

京东健康（06618）

打造线上健康消费第一入口，AI 赋能拓展服务边界

报告摘要

京东健康是行业领先的新型医疗健康服务企业，以医药和健康产品供应链为核心，以医疗服务为抓手，不断构建线上线下一体化服务体系，通过数字驱动为用户提供全生命周期、全场景的服务。2024 年，公司营收达 581.60 亿元，同比增长 8.65%，创历史新高。随着京医干询大模型发布，公司有望借助 AI 不断巩固“线上健康消费第一入口”优势，塑造医检药闭环的产品生态，带来长期价值重估。

投资要点

● 零售药房业务有望迎来长期理性繁荣

医药和健康产品销售是公司核心业务，业务收入持续增长，2024 年板块业务收入已达 487.96 亿元，同比增长 6.88%，收入创历史新高。活跃用户数持续增长，2024 年，年度活跃用户数已达到 1.84 亿，较 2023 年增长超 1100 万。目前线上购药的用户心智逐渐成熟，电商渠道正在成为院外药品零售市场核心的增长驱动，这为公司零售药房业务长期稳健增长提供了有力支撑。

● 打造闭环服务体系，医疗健康服务业务发展后劲足

根据弗若斯特沙利文预计，2024 年中国在线问诊市场达 1550 亿元，并且至 2030 年将达到 4070 亿元，成为医疗咨询的主要方式，占中国总问诊量的 68.5%，中国在线诊疗市场发展潜力较大。公司通过零售药房业务和在线医疗健康服务实现“医、药联动”，打造了闭环体系，更好地服务客户。公司互联网医院日均在线诊疗量持续增长，2024 年，京东健康互联网医院的日均在线诊疗量已超过 49 万，同比增长 9%，较 2020 年的 10 万/天已提升近 4 倍，增长明显。

● 发力 AI，拓展互联网医疗服务边界

作为互联网医疗领域布局 AI 最早的企业之一，京东健康坚持长期投入 AI 能力的建设，现已拥有行业领先的自研医疗大模型和代表性医疗 AI 产品，实现了最大规模的全场景应用，处于医疗领域 AI 应用最前沿。我们认为，京东健康目前处于国内医疗领域 AI 应用第一梯队，有望通过“京医干询”大模型等产品开拓 B 端医疗机构等市场，不断拓展“医检药”服务边界，构建起更加完善的闭环生态，打开长期成长天花板。

盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年总体收入分别为 627/710/809 亿元，同比增长分别为 8%/13%/14%；归属于上市公司股东的净利润分别为 44/51/60 亿元，EPS 分别为 1.37/1.59/1.87 元。考虑到公司作为互联网医疗行业的优秀企业，同时公司具有较好的成长性，我们看好公司未来发展，给予 2025 年目标 PE 为 40.00X，目标价 54.80 元/股，以 1:1.07 的人民币与港币汇率计算，对应港币目标价 58.64 港元/股，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险、竞争格局变化风险、与京东集团利益冲突超预期的风险、业务推广不及预期的风险。

证券研究报告
2025 年 04 月 24 日

投资评级

行业	医疗保健业/药品及生物科技
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	35.95 港元
目标价格	58.64 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	3,199.67
港股总市值(百万港元)	115,027.96
每股净资产(港元)	18.65
资产负债率(%)	22.50
一年内最高/最低(港元)	41.00/19.48

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002	
kongrong@tfzq.com	
张中华	联系人
zhangzhonghua@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《京东健康-公司点评:盈利能力稳步提升，AI 医疗服务场景深化》 2025-03-10
- 《京东健康-公司点评:京东健康与华润三九战略合作，打造医药零售行业标杆》 2025-01-10
- 《京东健康-公司点评:24Q3 点评：线上医保有序推进，经营利润保持三位数增长》 2024-11-22

内容目录

1. 京东健康：进击的互联网医疗龙头企业	4
1.1. 围绕医药健康产品供应链，提供全面医疗服务	4
1.2. 公司营收利润持续增长，医药健康产品销售表现亮眼	5
1.3. 业务领域丰富，覆盖医药健康全产业链	7
2. 零售药房业务：有望迎来长期理性繁荣	8
2.1. 人口老龄化与相关政策为中长期贝塔	8
2.2. 零售药房自营业务收入历史新高	9
2.3. 发力线下，加快全渠道创新布局	11
3. 医疗健康服务：打造闭环服务，AI 拓展边界	11
3.1. 中国在线诊疗市场空间超千亿，发展潜力大	11
3.2. 闭环服务体系，医药联动后劲足	12
3.3. AI 拓展“医检诊药”服务边界，打开成长天花板	14
4. 盈利预测与估值	15
4.1. 收入拆分与盈利预测	15
4.2. 估值与投资评级	16
5. 风险因素	16

图表目录

图 1：京东健康发展历程	4
图 2：京东健康股权结构（截至 20240630）	4
图 3：2017-2024 年公司营业收入（亿元）及同比（%）	5
图 4：2017-2024 年公司归母净利润（亿元）及同比（%）	5
图 5：2017-2024 年公司营收结构（按业务划分）	6
图 6：2017-2024 年公司销售毛利率和净利率（%）	6
图 7：2017-2024 年公司管理、销售、研发费用率情况（%）	6
图 8：我国 65 岁以上人口数	8
图 9：2023 年多种慢性病发病率随年龄变化情况	8
图 10：2017-2023 年我国线上与实体药店规模（亿元）	9
图 11：2017-2023 年线上药店药品销售额及增速	9
图 12：公司医药和健康产品销售业务收入情况（亿元，%）	9
图 13：京东健康活跃用户数量（百万人，%）	10
图 14：京东健康合作第三方商家数量（千家）	11
图 15：京东健康合作线下药房数量（千家）	11
图 16：2015-2030 年中国在线问诊市场规模（预测）（十亿元，%）	12
图 17：京东健康业务模式	12
图 18：公司广告、市场营销及其他服务收入（亿元，%）	13
图 19：京东健康全年日均在线问诊咨询量（万人，%）	13
图 20：“京医千询”医疗大模型位列 MedBench 评测榜单榜首	14

表 1：公司核心管理层介绍	5
表 2：公司现有业务领域	7
表 3：关于医药电商的重点政策	8
表 4：公司收入拆分	15
表 5：可比公司估值	16

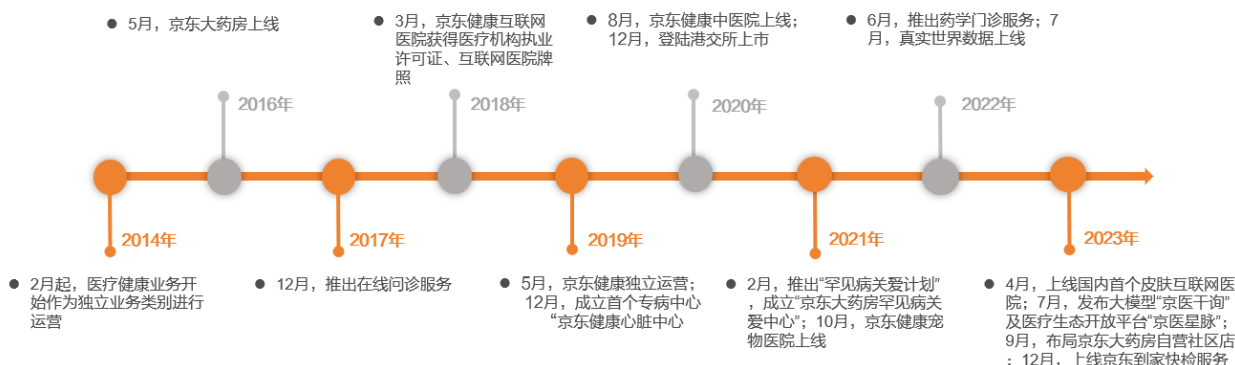
1. 京东健康：进击的互联网医疗龙头企业

1.1. 围绕医药健康产品供应链，提供全面医疗服务

依托数字技术，医疗健康领域未来领航者

北京京东健康有限公司是京东集团医疗健康领域子公司，成立于2019年，于2020年底登陆港交所上市。京东健康是以供应链为核心，医疗服务为抓手，数字驱动的用户全生命周期场景的健康管理平台，致力于成为“国民首席健康管家”。京东健康业务范围涉及了健康商品营销与销售、医疗健康服务、企业健康解决方案、智慧医疗解决方案等领域，覆盖医药健康全产业链、医疗全流程、健康全场景、用户全生命周期。

图 1：京东健康发展历程

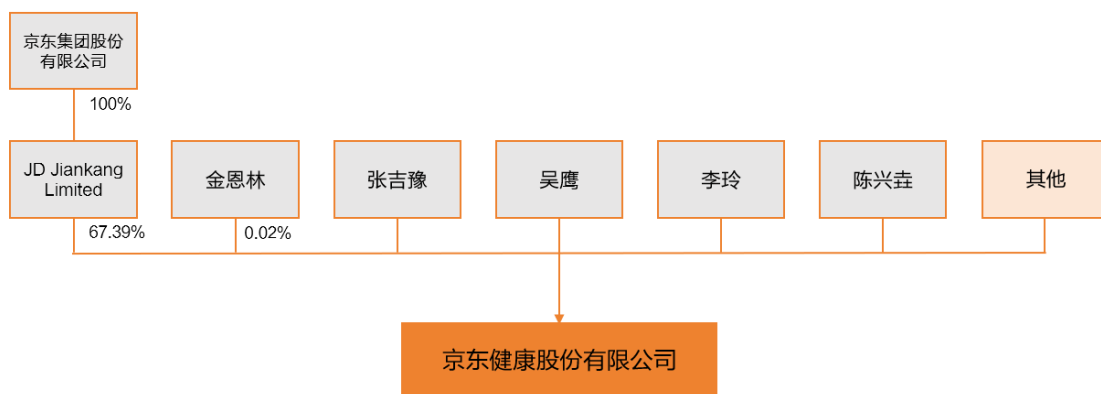


资料来源：公司官网，公司招股说明书，天风证券研究所

公司股权结构稳定，京东集团绝对控股

截止2024年6月30日，京东集团通过全资控股子公司 JD Jiankang Limited 持有公司 67.39% 的股份，为公司第一大股东，此外金恩林等公司高管持有部分股份，公司股权结构稳定。

图 2：京东健康股权结构（截至 20240630）



资料来源：Wind，天风证券研究所

核心管理层具有丰富经验，多来自母公司京东集团

公司由刘强东担任董事局主席，金恩林担任公司首席执行官，邓卉担任首席财务官，三位核心管理层具有十分丰富的管理经验，带领公司持续稳健发展。

表 1：公司核心管理层介绍

姓名	职务	主要工作经历
刘强东	董事会主席	刘先生自 JD.com 创立以来一直担任该公司主席，并担任首席执行官至 2022 年 4 月。刘先生于 2004 年创办 JD.com 业务并自此引领其发展和增长。刘先生荣获中国国家电视网络中国中央电视台颁授「2011 中国经济年度人物」称号。刘先生是《财富》杂志于 2015 年公布的「全球 50 位最伟大领导者」之一。刘先生自 2020 年 6 月起担任京东科技董事会主席兼董事，其现担任京东物流(香港交易所代号：2618)的董事会主席兼非执行董事。刘先生于 1996 年获得中国人民大学社会学学士学位并于 2011 年获得中欧国际工商学院高级工商管理硕士(EMBA)学位。
金恩林	首席执行官	金先生在医疗和 TMT 领域拥有丰富经验。金先生于 2014 年加入 JD.com，曾在 JD.com 战略部和战略投资部担任多个关键职位，后在京东零售担任京东大药房总经理，负责内部孵化和发展线上医药和医疗业务，例如京东大药房、药京采、京东互联网医院和健康城市等，并在医药领域内构建了行业领先的线上线下、批发零售、院内院外全渠道医药供应链。金先生拥有美国杜克大学工商管理硕士学位，大连外国语学院法语(国际贸易)学士和法语语言文学硕士学位。其曾在美国宾夕法尼亚州取得了注册会计师执照。
邓卉	首席财务官	于 2015 年 12 月加入 JD.com，曾在财务报告、投资管理等部门担任多个关键职位，并于其后担任投资支持部负责人及 JD.com 自有品牌业务部财务负责人。邓女士在财务管理及资本运作等领域具备丰富的经验，曾深度参与了 JD.com 的多个重大资本运作项目。在加入 JD.com 之前，邓女士任普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)北京分所审计部副经理。邓女士于 2010 年 7 月取得对外经济贸易大学管理学硕士学位。邓女士持有美国注册会计师执照，亦为中国注册会计师协会非执业会员。

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 公司营收利润持续增长，医药健康产品销售表现亮眼

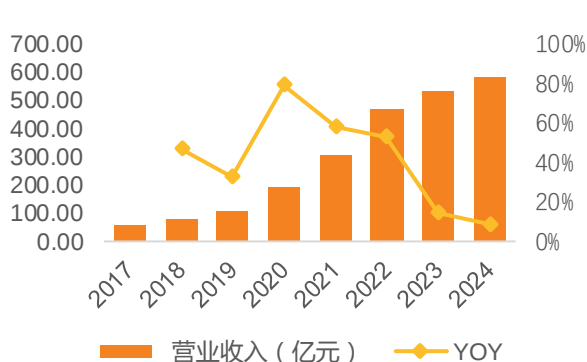
公司营收端持续增长，利润端逐步回升

自 2017 年起，随着业务版块不断丰富，公司营收始终保持增长态势。2023 年公司实现营收 535.3 亿元，同比增长 14.5%。其中，医药和健康产品收入由 2022 年的人民币 404 亿元增加至 457 亿元，主要驱动力为活跃用户数量增加及用户的额外购买、医药和健康产品销售的线上渗透率不断提高及产品品类的丰富；2023 年线上平台、数字化营销及其他服务收入增加 23.7%至人民币 79 亿元，主要归因于平台上的广告主数量增加及线上平台的第三方商家的销量增加。2024 年，公司营业收入 581.60 亿元，同比增长 8.65%。

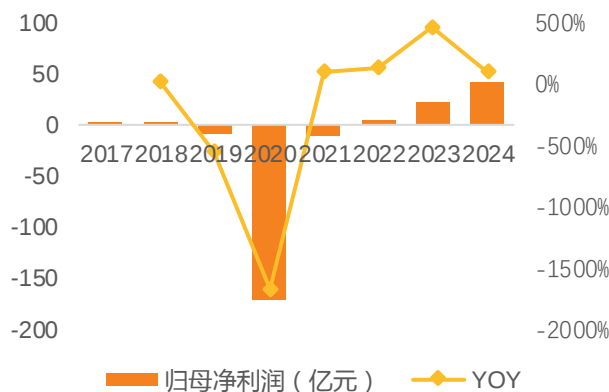
归母净利润方面，除公司可转换优先股公允价值变动在 2020 年和 2021 年分别引起 172 亿元和 11 亿元的亏损外，公司自 2022 年起归母净利润稳步增长。2024 年公司实现归母净利润 41.62 亿元，同比增长 94.31%。

图 3：2017-2024 年公司营业收入（亿元）及同比（%）

图 4：2017-2024 年公司归母净利润（亿元）及同比（%）



资料来源：ifind，Wind，天风证券研究所



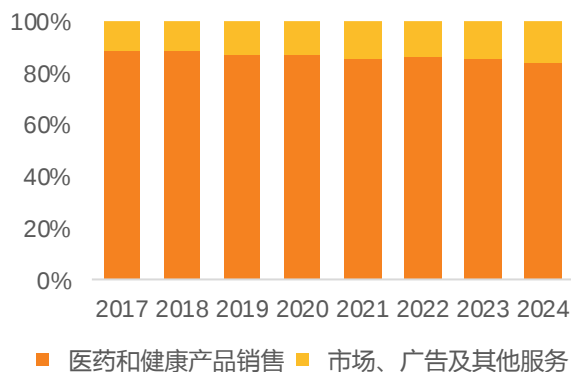
资料来源：ifind，Wind，天风证券研究所

医药健康产品收入为主，近年来毛利率、净利率稳步提升

收入结构方面，医药和健康产品销售是公司的主要收入来源，2017-2024 年营收持续增长，营收占比出现小幅度下降，但仍保持在 83% 以上。此外，公司市场、广告及其他收入逐年增长，2024 全年实现营收 93.64 亿元，占总营收 16.10%。

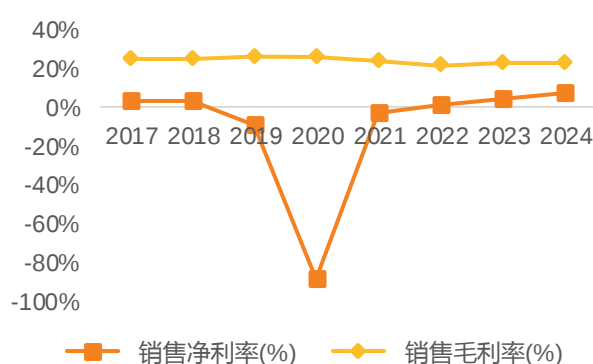
毛利率方面，公司历年毛利率整体保持稳定，2023 年公司实现毛利率 22.17%，2024 年公司实现毛利率 22.88%，2023、2024 年毛利率连续增长，主要系产品组合变动。净利率方面，2020 年公司净利率大幅下降至 -88.92%，主要系公司上市后，可转换优先股公允价值变动引起 175 亿元的亏损，2020-2024 年，公司净利率水平稳步提升，2024 年实现净利率 7.15%。

图 5：2017-2024 年公司营收结构（按业务划分）



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 6：2017-2024 年公司销售毛利率和净利率 (%)



资料来源：ifind，天风证券研究所

管理费用端持续优化，合同结算费用率小幅上升

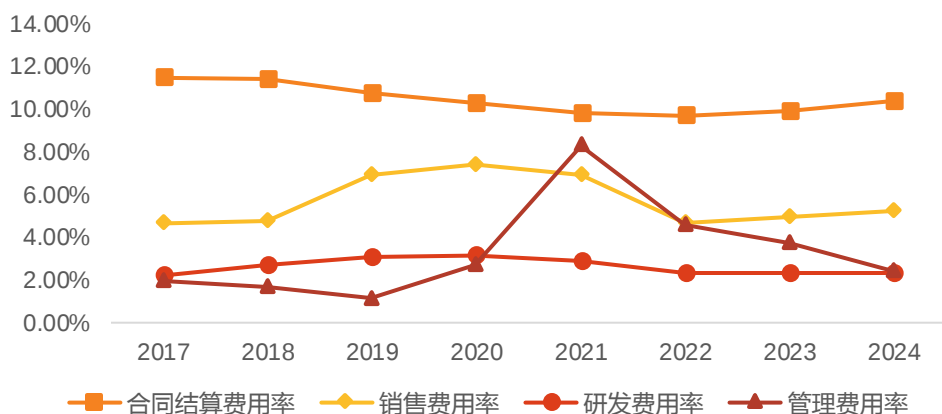
2022-2024 年公司销售费用率有所增长，2022 年销售费用率为 4.70%，2024 年增加至 5.24%，总体保持在较低水平。

合同结算费用率有小幅增加，2022 年合同结算费用率为 9.68%，2024 年为 10.37%。主要是由于配送与仓储服务开支增加和员工福利开支增加，与公司业务的持续增长保持一致。

管理费用率持续下降，2022 年公司管理费用率 4.61%，2024 年已下降至 2.44%，公司降本增效效果显著。

研发费用方面，公司研发开支主要来自京东集团提供的技术和流量支持服务的开支及参与研发活动员工的员工薪酬福利开支，近年来研发费用率总体保持平稳，2024 年研发费用率为 2.29%。

图 7：2017-2024 年公司管理、销售、研发费用率情况 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 业务领域丰富，覆盖医药健康全产业链

覆盖医药健康全产业链，提供全方位医疗服务

公司现有业务主要包括健康商品营销与销售、医疗健康服务、企业健康解决方案、智慧医疗解决方案四大领域，面向消费者、医疗机构、企业提供全方位的医疗服务。面向消费者，公司依托京东集团优越的技术支持、卓越的供应链管理与丰富的线下服务网络，具备为用户提供一站式医药健康服务与全品类药品供应的能力。面向医疗机构，公司业务覆盖综合提供智慧医疗、医疗器械采购与科研转化，借助线上平台与供应链管理，助力医疗机构实现便捷化、智慧化。面向企业，公司与企业展开深度合作，为企业员工提供健康管理方案，为企业用户提供便捷可及的医疗服务，为保险行业企业提供创新保险服务方案。

表 2：公司现有业务领域

服务对象	业务领域	业务内容
面向消费者	医药健康零售	具备医药健康行业的全品类供应能力，为用户提供便捷、专业、普惠的一站式医药健康服务体验，已经成为国内收入规模最大的医药健康零售渠道。
	医疗健康服务	为用户提供专业权威、可信赖的线上线下一体化医疗健康服务，让用户随时随地“能看病”。
面向医疗机构	智慧医疗	聚焦智慧医院、区域卫生信息化、智慧养老三大场景领域，通过基于互联网化用户体验的产品、系统、解决方案的创新应用，以“提升医疗行业效率、改善患者就医体验”为目标，助力医疗体系高质量发展。
	医疗器械采购	为医疗机构终端和商业客户提供多种类、高效率、短链路、优售后的一站式医疗器械采购服务。
	科研转化	京东健康自主研发的 RWD 平台，旨在为科研人员 and 机构提供真实世界数据（RWD）解决方案。科研人员可通过 RWD 平台对患者多源数据进行采集，并对数据进行深度处理和分析，获得医疗产品的使用情况或潜在获益的临床证据，助力医学研究。
面向企业	企业员工健康管理服务	为企业提供覆盖线上线下全场景的、定制化、数智化员工健康解决方案，满足企业员工健康需求，实现企业建设与人的健康协调发展。
	企业用户健康服务	整合京东健康医药供应链及医疗服务优势能力，为企业的用户群体提供“多快好省”的健康商品履约服务以及便捷、可及的在线医疗服务。
	健康保险创新服务	为保险行业客户提供精准的保险营销方案，包括健康险产品创新合作、健康 TPA 服务、保险会员权益、精准保险营销等，帮助保司实现拓客与运营，助力保险行业发展创新。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2. 零售药房业务：有望迎来长期理性繁荣

2.1. 人口老龄化与相关政策为中长期贝塔

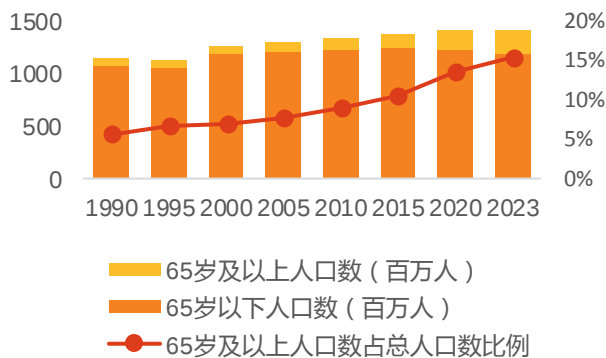
人口老龄化提高慢性病发病率，线上购药契合客户需求

在老龄化程度方面，1990 年至 2023 年，我国总人口从 1143.33 百万人增长到 1409.67 百万人。其中，65 岁及以上人口数从 63.68 百万人增加到 216.76 百万人，占总人口数比例从 5.57% 上升到 15.38%，增长趋势明显。老年人口在总人口中的占比越来越高，人口老龄化问题日益突出。

在慢性病发病率方面，以高血压、颈动脉斑块、冠状动脉钙化、糖尿病和甲状腺结节为例，检出率均随年龄的增长而升高。根据美年健康 2023 年数据，如高血压检出率从 18-24 岁的 7% 上升到 70 岁及以上的 66%；颈动脉斑块检出率从 18-24 岁的 1.6% 上升到 70 岁及以上的 80.7%；冠状动脉钙化检出率从 18-24 岁的 1.3% 上升到 70 岁及以上的 65.8%；糖尿病检出率从 18-24 岁的 1.4% 上升到 70 岁及以上的 29.2%；甲状腺结节检出率从 18-24 岁的 37% 上升到 70 岁及以上的 77%。

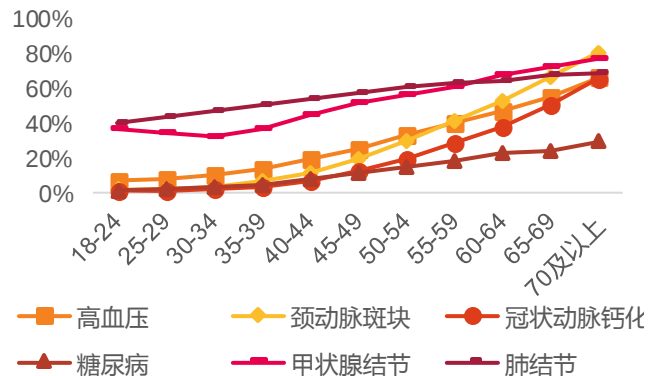
老年人身体机能逐渐衰退、代谢功能减慢等相关因素，使得慢性病更易发生和发展。同时，人们生活水平的提高和生活方式的改变，如高盐高脂饮食、缺乏运动等，也在一定程度上促进了慢性病的发生。我们认为，对于慢性病管理而言，诊断、开具处方、购药等操作在线上进行更加方便快捷，更加契合用户需求，这为医药电商行业健康发展提供了长期动力。

图 8：我国 65 岁以上人口数



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 9：2023 年多种慢性病发病率随年龄变化情况



资料来源：《美年健康 2023 年度健康体检大数据蓝皮书》，上海美年大健康微信公众号，天风证券研究所

相关政策持续出台，助推医药电商稳健发展

近年来，国家政策持续利好医药电商行业发展。2018 年 4 月，《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》提出将符合条件的互联网诊疗服务纳入医保支付，为医药电商与医保结合奠定基础。2020 年 10 月，《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》明确在规范发展和提升医保管理能力基础上，拓展医保支付范围，助力医药电商业务拓展。2021 年 4 月，《关于服务“六稳”“六保”进一步做好“放管服”改革有关工作的意见》允许网络销售部分处方药，丰富了医药电商产品种类。同年 7 月，《关于优化医保领域便民服务的意见》提出实现处方流转、在线支付结算、送药上门一体化服务，推动医药电商服务模式创新。2023 年 2 月，《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》鼓励定点零售药店开通门诊统筹服务，为医药电商带来新业务增长点。这些政策从医保支付、处方药销售、服务创新等多维度支持医药电商，促其规范化、专业化发展，提升竞争力。

表 3：关于医药电商的重点政策

日期	文件名称	文件要点
2018.4	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意	提出逐步将符合条件的互联网诊疗服务纳入医保支付范围

见》

2020.10	《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》	在“互联网+”医疗服务规范发展以及医保管理和支付能力提升的基础上，稳步拓展医保支付范围
2021.4	《关于服务“六稳”“六保”进一步做好“放管服”改革有关工作的意见》	在确保电子处方来源真实可靠的前提下，允许网络销售除国家实行特殊管理的药品以外的处方药
2021.7	《关于优化医保领域便民服务的意见》	正式提出积极探索信息共享，实现处方流转、在线支付结算、送药上门一体化服务
2023.2	《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

线上药店市场空间广阔，前景值得期待

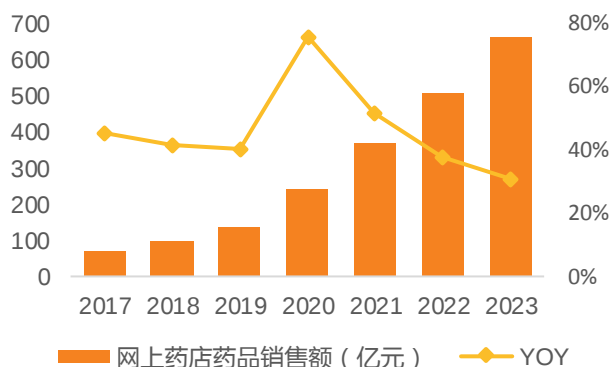
从 2017 年到 2023 年，网上药店规模持续增长，尽管增速在 2021 年后有所下降，但整体市场规模仍然呈现显著增长趋势。2023 年，网上药店规模已超 3000 亿元，占比超过 30%。同比增长 15.20%。网上药店药品销售额逐年增长，2023 年网上药店药品销售额达 663 亿元。我们认为，未来随着网售处方药的限制逐渐放开，医药电商市场将迎来全新的发展机遇。

图 10：2017-2023 年我国线上与实体药店规模（亿元）



资料来源：米内网，米内零售观察公众号，天风证券研究所

图 11：2017-2023 年线上药店药品销售额及增速

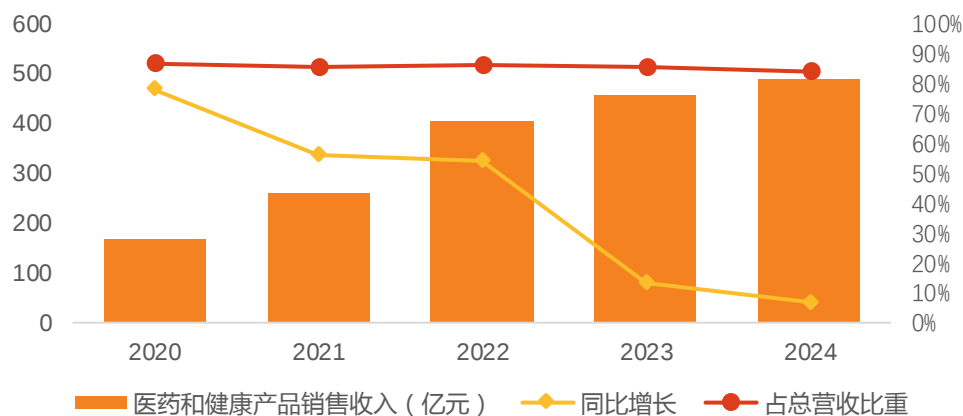


资料来源：米内网，米内零售观察公众号，天风证券研究所

2.2. 零售药房自营业务收入历史新高

医药和健康产品销售是公司核心业务，业务收入持续增长，2020 年该业务收入为 167.74 亿元，至 2024 年收入已达 487.96 亿元，同比增长 6.88%，收入创历史新高。商品收入的增长驱动力主要有活跃的用户数量增加及用户的额外购买、医药和健康产品销售的线上渗透率不断提高及产品品类的丰富。我们认为，目前线上购药的用户心智逐渐成熟，电商渠道正在成为院外药品零售市场核心的增长驱动，这为公司零售药房业务长期稳健增长提供了有力支撑。

图 12：公司医药和健康产品销售业务收入情况（亿元，%）



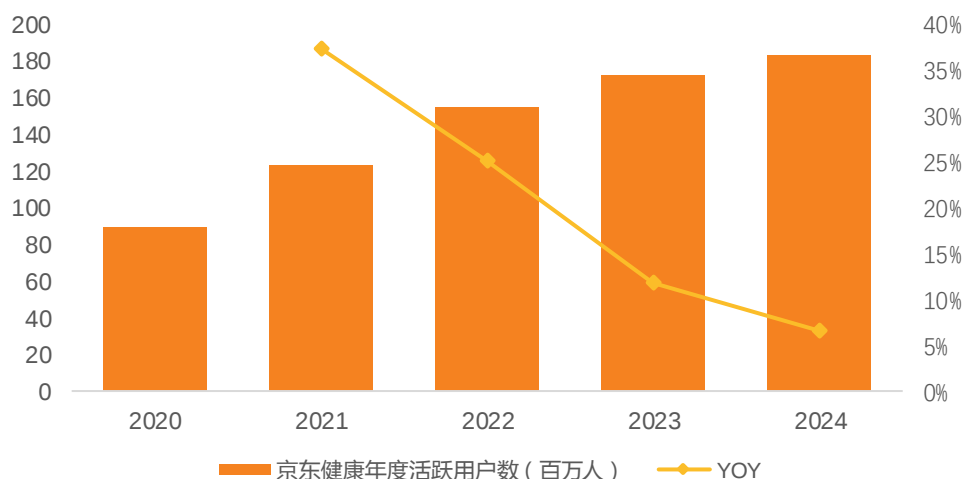
资料来源: Wind, 天风证券研究所

活跃用户数持续增长，规模效应凸显

2020 年，京东健康平台活跃用户数增至 8980 万，较 2019 年增加 3370 万；至 2024 年，年度活跃用户数已达到 1.84 亿，较 2023 年增长超 1100 万，活跃用户数持续增长。

我们认为，活跃用户数的增长是零售药房业务收入增长的主要推动力，公司活跃用户数占比已超过我国总人口数量的 10%，规模效应凸显，远期活跃用户数占比有望进一步提升。

图 13：京东健康活跃用户数量（百万人，%）



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

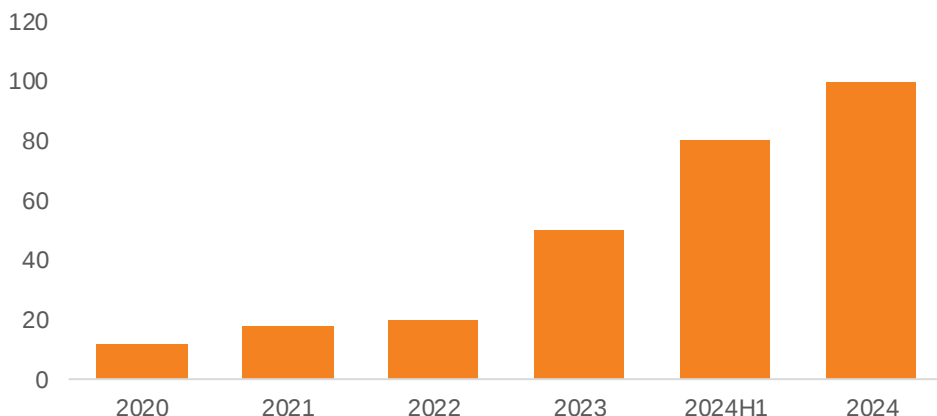
加大扶持第三方商家，打造“新特药全网首发第一站”

公司加大对平台商家的扶持，强化在线平台业务与自营业务的协同效应，平台第三方商家数量增长迅速。2020 年，公司在线平台上拥有超过 1.2 万家第三方商家；至 2024 年底，平台第三方商家数量已超过 10 万家，增长十分迅速。

同时，公司通过成熟的首发上市解决方案，帮助药企加速新药的全渠道拓展，为患者提供全球领先的治疗方案。2024 年，公司继续巩固“新特药全网首发第一站”的优势，近 30 款新特药在京东健康实现线上首发，包括礼来公司的治疗 2 型糖尿病和体重控制的双靶向创新药 Mounjaro、第一三共的止痛药物德力静、诺华旗下的药品飞赫达等。此外，京东健康不断深化与默克、欧加隆、Teva、默沙东、赫力昂、辉瑞等全球知名药企的合作，在供应链服务、患者服务、数字营销服务等多领域展开创新探索。

我们认为，平台第三方商家数量的迅速提升和新特药的全网首发，有助于进一步丰富平台商品 SKU，更好地满足用户需求，提升客户黏性与客单价，优化公司零售药房业务结构，增厚公司利润。

图 14：京东健康合作第三方商家数量（千家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 发力线下，加快全渠道创新布局

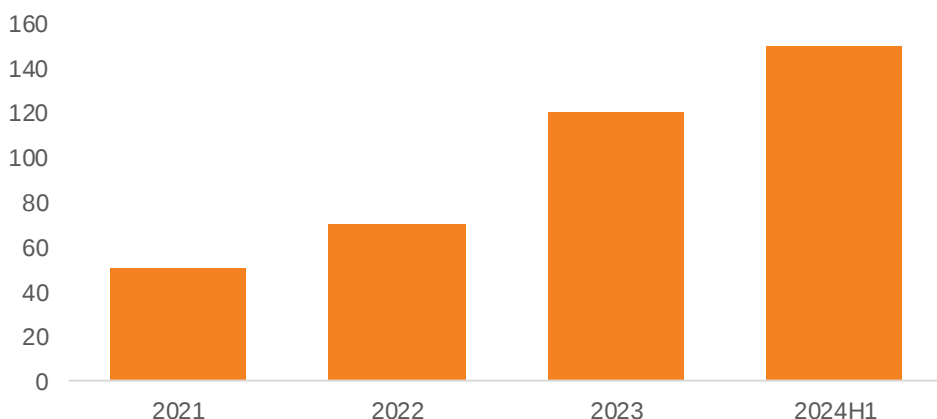
同步拓展即时零售与新型门店

京东健康进一步发力即时零售业务，加快全渠道业务创新布局。2024 年，公司先后在上海、北京、广州、深圳、佛山、成都、郑州、天津等多个城市开通医保个账支付服务，共接入全国超过 3000 家医保定点药房，覆盖人口超过 1 亿人。

同时，公司加强线下药房合作与新型门店开设。截至 2024 年 H1，公司合作线下药房数量已超 15 万家，服务覆盖超 490 个城市，能 24 小时全天候响应客户需求。公司也在北京市开设多家京东大药房线下新型门店，通过对门店日常经营和管理进行全面创新改造，打造了全新的线下药房消费和服务体验。

我们认为，公司进一步发力线下，进行渠道多元化布局，有助于增强供应链优势，是未来探索线上线下相融合的医药零售新业态的重要一步。

图 15：京东健康合作线下药房数量（千家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

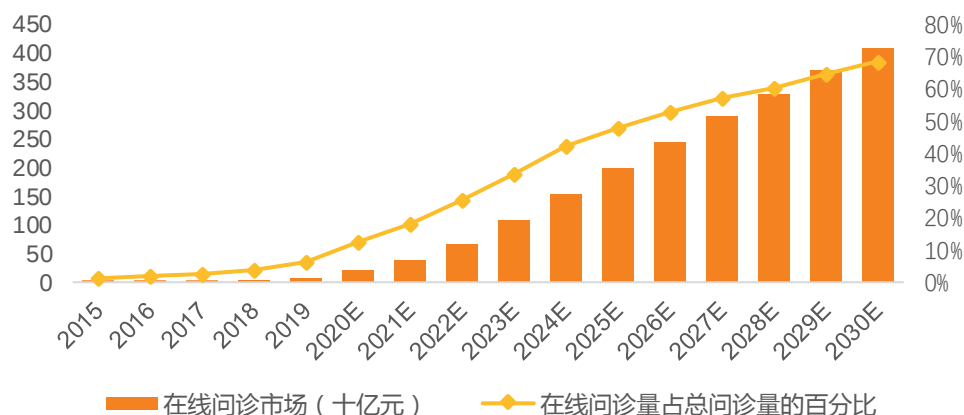
3. 医疗健康服务：打造闭环服务，AI 拓展边界

3.1. 中国在线诊疗市场空间超千亿，发展潜力大

在线问诊一般涵盖咨询、处方续签、复诊、医院预约及慢性病管理。COVID-19 疫情不仅提高了大众的健康与保健意识，亦使该等服务的接受度增加，从而使消费者养成使用在线问诊的长期习惯。

根据弗若斯特沙利文预计，2024 年中国在线问诊市场达 1550 亿元，并且至 2030 年将达到 4070 亿元，成为医疗咨询的主要方式，占中国总问诊量的 68.5%，中国在线诊疗市场发展潜力较大。

图 16：2015-2030 年中国在线问诊市场规模（预测）（十亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中国在线问诊市场的主要趋势如下：

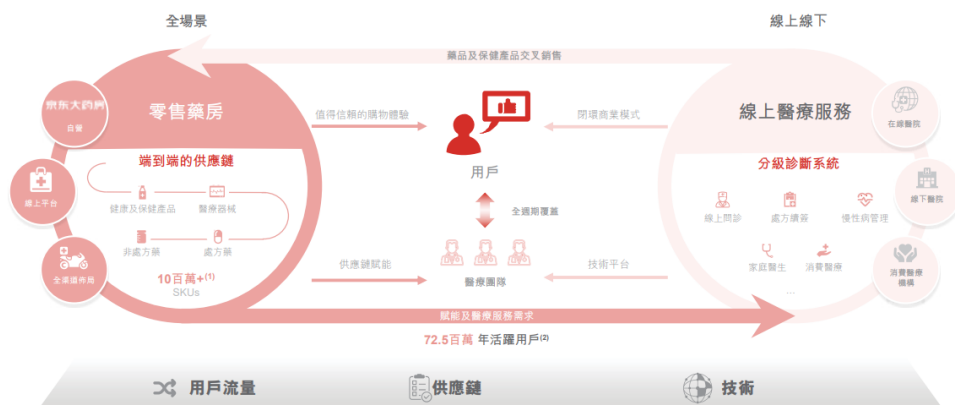
- 1、有效的慢性病管理。预期慢性病将愈发依赖数字化。线上数字化诊断和治疗服务可成为管理患者健康档案和支付整个慢性病生命周期（如高血压、糖尿病和冠心病）治疗费用的有效工具。
- 2、个性化的治疗。可以更好地存储和在线分析个人健康档案，从而更精确地匹配患者和可能的治疗方案。随着在线医疗健康服务规模的进一步扩大，可以收集更多的数据，为用户提供更易于使用、更加个性化的治疗方案。
- 3、医学专家的参与度提高。专家、知名医生及医生群体倾向专注于更复杂和更严重的疾病。然而，如果数字化平台能够吸引相关主要人员并让他们投入时间在线上执业，则该等平台将拥有显著的先发优势，以进一步扩展其提供的服务。

3.2. 闭环服务体系，医药联动后劲足

公司提供在线医疗健康服务，例如在线问诊、处方续签、慢性病管理、家庭医生和消费医疗健康服务等，该等服务 7*24 全天候提供。公司也组建了一支由自有医生和外部医疗专家组成的医疗团队，跨越不同科室和领域，同时公司与多家第三方医院和医疗健康机构合作。另外，公司也在同步发展消费医疗健康服务，通过与公司合作的线下消费医疗健康机构，用户可以在公司平台进行预约并支付服务开支，接受体检服务、医学美容、口腔齿科和疫苗预约等服务。

公司通过零售药房业务和在线医疗健康服务实现“医、药联动”，打造了闭环体系，可以更好的服务用户。零售药房的买家同时是潜在高质量的医疗健康服务用户，而医疗健康服务用户又成为反哺零售药房和其他消费医疗健康服务的重要流量。

图 17：京东健康业务模式

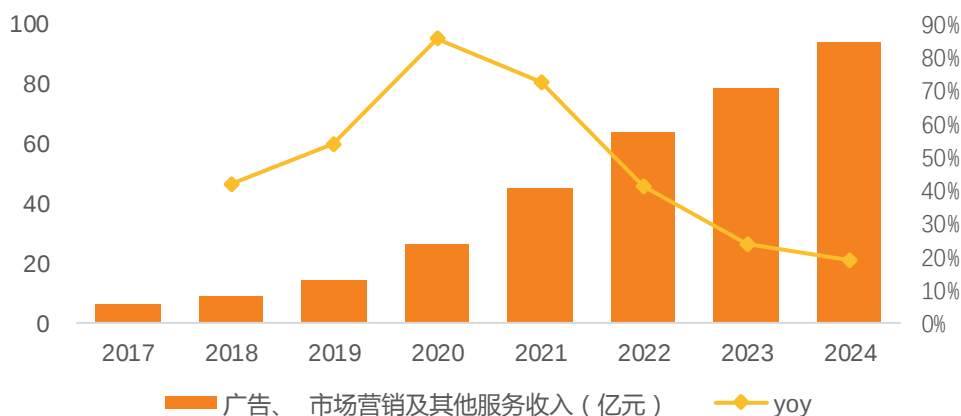


资料来源：公司公告，天风证券研究所

整体收入与日均问诊咨询量持续增长

公司广告、市场营销及其他服务收入持续增长，2020 年该板块收入为 26.09 亿元，至 2024 年已增长至 93.64 亿元，同比 2023 年增长 19%，主要是由于数字化营销服务费增加，这与公司平台的交易持续增长保持一致。

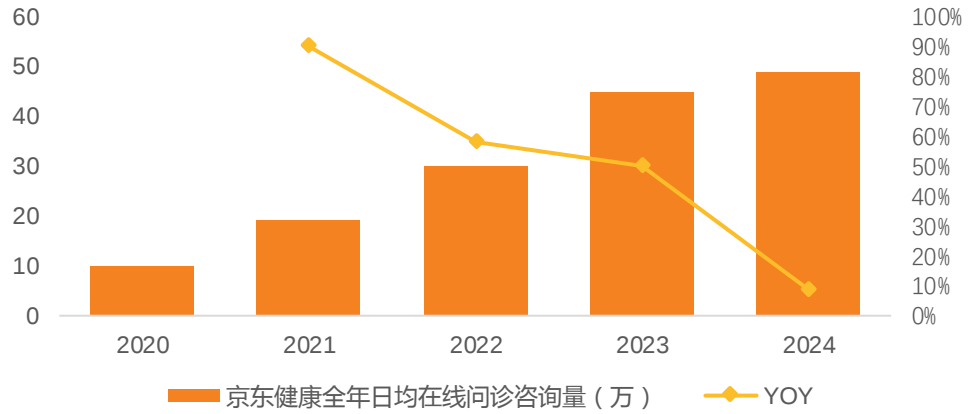
图 18：公司广告、市场营销及其他服务收入（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

京东健康继续巩固互联网医疗服务优势，率行业之先，实现“医+检+诊+药”服务闭环和一站式体验。公司互联网医院日均在线诊疗量持续增长，2024 年，京东健康互联网医院的日均在线诊疗量已超过 49 万，同比增长 9%，较 2020 年的 10 万/天已提升近 4 倍，增长明显。我们认为，日均在线诊疗量的持续增长充分证明了公司闭环服务体系的有效性，也是未来互联网医疗业务高质量发展的基石。同时，我们认为，由于问诊量的提升将为公司积累更多诊疗数据，公司未来有望通过对这些数据进行分析，进一步提升在线诊疗服务质量，获取更高的市占率。

图 19：京东健康全年日均在线问诊咨询量（万人，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. AI 拓展“医检诊药”服务边界，打开成长天花板

进军医疗 AI，开源“京医千询”医疗大模型

作为互联网医疗领域布局 AI 最早的企业之一，京东健康坚持长期投入 AI 能力的建设，现已拥有行业领先的自研医疗大模型和代表性医疗 AI 产品，实现了最大规模的全场景应用，处于医疗领域 AI 应用最前沿。

从 2018 年开展互联网医院业务开始，京东健康就将 AI 技术与业务发展紧密结合，最先推出了 AI 分诊、AI 审方等创新应用；2023 年 7 月，京东健康发布自研医疗大模型“京医千询”，为医疗服务生态建设和能力升级提供了坚实的技术底座；2024 年初，京东健康探索研究院（JDHXLab）正式成立，更聚焦地开展 AI 前沿研究。同时，陆续推出面向医生的 AI 辅诊产品“智能医生助手”，和面向用户的“聊愈小宇宙”、“康康”、“手机测血压”等一系列 AI 产品。2025 年 1 月，京东健康正式发布了基于线上全域场景的大模型全系列产品“AI 京医”，以及业内第一个面向医院全场景应用的大模型产品“京东卓医”。

近期，京东健康旗下“京医千询”医疗大模型启动开源，成为国内医疗行业首个全面开源的垂类大模型。同时，在 2 月 24 日更新的 MedBench 评测榜单上，“京医千询”医疗大模型以综合得分 96.1 位列榜首；在权威医疗评测集 MedQA 上，也获得 88.9 的高分。

截至目前，“京医千询”医疗大模型已经成为业内应用场景最丰富、与医院共建最深、合作医生最多、参与用户最广泛的垂类大模型，率先实现了大模型在医疗健康行业规模化、全场景的落地应用。全面开源将进一步降低医疗 AI 应用的开发门槛，让更多医疗机构、开发者可以基于“京医千询”快速开发出适合自身需求的医疗 AI 应用。

我们认为，京东健康目前处于国内医疗领域 AI 应用第一梯队，有望通过“京医千询”大模型等产品开拓 B 端医疗机构等市场，不断拓展“医检诊药”服务边界，构建起更加完善的闭环生态，打开长期成长天花板。

图 20：“京医千询”医疗大模型位列 MedBench 评测榜单榜首

MedBench 评测榜单									
MedBench 评测榜单展示通过API提交方式获得的评测结果 MedBench 自测榜单展示通过模型部署上传方式获得的评测结果 请注意，这两个榜单所涉及的评测数据并不相同 点击查看MedBench历史榜单									
综合得分 医学知识问答 医学语言生成 复杂医学推理 医学语言理解 医疗安全和伦理									
查看MedBench自测榜单									
排名	模型名称	组织/团队名称	发布日期	类别	参数量	综合得分	医学知识问答	医学语言生成	复杂医学推理
1	京东千问 Pro	京东健康	2025/02/24 更新: 2025/02/24	闭源	81B	96.1	97.8	85.3	
2	蚂蚁医疗大模型	蚂蚁AI健康管家	2024/12/11 更新: 2024/12/11	闭源	80B	95.2	94	83.9	
3	京东千问	京东健康	2024/06/18 更新: 2024/07/15	闭源	14B	92.4	95.9	85.2	
4	INF-Med	INF	2024/06/01 更新: 2024/07/04	闭源	N/A	90.4	88.7	80.8	
5	WHU-Med	武汉大学计算机学院 Sigma	2024/09/26 更新: 2024/09/26	闭源	14B	88.2	86.1	81.9	
6	卓略鸟医疗大模型	广州中康数字科技有限公司	2025/01/23 更新: 2025/01/23	闭源	14B	86.8	87.4	82.2	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 收入拆分与盈利预测

收入拆分与关键假设：

目前公司主要业务包括医药和健康产品销售，广告、市场营销及其他服务两大板块。

医药和健康产品销售业务，公司活跃用户数量持续增长，同时加快全渠道布局，通过新药首发上市等不断丰富产品 SKU，满足客户需求，业务具有较好的成长空间，因此我们合理预计医药和健康产品销售业务 2025-2027 年收入增速分别为 8%、14%、14%。

广告、市场营销及其他服务业务，公司平台第三方商家数量增长迅速，日均问诊咨询量持续提升，有望推动板块业务收入持续稳健增长，因此我们合理预计公司广告、市场营销及其他服务业务 2025-2027 年收入增速分别为 12%、10%、10%。

表 4：公司收入拆分

单位：亿元，%	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	467	535	582	627	710	809
yoy	52%	15%	9%	8%	13%	14%
毛利率	21%	22%	23%	23%	23%	23%
归属母公司股东的净利润	4	21	42	44	51	60
医药和健康产品销售收入	404	457	488	525	596	683
yoy	54%	13%	7%	8%	14%	14%
广告、市场营销及其他服务收入	64	79	94	102	114	127
yoy	41%	24%	19%	12%	10%	10%

资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利预测：

我们预计公司 2025-2027 年总体收入分别为 627/710/809 亿元，同比增长分别为 8%/13%/14%；归属于上市公司股东的净利润分别为 44/51/60 亿元，EPS 分别为 1.37/1.59/1.87 元。

4.2. 估值与投资评级

我们采用可比公司估值法对公司进行估值，公司主营零售药房和医疗健康服务业务，因此我们选择类似属性的可比公司，包括阿里健康、平安好医生。对公司业务采用 PE 法进行估值，可比公司 2025、2026 年 PE 估值均值分别为 56.78X、42.76X。考虑到公司作为互联网医疗行业的优秀企业，同时公司具有较好的成长性，我们看好公司未来发展，给予 2025 年目标 PE 为 40.00X，目标价 54.80 元/股，以 1：1.07 的人民币与港币汇率计算，对应港币目标价 58.64 港元/股，维持“买入”评级。

表 5：可比公司估值

公司简称	公司代码	归母净利润（亿元）				PE(X)			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
阿里健康	0241.HK	8.83	16.52	20.49	24.88	52.51	42.35	34.15	28.12
平安好医生	1833.HK	0.81	2.04	2.83	3.80	78.89	71.20	51.37	38.32
可比公司平均		4.82	9.28	11.66	14.34	65.70	56.78	42.76	33.22

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：预测数据来源为万得一致预期，截至 20250424 收盘后。

5. 风险因素

行业政策风险

互联网行业及互联网医疗健康板块在不断向前发展，受到行业政策较大影响，可能会存在行业政策风险。

竞争格局变化风险

互联网医疗行业商业模式创新迭代相对较快，可能会带来竞争格局变化风险。

与京东集团利益冲突超预期的风险

公司业务利用并在一定程度上依赖京东集团的平台，集团可能不时作出其认为符合其业务及股东整体最佳利益的战略决策。

业务推广不及预期的风险

行业及公司对部分新拓展业务的商业模式还处于早期摸索阶段，可能存在业务推广不及预期的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com