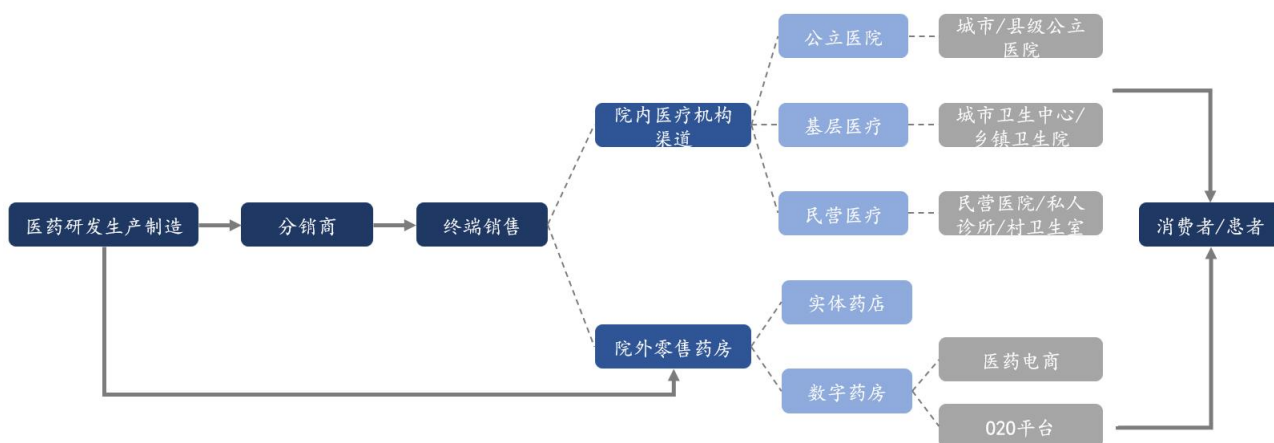
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

医药分离改革助力零售药房占比持续提升

院内医疗机构渠道仍为最大销售渠道, 零售药房占比持续提高

医药终端销售渠道分为院内医疗机构渠道以及院外零售药房两大类型, 其中院内医疗机构渠道包括公立/民营医院以及基层医疗等。目前院内医疗机构渠道是我国医药品销售最重要的渠道, 我们测算 2022 年院内医药销售规模 1.6 万亿元, 占终端销售的 64%; 2022 年, 院外零售药房渠道销售规模约为 8,981 亿元, 占比 36%, 相较 2017 年提升 12pct。

图7: 医药产业链



资料来源: 公司公告, 米内网, 国信证券经济研究所整理

图8: 两大终端渠道销售规模占比 (%)



资料来源: 米内网, 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所测算

图9: 两大终端渠道销售规模及增速 (亿元, %)



资料来源: 米内网, 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所测算

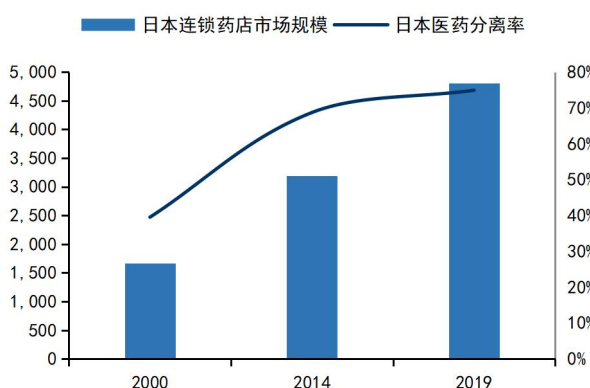
参照成熟市场经验, 医药分离改革下零售药房市场渗透率有望逐步提升

医药分离有助于建立健康的药物流通渠道, 破除“以药养医”的问题, 提升医疗体系效率。参考美日经验, 医药分离改革的推动有助于药店份额大幅提升。

- ◆ **日本自上世纪开始推动医药分离改革, 医药分离率的提高推动同期日本连锁药房规模快速增长。**日本医药分离可追溯至 1955 年颁布的《医药分业法的部分修订案》, 直到 1974 年日本政府将处方费提高四倍, 诊疗服务成为医生主要收入来源, 医药分离政策才开始正式落地。2019 年, 日本的医药分离率 (院外药房接受药品的处方数占开药总处方数的比率) 达到 74.9%, 相较 2000 年提高 35.4pct; 同期日本的连锁药店销售额从 1,664 亿人民币扩大到 4,804 亿, CAGR 达 6%。
- ◆ **美国医药分离经历半个世纪的发展, 推动美国院外零售渠道规模持续扩大。**1951 年美国议会颁布处方药修正法案, 标志着美国开始了医药分离的尝试。经过长达半个多世纪的发展, 目前美国零售药房终端销售规模 3,544 亿美元, 约占药品销售总规模的 70%。

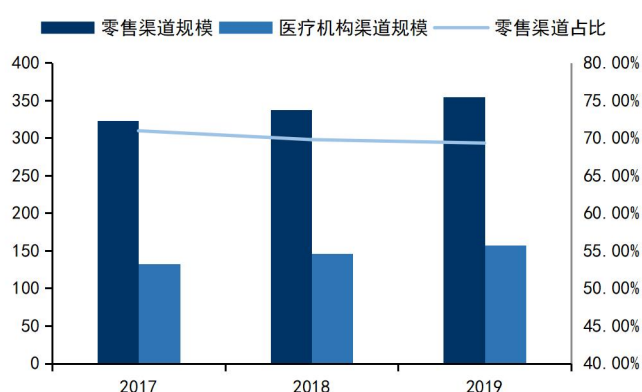
相较之下, 中国 1997 年正式提出医药分离政策, 2012 年医药分离改革在北京市三家公立医院正式启动。参考美、日经验, 我国零售药房市场仍有巨大发展空间, 参照弗若斯特沙利文数据的测算, 预计 2025 年我国院外零售药房市场规模可达到 1.4 万亿元, 占比 44%, 2022-2025 年复合增长率 16%。

图10: 日本连锁药店市场规模及医药分离率 (亿元, %)



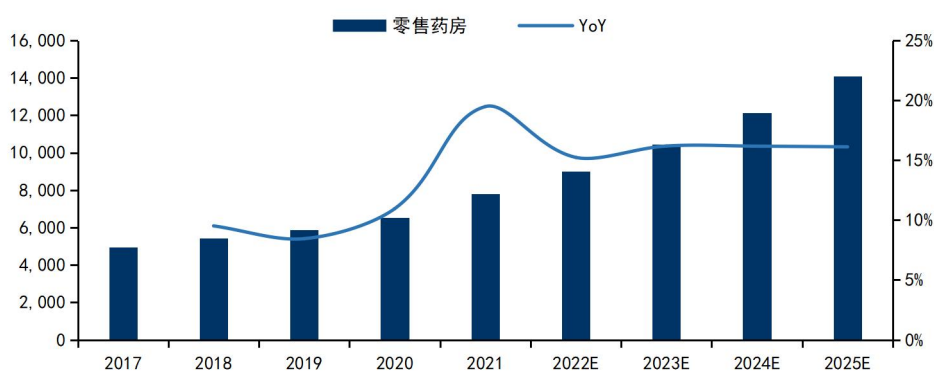
资料来源: 中国药店, 国信证券经济研究所整理

图11: 美国药品销售渠道规模及占比 (十亿美元, %)



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

图12: 我国零售药房市场规模及增速 (亿元, %)



资料来源: 米内网, 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所测算

图13: 中、日、美医药分离政策节点对比

| | 20世纪 | 2000-2010年 | 2010年至今 |
|----|--|--|---|
| 美国 | 1951年美国议会颁布处方药修正法案, 开始摸索医药分开之路 20世纪60年代末, 美国药品福利管理机构 (PBM) 出现, 提供准确而有效的医疗控费方案, 推动医药分离政策走向成熟 | | 2015年, 美国零售药房终端销售占药品销售总规模的83.3% 2016年起, 美国的医生、牙医和其他医疗专业人员必须通过电子方式将处方直接发送到药店 2019年, 零售药房渠道占药品销售的比重达到70.94% |
| 日本 | 1955年颁布《医药分业法的部分修订案》 1974年, 日本政府首次将处方费的点值从10点提高到50点, 正式推动医药分离 1992年, 日本政府再次上调处方费到74点 | 2000年, 日本医药分离率 (院外处方接单率) 达到39.5% | 2014年, 日本医药分离率达到了68.7% 2019年, 日本的医药分业比率达到74.9% |
| 中国 | | 1997年, 国务院在《关于卫生改革与发展的决定》中明确提出: 要“实行医药分开核算、分别管理” 2009年3月17日《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》提出实行医药分开 | 2012年, 北京市同仁医院、天坛医院、积水潭医院三家公立医院正式启动医药分开改革 2017年1月, 国务院印发《“十三五”深化医药卫生体制改革计划》提出“推进医药分开, 调整利益驱动机制, 破除以药养医” |

资料来源: 中国药店, ECV Healthcare, 《历史与传统的选择: 美国医药分业的模式》, 中企顾问网, 国信证券经济研究所整理

疫情与政策驱动医药销售线上渗透率提升，医药电商市场空间广阔

零售药房包括实体药房和数字药房两种模式，数字药房包括 O2O 和医药电商。据弗若斯特沙利文数据测算，医药电商 2022 年市场规模 3,132 亿元，占零售药房比例为 36%，是零售药房市场第二大销售渠道。

表4: 2022 年零售药房细分商业模式

| 类型 | 简介 | 代表企业 | 规模 | 占比 | YoY |
|------|---------------------------------|------------------|---------|-----|-------|
| 实体药房 | 以线下实体零售药店为主要经营主体，包括连锁药房和单体药房等模式 | 大参林、一心堂、老百姓、益丰药房 | 5,528 亿 | 62% | 7.0% |
| 医药电商 | 以电子商务平台为主要载体，为消费者提供在线看病、买药渠道的企业 | 阿里健康、京东健康、平安好医生 | 3,132 亿 | 35% | 31.3% |
| 数字药房 | O2O 提供即时到家医药零售服务的企业 | 叮当买药、美团买药 | 321 亿 | 4% | 33.2% |

资料来源:米内网,弗若斯特沙利文,国信证券经济研究所整理及测算 注:规模为 2022 年市场规模、占比为占 2022 年零售药房市场的比重

医药电商为非药健康产品重要购买渠道，打造在线诊疗服务完善购药场景

◆ 非药品线上价格优惠、更新迭代快、时效性要求低，医药电商高渗透率

我国零售药房销售的产品分为药品和非药健康产品，保健品和医疗器械为代表的非药产品以电商平台为重要销售渠道：保健品 2020 年线上化率 40%，电商是保健品第一大销售渠道，2018 年医疗器械零售线上化率 68%。非药产品高线上化率原因如下：

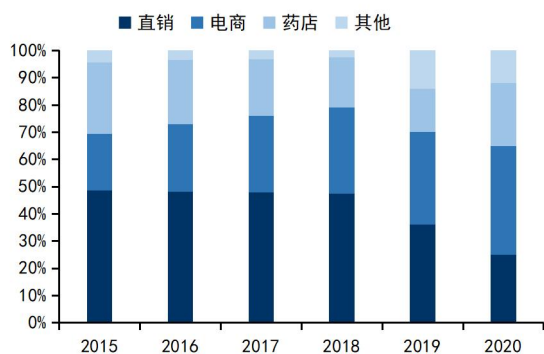
- 1) 电商平台价格优惠且易于比价，从而吸引消费者购买；
- 2) 保健品、医疗器械等品类多样且更新迭代快，在平台模式下，医药电商聚合众多药店和品牌直营店，能实现快速上新，满足消费需求；
- 3) 非药健康产品对时效性要求较低，电商相比线下和 O2O 在时效性方面的弱势被淡化。

表5: 医药电商、O2O、实体药店零售渠道部分产品对比, 医药电商品类更加丰富, 且价格更优惠

| | 医药电商 | | O2O | | 实体药房 | | 医药电商/O2O | 医药电商/实体药房 | |
|------|--------------------|-------|------|---------|------|-----|----------|-----------|-----|
| | 阿里健康 | 京东健康 | 美团买药 | 叮当快药 | 大参林 | 老百姓 | | | |
| 保健品 | watoo 褪黑素 | 59 | 59 | 76-90 | - | - | - | 0.7 | - |
| | BYHEALTH 奶蓟草护肝片 | 149 | 119 | 206-230 | - | - | - | 0.6 | - |
| | 碧生源常菁茶 | 63 | 62 | 65 | 68 | 88 | 88 | 0.9 | 0.7 |
| | 汤臣倍健胶原蛋白软骨素钙片 | 100 | 96 | 80-140 | 108 | 248 | 250 | 0.9 | 0.4 |
| 医疗器械 | 可孚 KF-65B PLUS 血压计 | 120.9 | 129 | 154 | - | - | - | 0.8 | - |
| | 可孚 HW011 体温枪 | 49 | 79 | 59.9 | - | - | - | 1.1 | - |
| | 鱼跃网式雾化器 M100 | 129 | 167 | 120 | 168 | 238 | 398 | 1.0 | 0.5 |

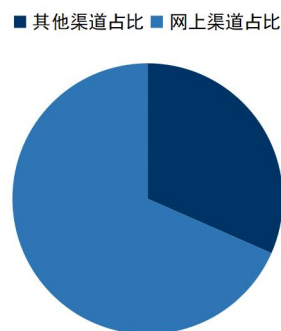
资料来源: 淘宝 APP, 京东 APP, 美团 APP, 叮当快药 APP, 大参林小程序, 老百姓小程序, 国信证券经济研究所整理及测算 注: 我们采用医药电商平均价位与 O2O 及实体药房的平均价位比价

图14: 保健品各销售渠道占比情况 (%)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图15: 2018年医疗器械销售渠道占比 (%)

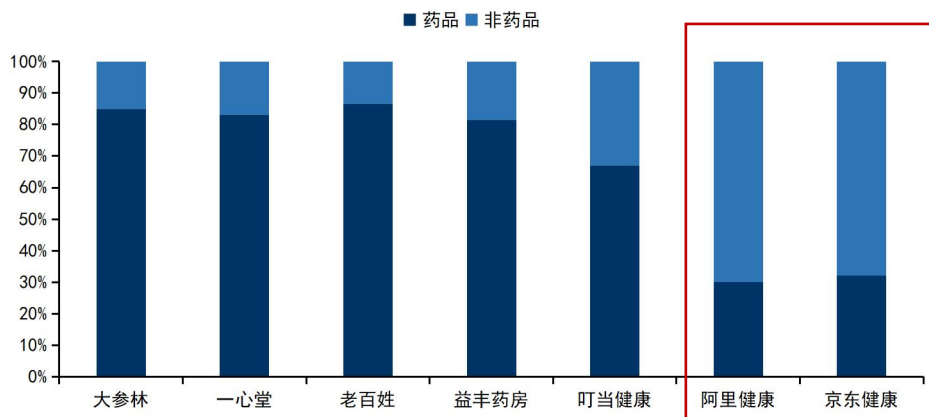


资料来源: 米内网, 国信证券经济研究所整理

◆ 药品对时效性要求更高, 传统药房和 O2O 药房为主要购药渠道

相比非药产品, 药品对于时效性要求更高, 消费者购药时更倾向选择距离较近的线下药房和时效性强的 O2O 药房。2021 年我国四大连锁药房产品销售结构中, 药品销售占比达到 80%以上; 以叮当健康为代表的 O2O 药房中, 药品销售规模达到 70%左右; 相比之下, 阿里健康等医药电商的产品结构中药品销售比例仅为 30%。

图16: 传统药房、O2O、医药电商产品结构对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 医药电商打造看病、购药一体化平台, 加快药品销售渗透

药品需要专业的使用指导, 用户对医嘱和专业导购有较强依赖。医药电商平台陆续完善线上诊疗模式, 实现从看病到买药一站式服务, 使得用户在线上能在专业医师指导下一键购药, 帮助消费者提高购药效率。

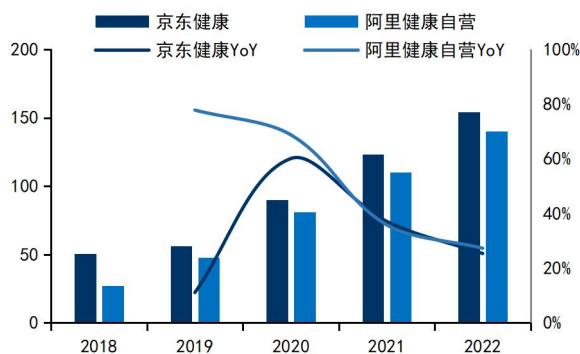
此外, 医药电商与国内外药企合作, 帮助新特药在医药电商平台首发, 缩短产品触达市场时间, 解决消费者难以购买新特药的痛点, 从而加大药品零售渗透。

疫情与政策放开为医药电商市场提供发展动力

疫情促进消费者线上化教育, 线上就医购药消费习惯逐渐养成。疫情期间, 线下购药受限, 消费者转向线上购药渠道, 主要医药电商用户数大幅增加; 疫情后, 根据艾瑞咨询调查的数据, 消费者使用在线医疗健康服务的频率显著提升。

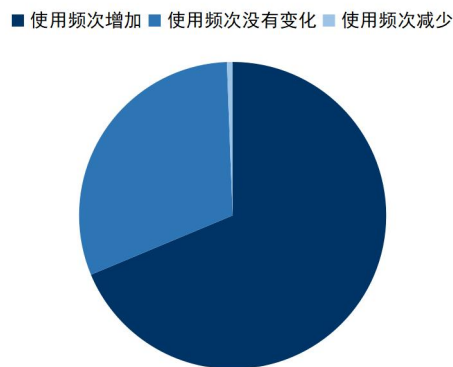
另一方面, 我国医药电商监管政策持续放开, 逐渐由限制型政策转向规范、引导型政策。《药品网络销售监督管理办法》政策的出台, 标志着医药电商可售产品范围逐步扩展到处方药领域; 此外国务院《扩大内需战略规划纲要(2022—2035年)》为推动医保接入电商平台提供重要参考, 这些政策共同助力医药电商行业实现快速发展。

图17: 京东健康、阿里健康自营年活跃用户数在 2020 年出现明显增长 (百万人, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图18: 疫情对消费在线医疗健康服务使用频率的影响 (%)



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

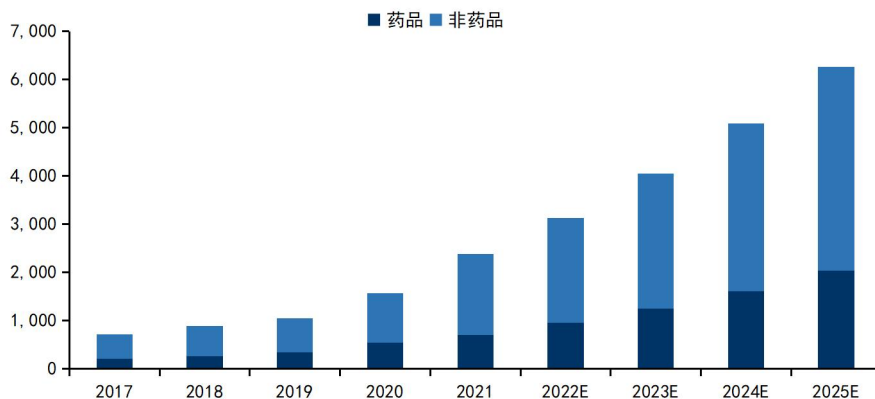
表6: 医药电商相关政策梳理

| 时间 | 项目/文件 | 内容 | 意义 |
|----------|------------------------------------|---|------------------------|
| 2018. 4 | 国务院办公厅《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》 | 允许在线开具部分常见病、慢性病处方。对线上开具的常见病、慢性病处方, 经药师审核后, 医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送 | 允许互联网诊疗平台开具处方 |
| 2020. 10 | 国家医保局《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》 | 根据地方医保政策和提供“互联网+”医疗服务定点医疗机构的服务内容确定支付范围; 支持“互联网+”医疗复诊处方流转 | 开始互联网医保覆盖的初步尝试 |
| 2020. 11 | 国家药监局《药品网络销售监督管理办法(征求意见稿)》 | 具备网络销售处方药条件的药品零售企业, 可以向公众展示处方药信息 | 传统医疗机构可在线销售处方药 |
| 2022. 8 | 国家市场监督管理总局《药品网络销售监督管理办法》 | 药品网络零售企业可销售处方药, 同时将处方药与非处方药区分展示, 并在相关网页上显著标示处方药、非处方药 | 正式放开医药电商销售处方药的限制 |
| 2022. 12 | 国务院《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》 | 积极发展“互联网+医疗健康”服务, 健全互联网诊疗收费政策, 将符合条件的互联网医疗服务项目按程序纳入医保支付范围 | 将按程序将互联网医疗服务项目纳入医保覆盖范围 |

资料来源: 中国政府网, 国信证券经济研究所整理

疫情形成的消费习惯叠加政策推动, 为数字药房市场带来强大助力。参考弗若斯特沙利文数据, 预计我国医药电商市场将加速发展, 2025年可达到6,267亿元, 2022-2025年CAGR为26%。1) 电商药品: 预计2025年药品规模2,031亿元, 2022-2025年CAGR为29%, 电商渠道药品占院外药品比例为24%, 占院内及院外药品总销售额8%; 2) 非药品: 预计2025年非药品规模4,236亿元, 2022-2025年复合增长率25%, 线上化率77%。

图19: 医药电商市场规模（按品类分，亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理及测算

图20: 药品在零售药房各渠道的销售规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理及测算

图21: 非药品在零售药房各渠道的销售规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理及测算

集团流量赋能阿里健康打造成熟的数字大健康生态

自营模式：持续优化产品及物流履约，在线诊疗覆盖广度优于同业实现数字健康生态闭环

◆ 履约能力持续追赶京东健康，已建立覆盖全国的物流体系

履约能力上，截至2022年3月31日，公司建立了17地29仓的配送网络和智能化物流策略中心，可触达全国各地。自营药品次日达单量占比76%，应用于新特药的冷链已覆盖全国超过210个城市。2022年阿里健康大药房自建仓储园区杭州塘栖仓投入使用，该仓储园区是目前亚洲最大的数字化单体药品仓，日均可处理100万个药品订单，进一步提高物流配送效率。

◆ 联合国内外知名药企，提供优质、丰富的医疗健康产品

在药品领域，公司积极探索与国内外知名药企的合作方式，为患者提供丰富全面的药品品类。2021年10月，阿里健康宣布启动“新药首发扶持计划”，帮助新

特药在阿里健康平台率先上市。截至 2022 年 3 月，罗氏中国、齐鲁药业、悦康药业等多家领先药企已在阿里健康自营店首发上线新药产品。

表7: 阿里健康与药企的部分合作项目梳理

| 项目 | 推出时间 | 简介 | 合作药企 |
|----------|----------|--------------------------------------|------------------------------------|
| 天猫好药联盟 | 2021. 04 | 从生产源头开始，为线上消费者提供全链路的好药保障 | 阿斯利康、赛诺菲、拜耳、优时比、白云山、费森、植恩、同仁堂等 |
| 新药首发扶持计划 | 2021. 10 | 为新药上市开启绿色通道，从报送到上架首营最快 3 天，最长不超过 7 天 | 罗氏中国、齐鲁药业、悦康药业、武田制药、青岛百洋制药、阿斯利康等 |
| 慢病买药不出门 | 2023. 01 | 联合慢病领域知名药企，为解决慢病患者春节期间的用药问题 | 步长制药、诺华、阿斯利康、葛兰素史克、晖致医药、美纳里尼、利奥医药等 |

资料来源: 赛柏蓝, 阿里健康公众号, 国信证券经济研究所整理

◆ 在线诊疗服务覆盖广度远超竞对，赋能线上售药

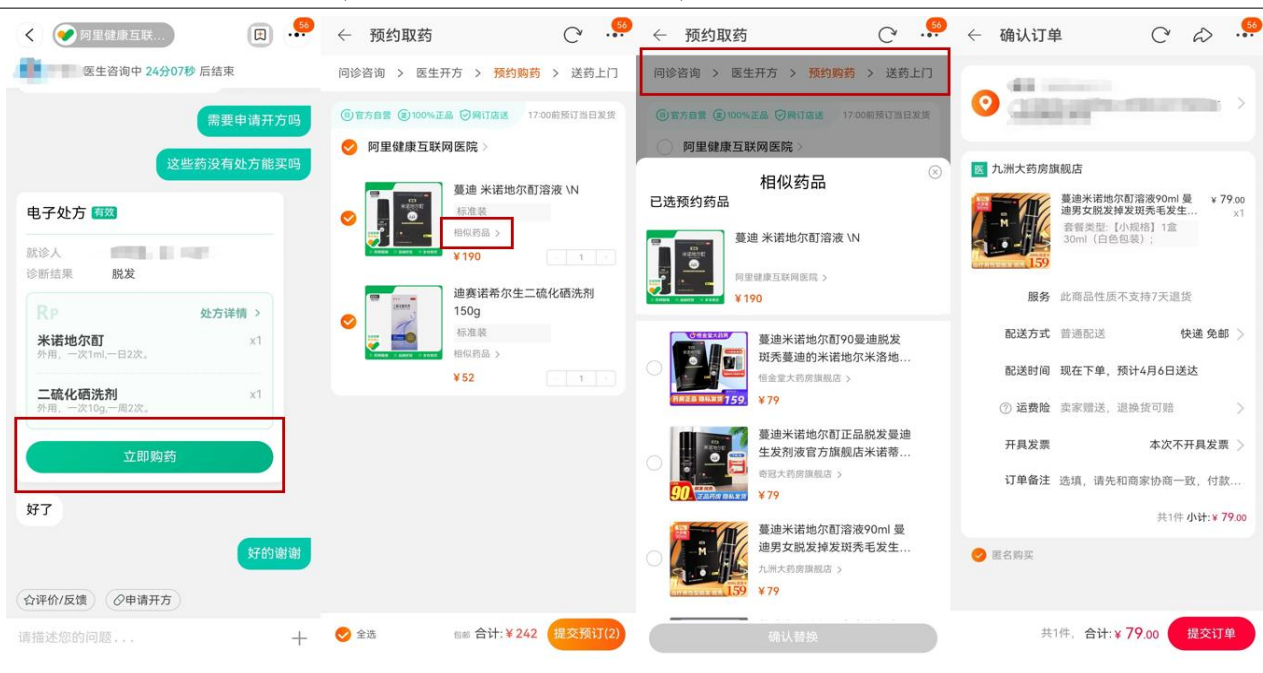
阿里健康借助在线诊疗塑造了看病到买药的一体化平台。用户线上诊疗后凭借医师开具的电子处方便可预约购药，进行药品比价并一键下单，等待快递送药上门。

1) 覆盖的医疗团队方面，阿里健康相较竞对广泛覆盖医药师团队。截至 2022 年 9 月 30 日，阿里健康已有接近 18 万执业药师、执业医师和营养师入驻，在医药师团队覆盖广度上超过京东健康和平安好医生。

2) 公司覆盖的患者的规模领先同业。阿里健康累计慢病用户数达 730 万，旗下小鹿中医服务超 1100 万患者，公司 2021 年 4 月-2021 年 9 月统计日均问诊量已超 30 万次，对比京东健康 2022 年底披露日均 30 万次的问诊量数据，阿里健康在覆盖患者方面规模更大。

此外，阿里健康还建立了包括心血管、皮肤在内的 17 大健康关爱中心。通过建立起在线诊疗到购药的闭环通道，阿里健康可帮助用户提升购药、用药的准确性。

图22: 阿里健康提供在线诊疗服务，用户根据电子处方可一键取药，再填写地址选择送货上门



资料来源: 淘宝 APP, 国信证券经济研究所整理

表8: 阿里健康、京东健康及平安好医生在线诊疗业务对比

| 指标 | 时间 | 阿里健康 | 京东健康 | 平安好医生 |
|-----------|---|---------------------------------|--------------------|-----------------------------|
| 合作医生/医院数量 | 阿里健康截至 2022. 9. 30 京东健康截至 2021. 12. 31 平安好医生截至 2022. 12. 31 | 18 万签约执业药师、医师和营养师 | 外部医生团队覆盖 15000 家医院 | 超 2000 位名医专家, 4.9 万内名外部医生团队 |
| 覆盖患者情况 | 阿里健康截至 2022. 9. 30 | 慢病用户数达 730 万, 小鹿中医累计服务 1100 万患者 | 未披露 | 未披露 |
| 日均问诊量 | 阿里健康截至 2022. 9. 30 京东健康截至 2022. 12. 31 | 30 万次 | 30 万次 | 未披露 |

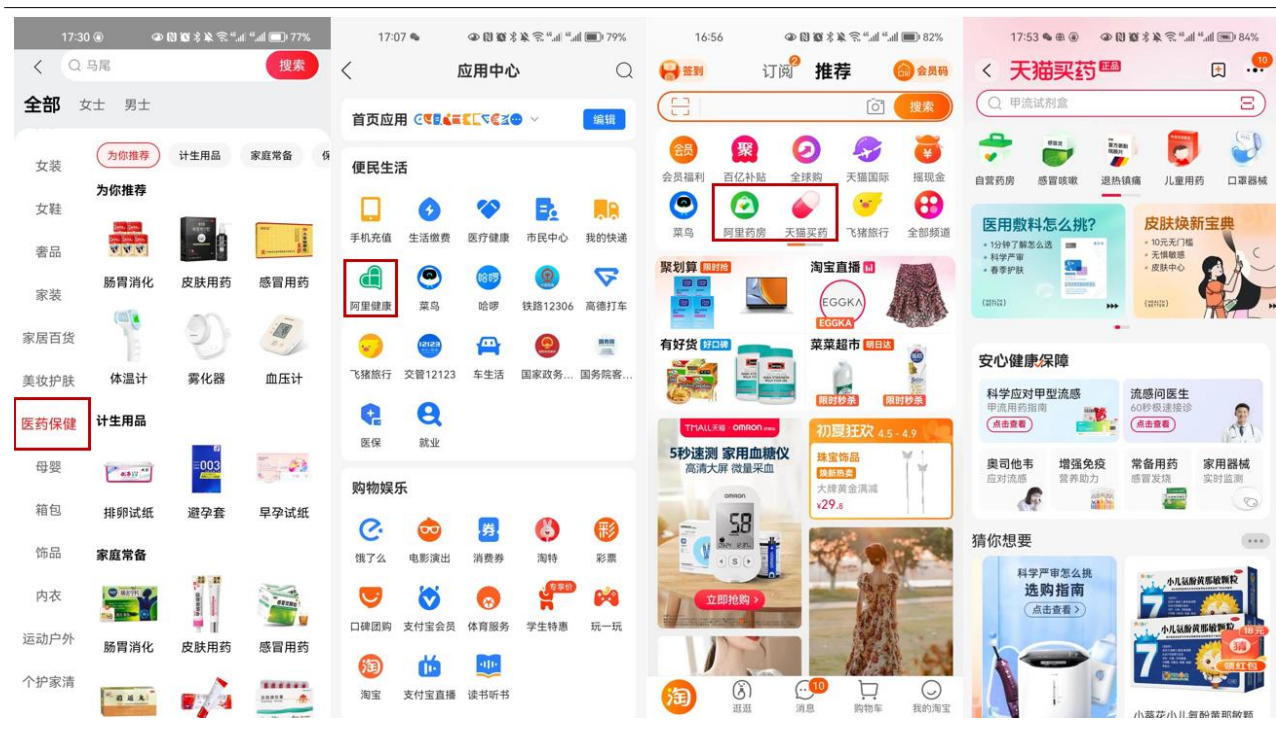
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

平台模式: 背靠阿里系海量流量, 活跃用户和入驻商家数远超京东健康

阿里健康背靠阿里系强大的流量优势, 年活用户超京东健康的 2 倍。阿里集团年报显示, 2022 财年集团中国商业零售业务的年度活跃消费者达到 9 亿人。借助集团流量赋能, 公司年活跃用户数快速增长, 我们测算截至 2023 年 3 月, 阿里健康年度活跃用户数已超过 3 亿人, 用户渗透率超 30%, 远超 2022 年 12 月底京东健康的 1.54 亿活跃用户数。

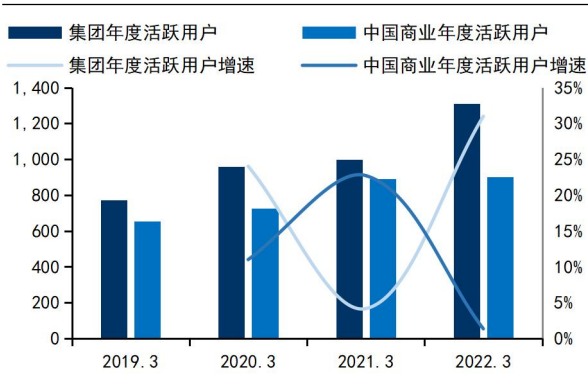
流量优势吸引大量商家入驻, 阿里健康商品丰富度居医药电商首位。截至 2022 年 9 月 30 日, 天猫医药平台已服务超过 2.7 万个商家, 同比 2021 年 9 月 30 日增长 2,000 个商家, 超过京东健康 2022 年底 2 万个第三方合作商家。合作第三方商家数量的增长进一步丰富了平台 SKU, 公司 2022 年财报显示, 天猫医药平台 SKU 数量超过 4,800 万, 相比去年同期增加 800 万 SKU。

图23: 阿里健康在天猫、支付宝、淘宝等 APP 内均有入口



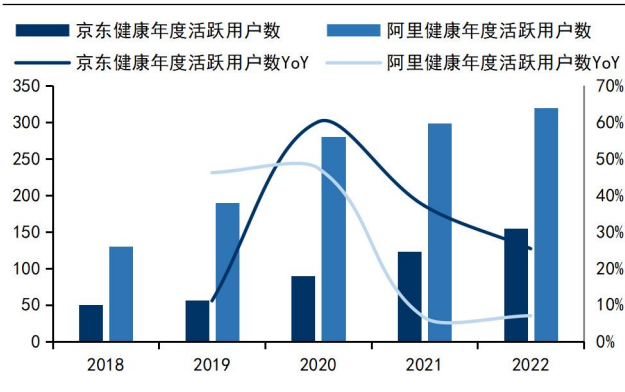
资料来源: 手机天猫, 支付宝 APP, 淘宝 APP, 国信证券经济研究所整理

图24: 阿里集团、阿里巴巴中国商业年度活跃用户数及增速 (百万, %)



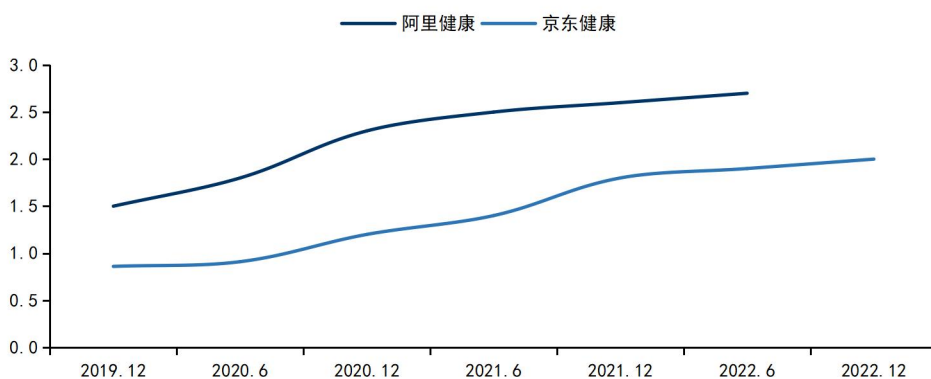
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图25: 阿里健康、京东健康年度活跃用户数及增速对比 (百万, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图26: 阿里健康、京东健康平台第三方入驻商家数量 (万)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 由于公司会计年结日不同, 2019.12 的数据我们选取阿里健康截至 2020.3 的数据与京东健康截至 2019.12 的数据进行比对, 后续年份以此类推

表9: 阿里健康、京东健康在售 SKU 数量对比 (万)

| | 2020.12 | 2021.6 | 2021.12 | 2022.6 |
|------|---------|--------|---------|--------|
| 阿里健康 | 3300 | 4000 | 4400 | 4800 |
| 京东健康 | 2000 | 4000 | 未披露 | 未披露 |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 由于公司会计年结日不同, 2020.12 的数据我们选取阿里健康截至 2021.3 的数据与京东健康截至 2020.12 的数据进行比对, 后续年份以此类推

附录：药品/非药品规模测算

我们预测 2025 年院内及院外医药零售总规模可达 3.2 万亿元，2022-2025 年复合增长率 9%。其中，院外零售药房 2025 年可增长至 1.4 万亿元，占比 44%，2022-2025 年 CAGR 为 16%。医药电商将在医药品零售中发挥重要作用，2025 年可达到 6,267 亿元，占整体医药零售市场的 19%，2022-2025 年复合增长率为 26%。具体测算过程如下：

表10：医药零售市场规模测算（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 医药零售 | 20,313 | 21,736 | 22,912 | 21,551 | 23,938 | 24,854 | 27,164 | 29,599 | 32,173 |
| YoY | - | 7% | 5% | -6% | 11% | 4% | 9% | 9% | 9% |
| 院内渠道 | 15,354 | 16,305 | 17,022 | 15,016 | 16,130 | 15,873 | 16,728 | 17,473 | 18,091 |
| 院外渠道 | 4,959 | 5,431 | 5,890 | 6,535 | 7,808 | 8,981 | 10,436 | 12,126 | 14,082 |
| 线下 | 4,208 | 4,494 | 4,773 | 4,808 | 5,182 | 5,528 | 5,970 | 6,508 | 7,159 |
| O2O | 36 | 53 | 71 | 157 | 241 | 321 | 417 | 529 | 656 |
| 电商 | 715 | 884 | 1,046 | 1,570 | 2,385 | 3,132 | 4,049 | 5,089 | 6,267 |
| 占比 | | | | | | | | | |
| 院内渠道 | 76% | 75% | 74% | 70% | 67% | 64% | 62% | 59% | 56% |
| 院外渠道 | 24% | 25% | 26% | 30% | 33% | 36% | 38% | 41% | 44% |
| 线下 | 21% | 21% | 21% | 22% | 22% | 22% | 22% | 22% | 22% |
| O2O | 0% | 0% | 0% | 1% | 1% | 1% | 2% | 2% | 2% |
| 电商 | 4% | 4% | 5% | 7% | 10% | 13% | 15% | 17% | 19% |

资料来源：弗若斯特沙利文，米内网，国信证券经济研究所整理及测算

院内规模测算

测算逻辑：院内渠道规模=公立医疗终端规模+民营医疗机构终端规模，公立医疗终端的规模参考米内网数据。

◆ 假设

- 1) 考虑我国持续推进医药分离改革，公立医疗机构渠道整体销售规模增速将趋于放缓，假设 2023-2025 年增速为 4%/3%/2%。
- 2) 由于未披露民营院内药品规模，考虑民营医院数量占比持续提升，假设 2017-2022 年民营院内药品规模占院内药品规模比例每年提升 0.2pct。
- 3) 疫情后民营院内药品销售有一定反弹，假设 2023-2025 年民营院内药品规模增速分别为 11%/10%/9%。
- 4) 《中华人民共和国药品管理法》规定，禁止医疗机构销售保健品，假设院内渠道非药销售可忽略不计。

表11: 2023-2025 年院内渠道规模测算 (亿元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 院内渠道 (A = B+C) | 15,354 | 16,305 | 17,022 | 15,016 | 16,130 | 15,873 | 16,728 | 17,473 | 18,091 |
| YoY | - | 6.2% | 4.4% | -11.8% | 7.4% | -1.6% | 5.4% | 4.5% | 3.5% |
| 公立医疗机构渠道 (B) | 12,472 | 13,212 | 13,759 | 12,107 | 12,973 | 12,735 | 13,244 | 13,642 | 13,915 |
| YoY | - | 5.9% | 4.1% | -12.0% | 7.2% | -1.8% | 4.0% | 3.0% | 2.0% |
| 占比 | 81.2% | 81.0% | 80.8% | 80.6% | 80.4% | 80.2% | 79.2% | 78.1% | 76.9% |
| 民营医疗机构渠道 (C) | 2,882 | 3,093 | 3,263 | 2,909 | 3,157 | 3,138 | 3,483 | 3,832 | 4,177 |
| YoY | - | 7.3% | 5.5% | -10.9% | 8.5% | -0.6% | 11.0% | 10.0% | 9.0% |
| 占比 | 18.8% | 19.0% | 19.2% | 19.4% | 19.6% | 19.8% | 20.8% | 21.9% | 23.1% |

资料来源: 米内网, 国信证券经济研究所整理及测算

院外规模测算

测算逻辑: 院外渠道规模=线下药房规模+线上药房规模。其中, 实体药房药品销售规模参考米内网数据, 线上规模、线上药品规模、O2O 渠道规模及测算参考弗若斯特沙利文数据。

◆ 假设

1) 医药分离的政策导向下, 我们认为线下实体药房将加速增长, **假设 2023-2025 年的增速为 8%/9%/10%。**

2) 线下药房和 O2O 主要满足患者即时用药的需求, 我们参考四大线下连锁药房/叮当健康的销售结构, **假设线下药房/O2O 销售结构中药品占比为 85%/70%并保持不变。**

表12: 院外医药/非药规模测算 (亿元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 院外渠道 (A = B + F) | 4,959 | 5,431 | 5,890 | 6,535 | 7,808 | 8,981 | 10,436 | 12,126 | 14,082 |
| YoY | | 9.5% | 8.4% | 11.0% | 19.5% | 15.0% | 16.2% | 16.2% | 16.1% |
| 线下药房 (B) | 4,208 | 4,494 | 4,773 | 4,808 | 5,182 | 5,528 | 5,970 | 6,508 | 7,159 |
| YoY | | 6.8% | 6.2% | 0.7% | 7.8% | 6.7% | 8.0% | 9.0% | 10.0% |
| 药品 (C = B * D) | 3,577 | 3,820 | 4,057 | 4,087 | 4,405 | 4,699 | 5,075 | 5,532 | 6,085 |
| 药品占比 (D) | 85.0% | 85.0% | 85.0% | 85.0% | 85.0% | 85.0% | 85.0% | 85.0% | 85.0% |
| 非药 (E = B - C) | 631 | 674 | 716 | 721 | 777 | 829 | 896 | 976 | 1,074 |
| 非药占比 | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 线上 (F) | 751 | 937 | 1,117 | 1,727 | 2,626 | 3,453 | 4,466 | 5,618 | 6,923 |
| YoY | | 24.8% | 19.2% | 54.6% | 52.1% | 31.5% | 29.3% | 25.8% | 23.2% |
| 药品 (G) | 230 | 290 | 390 | 650 | 870 | 1,170 | 1,540 | 1,980 | 2,490 |
| 非药 (H = F - G) | 521 | 647 | 727 | 1077 | 1756 | 2283 | 2926 | 3638 | 4433 |
| O2O (I) | 36 | 53 | 71 | 157 | 241 | 321 | 417 | 529 | 656 |
| YoY | | 47.2% | 34.0% | 121.1% | 53.5% | 33.2% | 29.9% | 26.9% | 24.0% |
| 药品 (J = K * I) | 25 | 37 | 50 | 110 | 169 | 225 | 292 | 370 | 459 |
| 占比 (K) | 70.0% | 70.0% | 70.0% | 70.0% | 70.0% | 70.0% | 70.0% | 70.0% | 70.0% |
| 非药 (L = I - J) | 11 | 16 | 21 | 47 | 72 | 96 | 125 | 159 | 197 |
| 电商 (M = F - I) | 715 | 884 | 1,046 | 1,570 | 2,385 | 3,132 | 4,049 | 5,089 | 6,267 |
| YoY | | 23.6% | 18.3% | 50.1% | 51.9% | 31.3% | 29.3% | 25.7% | 23.1% |
| 药品 (N = G - J) | 205 | 253 | 340 | 540 | 701 | 945 | 1,248 | 1,610 | 2,031 |
| 非药 (O = H - L) | 510 | 631 | 706 | 1,030 | 1,684 | 2,187 | 2,801 | 3,479 | 4,236 |

资料来源: 弗若斯特沙利文, 米内网, 国信证券经济研究所整理及测算

投资建议

维持“增持”评级。本财年公司受益于疫情大面积过峰, 消费者对于线上购药需求显著提升, 长期看疫情影响消退, 购药需求部分减弱, 我们预测公司FY2023-FY2025年收入为257/321/384亿元, 收入CAGR为22%, 较上次调整幅度为2%/-4%/-9%, 考虑公司医药网络零售龙头地位稳固, 大股东阿里巴巴集团对公司流量和履约能力持续赋能, 维持目标价6-7港币, 相对当前股价上涨空间为22%-43%, 维持“增持”评级。

风险提示

政策风险

互联网医疗健康赛道属于政策导向型赛道，国家医疗健康政策的变化可能会影响公司业务。

竞争风险

新竞争者出现或现有竞争对手经营战略的变化可能对公司业务产生冲击。

数据安全风险

公司作为互联网企业，拥有大量用户、商户数据。数据泄露可能对公司声誉造成严重影响。

经营风险

公司业务高度依赖于所提供产品、服务的质量，供应商或入驻的第三方商家出现质量问题可能影响公司声誉。

财务预测与估值

| 资产负债表(百万元) | FY2021 | FY2022 | FY2023E | FY2024E | FY2025E | 利润表(百万元) | FY2021 | FY2022 | FY2023E | FY2024E | FY2025E |
|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 现金及现金等价物 | 7252 | 9341 | 11593 | 16677 | 23112 | 营业收入 | 15518 | 20578 | 25656 | 32079 | 38377 |
| 应收款项 | 1083 | 1404 | 1749 | 2186 | 2616 | 营业成本 | 11901 | 16470 | 20493 | 25566 | 30482 |
| 存货净额 | 1469 | 1550 | 2134 | 2657 | 3163 | 营业税金及附加 | 1619 | 2097 | 2184 | 2666 | 3132 |
| 其他流动资产 | 11 | 63 | 79 | 98 | 118 | 销售费用 | 1516 | 2376 | 1886 | 2294 | 2686 |
| 流动资产合计 | 14200 | 13566 | 16761 | 23067 | 30746 | 管理费用 | 463 | 789 | 1039 | 1155 | 1261 |
| 固定资产 | 13 | 20 | 67 | 116 | 165 | 财务费用 | 162 | 206 | (45) | (52) | (72) |
| 无形资产及其他 | 96 | 1282 | 961 | 641 | 320 | 投资收益 | 0 | 0 | (40) | (42) | (43) |
| 投资性房地产 | 10 | 30 | 30 | 30 | 30 | 资产减值及公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 3257 | 4163 | 4163 | 4164 | 4166 | 其他收入 | 314 | 492 | 315 | 317 | 319 |
| 资产总计 | 17739 | 19202 | 22124 | 28159 | 35568 | 营业利润 | 170 | (869) | 375 | 724 | 1164 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 0 | 200 | 233 | 244 | 营业外净收支 | 231 | 616 | 302 | 383 | 434 |
| 应付款项 | 2602 | 3569 | 4914 | 6118 | 7284 | 利润总额 | 401 | (253) | 677 | 1107 | 1597 |
| 其他流动负债 | 799 | 1253 | 1618 | 5134 | 9636 | 所得税费用 | 59 | 13 | (81) | (166) | (240) |
| 流动负债合计 | 3401 | 4822 | 6732 | 11486 | 17164 | 少数股东损益 | (6) | (0) | 1 | 2 | 2 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 200 | 400 | 600 | 经调整净利润 | 631 | (394) | 709 | 961 | 1371 |
| 其他长期负债 | 57 | 308 | 410 | 528 | 685 | | | | | | |
| 长期负债合计 | 57 | 308 | 610 | 928 | 1285 | 现金流量表(百万元) | FY2021 | FY2022 | FY2023E | FY2024E | FY2025E |
| 负债合计 | 3458 | 5130 | 7342 | 12413 | 18449 | 净利润 | 631 | (394) | 709 | 961 | 1371 |
| 少数股东权益 | (20) | (26) | (25) | (23) | (21) | 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 14302 | 14098 | 14807 | 15769 | 17140 | 折旧摊销 | 40 | 61 | 323 | 325 | 327 |
| 负债和股东权益总计 | 17739 | 19202 | 22124 | 28159 | 35568 | 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 财务费用 | 162 | 206 | (45) | (52) | (72) |
| 关键财务与估值指标 | FY2021 | FY2022 | FY2023E | FY2024E | FY2025E | 营运资本变动 | 255 | 1197 | 868 | 3858 | 4870 |
| 每股收益-经调整 | 0.05 | (0.03) | 0.05 | 0.07 | 0.10 | 其它 | (6) | (0) | 1 | 2 | 2 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流 | 919 | 862 | 1902 | 5146 | 6570 |
| 每股净资产 | 0.21 | 0.21 | 0.22 | 0.23 | 0.25 | 资本开支 | 0 | (7) | (50) | (52) | (55) |
| ROIC | 1% | -8% | 3% | 8% | 13% | 其它投资现金流 | (3982) | 3178 | 0 | (241) | (290) |
| ROE | 4% | -3% | 5% | 6% | 8% | 投资活动现金流 | (4709) | 2265 | (50) | (295) | (347) |
| 毛利率 | 23% | 20% | 20% | 20% | 21% | 权益性融资 | 175 | 109 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 0% | -5% | 0% | 1% | 2% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 1% | -5% | 1% | 2% | 3% | 支付股利 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 62% | 33% | 25% | 25% | 20% | 其它融资现金流 | (68548) | (20002) | 200 | 33 | 11 |
| 经调整净利润增长率 | 198% | --- | --- | 36% | 43% | 融资活动现金流 | 8447 | (1039) | 400 | 233 | 211 |
| 资产负债率 | 19% | 27% | 33% | 44% | 52% | 现金净变动 | 4657 | 2089 | 2252 | 5084 | 6435 |
| 股息率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 货币资金的期初余额 | 2595 | 7252 | 9341 | 11593 | 16677 |
| P/E-经调整 | 93.9 | (150.6) | 83.9 | 61.9 | 43.4 | 货币资金的期末余额 | 7252 | 9341 | 11593 | 16677 | 23112 |
| P/B | 4.1 | 4.2 | 4.0 | 3.8 | 3.5 | 企业自由现金流 | 345 | 98 | 1203 | 4587 | 6079 |
| EV/EBITDA | 707 | (62) | 177 | 100 | 68 | 权益自由现金流 | (68342) | (20121) | 1453 | 4680 | 6174 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032