

医药生物

2025 年 06 月 28 日

阿里健康 (00241)

——受益医药电商稳健增长趋势，盈利能力持续提升

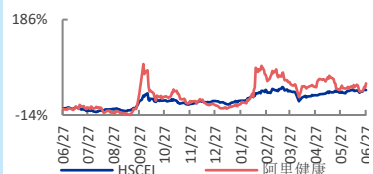
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2025 年 06 月 27 日

收盘价 (港币)	4.86
恒生中国企业指数	8762.47
52 周最高/最低 (港币)	6.70/2.66
H 股市值 (亿港元)	783.61
流通 H 股 (百万股)	16,123.57
汇率 (人民币/港币)	1.0959

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
张静含 A0230522080004
zhangjh@swsresearch.com
周文远 A0230518110003
zhouwy@swsresearch.com
任梦妮 A0230521100005
renmn@swsresearch.com

研究支持

黄俊儒 A0230123070011
huangjr@swsresearch.com
陈晴华 A0230123090010
chenqh@swsresearch.com

联系人

黄俊儒
(8621)23297818x
huangjr@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **互联网医疗进入稳健发展阶段，线上医药零售渗透趋势或将有所加速。**从具体门类来看：1) 非药品类的营养保健、家用医疗器械等在产品时效性、用户需求上适合线上零售，营养保健品已进入线上渗透的中期且仍将在 2-3 年稳定提升渗透率，医疗器械则仍处于线上零售渗透的前中期，且两类产品线上零售利润率相对更高；2) 药品市场线上零售渗透率较低 (约 13%)，但此前多年的发展已逐渐培养用户对线上购药的心智，随着处方药向院外流动趋势+药品线上零售相对线下零售的优势持续体现，叠加线上医保覆盖率提升趋势，OTC 和处方药等向线上化渗透或将有所加速，B2C 电商在药品市场兼顾品类丰富度、时效性等要求，有望在药品线上化趋势中取得一定竞争优势，医药 B2C 电商平台的市场空间拓展将拉动公司业绩增长。
- **医药电商平台并表阿里巴巴集团的优质广告营销资产后形成协同效应。**公司于 2023 年 11 月对价 135 亿港币收购阿里妈妈医疗健康类目的独家营销审核权及附属权利等资产，FY25 实现广告业务并表后阿里医药电商平台业务营收 35.9 亿，YoY+54.0%，平台运营+广告业务具备强协同效应，收购后公司对平台商户的服务体系更为闭环，有望保持稳健的营收增长趋势。公司背靠阿里巴巴集团，集团多次向公司注入优质资产，不断提升公司价值。
- **医药自营业务盈利能力持续改善，布局向医药零售上游延伸。**FY25 公司医药自营业务营收 261 亿，YoY+10.0%，自营业务增速迎来复苏。目前公司正调整自营业务结构，提升盈利能力更强的营养保健品、医疗器械的比例。在药品方面，公司正主动向医药上游延伸，加强与药企的合作，根据健闻咨询，公司已与研发出中国目前唯一获批干细胞药物的铂生生物达成战略合作；此外公司还投资了九源基因等药企。终端药品零售平台将通过流量生态帮助优质创新药品向患者推广，将有效减少药品零售中间流通环节的摩擦损失。
- **基于阿里巴巴集团 AI 能力积极探索 AI+医药布局。**公司 AI+医疗落地场景主要包括：1) 日常运营效率提升+依托用户数据的推荐系统升级；2) 医疗诊疗、研学等领域的 AI 助手：包括 Doctor U 平台等，面向患者、医生群体、医学研究者，实现知识图谱、信息检索总结等出色能力；3) AI+医疗诊断：公司目前已上线 AI 辅助诊疗系统提升诊断效率及准确度，基于阿里云百炼平台全面接入 DeepSeek 推理大模型。
- **首次覆盖，给予买入评级。**互联网医疗线上渗透率仍有较大提升空间，公司依托阿里巴巴集团具备较强竞争力，公司收购广告业务后的协同效应推动盈利能力持续改善，我们预测公司 FY26-FY28 营收分别为 332.3/360.3/390.3 亿元，经调整净利润分别为 24.1/29.0/33.6 亿元，对应 PE 分别为 30/25/21，考虑公司较为乐观的增长前景，给予公司 FY26 36x PE 估值，目标价 5.91 港币。
- **风险提示：**互联网医疗需求不及预期；线上医药零售行业监管环境变化；行业竞争加剧。

财务数据及盈利预测

单位：百万人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	27,026.56	30,598.29	33,228.23	36,027.72	39,029.33
收入增长率 (%)	0.98	13.22	8.60	8.43	8.33
调整后归母净利润	1,438.27	1,950.04	2,414.99	2,901.16	3,355.45
归母净利润增长率 (%)	91.64	35.58	23.84	20.13	15.66
每股收益	0.10	0.12	0.15	0.18	0.21
毛利率 (%)	21.81	24.29	24.58	25.33	25.85
ROE	6.07	8.78	12.08	12.81	13.00
PE-调整后	49.7	36.7	29.6	24.7	21.3

注：“每股收益”为调整后归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予买入评级。互联网医疗线上渗透率仍有较大提升空间，公司依托阿里巴巴集团具备较强竞争力，公司收购广告业务后的协同效应推动盈利能力持续改善，我们预测公司 FY26-FY28 营收分别为 332.3/360.3/390.3 亿元，经调整净利润分别为 24.1/29.0/33.6 亿元，对应 PE 分别为 30/25/21，考虑公司较为乐观的增长前景，给予公司 FY26 36x PE 估值，目标价 5.91 港币，对应上涨空间 22%。

关键假设点

我们预计公司医药电商平台业务在整合广告业务后，有望在 FY26-28 保持 10% 以上的 3 年营收 CAGR；公司医药自营业务稳步扩张，预计 FY26-28 保持 8% 以上的 3 年营收 CAGR；医疗健康及数字化服务业务将保持较为稳定的营收增速。公司 FY26-28 整体营收 YoY +8.6%/8.4%/8.3%。

我们预计 FY26-FY28 公司履约费用率缓慢下降，分别为 8.0%/7.8%/7.6%；销售费用率保持平稳，分别为 7.4%/7.4%/7.4%；管理费用率分别为 1.4%/1.3%/1.3%；研发费用率分别为 2.5%/2.5%/2.4%。

有别于大众的认识

互联网医疗行业线上零售渗透速度或有望超市场预期，营养保健、医疗器械等产品已开始渗透进程，并有望在 2-3 年内保持较快速度，或快于市场预计；

市场对于线上药品零售监管有一定担忧，但医药零售线上化具备便捷性、更丰富的可选项等特点，药品线上化零售渗透趋势、院外市场扩容趋势都将拉动 B2C 市场增长。

股价表现的催化剂

公司拓客进展超预期；医药零售线上化趋势进展超预期。

核心假设风险

互联网医疗需求不及预期；线上医药零售行业监管环境变化；行业竞争加剧。

目录

1. 阿里健康：平台+自营稳步增长，母公司多次注入优质资产	5
2. 医药电商：行业稳健增长，公司盈利质量持续改善	7
2.1 行业：政策陆续放宽、线上化购药趋势仍在	7
2.2 阿里健康：自营+平台业务盈利能力均有望持续改善	8
2.3 竞争格局：竞争有望趋缓，B2C 和 O2O 形成分野	11
3. 创新业务：布局云医院及云基建，增长空间广阔	13
4. 财务梳理：从高速增长到保持稳健，盈利能力持续改善	15
5. 股价复盘及盈利预测	17
5.1 股价复盘：从医保政策、行业竞争、疫情扰动，到业绩进入稳健增长阶段	17
5.2 盈利预测	17
风险提示	19

图表目录

图 1：阿里健康核心业务与营收占比	5
图 2：阿里健康发展历程	6
图 3：阿里健康医药电商平台业务营收及占比	8
图 4：阿里健康医药自营业务营收及占比	8
图 5：公司云药房布局包括平台及自营业务，仍在保持较快增长	9
图 6：阿里健康通过收购获得来自医疗健康类目相关商家的部分广告收入分成	9
图 7：阿里健康医药自营业务各项品类仍有望持续增长	10
图 8：阿里健康大药房推出的新药扶植计划，通过平台生态帮助药品推广	10
图 9：互联网医疗电商竞争强度或有望趋缓	11
图 10：阿里健康云医院布局，小鹿中医为核心平台	13
图 11：阿里健康云基建业务，包括追溯码及 AI 医疗等产品布局	13
图 12：阿里健康营收增速进入稳健增长阶段	15
图 13：阿里健康历史 Gaap 归属普通股股东净利润自 FY2023 后稳步提升	15
图 14：公司历史三项费用率	16
图 15：公司履约费用率持续下降	16
图 16：阿里健康历史股价复盘	17
表 1：阿里健康股权结构	6
表 2：近年政策扶持互联网医疗行业，逐步推动医保对线上医药的覆盖	7
表 3：B2C 医药电商的主要药品品类仍有较大的线上渗透率提升空间	8
表 4：阿里健康与京东健康具体布局对比	12
表 5：阿里健康业绩拆分预测	18
表 6：阿里健康费用率假设	18
表 7：可比公司估值表（单位：亿人民币）	18

1. 阿里健康：平台+自营稳步增长，母公司多次注入优质资产

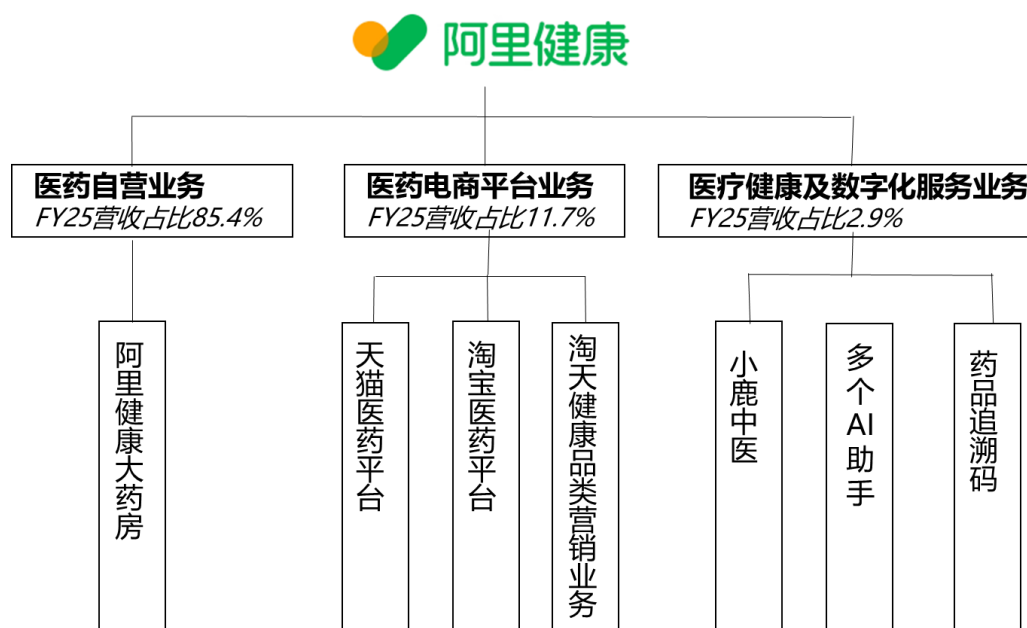
阿里健康为背靠阿里巴巴集团的大健康上市平台，公司业务分为：1) 1P 医药自营业务；2) 3P 医药电商平台业务；3) 创新业务医疗健康及数字化服务业务。

医药自营业务：以阿里健康大药房为核心的直营电商业务，直接进行健康品类产品售卖的业务，药品门类包括处方药、非处方药、保健滋补品、医疗器械和隐形眼镜等品类。阿里健康医药自营业务在公司 FY2025 营收中占比 85.4%。

医药电商平台业务：旗下为天猫、淘宝商城中核心的大健康产品品类，商业模式为向平台商户收取佣金以及获得平台中医疗健康品类商家相关的广告营销收入分成，产品同样囊括药品、医疗器械、保健、滋补、中医药等类目。医药电商平台业务在 FY2025 营收中占比 11.7%。

医疗健康及数字化服务业务：通过天猫、淘宝、支付宝等多个终端为用户提供包括中医、体检、问诊、挂号、疫苗等线上线下为一体的医疗健康服务体系；旗下包括中医诊疗的小鹿中医，追溯码相关业务，以及 AI 医疗相关产品。

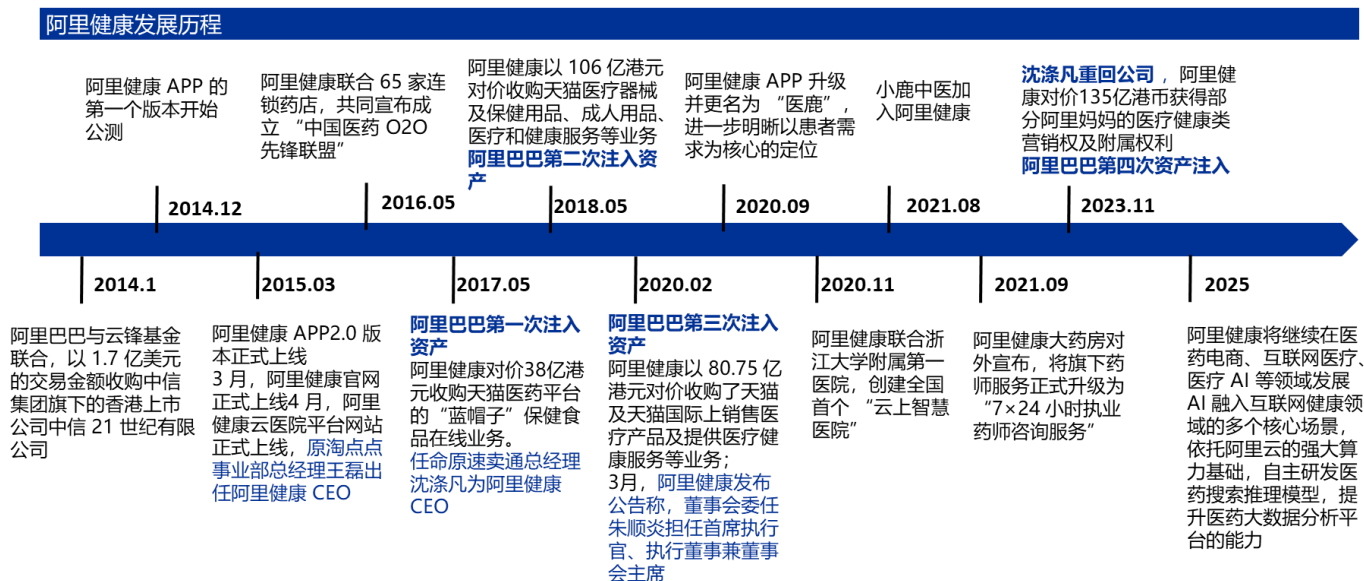
图 1：阿里健康核心业务与营收占比



资料来源：阿里健康财报，申万宏源研究

阿里健康背靠阿里巴巴集团，母公司多次注入优质资产。自 2014 年借壳上市后，阿里巴巴集团已向公司多次注入包括医疗器械、保健品类等业务，2023 年宣布注入阿里妈妈医疗健康品类营销权及附属权利，实现电商业务运营到广告的服务闭环，公司整体服务体系趋于完整。

图 2：阿里健康发展历程



资料来源：阿里健康官网，申万宏源研究

多次注入优质资产后，阿里巴巴集团对公司的持股比例已超过 63%。主要股东 Ali JK Nutritional Products Holding Limited、Perfect Advance Holding Limited、Taobao Holding Limited 均为阿里巴巴集团旗下全资子公司，集团在注入优质资产过程中不断提升持股比例。

表 1：阿里健康股权结构

股东名称	持股比例 (%)	简介
Ali JK Nutritional Products Holding Limited	28.34	阿里巴巴集团持股
Perfect Advance Holding Limited	19.29	阿里巴巴集团持股
Taobao Holding Limited	15.9	阿里巴巴集团持股
富国基金管理有限公司	1.71	机构投资者
华夏基金管理有限公司	0.67	机构投资者
博时基金管理有限公司	0.66	机构投资者
易方达基金管理有限公司	0.52	机构投资者
Alibaba Investment Limited	0.3	阿里巴巴集团持股
交银施罗德基金管理有限公司	0.29	机构投资者
华宝基金管理有限公司	0.18	机构投资者

资料来源：公司财报，Wind，申万宏源研究

2. 医药电商：行业稳健增长，公司盈利质量持续改善

2.1 行业：政策陆续放宽、线上化购药趋势仍在

行业政策推动线上医保渗透率提升，互联网医疗市场中长期仍将稳步增长。中国互联网医疗行业已经历“合法性确认→支付破冰→强监管规范→创新扩张”的递进式政策，从互联网医院的合法化，到线上医保支付的破冰，并开始推动强监管+提升线上医保覆盖率，并陆续开始探索医保支付深入至首诊病种线上支付。

表 2：近年政策扶持互联网医疗行业，逐步推动医保对线上医药的覆盖

年份	发布部门	政策名称	核心内容	关键影响
2014	国家卫计委	《关于推进医疗机构远程医疗服务的意见》	明确仅医疗机构可开展远程医疗	首次官方界定远程医疗主体，奠定行业准入基础
2015	国务院办公厅	《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	鼓励二、三级医院向基层提供远程会诊、影像诊断等服务	推动远程医疗成为分级诊疗工具
2016	国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》	首次将“互联网医疗”纳入国家战略	确立行业战略地位
2018	国务院办公厅	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	允许依托实体医疗机构发展互联网医院；明确常见病/慢性病复诊、家庭医生签约服务范围	互联网医院合法性获认可，服务边界明确化
2018	国家卫健委	《互联网诊疗管理办法(试行)》等 3 个文件	定义互联网诊疗/互联网医院/远程医疗；要求省级监管平台对接；禁止首诊	构建“三文件”监管框架，规范行业运营模式
2019	国家医保局	《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》	按线上线下一致原则制定价格；符合条件的复诊服务纳入医保支付	医保支付破冰，解决行业核心痛点
2020	国家卫健委	《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》	推动互联网医疗在疫情中提供发热咨询、慢病复诊、心理疏导等服务	疫情催化政策落地，互联网诊疗量激增
2020	国家医保局 & 卫健委	《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》	明确常见病、慢性病线上复诊费用纳入医保基金支付	加速各地医保对接，北京、上海等快速试点
2021	国家卫健委	《互联网诊疗监管细则（征求意见稿）》	要求医生电子证照公示、患者知情同意、省级平台监管	强化全流程监管，为正式细则铺路
2022	国家卫健委 & 中医药管理局	《互联网诊疗监管细则（试行）》	严禁 AI 生成处方、无处方售药；明确医疗机构主体责任；每年校验互联网医院资质	终结“以药养医”模式，推动行业回归严肃医疗
2023	各省医保局	省级“互联网+”医疗服务价格政策（全覆盖）	制定远程会诊、复诊诊查费等价格标准；上海、山西等地探索线上购药医保支付	医保支付进一步落地，但线上服务量占比仍低
2024	国家医保局、各省医保局	国家医保局《“互联网+”医疗服务医保支付规程》；多地试点“首诊病种线上医保支付”	统一全国互联网医疗服务医保结算标准；海南、浙江等试点部分常见病（如皮肤病、糖尿病）线上首诊纳入医保	首诊医保目前仍以区域性试点为主，全面推广仍需时间

资料来源：国家医保局、国家卫健委等，申万宏源研究

医药电商核心品类渗透率仍在保持稳步提升，行业 GMV 仍有望稳定增长。包括 OTC 和处方药在内的药品、营养保健品、家用医疗器械等共同构成医药电商的主要产品门类。

从线上化渗透率来看：1) 营养保健品线上渗透率相对更高且仍在加速渗透，家用医疗器械次之，均处于渗透率仍在持续爬坡阶段。2) 药品线上零售渗透率低、将保持较快增速：主要由于药品与医疗诊断的天然的紧密关联性、线上药品零售的用户心智培养需要较长时间周期等因素，药品零售渗透率较低，互联网医疗的多年发展培养了用户对于线上药品零售的心智，叠加处方药向院外流动趋势等因素，药品线上零售渗透或将保持较快增速。

表 3：B2C 医药电商的主要药品品类仍有较大的线上渗透率提升空间

药品品类	预计 2024 年医药电商零售 GMV (亿人民币)	预计 2024 年线上渗透率	趋势及特点
零售药品	760	13%	线下实体药店 (包括 O2O) 为主，包括 OTC 和处方药，B2C 医药零售利润率相对较低，品类主要为慢性病、日常备药等需求。
营养保健品	1300	约 50%	B2C 零售利润率相对较高，倾向投放广告，仍在快速提升线上化渗透率
家用医疗器械	1240	约 30%	B2C 零售利润率相对较高，倾向投放广告，仍在快速提升线上化渗透率

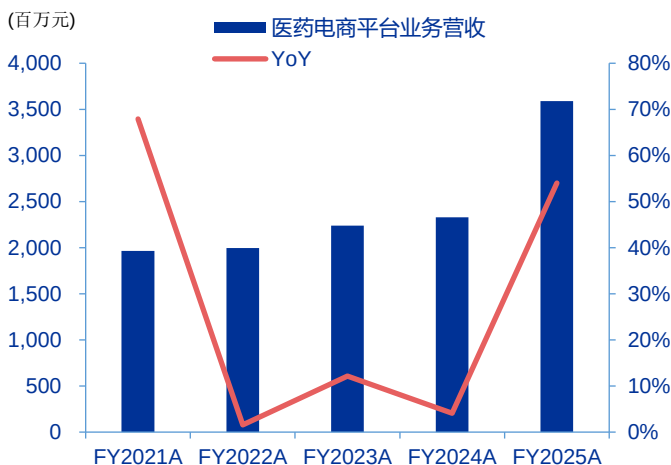
资料来源：米内网，魔镜观察，京东健康招股说明书，申万宏源研究

2.2 阿里健康：自营+平台业务盈利能力均有望持续改善

医药电商平台业务保持 GMV 及用户 ARPU 稳健增长，并表集团的优质广告营销资产后形成协同效应。公司于 2023 年 11 月对价 135 亿港币收购阿里妈妈医疗健康类目的独家营销审核权及附属权利等资产，FY25 实现广告业务并表后阿里医药电商平台业务营收 35.9 亿，YoY+54.0%，在线主营商家达 4.83 万，YoY+35%，在线 SKUs 1.33 亿，YoY+91%，平台整体 GMV 及年活跃用户均保持提升。平台运营+广告业务具备强协同效应，收购后公司对平台商户的服务体系更为闭环，有望保持稳健的营收增长趋势。

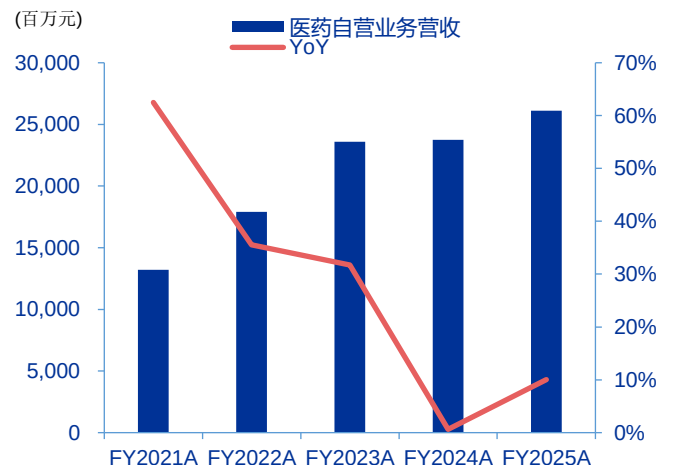
医药自营业务盈利能力持续改善。FY25 公司医药自营业务营收 261 亿，YoY+10.0%，活跃用户数及 ARPU 均保持提升，25 年 3 月自营业务 SKU 达 123 万，YoY+33.6%。

图 3：阿里健康医药电商平台业务营收及占比



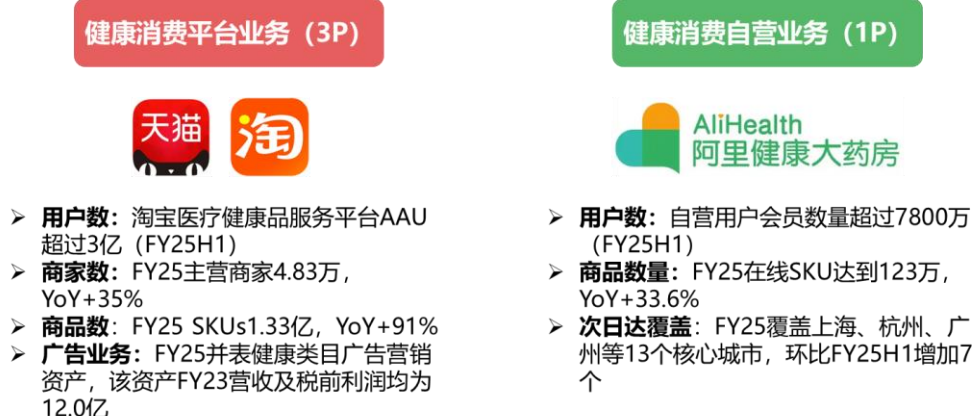
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 4：阿里健康医药自营业务营收及占比



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 5：公司云药房布局包括平台及自营业务，仍在保持较快增长



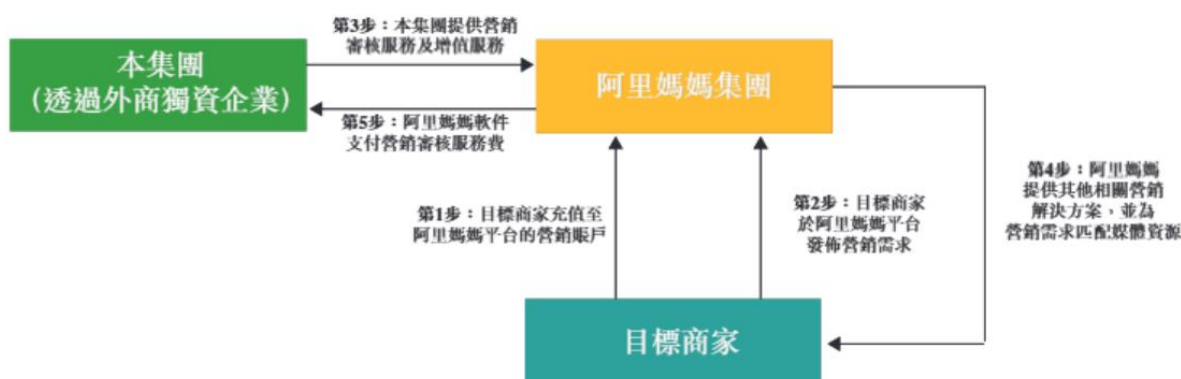
资料来源：阿里健康财报，申万宏源研究

电商平台业务：佣金率相对平稳，收购广告资产后的协同效应拉动增长

公司于 2023 年 11 月对价 135 亿港币收购阿里妈妈集团医疗健康类目产品及服务提供营销审核服务的独家营销审核权等资产，阿里妈妈集团向阿里健康支付主营类目为医疗健康类目（包括 OTC、处方药、保健品、医疗器械等 13 个细分类目）的目标商家在医疗健康类目下进行商品推广收取的营销服务费的 20%；FY2023 该部分业务营收 12.0 亿元，税前利润率接近 100%，于 FY2025 完成并表。

集团广告资产的注入，帮助阿里健康电商平台业务实现了平台运营+营销服务协同，公司面向电商商家的服务体系完善、运营及营销数据打通，形成较为明确的协同效应，预计 FY2025-2026 该业务仍将保持两位数同比增长，作为优质的盈利资产。

图 6：阿里健康通过收购获得来自医疗健康类目相关商家的部分广告收入分成



资料来源：阿里健康公告，申万宏源研究

医药自营业务：从重规模转向重盈利质量

公司医药自营电商将从重规模转向营收增长+利润率提升的重盈利质量阶段。从增长动力来看，药品院外市场快速扩容、线上零售趋势逐渐明朗，整体增长速度较快；此外公司推动利润率更高营养保健、家用医疗器械门类在自营业务的占比提升，逐渐改善盈利质量，此外公司仍在代运营阿里巴巴集团旗下部分保健品业务，有望通过加深合作推动保健品品类增长。

图 7：阿里健康医药自营业务各项品类仍有望持续增长

	增长动力
药品零售	➢ 药品院外市场快速扩容 ➢ 患者线上购药用户心智培养陆续成熟，医药零售线上化趋势明朗 ➢ 线上医保覆盖率提升
营养保健/家用医疗器械	➢ B2C电商线上渗透率稳步提升 ➢ 代运营的阿里集团部分保健品业务加深合作
新药类目	➢ 公司向上游延伸布局，加深与铂生生物、九源生物等药企的合作 ➢ 热门品类司美格鲁肽等即将上市

资料来源：阿里健康官网，申万宏源研究

公司向医药零售上游延伸布局，与多家药企加深合作。根据健闻咨询，公司与铂生生物达成战略合作，而铂生生物研发的国内首款干细胞治疗药物艾米迈托赛已于 2025 年 1 月上市，战略合作有望为公司未来增长带来积极影响；此外公司还投资了九源基因等药企，积极向零售职能之外的能力拓展。

公司有望依托医药零售流量平台生态延伸上下游布局，提升在药品零售环节价值链中的占比。从战略上看，以阿里健康为代表的 B2C 电商平台在行业整体增速趋稳后，平台增长动力将从增加成熟药品 SKU 的电商零售模式，逐步拓展至加强与医药厂商合作、主动推广重点创新药品、提升重点药品销量的平台流量变现模式，打通医药研发→终端患者的零售环节，减少此前药品售卖流通中的摩擦损失，提升效率。

图 8：阿里健康大药房推出的新药扶植计划，通过平台生态帮助药品推广



资料来源：阿里健康官网，申万宏源研究

2.3 竞争格局：竞争有望趋缓，B2C 和 O2O 形成分野

2021 年起互联网医疗的竞争激烈，以美团买药为代表的 O2O、以抖音快手平台为代表的短视频直播电商带来了大健康领域竞争格局的较大变化，至 2025 年互联网医疗电商的竞争或陆续趋于平缓。

我们预计整体竞争有望趋缓：1) O2O 即时零售在药品领域仍将快速增长，获取药品销售的市场份额，但品类或仍受限于核心药品品类，其作为近场电商对于医疗器械、保健品等远场电商优势领域的渗透或仍有难度；2) 短视频直播电商与 B2C 平台仍将维持竞争，但竞争强度或趋于平缓，直播电商推广下留给医疗器械、保健品商户的利润率相对较低，B2C 平台商户长期运营积累的模式运营仍有优势。

图 9：互联网医疗电商竞争强度或有望趋缓

	GMV	药品品类	竞争特点
 B2C 阿里健康、京东健康、拼多多	2024年预计超3000亿	品类全面，囊括营养保健、医疗器械、药品等	GMV增长稳健
 O2O 美团买药、饿了么	美团买药2023年为450亿	药品为主，品类相对较少	GMV增速快，强调配送时效性
 短视频电商 抖音、快手大健康品类	抖音快手大健康门类2023年为600亿	营养保健品、医疗器械为主	GMV增速快，商户利润率相对较低
 线下药店 益丰、大参林、老百姓、一心堂等	线下药品零售规模接近5000亿	药品为主，品类相对较少	国内有70万家线下门店，市场较为饱和

资料来源：米内网，阿里健康、京东健康财报，魔镜洞察，未来食品实验室公众号，申万宏源研究

从阿里健康及京东健康竞争来看, 1) 物流: 京东健康在物流侧复用京东自建全套物流、冷链体系, 阿里健康则依托第三方物流体系; 2) 流量: 阿里健康背靠淘天平台, 在电商平台流量上具备相对竞争优势, 大健康品类 GMV 规模更大, 此外阿里健康自营业务在整体 GMV 中渗透率相对较低 (约为 20%), 更倾向于培育电商平台 3P 业务, 京东健康自营业务在 GMV 中渗透率远高于阿里健康, 更倾向于培育自营 1P 业务。

表 4: 阿里健康与京东健康具体布局对比

	阿里健康	京东健康
旗舰产品	阿里健康大药房、支付宝医疗健康频道、小鹿中医	京东大药房、京东家医、药京采 (B2B)
生态协同	倚重支付宝流量+淘宝天猫交易场景	依赖京东主站流量+自营物流体系
仓储物流	与菜鸟网络等第三方物流体系合作, 物流配送费用由市场化定价	自建药品仓+京东物流 (核心壁垒); 11 个药品专用仓, 覆盖冷链; 80%订单次日达
在线问诊	小鹿中医 (中医特色)、支付宝入口	京东家医 (全科服务)、全职医生团队
年活跃用户	超 3 亿 (淘宝、支付宝生态导流)	超 1.8 亿 (京东主站转化)
用户画像	囊括各年龄段的泛健康产品、药品用户, 与京东健康平台用户结构差距并不大	囊括各年龄段的泛健康产品、药品用户, 与阿里健康平台用户结构差距并不大

资料来源: 阿里健康官网, 京东健康官网, 申万宏源研究

3. 创新业务：布局云医院及云基建，增长空间广阔

公司医疗健康及数字化服务业务为公司云药房（B2C 医药电商）之外的多项创新业务，包括中医诊疗、AI 医疗助手、追溯码业务等，尽管 FY2025 公司医疗健康及数字化服务业务营收约 8.9 亿、同比略有下滑，但后续各项业务仍有较为广阔的增长空间。

云医院业务核心为小鹿中医，当前已形成一定规模。其前身是创立于 2015 年的知名互联网中医平台“小鹿医馆”，于 2019 年被阿里健康全资收购并整合融入阿里健康生态体系。小鹿中医业务囊括在线复诊与咨询、电子处方与药品配送及健康管理等，形成较为完善的医疗服务体系。截至 FY25 小鹿中医已有注册中医师超 14 万人。

依托母公司流量平台入口实现小鹿中医、云诊室等低成本拓客。目前应用均嵌入至支付宝等平台，将应用入口放置于阿里系大型流量平台的较深位置：1) 独立的中医健康 APP 运营在流量获取上需要付出投留成本，且较难形成自带流量效应的诊疗平台；2) 入口内嵌于流量平台后，可充分实现流量复用、降低小鹿中医的获客成本。

图 10：阿里健康云医院布局，小鹿中医为核心平台



- 注册中医师：超过14万名 (FY25)
- 服务患者：累计超240万 (FY25H1)
- 商业模式：诊断服务费用+医药商品订单



阿里健康云诊室

- 签约医生：超过10万名 (FY25H1)
- 流量入口：来自支付宝、天猫、高德等终端
- 服务：提供体检、挂号、问诊等线上线下服务



阿里健康互联网医院-慢病管理

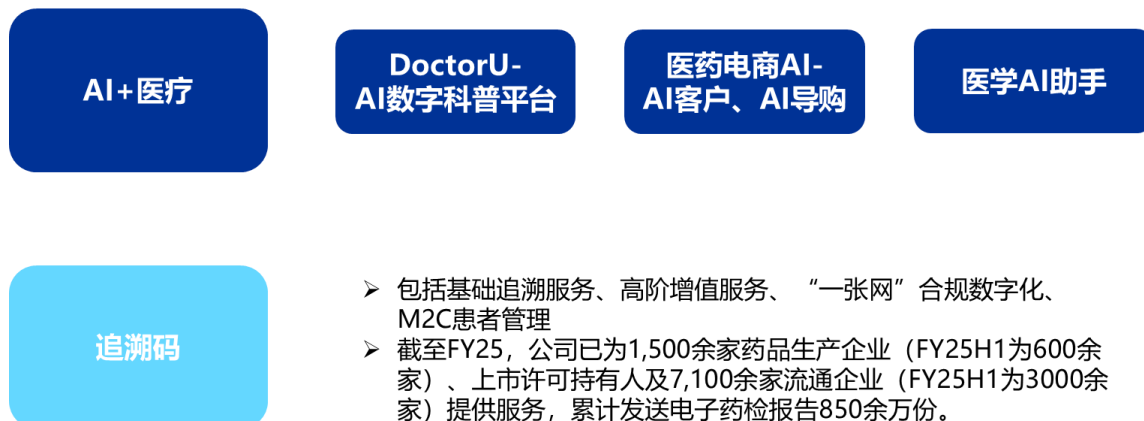
- 慢病用户DOT时长：同比增长7% (FY25H1)

资料来源：阿里健康财报，申万宏源研究

追溯码业务远期有望为公司带来十亿级营收。2018 年 10 月，国家药监局发布《药品信息化追溯体系建设指导意见》，旨在实现药品“一物一码、物码同追”，构建追溯码体系，追溯码将覆盖药品全品类（处方药、OTC、疫苗、血液制品等），并将扩展至医疗器械、保健品、滋补品、母婴产品等大健康领域。公司是国家药监局指定的第三方药品追溯平台运营商，主导建设并运营“中国药品追溯系统”（原“码上放心”平台）。但目前追溯码对医疗用品的覆盖率仍较低，对公司创新业务贡献相对有限。

图 11：阿里健康云基建业务，包括追溯码及 AI 医疗等产品布局

阿里健康云基建布局



资料来源：阿里健康财报，申万宏源研究

公司 AI 医疗布局：运营效率提升、AI 科普研学平台、辅助诊疗等

AI 对公司业务的影响主要为独立 AI 应用+日常运营提效。

日常运营提效包括：1) 结合用户历史购药等数据改善的药品推荐系统；2) 通过 AI 工具提升运营效率，实际上与 AI 对电商行业的赋能方式相似。

独立 AI 应用包括：公司已推出的 DoctorU、氢离子等平台，功能集中在 AI 数字科普、AI 知识图谱以及研学方面等，将有效帮助医学研究者、患者获得医学知识。

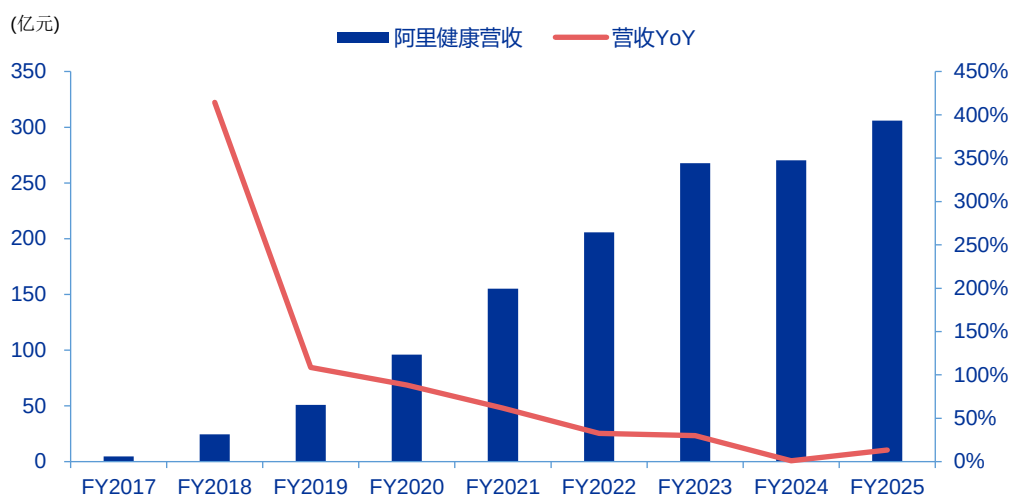
辅助诊疗等工具：具备广阔空间，但产品兑现仍需要较长时间。AI 诊疗能够有效缓解医疗资源不足、地区性不均衡等问题，但短期仍较难解决诊断的权责不分明、医疗伦理问题，落地仍需较长时间。

4. 财务梳理：从高速增长到保持稳健，盈利能力持续改善

FY2018-FY2021：流量红利下互联网医疗快速渗透。阿里健康则依托阿里生态流量（天猫、淘宝），抢占医药电商“线上化”，本质是传统医药零售向线上迁移的红利释放——用户对“线上买药便捷性”认知觉醒，叠加平台入驻商家、SKU 快速扩充，形成营收增长飞轮。

FY2022-FY2025：从高增速换挡，逐渐从重规模转向重盈利。医药电商渗透率达到一定水平，流量获取成本攀升，整体增速趋于放缓；线上处方药、医保线上支付等进展较慢；同时医疗服务业务（如在线问诊）仍未来到快速规模化节点。整体增速进入较为平缓稳定的增长阶段。

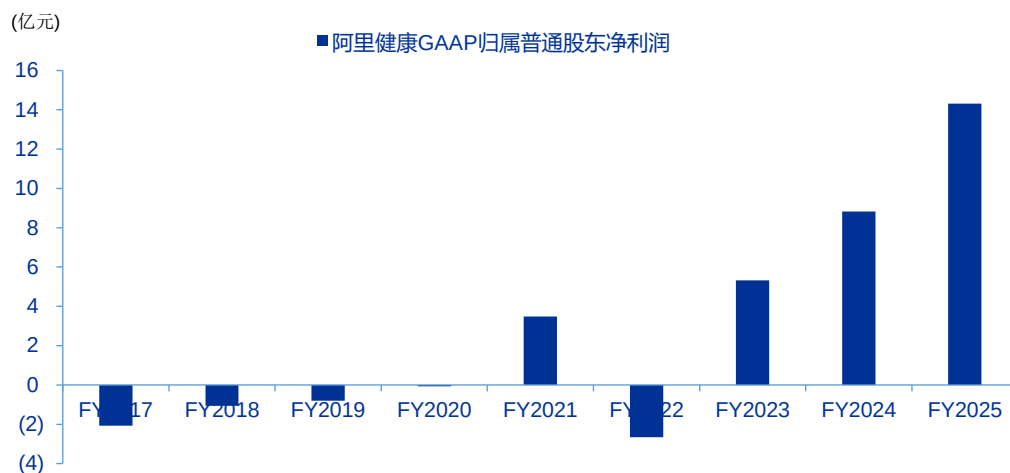
图 12：阿里健康营收增速进入稳健增长阶段



资料来源：阿里健康财报，申万宏源研究

公司在 FY2021 实现近年来首次 Gaap 归属普通股股东净利润转正，但 2022 年自营模式遭遇京东健康、美团买药等竞争，价格战导致毛利承压，公司主营业务毛利率从 FY2021 的 23.3% 降至 FY2022 的 20.0%，再度进入亏损。但在 FY2023 后盈利能力持续修复，从重规模转向业务精细化耕耘，逐步提升利润率水平，净利润保持稳步增长。

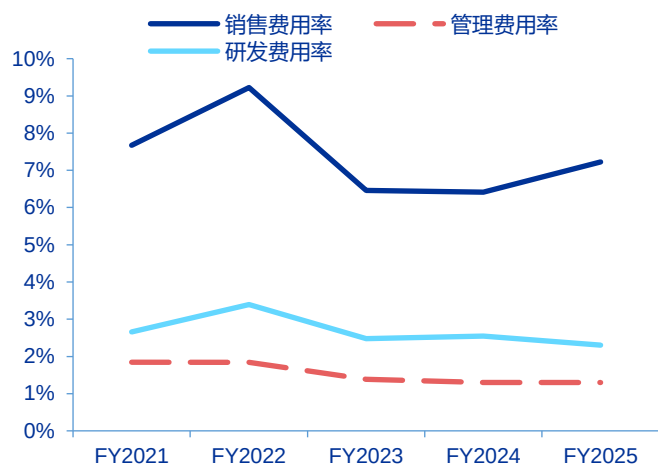
图 13：阿里健康历史 Gaap 归属普通股股东净利润自 FY2023 后稳步提升



资料来源：阿里健康财报，申万宏源研究

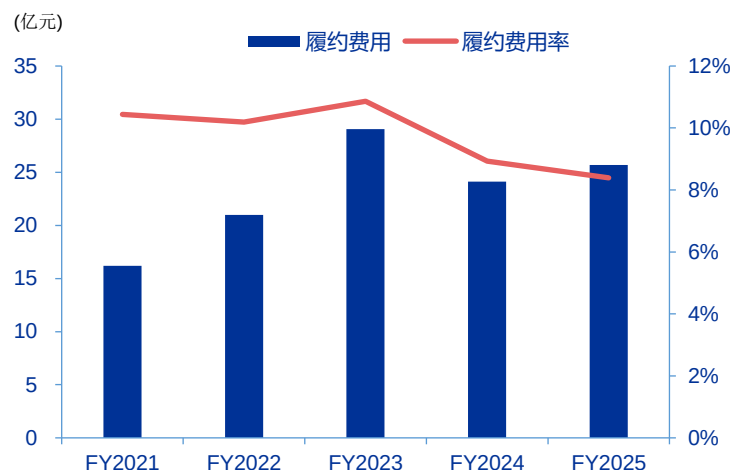
公司三项费用率在规模效应下保持稳中有降趋势。履约费用方面，随着 GMV 的增长仍有一定规模效应，预计履约费用率后续仍有一定下降空间。

图 14：公司历史三项费用率



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 15：公司履约费用率持续下降



资料来源：公司财报，申万宏源研究

5. 股价复盘及盈利预测

5.1 股价复盘：从医保政策、行业竞争、疫情扰动，到业绩进入稳健增长阶段

公司股价曾在 2020 至 2021H1 大幅上涨，主要由新冠疫情推动线上买药需求增加，且对于互联网医疗的利好政策陆续释放，医保开始介入互联网医疗，行业景气度明显提高。但在 2021H2 后，美团买药、抖音电商等对大健康的布局加深，O2O 及直播电商加剧互联网医疗竞争，导致公司 FY2022 业绩由盈转亏，叠加行业监管逐步完善，公司股价及估值大幅下修。

2022 年后，公司逐步消化此前行业快速增长阶段的高估值，随着 2023 年阿里巴巴集团将广告营销业务等优质资产注入公司，公司在 FY2023 再次扭亏为盈，并在 FY24-FY25 实现盈利能力稳步提升，股价回暖。

图 16：阿里健康历史股价复盘



资料来源：Wind，申万宏源研究

5.2 盈利预测

我们预计公司医药电商平台业务在整合广告业务后，有望在 FY26-28 保持 10% 以上的 3 年营收 CAGR，缓慢提升在公司营收的占比；公司医药自营业务稳步扩张，并重视盈利能力的提升，预计 FY26-28 保持 8% 以上的 3 年营收 CAGR；医疗健康及数字化服务业务将保持较为稳定的营收增速。推动公司 FY26-28 整体营收分别达到 332.3/360.3/390.3 亿元，YoY 8.6%/8.4%/8.3%。

表 5：阿里健康业绩拆分预测

	F2024A	F2025A	F2026E	F2027E	F2028E
营业收入	27042	30598	33228	36028	39029
同比增速	1.0%	13.1%	8.6%	8.4%	8.3%
医药电商平台业务	2329	3589	4043	4490	4949
YoY	4.1%	54.0%	12.7%	11.1%	10.2%
营收占比	8.6%	11.7%	12.2%	12.5%	12.7%
医药自营业务	23739	26124	28256	30561	33055
YoY	0.6%	10.0%	8.2%	8.2%	8.2%
营收占比	87.8%	85.4%	85.0%	84.8%	84.7%
医疗健康及数字化服务业务	958	885	930	976	1025
YoY	2.6%	-7.6%	5.0%	5.0%	5.0%
营收占比	3.5%	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%

资料来源：公司财报，申万宏源研究预测

我们预计公司的履约费用率仍有下降空间，仓储、物流等部分成本随着自营业务规模提升具备一定的规模效应，叠加公司在履约费用上持续做优化措施，我们预计履约费用率有望持续下降。由于公司拓客模式已较为成熟，预计销售费用率在 FY26-FY28 将保持稳定；此外，预计公司研发费用率、管理费用率在 FY26-FY28 均以稳定为主。

表 6：阿里健康费用率假设

	F2024A	F2025A	F2026E	F2027E	F2028E
履约费用率	8.9%	8.4%	8.0%	7.8%	7.6%
销售费用率	6.6%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
研发费用率	2.6%	2.4%	2.5%	2.5%	2.4%
管理费用率	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%

资料来源：公司财报，申万宏源研究预测

我们选取主营业务同为互联网医药电商、医疗领域，且同为港股的京东健康、平安好医生为可比公司，根据其 Wind 一致预期的 Gaap 净利润，对应 FY25 的 PE 估值分别为 34x/86x PE。考虑公司较为乐观的增长前景，给予公司经调整净利润 FY26 36x PE 估值，对应 Gaap 净利润 FY26 39xPE，对应目标股价 5.91 港币。

表 7：可比公司估值表（单位：亿人民币）

		总市值	营业收入			净利润			PE		
			FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2024	FY2025E	FY2026E
京东健康	6618.HK	1,264	582	659	741	42	37	43	30	34	29
平安好医生	1833.HK	169	48	53	60	0.8	2.0	2.8	211	86	61

			FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2025	FY2026E	FY2027E
阿里健康	0241.HK	715	306	333	362	14	22	27	50	32	26

资料来源：Wind，申万宏源研究预测

注：财务数据截至 2025 年 6 月 27 日，阿里健康业绩预测来自申万宏源研究，京东健康、平安好医生业绩预测来自 Wind 一致预期，净利润均为 Gaap 净利润

风险提示

互联网医疗需求不及预期；

线上医药零售行业监管政策不及预期：对于线上医药零售监管的加强、医保对线上医药零售的覆盖进展不及预期等；

行业竞争加剧：美团等互联网厂商进入互联网医疗领域将加剧竞争。

合并利润表

单位：百万元人民币	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	27,026.56	30,598.29	33,228.23	36,027.72	39,029.33
营业成本	-21,131.23	-23,166.20	-25,062.19	-26,902.10	-28,941.10
销售及管理费用	-2,136.54	-2,665.81	-2,904.55	-3,142.35	-3,405.38
研发费用	-705.38	-720.05	-830.25	-896.11	-954.81
其他经营损益	196.73	198.39	199.37	216.17	234.18
财务费用	472.06	462.24	472.94	492.19	502.79
投资收益	-5.93	-64.66	-19.74	-30.11	-38.17
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经常性损益及履约费用	-2,776.86	-3,082.23	-2,643.13	-2,795.41	-2,961.93
除税前利润	939.40	1,559.97	2,440.69	2,969.99	3,464.91
所得税	-56.26	-127.95	-200.19	-243.61	-284.20
净利润	883.14	1,432.01	2,240.49	2,726.39	3,180.70
少数股东损益及其他	-0.34	-0.41	0.03	-0.24	-0.21
归属普通股股东净利润	1,438.27	1,950.04	2,414.99	2,901.16	3,355.45

资料来源：聚源数据，申万宏源研究预测

合并资产负债表

单位：百万元人民币	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	13,512.24	12,276.18	14,752.50	17,707.81	21,141.95
现金及等价物	9,553.11	2,218.30	4,087.55	6,850.03	9,909.64
应收款项	2,280.98	2,457.87	2,667.75	2,891.16	3,130.69
存货	1,399.74	1,415.22	1,812.41	1,781.83	1,916.82
其他流动资产	278.41	6,184.79	6,184.79	6,184.79	6,184.79
非流动资产	6,193.10	8,902.24	8,899.86	8,897.48	8,895.10
长期投资	4,649.59	7,393.18	7,393.18	7,393.18	7,393.18
固定资产	35.58	35.69	33.31	30.93	28.55
投资物业	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产及商誉	1,171.01	1,120.10	1,120.10	1,120.10	1,120.10
其他非流动资产	336.92	353.27	353.27	353.27	353.27
资产总计	19,705.34	21,178.42	23,652.36	26,605.28	30,037.04
流动负债	5,025.46	4,742.17	4,975.62	5,202.16	5,453.22
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	4,991.26	4,731.59	4,965.04	5,191.58	5,442.64
其他流动负债	34.19	10.58	10.58	10.58	10.58
非流动负债	162.28	123.09	123.09	123.09	123.09
负债合计	5,187.73	4,865.26	5,098.70	5,325.25	5,576.30
股本	142.78	142.79	142.79	142.79	142.79
总储备	14,503.38	16,221.99	18,462.45	21,189.07	24,369.98
其他股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非控股权益及其他	-26.61	0.98	1.01	0.77	0.57
权益总额	14,517.60	16,313.16	18,553.65	21,280.04	24,460.74
负债和股东权益合计	19,705.34	21,178.42	23,652.36	26,605.28	30,037.04

资料来源：聚源数据，申万宏源研究预测

合并现金流量表

单位：百万元人民币

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
净利润	883.14	1,432.01	2,240.49	2,726.39	3,180.70
加：折旧摊销减值	46.75	0.00	2.38	2.38	2.38
利息净支出	-472.06	-462.24	-472.94	-492.19	-502.79
投资损失	5.93	64.66	19.74	30.11	38.17
营运资本变动	1,016.70	0.00	-373.62	33.72	-123.47
其它经营现金流	-400.62	360.59	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	1,079.83	1,395.03	1,416.05	2,300.40	2,594.99
资本开支	-22.78	0.00	0.00	0.00	0.00
其它投资现金流	-4,858.12	-2,596.48	-19.74	-30.11	-38.17
投资活动现金流	-4,880.90	-2,596.48	-19.74	-30.11	-38.17
支付股利和利息	478.03	464.85	472.94	492.19	502.79
其它融资现金流	-2,460.43	-537.37	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	-1,982.40	-72.52	472.94	492.19	502.79
净现金流	-5,783.46	-1,271.87	1,869.25	2,762.48	3,059.61

资料来源：聚源数据，申万宏源研究预测

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。