



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

数字化赋能“医检诊药”全链条，规模优势突出&AI 医疗加速产品化

—京东健康(6618.HK)公司深度报告

2025 年 11 月 13 日

唐爱金 医药行业首席分析师
S1500523080002
tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师
S1500524030003
zhangzhongtao@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

京东健康 (6618.HK)

投资评级 买入

上次评级



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (港元)	64.50
52 周内股价波动区间 (港元)	26.05-70.4
最近一月涨跌幅 (%)	4.96%
总股本 (亿股)	32.01
流通 H 股比例 (%)	100
总市值 (亿港元)	2,064.95

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIESCO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编: 100031

数字化赋能“医检诊药”全链条，规模优势突出&AI 医疗加速产品化

2025 年 11 月 13 日

报告内容摘要:

- ◆**核心逻辑:** ①**从行业维度上看**，医药电商具备价格便宜、种类丰富、信息透明等优势，同时消费者购药习惯正逐步转变，叠加医药电商相关监管政策逐步放宽（诸如 2022 年起处方药可线上实名购买），在多种因素综合作用下，网上药店销售规模占零售药店终端的比例从 2015 年的 3.2%提升至 2023 年的 32.5%。②**从公司维度上看**，京东健康与京东集团深度合作，在流量、履约、服务、供应链等方面具备较强竞争力，近 7 年公司收入 CAGR 约 40%，近 7 年经调整净利润 CAGR 约 56%且持续创新高。随着公司业务规模快速发展，公司逐步具备规模优势，公司对上游议价力提升（成本具备优势，且品牌合作矩阵持续扩张）。③**从 AI 前瞻布局上看**，基于“京医千询”医疗大模型，公司构建了面向医院、医生以及普通用户的全场景覆盖的 AI 医疗产品矩阵，并实现大规模应用落地。
- ◆**网上药店占零售终端比例逐年提升，“集团赋能+规模优势+AI 医疗前瞻布局”多要素构建公司竞争力:** ①**相比实体药店**，医药电商具备价格便宜、种类丰富、信息透明等优势，且能提供包括购买药品、互助区提问/解答、在线问诊、观看每日推荐内容等多样化服务。此外，医药电商监管逐步放宽，诸如自 2022 年起处方药可线上实名购买。②**互联网医疗使用率逐年提升**，网上药店占零售终端比例逐年提升且增速快于实体药店。2020-2024 年间互联网医疗用户规模 CAGR 约 18%，2024 年使用率约达 37.7%，市场渗透率持续提升。2023 年网上药店销售规模占零售药店终端的比例约 32.5%，增速快于实体药店。③**“集团赋能+规模优势+AI 医疗前瞻布局”多要素构建公司竞争力。**公司依托与京东集团在流量、履约、技术、客服和营销等领域的协同效应，结合其收入规模体量、丰富的第三方商家及合作线下药店数量以及超过 2 亿的活跃的用户，构建起强大的规模优势壁垒。此外，公司将 AI 技术与业务发展紧密结合，随着 AI 系列产品应用的大规模落地，将显著提高医疗服务的效率与质量，进一步扩大领先优势，赋能公司做深自身护城河。
- ◆**自营业务为收入基石业务，平台&数字化营销业务为高毛业务:** ①2024 年自营业务收入规模约达 488 亿元（占总收入比例约 84%），2018-2024 年间公司自营业务收入 CAGR 约 37%，2025H1 仍有约 23%增长。公司持续深化与上游供应厂商的合作，推动多产品&品牌首发，扩充公司的产品供应矩阵体系。2024 年公司医药品类的 SKU 数量突破 1000 万，营养保健品类上线超过 200 万个新品 SKU，跨境营养保健店铺数同步增长超过 181%。我们认为，品类的扩充及厂牌首发活动的推动有助于提升公司平台的丰富性以及活跃度，且保健品类等品类扩充有望提升公司自营业务毛利率。②2018-2024 年间公司线上平台、数字营销及其他服务业务收入 CAGR 约 47%，2025H1 同比增速约 36%增长。同时，此业务毛利率较高，2018-2024 年间毛利率维持在 92%-99%，2025H1 毛利率为 96.47%。我们认为，随着公司整体 GMV 的增长以及平台活跃度的提升，公司线上平台佣金率及数字营销业务均存在提升空间。
- ◆**盈利预测及投资评级:** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别约为 709.26 亿元、811.04 亿元、927.89 亿元，同比增速分别约为 22%、14%、14%，实现归母净利润分别为 51.61 亿元、60.32 亿元、71.49 亿元，同比分别约增长 24%、17%、19%，对应 2025/11/13 股价 PE 分别约为 37 倍、31 倍、26 倍，对应的 PS 分别约为 2.67 倍、2.33 倍和 2.04 倍。我们认为，当前公司收入和经调整利润均处于快速增长阶段。同时，公司较早布局 AI 医疗，目前基于“京医千询”大模型开发出“AI 京医”“京东卓医”

“康康”等一系列基于大模型的AI医疗产品。当前市场虽未摸索出AI医疗商业化的较好路径，但提前布局有助于企业积淀数据并优化服务体验，同时有助于提前养成用户使用习惯并抢占用户心智，对后续商业化铺设道路。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

◆**风险因素：**行业政策风险、行业竞争加剧风险、平台用户增长不及预期风险、商业化拓展不及预期风险、AI应用落地风险、数据安全与隐私风险。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	58160	70926	81104	92789
增长率 YoY%	9%	22%	14%	14%
归属母公司净利润(百万元)	4162	5161	6032	7149
增长率 YoY%	94%	24%	17%	19%
毛利率%	22.88%	24.66%	25.24%	25.86%
净资产收益率 ROE%	7.54%	8.56%	9.11%	9.76%
EPS(摊薄)(元)	1.32	1.61	1.88	2.23
市盈率 P/E(倍)	19.50	36.66	31.36	26.46
市销率 P/S(倍)	1.42	2.67	2.33	2.04
市净率 P/B(倍)	1.49	3.14	2.86	2.58

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2025年11月13日收盘价

投资聚焦

1. 互联网医疗市场增长潜能高，“集团赋能+规模优势+AI 医疗前瞻布局”多要素构建公司竞争力

医药电商相较于实体药店具备价格便宜、种类丰富、信息透明等优势。同时，女性与中青年为医药电商平台购药主体，行业增长动能充足。未来，随着消费者购药用药习惯的转变，以及政策放宽的趋势，互联网医疗使用率预计进一步提升，为公司业务增长提供有力的行业支撑。公司超过 83% 的业务收入来自于医药和健康产品销售，2018-2024 年间公司医药和健康产品自营销售收入 CAGR 约 37%，我们认为，未来该业务有望实现快速增长。

“集团赋能+规模优势+AI 医疗前瞻布局”构成公司核心竞争力。公司依托与京东集团在流量、履约、技术、客服和营销等领域的协同效应，结合其收入规模体量、丰富的第三方商家及合作线下药店数量以及超过 1.8 亿的活跃的用户，构建起强大的规模优势壁垒。同时，公司将 AI 技术与业务发展紧密结合，随着 AI 系列产品应用的大规模落地，将显著提高医疗服务的效率与质量，进一步扩大领先优势，赋能公司做深自身护城河。

2. 构建“医+检+诊+药”服务闭环，“自营+平台”全渠道布局挖掘医疗健康服务价值

自营业务是公司的基石业务。公司通过京东大药房开展自营业务，从上游供应商采购医药健康产品后，直接销售至下游用户，赚取销售收入。公司背靠京东集团获得流量和供应链及物流优势。2018-2024 年间公司自营业务收入 CAGR 约 37%，2025H1 仍有约 23% 增长。2024 年公司自营业务收入规模约达 488 亿元，2025H1 约 293 亿元。我们认为，(i) 年轻消费者用药习惯改变，叠加公司平台曝光度提升，将带动公司整体活跃用户数量持续提升。

(ii) 公司持续丰富产品品类，诸如新特药、非药、保健品等，不仅能维持平台用户的活跃度，而且有望提升单个用户的采购频次以及单次采购额。(iii) “京东买药秒送”持续深入布局，O2O 线上医保支付服务已在超 40 个城市有所开通，且 O2O 能满足居民冬季、夜间等多场景用药需求，未来或将为公司贡献新增长动能。

线上平台、数字营销及其他服务为公司的综合业务。包括：(i) 线上平台业务。该业务系公司对第三方商家在线上平台销售收取佣金，佣金率根据各产品类别而不同；(ii) 数字营销服务。该业务主要系公司向广告主提供数字化营销服务，包括但不限于广告投放及就效果营销服务支付广告主按其产品或服务列表的每千次展示或每次有效点击所收费用。公司持续巩固互联网医疗服务优势，2020-2024 年间京东健康互联网医院的日均在线诊疗量 CAGR 约 49%。问诊量的提升将为公司积累更多诊疗数据，一方面有助于公司进一步提升在线诊疗服务质量，另一方面为“京医千询”模型积淀数据储备，此外优质诊疗质量还可持续为京东大药房持续输送流量。

一、“医检诊药”全链条布局，近7年收入CAGR约40%.....	7
1.1 十余年精耕细作，现已构建“医-检-诊-药”闭环运营版图.....	7
1.2 京东集团为公司控股股东，子公司业务分明.....	8
1.3 近7年收入CAGR约40%，经调整净利润CAGR约56%，25H1现金类资产约606亿元.....	10
1.3.1 近7年收入CAGR约40%，24年医药和健康产品销售收入占比超83%.....	10
1.3.2 近7年经调整净利润CAGR约56%且持续创新高.....	11
1.3.3 近4年经调整净利率持续提升，2025H1经调整净利率达10.12%.....	12
1.3.4 近5年资产负债率均低于27%，2025H1现金类资产合计约606亿元人民币.....	12
二、互联网医疗使用率逐年提升，医药电商具备较强竞争优势且占零售终端比例逐年提升.....	14
2.1 医药电商具备价格便宜、种类丰富、信息透明等优势，且用户以中青年、女性为主.....	14
2.1.1 相比实体药店，医药电商具备价格便宜、种类丰富、信息透明等优势.....	14
2.1.2 医药电商平台服务丰富，且用户以中青年、女性为主.....	15
2.2 医药电商监管逐步放宽，2022年起处方药可线上实名购买.....	16
2.3 互联网医疗使用率逐年提升，网上药店占零售终端比例逐年提升且增速快于实体药店.....	17
2.3.1 互联网医疗使用率逐年提升，且用户主要以挂号、健康管理和医药电商平台为主.....	17
2.3.2 近年网上药店占比逐年提升且增速快于实体药店.....	18
2.3.3 2017-2022年在线问诊市场规模CAGR约65%.....	19
2.4 公司竞争力解析：集团赋能+规模优势+AI医疗前瞻布局.....	21
2.4.1 集团赋能：流量、履约、技术等多方面全面合作.....	21
2.4.2 规模优势：十余年深耕助力公司构筑更强规模优势壁垒.....	22
2.4.3 AI赋能：借助“京医千询”模型持续发布多款AI医疗产品.....	23
三、自营业务为基石业务，平台&数字化营销业务为高毛利业务.....	25
3.1 自营：用户用药习惯改变或将助力平台活跃度提升，品类矩阵扩充&即时零售值得重视.....	25
3.1.1 自营业务数据解读.....	25
3.1.2 自营业务品类&产品矩阵.....	26
3.1.3 “京东买药秒送”布局正当时.....	27
3.2 线上平台、数字营销及其他服务：高毛利业务，构建“医+检+诊+药”服务闭环.....	28
3.2.1 平台业务：第三方商家维持平台活跃度，公司向第三方商家抽取销售额佣金.....	28
3.2.2 数字营销业务：构建药品全生命周期数字化营销方案.....	29
3.2.3 其他服务：持续构建“医+检+诊+药”服务闭环和一站式体验.....	29
四、盈利预测&投资评级.....	31
4.1 业务拆分.....	31
4.2 盈利预测.....	32
4.3 投资评级.....	32
五、风险因素.....	34

表目录

表 1: 核心管理层信息.....	10
表 2: 近年经调整净利润结构分析.....	11
表 3: 近年剔除其他收入及财务费用的经营性利润分析.....	12
表 4: 近年医药电商政策汇总.....	16
表 5: 医药电商及实体药店标的对比.....	19
表 6: 京东健康业务拆分.....	31
表 7: 京东健康盈利预测.....	32
表 8: 可比公司估值.....	32

图目录

图 1: 公司业务布局示意图.....	7
图 2: 公司发展历程.....	8
图 3: 公司股权结构及核心子公司分布（截至2024年末）.....	9
图 4: 近年公司收入变动趋势.....	10
图 5: 近年公司收入结构变动.....	10
图 6: 近年公司归母净利润变动趋势.....	11
图 7: 近年公司经调整净利润变动趋势.....	11
图 8: 近年公司盈利能力变动.....	12
图 9: 近年公司费用率变动趋势.....	12
图 10: 近年资产负债率变动.....	13

图 11: 近年公司资产结构变动.....	13
图 12: 2025H1 现金类资产构成.....	13
图 13: 医药电商优势和劣势分析.....	14
图 14: 24 年消费者在医药电商平台使用服务比例.....	15
图 15: 24 年影响用户线上购药的因素.....	15
图 16: 医药电商用户性别分布.....	15
图 17: 医药电商用户年龄情况.....	15
图 18: 近年互联网医疗用户规模变动.....	17
图 19: 2021 年互联网医疗细分领域结构分析.....	17
图 20: 近年互联网医疗市场规模变动.....	17
图 21: 近年零售药店终端销售规模变动.....	18
图 22: 近年实体药店和网上药店销售占比变动.....	18
图 23: 近年网上药店销售规模变动.....	18
图 24: 近年网上药店药品和非药品占比.....	18
图 25: 2015-2030 年中国在线问诊市场规模（预测）.....	19
图 26: 2024 年中国互联网用户认为的互联网医疗优势.....	20
图 27: 2024 年互联网医疗平台使用情况对比.....	20
图 28: 京东健康的流量分析.....	21
图 29: 近年合作第三方商家数量变动.....	22
图 30: 近年线下药店合作数量变动.....	22
图 31: 近年活跃用户数量变动.....	22
图 32: 近年平均用户收入变动.....	22
图 33: “AI 京医”布局思路.....	23
图 34: “京东卓医”布局思路.....	24
图 35: “京东卓医”布局思路.....	24
图 36: 近年公司自营收入变动.....	25
图 37: 近年自营业务毛利率变动.....	25
图 38: 近年公司销售品类结构变动.....	26
图 39: 2025 年合作的部分健康产品品牌.....	26
图 40: O2O 布局示意图.....	27
图 41: O2O 线上医保对接进展示意图.....	27
图 42: 近年公司平台及数字营销等收入变动.....	28
图 43: 近年平台及数字营销等业务毛利率变动.....	28
图 44: 平台业务变现率.....	28
图 45: 数字化营销业务示意图.....	29
图 46: 全年日均在线问诊量.....	30
图 47: 数字化营销业务示意图.....	30

一、“医检诊药”全链条布局，近7年收入CAGR约40%

1.1 十余年精耕细作，现已构建“医-检-诊-药”闭环运营版图

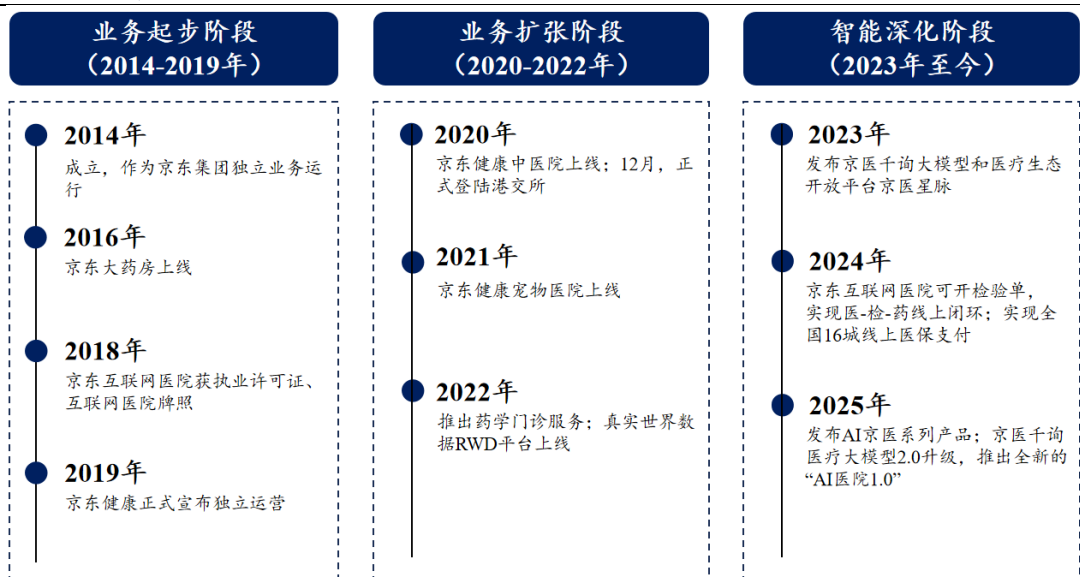
京东健康是京东集团旗下专注于医疗健康业务的子集团，2019年5月成立，2020年12月登陆香港联交所。公司业务覆盖医药零售以及在线医疗健康服务。**零售药房业务包含自营以及在线平台。**公司具备医药健康行业的全品类供应能力，目前已经成为国内收入规模最大的医药健康零售渠道。**在线医疗健康服务方面**，主要提供7×24全天候的在线问诊、处方续签、慢性病管理、家庭医生和消费医疗健康服务等。公司也组建了一支由自有医生和外部医疗专家组成的医疗团队，跨越不同科室和领域，同时公司与多家第三方医院和医疗健康机构合作。另外，公司也在同步发展消费医疗健康服务，通过与公司合作的线下消费医疗健康机构，用户可以在公司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。此外，公司基于“京医千询”医疗大模型，为医生专家、医疗机构以及企业提供高质量的产品和解决方案。

图1：公司业务布局示意图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

发展历程回顾：1) **业务起步阶段（2014-2019年）。**2014年公司作为京东集团的独立业务运行，2016年京东大药房上线，以此为基础逐步建立起涵盖行业领先的制药公司和健康产品供货商的供应链网络。2019年京东健康正式宣布独立运营。2) **业务扩张阶段（2020-2022年）。**2020年12月，公司在港交所上市。而后，京东健康宠物医院正式上线。在2022年，推出了药学院门诊服务。同时，真实世界数据 RWD 平台上线。3) **智能深化阶段（2023年至今）。**2023年，推出“京医千询”大模型和医疗生态开放平台“京医星脉”，推进产品和解决方案的全面AI化部署和升级。2024年，京东互联网医院实现“医检药”线上闭环。2025年，发布AI京医系列产品，并推出全新的“AI医院1.0”，实现“医检诊药”闭环。

图2: 公司发展历程


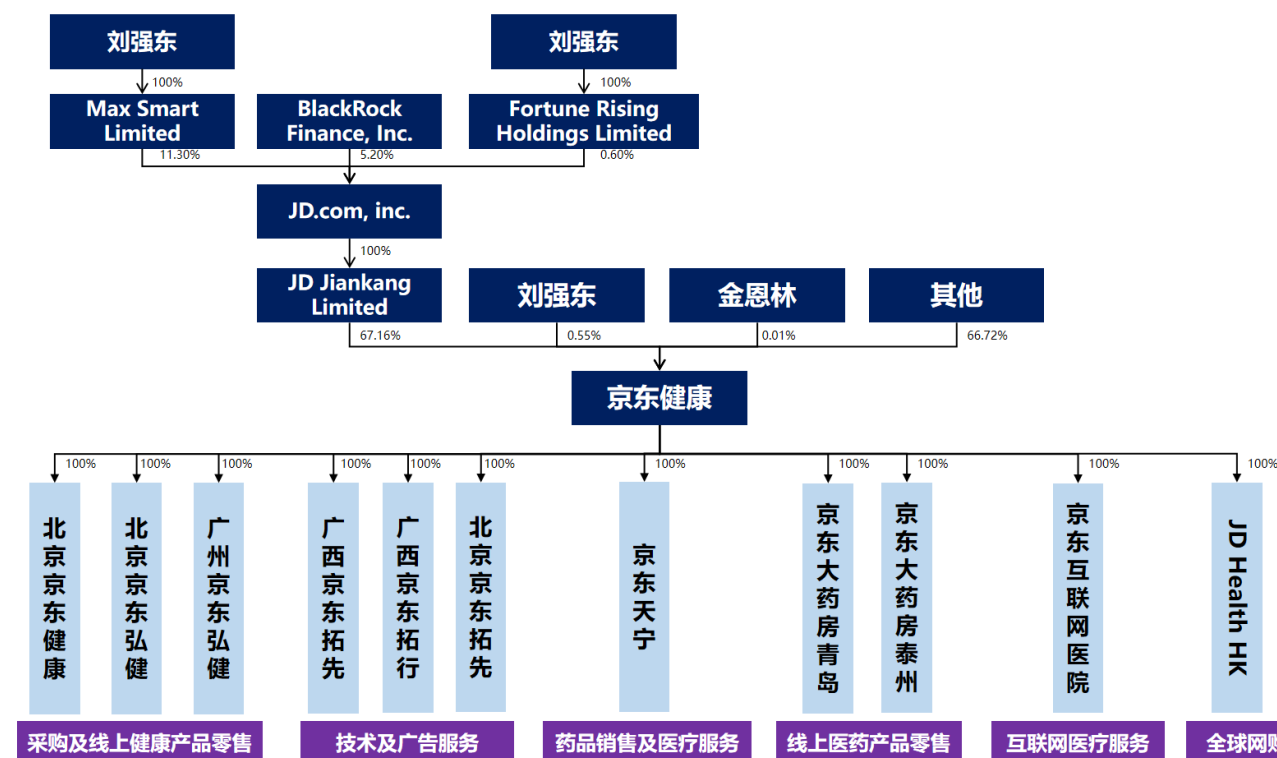
资料来源：公司公告，经济参考报，信达证券研发中心

1.2 京东集团为公司控股股东，子公司业务分明

从股东结构上看，公司的控股股东为京东集团（其持有公司 67.16%股权）。其中，Max Smart Limited、BlackRock Finance 以及 Fortune Rising Holdings Limited 分别持有京东集团 11.30%、5.20%及 0.60%的股权。刘强东先生通过 Max Smart Limited 以及 Fortune Rising Holdings Limited 持股京东集团。截止 2024 年 12 月 31 日，刘强东先生持有京东健康 68.30%的股权，为京东健康实际控制人。金恩林先生持有京东健康 0.01%的股权。金恩林先生于 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。

从子公司布局上看：①北京京东健康（持股比例 100%）、北京京东弘健（持股比例 100%）、广州京东弘健（持股比例 100%）主要负责采购及线上健康产品零售。②广西京东拓先（持股比例 100%）、广西京东拓行（持股比例 100%）、北京京东拓先主要负责技术及广告服务。③京东天宁（持股比例 100%）负责提供药品销售及医疗服务。④京东大药房青岛（持股比例 100%）以及京东大药房泰州（持股比例 100%）主要负责线上医药产品销售业务。而京东互联网医院（持股比例 100%）和 JD Health HK（持股比例 100%）分别负责互联网医疗服务和全球网购的业务。

图3: 公司股权结构及核心子公司分布 (截至 2024 年末)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从管理层构成上看, 刘强东先生为公司的董事会主席。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。2025 年 9 月 29 日, 公司首席执行官变更为曹冬。此外, 邓丹女士担任公司首席财务官, 其任职日期自 2023 年 5 月 11 日起。

从管理层变动角度上看: ①自公司成立以来, 辛利军先生担任首任首席执行官, 其任期为 2019 年到 2021 年。辛利军先生在京东集团工作超过 12 年, 历任京东商城生活服务事业群总裁、京东健康 CEO、京东零售集团 CEO 等重要职务。2019 年至 2021 年间, 辛利军先生从 0 到 1 地完成了公司组织架构的搭建和战略目标的确立, 并于 2020 年成功带领京东健康在港股上市。②公司第二任首席执行官为金恩林先生, 其任期为 2021 年至 2025 年。金恩林于 2014 年加入 JD.com, 曾在 JD.com 战略部和战略投资部任职, 后在京东零售担任京东医药总经理, 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。金恩林先生任职期间, 公司收入规模从 2021 年的 307 亿元增长至 2024 年的 582 亿元, 收入 CAGR 约 24%。③2025 年金恩林先生因“希望投入更多时间于家庭”辞任首席执行官等职, 原京东产发 CEO 曹冬获委任为新一任首席执行官, 任期三年, 并继续担任执行董事及授权代表。曹冬先生自 2012 年 1 月至 2013 年 11 月担任 JD.com 审计部负责人, 随后自 2013 年 11 月至 2014 年 8 月担任 JD.com 财务部结算中心负责人。其自 2014 年 8 月至 2015 年 4 月担任 JD.com 经营分析部报告处负责人。自 2015 年 4 月至 2019 年 4 月, 曹先生担任 JD.com 预算与分析部的分析职能部门负责人, 随后担任 JD.com 预算与分析部负责人。

表1: 核心管理层信息

姓名	职务	主要经历
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。
曹冬	首席执行官	曹先生2019年4月担任京东健康股份有限公司的首席财务官，负责集团的财务及投资。自2012年1月至2019年4月在JD.com担任不同职位。自2012年1月至2013年11月担任JD.com审计部负责人，随后自2013年11月至2014年8月担任JD.com财务部结算中心负责人。其自2014年8月至2015年4月担任JD.com经营分析部报告处负责人。自2015年4月至2019年4月，担任JD.com预算与分析部的分析职能部门负责人，随后担任JD.com预算与分析部负责人。自2009年10月至2011年12月担任北京瑞沃迪国际教育科技发展有限公司财务总监。自2004年1月至2009年6月于新东方教育科技集团有限公司工作，且其最后担任职位为高级审计经理。于2010年9月获北京注册会计师协会认证为注册会计师，并于2004年11月获中国内部审计协会认证为国际注册内部审计师。于1999年7月取得中国石油大学财务管理理学学士学位，并于2002年7月取得对外经济贸易大学国际贸易硕士学位。于2025年09月29日获委任为京东健康股份有限公司执行董事、首席执行官。
邓丹	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: ifind, 信达证券研发中心

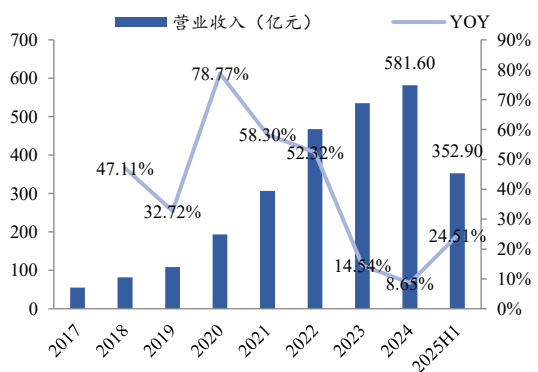
1.3 近 7 年收入 CAGR 约 40%，经调净利润 CAGR 约 56%，25H1 现金类资产约 606 亿元

1.3.1 近 7 年收入 CAGR 约 40%，24 年医药和健康产品销售收入占比超 83%

从收入增长的维度上看，2017-2024 年间公司收入复合增速约为 39.87%，2024 年公司收入规模达 581.60 亿元。2018-2022 年间，公司的收入增速均在 30%以上，其中，2020 年公司的收入增速高达 78.77%，收入的增长主要是源于用户规模扩大、复购提升以及线上渗透率的提高，新冠疫情加速了这一趋势。而 2023-2024 年收入增速下降，主要系疫情后线下医疗需求逐渐恢复，公司的医药和健康产品销售增速放缓。25H1 公司收入继续延续快速增长，收入增速约达 25%。

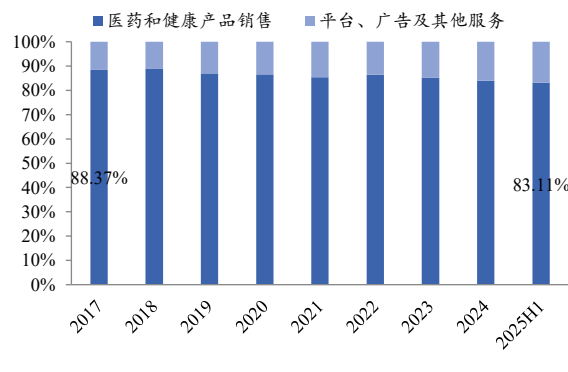
在收入构成方面，公司业务主要分为医药零售业务和医药健康服务两大板块。25H1 公司超过 83%的业务收入来自于医药和健康产品销售，其余收入来自于平台、广告及其他服务。

图4: 近年公司收入变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图5: 近年公司收入结构变动



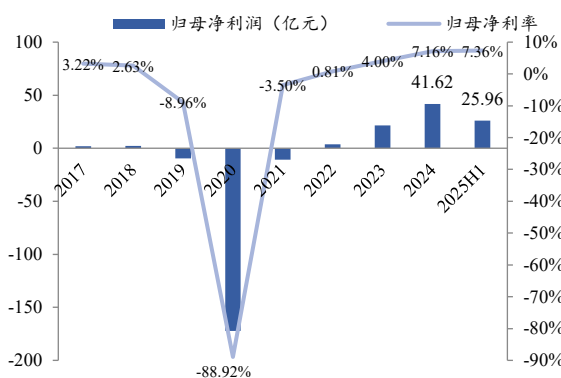
资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

1.3.2 近 7 年经调整净利润 CAGR 约 56%且持续创新高

在归母净利润方面，2019-2020 年归母净利润大幅下滑，主要是由于公司可转换优先股公允价值变动在 2019 年和 2020 年分别确认了 10 亿元和 172 亿元的亏损。2022 年公司归母净利润实现扭亏为盈（2022 年公司实现归母净利润 3.8 亿元），2022-2024 年间公司归母净利润 CAGR 约 231%，2024 年公司归母净利润达 41.62 亿元（归母净利率对应 7.16%）。2025H1 归母净利润延续较强增长趋势，归母净利润增速约达 27%，归母净利率达 7.36%。

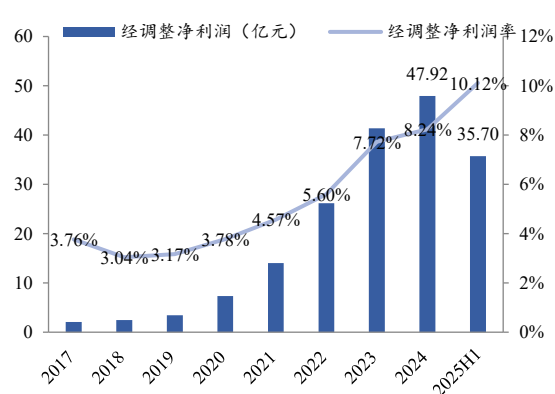
在经调整净利润方面，2017-2024 年间公司经调整净利润 CAGR 约 56%，2024 年公司经调整净利润达 47.92 亿元。在上市前阶段（即 2017-2020 年间），公司经调整净利润 CAGR 约 52%。在上市后（2021-2024 年间），公司经调整归母净利润 CAGR 约 51%，公司经调整净利润规模持续创历史新高。

图6: 近年公司归母净利润变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图7: 近年公司经调整净利润变动趋势



资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

在经调整净利润构成方面，公司主要调整项为股份支付开支、以公允价值计量且变动计入损益的金融资产及金融负债的公允价值变动以及税务。2019-2020 年主要调整项为可转换优先股公允价值波动，2019 年该项目影响规模达 12.63 亿元，2020 年为 175.4 亿元。近 4 年来，公司调整利润项的影响幅度呈下降趋势。2021-2024 年的调整项影响幅度分别为 24.75 亿元、22.33 亿元、19.93 亿元和 6.35 亿元。

表2: 近年经调整净利润结构分析

项目(亿元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
年度盈利	1.79	2.15	-9.72	-172.35	-10.73	3.83	21.43	41.57	25.91
加:									
股份支付开支	0.30	0.33	0.53	3.80	25.80	21.04	18.48	11.30	3.55
可转换优先股公允价值变动	-	-	12.63	175.40					
一次性上市开支	-	-	-	0.64					
以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产及金融负债的公允价值变动（惟理财产品除外）	-	-	-	-	-0.68	1.60	2.23	-6.24	8.54
经调整的税务影响	-	-	-	-	-0.37	-0.31	-0.78	1.30	-2.31
经调整净利润	2.09	2.48	3.44	7.49	14.02	26.16	41.35	47.92	35.70
经调整净利率	3.76%	3.04%	3.17%	3.86%	4.57%	5.60%	7.72%	8.24%	10.12%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

25H1 公司合计账面现金约 606 亿元人民币，其中现金及等价物约 252 亿元，非流动的金融资产约 143 亿元，定期存款约 166 亿元，流动的金融资产约 44 亿元。充裕的现金储备也产生较大的利息收益，因而需要剔除相应的利息收益才能更准确地分析公司的经营利润，我们剔除

了其他收入及收益净额和财务费用来分析经营性利润，25H1 对应的经营利润约 27.95 亿元，对应的净利率约 7.92%。

表3: 近年剔除其他收入及财务费用的经营性利润分析

项目(亿元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
1) 其他收入及收益净额	-	0.04	0.01	0.47	1.45	0.83	1.94	17.67	-0.29
2) 财务费用	-	-	0.04	-1.46	-4.52	-8.55	-19.40	-19.52	-8.04
经调整利润	2.09	2.48	3.44	7.49	14.02	26.16	41.35	47.92	35.70
剔除以上2项对应利润	2.09	2.44	3.47	5.56	8.05	16.78	20.01	10.73	27.95
对应利润率	3.76%	2.99%	3.20%	2.87%	2.62%	3.59%	3.74%	1.84%	7.92%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

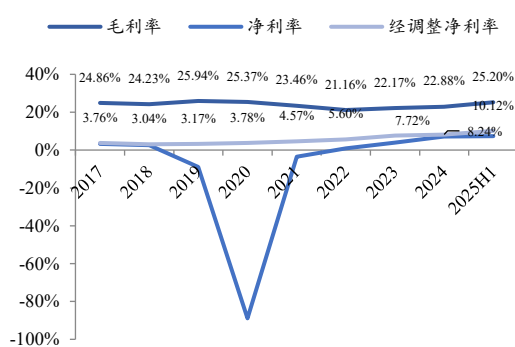
1.3.3 近 4 年经调整净利率持续提升，2025H1 经调整净利率达 10.12%

在毛利率方面，2020-2024 年间公司的毛利率维持在 21%-26%之间，2022 年起公司毛利率呈现提升趋势，从 2022 年的 21.16%提升至 2024 年的 22.88%，2025H1 公司毛利率达 25.2%（同比提升 1.56 个百分点）。在经调整净利率方面，公司经调整净利率呈现出持续提升趋势，从 2020 年的 3.78%持续提升至 2025H1 的 10.12%。

在期间费用率方面，2024 年销售费用率为 5.24%（25H1 为 5.13%），2024 年研发费用率为 2.29%（25H1 为 2.09%），2024 年一般行政开支费用率为 2.44%（25H1 为 1.73%）。2020-2024 年间销售费用率 4.7%到 7.4%间波动。2020-2024 年间公司研发费用率在 2%至 3.2%间波动。自 2021 年起公司一般行政开支费用率呈现下降趋势，从 2021 年的 8.27%下降至 2025H1 的 1.73%，2021 年管理费用率提升主要由于股权激励计划的股份支付开支。

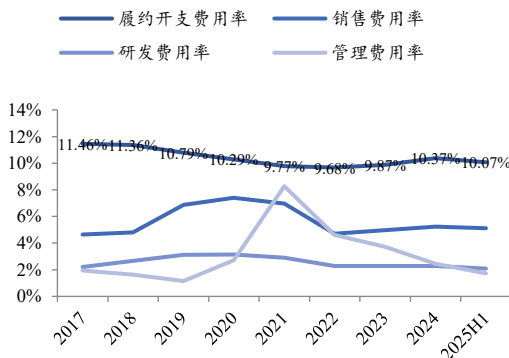
在履约开支费用率方面，2024 年履约开支费用率约 10.37%（25H1 为 10.07%），2020-2025H1 间公司履约开支费用率基本平稳，其在 9.6%至 10.4%间波动。

图8: 近年公司盈利能力变动



资料来源：ifind，信达证券研发中心

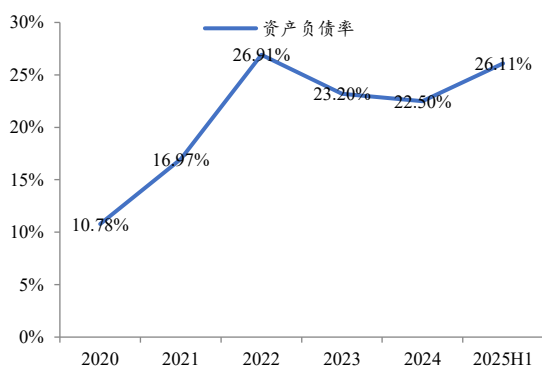
图9: 近年公司费用率变动趋势



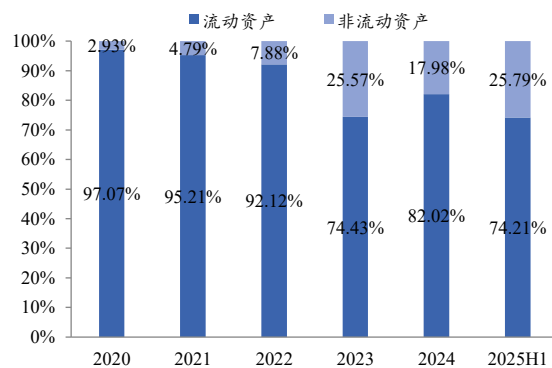
资料来源：ifind，公司公告，信达证券研发中心

1.3.4 近 5 年资产负债率均低于 27%，2025H1 现金类资产合计约 606 亿元人民币

公司的资产负债率较低，2025H1 公司资产负债率为 26.11%，且 2020-2025H1 间公司资产负债率均低于 27%。从资产结构上看，公司流动资产占主要，2025H1 公司流动资产占比约 74%。

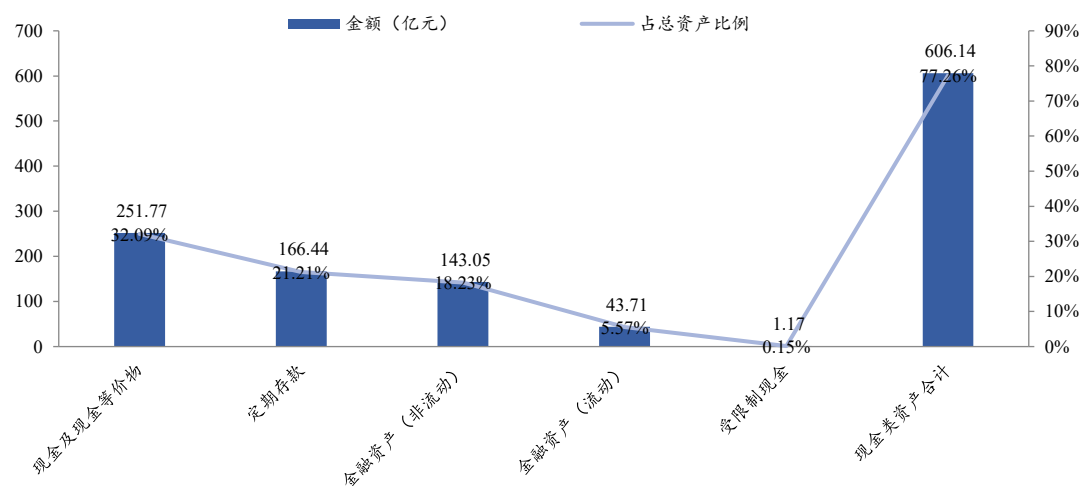
图10: 近年资产负债率变动


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图11: 近年公司资产结构变动


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

公司账面上现金类资产较充裕, 2025H1 公司现金类资产合计约 606.14 亿元人民币, 占总资产比例约 77%。其中, 现金及现金等价物约 251.77 亿元人民币 (占比约 32%), 定期存款约 166.44 亿元人民币 (占比约 21%)。

图12: 2025H1 现金类资产构成


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

二、互联网医疗使用率逐年提升，医药电商具备较强竞争优势且占零售终端比例逐年提升

2.1 医药电商具备价格便宜、种类丰富、信息透明等优势，且用户以中青年、女性为主

2.1.1 相比实体药店，医药电商具备价格便宜、种类丰富、信息透明等优势

相比于实体药店，医药电商存在3大优势：**①价格优势**。网上药店运营成本较低，无需承担实体店面租金、装修费用、大量员工工资及库存管理成本等，因此药品价格通常更具竞争力。同时，线上平台常通过批量采购、促销活动（如满减、优惠券、积分兑换等）进一步降低消费者购药成本。**②药品种类丰富**。网上药店的药品库存不受物理空间限制，通常能提供比实体药店更广泛的药品种类，包括一些罕见病用药、进口药品或特殊剂型，满足不同消费者的需求。**③信息透明与专业咨询**。线上药店会提供详细的药品信息，包括成分、适应症、用法用量、不良反应等，方便消费者全面了解药品。部分平台还提供在线药师咨询服务，消费者可随时咨询用药问题，获得专业指导。

医药电商的劣势包括：**①医保对接困难**。目前我国网上药店尚未全面接入医保系统，消费者无法使用医保支付，限制了购买力和市场拓展。**②物流时效性差**。药品配送需时间，对于急需用药的患者可能不适用，且配送过程中的温度、包装等条件若控制不当，可能影响药品质量。此外，偏远地区配送成本高，可能导致药品价格上升，或配送时间延长。**③缺乏面对面指导**，网上购药无法获得医生或药师的面对面专业指导，可能导致用药不当、药物滥用或延误病情。

图13: 医药电商优势和劣势分析



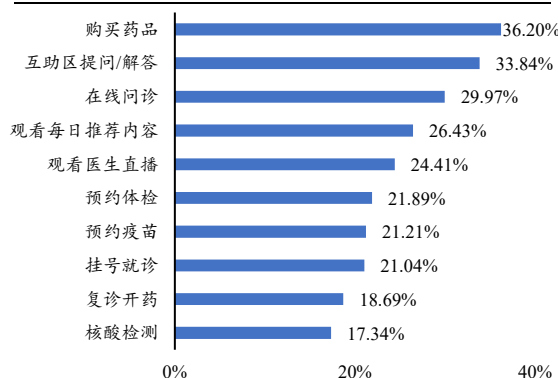
资料来源：信达证券研发中心

2.1.2 医药电商平台服务丰富，且用户以中青年、女性为主

医药电商平台对于用户的价值：医药电商平台对于用户而言，功能不仅可以购买药品，还可以在互助区提问/解答、在线问诊、观看每日推荐内容等。根据艾媒咨询统计，2024 年消费者使用医药电商平台常见项目包括购买药品（占比约 36.2%）、互助区提问/解答（占比约 33.84%）、在线问诊（占比约 29.97%）等。

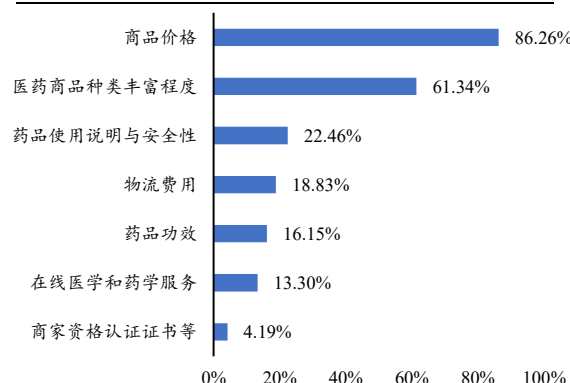
影响用户线上购药的核心因素：根据新华网财经调研，商品价格、医药商品种类丰富程度为最主要两大影响用户线上购药的因素，其中 86.26%的用户选择商品价格系影响其线上购药的主要因素，61.34%认为医药商品种类丰富程度是影响其购药的主要因素。

图14: 24 年消费者在医药电商平台使用服务比例



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

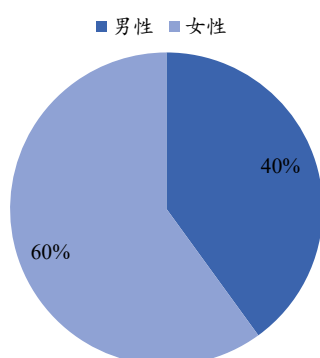
图15: 24 年影响用户线上购药的因素



资料来源：新华网财经，信达证券研发中心

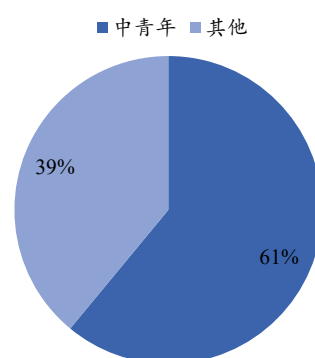
《线上用药趋势白皮书》数据显示，医药电商平台中以女性群体为主，其中女性占比约 60%。若从年龄段上看，中青年为购药主体，其占比约 61%。

图16: 医药电商用户性别分布



资料来源：阿里健康研究院，信达证券研发中心

图17: 医药电商用户年龄情况



资料来源：阿里健康研究院，信达证券研发中心

2.2 医药电商监管逐步放宽，2022 年起处方药可线上实名购买

早在 1998 年，上海第一医药商店就开办了国内首家网上药店，但是由于没有合格的政策法规被快速叫停。次年，监管部门就出台了《处方药和非处方药流通管理暂行规定》，明令禁止在网上销售处方和非处方药。监管部门最大的担忧在于当时网上售药规避了药品流通环节的监管，无法保证药品的安全性。如何监管成为药品能否上网销售的关键问题。直至 2005 年，政策才有所放宽，随着《互联网药品交易服务审批暂行规定》出台，取得资质的网上药店可以线上销售非处方药，但是只能由网上药店自行配送，严禁向个人销售处方药，严禁医疗机构网上销售药品。

2017 年 11 月，国家市场监督管理总局就《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，意见稿要求不得通过网络销售处方药。2019 年 12 月，新修订的《药品管理法》正式生效，明确第三方平台的法律地位和不得通过网络销售的药品种类，处方药不属于法律禁止网络销售的药品种类。不过，进入 2020 年后，在新冠疫情影响下，我国医药电商行业快速发展。2022 年 8 月 3 日，经过多次征求意见的《药品网络销售监督管理办法》发布，规定网上购买处方药采用实名制，没处方不得展示处方药说明书等信息，处方药网售政策靴子落地。2023 年 9 月，《药品网络交易第三方平台检查指导原则（征求意见稿）》给出了对于药品网络交易第三方平台检查的具体原则。

表4: 近年医药电商政策汇总

文件名称	提出时间	主要内容
《互联网药品交易服务审批暂行规定》	2005年9月	开放OTC网上交易，规定从事互联网药品交易服务的企业必须经过审查验收并取得互联网药品信息服务资格证书，只能销售非处方药，医药电商进入“A、B、C证时代”
《推进药品价格变革的意见》	2015年9月	提出新的药品价格形成机制：除麻醉药品和第一类精神药品外，取消药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成
《关于第三批取消39项中央制定地方实施行政许可事项的决定》	2017年1月	除第三方平台外，省级食品药品监管部门对互联网药品交易服务公司实施的所有审批均予取消
《药品网络销售监督管理办法(征求意见稿)》	2018年2月	表明可以有条件地开放第三方平台向个人消费者售药，但明确禁止网上展示、销售处方药
《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》	2019年8月	改善项目管理、优化定价机制、明确“互联网+”医疗服务的支付政策
《关于进一步优化营商环境更好服务市场主体的实施意见》	2020年7月	完善对新业态的包容审慎监管，在保证医疗安全和质量前提下，进一步放宽互联网诊疗范围，将符合条件的互联网医疗服务纳入医保报销范围，制定公布全国统一的互联网医疗审批标准
《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	2020年9月	积极发展互联网健康医疗服务，大力推进分时段预约诊疗、互联网诊疗、电子处方流转、药品网络销售等服务
《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》	2020年11月	完善“互联网+”医疗服务医保支付政策，根据地方医保政策和提供“互联网+”医疗服务的定点医疗机构的服务内容确定支付范围。落实“互联网+”医疗服务的价格和支付政策，支持“互联网+”医疗复诊处方流转
《互联网诊疗监管细则(征求意见稿)》	2021年10月	医疗机构开展互联网诊疗活动，应当严格遵守处方管理办法等规章制度。医生个人收入不得与销售药品收入和体检收入挂钩
《互联网诊疗监管细则(试行)》	2022年2月	指出，医疗机构开展互联网诊疗活动，处方应由接诊医师本人开具，严禁使用人工智能等自动生成处方
关于印发“十四五”中医药发展规划的通知	2022年3月	建设中医互联网医院，发展远程医疗和互联网诊疗。持续推进“互联网+医疗健康”、“五个一”服务行动。构建覆盖诊前、诊中、诊后的线上线下一体化中医医疗服务模式，让患者享有更加便捷、高效的中医药服务。鼓励发展“互联网+中医药贸易”。逐步完善中医药“走出去”相关措施，开展中医药海外市场政策研究，助力中医药企业“走出去”。推动中药类产品海外注册和应用
《“十四五”国民健康规划》	2022年5月	提出要促进全民健康信息联通应用，落实医疗卫生机构信息化建设标准与规范依托实体医疗机构建设互联网医院，支持医疗联合体运用互联网技术便捷开展预约诊疗、双向转诊、远程医疗等服务，优化“互联网+”签约服务。推广应用人工智能、大数据、第五代移动通信(5G)、区块链、物联网等新兴信息技术等，强化国民健康支撑与保障
国家药监局综合司关于规范处方药网络销售信息展示的通知	2023年6月	对网络销售药品提出了部分要求
《药品网络交易第三方平台检查指导原则(征求意见稿)》	2023年9月	给出了对于药品网络交易第三方平台检查的具体原则
《北京市药品网络销售监督管理办法实施细则(征求意见稿)》	2023年9月	给出了北京市对于药品网络销售的管理细则

资料来源：观研天下，信达证券研发中心

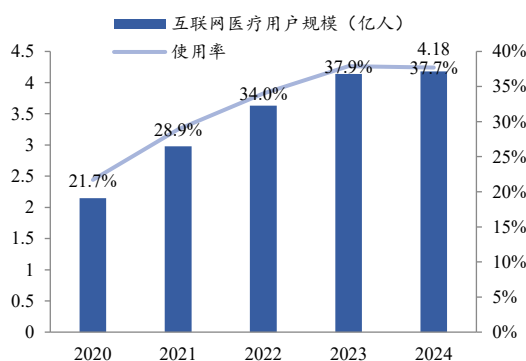
2.3 互联网医疗使用率逐年提升，网上药店占零售终端比例逐年提升且增速快于实体药店

2.3.1 互联网医疗使用率逐步提升，且用户主要以挂号、健康管理和医药电商平台为主

中国互联网络信息中心的数据显示，2024年全国互联网医疗用户规模达4.18亿人，2020-2024年间互联网医疗用户规模CAGR约18%。同时，2024年使用率约达37.7%，2020-2024年间互联网医疗的使用率年均提升4个百分点，互联网医疗正逐步渗透居民日常生活。

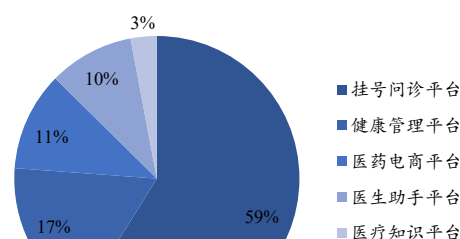
若从细分领域上看，2021年互联网医疗用户中约有59%使用挂号问诊平台，17%使用健康管理平台，11%使用医药电商平台，10%使用医生助手平台，而3%使用医疗知识平台。

图18: 近年互联网医疗用户规模变动



资料来源：国家数据局，信达证券研发中心

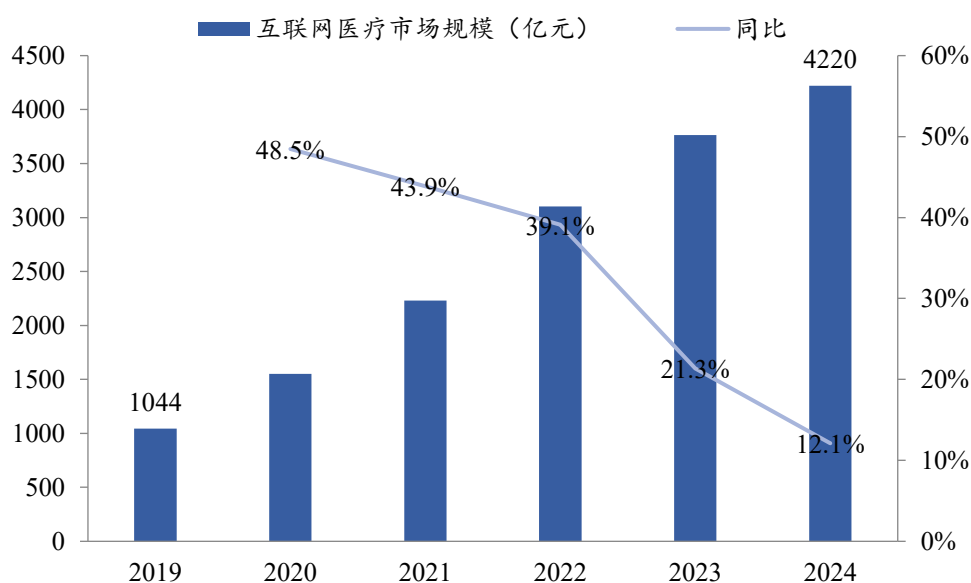
图19: 2021年互联网医疗细分领域结构分析



资料来源：mobtech，信达证券研发中心

2024年互联网医疗市场规模约4220亿元（同比增长约12.1%），2019-2024年间互联网医疗市场规模CAGR约32%。

图20: 近年互联网医疗市场规模变动

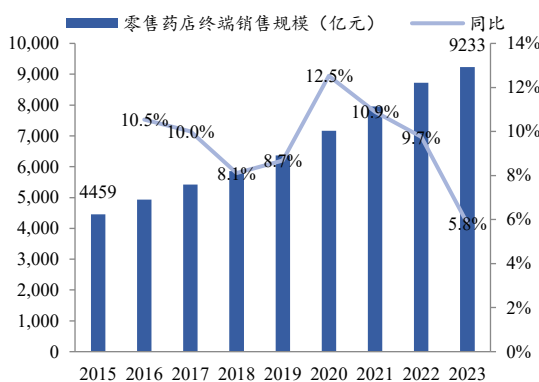


资料来源：电子商务研究中心，《2024中国数字健康市场数据报告》，信达证券研发中心

2.3.2 近年网上药店占比逐年提升且增速快于实体药店

2023 年实体药店和网上药店合计销售规模约 9233 亿元，2015-2023 年间该销售规模 CAGR 约 10%。此外，2023 年网上药店销售规模占零售药店终端的比例约 32.5%，2015 年网上药店销售规模占零售药店终端总销售规模约 3.2%，2015-2023 年间该比例年均提升 3.7 个百分点。

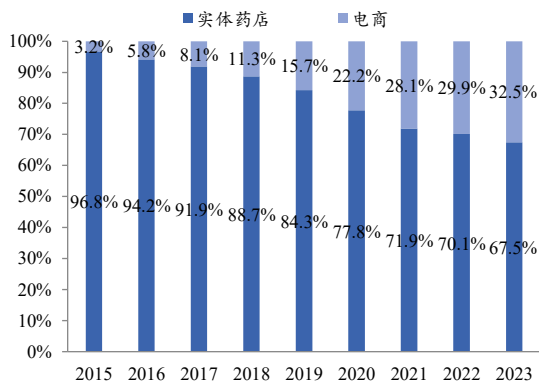
图21: 近年零售药店终端销售规模变动



资料来源：米内零售观察公众号，信达证券研发中心

注：该市场包含实体药店和网上药店

图22: 近年实体药店和网上药店销售占比变动

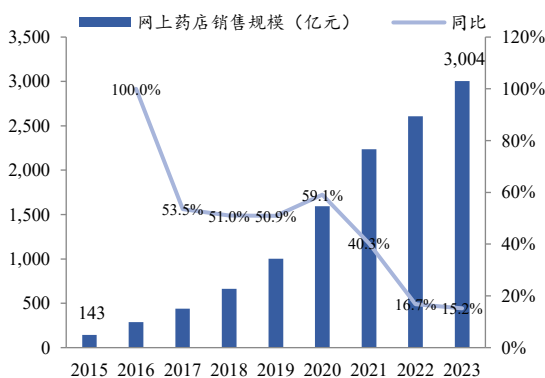


资料来源：米内零售观察公众号，信达证券研发中心

注：该市场包含药品市场和非药品市场

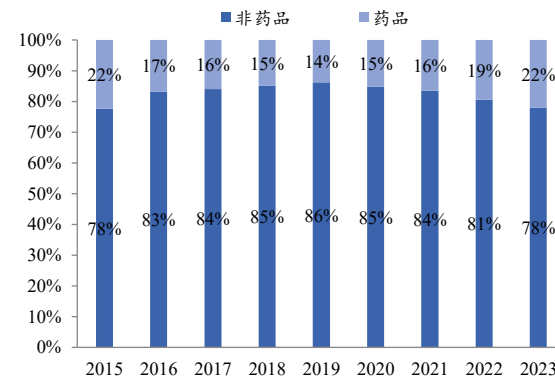
2023 年网上药店销售规模约 3004 亿元（同比增长约 15.2%），2015-2023 年间网上药店销售规模 CAGR 约 46%，较零售药店终端总销售规模 CAGR 高出约 36 个百分点。若从结构上看，网上药店仍以非药品销售为主，2023 年非药品销售占比约 78%，而药品销售占比仅 22%。

图23: 近年网上药店销售规模变动



资料来源：米内零售观察公众号，信达证券研发中心

图24: 近年网上药店药品和非药品占比



资料来源：米内零售观察公众号，信达证券研发中心

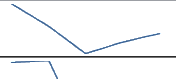
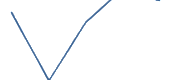
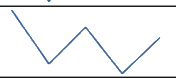
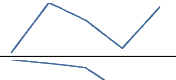
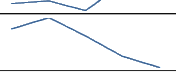
在 B2C 领域，2024 年京东健康收入规模达 581.6 亿元，领先于阿里健康和方舟健客。同时，毛利率方面京东健康毛利率约 22.88%。此外，B2C 的标的近 4 年收入 CAGR 均较高，京东健康和阿里健康近 4 年收入 CAGR 均超过 30%，而方舟健客则超过 20%。

在 O2O 领域，近年来实体药店均有所布局，而叮当健康较早布局 O2O 赛道。叮当健康 2024 年收入规模约 46.69 亿元，近 4 年收入 CAGR 约 20.31%。此外，2024 年叮当健康毛利率约 32.95%。

在实体药店，2024 年大参林收入规模达 264.97 亿元，领先于益丰药房、老百姓和一心堂等。从近 4 年收入 CAGR 上看，益丰药房和大参林均超过 16%，老百姓则约为 12%，一心堂约 9%。在毛利率方面，2024 年益丰药房毛利率超 40%，领先于大参林、老百姓和一心堂。

将 B2C、O2O 和实体药店综合对比，我们发现：①B2C 药店（主要系京东健康、阿里健康）的收入规模均超过实体药店。②近 4 年收入 CAGR 较快，京东健康和阿里健康均超过 30%，而实体药店均未超过 17%。③在毛利率方面，B2C 标的毛利率低于实体药店，这或与 B2C 药店售价相对便宜相关。④在品类方面，实体药店以药品销售为主，而网上药店以非药销售为主。例如，2024 年益丰药房中西成药占比约 74.99%，非药销售占比约 12.21%，中药销售占比约 9.61%。

表5: 医药电商及实体药店标的对比

类型	公司	24年收入规模 (亿元)	24年业务结构	近4年收入 CAGR	24年毛利率	毛利率走势
B2C	京东健康	581.60	83.9%医药和健康产品销售，16.1%市场、广告及其他服务	31.61%	22.88%	
	阿里健康	305.98	85.38%自营健康产品销售，11.73%医药电商平台业务，2.89%医疗健康及数字化服务业务	33.63%	21.81%	
	方舟健客	27.07	51.89%线上零售药店服务，23.88%综合医疗服务，3.88%定制化内容及营销解决方案，20.35%其他	23.60%	19.06%	
O2O	叮当健康	46.69	97.23%药品及医疗健康业务，2.77%其他	20.31%	32.95%	
实体药店	益丰药房	240.62	88.06%医药零售，8.76%批发，3.19%其他	16.32%	40.12%	
	大参林	264.97	82.73%医药零售，14.87%批发，2.4%其他	16.10%	34.33%	
	老百姓	223.58	85.46%医药零售，13.89%批发，0.65%其他	12.48%	33.17%	
	一心堂	180.00	71.88%医药零售，22.71%批发，2.99%其他，2.42%便利品	9.21%	31.79%	

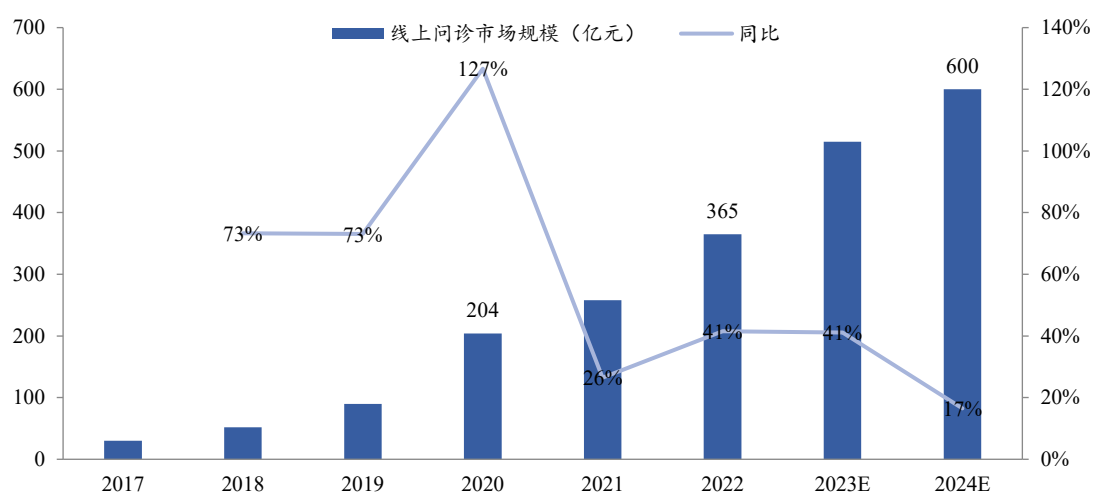
资料来源: ifind, 各公司公告, 信达证券研发中心

注: 阿里健康采用 2025 财年数据 (2024/4/1-2025/3/31)

2.3.3 2017-2022 年在线问诊市场规模 CAGR 约 65%

互联网健康平台充分发挥着连接优势，使患者看病更高效，线上问诊作为一种方便患者就医的方式在中国变得越来越普及，尤其新冠使线上问诊需求大增。2022 年线上问诊市场规模约 365 亿元，2017-2022 年间线上问诊市场规模 CAGR 约 65%。

图25: 2015-2030 年中国在线问诊市场规模（预测）

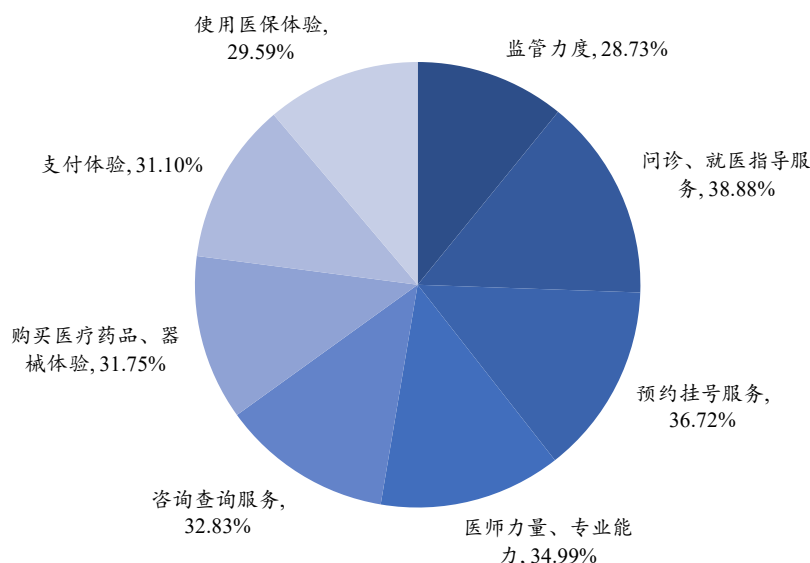


资料来源: 中商情报网, 信达证券研发中心

iiMedia Research（艾媒咨询）数据显示，相较于传统医疗，38.88%的用户认为互联网医疗的

优势在于问诊、就医指导服务，36.72%的用户认为其优势在于预约挂号服务，31.75%的用户认为优势在于购买医疗药品、器械的体验，31.10%和 29.59%的用户认为优势在于支付体验和 使用医保体验。

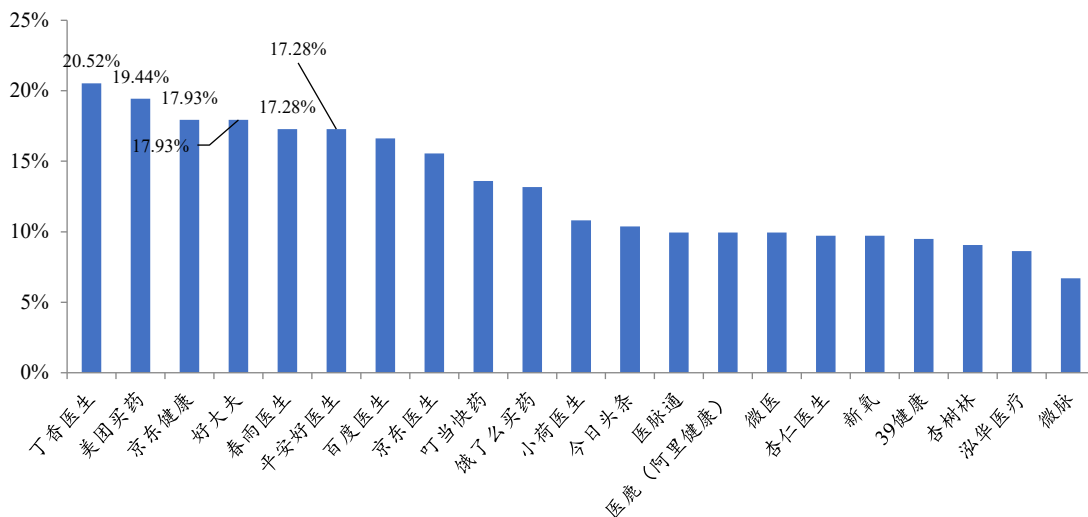
图26: 2024 年中国互联网用户认为的互联网医疗优势



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

iiMedia Research（艾媒咨询）数据显示，丁香医生、美团买药、京东健康、好大夫和春雨医生为用户使用的互联网医疗平台前五名，占比分别为 20.52%、19.44%、17.93%、17.93%和 17.28%。平安健康（17.28%）、百度医生（16.63%）和京东医生（15.55%）紧随其后。

图27: 2024 年互联网医疗平台使用情况对比



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

2.4 公司竞争力解析：集团赋能+规模优势+AI 医疗前瞻布局

2.4.1 集团赋能：流量、履约、技术等多方面全面合作

公司与京东集团之间有较强的协同效应，公司和京东集团在多领域进行合作，包括流量、履约、技术、客服和营销等。

在流量方面，截至 2022 年 9 月，京东集团拥有超 5.8 亿活跃用户数，借助集团的优势，公司得以触达更为广泛的用户。

图28: 京东健康的流量分析



资料来源：京东APP，京东健康APP，京东健康体检中心小程序，京东互联网医院小程序，信达证券研发中心

在数字服务方面，凭借京东集团的人才和核心技术，公司可获得对用户行为 and 需求的切实可行的见解，并增强公司的数字化赋能能力。同时公司也利用京东集团强大的客户服务能力提升公司的用户体验。

在供应链管理方面，公司利用京东集团的供应链管理能力和全国范围内的履约网络，并与其他物流服务供应商合作，促进公司的配送服务。2023 年京东健康自营业务能力进一步巩固。供应链基础设施建设方面，京东健康持续扩大覆盖全国的仓库网络和全温区配送服务范围，依托国内 24 个药品仓和超 100 个医疗器械、营养保健品仓，已经实现全国 225 个城市当日达，386 个城市次日达。

在即时零售方面，京东健康全新升级“京东买药小时达”业务，通过布局线下自营大药房和扩大合作药店网络，覆盖更多即时零售服务场景和人群。2023 年下半年，京东健康在北京开设的多家自营社区店上线“24 小时取药窗口”；截至 2023 年底，京东健康即时零售已覆盖超过 480 个城市，合作线下药房超过 12 万家。

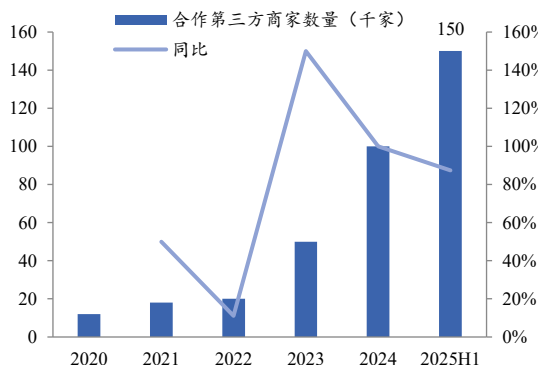
2.4.2 规模优势：十余年深耕助力公司构筑更强规模优势壁垒

经过十余年的深耕，公司规模效应逐步显现，我们认为规模优势体现在：①收入规模在同行业排名第一。②平台第三方商家数量及合作线下药店数量丰富。③活跃用户超 1.8 亿且逐年增长。

在收入规模方面，如表 5 所示，2024 年公司收入规模达 581.6 亿元，领先于其他同行 B2C 标的，同时也高于实体药店收入规模。收入规模的扩大不仅有助于公司提升对上游药企的议价力，从而降低采购成本；另一方面系规模效应有助于公司降低期间费用率。

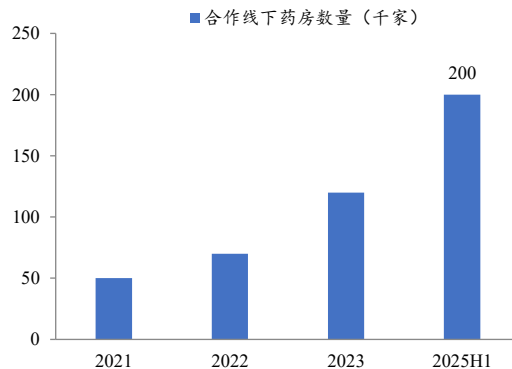
在平台第三方商家数量和合作线药店数量方面，截至 2025H1，公司合作第三方商家数量超 15 万家，同时合作线下药店数量超 20 万家。第三方商家的不断扩充不仅有助于维持平台活跃度，从而强化公司在线平台业务，同时有助于自营业务的协同发展。在即时零售方面，“京东买药秒送”服务持续提升服务覆盖范围和配送能力，链接全国超 20 万家药房，线上医保支付服务的覆盖范围扩大至近两亿人口。

图29: 近年合作第三方商家数量变动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

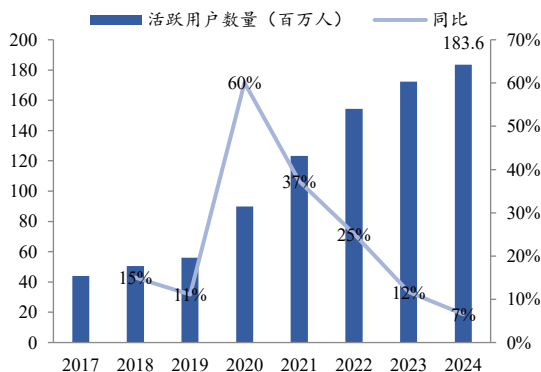
图30: 近年线下药店合作数量变动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

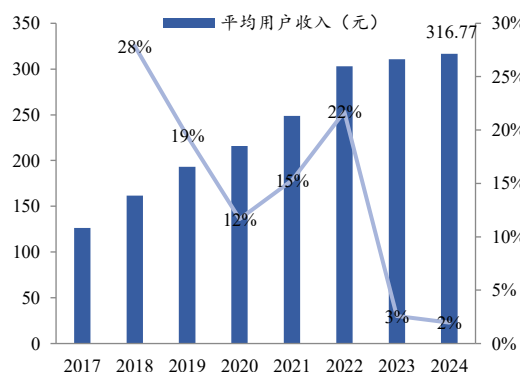
在活跃用户方面，公司通过自营、线上平台和全渠道布局，建立了零售药房的不同消费场景的布局。截至 2025H1，公司活跃用户数量突破 2 亿人，平台活跃度持续提升。

图31: 近年活跃用户数量变动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图32: 近年平均用户收入变动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.4.3 AI 赋能：借助“京医千询”模型持续发布多款 AI 医疗产品

◆ 公司 AI 医疗的布局历程&布局思路

自 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正式成立，更聚焦开展 AI 前沿研究；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”。2025 年 2 月，“京医千询”医疗大模型启动开源，即“京医千询”医疗大模型的所有模型参数、数据构造、多阶段模型训练、模型评测等核心代码都公开。2025 年 6 月自研医疗大模型“京医千询”已迎来 2.0 版本重磅升级。

作为中国互联网医疗领域最早布局 AI 的企业之一，京东健康不仅推出了国内医疗行业首个全面开源的垂类大模型“京医千询”，还在近两年陆续发布了“AI 京医”“京东卓医”“康康”等一系列基于大模型的 AI 医疗产品。从 toC、toB、toD 到 toH，覆盖院内院外、看病买药、健康管理等各个场景，而借助这些独有的应用场景，京东健康在业内也最先实现了大模型的大规模应用落地。

◆ “AI 京医”面向线上医疗健康全场景

“AI 京医”主要面向线上医疗健康全场景，包括面向用户的 AI 医生、AI 药师、AI 营养师、AI 心理咨询师等专业服务智能体，以及面向医生的 AI 诊疗助手、AI 科研助手等应用。2025 年 1 月，京东健康正式发布“AI 京医”。其应用场景主要是京东互联网医院的线上服务，为用户提供在线问诊、用药指导、健康科普等服务，同时帮助医生提高诊疗效率和科研能力。截至 2025 年 6 月 30 日，“AI 京医”智能体累计服务用户数已超 5,000 万，覆盖看病买药的各个流程和场景，实现健康管理服务的智能化升级。

图33：“AI 京医”布局思路



资料来源：京东健康黑板报公众号，信达证券研发中心

◆ “京东卓医”面向医院全场景应用

“京东卓医”：面向医院全场景应用的大模型产品，包括“个人就医管家”“医生数字分身”“未来数字医院”等服务。它主要应用于医院的线下场景，为医院提供全流程的智能化服务，包括患者就医流程的优化、医生诊疗辅助以及医院运营管理的提升。截至 2025H1，京东健康

和温州医科大学附属第一医院合作打造的门诊患者服务流程闭环，目前已累计服务患者超 220 万人次。

图34：“京东卓医”布局思路



资料来源：京东健康官网，信达证券研发中心

◆ “京东康康”面向普通用户

“康康”主要面向普通用户，作为直接与用户交互的智能健康助手。2024 年 7 月 30 日，京东健康正式发布“京东康康”。“京东康康”是“京医千询”面向广大用户推出的一款智能医疗服务产品。京东健康希望它能成为普通用户身边的个人健康助手。用户在生活中遇到健康方面的问题，可随时向“康康”问询，获得专业的解答。更重要的是，“康康”能够连接大量线上线下医疗资源，无论是寻医问药还是健康科普，都能够一站式得到解决。

图35：“京东康康”布局思路



资料来源：央广网，信达证券研发中心

三、自营业务为基石业务，平台&数字化营销业务为高毛业务

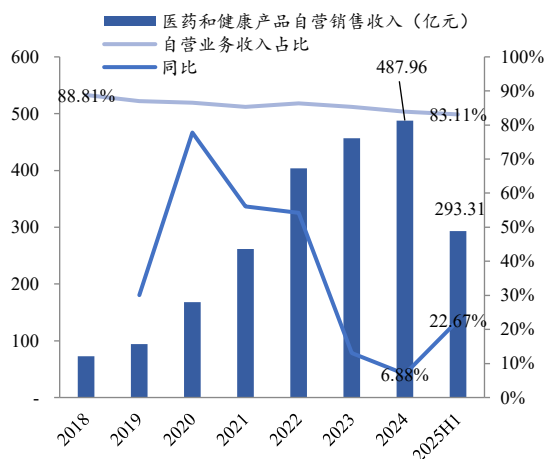
3.1 自营：用户用药习惯改变或将助力平台活跃度提升，品类矩阵扩充&即时零售值得重视

3.1.1 自营业务数据解读

自营业务是公司的基石业务，其商业模式主要系：公司通过京东大药房开展自营业务，从上游供应商采购医药健康产品后，直接销售至下游用户，赚取销售收入。若从竞争力上看，流量和供应链及物流能力均为核心要素。京东健康背靠京东集团，在流量方面得到集团的协助，同时仓储及物流方面与集团合作，实现更高效的存货管理与履约，为用户打造更为优质的购物体验。

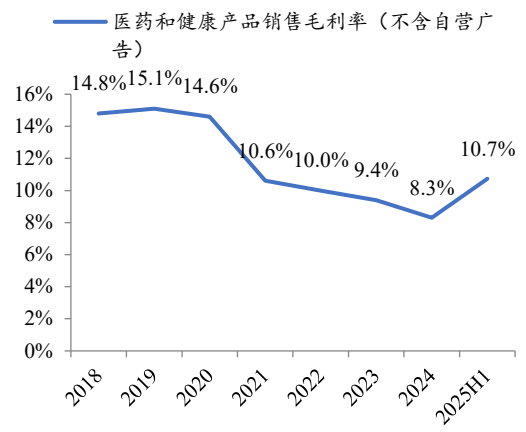
从成长性上看，2018-2024 年间公司自营业务收入 CAGR 约 37%，2025H1 公司自营业务仍有约 23% 增长。从规模上看，2024 年公司自营业务收入规模约达 488 亿元，2025H1 公司自营业务收入规模约 293 亿元。从盈利能力上看，由于公司自营业务主要系赚取进销差，因而毛利率相对较低，2024 年公司自营业务毛利率约 8.3%，2025H1 公司自营业务毛利率约 10.7%。

图36: 近年公司自营收入变动



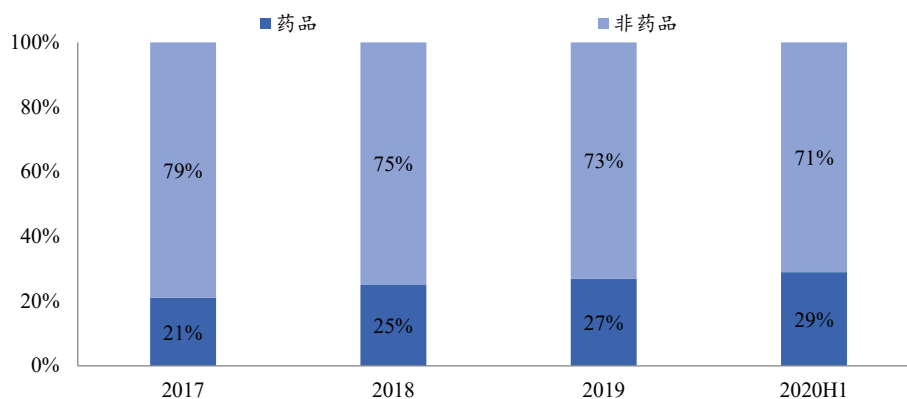
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图37: 近年自营业务毛利率变动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从品类结构上看，2020H1 公司以非药品销售为主，2020H1 非药品销售比例达 71%，而药品销售比例达 29%。如图 24 所示，网上药店均以非药销售为主，2023 年网上药店的非药品销售占比约 78%。从盈利能力上看，非药品的毛利率相对高于药品，而在药品中非处方药的毛利率要高于处方药。

图38: 近年公司销售品类结构变动


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注: 2020 年后续未披露具体占比

3.1.2 自营业务品类&产品矩阵

近年来公司持续深化与上游供应厂商的合作, 推动多产品&品牌首发, 扩充公司的产品供应矩阵体系: **1) 药品方面**, 京东健康在新特药首发、全渠道拓展和数字化营销等方面充分赋能合作伙伴。截至 2025H1, 超 30 款创新药在京东健康实现线上首发。其中, 信达生物旗下自主研发的减重创新药信尔美®, 信立泰药业旗下高血压治疗新药信超妥®, 强生公司旗下复方靶向抗肿瘤新药泽倍珂®, 青峰医药旗下国产抗流感新药伊速达®等突破性药品在京东健康线上首发, 继续巩固“新特药全网首发第一站”优势。京东健康还与全球多家药企打造创新合作新标杆。诸如, 公司与诺和诺德达成战略合作, 围绕肥胖症、糖尿病等疾病打造一站式诊疗服务, 构建覆盖预防、诊疗、健康管理的全周期服务体系。**2) 在非药品方面**, 截至 2025H1, 公司与多家医疗器械和营养保健品牌合作全网首发多款产品。其中, 鱼跃安耐糖 5 代动态血糖仪在京东健康平台首发, 通过全渠道供应链网络及服务能力实现商品极速配送, 用户还可选择京东护士到家服务, 享受便捷的上门佩戴与设备调试等专业支持。同时, 汤臣倍健全新升级的核心产品蓝罐蛋白粉于京东健康平台全网首发。此外, 公司还基于对消费者健康需求的洞察, 联合 Swisse、GNC 等品牌, 联合推出针对特定人群的鱼油产品。

2024 年公司医药品类的 SKU 数量突破 1000 万, 营养保健品类上线超过 200 万个新品 SKU, 跨境营养保健店铺数同步增长超过 181%。为了更好地为用户提供保障与服务, 京东健康联合近 40 个头部品牌, 共同建设品类专业化服务, 聚焦售后及活动咨询场景, 专项推进体验问题的改善与服务质量的提升。2024 年, 已合作的品牌万单求助率 (CPO) 同比下降 21%, 用户满意度显著提升。

图39: 2025 年合作的部分健康产品品牌


资料来源: 京东健康黑板报公众号, 信达证券研发中心

3.1.3 “京东买药秒送”布局正当时

截至 2025H1，“京东买药秒送”服务持续提升服务覆盖范围和配送能力，链接全国超 20 万家药房，线上医保支付服务的覆盖范围扩大至近两亿人口。同时，公司继续探索零售药房的创新服务模式，为更多地区的用户带来多样化的购药服务体验。京东健康与北京儿童医院签署战略合作框架协议，共同探索“儿科大药房”模式落地，建设符合“双通道”标准的儿科专属药房，致力于打通线上线下、支付、配送等关键环节。

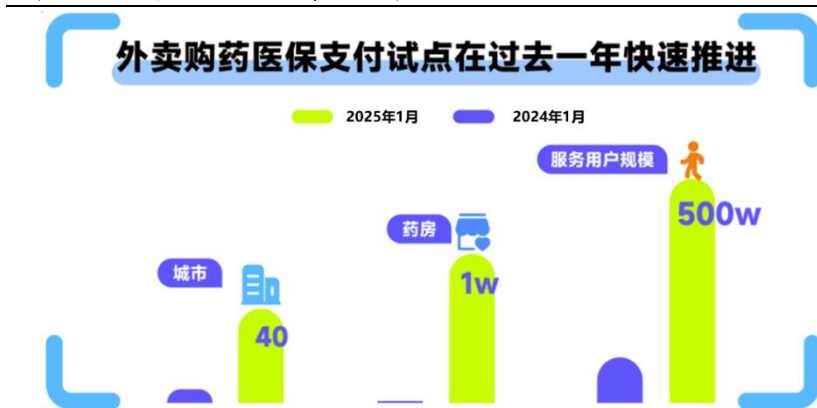
图40: O2O 布局示意图



资料来源：京东健康官网，信达证券研发中心

饿了么数据显示，自 2024 年 1 月至 2025 年 1 月平台上支持医保购药支付的城市已从 2024 年初的 6 个已增至 40 余个，平台接入试点药房数量已达近万家、同比增长近 10 倍，年服务用户数量近 500 万人次。从各地参保居民反馈来看，该举措有效惠及了参保居民的日常购药，特别在冬季、夜间等场景，有效减少了居民外出购药的不便。

图41: O2O 线上医保对接进展示意图



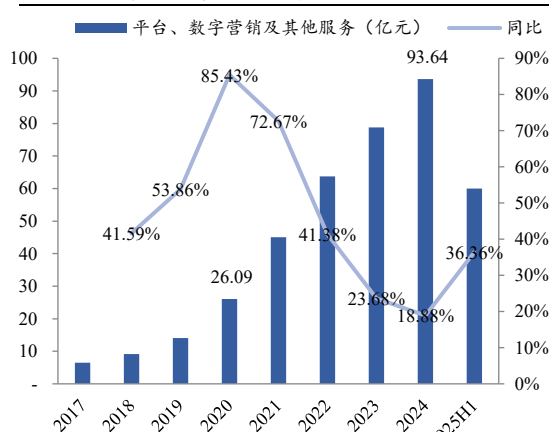
资料来源：新华社，信达证券研发中心

我们认为自营业务未来的增长驱动力可划分为：①年轻消费者用药习惯改变，叠加公司平台曝光度提升，从而带动公司整体活跃用户数量持续提升。②持续丰富的产品品类，诸如新特药、非药、保健品等，不仅能维持平台用户的活跃度，而且有望提升单个用户的采购频次以及单次采购额。③“京东买药秒送”持续深入布局，O2O 线上医保支付服务已在超 40 个城市有所开通，且 O2O 能满足居民冬季、夜间等多场景用药需求，未来或将为公司贡献新增长动能。

3.2 线上平台、数字营销及其他服务：高毛利业务，构建“医+检+诊+药”服务闭环

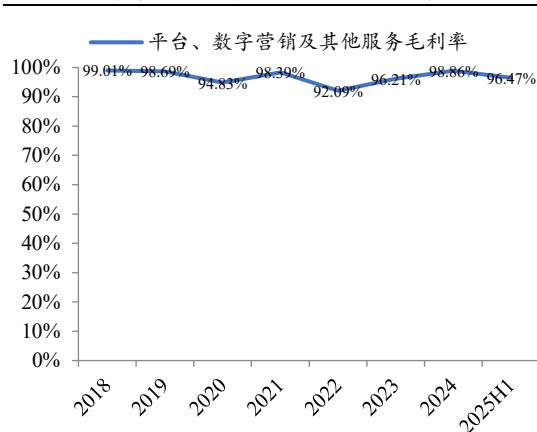
线上平台、数字营销及其他服务为公司的综合业务，包括：1) 线上平台业务。该业务系公司对第三方商家在线上平台销售收取佣金，佣金率根据各产品类别而不同。2) 数字营销服务。该业务主要系公司向广告主（主要包括京东健康及京东集团的多个网站渠道以及第三方营销联盟网站上的第三方商家）提供数字化营销服务，包括但不限于广告投放（如横幅、链接、标识及按钮）及就效果营销服务支付广告主按其产品或服务列表的每千次展示或每次有效点击所收费用。

图42: 近年公司平台及数字营销等收入变动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图43: 近年平台及数字营销等业务毛利率变动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2.1 平台业务：第三方商家维持平台活跃度，公司向第三方商家抽取销售额佣金

公司的线上平台业务系公司对第三方商家在线上平台销售收取佣金，佣金率根据各产品类别而不同。其中，医药类的提点率介于 7%到 15%，非处方药提点率约 7%，中药饮片提点率约 15%，其他医药产品提点率约 7%。非药健康提点率约 5%。

图44: 平台业务提点率

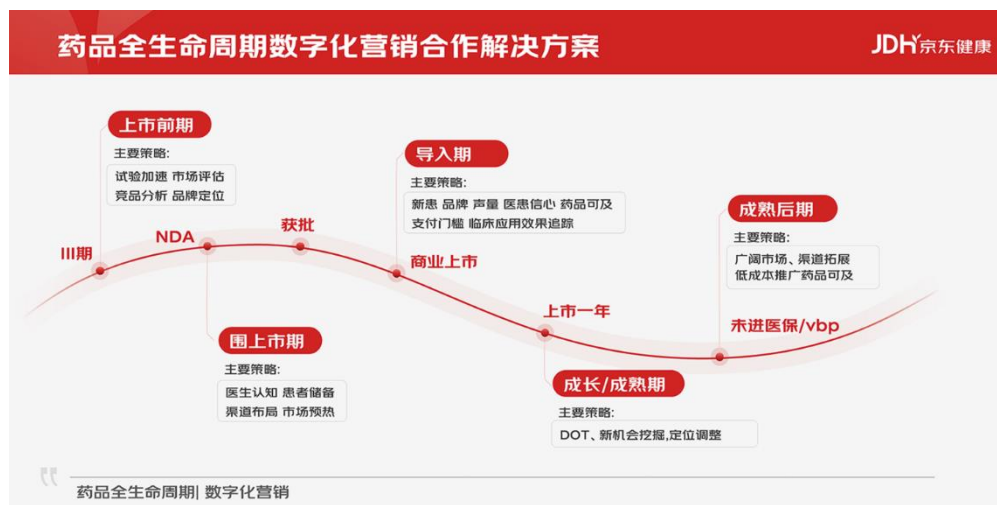
	细分类目	提点率	交易服务费率
非药健康	包括感冒预防用品、口腔医疗材料、口腔医疗器械、口腔预防用品、口腔医疗备、诊疗关联用品	5%	0.6%
健康管理	国内高端医疗、海外医疗	15%	0.6%
	健康体检	4%~6%	0.6%
	康养康复、中医服务、慢病管理、体重管理、诊后管理	10%	0.6%
医药类	非处方药	7%	0.6%
	中药饮片	15%	0.6%
	其他医药产品	7%	0.6%

资料来源：京麦官网，信达证券研发中心

3.2.2 数字营销业务：构建药品全生命周期数字化营销方案

京东健康具备行业领先的线上线下一体化医药健康流通及营销服务体系，为工业企业促进全维度的医药服务触达，是全球医药健康品牌实现数字化营销的全生命周期合作伙伴。

图45: 数字化营销业务示意图



资料来源：京东健康官网，信达证券研发中心

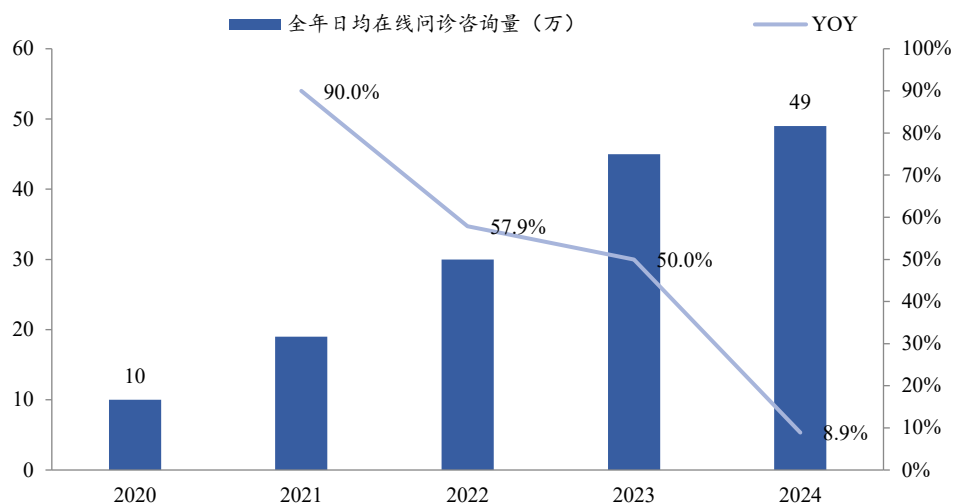
在医生教育层面，京东健康针对药品不同生命周期制定差异化赋能策略。在药品上市初期，通过多渠道传递药品临床优势与诊疗应用价值，帮助医生快速了解产品；进入成长与成熟期后，进一步深化核心目标处方医生覆盖，并下沉至广阔市场医生群体，通过精准触达与深度沟通，构建临床信任基础，为药品在院外市场的推广奠定专业根基。

在药师教育领域，京东健康打造了“药师通”平台，从专业提升、服务优化、职业发展等多维度出发，通过提供数字化支持工具、线上交流平台等方式，提升药师专业服务能力，推动线上线下药师专业化转型，为药企零售市场增量提供强劲助力。

3.2.3 其他服务：持续构建“医+检+诊+药”服务闭环和一站式体验

公司已实现“医+检+诊+药”服务闭环和一站式体验，同时公司持续巩固互联网医疗服务优势。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，2020-2024年间京东健康互联网医院的日均在线诊疗量CAGR约49%。

我们认为：①“医+检+诊+药”服务闭环推动了日均在线诊疗量的稳步增长；②问诊量的提升将为公司积累更多诊疗数据，一方面有助于公司进一步提升在线诊疗服务质量，另一方面为“京医千询”模型积淀数据储备，此外优质诊疗质量还可持续为京东大药房持续输送流量。

图46: 全年日均在线问诊量


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2025H1 公司继续强化互联网医疗专科能力建设，打造了以皮肤、精神心理、中医、肿瘤、男科为核心的五大专科体系。在皮肤专科领域，公司深耕常见病及专病诊疗，开设过敏、小儿皮肤、毛发、美容等特色门诊，已为超过 2000 万患者提供精细化、个性化的诊疗方案。公司还开设了全国首个互联网“罕见皮肤病诊疗专区”。在精神心理专科方面，公司已经与全国多所高校达成合作，通过打通“校、医、家”联动机制，构建起大学生心理健康服务体系，形成包括评估、咨询、转介、治疗环节的全周期服务闭环。

图47: 数字化营销业务示意图


资料来源：京东健康官网，信达证券研发中心

此外，2025H1 公司继续巩固到家医疗健康服务在行业内的领先地位，持续完善一站式闭环服务模式。京东护士到家业务进一步强化服务能力并不断迭代产品供给。截至 2025 年 6 月 30 日，已有超过 1.2 万名护士入驻京东健康平台；服务项目扩展至 7 大类 64 项，包括居家护理、康复护理、中医护理等。2025H1 公司还持续扩大京东到家快检服务网络，为全国 23 个城市的用户提供超 160 款快速检测服务。

四、盈利预测&投资评级

4.1 业务拆分

公司业务按照产品划分可分成自营业务（即医药和健康产品销售），平台、数字营销及其他业务共两大块业务。我们对公司两大业务做以下假设：

1) 自营业务（即医药和健康产品销售）：在收入方面，由于自营业务增长与用户购买量、购买频次以及单用户购买金额等因素相关，为更细致分析自营业务增长，我们假设活跃用户数 2025-2027 年增速分别为 10%、7%和 7%，而单用户收入增速分别为 10%、6%、6%，单用户收入增长驱动力一方面来自于公司品类扩充（比如非药、保健品等产品首发持续扩充，品类逐步扩大），品类丰富性不仅能满足用户购药需求，更能满足其大健康用品的需求；另一方面来自于用户购买习惯逐步形成依赖，其年均购买频次有望逐步提升。因此，我们预计自营业务 2025-2027 年收入增速分别为 21%、13.42%、13.42%。在毛利率方面，我们假设 2025-2027 年间毛利率均为 10.2%。

2) 平台、数字营销及其他业务：在收入方面，此板块可进一步划分为平台佣金收入、数字营销收入以及其他服务收入。我们假设平台佣金收入 2025-2027 年间增速分别为 20%、15%、15%，数字营销收入增速分别为 30%、20%、20%，其他服务收入增速分别为 35%、35%、35%。因此，我们预计平台、数字营销及其他业务 2025-2027 年收入增速分别为 26.9%、18.97%、19.09%。在毛利率方面，我们假设 2025-2027 年间毛利率均为 96.5%。

表6: 京东健康业务拆分

项目（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	581.60	709.26	811.04	927.89
同比	8.65%	21.95%	14.35%	14.41%
成本	448.51	534.37	606.31	687.96
毛利率	22.88%	24.66%	25.24%	25.86%
1、医药和健康产品销售	487.96	590.43	669.67	759.54
同比	6.88%	21.00%	13.42%	13.42%
成本	447.45	530.21	601.36	682.06
毛利率	8.30%	10.20%	10.20%	10.20%
活跃用户数（亿人）	1.84	2.02	2.16	2.31
同比	7%	10%	7%	7%
单用户收入（元）	265.77	292.35	309.89	328.49
同比	0%	10%	6%	6%
2、平台、数字营销及其他	93.64	118.83	141.37	168.36
同比	18.88%	26.90%	18.97%	19.09%
成本	1.06	4.16	4.95	5.89
毛利率	98.87%	96.50%	96.50%	96.50%

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

4.2 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别约为 709.26 亿元、811.04 亿元、927.89 亿元，同比增速分别约为 22%、14%、14%，实现归母净利润分别为 51.61 亿元、60.32 亿元、71.49 亿元，同比分别约增长 24%、17%、19%，对应 2025/11/13 股价 PE 分别约为 37 倍、31 倍、26 倍，对应的 PS 分别约为 2.67 倍、2.33 倍和 2.04 倍。

表7: 京东健康盈利预测

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	58160	70926	81104	92789
增长率YoY%	9%	22%	14%	14%
归属母公司净利润(百万元)	4162	5161	6032	7149
增长率YoY%	94%	24%	17%	19%
毛利率%	22.88%	24.66%	25.24%	25.86%
净资产收益率ROE%	7.54%	8.56%	9.11%	9.76%
EPS(摊薄)(元)	1.32	1.61	1.88	2.23
市盈率P/E(倍)	19.50	36.66	31.36	26.46
市销率P/S(倍)	1.42	2.67	2.33	2.04
市净率P/B(倍)	1.49	3.14	2.86	2.58

资料来源: ifind, 信达证券研发中心; 股价为 2025 年 11 月 13 日收盘价

4.3 投资评级

为综合了解可比公司的估值体系，我们分成 3 个维度选取可比公司：

①在互联网医疗领域，我们选取阿里健康和平安好医生，阿里健康是医药 B2C 的标的，而平安好医生立足于互联网医疗服务。在 PS 维度，2025-2027 年间两者 PS 均值分别为 4.01 倍、3.55 倍和 3.15 倍。在 PE 维度，2025-2027 年间两者 PE 均值分别为 75.34 倍、54.78 倍和 42.04 倍。

②在互联网领域，我们选取京东集团、阿里巴巴和美团作为可比公司。在 PS 维度，2025-2027 年间三者 PS 均值分别为 1.54 倍、1.42 倍和 1.28 倍。在 PE 维度，2025-2027 年间三者 PE 均值分别为 17.68 倍、18.47 倍和 13.07 倍。

③在实体药店领域，我们选择益丰药房、大参林和老百姓作为可比公司。在 PS 维度，2025-2027 年间三者 PS 均值分别为 1.19 倍、1.09 倍和 1 倍。在 PE 维度，2025-2027 年间三者 PE 均值分别为 18.52 倍、15.94 倍和 14.01 倍。

我们认为：①公司收入和经调整利润均处于快速增长阶段，同时未来年轻群体用药习惯逐步改变或将为医药电商持续输入活跃用户群，而公司作为医药 B2C 领域的引领者具备流量、供应链、规模等多重优势，有望受益于医药电商渗透率提升的潮流。②公司较早布局 AI 医疗，目前基于“京医千询”大模型开发出“AI 京医”“京东卓医”“康康”等一系列基于大模型的 AI 医疗产品。当前市场虽未摸索出 AI 医疗商业化的较好路径，但提前布局有助于企业积淀数据并优化服务体验，同时有助于提前养成用户使用习惯并抢占用户心智，对后续商业化铺设道路。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

表8: 可比公司估值

类型	公司	币种	总市值 (亿元)	PS			收入复合增速	PE			归母净利润复合增速
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	
互联网医疗	阿里健康	港币	954.31	2.60	2.38	2.17	10%	40.36	34.00	27.88	30%
	平安好医生	港币	325.95	5.41	4.72	4.12	15%	110.31	75.56	56.19	87%
均值		港币	-	4.01	3.55	3.15	12%	75.34	54.78	42.04	58%
互联网企业	京东集团-SW	港币	3,965.32	0.28	0.26	0.24	9%	14.67	9.17	7.52	5%
	阿里巴巴-W	港币	30,923.59	2.83	2.68	2.42	5%	20.68	25.30	19.78	22%
	美团-W	港币	6,239.86	1.53	1.33	1.16	13%	-	20.93	11.91	10%
均值		港币	-	1.54	1.42	1.28	9%	17.68	18.47	13.07	16%
实体药店	益丰药房	人民币	299.83	1.18	1.08	0.98	8%	17.28	15.04	13.28	14%
	大参林	人民币	214.67	1.08	0.98	0.89	8%	18.32	15.71	13.67	20%
	老百姓	人民币	132.27	1.30	1.21	1.12	6%	19.97	17.08	15.09	19%
均值		人民币	-	1.19	1.09	1.00	8%	18.52	15.94	14.01	19%
京东健康		港币	2,064.95	2.67	2.33	2.04	17%	36.66	31.36	26.46	20%

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 数据截至 2025/11/13)

注: ①可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期; ②港币兑人民币选取 0.9161。

注: 阿里健康和阿里巴巴财年与其他标的不同, 2025E 为例, 我们取阿里系的 2026 财年数据进行比较, 以此类推。

五、风险因素

- ◆ **行业政策风险：**作为互联网医疗领域的企业，公司的业务受到政策监管的影响较大。医疗及互联网相关行业监管法规持续调整，若公司无法及时适应监管要求，可能面临处罚、业务限制，甚至被迫调整业务模式，对业务产生重大不利影响。
- ◆ **行业竞争加剧风险：**互联网医疗行步入快速发展阶段，各大互联网医疗头部企业不断拓展医药电商和在线医疗业务，导致行业竞争加剧，可能对公司盈利能力及行业地位构成挑战。
- ◆ **平台用户增长不及预期风险：**公司业务收入主要依赖于线上付费用户的转化率。随着行业竞争的加剧和用户获取成本的上升，公司可能面临着用户增长速度放缓、平台活跃用户数量下滑以及付费转化效果不达预期的风险，进而影响业务增长前景。
- ◆ **商业化拓展不及预期风险：**在线医疗健康服务业仍处于发展阶段，相关业务模式仍在持续丰富和完善。后续可能面临付费意愿不足、实际效果不达预期等因素导致商业化拓展未能达到预期目标。
- ◆ **AI 应用落地风险：**公司目前重点推进 AI 医疗的战略部署。AI 技术在医疗领域的应用仍处于探索阶段，研发周期长，且面临着较高的监管风险。若技术落地效果不及预期，可能对公司的医疗服务质量和用户信任度造成不利影响，并阻碍公司的业务增长水平。
- ◆ **数据安全与隐私风险：**互联网医疗业务涉及大量用户健康数据和个人信息。若平台发生数据泄露、滥用或违反数据保护法规，可能面临监管处罚、用户信任流失及法律责任，损害公司业务及声誉。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	58,460	72,571	81,253	91,410
现金	22,629	41,006	45,533	51,301
应收账款及票据	551	394	451	515
存货	5,843	7,422	8,421	9,555
其他	29,438	23,749	26,849	30,038
非流动资产	12,815	6,788	6,575	6,360
固定资产	571	590	607	622
无形资产	2,320	2,060	1,800	1,540
其他	9,924	4,138	4,168	4,198
资产总计	71,275	79,358	87,828	97,770
流动负债	15,521	18,491	21,035	23,934
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	10,423	12,320	13,979	15,861
其他	5,098	6,171	7,056	8,073
非流动负债	513	573	573	573
长期债务	0	0	0	0
其他	513	573	573	573
负债合计	16,034	19,064	21,608	24,507
普通股股本	0	0	0	0
储备	55,292	60,343	66,266	73,305
归属母公司股东权益	55,231	60,282	66,205	73,244
少数股东权益	10	12	15	19
股东权益合计	55,241	60,295	66,220	73,263
负债和股东权益	71,275	79,358	87,828	97,770

重要财务指标				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	58160	70926	81104	92789
同比 (%)	9%	22%	14%	14%
归属母公司净利润	4162	5161	6032	7149
同比 (%)	94%	24%	17%	19%
毛利率 (%)	22.88%	24.66%	25.24%	25.86%
ROE%	7.54%	8.56%	9.11%	9.76%
EPS(摊薄)(元)	1.32	1.61	1.88	2.23
P/E	19.50	36.66	31.36	26.46
P/B	1.49	3.14	2.86	2.58
EV/EBITDA	19.52	35.22	27.10	20.71

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	58,160	70,926	81,104	92,789
其他收入	0	0	0	0
营业成本	44,851	53,437	60,631	68,796
销售费用	3,049	3,754	4,333	5,004
管理费用	1,419	1,135	1,217	1,299
研发费用	1,330	1,482	1,695	1,939
财务费用	-1,952	-1,791	-1,668	-1,554
除税前溢利	4,797	5,737	6,706	7,947
所得税	640	574	671	795
净利润	4,157	5,163	6,035	7,152
少数股东损益	-5	3	3	4
归属母公司净利润	4,162	5,161	6,032	7,149
EBIT	2,844	3,946	5,038	6,393
EBITDA	3,059	4,207	5,301	6,658
EPS(元)	1.32	1.61	1.88	2.23

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,332	6,751	7,276	8,518
净利润	4,162	5,161	6,032	7,149
少数股东权益	-5	3	3	4
折旧摊销	215	261	263	265
营运资金变动及其他	-39	1,327	978	1,101
投资活动现金	3,146	11,746	-2,630	-2,630
资本支出	-39	-20	-20	-20
其他投资	3,185	11,766	-2,610	-2,610
筹资活动现金流	-46	-10	-10	-10
借款增加	-37	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-10	-10	-10
其他	-8	0	0	0
现金净增加额	7,592	18,377	4,527	5,768

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。