

【广发传媒&海外&医药】阿里健康 (00241.HK)

主业增长加速，AI 赋能新机遇

核心观点:

- **医疗电商：原研药线上渗透驱动增长，处方外流和线上医保打开长期空间。** 外资企业加大原研药及创新药的院外布局。目前各大医药电商及互联网医疗平台均围绕原研药加强产品和服务供给，医疗电商在药品市场中的份额快速提升。长期在线上医保、处方外流的政策驱动下，线上药店的性价比和便捷性、及时性凸显，市场份额仍有广阔的提升空间。
- **阿里健康：自营收入增长加速，平台广告带动盈利能力持续提升。** 阿里健康自营业务占收入近 9 成，自营业务受原研药趋势拉动，公司持续加深与信达生物、先声药业等上游合作，截至 FY26H1 的自营 SKU 同比增长 99% 至 161 万个，收入同比增长 19% 至 143.8 亿元。公司也是国内 YAU 最高和年度 GMV 最大的线上 B2C 医疗健康品零售平台，与集团深入协同，广告服务框架协议的上限上修，利润端贡献将更加显著。
- **AI+健康为公司带来新机遇。** To C 层面，阿里健康主业有望受益于千问超级 Agent。OpenAI 推出健康功能、蚂蚁阿福用户持续增长，验证了用户对 AI 健康管理的需求。千问超级 Agent 的搭建和起量，未来也有望赋能阿里健康的销量，用户在千问询问健康相关问题后，千问可相应给出药品/保健品的建议，跳转淘宝/天猫完成下单，实现交易闭环。To B 层面，公司正积极探索严肃医疗领域相关的应用场景，已推出医学 AI 助手“氢离子”App，未来有望通过与药企合作实现商业化。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 26/27 财年收入分别为 345.94/382.35 亿元，经调整净利润为 24.99/30.26 亿元。医药电商业务给予 26 财年 3X PS，医疗健康及数字化服务业务给予 26 财年 6X PS，综合来看，对应合理价值 7.39 港元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。** 政策发展方向不确定；市场竞争超预期；开拓新品类及服务未达预期；线上平台面临与第三方商家相关的风险。

盈利预测：（全文如无特殊说明，财务及业务数据货币单位均为人民币，汇率按 1 港元=0.89 元人民币计算）

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	27,027	30,598	34,594	38,235	41,975
增长率 (%)	1.0%	13.2%	13.1%	10.5%	9.8%
EBITDA	999	1,620	1,634	2,127	2,637
NonGAAP 归母净利	1,438	1,950	2,499	3,026	3,532
增长率 (%)	-12.8%	35.6%	28.2%	21.1%	16.7%
NonGAAP EPS(元/股)	0.09	0.12	0.15	0.19	0.22
NonGAAP PE	31.6	34.5	35.5	29.3	25.1
NonGAAP ROE (%)	9.9%	12.0%	13.6%	14.5%	14.8%
EV/EBITDA	42.0	40.2	52.5	39.2	30.5

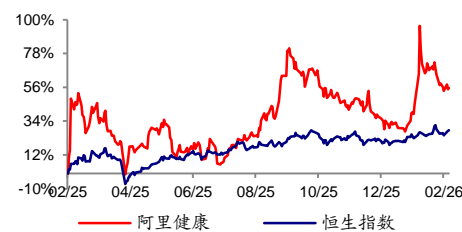
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	6.18 港元
合理价值	7.39 港元
报告日期	2026-02-13

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	16175/16175
总市值/流通市值 (百万港元)	99963/99963
一年内最高/最低 (港元)	7.78/3.94
30 日日均成交量/成交额 (百万)	198/1358
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	5.46/25.87

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

廖志国



SAC 执证号: S0260525060001

021-38003665



liaozhiguo@gf.com.cn

分析师:

罗悦纯



SAC 执证号: S0260524120001

021-38003562



luoyuechun@gf.com.cn

请注意，廖志国、罗悦纯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、医疗电商跟踪：看好药品线上渗透，重视 AI+健康需求.....	5
（一）产品端：原研药为药品线上渗透重要驱动力.....	5
（二）渠道端：B2C 市场规模较大，O2O 增速提升.....	11
（三）AI 健康新机遇：C 端问诊需求庞大，有望为医疗电商带来导流.....	14
二、阿里健康：自营收入景气增长，AI 有望深入赋能主业.....	16
（一）业绩拆解：自营为收入增长主要驱动力，公司盈利能力持续提升.....	16
（二）自营业务：原研药拉动，加深上游合作扩充 SKU.....	17
（三）平台及服务：与阿里集团深入协同，广告年框上修.....	19
（四）AI 机遇：千问有望成为医疗电商流量入口，医学 AI 助手“氢离子”上线... ..	23
三、盈利预测和估值.....	24
四、风险提示.....	27

图表索引

图 1: 医药电商平台原研药专区、标签.....	6
图 2: 家用医疗器械市场规模.....	8
图 3: 家用医疗器械细分品类的市场规模变化 (人民币十亿元).....	8
图 4: 家用医疗器械线上化的趋势.....	9
图 5: 中国保健品市场规模及同比增速.....	9
图 6: 我国保健品行业渠道结构变化 (单位: %).....	9
图 7: 2024 年线上渠道保健品细分功效市场规模及增速.....	10
图 8: 保健品线上销售额及同比增速、三大平台销售额 Top5 的保健品品牌.....	11
图 9: 2024 年以来各月度 B2C 和 O2O 市场规模.....	11
图 10: 药品市场 B2C 平台销售额份额占比.....	12
图 11: 药品市场 O2O 平台销售额份额占比.....	12
图 12: B2C 药品销售额占比.....	12
图 13: O2O 药品销售额占比.....	12
图 14: 药品细分品类占 B2C 和 O2O 渠道份额.....	13
图 15: B2C 平台-2025H1 各类型店铺销售额占比 (2025 年 1-10 月).....	13
图 16: O2O 直送店头部城市销售额集中度.....	13
图 17: ChatGPT、Anthropic 和 Google 在 C 端 AI 医疗健康领域的布局.....	14
图 18: 蚂蚁阿福解读报告、健康档案、添加健康数据.....	15
图 19: 蚂蚁阿福 App 周度日均活跃用户数 (万人).....	15
图 20: 阿里健康营收及同比增速.....	16
图 21: 阿里健康收入构成.....	16
图 22: 阿里健康毛利率及净利率.....	17
图 23: 阿里健康四项费用率.....	17
图 24: 阿里健康经调整净利润及经调整净利率.....	17
图 25: 阿里健康自营业务收入及同比增速.....	18
图 26: 阿里健康自营 SKU (万个).....	18
图 27: 阿里健康线上自营店的年度活跃消费者.....	18
图 28: 阿里健康平台业务收入及同比增速.....	20
图 29: 阿里健康平台服务商家数及同比增速.....	20
图 30: 阿里健康平台 SKU 数及同比增速.....	20
图 31: 广告年框历史交易金额及同比增速.....	21
图 32: 2026-2027 财年广告年框上修目标.....	21
图 33: 阿里健康医疗健康及数字化服务业务.....	22
图 34: 阿里健康签约的执业医师、执业药师和营养师数量.....	22
图 35: 千问超级 Agent 与阿里生态的联动.....	23
图 36: 阿里健康医学 AI 助手“氢离子”主要功能.....	24
表 1: 国内药品市场拆分-按照三大终端六大市场.....	5
表 2: 互联网医疗平台医保在线支付政策梳理.....	7
表 3: 互联网医疗平台医保在线支付城市梳理.....	7

表 4: 2025 年以来在阿里健康首发的药品	19
表 5: 天猫平台业务抽佣	21
表 6: 阿里健康收购天猫平台医药相关类目及营销审核、经营权	22
表 7: 阿里健康盈利预测 (单位: 百万人民币)	25
表 8: 阿里健康可比公司估值表 (截至 2026/2/12 收盘)	26

一、医疗电商跟踪：看好药品线上渗透，重视 AI+健康需求

（一）产品端：原研药为药品线上渗透重要驱动力

中国药品市场中，线上药店份额保持快速提升趋势。将中国药品规模按照三大终端、六大市场来拆解，根据米内网，2025年前三季度，公立医院终端仍占药品市场销售额的大头，市场份额为59.5%，公立医院份额近年来呈现下降趋势，主要由于医保支付改革深化、集采常态化推进、医疗反腐穿透式监管等政策落地，院端药品支出向“提质控费”聚焦；零售药房份额提升至31.5%，处方外流、“双通道”政策落地及医保个账线上支付拓展，推动靶向治疗等创新药流向零售端，其中，线上药店是份额增长势头最为强劲的市场，份额为5.3%。

表 1：国内药品市场拆分-按照三大终端六大市场

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025Q1-Q3
药品市场销售额（亿元）	17131	17954	16437	17746	17935	18872	18728	13926
同比增速	6.3%	4.8%	-8.5%	8.0%	1.1%	5.2%	-0.8%	-1.1%
第一终端：公立医院	11541	11951	10512	11278	11083	11560	11218	8291
城市公立医院	8485	8739	7777	8390	8262	8697	8531	6382
县级公立医院	3056	3212	2735	2888	2821	2863	2687	1909
第二终端：零售药房	3919	4195	4330	4773	5209	5533	5740	4385
实体药房	3820	4057	4087	4405	4702	4870	4981	3653
线上药店	99	138	243	368	507	663	759	732
第三终端：公立基层医疗	1671	1808	1595	1695	1643	1779	1770	1250
城市社区卫生服务中心（站）	629	696	738	785	778	881	893	652
乡镇卫生院	1042	1112	857	910	865	898	877	598
	所占药品市场份额							
第一终端：公立医院	67.4%	66.6%	64.0%	63.6%	61.8%	61.3%	59.9%	59.5%
城市公立医院	49.5%	48.7%	47.3%	47.3%	46.1%	46.1%	45.6%	45.8%
县级公立医院	17.8%	17.9%	16.6%	16.3%	15.7%	15.2%	14.3%	13.7%
第二终端：零售药房	22.9%	23.4%	26.3%	26.9%	29.0%	29.3%	30.6%	31.5%
实体药房	22.3%	22.6%	24.9%	24.8%	26.2%	25.8%	26.6%	26.2%
线上药店	0.6%	0.8%	1.5%	2.1%	2.8%	3.5%	4.1%	5.3%
第三终端：公立基层医疗	9.8%	10.1%	9.7%	9.6%	9.2%	9.4%	9.5%	9.0%
城市社区卫生服务中心（站）	3.7%	3.9%	4.5%	4.4%	4.3%	4.7%	4.8%	4.7%
乡镇卫生院	6.1%	6.2%	5.2%	5.1%	4.8%	4.8%	4.7%	4.3%

资料来源：米内网，广发证券发展研究中心

原研药供需两旺，重视线上渠道，将驱动线上药品销售额保持景气增长。

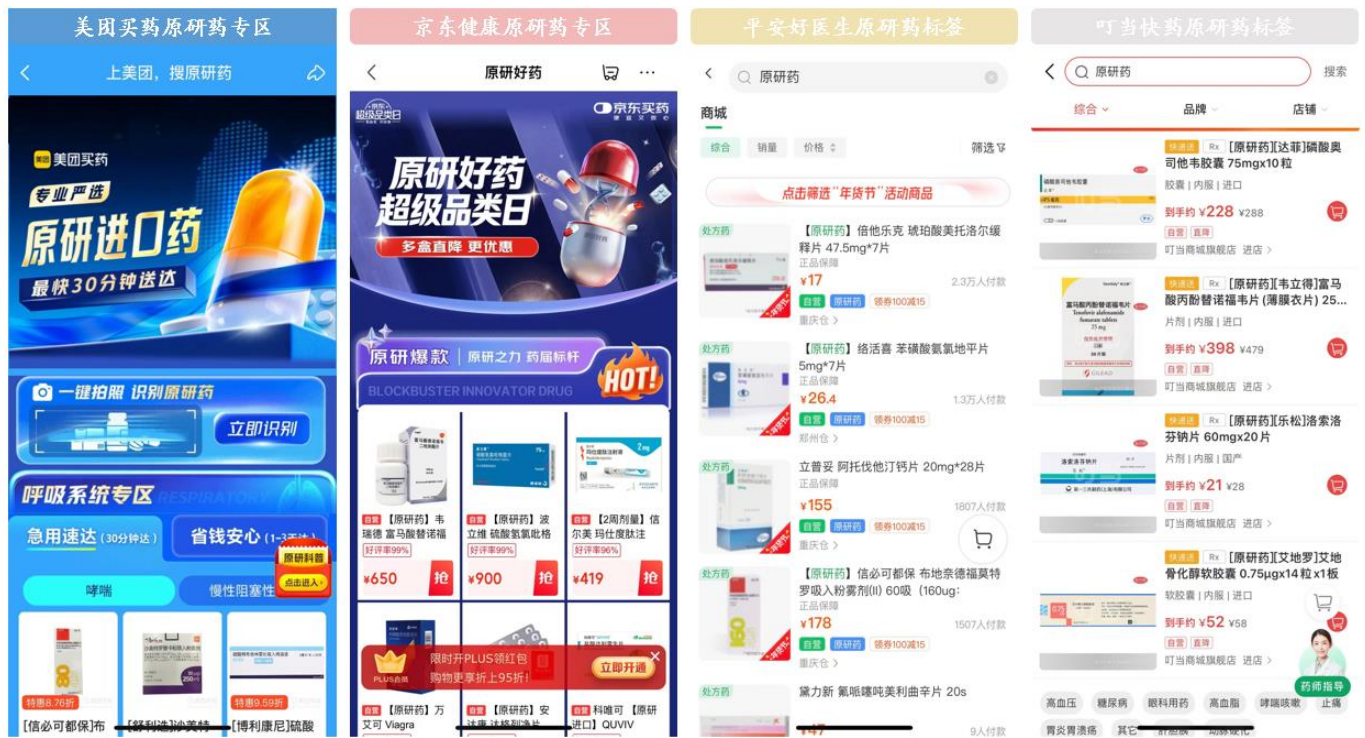
（1）供给端，全球创新药研发需求复苏，国内政府鼓励创新、加快审评审批速度等为创新药发展提速，根据中康产业研究院，中国创新药的创新质量实现跨越式发展，

首创（FIC）药物占比从2015年不足10%提升至2024年的30%，中国首发新药全球占比从4%增长至38%。

（2）需求端，部分原研药的药效和稳定性好于仿制药，因此即使没有医保报销，也有部分患者选择价格更贵的进口原研药。

（3）渠道端，医保目标为满足基本医疗需求，倾向于选择价格较低的仿制药。根据国家医保局公众号，在集采中选药品中，同通用名仿制药占绝大多数比例，前九批集采国产仿制药中选1583个，进口原研药中选70个，仿制药占比95%以上。因此原研药将重心转向院外，外资企业加大原研药及创新药的线上线下布局。在原研药品类，线下药店无医保支付的价格优势，线上药店由于便捷性、医生处方和服务的便利性，受益于原研药外流的趋势。目前各大医药电商及互联网医疗平台均围绕原研药加强产品和服务供给，例如在药品页面标注“原研药”标签，便于用户搜索和识别；上线原研药专区，集中展示心脑血管、内分泌、抗感染、呼吸等领域的原研药。

图 1：医药电商平台原研药专区、标签



数据来源：各 App 截图，广发证券发展研究中心

长期来看，在线上医保、处方外流的政策驱动下，药品线上份额有望持续提升。

（1）医保支付政策引导。2021年7月，国家医疗保障局发布了《关于优化医保领域便民服务的意见》，指出要积极推进“互联网+医疗服务”，按照线上线下的原则和医保支付政策，根据服务特点完善协议管理、结算流程，积极探索信息共享，实现处方流转、在线支付结算、送药上门一体化服务。2023-2025年间，国家医保局先后把“医保电子凭证、移动支付、电子处方、业务综合服务终端”四大板块做成全国统一接口，并发布成文的技术标准/

规范。

表 2: 互联网医疗平台医保在线支付政策梳理

时间	发布部门	文件名称	线上医保相关内容摘要
2020/7/21	国务院办公厅	《关于进一步优化营商环境更好服务市场主体的实施意见》（国办发〔2020〕24号）	首次明确将“互联网+”医疗服务纳入医保支付范围，线上线下载执行同等报销政策。
2021/7/16	国家医疗保障局	《关于优化医保领域便民服务的意见》（医保发〔2021〕39号）	要求推进互联网医疗服务医保在线支付，实现“处方流转、在线支付结算、送药上门”一体化。
2022/12/14	中共中央、国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	提出：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。
2025/8/10	市场监管总局（国家标准委）	《医疗保障信息平台 便民服务相关技术规范》（GB/T 45938—2025）推荐性国家标准	标准规定了医保码（医保电子凭证）、医保移动支付、医保电子处方、个人医保信息授权查询等医疗保障信息平台便民服务的接入方式、接入功能要求、性能要求和安全要求。

资料来源：政府官网，广发证券发展研究中心

(2) **线上支付落地城市**。2024年起，各地试点推进的落实速度都在加快，2025年有望继续扩大范围和创新探索。目前，医保线上购药已在北上广深及多个省份落地，上海、北京均与美团、京东等购药平台展开合作，提供医保支付功能，此外，支付宝也联合各大平台，在佛山、韶关、东莞、汕尾等十余个城市推进线上医保购药。

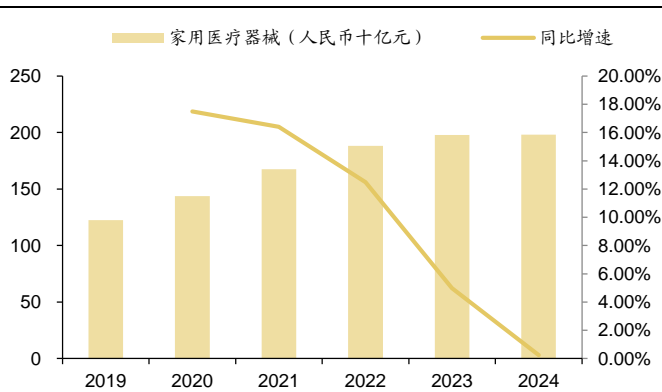
表 3: 互联网医疗平台医保在线支付城市梳理

时间	省份	城市	具体内容（包括可用平台）
2024/7/5	北京市	北京	自 2024-7-1 起，参保人员可在京东、美团 两家购药平台使用医保个人账户线上购买非处方(OTC)药。定点零售药店约 300 家覆盖全市 16 区。
2024/7/14	上海市	上海	上海开通医保个人账户线上购药功能：在 京东、美团、饿了么 等平台标识“医保支付”专区可下单，最快 9 分钟送达。
2024/7/31	广东省	广州	正式启动线上购买非处方药医保个人账户支付服务，积极推动第三方线上购药服务平台接入医保移动支付覆盖美团、饿了么、京东等主流线上购药平台。
2024/7/31	湖北省	宜昌	报道：本省线上购药服务支持电子处方流转，通过“湖北医疗保障”微信 / 支付宝小程序参保人可查询处方并送药上门。
2024/8/22	浙江省	杭州、绍兴、湖州、丽水、舟山	浙江省于全国范围内率先上线全省域、全链路“云药房”服务。浙江省内参保人可通过支付宝、饿了么等平台，足不出户享受一站式医保购药新体验。
2024/9/27	四川省	8 地市（成都、眉山、达州、遂宁、南充、宜宾、广元、德阳）	京东、美团、饿了么三大平台同步启动线上购药医保支付功能，首批覆盖成都、遂宁、德阳、宜宾、达州、广元、南充、眉山 8 座城市，标志着四川正式迈入线上医保购药新时代，参保市民只需轻点手机即可享受从下单到配送的一站式便捷服务。
2024/10/9	青海省	西宁	青海参保群众在支付宝 App 内搜索“医保买药”或者青海医保局官方小程序，即可享受医保线上购药服务。
2024/12/17	广东省	广东省（13 地市）	全省已有广州、深圳、珠海、汕头、佛山、韶关、梅州、惠州、汕尾、东莞、中山、江门、湛江等 13 个地市约 2800 家医保定点药店实现线上医保购药。平台包括：“粤医保”微信小程序、支付宝小程序、美团、饿了么、京东。
2024/12/31	天津市	天津	自 2024-12-12 起，首批三大平台（美团 / 京东 / 饿了么）各 10 家定点药店开通医保个人账户线上购药。参保人可通过这些平台下单并用医保账户支付。平台：三大互联网平台。
2025/2/8	安徽省	合肥	合肥市参保人员在支付宝、京东、美团、饿了么多个平台购药，可使用个人账户结算。
2025/3/6	内蒙古	呼和浩特市、包头市、兴安盟	内蒙古自治区医疗保障局创新服务，推出医保线上线下一体化购药模式，通过数字化改革打通医保服务“最后一公里”，覆盖美团、京东、饿了么等主流电商平台

资料来源：各地政府官网，广发证券发展研究中心

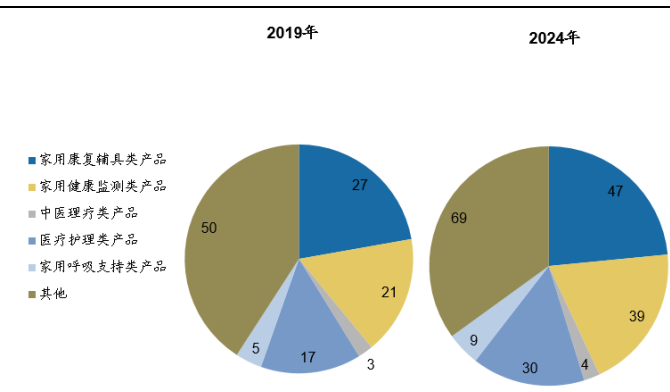
在器械市场中,老龄化、健康管理意识提升及科技进步有望带动家用器械市场增长,其中监测、康复辅具的份额预计提升。我国家用医疗器械在疫情期间实现快速增长,2023-2024年增速在高基数下回落。2024年国内家用器械的市场规模为1982亿元,考虑到家用医疗器械如血压计、血糖仪等受慢性病和老龄化影响,科技发展推动可穿戴设备的普及,以及人们健康管理意识的日益提升,家用医疗器械市场规模预计将持续稳定增长。从结构上来看,预计家用健康监测类产品、家用康复辅具类产品的份额将持续提升。

图 2: 家用医疗器械市场规模



数据来源: 可孚医疗招股说明书, 广发证券发展研究中心

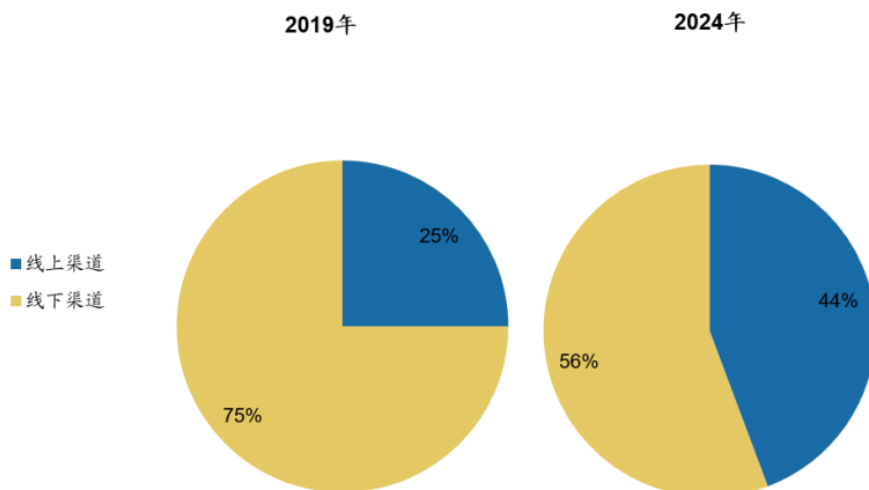
图 3: 家用医疗器械细分品类的市场规模变化 (人民币十亿元)



数据来源: 可孚医疗招股说明书, 广发证券发展研究中心

头部医疗器械公司加大产品创新及电商渠道投入。根据2024年1月《国务院办公厅关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》提出推动助听器、矫形器、拐杖、假肢等传统功能代偿类康复辅助器具升级,发展智能轮椅、移位机、康复护理床等生活照护产品。当前医疗器械可结合AI等技术实现创新,如涉及血糖、血压、血氧等指标的AI智能穿戴医疗设备,可以结合AI Agent应用程序实现健康数据的采集与管理、分析与解读。根据京东健康黑板报公众号,CGM(动态血糖仪)产品算法运用前沿技术进行迭代和创新,设备销量增速在2021年至2024年间一直保持在22%以上,远超传统指尖血糖监测仪。考虑到线上化消费心智的普及,以及医药电商的便利性,当前以鱼跃医疗等头部医疗器械企业加大在电商渠道的投入,预计线上化率将进一步提升。

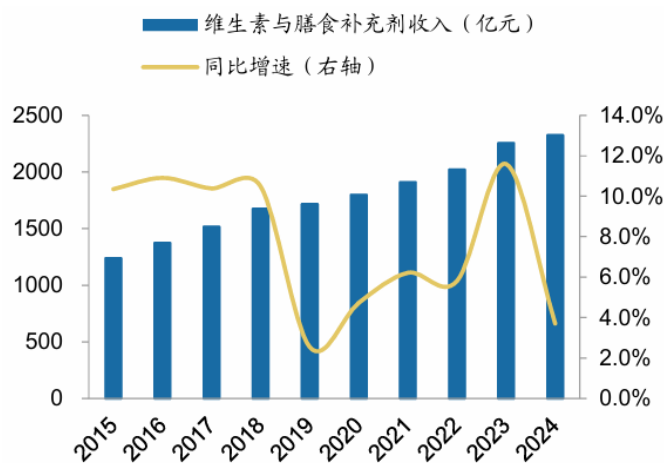
图 4: 家用医疗器械线上化的趋势



数据来源：可孚医疗招股说明书，广发证券发展研究中心

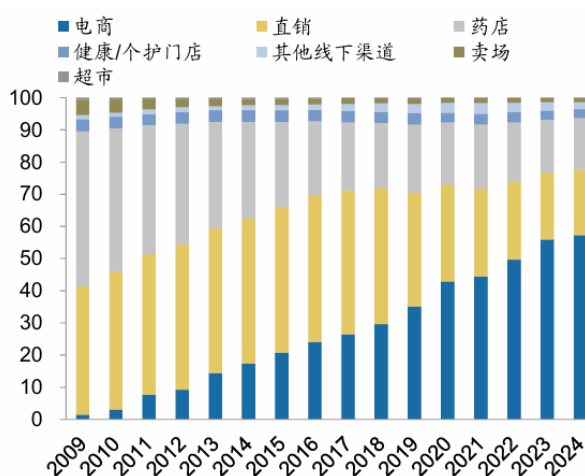
中国保健品市场进入稳健发展的阶段，线上化已较为成熟。参考汤臣倍健年报引用欧睿数据，2024年国内VDS（维生素与膳食补充剂，以下保健品行业均指VDS，而保健食品范围定义更为宽泛）行业收入达到2323亿元，同比+3.7%，较2023年有所降速，过去5年复合增长6.2%。**品类方面：**居民营养健康需求进一步细化，益生菌、维矿、抗衰、护肝等品类增长亮眼。**渠道方面：**保健品已经历销售渠道的线上转型，目前线上电商销售渠道占比已超越一半。2015年新修订《食品安全法》加强保健食品监管导致直销品牌占比下降，2019年以后受医保卡禁用流量下降影响，线上渠道凭借流量优势逐步崛起，药店渠道已成为保健品第一大渠道。根据彭博，2024年我国保健品行业电商渠道占比达57.3%，其次为直销占比20.3%、药店占比16.1%。根据汤臣倍健年报，直销、药店份额逐步下降，2024年VDS品类在线下药店销售同比下滑20%左右，线上占比进一步提升。

图 5: 中国保健品市场规模及同比增速



数据来源：汤臣倍健年报引用欧睿数据，广发证券发展研究中心

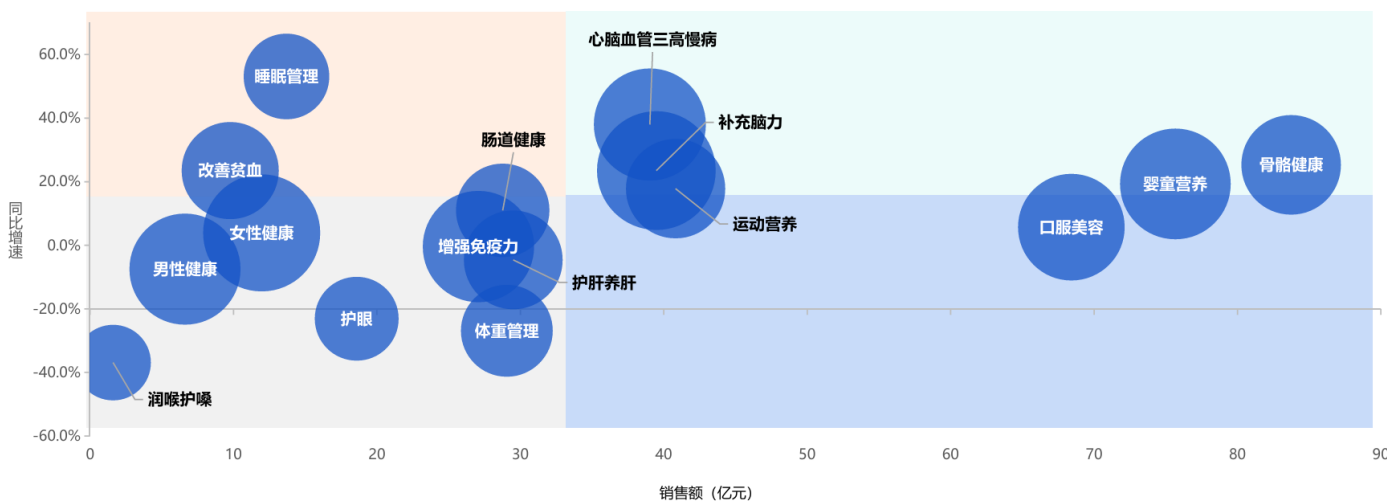
图 6: 我国保健品行业渠道结构变化 (单位: %)



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

渠道变化、全年龄段人群扩容带来新需求，保健品新产品涌现。根据广发食饮组外发报告《食品饮料行业：浅谈保健品产业链的新机遇》，（1）一方面渠道流量由药店、直销等传统渠道向抖音、电商、跨境、私域等新渠道转化，新渠道人群对保健品功效要求细分化，饮食习惯零食化，消费日常化，导致产品品类、规格、剂型等均发生较大变化。（2）另一方面随着居民健康意识提升，保健品适配人群从老年向全年龄段扩容，女性人群的抗衰、美容等需求，儿童营养与增高需求，运动营养，宠物营养等细分需求持续涌现，带来保健品品类的发展。（3）新需求主要集中在新渠道，从线上渠道细分品类看，口服美容仍为最大细分市场，其次为骨骼健康、体重管理，此外睡眠管理等领域快速崛起。分品类看，从护肝片到增高片，再到25年的抗衰产品（NMN、麦角硫因等）、宠物营养，保健品新概念不断涌现，给产业链上下游带来新机遇。

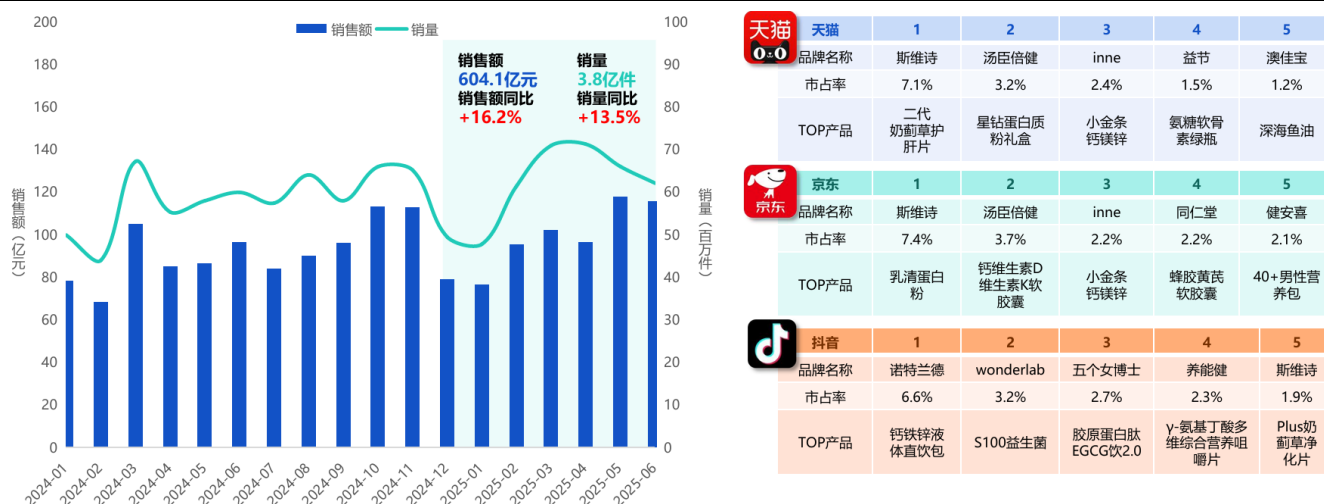
图 7：2024年线上渠道保健品细分功效市场规模及增速



数据来源：魔镜洞察《2024 年年度消费新潜力白皮书》，广发证券发展研究中心

保健品新品数量占比较高，在平台的投流投入增长较快。保健品市场当中，新品占比超过一半，根据任拓报告，MAT202504期间，保健品市场新品的数量已占据行业整体的54%，新品在产品形态与功效上同样展现出显著的创新趋势。庞大的新品规模会带来在线上平台上保健品品牌整体投流规模加大，根据《2025快手大健康行业数据报告》，2025年H1大健康细分商品中，营养品消费人数超4500万，消费金额占比超过50%，无论消费人数还是消费金额均最高，2025年H1，保健养生与看病治病在快手广告平台月均视频有效播放量与观看人数较高，健康生活、消费医疗有效播放量同比增速较快，分别为33.0%与18.1%；根据《2025上半年飞瓜抖音电商与广告投放报告》，滋补保健行业下多个细分品类潜力巨大，2025年H1，海外细胞营养补充剂、功能饮料、海洋生物类、维生素/矿物质类成交热度同比分别达到5.8w%/414.4%/398.2%/208.6%，滋补保健品广告曝光量达到食品饮料类投流大盘的13%。因此，线上成为保健品销售的主要渠道，保健品新品竞争的特征、用户对于大健康的关注度增加会使得保健品品牌加大在线上的广告投放。

图 8：保健品线上销售额及同比增速、三大平台销售额Top5的保健品品牌

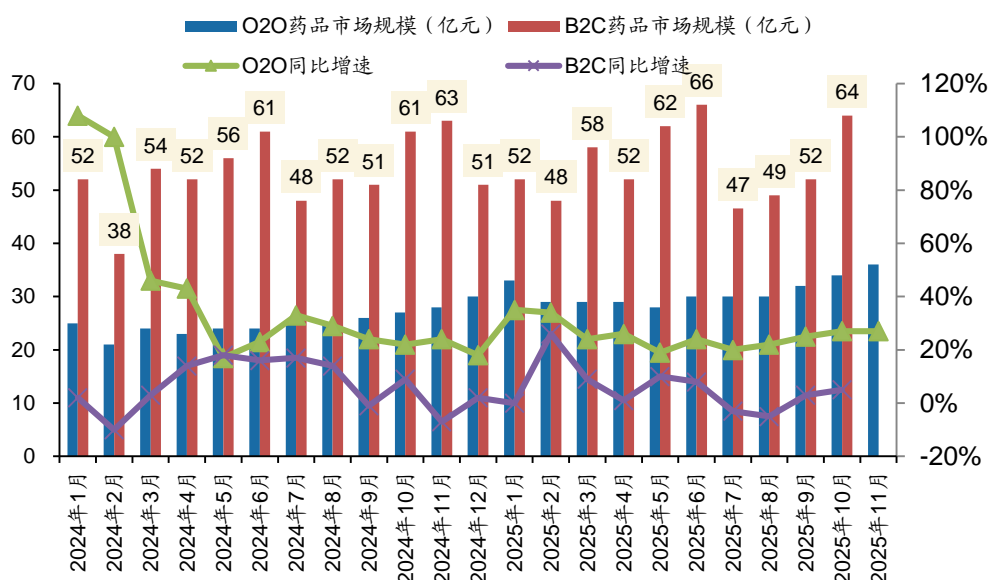


数据来源：《魔镜洞察 2025 年 H1 消费新潜力白皮书》，广发证券发展研究中心

（二）渠道端：B2C 市场规模较大，O2O 增速提升

目前药品市场线上渠道主要分为B2C和O2O。从市场规模及主要玩家来看，B2C主要玩家包括京东、天猫两大平台；O2O药品市场规模小于B2C，主要玩家包括美团、饿了么和京东到家，其中美团占据接近80%份额。O2O在零售药店销售额当中的占比不断提升，25年11月同比提升1.8pct至9.2%。

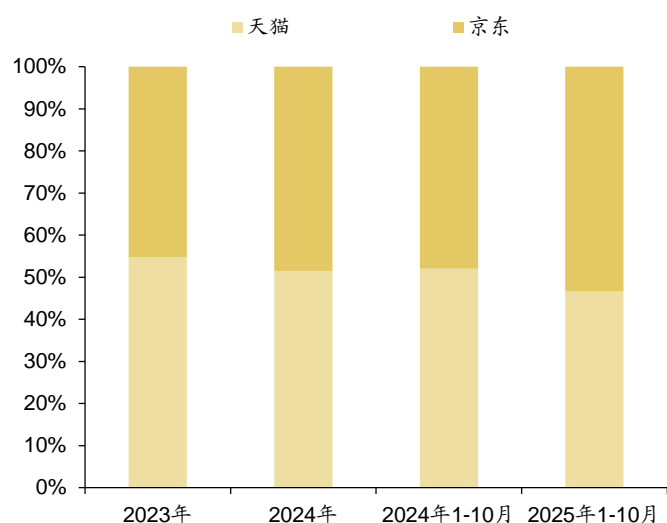
图 9：2024 年以来各月度 B2C 和 O2O 市场规模



数据来源：中康 CMH，广发证券发展研究中心

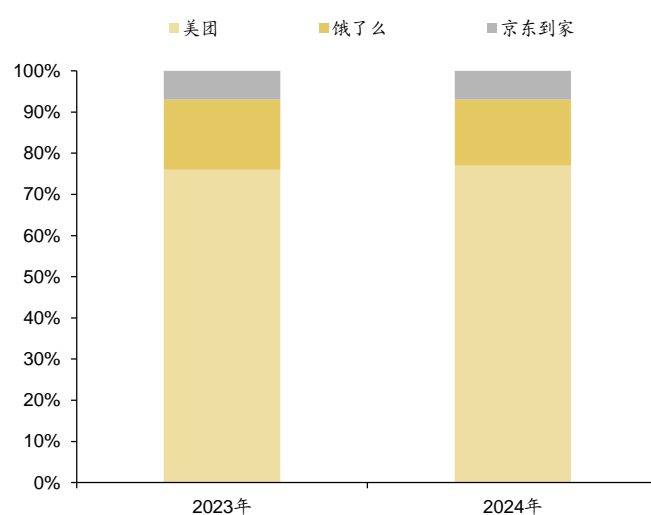
注：O2O 包括美团、饿了么和京东到家三家平台，B2C 包含天猫+京东两大平台。

图 10: 药品市场B2C平台销售额份额占比



数据来源: 中康 CMH, 广发证券发展研究中心

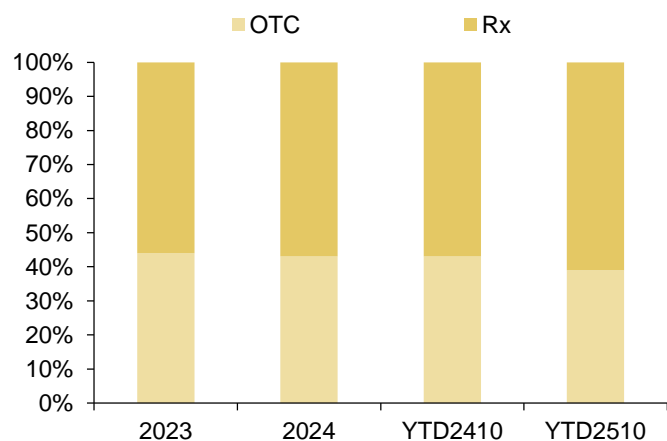
图 11: 药品市场O2O平台销售额份额占比



数据来源: 中康 CMH, 广发证券发展研究中心

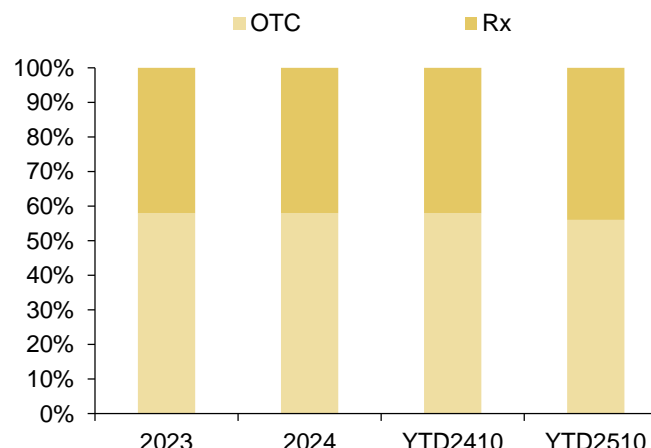
从代表的药品特征来看, B2C平台处方药占比稍高, O2O渠道中仍以OTC为主。具体品类来看, B2C便于囤药、有私密性, 皮肤用药、泌尿系统用药排名前二; O2O具备时效性, 满足急性用药需求, 感冒药、胃肠道用药排名前二。

图 12: B2C药品销售额占比



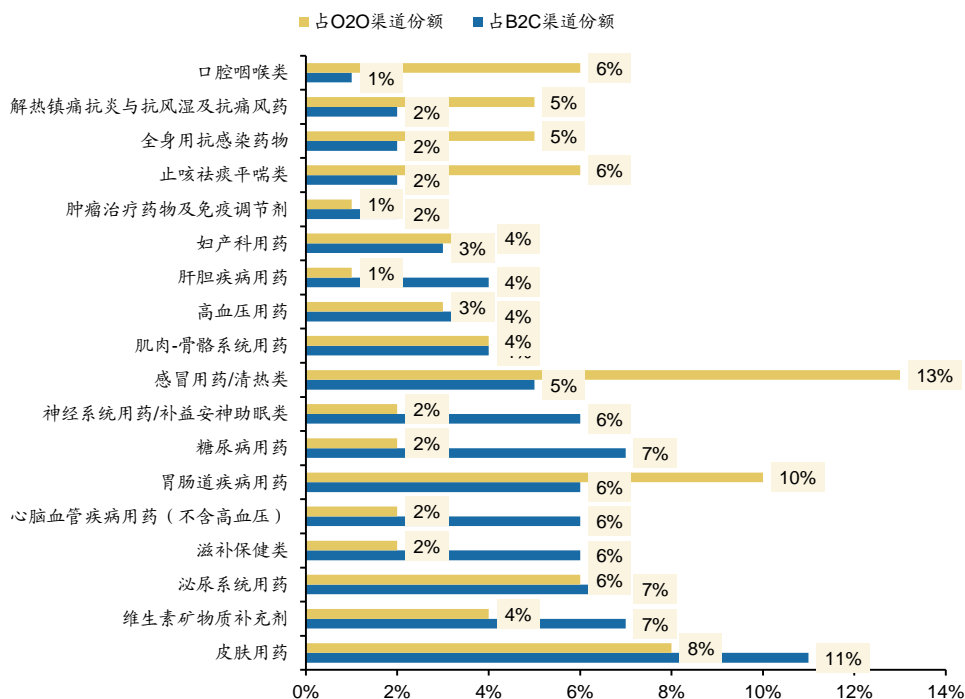
数据来源: 中康 CMH, 广发证券发展研究中心

图 13: O2O药品销售额占比



数据来源: 中康 CMH, 广发证券发展研究中心

图 14: 药品细分品类占B2C和O2O渠道份额

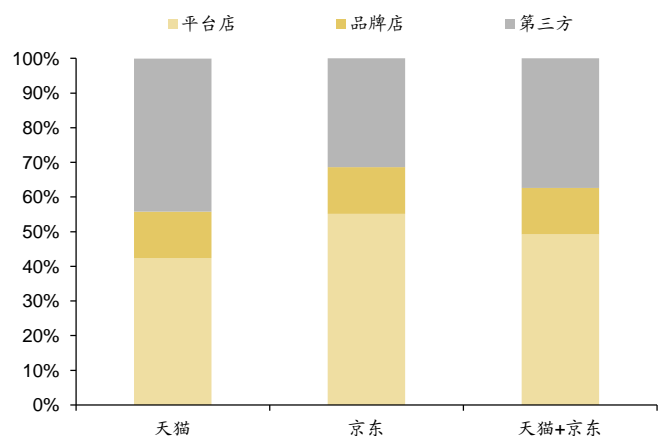


数据来源: 中康 CMH, 广发证券发展研究中心

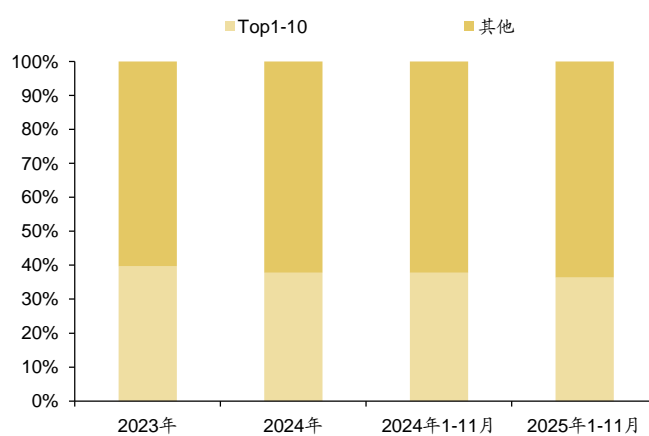
从药品供应的来源看, B2C的天猫和京东平台中, 天猫平台的第三方商家销售额占比相对较高, 超过了平台店和品牌店, 而京东的平台自营销售额占比过半; O2O则是以线下药店直送为主要来源, 截至2025年11月, Top10城市直送店销售额占比为36.4%, 销售额的集中效应较强。25年11月, O2O占线下药店的比重提升至9.2%, 呈现持续提升趋势。

图 15: B2C平台-2025H1各类型店铺销售额占比 (2025年1-10月)

图 16: O2O直送店头部城市销售额集中度



数据来源: 中康 CMH, 广发证券发展研究中心



数据来源: 中康 CMH, 广发证券发展研究中心

（三）AI 健康新机遇：C 端问诊需求庞大，有望为医疗电商带来导流

C端层面，AI健康的用户需求庞大。OpenAI在文章《美国人如何利用ChatGPT来进行健康保健》中表示，在ChatGPT 8亿多用户中，每周提交医疗相关请求的用户数占四分之一，而每天通过ChatGPT咨询医疗相关问题的用户数超4000万。OpenAI于1月7日推出ChatGPT Health模式，未来将支持与Apple健康、MyFitnessPal等应用数据整合，读取用户的饮食、运动、睡眠等数据并提供改进建议。此外，Anthropic陆续发布了面向大众用户的健康功能和面向医疗行业的产品方案，进入医疗健康领域；谷歌也更新发布其开源多模态医疗模型 MedGemma1.5 和 MedASR 语音转录技术，支持生态更好的开发行业应用。

图 17: ChatGPT、Anthropic和Google在C端AI医疗健康领域的布局



数据来源：腾讯研究院，广发证券发展研究中心

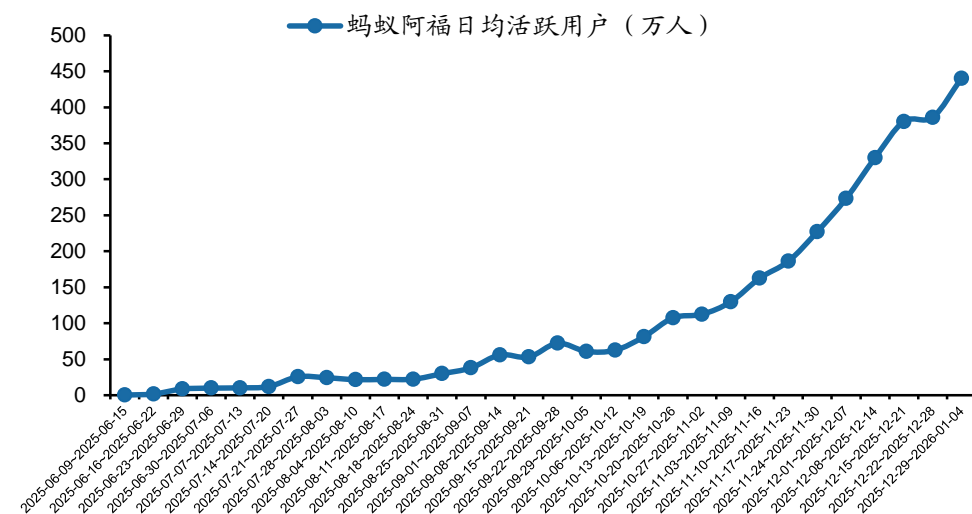
AI医疗健康垂类App蚂蚁阿福DAU快速提升。根据蚂蚁阿福公众号，2025年6月，蚂蚁推出了AI健康管家AQ，依托蚂蚁医疗大模型打造，具备主动追问、主动建档等核心特点，涵盖健康科普、就诊咨询、报告解读、健康档案等上百项AI功能。12月15日，AQ正式升级为“蚂蚁阿福”，支持文字、语音、图片提问，能够识别体检报告、药品说明进行解读，可以连接智能设备记录健康档案。除了健康咨询之外，阿福的服务融入了健康医疗需求的解决方案环节，包括买药、挂号、医保支付。截至26年1月，“蚂蚁阿福”App的月活用户已超3000万，跻身国内AI App 前五，用户单日提问量超1000万，其中55%用户来自三线及以下城市，有效触达了医疗资源相对匮乏的地区。

图 18: 蚂蚁阿福解读报告、健康档案、添加健康数据



数据来源: 阿福 App, APPSO 公众号, 广发证券发展研究中心

图 19: 蚂蚁阿福App周度日均活跃用户数 (万人)



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

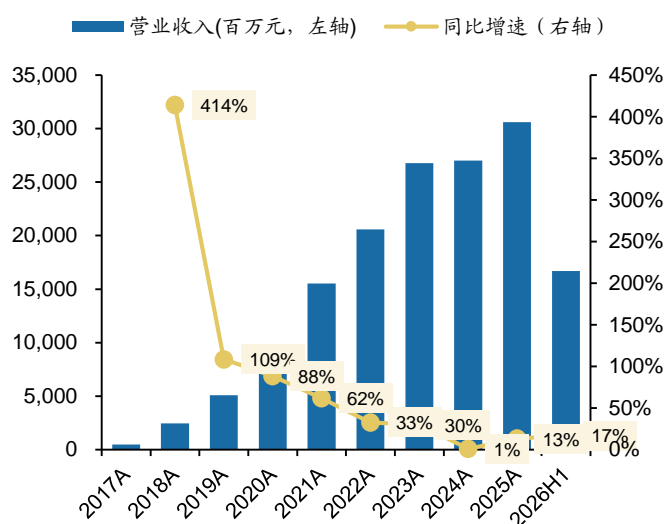
AI技术正重塑医疗领域的服务模式与运营效率,有望在医疗电商平台实现收入闭环。目前在医疗领域,通过深度学习、自然语言处理、多模态数据分析等技术,AI在辅助诊断、患者服务、资源优化、科研创新等领域展现出应用价值。例如,诊断过程中,AI辅助诊断系统能够快速准确地识别疾病,助力医生作出更科学的治疗决策,提高医疗服务的可及性和质量。尤其在专科连锁医疗机构中,AI与垂直场景的深度融合,既能提升优质医疗资源的可及性,又能通过数据资产的沉淀与开发构建差异化壁垒。对于互联网医疗平台来说,通过生态内药品商城的布局在问诊结束后推送药品链接、或通过连接真实医疗资源,实现“问到办到”的服务闭环,并且可以提供O2O或B2C买药服务。

二、阿里健康：自营收入景气增长，AI 有望深入赋能主业

（一）业绩拆解：自营为收入增长主要驱动力，公司盈利能力持续提升

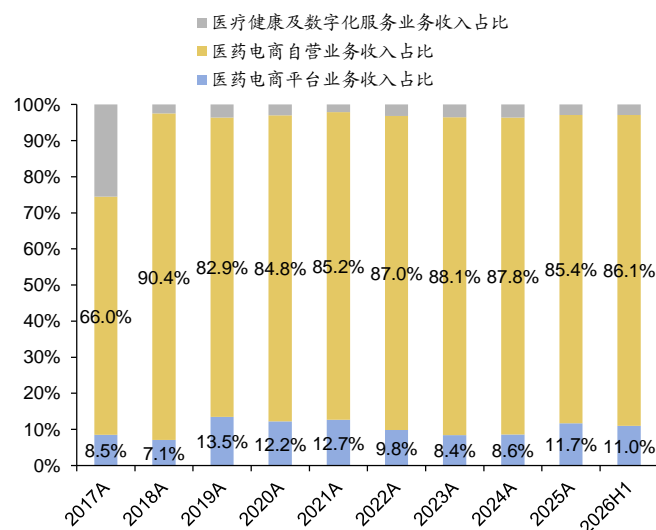
收入增长加速，医药自营业务贡献主要收入。2019年以来，政策端对医药电商、在线问诊释放松绑信号，叠加新冠疫情，国内用户线上医疗健康消费习惯培养周期加速，行业迎来一段高速发展的红利期。疫后的FY24总体增长持平，FY25年和FY26H1公司收入同比增长加速，26H1收入同比增速达到17%。拆分来看，公司主业包括医药电商自营、医药电商平台和健康服务，目前医药自营业务贡献主要收入。

图 20：阿里健康营收及同比增速



数据来源：阿里健康财报，广发证券发展研究中心

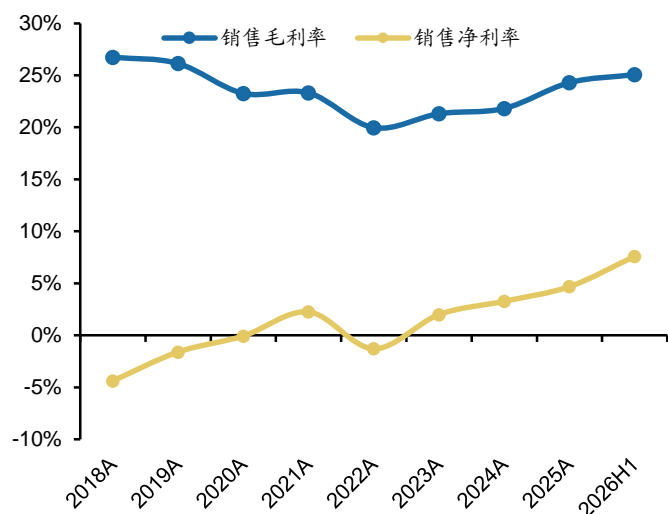
图 21：阿里健康收入构成



数据来源：阿里健康财报，广发证券发展研究中心

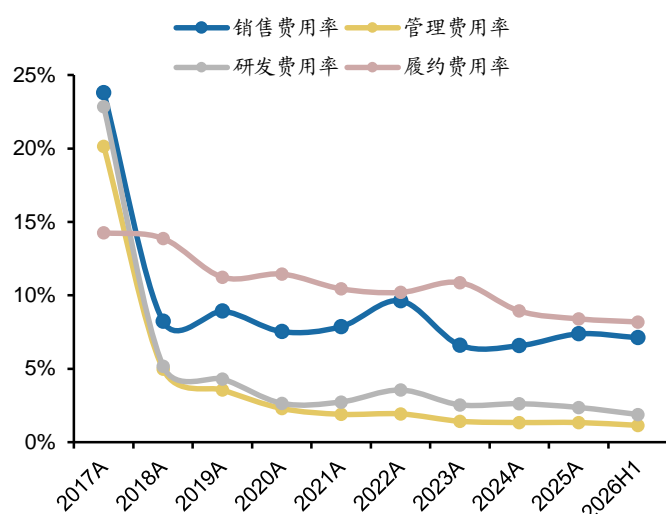
公司毛利率提升显著，费用控制良好。公司自FY2024年起毛利率持续提升，根据公司财报季业绩会材料，毛利率提升主要由于：（1）公司收购天猫类目商家广告运营权，高毛利的广告业务及平台佣金占比上升；（2）自营业务引入更多的非药健康品，毛利率水平随之提升；（3）医药自营业务运营效率提升，自营盈利能力显著提升。公司费用控制良好，FY2026H1经调整利润率达到8.1%。

图 22: 阿里健康毛利率及净利率



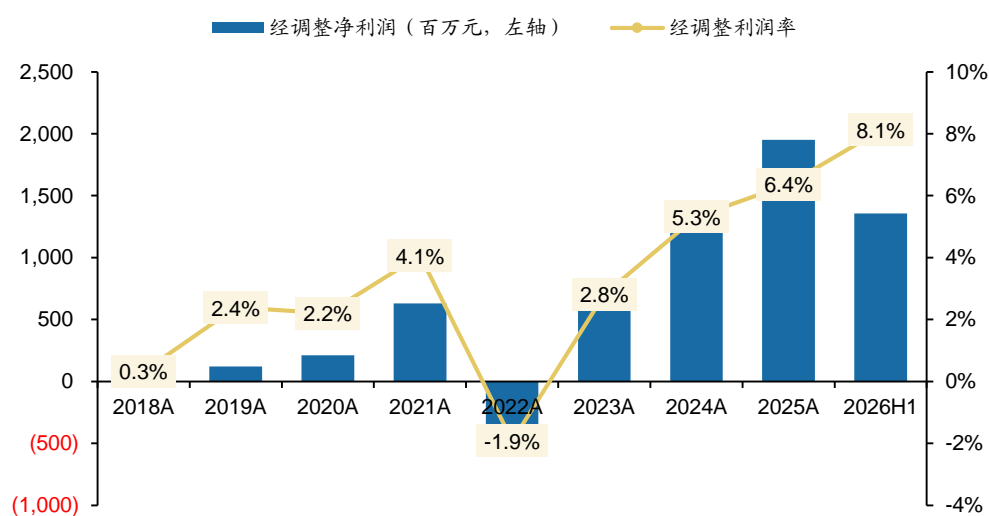
数据来源: 阿里健康财报, 广发证券发展研究中心

图 23: 阿里健康四项费用率



数据来源: 阿里健康财报, 广发证券发展研究中心

图 24: 阿里健康经调整净利润及经调整净利率

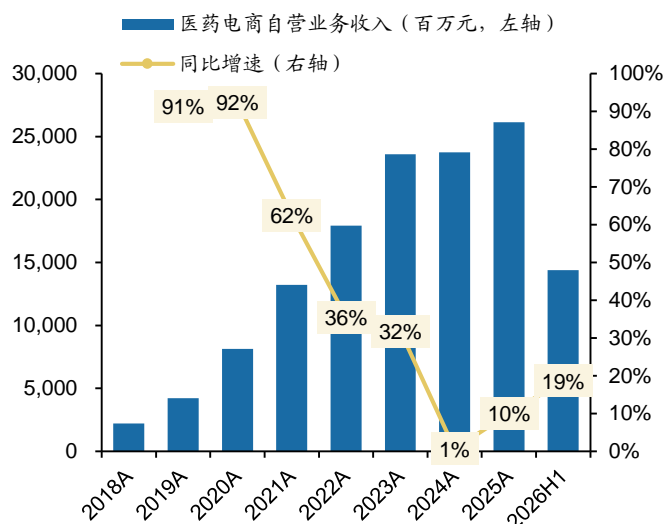


数据来源: 阿里健康财报, 广发证券发展研究中心

(二) 自营业务: 原研药拉动, 加深上游合作扩充 SKU

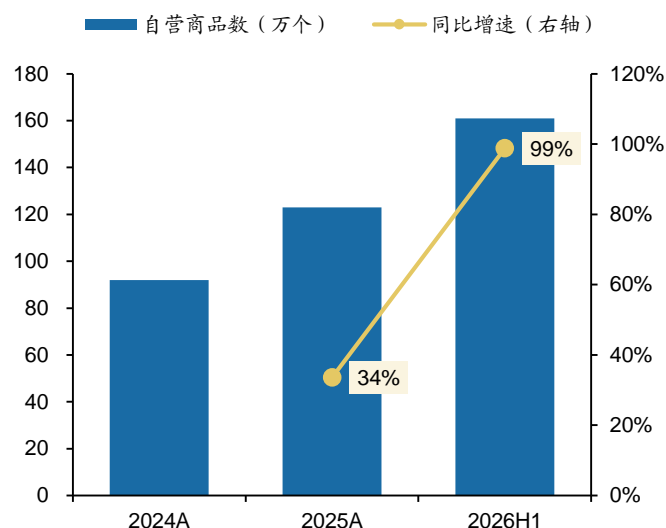
加大原研药厂供应链合作, 驱动自营商品SKU与收入快速增长。阿里健康自营业务为来自天猫、淘宝、支付宝、饿了么等App的消费者提供药品(包括Rx和OTC)、保健滋补品、医疗器械和隐形眼镜等商品, 是公司收入增长的最主要驱动力。阿里健康自营业务的快速增长已由疫情期间用户线上渗透逻辑转为原研药供应链驱动。

图 25: 阿里健康自营业务收入及同比增速



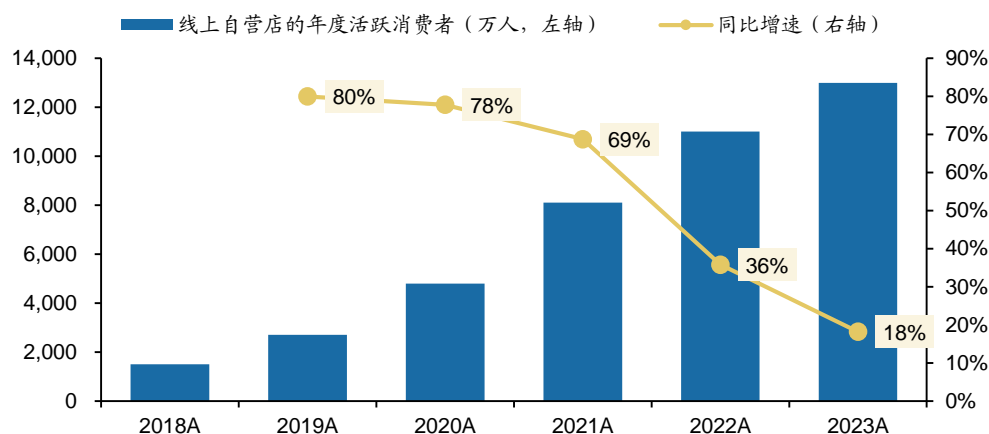
数据来源: 阿里健康财报, 广发证券发展研究中心

图 26: 阿里健康自营SKU (万个)



数据来源: 阿里健康财报, 广发证券发展研究中心

图 27: 阿里健康线上自营店的年度活跃消费者



数据来源: 阿里健康财报, 广发证券发展研究中心

注: 公司 FY2024 年起不再披露自营店 YAU。

阿里健康持续深化与行业领先的制药公司的合作。25年8月与信达生物签署战略合作协议，在诊后疾病管理、供应链、数字化营销等多个领域展开深度合作，信达生物自主研发的GCGR/GLP-1R双靶点创新药玛仕度肽(信尔美®)7月在阿里健康首发，成为增速最快的GLP-1类产品之一；25年9月与先声药业签署战略合作协议，先声药业引进的全球新一代抗失眠药达利雷生在阿里健康首发。未来有望看到公司自营品SKU持续快速增长。

表 4: 2025年以来在阿里健康首发的药品

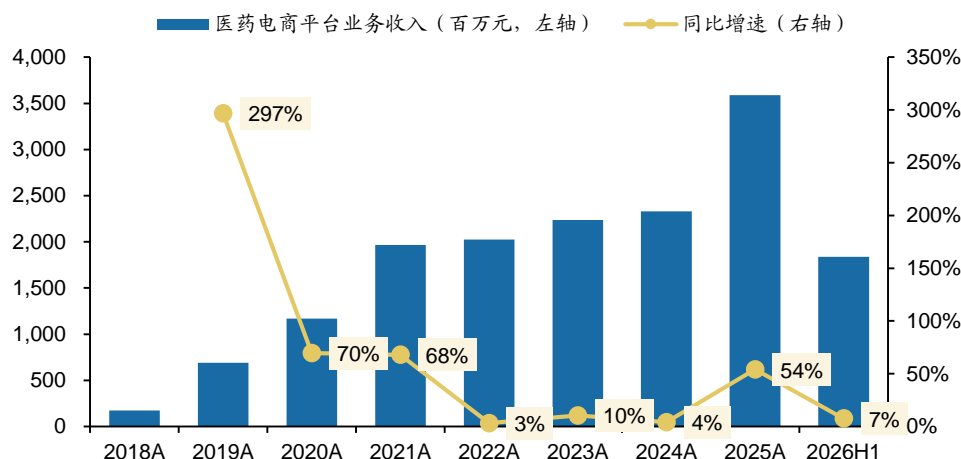
时间	药名
2026/1/19	优思悦®屈螺酮炔雌醇片 II 84 片装大包装
2026/1/14	曼乐静®褪黑素颗粒
2026/1/13	贝美净®马来酸噻吗洛尔凝胶
2025/12/30	壹立康®玛帕西沙韦胶囊
2025/12/25	华润江中 六味地黄膏
2025/12/22	申可安®恩他卡朋双多巴片 (II)
2025/12/9	乐福思®米诺地尔搽剂
2025/12/1	芪防鼻通片
2025/11/20	关之坦®双氯芬酸二乙胺乳胶剂
2025/11/20	民生乐速克®酒石酸伐尼克兰片
2025/11/4	明妍舒®盐酸依匹斯汀滴眼液
2025/10/20	纷永维®非那雄胺喷雾剂
2025/10/13	善泽平®普卢格列汀片
2025/9/19	信尔美®玛仕度肽注射液
2025/9/4	科唯可 盐酸达利雷生
2025/9/2	海露®0.2%玻璃酸钠滴眼液
2025/5/16	伊速达玛舒拉沙韦片
2025/5/9	圣桐特医特爱丙佳
2025/3/16	保法生®米诺地尔搽剂
2025/2/18	怡诺轻 依苏帕格鲁肽 α 注射液

资料来源：阿里健康公众号，广发证券发展研究中心

(三) 平台及服务：与阿里集团深入协同，广告年框上修

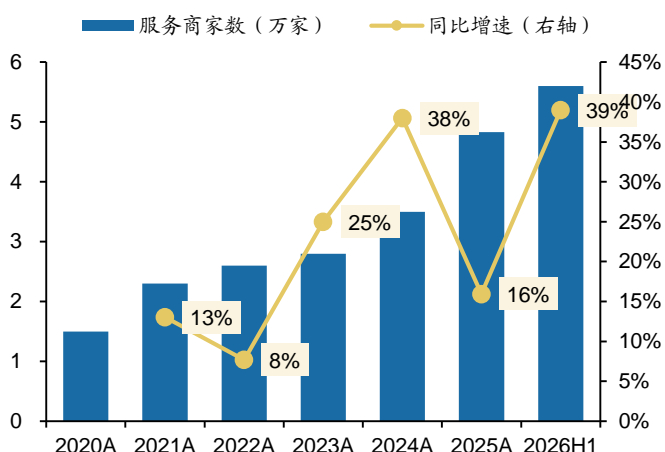
阿里健康是国内YAU最高和年度GMV最大的线上B2C医疗健康品零售平台。FY2025年平台业务的高速增长主要由于广告业务并表；阿里健康对平台商家的服务能力进一步完善，凭借医疗领域的运营经验为商家提供综合解决方案，积极探索并帮助不同的商家量身定制政策，给予内容种草、联合生意增长GMV方案、品类营销、商品推广等多个维度的扶持，为商家带来经营回报的能力显著增强。截至FY2026H1，阿里健康平台业务的SKUs持续增长超24%至9700万个，服务商家数同比增长超39%至超过5.6万家。阿里健康不断提升供给侧产品丰富度与优化客户体验，其中天猫健康平台保健行业新商家入驻年增速在FY25财年保持在40%以上。

图 28: 阿里健康平台业务收入及同比增速



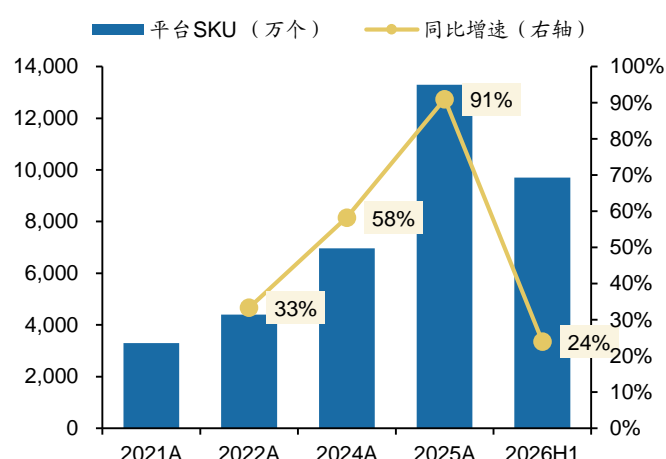
数据来源: 阿里健康财报, 广发证券发展研究中心

图 29: 阿里健康平台服务商家数及同比增速



数据来源: 阿里健康财报, 广发证券发展研究中心

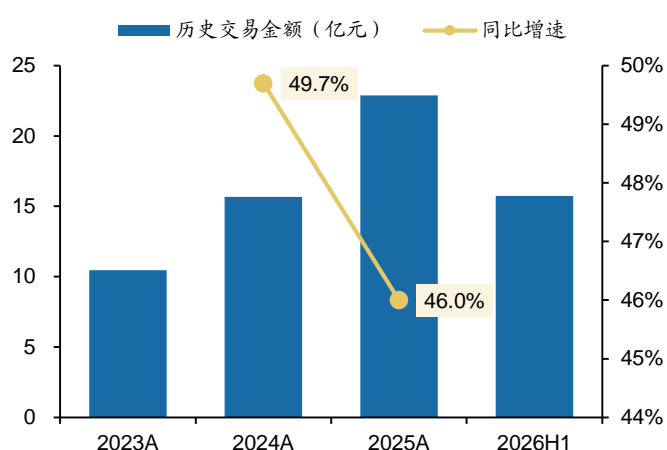
图 30: 阿里健康平台SKU数及同比增速



数据来源: 阿里健康财报, 广发证券发展研究中心

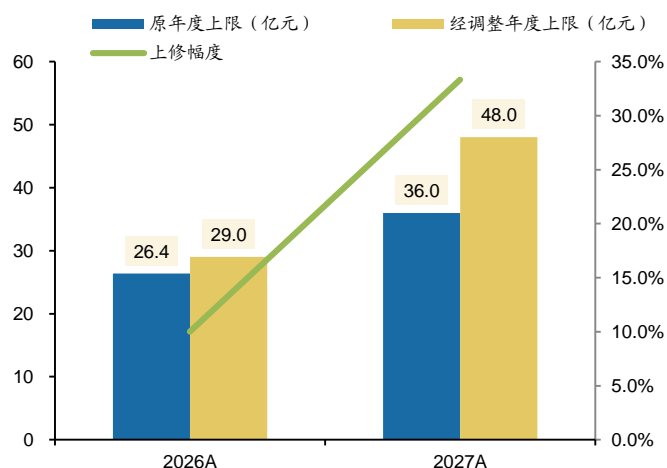
上修广告年框上限, 持续增厚利润。根据阿里健康2023年11月28日的公告《(1)须予披露及关联交易及(2)不获豁免持续关联交易》, 阿里健康收购集团旗下负责医疗健康类目下的营销审核服务及增值服务, 广告收入增加阿里妈妈集团就主营类目为医疗健康类目的目标商家在医疗健康类目下进行商品推广收取的营销服务费的20%。阿里健康广告收入保持高速增长, 根据阿里健康《持续关联交易-修订2025年至2027年营销推广服务框架协议的年度上限》, 2025-2027年营销推广服务框架协议的年度上限由原定2026年26.4亿元、2027年29.04亿元, 上调至36亿元和48亿元, 增幅分别达36.4%和65.3%, 主要由于2024年9月阿里巴巴控股推出人工智能驱动的“全站推广”平台后, 营销服务交易量显著提升。阿里健康计划建立数百万级营销资源池, 支持现有及新商家, 推动“自有收益+平台佣金+营销服务”三引擎增长。同时, 公司持续投入医疗AI领域, 强化B端医疗工具布局, 营销服务升级, 有望支撑医疗健康生态扩张, 增加广告收入, 持续增厚公司利润。

图 31: 广告年框历史交易金额及同比增速



数据来源: 阿里健康公告《持续关联交易-修订 2025 年至 2027 年营销推广服务框架协议的年度上限》, 广发证券发展研究中心

图 32: 2026-2027财年广告年框上修目标



数据来源: 阿里健康公告《持续关联交易-修订 2025 年至 2027 年营销推广服务框架协议的年度上限》, 广发证券发展研究中心

平台佣金模式, 阿里健康平台业务的收入需要与天猫分成。按已收购和未收购划分, 已收购类目中, 药品抽佣的40%给天猫, 60%归属阿里健康, 其他品类则五五分成; 未收购物品类 (滋补营养、膳食补充剂等定义边界比较模糊的品类) 则以阿里健康向天猫提供外包服务的形式, 阿里健康从天猫收取服务费用, 为佣金的21.5%。阿里健康的抽佣比例根据细分品类不同, 在3%~5%不等, 相比京东健康6%~8%左右的抽佣比例, 抽佣较低。根据平台官网披露, 阿里健康对不同品类产品抽佣比例差别不大, 除成人计生、隐形眼镜两类是4%外, 其他品类抽佣比例均为3%。未来, 集团有望向阿里健康注入更多资源, 实现业务扩张与利润增厚。

表5: 天猫平台业务抽佣

品类	软件服务费率	软件服务费 (元/年)	收购时间	服务费分配
药品 (包括处方药和 OTC)	3%	30000	2020/4/1	药品品类所收佣金 40% 给天猫, 60%归阿里健康; 其他已收购物品类所收佣金 50%给天猫, 50%归阿里健康
特医食品	3%	30000	2020/4/1	
医疗器械	3%	30000	2018/8/1	
保健用品	3%	30000	2018/8/1	
成人计生	4%	30000	2018/8/1	
医疗和健康服务	3%	30000	2018/8/1	
隐形眼镜	4%	30000	2018/8/1	
保健食品	3%	30000	2017/6/1	
滋补营养品	3%	30000	2016 年 9 月开始为	
膳食营养补充剂	3%	30000	天猫平台医药相关类目提供外包和增	
				天猫主体向阿里健康支付服务费用, 金额为商户向天猫主体支付费用的 21.5%

值服务

数据来源：天猫，阿里健康财报，阿里健康软件服务框架协议，广发证券发展研究中心

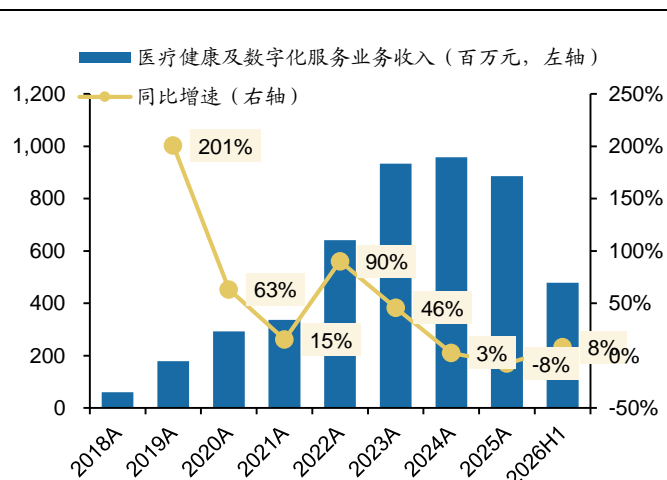
表 6: 阿里健康收购天猫平台医药相关类目及营销审核、经营权

时间	注入资源/资产	具体内容	交易对价 / 规模
2016年9月	天猫医药馆独家运营权	阿里健康获得天猫医药馆独家运营权，提供类目管理、商家服务、营销推广等全套外包及增值服务，并收取费用。	无现金对价，属服务协议
2017年5月	保健食品类目电商平台服务业务	阿里健康向阿里巴巴附属公司收购其在天猫平台保健食品类目的电商平台服务业务及相关合同权利。	38亿港元
2018年5月	天猫医疗器械、保健用品、成人用品、医疗和健康服务等业务	收购天猫平台三大类目（医疗器械、保健用品、成人计生）的业务资产，包括客户关系、系统数据及合同权益。	106亿港元
2020年4月	天猫平台药品和特医食品类目	阿里健康从阿里巴巴收购天猫平台药品和特医食品类目的电商平台业务及相关资产。	80.75亿港元
2023年11月	阿里妈妈医疗健康类目独家营销审核权及经营权	阿里集团将阿里妈妈平台中医医疗健康类广告的独家营销审核权与经营权授予阿里健康，阿里健康可向相关商家收取营销服务费的20%。2023财年该项收入约12.02亿元。	135.12亿港元

资料来源：阿里健康公告（2016/8/24《(I)寄发通函有关不获豁免持续关联交易 - 服务协议及(II)服务协议》；2017/5/19《(1)须予披露及关联交易及(2)持续关联交易》；2018/7/15《(1)主要及关联交易(2)持续关联交易及(3)股东特别大会通告》；2020/3/10《(1)须予披露及关联交易(2)持续关联交易及(3)股东特别大会通告》；2023/11/28《(1)须予披露及关联交易及(2)不获豁免持续关联交易》），广发证券发展研究中心

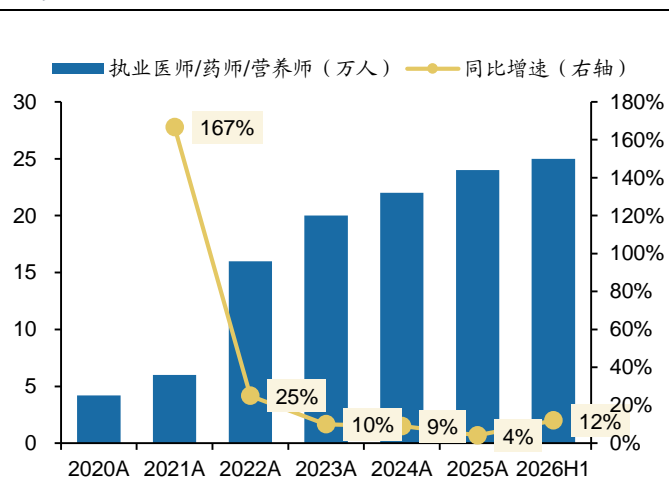
依托阿里集团应用矩阵开展服务业务。公司医疗健康服务业务依托阿里集团应用矩阵，为来自天猫、淘宝、支付宝、高德、钉钉、夸克搜索等多终端的用户提供包括中医、体检、检测、问诊、挂号、疫苗、口腔、心理、视光、护理等在内的线上线下一体化的医疗健康服务。截至FY2026H1，与阿里健康签约提供在线健康咨询服务的执业医师、执业药师和营养师合计超25万人，同比增加超2万余人。

图 33: 阿里健康医疗健康及数字化服务业务



数据来源：阿里健康财报，广发证券发展研究中心

图 34: 阿里健康签约的执业医师、执业药师和营养师数量



数据来源：阿里健康财报，广发证券发展研究中心

(四) AI 机遇: 千问有望成为医疗电商流量入口, 医学 AI 助手“氢离子”上线

To C 层面, 阿里健康主业有望受益于千问超级Agent。根据千问App公众号, 26年1月, 千问App上线400多项办事功能, 基于Qwen模型与阿里的丰富生态, 千问App接入淘宝、支付宝、淘宝闪购、飞猪、高德等阿里生态业务, 在全球首次实现点外卖、买东西、订机票、订酒店等AI购物功能, 向所有用户开放测试。2月6日, 千问联动淘宝、闪购、飞猪、大麦、高德、盒马推出免单活动, 当日活动上线9小时后活动订单量超过1000万单, 除了点奶茶, 也可以通过千问APP买天猫超市和线下商超的年货, 全国盒马门店也在陆续接入。目前OpenAI推出健康功能、蚂蚁阿福用户持续增长, 验证了用户对AI健康管理的需求, 我们认为, 千问超级Agent的搭建和起量, 未来也有望赋能阿里健康的销量, 用户在千问询问健康相关问题后, 千问可相应给出药品/保健品的建议, 跳转淘宝/天猫完成下单, 实现交易闭环。

图 35: 千问超级Agent与阿里生态的联动



数据来源: 千问 App 公众号, 广发证券发展研究中心

To B 层面, 公司正积极探索严肃医疗领域相关的应用场景, 已推出医学AI助手“氢离子”App。致力于优化模型在临床决策、临床科研关键场景下的文献循证研究能力, 同时持续打磨医疗垂直大模型在真实场景中的可用性降低幻觉率, 为未来规模化商用场景奠定坚实基础。阿里健康推出的医学AI助手“氢离子”App于1月19日正式开放下载, 面对医生临床和研学需求, 主打“低幻觉、高循证”能力, 所有回答均具备权威出处, 并支持用户一键溯源至原始信源, 未来有望通过与药企合作实现

商业化。

图 36: 阿里健康医学AI助手“氢离子”主要功能



数据来源：氢离子官网，广发证券发展研究中心

三、盈利预测和估值

阿里健康业务主要包括医药电商业务和以互联网医疗为业务重心的其他业务。医药电商业务包括3P和自营两部分。其中，阿里健康依托天猫集团的流量盘和SKU选择的多样性，3P业务优势显著。

收入端：FY2024年以来，阿里健康自营业务的快速增长已由疫情期间用户线上渗透逻辑转为原研药供应链驱动，当前原研药企注重线上发售渠道，预计FY2026-2027年公司自营业务收入高速增长将持续，预计26/27财年收入分别为298.50/332.31亿元；FY2025年平台业务的高速增长主要由于广告业务并表，随着阿里健康对平台商家的服务能力进一步完善，预计平台业务保持稳健增长，26/27财年医药电商平台业务收入分别为38.53/41.08亿元。其他业务方面，医疗健康与数字化服务业务仍处于发展初期，平台将互联网医院业务定位为树立品牌形象、补齐业务闭环的重要环节，预计26/27财年收入分别为8.91/8.97亿元。

毛利率看，公司自FY2024年起毛利率持续提升，主要由于：（1）公司收购天猫类目商家广告运营权，高毛利的广告业务及平台佣金占比上升；（2）自营业务引入更多的非药健康品，毛利率水平随之提升；（3）医药自营业务运营效率提升，自营盈利能力显著提升。当前公司自营商品结构稳定，运营效率持续提升及规模效应有望驱动公司毛利率稳中有升。

综合来看，阿里健康26/27财年收入预计分别为345.94/382.35亿元，经调整净利润分别为24.99/30.26亿元。

表 7: 阿里健康盈利预测 (单位: 百万人民币)

财年	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	27026.56	30598.29	34593.58	38235.38	41975.17
YoY	0.98%	13.22%	13.06%	10.53%	9.78%
医药电商平台业务收入	2329.47	3588.50	3852.57	4107.94	4419.67
YoY	4.1%	54.0%	7.4%	6.6%	7.6%
占比	8.6%	11.7%	11.1%	10.7%	10.5%
医药电商自营业务收入	23739.25	26124.42	29850.12	33230.74	36652.71
YoY	0.6%	10.0%	14.3%	11.3%	10.3%
占比	87.8%	85.4%	86.3%	86.9%	87.3%
其他业务收入	957.84	885.37	890.90	896.70	902.79
YoY	2.6%	-7.6%	0.6%	0.7%	0.7%
占比	3.5%	2.9%	2.6%	2.3%	2.2%
综合毛利率	21.8%	24.3%	24.5%	24.5%	24.6%
销售费用率	6.6%	7.4%	7.2%	7.2%	7.2%
管理费用率	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%
研发费用率	2.6%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
履约费用率	8.9%	8.4%	7.1%	7.2%	7.2%
经调整净利润	1437.93	1949.67	2499.33	3025.77	3531.57
经调整净利率	5.3%	6.4%	7.2%	7.9%	8.4%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

估值方面, 分别对医药电商业务和医疗健康及数字化服务业务进行分部估值, 考虑公司这两块主营业务处于发展阶段, 均采用PS估值。阿里健康2026财年截至2026年3月31日, 相比自然年晚一个季度, 我们将阿里健康26财年估值对应可比公司25年度估值。

医药电商业务26财年预计实现营收337.03亿元, 参考可比公司京东健康、平安好医生两大医药电商平台25年PS估值水平, 京东健康收入以医疗电商为主, 平安好医生收入以医疗服务、健康服务为主, 因此估值存在差距, 我们给予阿里健康医药电商业务(即财报中医药电商平台业务+医药电商自营业务)26财年3X PS估值, 对应合理价值1011.08亿元; 医疗健康及数字化服务业务(对应阿里健康其他业务收入)26财年预计实现营收8.91亿元, 参照卫宁健康、创业慧康等医疗信息化企业25年估值水平, 给予阿里健康26财年医疗健康及数字化服务业务6X PS估值, 对应合理价值53.45亿元。综合来看, 对应合理总价值1064.53亿元(对应1196.11亿港元), 对应合理价值7.39港元/股, 给予“买入”评级。

表8: 阿里健康可比公司估值表 (截至2026/2/12收盘)

业务	代码	公司名称	总市值 (亿元)	收入 (亿元)				YoY (%)				PS			
				2023 A	2024 A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E	2023 A	2024 A	2025 E	2026 E
医药电商	06618.HK	京东健康	1711.5	535.3	581.6	708.2	826.4	14.5	8.6	21.8	16.7	3.2	2.9	2.4	2.1
	01833.HK	平安好医生	266.3	46.7	48.1	55.2	63.6	-24.1	2.9	14.9	15.2	5.7	5.5	4.8	4.2
医疗健康及数字化服务	300253.SZ	卫宁健康	252.6	31.3	27.6	26.1	29.3	2.2	-12.0	-5.4	12.1	8.1	9.2	9.7	8.6
	300451.SZ	创业慧康	86.3	16.0	14.1	14.3	16.0	5.9	-12.1	1.2	11.9	5.4	6.1	6.1	5.4

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 京东健康和平安好医生预测数据来自广发证券预测, 卫宁健康和创业慧康预测数据来自 Wind 一致预期。医药电商业务包括医药电商平台业务、医药电商自营业务; 医疗健康及数字化服务对应阿里健康其他业务收入。

四、风险提示

（一）互联网医疗政策发展方向不确定的风险

医疗行业受到政策严格约束，相关政策包括线上购药接入医保、处方药外流、线上首诊放开等。目前行业相关政策法规仍在完善发展中，若未来行业政策出现明显变动，将对公司现有业务形成影响。

（二）市场竞争超预期的风险

国内互联网医疗行业仍处于发展的早期阶段，市场格局还未确立，公司面临较大竞争压力。若行业内其他公司在财务、研发、营销、零售等方面存在优势，或公司无法迅速有效应对不断变化的用户需求、技术等，公司将面临丢失市场份额的风险。

（三）开拓新品类产品及服务无法达到预期效用的风险

公司医药电商业务在持续扩充药品与非药品的种类。另外，公司在线医疗健康服务同样处在扩张期，未来将提供更多样化的医疗健康解决方案。以上扩张措施需要大量资金投入，但投入后是否能吸引更多用户，产生更多收入，存在不确定性。

（四）线上平台面临与第三方商家相关的风险

公司无法全程监控线上平台所出售产品的采购、储存及配送等环节。公司难以保证用户通过以上渠道购买的产品获得与从阿里健康自营处购买产品同等的优质服务。若第三方平台商家在药品质量或配送服务等环节出现失误，将对公司品牌产生影响。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	13,512	12,276	13,724	16,391	19,624
现金及现金等价物	3,490	2,218	3,071	5,457	8,405
应收账款及票据	785	1,053	1,057	1,168	1,283
存货	1,400	1,415	1,595	1,764	1,935
其他	7,837	7,590	8,000	8,001	8,002
非流动资产合计	6,193	8,902	9,411	9,416	9,421
固定资产净值	36	36	41	46	51
长期投资	4,900	7,602	8,100	8,100	8,100
商誉及无形资产	1,171	1,120	1,120	1,120	1,120
其他	86	144	150	150	150
资产总额	19,705	21,178	23,135	25,806	29,045
流动负债合计	5,025	4,742	4,641	4,787	4,994
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	3,351	2,852	2,901	3,047	3,254
其他	1,675	1,890	1,740	1,740	1,740
非流动负债合计	162	123	130	130	130
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	162	123	130	130	130
总负债	5,188	4,865	4,771	4,917	5,124
普通股股本	143	143	143	143	143
储备	14,609	16,241	18,290	20,816	23,847
其他	-208	-71	-70	-70	-70
归母权益总额	14,544	16,312	18,363	20,889	23,920
少数股东权益	-27	1	1	1	1
股东权益合计	14,518	16,313	18,364	20,890	23,921
负债及股东权益合计	19,705	21,178	23,135	25,806	29,045

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	27,027	30,598	34,594	38,235	41,975
营业成本	21,131	23,166	26,107	28,865	31,660
毛利	5,895	7,432	8,487	9,371	10,316
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	1,777	2,258	2,491	2,753	3,022
行政管理费用	360	407	415	421	462
研发费用	705	720	692	765	840
其他营业费用合计	2,777	3,082	3,300	3,350	3,400
营业利润	277	964	1,589	2,082	2,592
利息收入	0	0	40	64	104
利息支出	6	3	1	1	1
权益性投资损益	-6	-65	-5	-5	-5
其他非经营性损益	675	663	5	5	5
除税前利润	939	1,560	2,228	2,745	3,295
所得税	56	128	178	220	264
合并净利润	883	1,432	2,049	2,526	3,032
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	883	1,432	2,049	2,526	3,032
NonGAAP 归母净利	1,438	1,950	2,499	3,026	3,532

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	1,080	1,395	1,818	2,438	3,000
合并净利润	883	1,432	2,049	2,526	3,032
折旧与摊销	54	58	45	45	45
营运资本变动	-252	-572	-278	-134	-78
其他非经营性调整	394	477	1	1	1
投资活动现金流净额	-4,881	-2,596	-965	-51	-51
处置固定资产收益	1	6	5	5	5
资本性支出	-23	-19	-50	-50	-50
投资资产支出	-4,855	-2,943	-916	-1	-1
其他	-4	359	-4	-5	-5
融资活动现金流净额	-1,982	-73	0	-1	-1
长期债权融资	-40	-38	0	0	0
股权融资	-104	-35	3	0	0
支付股利	0	0	0	0	0
其他	-1,839	1	-2	-1	-1
现金净增加额	-5,747	-1,272	853	2,386	2,948
期初现金余额	9,237	3,490	2,218	3,071	5,457
期末现金余额	3,490	2,218	3,071	5,457	8,405

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
主营收入增长率	1.0%	13.2%	13.1%	10.5%	9.8%
营业利润增长率	-1,035.7	248.6%	64.8%	31.1%	24.5%
NonGAAP 业绩增速	-12.8%	35.6%	28.2%	21.1%	16.7%
获利能力					
毛利率	21.8%	24.3%	24.5%	24.5%	24.6%
NonGAAP 净利率	5.3%	6.4%	7.2%	7.9%	8.4%
NonGAAP ROE	9.9%	12.0%	13.6%	14.5%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	26.3%	23.0%	20.6%	19.1%	17.6%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	2.6	3.0	3.4	3.9
利息保障倍数	158.4	598.9	1588.9	2082.4	2592.2
营运能力					
应收账款周转天数	9.1	10.8	11.0	11.0	11.0
存货周转天数	29.8	21.9	22.0	22.0	22.0
应付账款周转天数	60.2	48.2	40.0	38.0	37.0
每股指标					
NonGAAP EPS	0.09	0.12	0.15	0.19	0.22
每股净资产	0.90	1.01	1.14	1.29	1.48
每股经营现金流	0.07	0.09	0.11	0.15	0.19
估值比率					
NonGAAP PE	31.6	34.5	35.5	29.3	25.1
PB	3.1	4.1	4.8	4.3	3.7
EV/EBITDA	42.0	40.2	52.5	39.2	30.5

广发传媒与互联网行业研究小组

旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。

周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。

罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。

宾特丽亚：高级分析师，硕士，毕业于清华大学，2026年加入广发证券，曾任职于光大证券，2年证券行业研究经验。

黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。