

## 京东健康 (06618.HK)

## 当互联网医疗龙头插上 AI 翅膀

京东健康是京东集团旗下专注于医疗健康业务子公司，构建“零售药房+在线医疗服务”双轮驱动业务模式，为用户提供“医+检+诊+药”服务闭环，成为中国收入规模最大的医药健康零售渠道。

- **搭建“医+药”双轮驱动业务模式，经营业绩快速增长。**公司是目前国内规模最大的线上 B2C 零售药店，背靠母公司京东集团，搭建了强大的供应链优势和用户基础，过去 5 年销售收入由 194 亿元增长至 582 亿元，CAGR 为 31.5%，净利润 (NON-GAAP) 由 7.5 亿元增长至 47.9 亿元，CAGR 达到 59.0%。
- **从行业看，凭借价格、产品丰富度和信息透明等优势，药品线上化趋势明显。**一方面在大的处方外流背景下，中国院外药品市场蓬勃发展；另一方面，线上药店占院外药品市场份额由 2020 年 5.6% 提升至 2024 年 13.2%，B2C 和 O2O 模式的价格优势和丰富的可选择性被年轻一代青睐，在线下实体药店表现承压背景下，我们看到 B2C 和 O2O 药店仍然维持了较快的增长。
- **零售药房：自营+在线平台+即时零售全渠道布局。**线上市占率第一，2024 年收入 488 亿元，同比增长 6.9%，年度活跃用户数量达到 1.84 亿。1) 自营 B2C 业务：借助京东集团覆盖全国的配送基础设施网络快速响应，巩固“新特药全网首发第一站”优势，拓展产品供给；2) 在线平台：接入第三方商家数量超 15 万家，增加平台长尾商品供给；3) O2O 业务：覆盖全国超 20 万家药店，借助京东供应链优势可实现最快 9 分钟送药上门。
- **互联网医疗服务：构建“医+检+诊+药”服务闭环。**提供线上线下一体化健康服务，包括 7\*24 小时的在线问诊、处方续签、慢性病管理、家庭医生和消费医疗健康服务等。京东互联网医院打造了皮肤、精神心理、中医、肿瘤和男科五大专科体系能够实现医生 24 小时在线，平均 30 秒接诊；截至 2025H1，入驻京东健康平台护士数量超 1.2 万名，服务项目也拓展至 7 大类 64 项。
- **发布大模型“京医千询”，赋能多个应用场景。**2023 年，京东健康首次对外发布行业内领先的基于健康知识图谱和健康大数据构建的医疗大模型“京医千询”，并在随后发布“AI 京医”、智能助手“康康”和“京东卓医等面向不同应用场景的 AI 产品。
- **盈利预测与投资建议。**我们看好线上药品零售市场发展，以及公司供应链和产品优势，AI 有望为公司带来新增长点。预计 2025-2027 年将实现净利润 48.4/58.0/67.8 亿元，yoy+16.3%/19.9%/16.8%，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：政策风险、竞争加剧、供应商风险、AI 应用风险等。**

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	53530	58160	71144	85145	99306
同比增长	15%	9%	22%	20%	17%
营业利润(百万元)	701	1479	3557	4598	5660
同比增长	-1597%	111%	141%	29%	23%
归母净利润(百万元)	2142	4162	4840	5803	6782
同比增长	463%	94%	16%	20%	17%
每股收益(元)	0.67	1.30	1.51	1.81	2.11
PE	77.2	39.7	34.2	28.5	24.4
PB	3.4	3.0	2.8	2.6	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

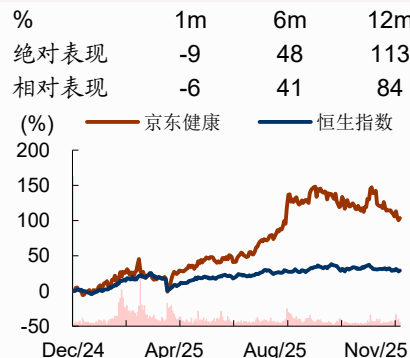
## 增持 (首次)

消费品/生物医药  
目标估值：NA  
当前股价：57.15 港元

## 基础数据

总股本 (百万股)	3209
香港股 (百万股)	3209
总市值 (十亿港元)	183.4
香港股市值 (十亿港元)	183.4
每股净资产 (港元)	18.1
ROE (TTM)	7.2
资产负债率	26.1%
主要股东	刘强东
主要股东持股比例	68.268%

## 股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 梁广楷 S1090524010001  
liangguangkai@cmschina.com.cn
- 许菲菲 S1090520040003  
xufeifei@cmschina.com.cn
- 丁浙川 S1090519070002  
dingzhechuan@cmschina.com.cn
- 欧阳京 S1090524070012  
ouyangjing@cmschina.com.cn
- 李星馨 S1090524070010  
lixingxin@cmschina.com.cn
- 胡馨媛 S1090525060001  
huxinyuan@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、 零售药房+医疗服务双驱动，线上线下全业态发展.....	4
1.1 零售药房：全渠道布局，供应链优势明显 .....	5
1.2 医疗健康服务：线上线下一体化发展，构建“医+检+诊+药”服务闭环.....	8
二、 发布大模型“京医千询”，AI 赋能全场景 .....	11
三、 盈利预测与投资建议.....	12
四、 风险提示 .....	13

## 图表目录

图 1: 京东健康发展历程 .....	4
图 2: 2017-2025H1 京东健康营业收入（亿元） .....	4
图 3: 2017-2025H1 京东健康净利润及净利润（NON GAAP）（亿元） .....	4
图 4: 2017-2025H1 京东健康毛利率和净利率 .....	5
图 5: 2017-2025H1 京东健康三费率 .....	5
图 6: 零售药房+医疗服务双轮驱动业务模式 .....	5
图 7: 2017-2025H1 公司营业收入结构 .....	5
图 8: 2013-2024 年中国零售终端药品销售规模（亿元） .....	6
图 9: 2013-2024 年中国零售药店渠道结构 .....	6
图 10: B2C 药店企业药品零售收入实现更快增长（亿元） .....	6
图 11: 不同类型零售药店企业毛利率 .....	6
图 12: 京东健康活跃用户数量（百万人次） .....	7
图 13: 2017-2024 年公司医药和健康产品销售收入（亿元） .....	7
图 14: 京东零售药房三大模式互相协同 .....	7
图 15: 京东药房 B2C 和 O2O 业务 .....	7
图 16: 中国数字大健康行业市场空间及增速（亿元） .....	8
图 17: 京东健康医疗服务场景不断丰富 .....	9
图 18: 2017-2024 年广告,市场营销及其他服务收入（亿元） .....	9
图 19: 2020-2024 年京东互联网医院日均问诊咨询量（万人次） .....	9
图 20: 京东健康医疗健康服务线上场景 .....	10
图 21: 京东健康医疗服务线下场景 .....	10

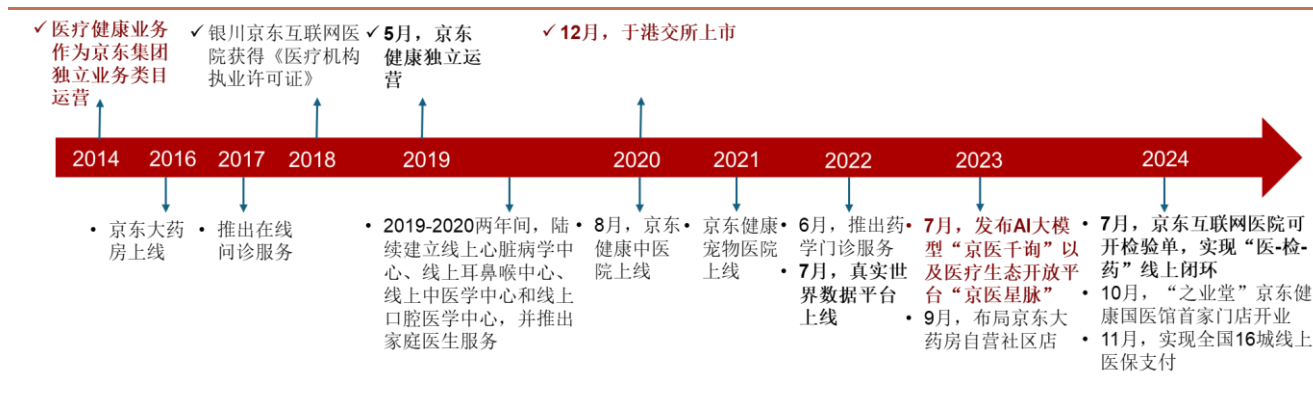
---

图 22: 京东健康“京医千询”大模型底座.....	11
图 23: 京东健康智慧医疗体系.....	11
表 1: 京东健康收入构成表（亿元）.....	12
附: 财务预测表.....	14

## 一、零售药房+医疗服务双驱动，线上线下全业态发展

京东健康是京东集团旗下专注于医疗健康业务的子公司，2014年起京东集团医疗健康业务就作为独立业务类目单独运营，2016年正式推出京东大药房从事零售药房业务，2017年推出在线问诊服务搭建医疗服务业务体系，此后公司零售药房和医疗服务业务规模不断扩大。基于“零售药房+在线医疗服务”双轮驱动业务公司建设了全面的“互联网+医疗健康”生态体系，业务范围涉及健康食品营销与销售、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。

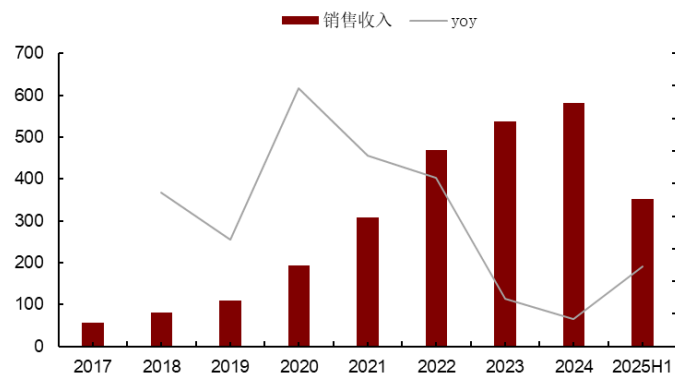
图 1：京东健康发展历程



资料来源：公司官网、招商证券

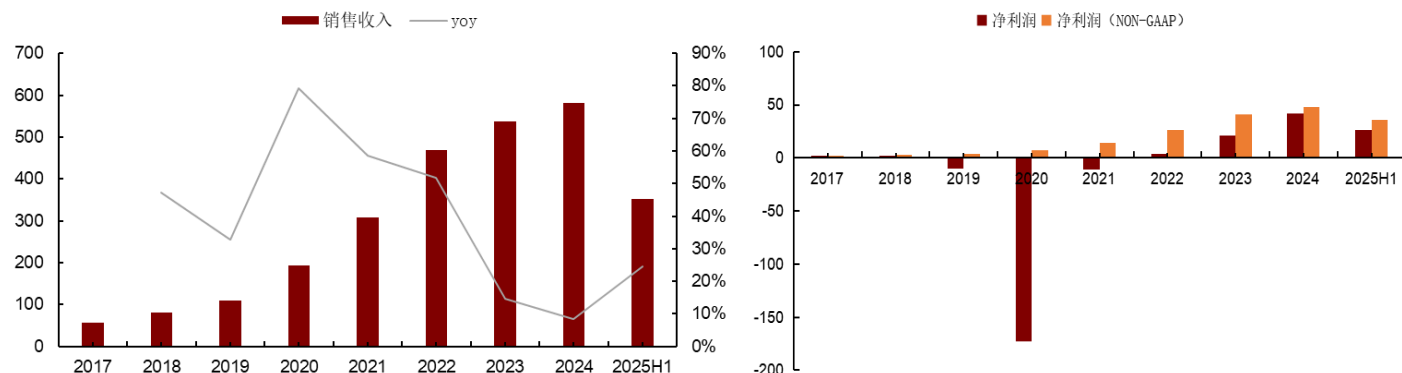
营业收入持续增长，盈利能力提升更加明显。随着公司供应链能力提升，以及商品和服务种类不断完善，零售药房业务活跃用户数量显著增加带动营业收入自2017年起实现了稳定增长，营业收入由2017年55.5亿元增长至2024年581.6亿元，CAGR为39.9%。从盈利水平看，2019-2021年受公司可转换优先股公允价值变动亏损及股份支付等因素影响，公司净利润为负，2022年起则实现了净利润转正并稳步增长；而净利润（NON GAAP）净利润从2017年2.09亿元增长至2024年47.92亿元，毛利率和净利润率均实现稳步提升。

图 2：2017-2025H1 京东健康营业收入（亿元）



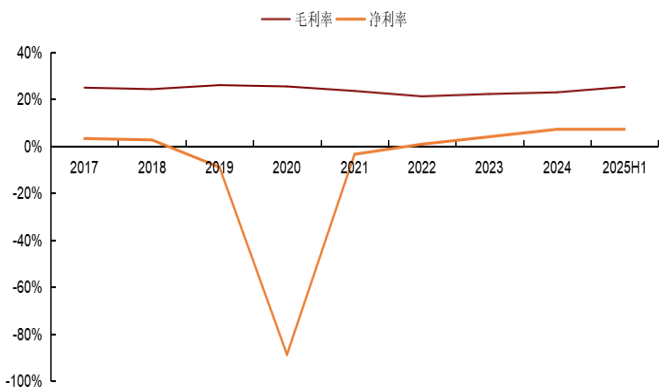
资料来源：Wind、招商证券

图 3：2017-2025H1 京东健康净利润及净利润（NON GAAP）（亿元）



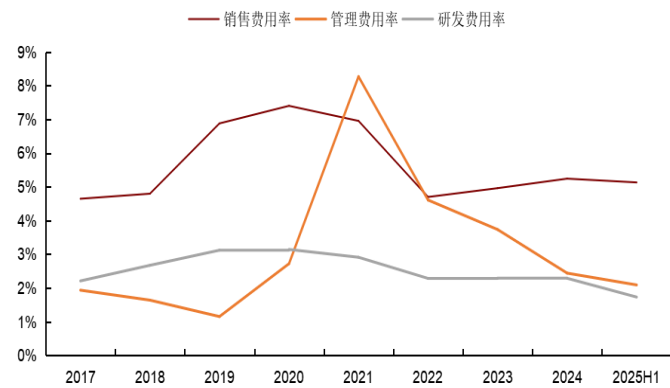
资料来源：Wind、招商证券

图 4：2017-2025H1 京东健康毛利率和净利率



资料来源：公司公告、招商证券

图 5：2017-2025H1 京东健康三费率



资料来源：公司公告、招商证券

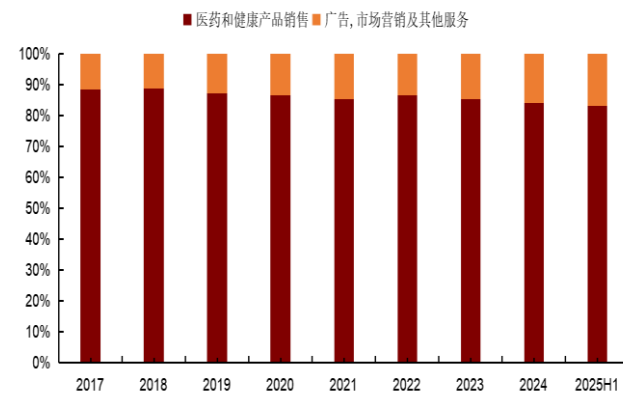
**“医+药”双轮驱动，构建一体化的健康服务平台。**公司主营业务包括京东大药房为核心的销售药品以及在线医疗健康服务提供的医疗服务，形成公司“医+检+诊+药”的业务模式闭环，通过“线上与线下”和“服务与实物”的深度融合，零售药房与在线医疗健康业务互相协同赋能，发挥“互联网+医疗健康”更大价值。从收入结构看，以自营零售药店为核心的医药和健康产品销售业务收入是公司主要盈利来源，收入占比超过 80%，但随着公司线上平台交易量提升，广告主数量增加，服务收入保持快速增长，收入占比也逐渐提升，2024 年公司线上平台、数字化营销及其他服务收入占比提升至 16.1%。

图 6：零售药房+医疗服务双轮驱动业务模式



资料来源：公司招股书、招商证券

图 7：2017-2025H1 公司营业收入结构



资料来源：公司公告、招商证券

## 1.1 零售药房：全渠道布局，供应链优势明显

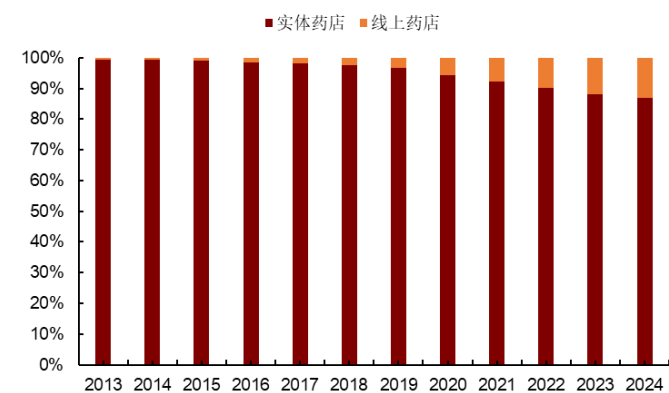
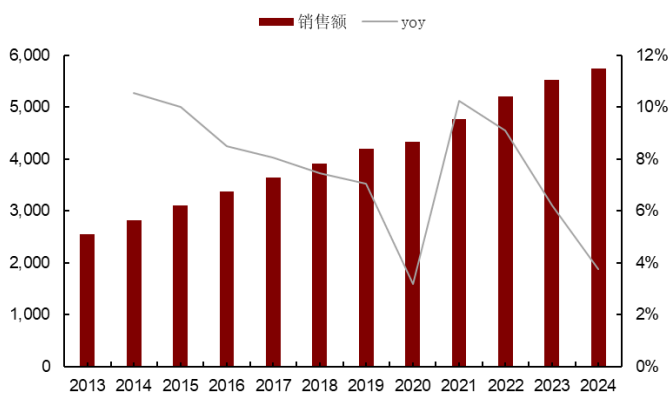
**院外药品市场扩容，线上化趋势深化。**在处方外流背景下，中国院外药品市场蓬勃发展，根据弗若斯特沙利文报告，预计中国门诊药品销售额 87.6%可在院外流通，其中 32.5%可在线上分销。米内网数据显示 2024 年中国院外零售药店规模为 5740 亿元，同比增长 3.7%，2024 年中国院内外药品合计销售额 18638 亿元，院外销售额占比为 30.8%，仍有较大提升空间。

**相比于线下药房，互联网药店具有价格实惠、种类丰富和信息透明等优势，更被年轻一代接受。**根据统计，2024 年中国线上药店药品销售规模 758 亿元，同比增长 14.4%，增速快于线下实体药店，占院外药品零售市场规模 13.2%，市占率

逐年提升。随着在线零售药房市占率提升，弗若斯特沙利文预计 2030 年将有 27.5% 的药品和 40.9% 医疗器械通过线上渠道进行零售分销，线上药房仍有较大增长空间。

图 8: 2013-2024 年中国零售终端药品销售规模 (亿元)

图 9: 2013-2024 年中国零售药店渠道结构



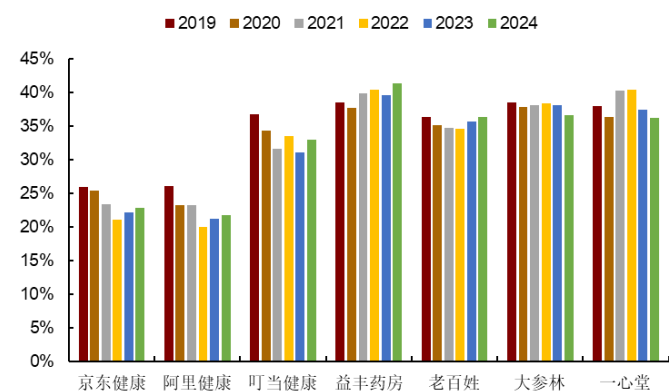
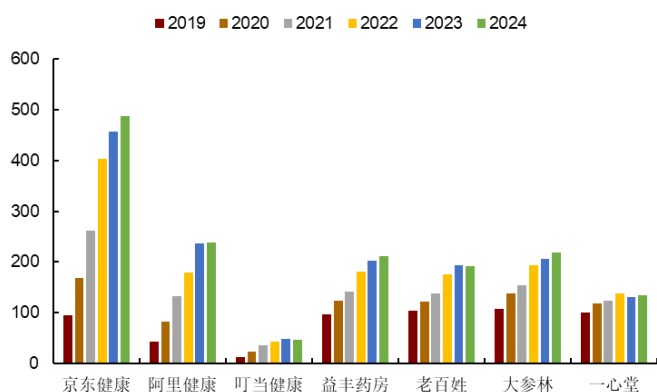
资料来源: 米内网、招商证券

资料来源: 米内网、招商证券

相比于线下实体药店和 O2O 平台,我们认为 B2C 业务模式凭借平台优势和规模经济有望实现强者恒强,以京东健康、阿里健康为核心的 B2C 企业市占率将进一步提升。以过去 5 年为例,以京东健康、阿里健康和叮当健康为主的医药电商平台均实现了相较于线下药店更快的业绩增长,京东健康/阿里健康/叮当健康/益丰药房/老百姓/大参林/一心堂 5 年收入 CAGR 分别为 38.9%/41.2%/29.4%/17.2%/13.2%/15.5%/6.1%;从毛利率看,由于产品结构差异等因素,线下实体药店毛利率普遍高于 B2C 和 O2O 企业,但近两年看到京东健康和阿里健康整体毛利率也呈现稳步提升趋势也呈现了一定的恢复趋势。

图 10: B2C 药店企业药品零售收入实现更快增长 (亿元)

图 11: 不同类型零售药店企业毛利率



资料来源: 各公司公告、招商证券

资料来源: 各公司公告、招商证券 (京东健康、阿里健康、叮当健康为公司整体毛利率, 四大线下药店为药品零售毛利率)

京东零售药房收入稳健增长, 线上市占率第一。零售药房业务是公司打造“线上健康消费第一入口”的关键环节, 经过数十年发展成为国内收入规模最大的在线零售药房, 2024 年公司医药和健康产品销售收入达 488.0 亿元, 同比增长 6.9%, 通过自营+在线平台+即时零售三种业务模式结合构建满足消费者多样化购药需求生态圈。截至 2024 年底, 京东健康年度活跃用户数量达到 1.84 亿, 保持稳定增长为公司零售药房业务收入增长助力。

图 12: 京东健康活跃用户数量 (百万人次)

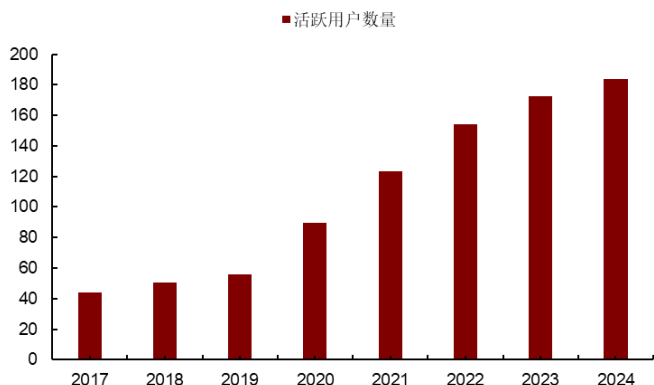
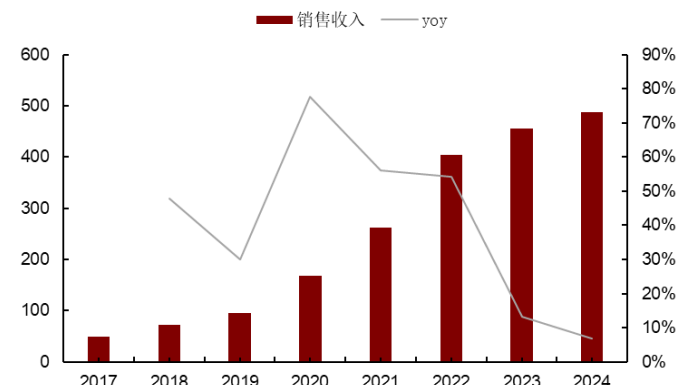


图 13: 2017-2024 年公司医药和健康产品销售收入 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

**自营+在线平台+即时零售全渠道布局, 三大模式互相协同成就国内最大的医药健康零售渠道。**

**1) 自营 B2C 业务:** 以京东大药房为主要载体, 京东大药房借助母公司京东集团遍布全国的配送基础设施网络优势, 快速响应消费者需求, 凭借活跃的用户数量和先进供应链优势, 京东大药房巩固“新特药全网首发第一站”优势, 与默克、欧加隆、Teva、默沙东、辉瑞、第一三共等全球知名药企合作, 实现多款新特药的首发; 此外在健康消费品和医疗器械领域, 公司继续巩固领先优势, 丰富产品类别, 在患者教育、数字营销服务等方面与厂家形成合作。

**2) 在线平台:** 是公司自营业务重要补充, 通过引进第三方连锁药店、独立药房以及医药和健康产品提供商, 增加公司线上平台的长尾产品供给, 提升用户的健康消费体验, 在线平台接入的第三方商家数量从 2020 年 1.2 万家增长至 2025H1 超过 15 万家, 活跃商家数量持续增加, 为公司贡献销售佣金收入。

**3) O2O 线下服务:** 为了完善零售药房业务全渠道布局, 实现线上和线下的协同, 一方面公司全力发展即时零售业务, 截至 2025H1 即时零售覆盖全国超 20 万家药店, 线上医保支付服务覆盖人群近 2 亿人, 24 小时满足客户需求, 借助京东供应链优势可实现最快 9 分钟送药上门; 另一方面开设线下自营新型药房, 打造全新线下药房消费体验。

图 14: 京东零售药房三大模式互相协同



资料来源: 公司公告、招商证券

图 15: 京东药房 B2C 和 O2O 业务

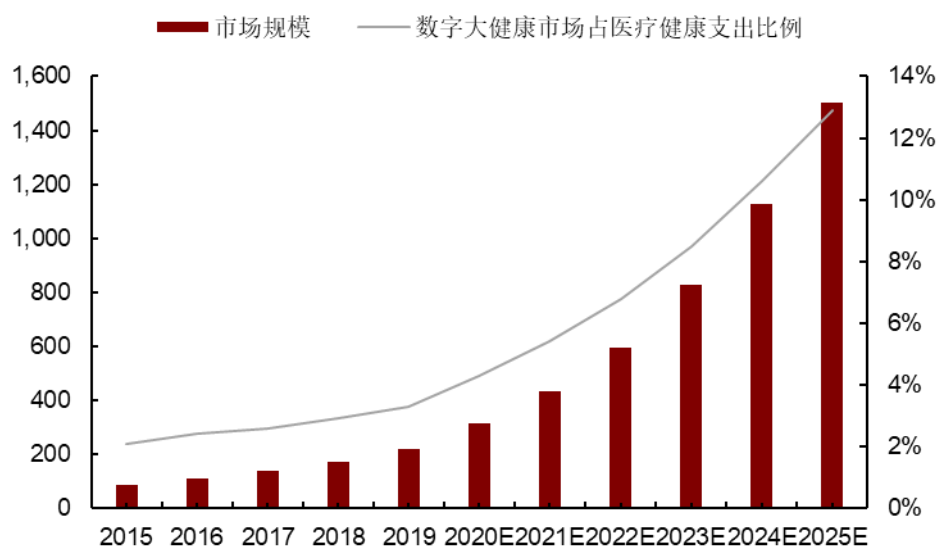


资料来源: 公司官网、招商证券

## 1.2 医疗健康服务：线上线下一体化发展，构建“医+检+诊+药”服务闭环

人工智能技术有望驱动互联网医疗行业迎来新一轮增长。过去十年，“互联网+医疗健康”行业在大数据、云存储等技术手段和政策推动实现快速增长，此时的互联网医疗更多是转变医疗场景（由线下见面到线上），而不涉及医疗本质和新需求的创造；而随着新的人工智能技术尤其是生成式 AI 的发展，医疗行为本质将发生深刻变化，AI 辅助问诊、AI 处方审核和 AI 健康管理等新业态将激发更多新的互联网医疗需求，同时将有望带来行业新一轮增长。根据弗若斯特沙利文报告预测，2024 年中国数字大健康市场销售额将达到 1129 亿元，其中在线问诊、线上消费医疗健康服务交易额达到 155 和 76 亿元，实现快速增长。

图 16：中国数字大健康行业市场空间及增速（亿元）



资料来源：京东健康招股书、招商证券

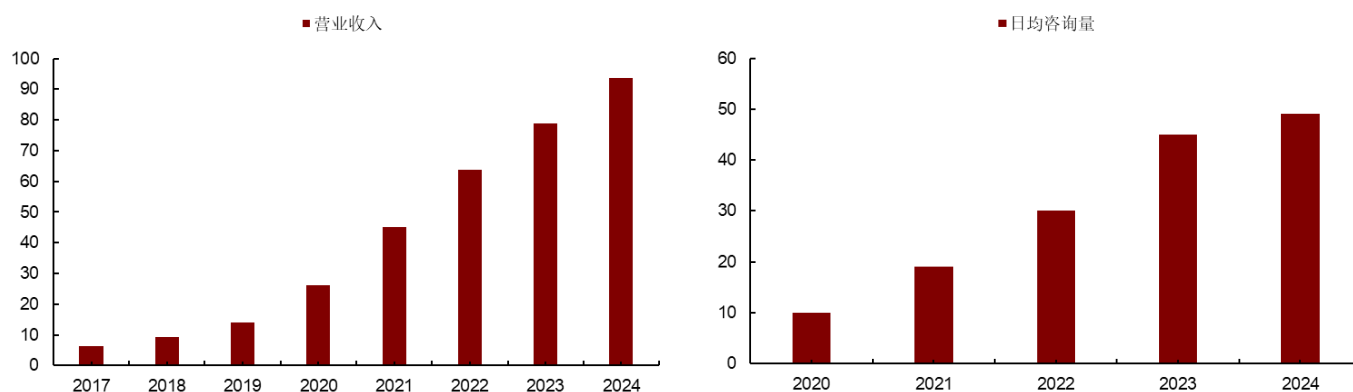
服务场景不断丰富，日均问诊量稳步增长，2018 年京东互联网医院获得医疗机构执业许可证，公司就开始从事线上互联网诊疗服务，最初仅提供在线处方验证及续签服务等基础服务来满足用户线上购药需求，此后拓展了在线问诊、处方续签、慢性病管理和家庭医生服务等其他应用场景，目前公司可以提供包括线上线下一体化的医疗健康服务，实现“医+检+诊+药”的闭环服务。2024 年公司广告、市场营销及其他服务实现收入 93.6 亿元，实现稳健增长，全年京东互联网医院日均在线问诊诊疗量达到 49 万人次。

图 17: 京东健康医疗服务场景不断丰富

时间	措施	应用场景
2018年3月	京东互联网医院获得医疗机构执业许可证、互联网医院拍照	处方验证续签等
2019	搭建自有医生和外部医生组成的医生团队，联合胡大一教授成立首个专病中心“京东健康心脏中心”，并陆续成立耳鼻喉中心、皮肤病中心等多个专病中心	在线问诊、处方续签等
2020	京东健康中医院上线，推出家庭医生服务	提供专职家庭医生、无限制的专家问诊、医生转诊、全天候健康经理服务和其他服务
2023	推出京东到家快检，京东健康体检中心宿迁点、亦庄店和宿豫医院先后开业，上线国内首个皮肤互联网医院	提供上门和到店消费医疗服务，为用户提供线下购药、体检
2024	京东健康“之业堂”国医馆开业，京东互联网医院可开检验单，实现“医-检-药”线上闭环	提供线下中医服务和一站式“医+检+诊+药”闭环服务”

资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

图 18: 2017-2024 年广告,市场营销及其他服务收入(亿元) 图 19: 2020-2024 年京东互联网医院日均问诊咨询量(万人次)



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

线上和线下双布局，搭建一站式的线上健康服务平台。京东医疗健康服务业务从线上起家，目前可以提供线上线下一体化业务，包括 7\*24 小时的在线问诊、处方续签、慢性病管理、家庭医生和消费医疗健康服务等业务。1) 线上业务以京东互联网医院加医疗健康服务 O2O 业务为核心：京东互联网医院组建由自有医生和外部医疗专家构成的医疗团队，跨越多个科室，为了搭建京东健康品牌效应，与多个专家共建疾病专科中心，包括心脏中心、耳鼻喉中心、皮肤病中心等，能够实现医生 24 小时在线，平均 30 秒接诊，为用户提供更加便捷的线上就医需求；医疗健康服务 O2O 业务包括到家快检、护士到家等服务，通过上门和到家两种模式，为用户提供消费医疗服务，2024 年公司上线了近 40 种居家医疗护理项目，包括上门采血、伤口护理、陪诊等服务，截至 2025H1 入驻京东健康平台护士数量超 1.2 万名，服务项目也拓展至 7 大类 64 项，包括居家护理、康复护理、中医护理等。2) 2023 年起，公司开始延伸线下医疗服务场景，京东健康体检中心宿迁店、亦庄店以及联合地方政府部门打造的宿豫医院先后开业，2024 年“之业堂”京东健康国医馆首家门店开业，线下医疗服务布局不断丰富。

图 20: 京东健康医疗健康服务线上场景



资料来源: 公司官网、招商证券

图 21: 京东健康医疗服务线下场景



资料来源: 公司官网、招商证券

## 二、发布大模型“京医千询”，AI赋能全场景

率先发布医疗大模型“京医千询”，逐步落地多个AI应用场景。2023年，基于零售药房和医疗健康服务业务积累的海量高质量健康档案和医药流通大数据，京东健康首次对外发布行业内领先的基于健康知识图谱和健康大数据构建的医疗大模型“京医千询”。以“京医千询”大模型为底座，公司推进AI与产品和解决方案的全面部署，结合具体的医疗服务场景，完成多个大模型应用落地和业务布局。

2024年京东健康陆续推出了智能健康助手“康康”、AI心理陪伴师产品“聊愈小宇宙”、手机测血压等C端产品；2025年1月公司首次发布医疗大模型产品体系“AI京医”，同时面向患者端和医生端，不仅使得医生执业更加高效，同时为患者提供更便捷、专业的医疗服务体验，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医生的数字分身，和面向医生的AI诊疗助手、AI科研助手等应用。截至2025H1，“AI京医”智能体累计服务用户数量已超5000万，覆盖看病买药全流程和场景，实现健康管理服务的智能化升级。

针对ToB端，2025年1月首次发布业内首个面向医院全场景的应用大模型产品“京东卓医”，为医院提供面向患者的“个人就医管家”、面向医生的“医生数字分身”、面向全院运营管理的“未来数字医院”服务，同时链接患者就医、医生诊疗和医院管理全场景。同时京东健康与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，累计服务患者超200万人，帮助医院实现提质增效，提升就诊体验。

图 22: 京东健康“京医千询”大模型底座



资料来源：公司公众号、招商证券

图 23: 京东健康智慧医疗体系



资料来源：公司官网、招商证券

### 三、盈利预测与投资建议

京东健康作为国内最大的医药健康零售渠道，建立了覆盖医药健康行业的全品类供应能力，“零售药房+在线医疗服务”的商业模式更好解决用户一站式需求，在整体院外药品市场扩容和线上化趋势深化背景下，公司业绩有望实现稳健增长。

- **医药和健康产品销售：**一方面京东健康年度活跃用户数量实现稳健增长，2024 年达到 1.84 亿人，但相比主站 7 亿的年度活跃用户数量（2025Q3）仍有较大提升空间，预计京东健康用户数量仍将保持稳定增长；另一方面随着公司扩大产品供给、提升服务体验，包括 O2O 业务的增长，单个用户年均消费金额有望提升，因此我们预计 2025-2027 年公司医药和健康产品销售收入为 596/714/833 亿元，同比增长 22.1%/19.9%/16.6%；
- **广告，市场营销及其他服务：**入驻第三方商家数量的增加，以及 AI 驱动下的数字营销服务能力提升均会提升板块销售收入，预计 2025-2027 年公司广告，市场营销及其他服务收入为 116/137/160 亿元，同比增长 23.5%/18.5%/16.6%。

综上，我们预计 2025-2027 年公司将实现营业收入 711/852/993 亿元，同比增长 22.3%/19.7%/16.6%；归母净利润为 48.4/58.0/67.8 亿元，同比增长 16.3%/19.9%/16.9%，对应 PE 为 34/29/24 倍，首次覆盖，给予“增持”投资评级。

表 1：京东健康收入构成表（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	535.3	581.6	711.4	851.5	993.1
yoy	14.54%	8.6%	22.3%	19.7%	16.6%
医药和健康产品销售	456.5	488.0	595.8	714.4	833.2
yoy	13.1%	6.9%	22.1%	19.9%	16.6%
广告、市场营销及其他服务	78.8	93.6	115.6	137.1	159.8
yoy	23.7%	18.9%	23.5%	18.5%	16.6%

资料来源：Wind、招商证券

## 四、风险提示

**政策风险：**医药行业受到多项行业政策监管，政策变动可能会对公司经营产生影响；

**竞争加剧风险：**互联网健康行业参与者多，竞争激烈；

**处方外流不及预期风险：**公司主要业务为药品 B2C，所处行业为院外药品市场，因为若院内处方外流不及预期可能会对公司经营产生影响；

**AI 应用风险：**人工智能技术应用落地尚处在早期阶段，可能出现技术与应用不及预期风险；

**供应商风险：**公司向上游供应商采购药品和其他产品销售，可能会存在供应不及时或者价格等风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	47850	58461	61875	70602	79343
现金及现金等价物	15037	22629	30000	35000	40000
交易性金融资产	9385	10438	6000	7000	8000
其他短期投资	16067	15126	17000	18000	19000
应收账款及票据	348	551	426	509	594
其它应收款	1914	3841	2341	2801	3267
存货	5085	5843	6089	7268	8455
其他流动资产	15	33	19	23	26
<b>非流动资产</b>	16438	12815	18099	19144	20268
长期投资	1464	1428	12300	12320	12340
固定资产	89	571	299	224	228
无形资产	2381	2320	2500	2600	2700
其他	12504	8496	3000	4000	5000
<b>资产总计</b>	<b>64288</b>	<b>71275</b>	<b>79974</b>	<b>89746</b>	<b>99611</b>
<b>流动负债</b>	14585	15521	19450	24878	29709
应付账款	9661	10423	12483	14900	17332
应交税金	409	290	350	400	450
短期借款	0	0	859	2706	3933
其他	4516	4807	5757	6872	7994
<b>长期负债</b>	333	513	513	513	513
长期借款	0	0	0	0	0
其他	333	513	513	513	513
<b>负债合计</b>	<b>14918</b>	<b>16034</b>	<b>19963</b>	<b>25391</b>	<b>30222</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	49541	55353	60128	64479	69520
少数股东权益	15	10	4	(3)	(10)
归属于母公司所有者权益	49356	55231	60007	64357	69399
<b>负债及权益合计</b>	<b>64288</b>	<b>71275</b>	<b>79974</b>	<b>89746</b>	<b>99611</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	4605	4332	7650	5760	6633
净利润	2142	4162	4840	5803	6782
折旧与摊销	228	215	372	195	146
营运资本变动	214	525	4462	1855	1863
其他非现金调整	2021	(569)	(2023)	(2092)	(2159)
<b>投资活动现金流</b>	(8023)	3146	(1049)	(1048)	(920)
资本性支出	(61)	(39)	(100)	(120)	(150)
出售资产获得的现金	0	0	0	0	0
投资增减	87284	79712	8489	2120	2120
其它	10	(25)	7540	1193	1350
<b>筹资活动现金流</b>	(117)	(46)	769	288	(713)
债务增减	(34)	(37)	859	1847	1227
股本增减	(69)	0	0	0	0
股利支付	0	0	64	1452	1741
其它筹资	(14)	(8)	(26)	(107)	(199)
其它调整	0	0	(128)	(2904)	(3482)
<b>现金净增加额</b>	<b>(3681)</b>	<b>7592</b>	<b>7371</b>	<b>5000</b>	<b>5000</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营业收入</b>	53530	58160	71144	85145	99306
主营收入	53530	58160	71144	85145	99306
营业成本	41665	44851	53714	64114	74579
<b>毛利</b>	11865	13309	17430	21031	24727
营业支出	11165	11830	13873	16433	19067
<b>营业利润</b>	701	1479	3557	4598	5660
利息支出	10	8	26	107	199
利息收入	1949	1961	1974	2113	2250
权益性投资损益	(71)	(86)	(80)	(90)	(100)
其他非经营性损益	124	1451	150	170	200
非经常项目损益	0	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	2693	4797	5575	6683	7811
所得税	551	640	741	887	1037
少数股东损益	1	(5)	(6)	(7)	(8)
<b>归属普通股股东净利润</b>	2142	4162	4840	5803	6782
<b>EPS(元)</b>	0.67	1.30	1.51	1.81	2.11

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	15%	9%	22%	20%	17%
营业利润	-1597%	111%	141%	29%	23%
净利润	463%	94%	16%	20%	17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.2%	22.9%	24.5%	24.7%	24.9%
净利率	4.0%	7.2%	6.8%	6.8%	6.8%
ROE	4.3%	7.5%	8.1%	9.0%	9.8%
ROIC	4.4%	7.6%	8.0%	8.8%	9.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.2%	22.5%	25.0%	28.3%	30.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	1.1%	3.0%	3.9%
流动比率	3.3	3.8	3.2	2.8	2.7
速动比率	2.9	3.4	2.9	2.5	2.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
存货周转率	7.5	8.2	9.0	9.6	9.5
应收帐款周转率	18.7	17.5	19.9	28.0	27.7
应付帐款周转率	4.1	4.5	4.7	4.7	4.6
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.67	1.30	1.51	1.81	2.11
每股经营现金	1.43	1.35	2.38	1.79	2.07
每股净资产	15.38	17.21	18.70	20.05	21.62
每股股利	0.02	0.02	0.45	0.54	0.63
<b>估值比率</b>					
PE	77.2	39.7	34.2	28.5	24.4
PB	3.4	3.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	56.4	32.9	27.7	23.7	20.3

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。