

京东健康 (6618 HK, 买入, 目标价: HK\$55.17)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$55.17 当前股价: HK\$35.75

股价上行/下行空间 +54%

52 周最高/最低价 (HK\$) 41.00/19.48

市值 (US\$mn) 14,462

当前发行数量(百万股) 3,144

三个月平均日交易额 (US\$mn) 71

流通盘占比 (%) 15

主要股东 (%)

京东健康 68

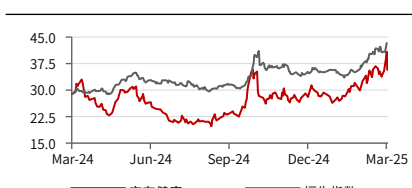
按 2025 年 3 月 7 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	55.17	42.61	29%
2025E EPS (RMB)	1.41	1.54	-8%
2026E EPS (RMB)	1.67	1.51	11%
2027E EPS (RMB)	1.97	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	63,989 (+5%)	67,997 (+14%)
EPS (RMB)	1.21 (+17%)	1.31 (+27%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

产品组合优化有望持续推动毛利率增长

- 经营效率提升和存款利息增长导致 24 年利润增长超市场预期;
- 拓展医疗健康服务生态, 医疗服务收入维持快速增长势头;
- 维持“买入”评级, 上调 DCF 目标价至 HK\$55.17 (WACC 9.0%)。

2024 年公司利润超市场预期: 根据公司 2024 年业绩报告, 京东健康实现营业收入 581.6 亿元 (+8.6%); 公司实现盈利 41.6 亿元 (+94%); 调整后 Non-IFRS 净利润达到 47.9 亿元 (+15.9%), 超过万德一致预期。根据公司 2024 年业绩报告, 由于产品组合优化, 公司毛利上升至 133.1 亿元 (+12.2%)。根据公司 2024 年业绩报告, 2024 年公司经营利润为 14.7 亿元 (+132.9%), 经营效率进一步提高; 2024 年利息收入约 20 亿元 (+0.6%), 主要系存款利息收入增长。

2024 年产品销售稳健增长, 全渠道布局优化: 根据公司 2024 年业绩报告, 公司实现产品销售收入 488 亿元 (+6.9%), 其中 2H24 产品销售收入受到上一年同期高基数的影响, 但随着公司持续优化全渠道业务布局, 强化在线平台与即时零售业务协同, 商品供应不断丰富, 2024 年销售仍保持稳健增长。根据公司 2024 年业绩报告, 公司加深与国内外知名药企合作, 在新药首发、全渠道拓展和数字化营销等方面取得突破, 同时进一步提升了用户体验和复购率。我们预计 2025-2027 年商品销售收入 YoY 增速分别为 15%/15%/13%。

深化供应链优势, 拓展医疗健康服务生态: 根据公司 2024 年业绩报告, 公司持续强化医药健康供应链能力, 并加大对第三方商家的支持力度。根据公司 2024 年业绩报告, 到 2024 年底, 公司的第三方商家数量已超过 10 万家 (同比+100%), 进一步丰富了平台商品供给; 同时, 公司积极推动医保在线支付服务, 已覆盖全国 18 个城市, 接入超 3,000 家医保定点药房。此外, 公司加速推进智慧医疗与数字化创新, 推出 AI 健康助手“康康”、AI 心理陪伴师“聊愈小宇宙”等创新服务, 并与温州医科大学附属第一医院合作, 共建新一代智慧医院。我们预计 2025-2027 年公司服务收入 YoY 增速为 17%/15%/14%。

重申“买入”评级; 目标价由 HK\$42.61 上调至 HK\$55.17: 对应 2.4 倍的 2025 年 P/S, 低于互联网医疗可比平台的 3.1 倍均值。鉴于京东健康有更活跃的客户、更高的第三方佣金以及更多的医疗产品销售, 我们认为公司估值仍有一定的上升空间。

风险提示: 1) 监管要求不断变化; 2) 无法吸引和留住客户; 3) 第三方合作风险; 4) 与集团的利益冲突; 5) 自营模式的运营风险。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	53,530	58,160	67,091	77,218	87,600
毛利润 (RMBmn)	11,865	13,309	15,861	18,251	20,785
归母净利润 (RMBmn)	4,135	4,743	4,527	5,337	6,300
每股收益 (RMB)	1.31	1.48	1.41	1.67	1.97
市盈率 (x)	34.8	16.5	23.0	19.5	16.5

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得、华兴证券预测

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

财务分析

图表 1：京东健康 – 2024 年核心财务数据分析

百万元	2024A	2023A	同比变化	2024E	差异 %
收入	58,160	53,530	9%	57,061	2%
营业成本	44,851	41,665	8%	43,947	2%
毛利	13,309	11,865	12%	13,114	1%
毛利率	22.9%	22.2%	0.7ppts	23.0%	-0.1ppts
履约开支	6,032	5,285	14%	6,163	-2%
在收入中占比	10.4%	9.9%	0.5ppts	10.8%	-0.4ppts
销售及市场推广开支	3,049	2,655	15%	2,967	3%
在收入中占比	5.2%	5.0%	0.3ppts	5.2%	0.0ppts
研发开支	1,330	1,226	8%	1,312	1%
在收入中占比	2.3%	2.3%	0.0ppts	2.3%	0.0ppts
一般及行政开支	1,419	1,998	-29%	1,712	-17%
在收入中占比	2.4%	3.7%	-1.3ppts	3.0%	-0.6ppts
期间盈利/ (亏损)	4,157	2,143	94%	3,434	21%

资料来源：公司公告、华兴证券预测

根据 2024 年公司财报，我们上调了 2025-26 年的收入预测，以及各项费用的支出。我们预测 2025-2027 年的经调净利润为 RMB45.27 亿元/53.37 亿元/63.00 亿元，同比下降/增长 -5%/18%/18%。我们新增了 2027 年预测。

根据 2024 年各部分业务收入情况，我们上调了 2025-2027 年公司产品收入和服务收入预测，同时上调了 25-27 年的毛利率预测。其中，毛利率的上升主要系毛利较高的服务收入增速超过产品收入增速所致。

图表 2：京东健康 –25-27 年预测修正

(RMB 百万元)	新			旧			变化		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营收	67,091	77,218	87,600	63,548	70,592	N.A.	6%	9%	N.A.
毛利	15,861	18,251	20,785	14,739	16,299	N.A.	8%	12%	N.A.
履约费用	7,112	7,876	8,760	6,800	7,483	N.A.	5%	5%	N.A.
销售及市场费用	3,623	4,015	4,380	3,241	3,530	N.A.	12%	14%	N.A.
研发费用	1,543	1,776	2,015	1,589	1,765	N.A.	-3%	1%	N.A.
一般及行政费用	1,610	1,853	2,102	1,779	1,835	N.A.	-10%	1%	N.A.
财务收入	1,323	1,501	1,813	1,851	1,418	N.A.	-29%	6%	N.A.
归母净利润	4,027	4,837	5,800	3,861	3,767	N.A.	4%	28%	N.A.
Non-IFRS 归母净利润	4,527	5,337	6,300	4,861	4,767	N.A.	-7%	12%	N.A.
EPS (元)	1.26	1.51	1.81	1.22	1.19	N.A.	3%	27%	N.A.
Non-IFRS EPS (元)	1.41	1.67	1.97	1.54	1.51	N.A.	-8%	11%	N.A.

资料来源：公司公告、华兴证券预测

图表 3：京东健康- 2025-2027 分部营收预测更新

(RMB 百万元)	新			旧			变化		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
产品收入	56,143	64,669	73,282	53,589	59,656	N.A.	5%	8%	N.A.
服务收入	10,948	12,550	14,318	9,959	10,936	N.A.	10%	15%	N.A.
毛利率	23.6%	23.6%	23.7%	23.2%	23.1%	N.A.	0.45ppts	0.55ppts	N.A.

资料来源：公司公告、华兴证券整理

估值

重申“买入”评级；目标价由 42.61 港币上调至 55.17 港币

我们采用两阶段 DCF 估值法：第一阶段从 2025 年至 2030 年，第二阶段以 2031 年开始作为永续期。主要的 WACC 假设包括：无风险利率 2.0%（原来为 2.9%），股权风险溢价 7.0%，贝塔系数 1.0（原来为 1.1），债务成本 5%，边际税率 19.0%，得出 WACC 为 9.0%（原来为 10.6%）。永续增长率 3.0%保持不变。

由于我们上调了 2025-26 年盈利预测，因此我们将 DCF 目标价上调为 55.17 港币（之前为 42.61 港币）。相较于 2025 年 3 月 7 日的收盘价 35.75 港币，我们的最新目标价蕴含 54% 的上行空间。

我们的目标价对应 2.4 倍的 2025 年 P/S，低于互联网医疗行业可比公司 3.1 倍的均值。我们认为京东健康估值仍有一定的上升空间，源于其更活跃的客户、第三方佣金以及预期的更多的医疗产品产生的收入。

图表 4：京东健康 -DCF 估值

百万元，除每股外	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
税前利润	-17,072	-901	696	2,693	4,797	4,646	5,581	6,693	7,868	7,928	8,804
财务费用	-146	-452	-855	-1,940	-1,952	-1,323	-1,501	-1,813	-2,176	-1,730	-2,013
EBIT	-17,218	-1,353	-159	754	2,844	3,324	4,081	4,879	5,692	6,199	6,791
EBIT*(1-t)	-17,381	-1,524	-472	203	2,205	2,704	3,336	3,987	4,643	5,141	5,617
折旧和摊销	27	63	141	227	398	428	299	314	329	344	359
营运资本变动	2,916	2,027	2,849	214	-1,837	3,699	1,072	1,205	1,305	1,520	1,770
资本开支	-721	-510	-2,273	-10,327	-316	-400	-400	-400	-400	-400	-400
自由现金流	-15,158	55	245	-9,682	450	6,431	4,308	5,106	5,877	6,605	7,346
折旧系数					-	-	1	2	3	4	5
自由现金流现值					-	6,431	3,952	4,298	4,538	4,679	4,775

估值摘要	截至2025年底
折现现金流现值 (2025E-30E)	28,672
永续现金流现值 (Tg=3%)	81,963
企业价值	110,635
(-) 净负债	-50,022
(-) 少数股东权益	10
股权价值 (百万元)	160,648
股权价值 (百万港元)	176,536
总股本 (百万)	3,200
目标价 (港元)	55.17
最新收盘价	35.75
上行/下行空间%	54%

WACC计算	
无风险利率	2.0%
股权风险溢价	7.0%
贝塔系数	1.0
权益成本	9.0%
债务成本	5.0%
边际税率	19.0%
税后债务成本	4.1%
债务/总资本比例	0.0%
WACC	9.0%
永续增长率	3.0%

目标价敏感性分析对应永续增长率和WACC					
	8.6%	8.8%	9.0%	9.3%	9.6%
2.5%	55.18	53.99	52.88	51.34	49.93
2.7%	56.18	54.93	53.75	52.13	50.64
3.0%	57.83	56.46	55.17	53.40	51.79
3.2%	59.03	57.56	56.20	54.32	52.62
3.4%	60.32	58.76	57.30	55.30	53.50

注：股价为 2025 年 3 月 7 日收盘价；港币兑人民币的汇率为 0.91。

资料来源：公司公告、华兴证券预测

图表 5：京东健康-行业可比公司估值比较

名称	代码	收盘价	市值	企业价值	销售额（百万美元）			市销率（x）		
		2025/3/7	百万美元	百万美元	2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E
互联网医疗行业可比公司										
平安好医生*	1833.HK	HK\$8.09	2,250	1,828	628	632	673	3.6	3.6	3.3
阿里健康	0241.HK	HK\$5.53	11,450	10,989	3,754	4,185	4,632	3.1	2.7	2.5
平均值			6,850	6,408	2,191	2,409	2,653	3.3	3.1	2.9
互联网行业可比公司										
京东	JD US	US\$42.29	67,314	63,508	160,947	174,557	185,733	0.4	0.4	0.4
阿里巴巴	BABA US	US\$140.62	334,109	351,940	130,718	138,577	151,556	2.6	2.4	2.2
腾讯控股	0700.HK	HK\$533.50	630,038	655,180	91,270	98,219	105,005	6.9	6.4	6.0
美团	3690.HK	HK\$183.50	142,754	138,326	46,792	54,182	61,144	3.1	2.6	2.3
平均值			293,553	302,238	107,432	116,384	125,860	3.2	3.0	2.7
京东健康*	6618.HK	HK\$35.75	14,717	16,081	8,078	9,318	10,725	1.8	1.5	1.3

注：非覆盖公司的销售额预测值采取万得的一致性预期。覆盖公司（*）的销售额预测采取华兴证券预测值。假设美元兑人民币的汇率为 7.14，港币兑人民币的汇率为 0.91。在香港上市的股票价格截至 2025 年 3 月 7 日；在美国上市的股票价格截至 2025 年 3 月 7 日。

资料来源：万得、华兴证券预测

风险提示

- **监管要求不断变化。**国内许多行业的法律法规都对京东健康有约束效力，尤其是互联网和“互联网+医疗”行业的法规相对较新，且经常有变。此外，国内某些药物会受到价格限制，而另一些药物则需遵守医保局和有关部门的定价制度。药品集采和“互联网+医疗”的政策也可能影响零售价和利润率，并加剧制药行业的市场竞争。
- **无法吸引和留住用户。**京东健康的收入主要来自医药和保健产品的销售。后台会根据用户群体的规模以及购买习惯进行分析，使活跃用户数成为关键的收入增长动力。如果无法满足用户对一系列产品的期望，可能会降低客户在京东健康的购买产品或与其开展业务的意愿。
- **第三方合作风险。**京东健康每年从独立的第三方服务提供商处获得可比报价，以确保与京东集团的协议符合正常商业条款，因此，第三方协议中的条款需要公平、合理和规范。此外，截至 2024 年 12 月底，有超过 10 万个第三方商户使用公司的线上平台。公司还与 100 多个地区政府合作，推出官方在线医疗服务平台，服务各地居民，大大减轻线下医疗机构的压力。京东健康的收入和声誉依赖于这些第三方的可信度。
- **与集团的利益冲突。**京东健康和京东集团（京东健康的控股股东之一）之间可能在声誉、供应链、流量等多方面发生利益冲突，例如：1) 无法与京东集团行使合同权利；2) 业务机会分配不均；3) 员工招聘和留任；4) 与京东集团竞争对手建立业务关系；5) 董事和员工之间可能存在利益冲突。
- **自营模式的运营风险。**京东健康以直销模式从供应商采购药品和保健产品。以下情况下可能对京东健康的业务运营和财务绩效产生不利影响：1) 京东健康无法继续从当前供应商采购足够数量的优质产品；2) 供应商未能及时提供足够数量的优质产品。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
产品收入(元)	48,796	56,143	64,669	73,282
服务收入(元)	9,364	10,948	12,550	14,318
营业收入	58,160	67,091	77,218	87,600
营业成本	(44,851)	(51,230)	(58,968)	(66,815)
毛利润	13,309	15,861	18,251	20,785
管理及销售费用	(5,798)	(6,776)	(7,645)	(8,497)
其中：研发支出	(1,330)	(1,543)	(1,776)	(2,015)
其中：市场营销支出	(3,049)	(3,623)	(4,015)	(4,380)
其中：管理支出	(1,419)	(1,610)	(1,853)	(2,102)
息税前利润	2,844	3,324	4,081	4,879
息税折旧及摊销前利润	3,242	3,751	4,380	5,194
利息收入	1,867	1,323	1,501	1,813
利息支出	0	0	0	0
税前利润	4,797	4,646	5,581	6,693
所得税	(640)	(620)	(744)	(892)
净利润	4,157	4,027	4,837	5,800
调整后净利润	4,743	4,527	5,337	6,300
基本每股收益 (RMB)	1.30	1.26	1.51	1.81
稀释每股调整收益 (RMB)	1.48	1.41	1.67	1.97

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	58,460	66,165	75,877	86,974
货币资金	22,629	34,863	45,283	57,380
应收账款	551	551	635	720
存货	5,843	5,614	6,462	7,322
其他流动资产	29,438	25,136	23,497	21,552
非流动资产	12,815	13,126	13,327	13,513
固定资产	571	528	544	559
无形资产	2,095	2,338	2,480	2,606
商誉	0	0	0	0
其他	9,576	9,686	9,730	9,773
资产	71,275	79,291	89,203	100,487
流动负债	15,521	16,989	19,269	21,704
短期借款	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0
应付账款	10,423	11,891	14,172	16,607
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	513	513	513	513
负债	16,034	17,502	19,783	22,218
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	(13,224)	(9,197)	(4,360)	1,440
归属于母公司所有者权益	55,231	61,779	69,411	78,260
少数股东权益	10	10	10	10
负债及所有者权益	71,275	79,291	89,203	100,487

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,157	4,027	4,837	5,800
折旧摊销	398	428	299	314
利息（收入）/支出	1,867	1,323	1,501	1,813
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	2,773	2,937	3,210	3,464
营运资本变动	(1,837)	3,699	1,072	1,205
经营活动产生的现金流量	7,358	12,413	10,919	12,597
资本支出	(316)	(400)	(400)	(400)
收购及投资	84	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	787	(100)	(100)	(100)
投资活动产生的现金流量	556	(500)	(500)	(500)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	0	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	0	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	7,913	11,913	10,419	12,097
自由现金流	450	6,431	4,308	5,106

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
日问诊量 ('000)	495	559	615	664
年付费问诊量 ('000)	46,928	55,068	62,819	70,267

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	8.6	15.4	15.1	13.4
毛利润	12.2	19.2	15.1	13.9
息税折旧及摊销前利润	230.4	15.7	16.8	18.6
净利润	94.0	(3.1)	20.1	19.9
调整后净利润	14.7	(4.6)	17.9	18.0
稀释每股调整收益	89.7	(3.2)	20.1	19.9
调整后稀释每股调整收益	13.4	(4.6)	17.9	18.0
盈利率 (%)				
毛利率	22.9	23.6	23.6	23.7
息税折旧摊销前利润率	5.6	5.6	5.7	5.9
息税前利润率	4.9	5.0	5.3	5.6
净利率	7.1	6.0	6.3	6.6
调整后净利率	8.2	6.7	6.9	7.2
净资产收益率	7.5	6.5	7.0	7.4
总资产收益率	5.8	5.1	5.4	5.8
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.8	3.9	3.9	4.0
速动比率	3.4	3.6	3.6	3.7
估值比率 (x)				
市盈率	16.5	23.0	19.5	16.5
市净率	1.4	1.7	1.5	1.3
市销率	1.8	1.5	1.3	1.2

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。