

阿里健康(241.HK):FY25 业绩符合预期, FY26 指引收入增速 5%-10%

公司 FY25 收入/经调整净利分别同比+13%/+36%，业绩表现符合市场预期。公司指引 FY26 收入同比+5%-10%，较市场此前预期增速低。我们看好医药电商长期增长潜力，但短期行业竞争仍相对激烈，且预计公司 FY26 收入增速仍相对平缓，维持“持有”评级；考虑到近期港股医药股估值的明显回暖，我们上调目标估值倍数，基于 30x FY26E PE，给予公司目标价 4.7 港元。

- FY25 业绩基本符合预期。**公司 FY25 收入同比+13%至人民币 306 亿元高于 Visible Alpha (VA) 一致预期：303 亿元)；毛利率同比提升 2.5pcts 至 24.3%，主要受益于定价能力提升及精细化运营和数字化升级带来经营效率优化；经调整净利同比+36%至人民币 19 亿元(VA 一致预期：21 亿元)，调整后净利润率同比提升 1.1pcts 至 6.4%。分板块看，1) **医药自营**：收入同比+10%至 261 亿元，主要受益于相对稳健的用户需求增长及产品类目&SKU 的增加；2H 收入增长提速（同比+16%），主要因为原研药购买继续由院内向院外挤出以及医疗器械订单在国补带动下有所增加；2) **医药电商平台**：收入同比+54%至 36 亿元，主要受益于并表的广告业务带来的收入增量以及 take rate 的明显提升；3P 和 1P GMV 增速大致持平；3) **医疗健康及数字化服务**：收入同比-8%至 9 亿元，公司期内对长期盈利能力较低的业务进行优化，导致该板块收入出现下滑。
- FY26 自营业务强调提高盈利性，公司指引全年收入同比+5%-10%。**公司指引 FY26 收入同比+5%-10%，增速相较 FY25 增速有所放缓。FY26 公司医药自营业务策略将有所转变，将重点考核利润率的提升，我们预计这一转变或对收入增速稍有冲击。此外，公司指引履约费用率略有下滑，但下滑幅度将较 FY24/25 小；营销费用率有望随着规模效应而逐步下降，综合看，预计 FY26 经调整净利润预计同比+10%-20%（报表层面净利润增速仍能达到+60%的较高增长）。
- 公司 AI 业务仍处于发展初期，后续重点发展两大方向。**具体看，公司 AI 未来发展的两大方向为：1) **改善用户体验**：公司计划使用 AI 改善消费者购买体验，通过 AI 回答消费者的专业医学问题，有望拉动转化率及客单价的增长；2) **AI 辅助问诊**：医生对 AI 辅助的需求较消费者而言更频繁，公司后续或有平台型新产品推出。目前，小鹿中医已上线中医人工智能辅助诊疗系统，该系统基于阿里云百炼平台全面接入 DEEPSEEK 推理大模型，以数百万临床病例数据分析为基础，在医生辅助问诊等多场景下有较高的效率提升。
- 维持“持有”评级，上调目标价至 4.7 港元：**我们看好医药电商长期增长潜力，但短期行业竞争仍相对激烈，且预计公司 FY26 收入增速仍相对平缓，维持“持有”评级。考虑到近期港股医药股估值的明显回暖，我们上调目标估值倍数，基于 30x FY26E PE，我们给予公司目标价 4.7 港元。
- 投资风险：**医药电商竞争持续加剧；监管及政策风险；线下医疗资源拓展遇阻。

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

2025 年 5 月 20 日

评级

目标价 (港元)	4.70
潜在升幅/降幅	-9%
目前股价 (港元)	5.16
52 周内股价区间 (港元)	2.6-6.7
总市值 (百万港元)	83,040
近 3 月日均成交额 (百万港元)	830

注：截至 2025 年 5 月 19 日收盘价

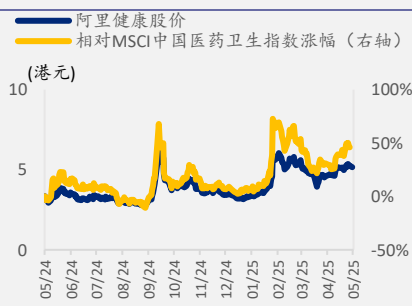
市场预期区间



▲ 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



图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	27,027	30,598	33,762	37,469	41,640
同比增速 (%)	1.0%	13.2%	10.3%	11.0%	11.1%
归母净利润	883	1,432	2,316	2,845	3,401
同比增速 (%)	64.9	62.1	61.7	22.8	19.6
P/E (x)	76.2	53.8	33.2	27.0	22.6

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 阿里健康

利润表

(百万人民币)	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
收入	27,027	30,598	33,762	37,469	41,640
收入成本	-21,131	-23,166	-25,494	-28,181	-31,193
毛利	5,895	7,432	8,268	9,288	10,447
履约	-2,413	-2,568	-2,732	-2,919	-3,120
销售及市场推广开支	-1,777	-2,258	-2,161	-2,361	-2,623
行政开支	-360	-407	-416	-424	-430
产品开发开支	-705	-720	-727	-769	-813
其他收入及收益	675	663	675	674	666
其他开支	-364	-515	-338	-375	-416
经营利润	951	1,627	2,570	3,115	3,711
财务费用	-6	-3	-1	-1	-1
合资公司	1	-19	-13	-4	-1
联营公司	-7	-46	-32	-10	-3
除税前利润 (亏损)	939	1,560	2,524	3,100	3,706
所得税开支	-56	-128	-207	-254	-304
本年度净利润 (亏损)	883	1,432	2,317	2,846	3,402
- 归属于非控股权益	-0	-0	1	1	1
- 归属于母公司拥有人	883	1,432	2,316	2,845	3,401

资产负债表

(百万人民币)	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
存货	1,400	1,415	1,449	1,563	1,599
应收账款及应收票据	785	1,053	797	1,297	1,076
预付账款、其他应收款项及其他资产	1,491	1,389	1,386	1,632	1,653
受限制现金	278	303	303	303	303
现金及现金等价物	9,553	7,836	10,981	12,632	16,877
其他	5	280	280	280	280
流动资产总额	13,512	12,276	15,196	17,707	21,789
物业及设备	36	36	38	40	41
使用权资产	68	34	35	35	36
其他无形资产	292	275	261	248	236
商誉	811	811	811	811	811
于合资公司之投资	250	209	196	192	190
于联营公司之投资	2,286	1,521	1,489	1,480	1,477
长期应收款项	32	93	103	113	124
其他	2,419	5,923	5,955	5,989	6,022
非流动资产总值	6,193	8,902	8,888	8,907	8,938
计息借贷	0	0	0	0	0
租赁负债	34	11	11	11	11
应付账款及应付票据	3,351	2,852	3,434	3,052	3,614
其他应付款项及应付费用	997	1,048	1,175	1,251	1,400
合约负债	555	695	765	841	925
其他	89	136	150	165	181
流动负债总额	5,025	4,742	5,534	5,319	6,131
计息银行贷款	0	0	0	0	0
租赁负债	48	25	25	25	25
递延税项负债	114	98	98	98	98
其他	0	0	0	0	0
非流动负债总额	162	123	123	123	123
股本	143	143	143	143	143
库存股份	-102	-53	-55	-56	-57
储备	14,503	16,222	18,338	21,083	24,384
非控股权益	-27	1	2	3	4
权益总值	14,518	16,313	18,427	21,172	24,473

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
除税前亏损	939	1,560	2,524	3,100	3,706
非经营性现金流	-182	65	45	14	4
非现金支出	413	63	26	26	26
营运资金变动	-338	-528	1,007	-1,085	963
其他	247	235	-206	-253	-303
经营现金流	1,080	1,395	3,396	1,802	4,396
购买物业、厂房及设备	-23	-15	-15	-15	-15
购买金融资产	-404	-54	-32	-33	-34
其他	-4,454	-2,527	-281	-295	-310
投资现金流	-4,881	-2,596	-328	-343	-358
银行贷款借贷 / (还款)	0	0	0	0	0
购回股份	-105	-300	-200	-100	-100
其他	-1,878	227	-4	-2	-2
融资现金流	-1,982	-73	-204	-102	-102
现金及等价物变动	-5,783	-1,274	2,864	1,356	3,936
期初现金及等价物	9,237	3,490	2,218	5,082	6,438
外币汇率变动影响净额	37	2	0	0	0
期末现金及等价物	3,490	2,218	5,082	6,438	10,374
到期日至十二个月定存	6,063	5,618	5,899	6,194	6,503
现金与定存合计	9,553	7,836	10,981	12,632	16,877

主要财务比率

	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
每股指标 (人民币元)					
每股盈利	0.06	0.09	0.14	0.18	0.21
每股净资产	0.9	1.0	1.1	1.3	1.5
每股收入	1.9	1.9	2.1	2.3	2.6
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (x)					
P/E	76.2	53.8	33.2	27.0	22.6
P/B	5.3	4.7	4.2	3.6	3.1
P/S	2.5	2.5	2.3	2.1	1.8
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润率 (%)					
毛利率	21.8	24.3	24.5	24.8	25.1
归母净利率	3.3	4.7	6.9	7.6	8.2
回报率 (%)					
平均股本回报率	6.0	9.3	13.3	14.4	14.9
平均资产回报率	4.4	7.0	10.2	11.2	11.9
同比变动 (%)					
收入	1.0	13.2	10.3	11.0	11.1
营业利润	74.4	71.1	58.0	21.2	19.2
税前利润	64.6	62.2	61.8	22.8	19.6
归母净利润	64.9	62.1	61.7	22.8	19.6
财务杠杆 (x)					
流动比率	2.7	2.6	2.7	3.3	3.6
速动比率	2.4	2.2	2.4	3.0	3.2
现金比率	1.9	1.7	2.0	2.4	2.8
资产负债率 (%)	26.3	23.0	23.5	20.4	20.4

图表 2：港股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/E (市盈率)			收入增速%			2024-27E 收入 CAGR %
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
6618 HK	京东健康	125,907	39.35	26.9	23.7	20.3	14%	13%	12%	13%
241 HK	阿里健康	83,040	5.16	30.6	25.2	19.2	11%	11%	10%	11%
1833 HK	平安好医生	15,303	7.08	75.6	56.2	33.7	12%	12%	11%	12%
9886 HK	叮当健康	462	0.35	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
9885 HK	药师帮	5,558	8.15	40.4	15.8	9.0	15%	14%	14%	14%
市值加权平均				31.7	26.2	20.5				

注：E=Bloomberg 预测；阿里健康数据为 2026-28 财年预测数据；数据截至 2025 年 5 月 19 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：阿里健康 P/E band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 目标价：阿里健康



资料来源：Bloomberg、浦银国际

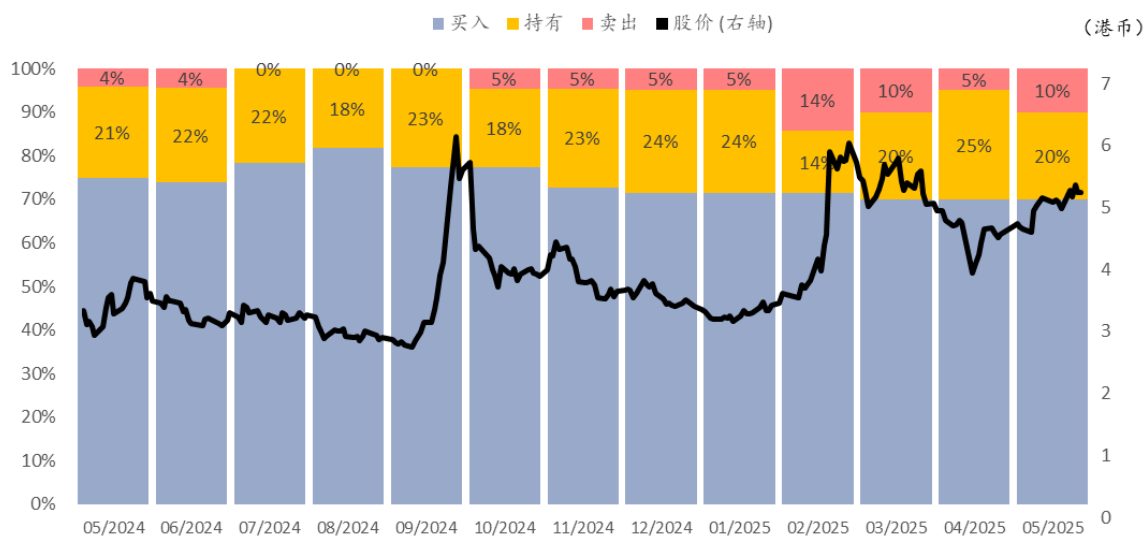
图表 5: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	331.0	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	21.4	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	13.4	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	25.1	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	30.9	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	228.4	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	138.5	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	232.0	买入	274.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.4	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	46.9	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	40.5	持有	29.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	48.5	持有	40.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	10.2	买入	11.7	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	21.1	持有	19.6	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	53.1	买入	65.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	2.2	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.9	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	83.6	买入	105.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	7.1	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	41.4	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.9	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	39.3	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	45.9	买入	57.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	22.7	买入	29.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	8.2	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	9.0	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	53.5	买入	67.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	4.1	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	62.9	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	61.1	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	13.2	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	22.4	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	23.8	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	38.4	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	226.0	买入	300.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	15.9	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.4	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.4	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.8	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	10.5	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	20.6	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	19.9	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	402.5	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	15.5	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	10.3	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.7	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	3.6	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	5.2	持有	4.7	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.1	持有	6.6	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	6.8	买入	7.5	数字疗法

注：数据截至 2025 年 5 月 19 日港股收盘；资料来源：Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 阿里健康市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 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: 7.3 港元

概率: 30%

- FY24-27 收入复合增速>20%;
- 医药电商支持政策出台;
- 有利的医保连接政策陆续出台。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 3.5 港元

概率: 20%

- FY24-27 收入复合增速<8%;
- 医药电商监管趋严;
- 医保连接政策支持力度小于预期。

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国-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联属公司、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关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) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.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

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

