

京东健康 (06618.HK)

优于大市

2024H2 财报点评：收入利润表现亮眼，2025 年公司将加大长期战略投入力度

核心观点

收入端：2024H2，公司实现营业收入 298 亿元，同比+13%。分拆看，1) 下半年商品收入 249 亿元，同比+11%，主要系活跃用户数增加以及产品品类丰富驱动；2) 服务收入由上年同期的 39 亿元增加 25%至 49 亿元，主要由广告主数量增长驱动，与平台交易持续增长保持一致。

利润端：公司 non IFRS 净利率从去年同期 6.4%升至 7.2%，公司经营利润率从-1%提升至 2%，主要受益于毛利率和行政管理费率提升。1) 履约开支从去年同期的 27 亿上升至 31 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 10.3%上升至 10.4%，基本持平；2) 销售费用从去年同期的 15 亿上升至 16 亿，费率维持在 5.5%；3) 研发费率维持在 2.3%，研发费率基本保持稳定，管理费率从 4.2%下降至 2.5%，主要由于股份支付开支减少。展望 2025 年，公司管理层表示将加大长期战略投入，抓住院内转院外、线下转线上的结构性变化带来的机遇，未来 3 年将看到明显的收入利润改善。

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 2024H2，京东健康年活跃用户数 1.84 亿人，同比增长 7%，我们估算主站用户渗透率 27%，未来仍有较大增长空间；受宏观消费下行以及公司简化凑单满减策略影响，客单价同比有所下降，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。我们预测公司 2025-2026 年收入为 657/735 亿元，较上次分别上调 2.9%/3.7%，主要由于消费者线上购药心智随医保放开逐步加强，购物频次提升，新增 2027 年收入预测 821 亿元；我们预测公司 2025-2026 年经调净利为 44/49 亿元，较上次分别下调 7.9%/3.2%，主要由于公司加大前置仓和 AI 相关投入，同时美国降息可能影响公司海外存款利息收益。目前公司对应 25 年 24xPE，25-27 年经调净利 CAGR 为 11%，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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	53,530	58,160	65,701	73,481	82,076
(+/-%)	14.5%	8.6%	13.0%	11.8%	11.7%
净利润(百万元)-经调整	4,135	4,792	4,400	4,854	5,435
净利率-经调整	7.7%	8.2%	6.7%	6.6%	6.6%
每股收益(元)-经调整	1.30	1.50	1.38	1.52	1.70
EBIT Margin	1.3%	2.5%	3.6%	4.2%	4.8%
净资产收益率 (ROE)	8.4%	8.7%	7.4%	7.5%	7.8%
市盈率 (PE)	25.6	22.2	24.2	22.0	19.6
EV/EBITDA	153.0	75.6	42.5	36.5	31.9
市净率 (PB)	2.15	1.93	1.79	1.65	1.52

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 0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn
S0980521120004

证券分析师：王颖婕 0755-81983057
wangyingjie1@guosen.com.cn
S0980525020001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	44.00 - 47.00 港元
收盘价	35.75 港元
总市值/流通市值	114388/114388 百万港元
52 周最高价/最低价	41.00/19.48 港元
近 3 个月日均成交额	548.49 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) -2024H1 财报点评：公司收入增长平稳，利润表现亮眼》——2024-08-19
- 《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

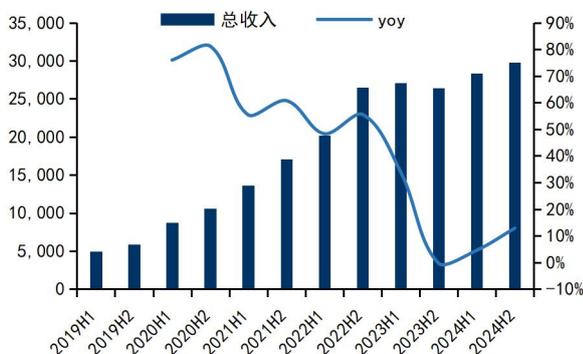
整体表现：收入利润表现亮眼，2025 年公司 将加大长期投入

2024H2，公司实现营业收入 298 亿元，同比+13%。分拆看，1) 下半年商品收入 249 亿元，同比+11%，主要系活跃用户数增加以及产品品类丰富驱动；2) 服务收入由上年同期的 39 亿元增加 25%至 49 亿元，主要由广告主数量增长驱动，与平台交易持续增长保持一致。

公司 non IFRS 净利率从去年同期 6.4%升至 7.2%，主要受益于公司经营利润和其他收益提升，公司经营利润率从-1%提升至 2%，主要受益于毛利率和行政管理费率提升。1) 履约开支从去年同期的 27 亿上升至 31 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 10.3%上升至 10.4%，基本持平；2) 销售费用从去年同期的 15 亿上升至 16 亿，费率维持在 5.5%；3) 研发费率维持在 2.3%，研发费率基本保持稳定，管理费率从 4.2%下降至 2.5%，主要由于股份支付开支减少。展望 2025 年，公司管理层表示将加大长期战略投入，抓住院内转院外、线下转线上的结构性变化带来的机遇，未来 3 年将看到明显的收入利润改善。

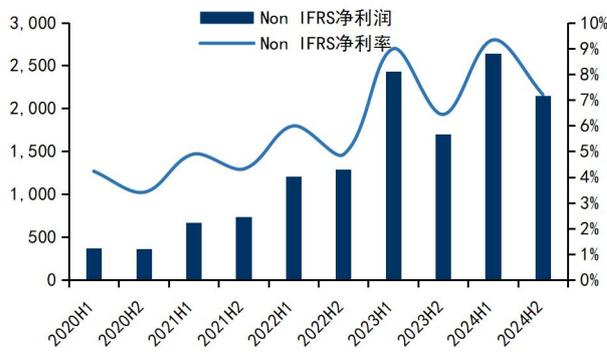
运营情况看，公司 GMV 增长主要由活跃买家数及购频提升驱动，截至 2024H2，京东健康年活跃用户数 1.84 亿人，同比增长 7%，我们估算主站用户渗透率 27%，未来仍有较大增长空间；受宏观消费下行以及公司简化凑单满减策略影响，客单价同比有所下降，被用户购物频次持续上升抵消。

图1：京东健康营业收入及增速（百万元，%）



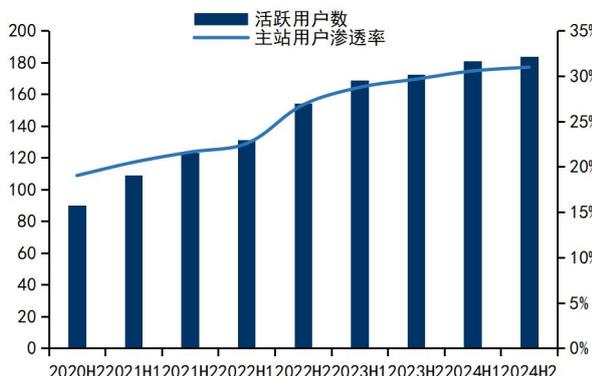
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：京东健康 non IFRS 净利润及净利率（百万元，%）



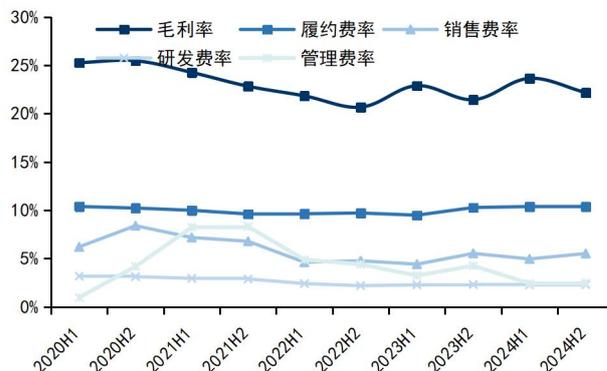
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

我们预测公司 2025-2026 年收入为 657/735 亿元，较上次分别上调 2.9%/3.7%，主要由于消费者线上购药心智随医保放开逐步加强，购物频次提升，新增 2027 年收入预测 821 亿元；我们预测公司 2025-2026 年经调净利为 44/49 亿元，较上次分别下调 7.9%/3.2%，主要由于公司加大前置仓和 AI 相关投入，同时美国降息可能影响公司海外存款利息收益。目前公司对应 25 年 24xPE，25-27 年经调净利 CAGR 为 11%，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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15037	22629	31792	39393	47782	营业收入	53530	58160	65701	73481	82076
应收款项	2262	4392	4962	5549	6199	营业成本	41665	44851	50393	55992	62132
存货净额	5085	5843	7477	8313	9230	营业税金及附加	5285	6032	7076	7914	8840
其他流动资产	15	33	37	41	46	销售费用	4653	4468	3575	3999	4467
流动资产合计	47850	58460	69832	83973	100069	管理费用	1367	1471	2280	2481	2704
固定资产	89	571	481	387	286	财务费用	1940	1952	(96)	(91)	(122)
无形资产及其他	2381	2320	1740	1160	580	投资收益	(71)	(86)	(86)	(86)	(86)
投资性房地产	12504	8496	8496	8496	8496	资产减值及公允价值变动	(70)	(316)	(316)	(316)	(316)
长期股权投资	1464	1428	1428	1429	1431	其他收入	4213	5812	2420	2441	2462
资产总计	64288	71275	81977	95445	110862	营业利润	2693	4797	4491	5225	6117
短期借款及交易性金融负债	0	0	2000	2333	2444	利润总额	2693	4797	4491	5225	6117
应付款项	10069	10630	13604	15125	16794	所得税费用	550	640	764	888	1040
其他流动负债	4516	4891	6051	12631	20659	少数股东损益	1	(5)	(5)	(5)	(6)
流动负债合计	14585	15521	21655	30089	39897	经调整净利润	4135	4792	4400	4854	5435
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
其他长期负债	333	513	684	867	1045	净利润	4135	4792	4400	4854	5435
长期负债合计	333	513	684	867	1045	折旧摊销	141	141	653	674	695
负债合计	14918	16034	22339	30956	40942	公允价值变动损失	70	316	316	316	316
少数股东权益	15	10	7	4	1	财务费用	1940	1952	(96)	(91)	(122)
股东权益	49356	55231	59631	64485	69919	营运资本变动	(11272)	2217	2097	6856	8303
负债和股东权益总计	64288	71275	81977	95445	110862	其它	1	(5)	(3)	(3)	(3)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	经营活动现金流	(6925)	7461	7463	12696	14746
每股收益-经调整	1.30	1.50	1.38	1.52	1.70	资本开支	0	(166)	(300)	(315)	(331)
每股红利	0	0	0	0	0	其它投资现金流	2797	(113)	0	(5113)	(6135)
每股净资产	3.10	3.46	3.73	4.03	4.37	投资活动现金流	2956	(242)	(300)	(5429)	(6468)
ROIC	3%	5%	10%	16%	30%	其它融资现金流	288	372	2000	333	111
ROE	8%	9%	7%	8%	8%	融资活动现金流	288	372	2000	333	111
毛利率	22%	23%	23%	24%	24%	现金净变动	(3681)	7592	9163	7601	8389
EBIT Margin	1%	3%	4%	4%	5%	货币资金的期初余额	18718	15037	22629	31792	39393
EBITDA Margin	2%	3%	5%	5%	6%	货币资金的期末余额	15037	22629	31792	39393	47782
收入增长	15%	9%	13%	12%	12%	企业自由现金流	(10574)	3474	4423	9782	11933
经调整净利润增长率	58%	16%	-8%	10%	12%	权益自由现金流	(11829)	2154	6503	10192	12146
资产负债率	23%	23%	27%	32%	37%						
股息率	0%	0%	0%	0%	0%						
P/E-经调整	25.6	22.2	24.2	22.0	19.6						
P/B	2.1	1.9	1.8	1.7	1.5						
EV/EBITDA	153	76	43	36	32						

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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所提及的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