

25Q1 业绩大超预期，暂时维持 25 年全年业绩指引

核心观点

2025Q1 公司实现营收 166.45 亿元，同比增长 25.5%，实现经调整经营利润 13.08 亿元，同比增长 73.4%，实现经调整净利润 17.68 亿元，同比增长 47.7%，收入和利润端均大超市场预期。收入端超预期主要受流感错峰、低基数以及原研药的带动，利润端超预期主要受投入节奏的影响。今年以来，JDH 在恒生科技表现排名靠前，尽管上个季度公司对于全年的利润指引和分红预期较为保守，但市场仍计入了一定的利润上调预期和分红预期。后续催化关注 B2C 医保官宣、利润上调以及分红落地仍将提供催化。

简评

25Q1 业绩大超预期，暂时维持 25 年全年业绩指引。2025Q1 公司实现营收 166.45 亿元，同比增长 25.5%，实现经调整经营利润 13.08 亿元，同比增长 73.4%，实现经调整净利润 17.68 亿元，同比增长 47.7%，收入和利润端均大超市场预期。收入端超预期主要受流感错峰、低基数以及原研药的带动，利润端超预期主要受投入节奏的影响。分品类看，一季度药品增速在 30% 以上，保健品增速在 20% 左右，器械增速为 HSD，三个品类的市占率均有所提升。公司暂时维持 2025 年全年业绩指引不变，即经营利润持平，净利润略降（利息收入降低的影响）。我们认为，经营利润能否上调尚需观察，净利润或仍有上调空间，美联储降息对公司利息收入的影响较为有限，参考 2024 年情况，除非 2025 年下半年存在大规模分红，但预计掏空式股东回报的可能性极低。

关于投入：全年经营利润持平隐含的实际 3-5 个亿增量利润将用于投入，其中即时零售/药房相关的投入约占 60%-70%，偏向于类前置仓的探索。从节奏上看，投入的大头在下半年。2025 年药房相关投入或 CAPEX 整体有限，一定程度上打消了市场对于 JDH 或收购某药房上市公司部分股权从而拖累利润的担忧。

京东健康 (6618.HK)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

发布日期：2025 年 05 月 14 日

当前股价：38.00 港元

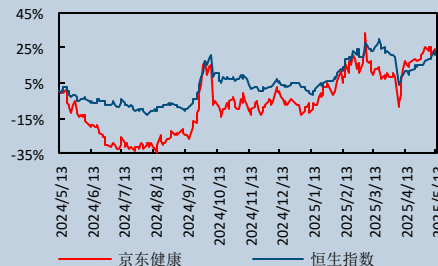
目标价格 6 个月：42.33 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
10.63/0.14	15.15/9.43	28.81/6.96
12 月最高/最低价 (港元)		40.80/19.82
总股本 (万股)		319,966.51
流通 H 股 (万股)		319,966.51
总市值 (亿港元)		1,114.70
流通市值 (亿港元)		1,215.45
近 3 月日均成交量 (万)		2150.15
主要股东		
JD Jiankang Limited		67.19%

股价表现



相关研究报告

【中信建投海外研究】京东健康 (6618):2024 年报点评：业绩超预期，AI 驱动医疗健康服务升级
25.03.09

关于医保：2024 年四季度以来，B2C 医保在北京和广州等地区小范围测试，部分消费者已经可以购买符合要求的走医保个账的 B2C 药品。截止 3 月底，已在全国 26 个城市开通在线医保购药业务，较 Q4 新增 8 个城市。其中，广州、东莞、郑州等 5 个城市已支持京东自营大药房的医保结算功能。平台共上线 3000+家支持医保结算的药房。未来 B2C 医保将大概分为两种模式：药房发货和大仓发货。药房发货一般是次日达（快递），不是京东药急送模式的小时达，目前测试的以药房发货为主，但预计未来（远期）占比不高。大仓发货预计未来（远期）会占主流，药品 SKU 将更丰富，大仓前面依然存在药房，医保资质给药房，省药房还是市药房需要看当地政策要求，具体细则待官宣后将更为明确。

关于分红：母公司京东集团的股东回报（回购计划等）水平依然较高，同时 JDH 的类现金储备相较一年前进一步攀升，下半年 JDH 或仍存在分红的可能性，但须要香港税收人身份变更（25 年初正式开始，当前未完成）以及外汇出境等前置动作完成。

今年以来，JDH 在恒生科技表现排名靠前，尽管上个季度公司对于全年的利润指引和分红预期较为保守，但市场仍计入了一定的利润上调预期和分红预期。后续催化关注 B2C 医保官宣、利润上调以及分红落地仍将提供催化。

盈利预测与估值：我们预测京东健康 2025-2026 年营业收入分别为 666.71 亿元和 757.08 亿元，同比增长 14.63% 和 13.55%，Non-IFRS 净利润分别为 44.46 亿元和 52.13 亿元，对应净利率分别为 6.67% 和 6.89%。继续维持“买入”评级，给予目标价 42.33 港币，对应 2026 年 24 倍 PE。

风险提示：分红进度低预期，香港税收人身份变更进度低预期；利润指引低预期，未来利润释放节奏低预期；美联储降息超预期，公司利息相关收入超预期下行；线下药房相关投入过大拖累公司利润端表现；母公司京东集团股价超预期下行；受宏观经济及消费压力，公司非药品增长低预期；药品线上渗透率提升低预期；京东健康 3P GMV 占比提升低预期；京东健康整体毛利率提升低预期，降本增效不及预期；其他针对互联网医疗的政策风险；医药电商赛道近场电商模式对远场电商模式的冲击，来自美团买药和饿了么买药的竞争；中美关系发展的不确定性；人民币汇率超预期贬值；其他影响港股互联网整体表现的海外风险因素。

表 1: 京东健康盈利预测（单位：人民币百万元）

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	利润表	2023	2024	2025E	2026E
总流动资产	47,850	58,460	62,492	68,063	营业收入	53,530	58,160	66,671	75,708
总非流动资产	16,438	12,815	14,354	13,334	营业成本	-41,665	-44,851	-50,867	-57,459
总资产	64,288	71,275	76,846	81,397	毛利	11,865	13,309	15,804	18,248
总流动负债	14,585	15,521	18,073	19,260	合同结算费用	-5,285	-6,032	-6,667	-7,495
总非流动负债	333	513	423	468	销售费用	-2,655	-3,049	-3,495	-3,893
总负债	14,918	16,034	18,496	19,729	研发费用	-1,226	-1,330	-1,667	-1,817
普通股股本	0	0	0	0	管理费用	-1,998	-1,419	-1,627	-1,847
储备	49,448	55,292	58,411	61,729	其他经营净收益	194	1,767	533	606
库存股	93	61	61	61	利息收入	1,949	1,961	1,348	1,002
其他综合性收益	0	0	0	0	利息支出	-9	-8	-9	-9
归属母公司股东权益	49,356	55,231	58,350	61,668	可转换可赎回优先股的公允价值变动收益/(亏损)	0	0	0	0
少数股东权益	15	10	0	0	信用减值损失	-70	-316	-300	-150
股东权益合计	49,370	55,241	58,350	61,668	应占共同控制实体损益	-71	-86	-78	-82
总权益及负债	64,288	71,275	76,846	81,397	EBT	2,693	4,797	3,842	4,564
					所得税	-550	-640	-692	-821
现金流量表					净利润(含少数股东权益)	2,143	4,157	3,151	3,742
经营活动所得现金净额	4,605	4,332	7,445	6,838	少数股东损益	1	-5	0	0
投资活动所得现金净额	-8,023	3,146	-4,962	-4,983	净利润(不含少数股东权益)	2,142	4,162	3,151	3,742
融资活动所得现金净额	-117	-46	-43	-43	non IFRS 净利润	4,135	4,792	4,446	5,213
汇率变动	-145	159	0	0	关键比率				
现金及现金等价物增加/减少净额	-3,535	7,433	2,440	1,811	营业收入 YOY	14.54%	8.65%	14.63%	13.55%
年初的现金及现金等价物	18,718	15,037	22,629	25,068	NON IFRS 净利润 YOY	58%	15.88%	-7.23%	17.26%
年末的现金及现金等价物	15,037	22,629	25,068	26,880	Non-IFRS 净利率	7.73%	8.24%	6.67%	6.89%

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

于伯韬

FRM，香港大学金融学硕士，7 年互联网及港股策略卖方从业经历，2024/2021/2020 年新财富港股及海外方向第五名，2022 年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020 年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk