京东健康（06618.HK）

2024H1 财报点评：公司收入增长平稳，利润表现亮眼

优于大市

核心观点

收入端：2024H1，公司实现营业收入 283 亿元，同比+5%。分拆看，1）上半年商品收入 239 亿元，同比+3%，主要系 Q1 疫情防护物资销量高基数影响；2）服务收入由上年同期的 39 亿元增加 12%至 44 亿元，主要由 GMV 增长驱动，公司不断减少商家固定费用，引导商家投放广告拉动 GMV 增长，整体 take rate 变化不大。

利润端：公司 non IFRS 净利率从去年同期 9.0%升至 9.3%，主要受益于公司其他收益提升，公司经调经营利润率从 6.4%降至 5.6%，主要由于履约、销售费率提升，部分被毛利提升抵消。1）履约开支从去年同期的 26 亿上升至 29 亿，配送服务的使用随着产品销量的增加而增加，履约费率从 9.5%上升至 10.4%，费率增加与去年 8 月平台降低免邮服务门槛有关；2）销售费用从去年同期的 12 亿上升至 14 亿，费率从 4.4%升至 5.0%；3）研发费用/管理费率分别从 2.3%/3.2%变动至 2.3%/2.4%，研发费率基本保持稳定，管理费率下降较多，主要由于股份支付开支减少。

运营数据：公司 GMV 增长主要由活跃买家数及购频提升驱动，截至 2024H1，京东健康年活跃用户数 1.81 亿人，同比增长 7%，我们估算主站用户渗透率 30%左右，未来仍有较大增长空间；受宏观消费下行影响，单均价同比有所下降，被用户购物频次持续上升抵消。

投资建议：维持“优于大市”评级。公司收入端受到消费环境疲软影响增速预计在 10-15%，相较 23 年底指引下调；公司广告投放有纪律，预计今年利润率相对稳定。我们预测公司 2024-2026 年收入为 574/638/708 亿元，较上次分别下调 7%/11%/14%，主要原因是消费疲软、部分器械品类受监管影响供给下滑影响；我们预测公司 2024-2026 年经调净利为 44/48/50 亿元，较上次分别调整+6%/-3/-13%，短期公司提升供应链效率、履约费率高基数影响消除利润提升，长期看美国降息可能影响公司海外存款利息收益。目前公司对应 24 年 14xPE，24-26 年经调净利 CAGR 为 6%，我们维持目标价 31-33 港币，相对当前股价上涨空间为 45%-54%，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策风险，宏观经济系统性风险等。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	46,736	53,530	57,421	63,849	70,840
(+/-%)	52.3%	14.5%	7.3%	11.2%	11.0%
净利润(百万元)-经调整	2,613	4,134	4,429	4,777	5,016
净利率-经调整	5.6%	7.7%	7.7%	7.5%	7.1%
每股收益（元）-经调整	0.82	1.29	1.39	1.50	1.57
EBIT Margin	-0.1%	1.3%	3.7%	4.7%	5.3%
净资产收益率（ROE）	5.8%	8.4%	8.2%	8.2%	7.9%
市盈率（PE）	24.0	15.2	14.2	13.2	12.5
EV/EBITDA	904.4	92.6	30.1	24.7	22.3
市净率（PB）	1.40	1.28	1.17	1.07	0.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网II

证券分析师：张伦可　　**联系人：王颖婕**
0755-81982651　　0755-81983057
zhanglunke@guosen.com.cn　　wangyingjie1@guosen.com.cn
S0980521120004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	31.00 - 33.00 港元
收盘价	21.45 港元
总市值/流通市值	68414/68414 百万港元
52 周最高价/最低价	47.05/19.48 港元
近 3 个月日均成交额	163.25 百万港元

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《京东健康（06618.HK）-2023H2 财报点评：高基数下收入增长平淡，利润亮眼受益于利息收入提升》 ——2024-03-25
《京东健康（06618.HK）-2023H1 财报点评：高基数下收入增速下降，利润表现亮眼》 ——2023-09-03
《京东健康（06618.HK）-数字大健康龙头，借助高效履约和全链路布局打造强大护城河》 ——2023-05-14
《京东健康（06618.HK）-2022 年财报点评：营收利润增长亮眼，预计疫后时代公司仍将保持高速增长》 ——2023-03-24

整体表现：Q1 高基数影响公司收入增长

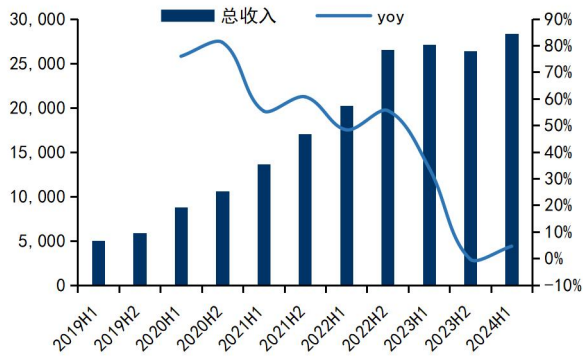
2024H1，公司实现营业收入 283 亿元，同比+5%。分拆看，1）上半年商品收入 239 亿元，同比+3%，主要系 Q1 疫情防护物资销量高基数影响；2）服务收入由上年同期的 39 亿元增加 12%至 44 亿元，主要由 GMV 增长驱动，公司不断减少商家固定费用，引导商家投放广告拉动 GMV 增长，整体 take rate 变化不大。

公司 non IFRS 净利率从去年同期 9.0%升至 9.3%，主要受益于公司其他收益提升，公司经调经营利润率从 6.4%降至 5.6%，主要由于履约、销售费率提升，部分被毛利提升抵消。1）履约开支从去年同期的 26 亿上升至 29 亿，配送服务的使用随着产品销量的增加而增加，履约费率从 9.5%上升至 10.4%，费率增加与去年 8 月平台降低免邮服务门槛有关；2）销售费用从去年同期的 12 亿上升至 14 亿，费率从 4.4%升至 5.0%；3）研发费用/管理费率分别从 2.3%/3.2%变动至 2.3%/2.4%，研发费率基本保持稳定，管理费率下降较多，主要由于股份支付开支减少。

运营情况看，公司 GMV 增长主要由活跃买家数及购频提升驱动，截至 2024H1，京东健康年活跃用户数 1.81 亿人，同比增长 7%，我们估算主站用户渗透率 30%左右，未来仍有较大增长空间；受宏观消费下行影响，单均价同比有所下降，被用户购物频次持续上升抵消。

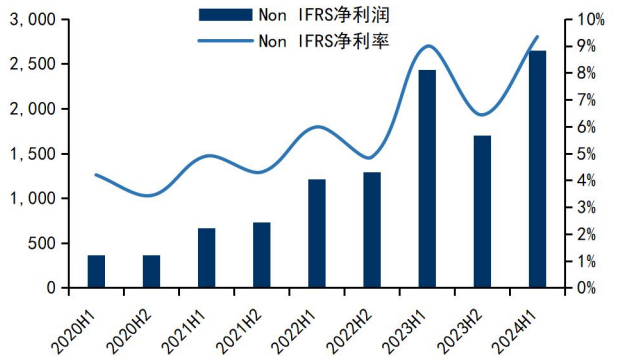
线上医保：目前北京、上海、深圳等城市放开 O2O 渠道医保个人账户支付限制，目前对各线上医药平台而言，医保个账支付更偏向引流入口，影响有限，公司预计未来随着开放城市逐步增加、统筹账户以及 B2C 医保支付打开，线上医药大盘会有显著增长。

图1：京东健康营业收入及增速（百万元，%）



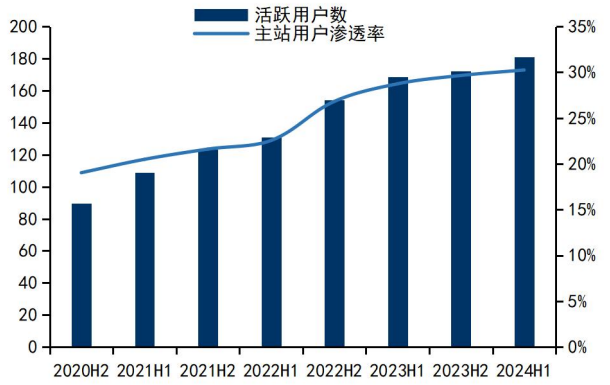
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：京东健康 non IFRS 净利润及净利率（百万元，%）



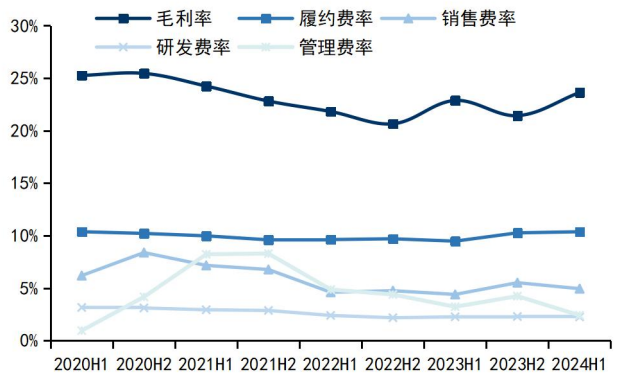
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：京东健康活跃用户数及主站用户渗透率（百万人，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：京东健康各项费率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级

公司收入端受到消费环境疲软影响增速预计在 10-15%，相较 23 年底指引下调；公司广告投放有纪律，预计今年利润率相对稳定。我们预测公司 2024-2026 年收入为 574/638/708 亿元，较上次分别下调 7%/11%/14%，主要原因是消费疲软、部分器械品类受监管影响供给下滑影响；我们预测公司 2024-2026 年经调净利为 44/48/50 亿元，较上次分别调整+6%/-3/-13%，短期公司提升供应链效率、履约费率高基数影响消除利润提升，长期看美国降息可能影响公司海外存款利息收益。目前公司对应 24 年 14xPE，24-26 年经调净利 CAGR 为 6%，我们维持目标价 31-33 港币，相对当前股价上涨空间为 45%-54%，维持“优于大市”评级。

风险提示

政策风险，宏观经济系统性风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	18718	15037	23685	29946	36380
应收款项	3452	2262	2417	2688	2982
存货净额	5996	5085	6141	6774	7472
其他流动资产	33	15	16	18	20
流动资产合计	**56447**	**47850**	**57711**	**69968**	**83505**
固定资产	47	89	134	179	225
无形资产及其他	2473	2381	1786	1191	595
投资性房地产	687	12504	12504	12504	12504
长期股权投资	1623	1464	1464	1465	1467
资产总计	**61277**	**64288**	**73599**	**85307**	**98297**
短期借款及交易性金融负债	0	0	2000	2333	2444
应付款项	11278	10069	12161	13414	14798
其他流动负债	5078	4516	5193	10436	16777
流动负债合计	**16356**	**14585**	**19354**	**26183**	**34019**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	137	333	444	545	681
长期负债合计	**137**	**333**	**444**	**545**	**681**
负债合计	**16493**	**14918**	**19798**	**26728**	**34700**
少数股东权益	4	15	16	17	19
股东权益	44780	49356	53785	58561	63578
负债和股东权益总计	**61277**	**64288**	**73599**	**85307**	**98297**

关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益-经调整	0.82	1.29	1.39	1.50	1.57
每股红利	0	0	0	0	0
每股净资产	2.81	3.09	3.37	3.67	3.99
ROIC	-0%	3%	14%	15%	24%
ROE	6%	8%	8%	8%	8%
毛利率	21%	22%	23%	23%	24%
EBIT Margin	-0%	1%	4%	5%	5%
EBITDA Margin	0%	2%	5%	6%	6%
收入增长	52%	15%	7%	11%	11%
经调整净利润增长率	86%	58%	7%	8%	5%
资产负债率	27%	23%	27%	31%	35%
股息率	0%	0%	0%	0%	0%
P/E-经调整	24.0	15.2	14.2	13.2	12.5
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	904	93	30	25	22

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**46736**	**53530**	**57421**	**63849**	**70840**
营业成本	36845	41665	44344	48988	53999
营业税金及附加	4522	5285	5986	6529	7244
销售费用	4349	4653	3040	3253	3609
管理费用	1208	1367	1911	2059	2219
财务费用	855	1940	(57)	(47)	(70)
投资收益	(97)	(71)	(79)	(79)	(79)
资产减值及公允价值变动	(86)	(546)	5	5	5
其他收入	1921	4690	1207	1209	1211
营业利润	696	2693	3329	4202	4977
营业外净收支	0	0	0	0	0
利润总额	**696**	**2693**	**3329**	**4202**	**4977**
所得税费用	313	550	(556)	714	846
少数股东损益	3	1	1	2	2
经调整净利润	**2613**	**4134**	**4429**	**4777**	**5016**

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	**2613**	**4134**	**4429**	**4777**	**5016**
资产减值准备	0	0	0	0	0
折旧摊销	141	141	606	607	610
公允价值变动损失	86	546	(5)	(5)	(5)
财务费用	855	1940	(57)	(47)	(70)
营运资本变动	2724	(11272)	1667	5691	6866
其它	3	1	1	2	2
经营活动现金流	**5567**	**(6450)**	**6698**	**11072**	**12488**
资本开支	0	504	(50)	(52)	(55)
其它投资现金流	(3511)	2797	0	(5090)	(6108)
投资活动现金流	**(3955)**	**3460**	**(50)**	**(5144)**	**(6165)**
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利	0	0	0	0	0
其它融资现金流	(146)	(691)	2000	333	111
融资活动现金流	**(146)**	**(691)**	**2000**	**333**	**111**
现金净变动	**1465**	**(3681)**	**8648**	**6261**	**6434**
货币资金的期初余额	17252	18718	15037	23685	29946
货币资金的期末余额	18718	15037	23685	29946	36380
企业自由现金流	2839	(10070)	4720	8753	10550
权益自由现金流	2222	(12304)	6786	9125	10719

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032