

# 叮当健康逆风上市，筹资额恐大削九成

经营数字零售药房、在中国市场排名第三的叮当健康，已获准在港交所上市筹资。



中国数字零售药房叮当健康科技集团有限公司去年申请来港上市未遂，今年3月卷土重来，终于在8月中通过上市聆讯，并已委聘中金及招银国际为联席承销人，争取在9月挂牌，目标筹资额不高于1亿美元(6.86亿元)，仅为去年市场传闻10亿美元的十分之一。

据初步招股文件显示，以2021年收入计算，叮当健康在中国数字零售药房行业排名第三，仅次于京东健康(6618.HK)和阿里健康(0241.HK)，但市场份额仅为1%，远低于前两者的10%和6.5%。

叮当健康成立于 2014 年，主要业务是通过综合的在线及线下运营，向用户提供实时医疗健康产品及服务，包括在线诊疗、快速送药(快药)及慢病与健康健康管理。快药指的是药品配送服务，主要透过在线平台和线下智慧药房网络，直接向用户出售产品；此外，该公司也有向主要电商或其他在线分销商分销产品。

### 亏损随收入上升

过去四年，该公司的收入逐年上升，由 2018 年的 5.85 亿元大增至去年的 36.8 亿元，今年首季的收入已达到接近 10 亿元。虽然收入持续增长，但同比增长率却从 118.1%逐年递降到今年首季的仅 26.6%，反映其快速增长期快将完结。其主要收入来源是药品及医疗健康业务，一直占收入 95%以上，另外从营销服务、市场服务及其他服务赚取小部分收入。

与大多数医疗平台一样，该公司仍未获利，亏损额从 2018 年的 1.03 亿递增至去年的 16 亿元，今年首季再亏损 4.04 亿元，管理层更预期未来或会继续亏损。

叮当健康的亏损持续增加，主要是由于营业成本、销售及市场推广开支，以及行政开支上升所致。据初步招股文件显示，过去三年，单是

销售及市场推广开支已占整体收入 19.8%至 22.7%；而行政开支占收入的比重，更从 2019 年的 4.5%大增至去年的 13.1%，原因是公司摒弃过去的轻资产策略，转型重资产模式扩张门店，带来沉重运营成本。

回顾公司成立之初，快药服务是走轻资产模式，与线下药店合作提供配送服务，没有开设自营药店；但由于在药品供应、费用标准、配送时间等方面均出现问题，无法兑现 28 分钟之内送货的承诺，公司便于 2016 年开始探索自建药店模式，在北京、上海、广州、深圳等一线城市开设线下智慧药房连锁店。截至递交上市申请时，该公司已设立 351 家智慧药房，覆盖全国 17 个城市，加上自设配送团队，消耗大量资金和人力。



## 依赖第三方平台

过去几年，在线直营一直是叮当健康最主要的销售管道，过去三年贡献收入占比均在七成以上，线下零售和业务分销的收入占比，去年则分别仅在 16%与 11.5%。公司虽然已建立移动应用程序及微信小程序自家在线平台，但其药品及医疗健康业务按渠道划分的收入明细显示，第三方在线平台收入占比在过去三年持续上升，今年首季更高达 72.6%，可见过度依赖第三方平台，可能会为业务带来隐忧。

叮当健康的第三方在线平台包括美团(3690.HK)、饿了么等，公司不仅需要获得订单后向平台缴付佣金，更要向平台付费提高搜索排名，并提供折扣达成促销。根据初步招股文件，在市场推广开支中，技术服务费为叮当健康向第三方在线平台支付的佣金，以去年为例，公司来自第三方在线平台的收入 17.95 亿元，但已缴纳了接近 1 亿元佣金，即佣金缴纳比例约 5.6%。

另外，面对京东健康和阿里健康等强劲对手，叮当健康一直向消费者提供补贴以保持竞争力，过去三年的相关补贴为 2.08 亿元、4.12 亿元和 7.23 亿元，占药品销售收入比例高达 16.7%至 20.3%，盈利能力恐怕持续受影响。

值得注意的是，港股自去年 3 月步入下降轨，互联网医疗股表现不济，

加上国家药监局今年 5 月发布《药品管理法实施条例(修订草案征求意见稿)》，最重要的修改建议之一，规定第三方平台提供者不得直接参与药品网络销售活动，为该板块带来震荡。以去年 3 月 1 日收盘价计算，直至今年 8 月 22 日，京东健康和阿里健康已分别录得 60.1%和 84.5%跌幅。叮当健康此时上市，恐怕难以争取较高估值，因此也解释了该公司计划的筹资金额，为何会比去年明显“缩水”。

叮当健康过去共获得 7 轮融资，累计融资额超过 30 亿元。最新一轮是去年 5 月进行的 2.2 亿美元战略融资，由 TPG 亚洲基金、奥博资本、鸿为资本联合领投，以 TPG 斥资 1 亿美元入股 6.33%计算，估值约 108.4 亿元。由于该公司未录得盈利，加上市场气氛已大不如前，以京东健康和阿里健康股价平均下跌 72.3%计算，其上市估值可能需削减至约 30 亿元，近年入股的投资者恐怕难以“回本”。