

## 买入

2025年4月23日

## AI 重塑医疗健康产业格局，双轮驱动构筑生态壁垒

► **中国医疗健康行业趋势与变革：**中国医疗健康行业近年来发展迅猛，2019年市场规模达4.5万亿元，预计2024年突破6.9万亿元，年均复合增长率超10%。增长主要受人口结构变迁、健康消费升级、数字化医疗生态崛起及政策驱动等因素推动。销售渠道方面，院内向院外加速转移，线上化渗透潜力待释放，2024年药品互联网渗透率仅13%左右。技术与政策协同推动行业向高效化、智能化、普惠化方向发展，预计未来线上化率不断提升，行业前景广阔。

► **中国领先的互联网医疗平台：**京东健康通过“医药电商+医疗服务”双轮驱动构建生态闭环。2024年，其总收入达582亿元，其中自营医药零售贡献488亿元，占比83.9%。公司深化与全球药企合作，覆盖医药、器械、保健等领域，依托京东集团强大的供应链及物流体系，购建“自营+平台+即时零售”模式，合作超10万家商家，其中O2O业务实现490城最快9分钟送达。医疗服务方面，平台日均问诊量达49万次，2024年推出149款居家检测产品和40项护理项目，其“京医千询”大模型支持2000余种疾病辅助诊断，皮肤专科AI准确率超95%。凭借“供应链+技术+生态”优势，京东健康巩固了互联网医疗龙头地位。

► **AI 赋能互联网医疗，推动行业格局重塑：**2023年我国AI医疗市场规模达780.5亿元，预计2024年突破936.6亿元，2028年有望超1500亿元。政策支持加速AI技术落地，如缩短审批周期、新增医保目录等。京东健康自2018年起布局AI，其“京医千询”大模型覆盖问诊、诊疗、诊后管理等全场景，实现智能分诊、电子病历生成、用药跟踪等服务，显著提升效率与用户满意度。同时，京东健康构建医疗资源智慧生态系统，助力医生临床决策与科研，推动医院智能化改造。电商基因使其在医药供应链和用户数据方面构筑竞争壁垒，通过即时零售和精准营销提升用户粘性。2024年平台年度活跃用户达1.84亿，日均问诊量超49万，用户数与问诊量均逐年增长。

► **目标价 45.00 港元，买入评级：**综上所述，我们认为AI技术为医疗健康行业带来新机遇，推动服务模式革新和业务增长。未来，随着服务拓展和线下合作深化，京东健康有望持续扩大市场份额，通过AI技术优化成本、提升利润，并持续投入拓展业务边界，巩固行业领先地位，预计公司2025-2027年Non-IFRS净利润有望分别实现45.5/51.5/57.0亿元，目标价45.00港元，相当于2025年经调整盈利预测33倍PE，首次覆盖给予买入评级。

黎航荣

wayne.li@firstshanghai.com.hk

(852) 2522 2101

## 主要资料

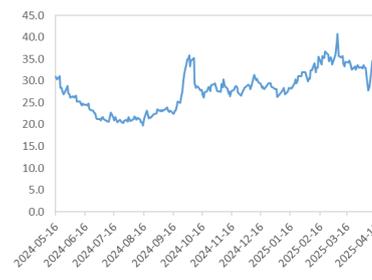
行业	互联网医疗
股价	36.15 港元
目标价	45.00 港元 (+23.3%)
股票代码	6618
总股本	32.00 亿股
市值	1,156.68 亿港元
52周高/低	41.00 港元/19.48 港元
每股净资产	18.647 港元
主要股东	JD Jiankang Limited (67.39%)

## 盈利摘要

财务年度截至12月31日	2023历史	2024历史	2025预测	2026预测	2027预测
营业收入(百万元)	53,530	58,160	66,103	74,138	82,964
变动(%)	14.5%	8.6%	13.7%	12.2%	11.9%
Non-IFRS净利润(百万元)	4,135	4,792	4,550	5,154	5,698
变动(%)	58.1%	15.9%	-5.0%	13.3%	10.6%
经调整EPS(元)	1.3	1.5	1.4	1.6	1.8
经调整市盈率@36.15港元(倍)	29.3	25.4	26.8	23.6	21.4
每股股息(元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

## 股价表现



资料来源: 彭博

# AI 重塑医疗健康产业格局，双轮驱动构筑生态壁垒

## 一、公司概况——互联网医疗领军者

京东健康（06618.HK），是中国规模最大的互联网医疗健康平台，其行业地位不仅依托于庞大的用户基数和全渠道业务布局，更通过创新商业模式与前沿技术应用重塑行业生态。公司以“科技赋能医疗，健康连接未来”为核心使命，通过整合医疗资源、优化供应链体系及深化数智化技术，构建了覆盖诊疗、药品、健康管理等场景的生态闭环。自2019年独立运营以来，京东健康凭借集团资源优势和技術积累，迅速成长为连接医疗服务供给、药品流通与健康管理的枢纽，推动中国医疗体系向数字化和智能化深度转型。

### 1.1 核心业务板块

京东健康的业务布局围绕四大核心板块展开：在线零售药房、互联网医疗、健康管理以及智慧医疗解决方案。

**（1）在线医药零售业务。**在线医药零售业务作为其核心收入来源，凭借京东集团的高效物流网络和强大的供应链管理，实现了药品及健康产品的快速配送和广泛覆盖。该业务通过“自营+平台+即时零售”的创新模式，为用户提供全品类医药产品的供应。

**（2）互联网医疗服务平台。**互联网医院通过在线问诊、电子处方、远程会诊等创新服务模式，打破了传统医疗服务的地域和时间限制。

**（3）全生命周期健康管理。**平台构建了覆盖用户全生命周期、全场景的健康管理平台，其健康管理业务围绕疾病预防、慢病管理和健康监测等多个场景展开。

**（4）智慧医疗技术赋能。**依托大数据和AI技术，为医疗机构提供全方位的数字化转型支持。其自主研发的“京医千询”医疗大模型已正式开源，成为国内首个全面开源的垂直领域医疗大模型。该模型整合了海量的健康档案和医药流通数据，助力医疗行业的智能化升级。

### 1.2 核心竞争优势

作为互联网医疗行业的领军企业，京东健康凭借“医药电商+医疗服务+健康管理”协同发展的模式，打造了贯穿用户全生命周期的健康生态体系。其核心竞争力不仅源于创新的业务布局，更在于对供应链、技术、品牌和服务体验的全方位深度整合。

#### （一）品牌势能与资源整合

依托京东集团的平台资源、品牌影响力和用户信任度，京东健康迅速突破地域限制，在互联网医疗健康领域拓展其服务网络，平台业务范围成功覆盖至全国各级城市及多个乡村地区。在下沉市场方面，公司计划通过“万店计划”在全国范围内开设实体药店，重点拓展二、三线城市及县域市场，通过线上线下供应链结合的方式，进一步提升下沉市场的服务渗透率。

2024年，平台已共计拥有1.84亿活跃用户，且复购率不断提升。这一庞大的用户群体不仅为京东健康带来了稳定的收入增长，还在医疗健康数据的积累与分析方面形成了显著优势。

#### （二）高效履约体系

平台依托集团强大的供应链基因，在医疗领域迅速构建了显著的供应链优势，合作品牌覆盖医药、医疗器械、营养保健等多个领域。公司深度整合行业资源，持续加深与国内外多家知名制药公司、健康产品供应商的合作：

1) 医药领域方面，截至 2021 年公司已成功覆盖 92% 全球 50 强和 97% 中国百强药企，且近年来持续成为众多药企新特药的首发首选平台，吸引了包括礼来公司、第一三共株式会社、墨客、TEVA、默沙东、赫力昂、辉瑞等多家全球知名药企。

2) 医疗器械领域方面，早在 2022 年，合作的国内外器械品牌已达近 3 万个，全渠道合作医疗设备企业超 100+ 家，其中年销售额五千万品牌超 100+ 个，年销售额破亿品牌超 40+ 个。

3) 营养保健品领域方面，京东健康与东阿阿胶、康维他、汤臣倍健、同仁堂等多家知名品牌合作，2024 年 11.11 期间进一步和 Swisse、Inne、Move Free、燕之屋、GNC、WonderLab 等品牌签署战略合作协议，计划未来将通过资源整合的方式实现这六大品牌销售额+300% 的目标。

此外，平台通过不断加大对商家的扶持力度数据显示，截至 2024 年底，其第三方商家数量已突破 10 万家，与自营平台形成的协同发展，为平台用户提供更为丰富的商品体验。

### (三) 高效履约体系

京东健康的高效物流与配送能力是其核心竞争力之一，依托京东物流的供应链系统，其履约效率在行业内处于领先地位。京东健康凭借“自营+平台+即时零售”模式，实现了全渠道覆盖，其基础配送订单在 225 个城市实现当日达，386 个城市实现次日达；其即时零售服务“京东买药”平均送达时间仅需 28 分钟，最快 9 分钟完成，服务范围覆盖超过 490 个城市，合作线下药房超过 12 万家，24 小时全天候响应用户需求。

### (四) 高质量医疗服务

早在 2021 年，京东健康的专科中心数量已达 27 个，汇聚了超过 13 万名医生和医疗专家（含全职和外部合作医生加总），并与超过 1.2 万家外部医院建立了合作关系，成为国内在线诊疗领域的首要入口。近年来随着数字化技术的快速发展，平台对医生数量的招募速度亦有所下降，逐渐转对其质量的提升需求，如细分专病领域头部专家等等。2024 年平台日均问诊量达到 49 万次，保持持续攀升态势。

京东健康在线上医疗服务领域已经建立起显著的竞争壁垒，通过专科能力建设和医疗质量管理体系的完善，进一步巩固了其行业领先地位。目前已在皮肤、心理、中医等多个领域建立起具有竞争力的重点专科。2024 年京东皮肤医院新增过敏和性病门诊，专病工作室总数达 78 个，覆盖 15 种皮肤病，日均问诊量突破 1 万单。在精神心理领域，京东健康与上海精神卫生中心等权威机构合作，发布基于心理垂类大模型的 AI 心理陪伴师“聊愈小宇宙”，将评估筛查、心理咨询和精神科诊疗服务有机融合。此外，公司还新增男科和肿瘤专科，推动视频门诊等服务升级，满足更多患者的多样化需求。

### (五) 全场景生态布局

京东健康打造了涵盖医疗健康全场景的多元化生态体系，以数字化为核心构建从预防、诊疗到康复的完整一站式服务闭环。平台通过优化慢病管理方案，药物治疗持续时间（DOT）大幅提升 45%，有效提升了患者依从性和治疗效果。

此外，平台还重点打造“护士到家”服务。早在 2023 年底，公司便率先推出呼吸道病原体居家快检服务，随后逐步扩展至更多元的检测项目，涵盖静脉采血、糖尿病评估、甲状腺功能检测等更广泛的医疗场景。通过创新整合护士上门采样、居家康复护理等专业服务，结合中心实验室 3 小时内生成电子报告并直连主治医师的机制，成功构建了“医+检+诊+药”全链条解决方案，显著拓展了互联网医疗服务的深度与覆盖广度。截至 2024 年底，平台已推出共计 149 款居家检测服务产品，上线近 40 种居家医疗护理项目，并在全国超 30 个城市提供家用医疗器械跳水服务供给 1,500 个 SKU。

图表 1：京东健康实现全生态布局



资料来源：公司资料，第一上海

**(六) 数智化技术赋能**

京东健康凭借大数据分析 with AI 技术，实现了精准的用户洞察和服务升级。京东健康开源的“京医千询”医疗大模型在 MedBench 评测中表现卓越，支持 2,000 余种疾病的辅助诊断，并在皮肤专科互联网医院（AI 辅诊准确率 95%）和心理健康服务中心（慢病干预度 85.3%）等创新场景中得到应用。其智能问诊系统“康康”基于自然语言处理技术，问题解决率高达 70%，成为国内 AI 健康领域的第一入口。依托京东集团的大数据资源，京东健康通过人工智能算法精准洞察用户需求，持续优化服务体验。这种“数据驱动+服务升级”的双轮策略，将助力京东健康在互联网医疗领域保持领先地位。

京东健康凭借“供应链+技术+生态”三位一体的核心竞争力，成功构建了强大的行业壁垒。展望未来，在政策导向的支持下，以及传统药企和医疗机构对数字化升级的迫切需求推动下，京东健康有望进一步巩固其在互联网医疗赛道的主导地位。公司将成为医疗资源线上化的核心枢纽，并加速推动行业集中度的提升，引领行业迈向高质量发展的新阶段。

**1.3 双引擎构筑增长护城河**

2024 年京东健康全年营收规模达到 581.6 亿元，稳居中国互联网医疗行业头部梯队。其核心业务架构呈现“医药电商主导、医疗服务蓄力”的双轮驱动格局，印证公司“零售筑基，服务增值”的战略路径。

**(一) 医药电商：供应链能力铸就基本盘**

如上所述，京东健康的主营业务——医药电商业务凭借京东集团强大的供应链和物流体系，以及“自营+平台+即时零售”的全渠道履约模式，已成功打造了覆盖全国的领先药品流通网络。

在该业务上，公司创新性地融合了自营平台和超过 10 万家第三方商家，提供涵盖处方药、非处方药、医疗器械、保健品等全品类商品。变现方式上，公司主要通过自营业务销售医药和健康产品获取相应收入，以及同时向第三方商家收取相应佣金和平台使用费等。除此之外，公司还会为其供应商和第三方商家提供一定的数字化营销服务，并收取相应的服务费和广告投放费用。

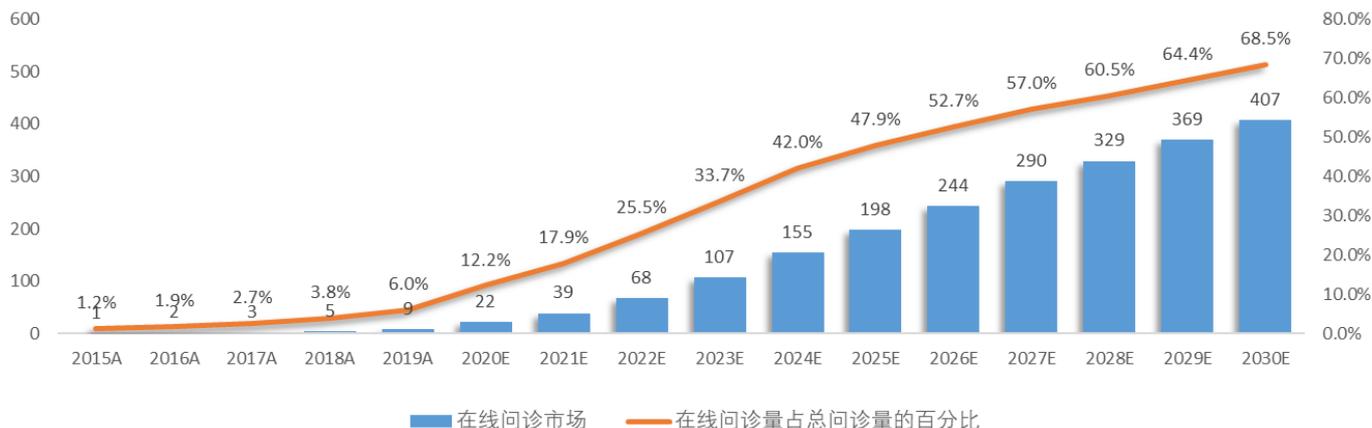
从 GMV 口径来看，根据我们估算，公司自营业务与第三方商家业务的比例预计约为 6:4。但在公司收入口径下，我们预计 2024 年公司医药健康产品销售（包括自营和第三方）合计贡献了全年收入的 90%左右，其中自营业务贡献了公司总收入的 83.9%，以 488 亿元的规模占据主导地位。

**(二) 在线医疗：生态闭环打造第二增长曲线**

京东健康的在线医疗服务业务以数字化技术为核心，为用户提供高效便捷的医疗健康服务，涵盖在线问诊、慢病管理、健康咨询等多个领域。通过技术创新和资源整合，

京东健康打造了覆盖全生命周期的医疗服务生态体系，为用户提供从预防、治疗到康复的一站式解决方案。根据我们测算，2024 年在线医疗服务业务在全年收入中的规模占比仍较小，但展现出强劲的增长潜力。

图表 2：2015-2030(E) 中国在线问诊市场规模 (人民币十亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，第一上海

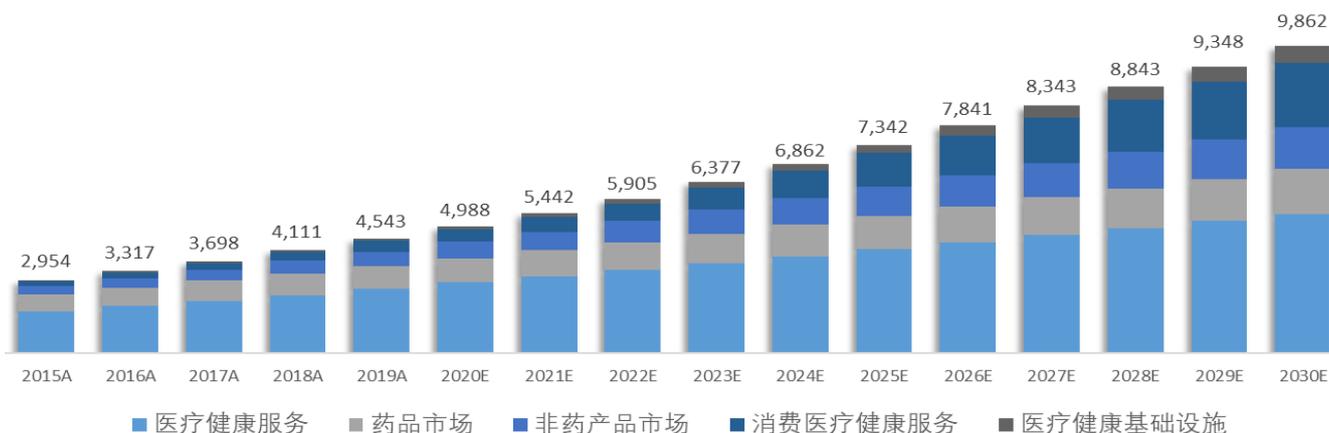
我们认为，京东健康已成功构建出难以复制的完整线上服务生态圈，建立起“供应链+生态+技术”的复合竞争优势。

## 二、行业概述

### 2.1 医疗健康行业现状

作为国民经济的关键领域，医疗健康行业近年来发展迅猛。据沙利文数据，2019 年中国大健康市场规模已达 4.5 万亿元人民币，预计到 2024 年将突破 6.9 万亿元，年均复合增长率维持在 10% 以上。

图表 3：2015-2030(E) 中国大健康市场规模 (人民币十亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，第一上海

医疗健康行业的增长趋势主要受到以下因素的推动：

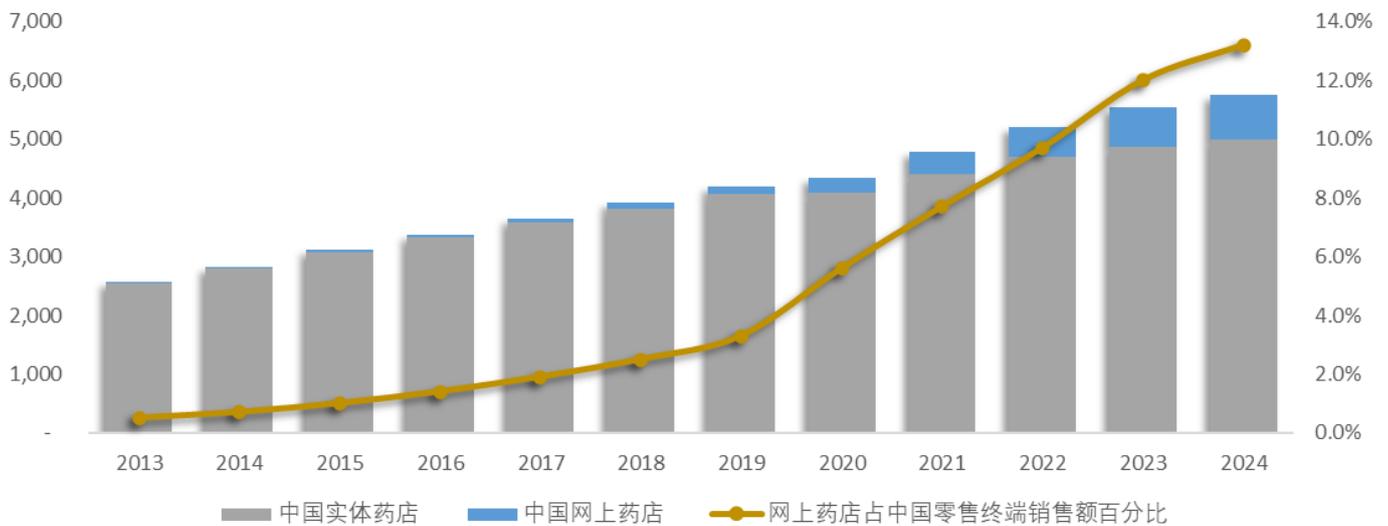
#### (1) 人口结构变迁与健康需求升级

- 老龄化进程加速：60后、70后群体进入集中养老阶段，慢性病（如高血压、糖尿病）发病率显著上升，推动基层医疗与康复护理需求激增。
- 健康消费升级：随着居民收入增长和健康意识的提升，消费医疗领域（如体检、医美、口腔护理）需求持续扩容，成为新的增长点。

**(2) 数字化医疗生态崛起**

互联网医疗、远程医疗和智慧医疗等新兴业态的快速发展为行业注入了新活力。其中，中国网上药店终端药品销售额从2014年的20亿元增长至2024年的758亿元，年复合增长率高达44%，期间增速持续优于线下实体药店药品增速。

**图表 4： 2013-2024 年中国零售终端（实体药店+网上药店）药品销售规模**



资料来源：米内网，第一上海

**(3) 政策驱动行业提质增效**

“健康中国 2030”战略的推进以及医保支付制度改革、药品集采等政策的落地，推动了医疗行业的提质增效，显著提升了基层医疗资源的覆盖率和诊疗能力。

**2.2 细分市场差异化增长**

从细分领域来看，医疗健康服务和药品市场均呈现出稳健增长态势。预计到2024年，医疗健康服务市场规模将达到6.9万亿元，年均复合增长率为8.6%；药品市场规模将达到2.2万亿元，年均复合增长率为6.4%。

在消费医疗领域，市场扩容趋势明显。预计消费医疗（如医美、康复）的年均复合增长率将达到21.0%，领跑整个行业；

非药产品（如保健品、健康监测设备）的年均复合增长率为13.0%。此外，医疗健康基础设施建设加速推进。2024年，该领域市场规模预计将达到4.8千亿元，为分级诊疗和区域医疗均衡发展提供了有力支撑。

图表 5：中国大健康市场细分领域增速

人民币十亿元	2015A	2019A	2015-2019 CAGR	2024E	2019-2024E CAGR	2030E	2024E-2030E CAGR
医疗健康服务	2,954	4,543	11.4%	6,862	8.6%	9,862	6.2%
药品市场	1,221	1,633	7.5%	2,229	6.4%	3,194	6.2%
非药产品市场	582	1,020	15.1%	1,880	13.0%	2,981	8.0%
消费医疗健康服务	319	756	24.1%	1,961	21.0%	4,527	15.0%
医疗健康基础设施	96	180	17.0%	484	21.9%	1,209	16.5%
<b>总计</b>	<b>5,172</b>	<b>8,131</b>	<b>12.0%</b>	<b>13,415</b>	<b>10.5%</b>	<b>21,773</b>	<b>8.4%</b>

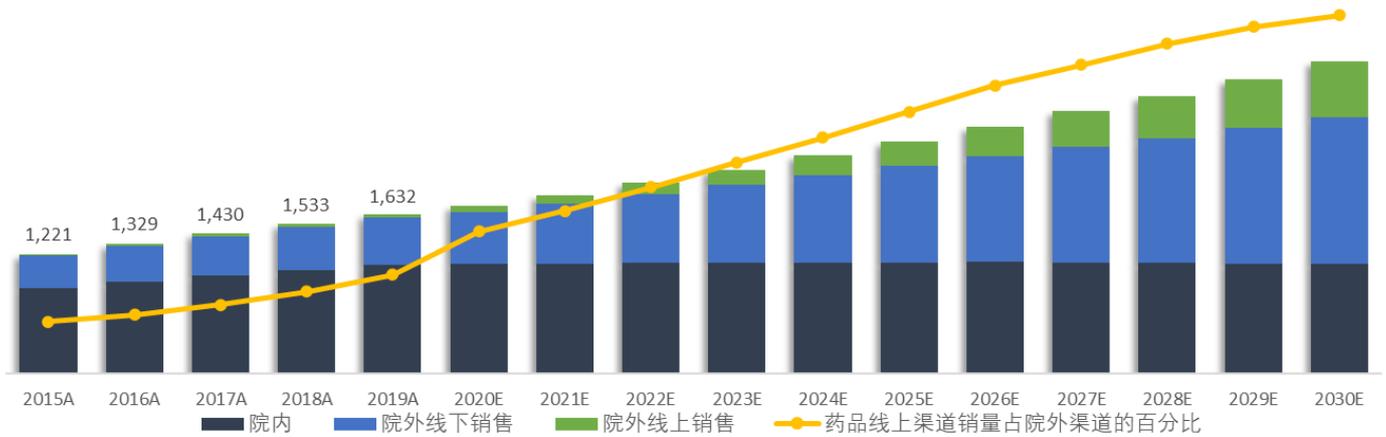
资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，第一上海

### 2.3 院内向院外加速转移，线上化渗透潜力待释放

销售渠道方面，近年来国家医保控费政策与药品集采常态化对医药行业产生深远影响。从院内渠道看，医保控费通过压缩药品采购成本倒逼医院精细化运营；药企供应端则因集采常态化导致药品价格大幅下降，院内市场竞争加剧，利润空间被压缩，转而寻求院外市场增量；消费者端，个性化医疗需求增长与互联网医院、电子处方平台技术发展相结合，使患者更易获取处方药，降低对传统医院的依赖。三方协同作用进一步推动院内药品销售外流趋势。

此外，从院外渠道线上化率角度来看，根据我们调研，我们预计中国药品 2024 年的互联网渗透率仅达到 13% 左右，相较于 2014 年实现了显著提升。若剔除通过医保或商保支付的部分，预计中国网上药店的销售额占比约为 35% 左右，整体药品销售的线上化率仍处于相对较低的水平。与之相比的是，中国家用医疗器械品类的线上化率预计已超过 40%，而保健品品类的线上化率更是高达 60%，因此我们认为，药品品类的线上化率在未来仍有较大的提升空间。

图表 6： 2015-2030(E) 中国医药市场明细(人民币十亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，公司资料，第一上海

## 2.4 技术赋能与政策协同演进

中国医疗健康行业的蓬勃发展是技术创新与政策引导共同作用的结果。

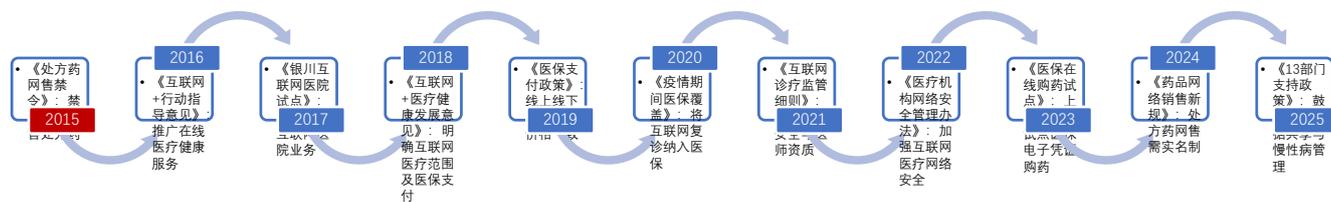
技术层面，人工智能、大数据、云计算等前沿技术正引发行业深度变革：人工智能在医疗影像分析、智能辅助决策等场景显著提升诊疗精度与效率；大数据技术通过整合海量医疗数据，为精准医疗和个性化治疗提供坚实基础；云计算则构建起高效安全的数据存储与共享平台，推动医疗资源优化配置。

政策层面，国家通过系统性制度设计为行业注入发展动能，为行业提供了明确的规范和发展方向。这种“技术+政策”的双轮驱动模式，正推动行业向高效化、智能化、普惠化方向演进。

其中在互联网医疗领域，政策支持与技术发展形成良性互动：

- 2018 年：国务院发布《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，明确互联网医疗的服务范围（诊疗、远程医疗、健康管理等），并推动医保支付、数据共享等配套措施。
- 2019 年：国家医保局出台《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》，规定线上线下服务价格一致，支持医保支付。
- 2020 年：疫情催化下，国家医保局、卫健委联合发文，将互联网复诊、药品配送等纳入医保支付，推动“互联网+医疗”服务常态化。
- 2023 年：上海、广东等 6 个省份试点医保电子凭证线上购药结算，推动处方药网售规范化。
- 2025 年初：13 部门联合发文《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》，鼓励发展“互联网+医疗健康”，探索医疗数据共享和慢性病管理新模式。

图表 7： 2021 年至今，PMI 业务分部净收入规模及增速



资料来源：公开资料，第一上海

综上判断，我们预计未来中国整体大健康行业有望维持高个位数左右复合增速。而在行业新兴业态的发展及政策的引导下，医疗行业的互联网化已逐渐成为大势所趋，预计未来行业线上化率不断提升的情况下，在线医疗增速有望远超线下水平。

### 三、AI 赋能互联网医疗，行业格局或迎来重塑

近期，DeepSeek 等大模型的技术突破进一步加速了 AI 在整体医疗场景中的落地应用，推动行业加速增长。根据中国医学装备协会医院物联网分会的数据，2023 年我国 AI 医疗应用市场规模已达到 780.5 亿元，预计到 2024 年将突破 936.6 亿元，显示出 AI+医疗行业的高速发展态势。在 2018-2023 年期间，国内 AI+医疗赛道累计吸引了近千亿元资金投入，覆盖了影像诊断、新药研发、智能机器人及智慧医院等多个细分领域。

2024 年，AI 医疗行业迎来了政策东风，整个赛道被彻底点燃。《政府工作报告》明确提出将医疗列为 AI 技术的核心赋能领域，覆盖影像、病理、系统、健康管理、制药等细分市场。政策红利密集落地，如 AI 三类证审批周期缩短 33%，医保目录新增 12 项 AI 诊疗服务等，加速了 AI 技术从实验室到临床的转化。2025 年政府工作报告首次将“AI+”独立成章，并将医疗健康列为重点领域，设立专项基金支持技术转化，推动行业快速发展。从市场角度看，AI 医疗正处于黄金发展期。政策支持、技术进步和市场潜力三者叠加，将为行业带来前所未有的发展机遇，预计到 2028 年 AI 医疗市场规模有望突破 1500 亿元人民币。行业趋势推动下，我们认为公司未来在 AI to C 应用领域的长期发展空间将尤为辽阔。

图表 8： 京东健康 AI 业务发展时间线



资料来源：公司资料，第一上海

### 3.1 AI 在互联网医疗领域的实践与创新

京东健康在 AI 医疗领域的布局最早可追溯至 2018 年以前，早期聚焦于辅助问诊、智能分诊及电商场景的个性化推荐等场景，旨在提升运营效率与成本控制能力。近年来，随着技术成熟度提升，我们估算公司对 AI 研发投入占比已超 30%，并计划 2025 年进一步提升。2024 年，京东健康的“京医千询”医疗大模型加速推进，成功构建了覆盖用户、医生和医疗机构的全场景产品矩阵。该模型凭借 1) 丰富的应用场景、2) 与医院的深度合作、3) 广泛的医生参与、以及 4) 庞大的用户基础，迅速成为医疗行业垂类大模型中的佼佼者，树立了行业新的发展范式，推动医疗健康服务迈向智能化新时代。目前来看，公司的 AI 核心应用主要包括三大方向：

#### (一) 智能问诊体系

公司的智能问诊体系包括智能分诊、电子病历生成及 AI 辅助问诊，目前 AI 技术已实现全面业务覆盖。今年 1 月，京东健康进一步发布“AI 京医”大模型产品体系，涵盖 AI 医生智能体、AI 诊疗助手、AI 科研助手等模块。

图表 9：京东发布基于线上全域场景的医疗大模型全系产品“AI 京医”

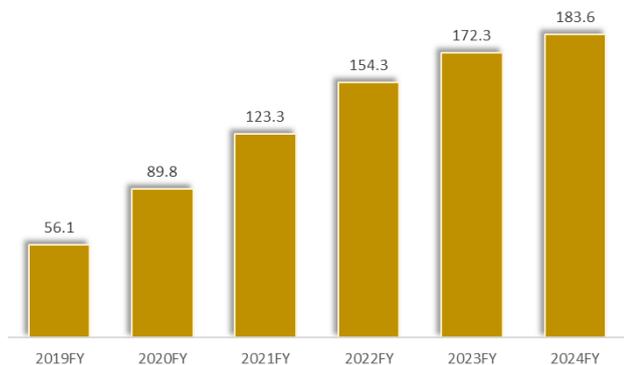


资料来源：公开资料，第一上海

其中，AI 医生智能体为医生打造“数字分身”，深度学习其专业知识和表达习惯，可 7×24 小时为患者提供咨询、挂号、预约、诊后管理等全流程服务；AI 诊疗助手 2.0 覆盖诊前、诊中、诊后全流程，其分诊准确率高达 99.5%，电子病历书写效率提升 120%，一次问题解决率超 90%。

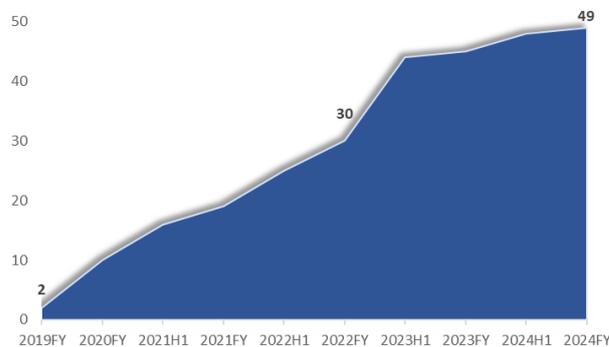
技术快速发展推进下，截至 2024 年，平台年度活跃用户数已达到 183.6 百万，京东健康互联网医院的全年日均在线问诊咨询量超 49 万，用户数及问诊量均保持逐年上涨趋势。

图表 10: 平台年度活跃用户数(百万)



资料来源: 公开资料, 第一上海

图表 11: 平台全年日均在线问诊咨询量(万)



资料来源: 公开资料, 第一上海

### (二) 全周期诊疗管理

诊后服务方面, 如用药跟踪、病情监测及康复指导。京东健康以自研医疗大模型“京医千询”为技术底座, 不断推出创新产品和服务, 实现行业最大规模的全场景应用。2025 年, 该医疗大模型正式启动开源, 成为国内医疗行业首个全面开源的垂类大模型, 并在权威医疗评测集 MedQA 上获得 88.9 的高分。目前, 公司 AI 诊疗管理服务效率显著提升, 相较于过去管理工作主要依靠医助等人工方式而言, 通过 AI 技术实现人工替代率最高超 90%, 服务用户超 3500 万人次, 用户服务满意度 (NPS 指标) 达 90% 以上, 且患者依从性大幅提升。

2015 年, 京东健康携手诺和诺德打造糖尿病一站式诊疗解决方案, 进一步推动了公司在慢性病全周期领域的数字化探索。

### (三) 医疗资源生态系统

除此之外, 京东健康正致力于构建医疗资源的智慧生态系统。针对医生群体, 京东健康打造了一站式智能平台, 整合临床决策辅助、患者智能管理及科研支持等功能。基于医疗大模型技术, 该平台能够自动筛选潜在患者、生成电子病历, 并为医生提供文献检索和诊疗方案建议。此外, 智能问诊系统接入 DeepSeek 等通用模型, 通过算法优化显著降低误诊风险, 提升医生的临床效率。在科研领域, 平台还支持文献分析和论文润色等辅助功能。目前, 该工具已成为医生群体中使用率最高的智能辅诊平台之一。在京东健康互联网医院, 超 40% 的 AI 推荐内容被医生采纳, 超 80% 的医生咨询订单采用了 AI 服务。

在医院场景中, 京东健康通过智能化技术对传统就诊流程进行深度改造, 打造了“JOY DOC”产品套件, 支持医生临床研究、提升医院运营管理效率, 且改善患者就医体验。以温州医科大学附属第一医院的智慧医院项目为例, 平台与医院双方依托医疗 AI、大数据分析和云计算技术, 围绕“就医一件事”理念, 通过无感签到、智能分诊、检查预约优化等功能, 将患者平均排队时间从 3 小时缩短至 30 分钟。同时, 系统支持分级诊疗和居民健康档案管理, 有效推动医疗资源的高效配置。

图表 12: 京东发布面向医院全场景应用的医疗大模型产品“京东卓医”



资料来源：公开资料，第一上海

### 3.2 政策驱动与行业变革

近期政策调整对线下药店提出双重挑战：国家医保局通过“药品比价通”平台将价格监测从院内延伸至院外，价格透明化倒逼线下行业洗牌。此外，线上医保支付试点加速落地，也推动了互联网医药平台的更多发展机遇。长期来看，我们保守估计互联网医疗线上渗透率有望从 35% 左右（非医保市场）提升至 40% 以上，若未来医保全面放开或有望冲击 60% 以上水平。在此过程中京东健康作为行业龙头，有望进一步扩大市场份额。

公司持续扩大线上医保支付服务的范围，2024 年先后在上海、北京、广州、深圳、佛山、成都、郑州、沈阳、天津等 18 个核心城市开通医保个账支付服务，累计接入全国超 3000 家医保定点药房。这一举措覆盖了超 1 亿参保人群，显著提升了患者的就医购药体验，进一步巩固了京东健康在互联网医疗领域的服务优势。

### 3.3 电商基因构筑竞争壁垒

总体而言，当前 AI+ 医疗商业化进程或仍处于探索期，现阶段核心盈利模式仍聚焦于医药流通与流量变现，但可预见行业未来的成长空间具有大量可能性。京东健康基于其在医药供应链领域的深度布局与亿级用户行为数据沉淀，已构筑起独特的平台竞争优势。

我们认为，京东健康通过强化即时零售基础设施与供应链响应效率，已建立区别于传统电商的服务壁垒。在全链路服务能力建设方面，依托自建药房网络与实时动态健康数据，打造覆盖问诊咨询、药品配送、慢性病管理的垂直领域整合方案，形成“医患交互-诊疗决策-药品供给”的全场景闭环生态。在数字化营销层面，通过机器学习算法构建精准用户画像体系，实现个性化药品推荐准确率提升与用户复购频次的阶梯式增长。

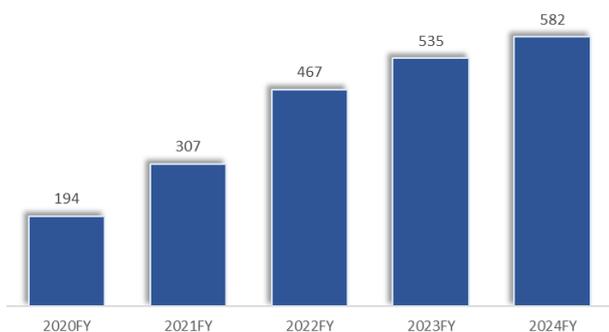
未来，通过进一步拓展服务范围、丰富商品品类以及深化与线下商家的合作，预计京东健康有望吸引更多用户，提升用户粘性，实现业务的持续高速增长。

# 盈利预测及投资建议

## 财务数据概况

从京东健康的财务数据上看，2024 年公司共实现收入 581.6 亿元，同比+8.6%，过去五年年复合增长率达+31.6%，收入增速从 2020 年的高增长逐步过渡到稳定增长阶段，业务重心从电商向更改质量的综合医疗服务生态扩展；Non-IFRS 净利润分别 47.9 亿元，同比+15.9%，过去五年年复合增长率达+59.0%，净利率为 8.2%，盈利水平持续增强。

图表 13: 2020-2024 年营业收入(亿元)



资料来源: 公开资料, 第一上海

图表 14: 2020-2024 年净利润及利润率(亿元)



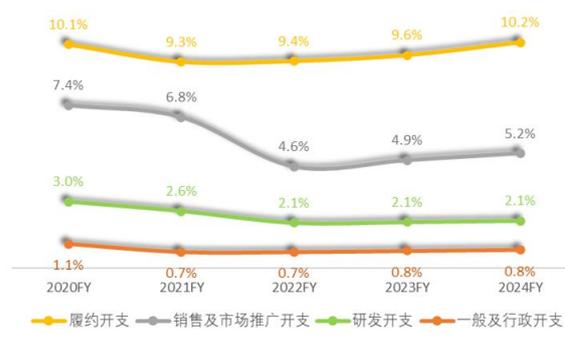
资料来源: 公开资料, 第一上海

图表 15: 2020-2024 年毛利率(%)



资料来源: 公开资料, 第一上海

图表 16: 2020-2024 年 Non-IFRS 费用率(%)



资料来源: 公开资料, 第一上海

## 未来趋势总结: AI 赋能下的盈利与市场份额双提升

AI 技术的爆发为医疗健康行业带来了前所未有的机遇。当前，大健康行业正处于稳健扩张期，而 AI 技术的加速应用正推动医疗健康服务模式的革新和业务增长。尽管医药行业的线上渗透率仍处于较低水平，但随着政策支持和技术迭代，这一局面有望逐步突破。

物流与渠道布局助力市场份额扩大。京东健康凭借其自建物流网络、全渠道布局以及广泛的医保定点药店接入，正迎来市场份额的进一步扩大。随着各地医保线上支

付政策的逐步落实，其在行业内的竞争优势将更加凸显。同时，AI技术的应用不仅提升了公司核心业务的效率，还拓展了新的业务场景，如智能问诊和健康管理，有望成为公司收入增长的新引擎。此外，通过医疗大模型的不断完善，京东健康有望深化与医院、药企等机构的合作，进一步拓展业务范围。

**AI 技术推动成本优化与利润提升。**从盈利能力来看，AI技术的应用为京东健康带来了显著的利润率提升。精准营销和智能推荐降低了获客成本，同时提高了用户粘性和单次消费金额。AI在供应链管理中的应用，如需求预测和库存管理，进一步提高了运营效率，降低了库存成本。此外，AI通过自动化和智能化手段减少了对人工的依赖，例如AI工具可以替代部分医生助理的工作，如病历书写、导诊分诊和随访等，从而降低了销售和营销费用。在这些多重因素的推动下，预计京东健康将在AI技术的持续优化中加速提升整体成本效益和盈利水平。

**持续投入AI技术，拓展业务边界。**展望未来，京东健康将继续加大在AI技术上的投入，进一步提升其在医疗领域的技术壁垒。这不仅将优化用户体验，还将推动业务的持续增长。随着AI技术的不断成熟，京东健康有望在更多医疗场景中实现智能化应用，进一步拓展业务范围，巩固其在行业内的领先地位。

## 目标价 45.0 港元，买入评级

综上所述，我们预计公司 2025-2027 年经调整净利润有望分别实现人民币 45.5/51.5/57.0 亿元，目标价 45.0 港元，相当于 2025 年盈利预测 33 倍 PE，给予买入评级。

## 重要风险

(1) 平台用户发展不及预期；(2) 行业竞争加剧；(3) 监管政策变化；(4) 线上医保发展不及预期；(5) AI 医疗应用发展不及预期。

# 主要财务报表

## 损益表

财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	53,530	58,160	66,103	74,138	82,964
营业成本	(41,665)	(44,851)	(50,646)	(56,432)	(62,735)
毛利	11,865	13,309	15,457	17,706	20,229
履约开支	(5,285)	(6,032)	(6,975)	(7,959)	(9,062)
研发开支	(1,226)	(1,330)	(1,501)	(1,748)	(2,030)
一般及行政开支	(1,998)	(1,419)	(1,486)	(1,553)	(1,628)
销售及市场推广开支	(2,655)	(3,049)	(3,594)	(4,176)	(4,836)
其他经营净收益	194	1,767	595	593	581
财务收入	1,949	1,961	2,228	2,499	2,797
财务费用	(9)	(8)	(9)	(10)	(12)
除税前溢利	2,693	4,797	4,259	4,840	5,467
所得税	(550)	(640)	(568)	(645)	(729)
净利润	2,143	4,157	3,691	4,194	4,738
归母净利润	2,142	4,162	3,695	4,199	4,744
Non-IFRS净利润	4,135	4,792	4,550	5,154	5,698
<b>增速</b>					
营业收入	15%	9%	14%	12%	12%
归母净利润	463%	94%	-11%	14%	13%
Non-IFRS净利润	58%	16%	-5%	13%	11%

## 资产负债表

财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测
非流动资产合计	16,438	12,815	31,182	33,622	36,302
无形资产	2,182	2,095	2,095	2,095	2,095
按公允价值计入损益的金融资产-于联营公司之权益	1,116	1,164	4,871	5,464	6,114
按金、预付款项及其它应收款项	3	3	14,800	16,599	18,575
流动资产合计	12,204	8,184	8,184	8,184	8,184
存货	47,850	58,460	53,081	51,936	49,062
应收账款及应收票据	5,085	5,843	4,286	4,871	5,464
按金、预付款项及其它应收款项	348	551	353	401	450
定期存款	1,914	3,841	3,989	4,262	4,164
受限制现金	16,067	15,126	15,126	15,126	15,126
货币资金	15	33	33	33	33
货币资金	15,037	22,629	18,857	16,805	13,388
负债合计	14,918	16,034	16,468	18,720	20,930
非流动负债合计	333	513	513	513	513
递延税项负债-非流动	214	364	364	364	364
租赁-非流动负债	119	149	149	149	149
流动负债合计	14,585	15,521	15,955	18,207	20,417
应付账款	9,660	10,423	10,042	11,339	12,635
合同负债-流动负债	406	538	463	434	722
租赁-流动负债	95	110	110	110	110
预提费用及其他流动负债	4,086	4,243	5,134	6,117	6,743
股东权益合计(含少数股东权益)	49,370	55,241	67,795	66,838	64,434
股东权益合计(不含少数股东权益)	49,356	55,231	67,785	66,828	64,424
少数股东权益	15	10	10	10	10

数据来源: 公司资料, 第一上海预测

## 财务能力分析

财务年度截至12月31日

	2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率	22%	23%	23%	24%	24%
归母净利润率	4%	7%	6%	6%	6%
Non-IFRS净利润	8%	8%	7%	7%	7%
<b>运营能力</b>					
履约费用率	10%	10%	11%	11%	11%
管理费用率	4%	2%	2%	2%	2%
营销费用率	5%	5%	5%	6%	6%
研究和开发费用率	2%	2%	2%	2%	2%
实际税率	20%	13%	13%	13%	13%
派息率	0%				
存货周转天数	38	27	27	27	27
应收账款及应收票据周转天数	4	2	2	2	2
<b>财务状况</b>					
资产负债率	15%	22%	12%	13%	15%

## 总资产/股本

财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2023	2024	2025	2026	2027
	实际	预测	预测	预测	预测
净利润	2,143	4,157	3,691	4,194	4,738
所得税(收益)/费用	550	640	568	645	729
营运资本变动前之现金流量	2,999	3,966	3,160	3,470	3,800
经营活动之现金	3,213	6,158	4,562	4,560	(2,257)
已收利息-经营活动	1,888	942	1,116	1,315	1,125
已付所得税	(497)	(300)	(317)	(371)	(329)
经营活动产生的现金流量净额	4,605	6,800	5,361	5,505	(1,462)
受限制货币资金减少-投资活动	37	48	42	42	44
受限制货币资金增加-投资活动	(19)	(40)	(36)	(32)	(36)
定期存款增加-投资活动	(33,441)	(34,393)	(31,641)	(33,158)	(33,064)
购买按公允价值计入损益之金融	(10,266)	(6,404)	(7,313)	(7,994)	(7,237)
定期存款到期所得款项	36,868	29,508	30,910	32,429	30,949
购买按摊销成本计量之金融资	(3,920)	(2,311)	(2,311)	(2,847)	(2,489)
投资活动产生的现金流量净额	(8,023)	(10,058)	(6,896)	(8,540)	(8,498)
融资租赁租金付款之资本部分	(34)	(38)	(40)	(37)	(38)
已付利息-筹资活动	(9)	(8)	(9)	(9)	(8)
回购股票期权的支付款	(69)	(469)	(469)	(336)	(425)
筹资活动产生的现金流量净额	(117)	(515)	(518)	(382)	(471)
现金及现金等价物净增加额	(3,535)	(3,772)	(2,052)	(3,417)	(10,431)
期初现金及现金等价物余额	18,718	15,037	11,265	9,213	5,796
期末现金及现金等价物余额	15,037	11,265	9,213	5,796	(4,635)

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话: (852) 2522-2101  
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。