

阿里健康 (00241.HK) 2019 财年中报点评

收入高速增长生态护城河高筑，期待政策红利给与全面业务突破

2018 年 11 月 20 日

投资要点

❖ **公司公告**：2018 年 11 月 19 日，公司公布 2019 财年半年报，报告期内公司实现收入 18.79 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润-0.84 亿元。对此我们点评如下：

评论：

❖ **收入高速增长，毛利总体维持高位，综合表现符合预期。**报告期内，公司自营业务收入达 16 亿元，同比增长超 100.2%，收入占比达 85.15%；医药电商平台业务实现收入 2.25 亿元，同比增长 234.6%；消费医疗业务实现收入 0.30 亿元，同比增长 125.1%。公司综合毛利率为 28.2%，略低于去年同期 0.5 个百分点、但高于去年全年 1.4 个百分点。净利水平看，实现归母净利-0.84 亿元，经调整净利为 0.11 亿元。整体看，公司收入增速基本符合预期，经调整后盈利表现符合预期。

❖ **完成健康服务流量入口战略绑定，夯实 C 端用户覆盖竞争优势。**在报告期内，公司与饿了么和支付宝完成了药品服务与健康服务的业务协同落地工作，在明确自身为阿里健康旗舰服务平台的同时，一方面携手饿了么在 100 多个城市，3 万多个药房推广医药连锁新零售；另一方面，与支付宝合作，独家拥有在其平台上经营和引入健康医疗服务的资格，拓宽基础用户接入流量，潜在垂直覆盖医院超 2000 家。考虑到饿了么+支付宝整体超过 9 亿的个人链接用户数量，公司在 2018 年基本完成了 C 端配送+服务入口的覆盖，同时与集团明确了其在医疗和健康业务的平台级运营核心地位。

❖ **医疗电商红利正当时，关注政策突破可能。**报告期内，医药自营业务的年度活跃消费者超过 1800 万，天猫医药馆交易额超 250 亿元，同比增长超过 50%。天猫医药馆的年度活跃消费者已超过 1 亿。横向比较其他领域，医药馆活跃消费者仍具备快速提升空间。政策端，2018 年 9 月《互联网医院管理办法（试行）》已经出台，在线处方流转与在线处方药品销售具备政策突破可能。中期看，公司的医疗电商服务仍将处于渗透率快速提升阶段，整体医疗电商消费增速有望进一步提升。

❖ **风险因素。**互联网医疗与处方上网政策因素；研发投入不及预期；综合毛利大幅下降。

❖ **盈利预测及估值。**中期看，公司核心收入在医药电商红利的支撑下，自营主业有望保持 100% 收入增速，而医疗+数据服务业务有望在 2019 年全面确定商业收入模式与服务用户主体。维持公司 2018-2020 年收入预测 47/92/137 亿元，净利预测 0.14/1.17/3.00 亿元，维持“增持”评级。

项目/年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	475	2,443	4,713	9,187	13,739
增长率 YoY %	739.5	414.2	92.9	94.9	49.6
净利润(百万元)	-208	-107	14	117	300
增长率 YoY%	8.3	-48.6	-113.3	724.5	156.7
每股收益(元)	-0.02	-0.01	0.00	0.01	0.03
毛利率%	39.4	26.7	25.1	24.8	23.9
净资产收益率%	-20.8	6.2	0.6	4.5	10.5
每股经营性现金流(元)	-2.33	-0.72	1.76	1.91	3.66
P/E	-381	-740	5,577	676	264
P/B	55.2	25.3	30.6	28.9	25.6

资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 11 月 19 日收盘价



增持（维持）

当前价：7.63 港元

中信证券研究部

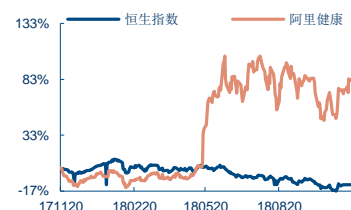
张若海

电话：021-20262114

邮件：zhangruohai@citics.com

执业证书编号：S1010516090001

相对指数表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	26227.72 点
总股本/港股流通股	11,677.72/11,677.72 百万股
近 12 月最高/最低价	8.51 港元/3.58 港元
近 1 月绝对涨幅	11.39%
近 6 月绝对涨幅	32.01%
今年以来绝对涨幅	93.16%
12 个月日均成交额	131.25 百万港元

相关研究

1. 阿里健康 (00241.HK) 深度跟踪报告——主业根基全面稳固，成长天花板持续提升 (2018-05-30)
2. 阿里健康 (00241.HK) 业务分析报告——在线健康新兴龙头，18 年全面亮剑 (2018-03-19)

指标名称	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	475	2443	4713	9187	13739
营业成本	288	1790	3531	6908	10459
毛利率	39.4%	26.7%	25.1%	24.8%	23.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	113	201	471	827	989
销售费用率	23.8%	8.2%	10.0%	9.0%	7.2%
管理费用	325	367	778	1378	1992
管理费用率	68.4%	15.0%	16.5%	15.0%	14.5%
财务费用	7	10	-35	-39	-46
财务费用率	1.4%	0.4%	-0.7%	-0.4%	-0.3%
投资收益	17	52	4	1	1
营业利润	(240)	127	(38)	97	328
营业利润率	-50.6%	5.2%	-0.8%	1.1%	2.4%
营业外收入	12	0	55	41	25
营业外支出	7	0	0	0	0
利润总额	(235)	127	17	138	353
所得税	2	14	3	21	53
所得税率	-0.7%	11.0%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东	(208)	(107)	14	117	300
净利率	-43.8%	-4.4%	0.3%	1.3%	2.2%

指标名称	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	-235	127	17	138	353
所得税支出	-2	-14	-3	-21	-53
折旧和摊销	7	5	7	1	2
营运资金变动	-93	-145	214	90	110
其他	97	-43	-28	16	17
经营现金流	-226	-70	206	224	430
资本支出	0	-4	-15	-18	-14
投资收益	17	52	4	1	1
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-176	-1259	0	0	0
投资现金流	-159	-1211	-11	-17	-13
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	0	0	0	0	0
其他	193	1248	35	39	46
融资现金流	193	1248	35	39	46
现金及现金等价物	-192	-33	230	246	463

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

指标名称	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	570	1397	1627	1873	2335
存货	152	442	905	1710	2589
应收账款	31	91	158	309	462
其他流动资产	107	90	190	366	500
流动资产	860	2020	2880	4257	5885
固定资产	5	6	6	13	19
长期股权投资	567	951	951	951	951
无形资产	0	0	8	17	24
其他长期资产	296	138	131	132	132
非流动资产	868	1095	1097	1113	1126
资产总计	1728	3115	3977	5370	7011
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	126	323	706	1382	2092
其他流动负债	266	257	734	1297	1880
流动负债	392	580	1441	2678	3972
长期负债	200	0	0	0	0
其他长期负债	7	8	8	8	8
非流动性负债	207	8	8	8	8
负债合计	599	588	1449	2686	3980
股本(股/元)	97	97	117	117	117
资本公积	1105	2499	2481	2481	2481
股东权益合计	1129	2527	2528	2684	3031
少数股东权益	(58)	(57)	(57)	(57)	(57)
负债股东权益总计	1728	3115	3977	5370	7011

指标名称	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
营业收入	739.5%	414.2%	92.9%	94.9%	49.6%
营业利润	101.1%	-152.8%	-130.2%	-352.4%	239.6%
净利润	8.3%	-48.6%	-113.3%	724.5%	156.7%
利润率 (%)					
毛利率	39.4%	26.7%	25.1%	24.8%	23.9%
EBIT Margin	-42.0%	-3.4%	-0.4%	1.1%	2.2%
EBITDA	-40.5%	-3.2%	-0.2%	1.1%	2.2%
净利率	-43.8%	-4.4%	0.3%	1.3%	2.2%
回报率 (%)					
净资产收益率	-20.8%	6.2%	0.6%	4.5%	10.5%
总资产收益率	-15.4%	4.7%	0.4%	2.5%	4.9%
其他 (%)					
资产负债率	34.7%	18.9%	36.4%	50.0%	56.8%
所得税率	-0.7%	11.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。