

# 京东健康 (6618. HK) 公司深度报告： 互联网医疗龙头企业，持续强化全渠道布局

评级：买入(首次覆盖)

陈梦竹(证券分析师)

S0350521090003

chenmz@ghzq.com.cn

张娟娟(证券分析师)

S0350523110004

zhangjj02@ghzq.com.cn

罗婉琦(证券分析师)

S0350524050002

luowq@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



### 相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
京东健康	26.5%	28.1%	18.2%
恒生指数	15.5%	15.5%	38.4%

## 市场数据

2025/02/18

当前价格 (港元)	35.75
52周价格区间 (港元)	19.48-38.30
总市值 (百万港元)	114,348.70
流通市值 (百万港元)	114,348.70
总股本 (万股)	319,856.51
流通股本 (万股)	319,856.51
日均成交额 (百万港元)	633.37
近一月换手 (%)	0.59

预测指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	53530	57463	64217	70959
增长率(%)	15%	7%	12%	10%
归母净利润（百万元）	2142	2956	3431	4032
增长率(%)	459%	38%	16%	17%
摊薄每股收益（元）	0.69	0.95	1.11	1.30
ROE(%)	4%	6%	6%	6%
P/E	49	35	30	26
P/B	2.5	2.3	2.0	1.8
P/S	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	—	—	—	—

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

本篇报告核心解决以下问题：1) 互联网医疗行业发展阶段、医药电商及在线医疗服务市场长期空间如何？医药电商如何重塑传统医药流通环节？各平台在医药电商及在线医疗服务的业务布局如何？2) 京东健康的发展历程及业务布局如何？公司医药电商业务在用户侧、供给侧、履约侧、变现侧有何差异化优势？3) 公司在线医疗健康服务如何打造“医+检+药”闭环而创造协同效应？

## 1、互联网医疗行业——零售及医疗服务线上化率提升空间较大，整体行业进入政策规范期，利好头部平台型企业

- **政策环境由收紧到放宽，2020年疫情催化下行业迎来新拐点，2023年逐步进入规范发展期：**从互联网医疗行业发展阶段来看，《国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》于2018年发布，互联网医疗行业地位得以确立，推动整体行业进入转折期；2020年疫情催化下，互联网医疗政策继续放宽，例如允许网售处方药、将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围等，政策利好持续释放，互联网医疗行业迎来新拐点。2023年起，政策持续支持“互联网+医疗”深化应用，上海、北京等地落地支持医保支付线上买药，常用药可医保个账支付。
- **大健康行业规模快速增长，整体行业线上化率提升空间广阔：**受人口结构变化、人均可支配收入增加、慢性病患者率提升、个人健康意识及管理需求增强等因素推动，大健康行业市场规模快速增长，预计2023-2026年CAGR为10%，目前医疗行业线上化仍以数字化医疗健康基础设施为主，在线零售药房及医疗服务的线上化率仍处于较低水平，长期提升空间广阔。我们测算线上药品&非药品销售市场空间预计2023-2026年CAGR为17%，线上健康服务市场空间预计2023-2026年CAGR为26%。
- **互联网医疗行业核心变现方式以药品销售及健康服务为主，各平台业务布局以线上零售业务为主，逐步拓展在线诊疗及消费医疗服务：**互联网医疗行业核心变现方式分为医药电商及健康服务两类，其中1) 医药电商分为自营和第三方模式，自营模式下药品及非药品销售额计入商品销售收入，第三方模式下平台收取平台使用费、佣金收入及广告收入；2) 健康服务分为C端在线医疗服务、B端在线医疗服务及解决方案服务，针对C端及B端客户收取在线问诊费用或整体解决方案费用。从营收结构来看，阿里健康、京东健康、叮当健康以医药电商业务为主，而平安好医生以在线医疗业务为主。

## 2、京东健康——医药电商业务：行业迎来多重边际改善，平台型企业竞争优势显著

- ① **用户侧：疫情催化下用户心智及购物习惯改变，整体行业用户规模稳步增长，京东健康依托京东集团主站的流量基本盘，协同多端入口建立流量优势：**疫情催化下用户心智改变，推动医药电商平台用户规模快速增长，后疫情时代用户购物习惯养成，整体行业用户规模稳步增长，使用率持续提升。根据公司财报显示，截至2023年年末，京东健康年度活跃消费者数量（过去12个月通过京东大药房、线上平台、全渠道布局进行购买的用户）达到1.72亿人，同比增长12%；从京东集团主站活跃用户转化率来看，2022年京东健康消费者转化率已提升至27%，同比提升5pct，未来仍有较大渗透空间。同时，京东健康基于细分服务在微信小程序建立多端入口，包括京东健康小程序、京东大药房小程序、京东健康互联网医院小程序等，进一步拓展微信生态流量。

- ② **用户侧：全国多地区密集开放线上购药使用医保结算权限，促进流量转化：**截至2024H1末，公司O2O业务覆盖超490个城市，合作药房超15万家。公司积极响应政策指导，在北京/上海/东莞开通医保线上支付服务。2024年5月公司率先在北京启动医保个账支付试点服务，本地参保人员可实现线上O2O订单的实时医保结算，截至2024H1末，超350家医保定点零售药店接入京东平台。我们预计线上O2O医保支付政策放开将有效加强用户线上购药心智的培养及流量转化，公司基本面有望持续受益。
- ③ **供给侧：自营业务主打价格竞争力与优质服务，引入第三方商家以满足用户长尾需求，持续优化平台生态：**京东健康依托集团强大的供应链及履约能力开展自营业务，建立价格优势，为用户提供优质服务从而强化用户对平台的品牌心智：公司通过京东大药房开展自营业务，背靠京东集团资源，通过深化与上游品牌的合作，在供应链及物流能力打造核心竞争力。公司2023年自营商品销售收入同比增长13%至457亿元，收入占比达85%。平台持续引入第三方商家以丰富长尾商品供给，加强与自营业务的协同，满足用户多样化需求：公司坚持自营与开放平台并重的策略，尤其加大对第三方商家伙伴的扶持力度，截至2023年年末，京东健康平台上的第三方商家数量超过5万家，同比增长超过100%，协同自营业务推动公司整体GMV增长，预计第三方佣金及广告货币化率将保持稳定在10%-11%区间。
- ④ **供给侧：京东健康拓展O2O即时零售业务以实现全渠道布局，满足用户紧急用药需求，北京、上海及东莞已开通医保线上支付服务：**截至2024H1末，超350家医保定点零售药店已接入京东平台，服务网络覆盖北京所有行政区，成为接入门店最多、用户覆盖范围最大、配送时效最快的平台。我们认为，O2O模式开通实时医保结算将进一步加强用户线上购药的心智并促进流量的高效转化；且未来在本地O2O模式医保结算顺利推进的基础上，B2C电商模式也有望接入医保支付体系，医药电商平台的SKU多样性和便利性优势将得以凸显。
- ⑤ **履约侧：集团持续赋能，针对药品高时效需求实现更优履约效率：**京东健康背靠集团物流能力，京东物流的仓储网络作为中国最大的仓储网络之一，同时也是一体化供应链解决方案和物流服务能力的重要组成部分。截至2022年年末，京东健康使用了京东物流全国范围内的22个药品仓库和超过500个非药品仓库，京东大药房药品“自营冷链”能力已覆盖全国超300个城市。京东物流的冷链网络方面，截至2024H1末，公司运营的药品和医疗器械专用仓库面积超过30万平米。京东健康物流效率持续提升，2024H1公司存货周转天数同比下降至44.76天，公司2018-2022年履约费用率（占自营收入比例）逐步下降。

### 3、京东健康——在线医疗业务：打造“医+检+药”服务闭环，多轮驱动业务增长

- **“互联网+医疗服务”针对传统医疗长期痛点为医院及患者提供解决方案，线上健康服务市场空间测算：**“互联网+医疗服务”从企业、医院、患者多角度解决传统医疗长期痛点，例如解决医院问诊量不平衡问题、打破问诊地域限制等。我们测算，线上健康服务市场空间预计2023-2026年CAGR为26%。各平台业务布局从传统医疗拓展至消费医疗服务，从C端拓展至B端企业服务。

- **公司通过拓展在线医疗健康服务，打造“医+检+药”闭环，多轮驱动业务增长：**零售药房买家作为潜在高质量的医疗健康服务用户，而该用户群体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。在“零加成”“双通道”等政策推动下，处方外流成为药品零售的主流趋势，包括院边店、新特药房、互联网+药品供应等模式，均有赖于电子处方的应用。据弗若斯特沙利文预测，2030年院外处方市场规模有望超过万亿元，从2022年到2030年的9年年复合增长率预计达17.41%，远高于整体医药市场的个位数同比增长增速预期。而京东健康布局在线医疗服务，中短期的首要任务即承接处方药销售的在线开方需求，推动平台处方药销售增长；长期有望强化消费者线上诊疗服务心智，通过业务间协同增强用户粘性。

**4、盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年收入分别为575/642/710亿元，经调整归母净利润分别为45/50/56亿元，对应经调整P/E为24x/22x/19x，根据P/E估值法，我们给予2025年京东健康合计目标市值1239亿元人民币，对应目标价41港元；截至2025年2月18日公司收盘市值为1054亿元人民币，截至2024H1末，公司账面现金及现金等价物+交易性金融资产+其他短期投资共479亿元人民币，现金储备充足，首次覆盖，给予“买入”评级。

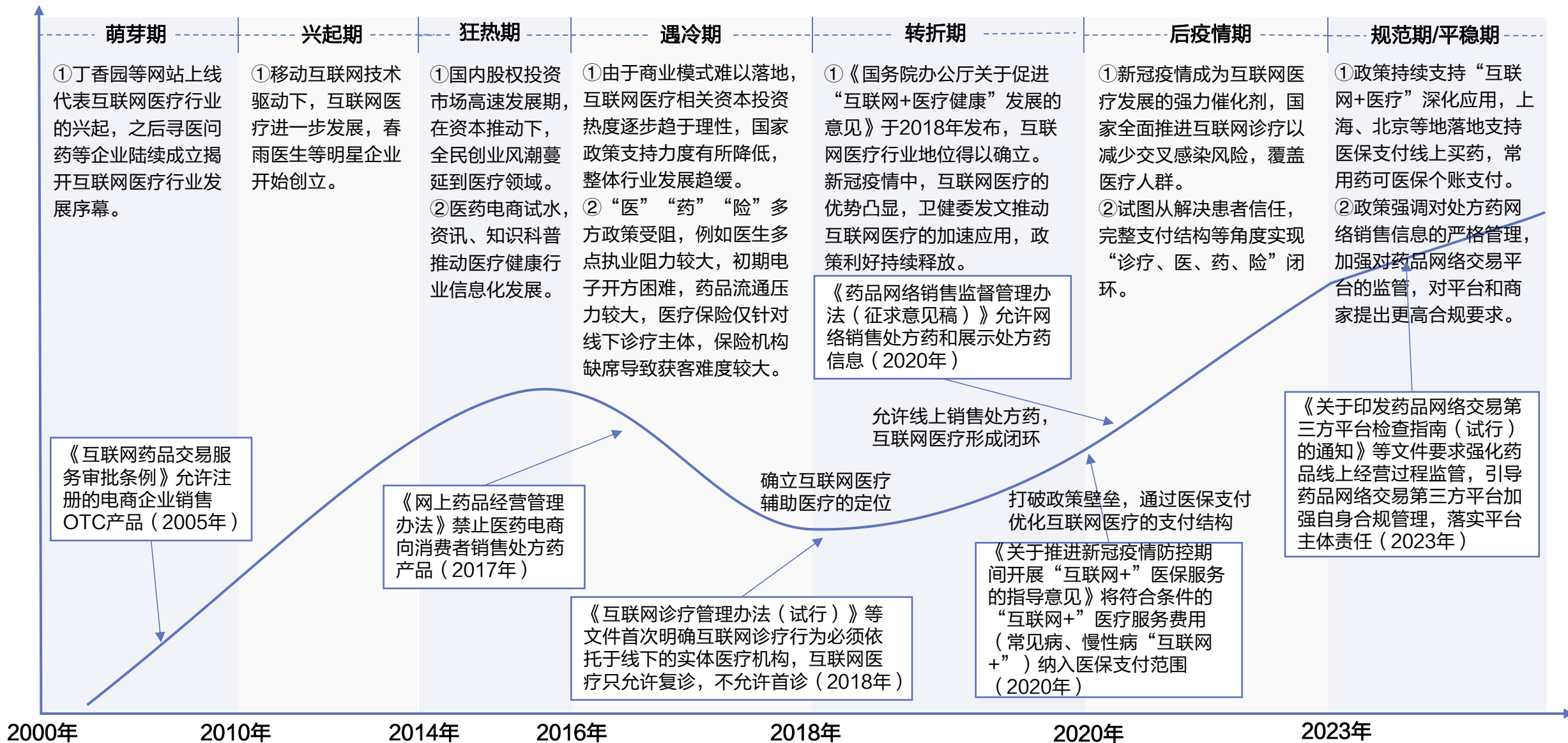
**5、风险提示：**用户增长不及预期风险、消费动力不及预期风险、监管政策不及预期风险、行业竞争加剧风险、商业化拓展不及预期风险、数据统计及测算与实际情况可能存在一定偏差的风险等。

<b>1、互联网医疗行业——零售及医疗服务线上化率提升空间较大，整体行业进入规范发展期，利好头部平台型企业</b> .....	9
互联网医疗行业：2020年疫情催化下行业迎来新拐点，2023年逐步进入规范发展期	
政策环境：由收紧到放宽，互联网医疗行业地位得以确立，利好逐步释放	
中国人口老龄化、慢性病患者率提升以及居民健康意识增强，为需求端创造较大空间	
人口结构转变及个人健康管理需求增强，驱动大健康行业规模快速增长	
医疗线上化以基础设施为主，零售及医疗服务线上化率仍处于较低水平	
线上药品&非药品零售规模空间测算：2023-2026年CAGR约17%	
竞争格局：以阿里健康与京东健康为主导，京东健康整体市占率稳步提升	
线上健康服务市场空间测算：2023-2026年CAGR约26%	
互联网医疗行业核心变现方式及收入驱动因素拆解：医药电商+在线医疗	
营收对比：2019-2023年互联网医疗头部企业营收增速高于线下四大连锁药房	
<b>2、公司简介：国内头部医药电商与在线医疗平台，持续拓展业务范围</b> .....	19
发展历程&股价复盘：国内头部医药电商与在线医疗平台，持续拓展业务范围	
股权结构&管理层：京东持股超67%，管理层经验丰富，多出自京东集团	
营收水平&结构：收入增速企稳，医药和健康产品销售贡献主要收入	
盈利能力：毛利率企稳回升，有效的费率控制推动经调整利润率逐步提升	
公司业务分析框架：以医药电商为基，协同在线医疗服务打造“医+检+药”闭环	
<b>3、医药电商业务：行业迎来多重边际改善，平台型企业竞争优势显著</b> .....	25
用户侧：疫情催化下用户心智及购物习惯改变，整体行业用户规模稳步增长	
用户侧：依托京东集团主站的流量基本盘，协同多端入口建立流量优势	
用户侧：全国多地区密集开放线上购药使用医保结算权限，促进流量转化	
供给侧：自营业务主打价格竞争力与优质服务，进一步强化用户的品牌心智	
供给侧：医保首设网售药价为比价参照，力推公开比价机制，提高药价透明度	
供给侧：引入第三方商家以满足用户长尾需求，持续优化平台生态	
供给侧：拓展即时零售业务以实现全渠道布局，完善线上+线下一体化服务体系	
履约侧：集团持续赋能，针对药品高时效需求实现更优履约效率	
变现侧：平台针对第三方商家的广告+佣金货币化率预计在10-11%区间	

<b>4、在线医疗：打造“医+检+药”服务闭环，多轮驱动业务增长</b> .....	35
“互联网+医疗服务”针对传统医疗长期痛点为医院及患者提供解决方案	
各平台业务布局：从传统医疗拓展至消费医疗服务，从C端拓展至B端企业服务	
京东健康布局在线医疗健康服务，打造“医+检+药”闭环，多轮驱动业务增长	
供给侧：医疗团队快速拓展，日均问诊量持续走高，建立专科中心以优化问诊服务	
分成机制：平台定价及医生自主定价两种模式，医师分成比例约80%	
<b>5、盈利预测与估值</b> .....	41
京东健康收入预测：预计2023-2026年CAGR为10%	
盈利预测与估值：给予公司2025年目标市值1239亿元，对应目标价41港元	
盈利预测表	
<b>6、风险提示</b> .....	45

# 1、互联网医疗行业——零售及医疗服务线上化率提升空间较大，整体行业进入政策规范期，利好头部平台型企业

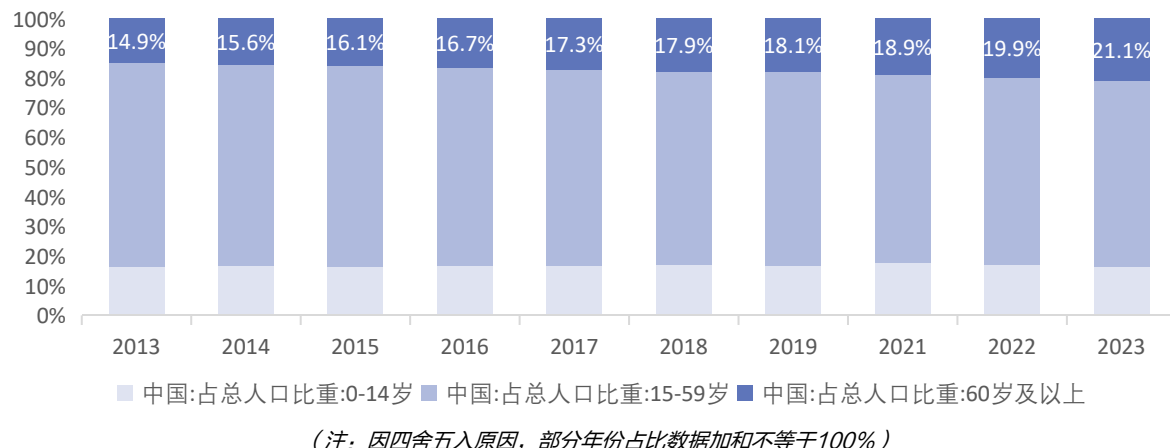
# 互联网医疗行业：2020年疫情催化下行业迎来新拐点，2023年逐步进入规范发展期



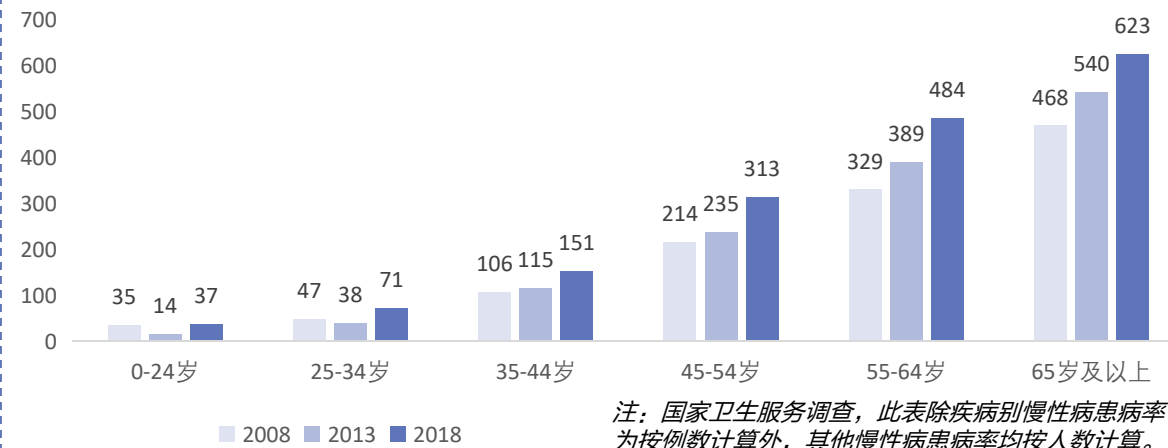
# 政策环境：由收紧到放宽，互联网医疗行业地位得以确立，利好逐步释放

发布时间	发布机构	文件名称	主要内容	态度倾向
2017年03月	商务部	全国药品流通行业发展规划（2016-2020）	推动互联网、物联网在药品流通领域的应用，鼓励医药企业开展互联网服务创新、丰富药品流通渠道和发展模式。	偏支持
2017年11月	国家药监局	网络药品经营监督管理办法（征求意见稿）	药品连锁企业不得通过网络销售处方药、国家有专门管理要求的药物等，向个人消费者销售药品的网站不得通过网络发布处方药信息。	偏禁止
2018年04月	中国政府网	关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见	①允许依托医疗机构发展互联网医院。医疗机构可以使用互联网医院作为第二名称，在实体医院基础上，运用互联网技术提供安全适宜的医疗服务，允许在线开展部分常见病、慢性病复诊。 ②适应“互联网+医疗健康”发展，进一步完善医保支付政策。逐步将符合条件的互联网诊疗服务纳入医保支付范围，建立费用分担机制，方便群众就近就医，促进优质医疗资源有效利用。	偏支持
2018年07月	国家卫健委	互联网诊疗管理办法（试行）	首次明确无论是互联网诊疗行为还是成立互联网医院都必须依托于线下实体医疗机构，互联网医疗只允许复诊，不允许首诊。	偏中性
2020年03月	国家卫健委	关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见	将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围。互联网医疗机构为参保人在线开具电子处方，线下采取多种方式灵活配药，参保人可享受医保支付待遇。	偏支持
2020年11月	国家药监局	药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）	在确保电子处方来源真实、可靠的前提下，允许网络销售处方药。	偏支持
2022年03月	中国政府网	关于印发“十四五”中医药发展规划的通知	建设中医互联网医药，发展远程医疗和互联网诊疗；持续推进“互联网+医疗健康”、“互联网+中医药贸易”政策。	偏支持
2022年12月	中国政府网	扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）	积极发展“互联网+医疗健康”服务，健全互联网诊疗收费政策，将符合条件的互联网医疗服务项目按程序纳入医保支付范围。	偏支持
2023年02月	中国政府网	关于进一步深化农村医疗卫生体系健康发展意见	加快推进县域内医疗卫生服务信息化，推进“互联网+医疗健康”，构建乡村远程医疗服务体系。	偏支持
2023年06月	国家药监局	关于规范处方药网络销售信息展示的通知	药品网络销售平台及其相关页面不得展示处方药的包装和标签信息；在处方审核前，禁止展示药品说明书及相关功能主治、适应症、用法用量等信息。	偏中性
2023年07月	国家医保局	关于做好2023年城乡居民基本医疗保障工作的通知	统筹做好医保支持“互联网+”医疗服务医保支付。	偏支持
2023年12月	国家药监局	关于印发药品网络交易第三方平台检查指南（试行）的通知	强化药品线上经营过程监管，引导药品网络交易第三方平台加强自身合规管理，落实平台主体责任。对平台和商家资质及展示、经营方式和经营范围进行要求；督促商家确保处方来源真实可靠；督促平台对电子处方提供单位进行核实并签订协议；督促商家真实、准确、合法展示药品信息，对处方药和非处方药区分展示，在处方药展示页面下显著提示风险警示信息。	偏中性
2024年06月	国家医保局	关于开展“上网店，查药价，比数据，抓治理”专项行动的函（据界面新闻）	在药品价格信息监测中引入网络售药平台药品“即送价”作为锚点，比对其他渠道药品价格，治理不合理高价。	偏支持

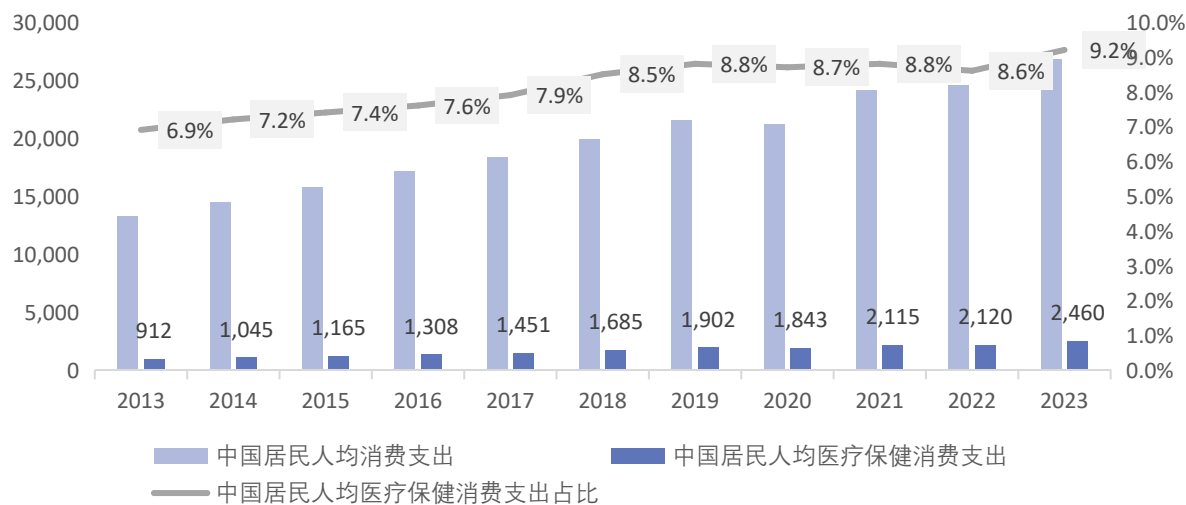
### 中国人口结构比例



### 中国居民慢性病患者率 (%)



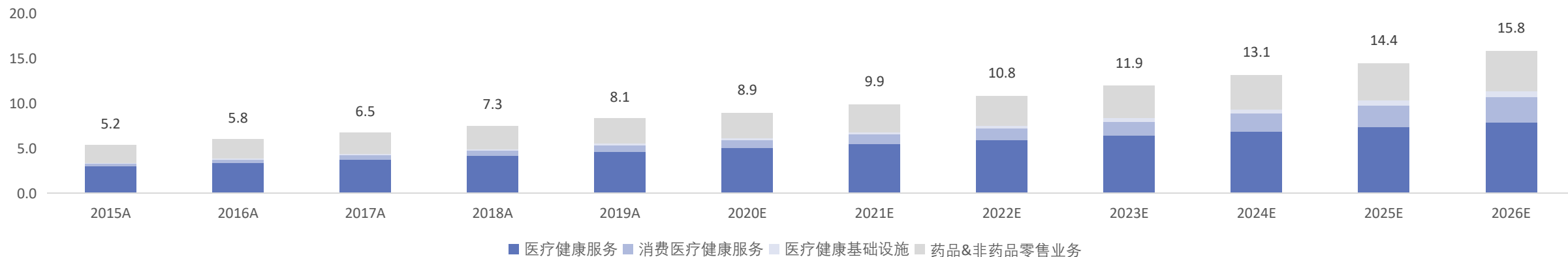
### 中国居民人均医疗保健消费支出及占比 (元)



- **中国人口老龄化趋势显著，慢性病患者率逐年提升：**据Wind数据统计，中国2013-2023年60岁及以上人口占比逐年提升，2023年达到21.1%，较2013年提升6.2pct。另外，据国家卫健委统计2008-2018年数据显示，中国35岁及以上居民慢性病患者率持续提升，将带动慢性病医药及服务市场持续增长，据弗若斯特沙利文报告，2019年医疗健康支出总额的69.6%用于治疗和管理慢性病，且该比例预计到2030年将进一步增至84.4%。
- **中国居民健康意识增强，为互联网医疗行业需求端创造较大空间：**据Wind数据显示，2023年中国居民人均医疗保健消费支出为2460元，占人均总消费支出的9.2%，且该比例于2013-2023年保持稳中有升的态势，2023年较2013年提升2.3pct；该比例趋势侧面反映现居民健康意识持续增强，利好拥有价格优势及服务便利性的互联网医药电商及在线服务平台需求端增长。

# 人口结构转变及个人健康管理需求增强，驱动大健康行业规模快速增长

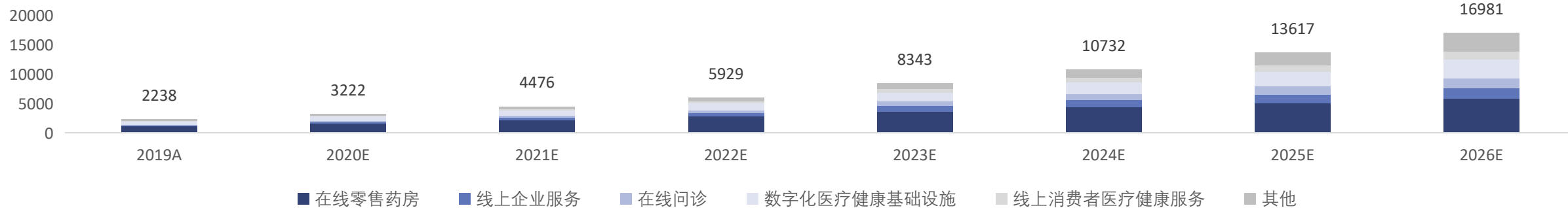
中国大健康行业市场规模（万亿元）



（万亿元人民币）	2015	2023	2015-2023 CAGR	2023	2026	2023-2026 CAGR	核心驱动力
中国大健康行业	5.2	11.9	11%	11.9	15.8	10%	<b>人口结构变化：</b> 2030年65岁及以上人口规模预计将达到309.3百万人，占总人口的21.5%（2019年占12.6%）。鉴于老年人口普遍对药物及疾病管理有更大的需求，中国人口结构的转变将对健康产品及医疗健康服务产生较大需求。
①医疗健康基础设施	0.1	0.4	19%	0.4	0.7	20%	<b>人均可支配收入增加：</b> 2015年至2019年，中国居民年人均可支配收入由人民币21,966元增至人民币30,733元，复合年增长率为8.8%。根据弗若斯特沙利文报告，医疗健康消费支出预计将在个人支出中的占比逐渐提升，预计于2030年达到人均消费支出总额的27.7%。  <b>慢性病患者率上升：</b> 根据弗若斯特沙利文报告，2019年医疗健康支出总额的69.6%用于治疗和管理慢性病，且该比例预计到2030年将进一步增至84.4%，该趋势主要是由快速增长的潜在患者群所带动。  <b>个人健康意识及管理需求增强：</b> 随着人口结构的变化、慢性病患者率的上升，以及技术的进步，让更多疾病得以预防或可在早期发现，个人健康管理需求有所增加。疫情发生突出疾病预防的重要性，进一步加速该需求增长趋势。因此，人均医疗健康支出预计将由2019年的人民币4,657元分别增至2024年的人民币7,471元及2030年的人民币12,191元。
②消费医疗健康服务	0.3	1.6	22%	1.6	2.8	22%	
③药品&非药品零售	2.0	3.6	8%	3.6	4.4	7%	
④医疗健康服务	3.0	6.4	10%	6.4	7.8	7%	

# 医疗线上化以基础设施为主，零售及医疗服务线上化率仍处于较低水平

中国数字大健康行业规模（亿元）



	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
大健康行业线上化率	3%	4%	5%	5%	7%	9%	10%	12%
医疗健康服务线上化率	0%	1%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
消费医疗健康服务线上化率	1%	2%	2%	3%	4%	5%	5%	6%
医疗健康基础设施线上化率	34%	34%	35%	35%	37%	40%	43%	46%
药品&非药品零售线上化率	4%	6%	7%	8%	10%	11%	12%	13%

亿元人民币	2019	2023	2019-2023 CAGR	2023	2026	2023-2026 CAGR	核心驱动力
数字健康总体规模	2238	8343	39%	8343	18582	31%	
在线问诊	90	833	74%	833	2240	39%	①在线诊疗可解决线下医院资源分配不均的痛点；②更多医生/医院开通线上问诊渠道。
线上消费医疗健康服务	60	595	77%	595	1792	44%	①新冠疫情下居民健康意识增强，对体检、疫苗预约、基因测试及个人诊断工具等服务的需求增加；②重疾（如癌症）的早期检测需求和诊断精确性上升，为患者有效降低费用负担；③有效的新兴分销渠道，与传统线下渠道相比，线上渠道能够有效触达更为广泛的用户。
数字化医疗健康基础设施	610	1490	25%	1490	3200	29%	①人工智能和大数据技术为分级诊疗系统提供支持，而物联网和5G在监测、预防、诊断及病后护理方面创新健康管理方式；②医疗健康产业链数字化升级；③线下药房加速数字化进程。
在线零售药房	1108	3582	34%	3582	5810	17%	①处方药外流提高；②医疗健康产品的标准化性质及慢性病相关的重复性购买需求推动线上渗透率上升；③线下药房积极拓展布局线上渠道。

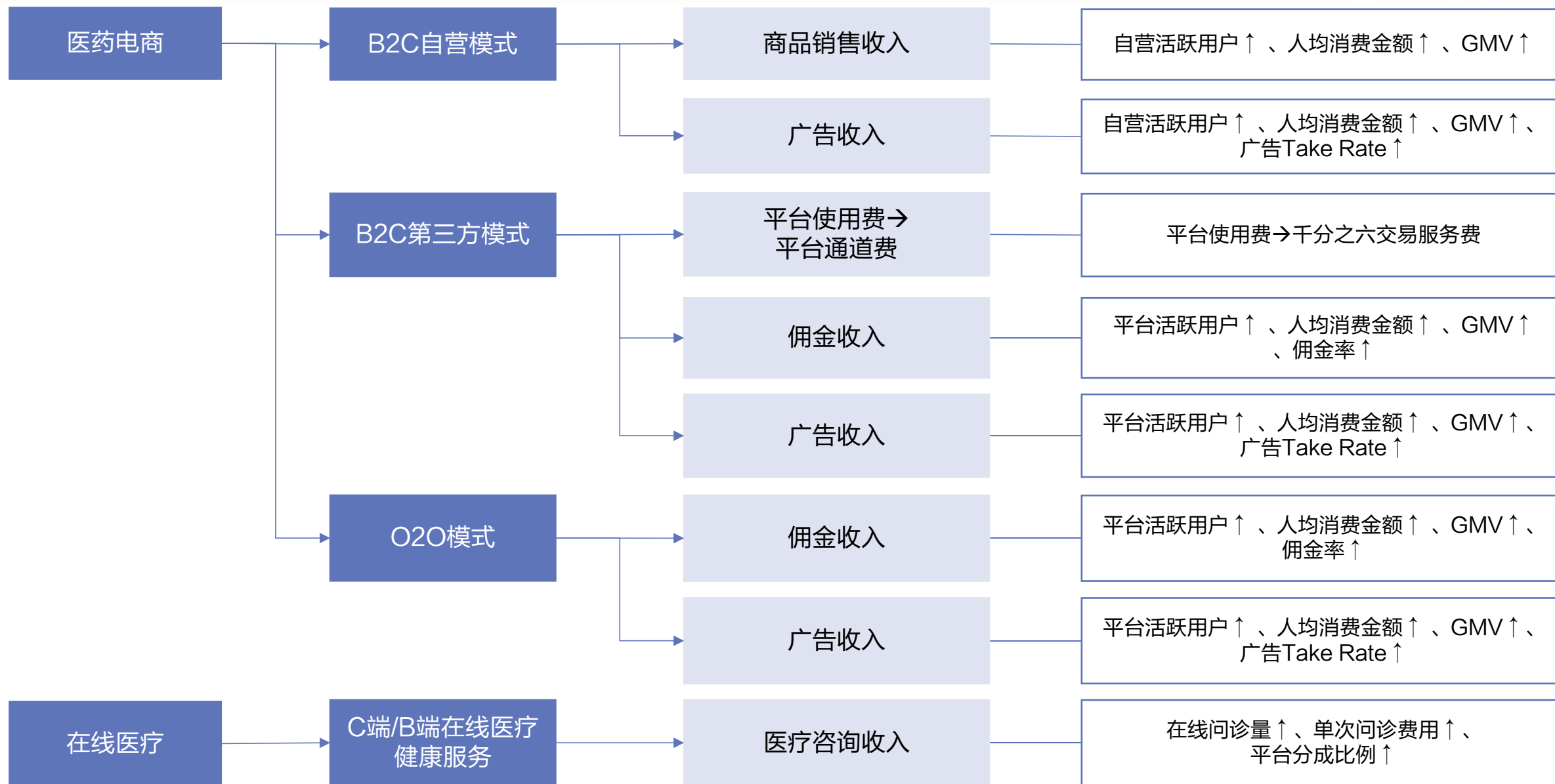
# 线上药品&非药品零售规模空间测算：2023-2026年CAGR约17%

单位：亿元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>线上药品&amp;非药品零售规模</b>	1108	1584	2173	2776	3582	4314	5043	5810
yoy		43%	37%	28%	29%	20%	17%	15%
<b>整体药品市场—线上药品</b>								
<b>1. 药品销售规模</b>	4196	4330	4774	5209	5533	5818	6214	6681
yoy		7%	3%	10%	9%	6%	5%	7%
1.1 实体零售药店销售规模	4057	4087	4405	4702	4870	5016	5267	5583
yoy		6%	1%	8%	7%	4%	3%	5%
占比%		97%	94%	92%	90%	88%	86%	85%
1.2 网上药店销售规模	138	243	368	507	663	802	947	1098
yoy		39%	76%	51%	38%	31%	21%	18%
占比% (线上化率)		3%	6%	8%	10%	12%	14%	15%
<b>1.2 网上药品销售规模</b>								
①处方药	84	138	257	275	366	449	540	637
yoy			65%	86%	7%	33%	23%	20%
占比%		61%	57%	70%	54%	55%	56%	57%
②非处方药	54	105	111	232	297	353	407	461
yoy			93%	6%	108%	28%	19%	15%
占比%		39%	43%	30%	46%	45%	44%	43%
<b>整体非药市场—线上非药</b>								
<b>1. 非药品销售规模</b>	4135	4771	5377	6070	6840	7349	7971	8806
yoy		20%	15%	13%	13%	7%	8%	10%
1.1 营养保健品	2227	2503	2708	2989	3283	3578	3936	4409
yoy		18%	12%	8%	10%	10%	9%	10%
1.2 家用医疗器械	1908	2268	2669	3081	3557	3770	4034	4397
yoy		21%	19%	18%	15%	15%	6%	7%
<b>网上非药品销售规模</b>								
<b>2. 网上非药品销售规模</b>	970	1341	1805	2269	2919	3512	4097	4712
yoy			38%	35%	26%	29%	20%	17%
2.1 营养保健品	779	1001	1137	1345	1674	2004	2362	2733
yoy			28%	14%	18%	24%	20%	18%
线上化率		35%	40%	42%	45%	51%	56%	60%
2.2 家用医疗器械	191	340	667	924	1245	1508	1735	1979
yoy			78%	96%	39%	35%	21%	15%
线上化率		10%	15%	25%	30%	35%	40%	43%

# 线上健康服务市场空间测算：2023-2026年CAGR约26%

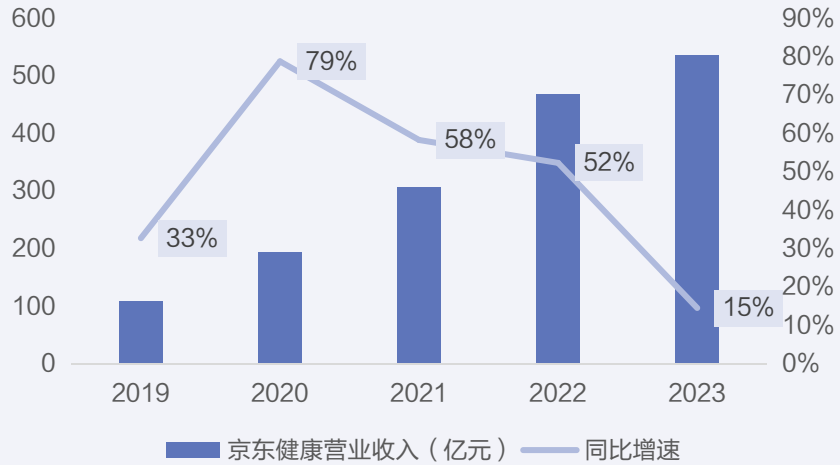
单位：亿元	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>整体--&gt;线上健康服务</b>												
健康服务市场规模	32730	37260	41910	47280	52990	58720	64900	71620	79360	88230	97350	106690
医疗健康服务	29540	33170	36980	41110	45430	49880	54420	59050	63770	68620	73420	78410
消费医疗健康服务	3190	4090	4930	6170	7560	8840	10480	12570	15590	19610	23930	28280
线上化率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
线上健康服务市场规模	40	60	100	160	270	587	974	1432	2381	3088	3894	4801
yoy		50%	67%	60%	69%	117%	66%	47%	66%	30%	26%	23%
<b>线上健康服务</b>												
在线问诊	10	20	30	50	90	200	331	487	833	1081	1363	1680
yoy		100%	50%	67%	80%	122%	66%	47%	71%	30%	26%	23%
占比%	25%	33%	30%	31%	33%	34%	34%	34%	35%	35%	35%	35%
线上企业服务	20	30	40	70	120	252	409	587	952	1204	1480	1776
yoy		50%	33%	75%	71%	110%	62%	44%	62%	26%	23%	20%
占比%	50%	50%	40%	44%	44%	43%	42%	41%	40%	39%	38%	37%
线上消费医疗健康服务	10	10	30	40	60	135	234	358	595	803	1051	1344
yoy		0%	200%	33%	50%	125%	73%	53%	66%	35%	31%	28%
占比%	25%	17%	30%	25%	22%	23%	24%	25%	25%	26%	27%	28%

# 互联网医疗行业核心变现方式及收入驱动因素拆解：医药电商+在线医疗

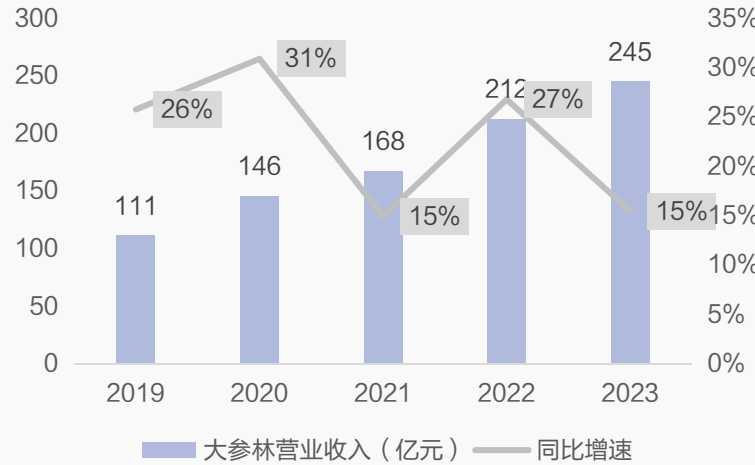


# 营收对比：2019-2023年互联网医疗头部企业营收增速高于线下四大连锁药房

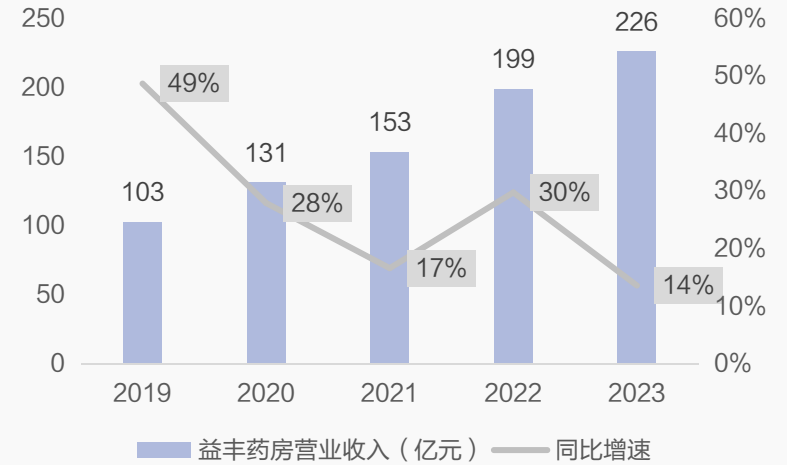
### 京东健康



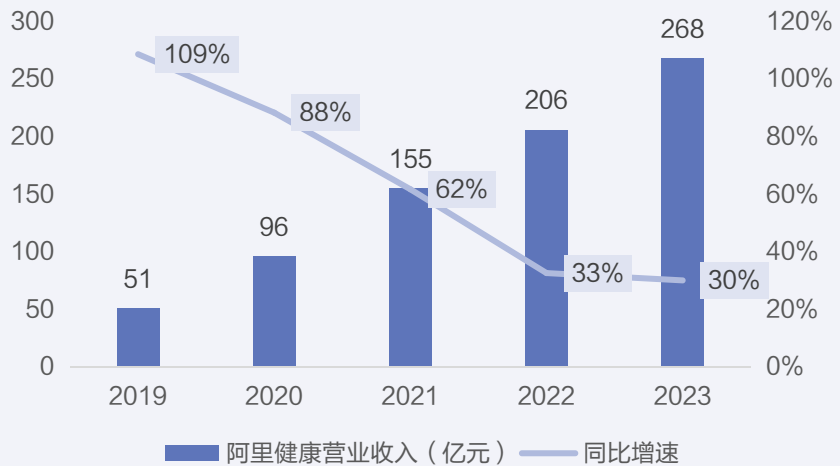
### 大参林



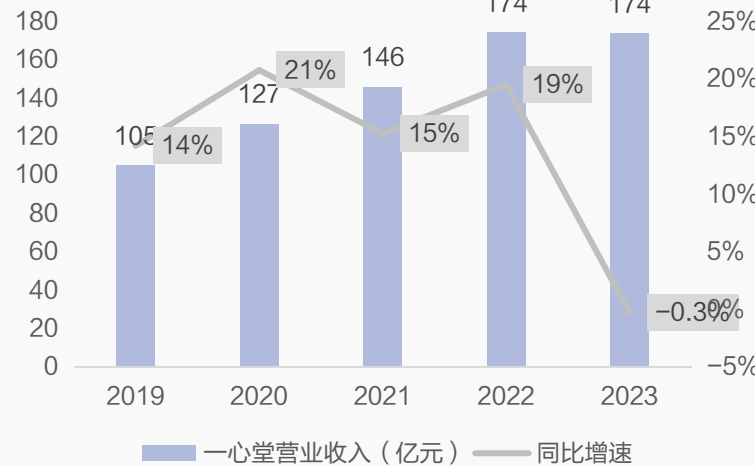
### 益丰药房



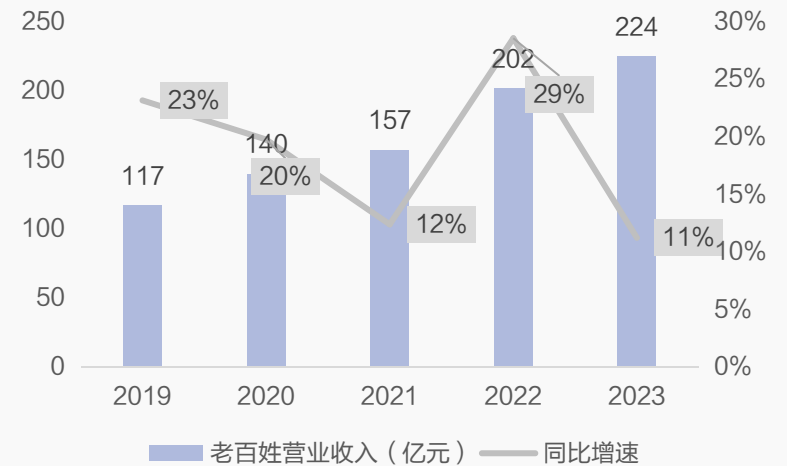
### 阿里健康



### 一心堂



### 老百姓

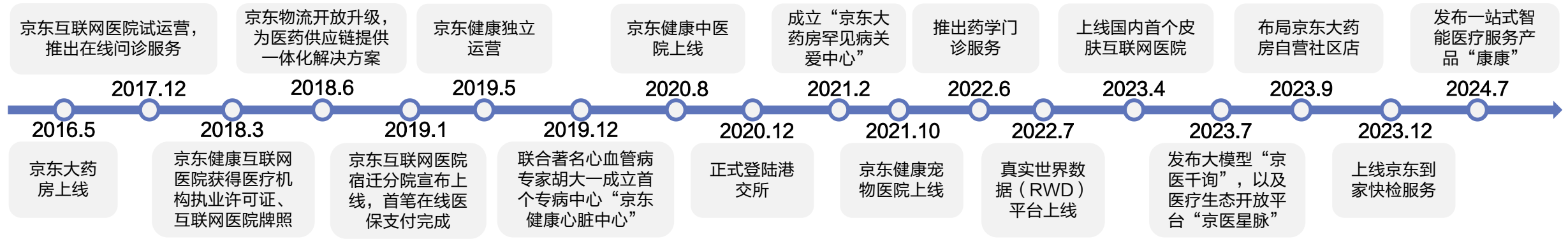


## 2、公司简介：国内头部医药电商与在线医疗平台，持续拓展业务范围

# 发展历程&股价复盘：国内头部医药电商与在线医疗平台，持续拓展业务范围



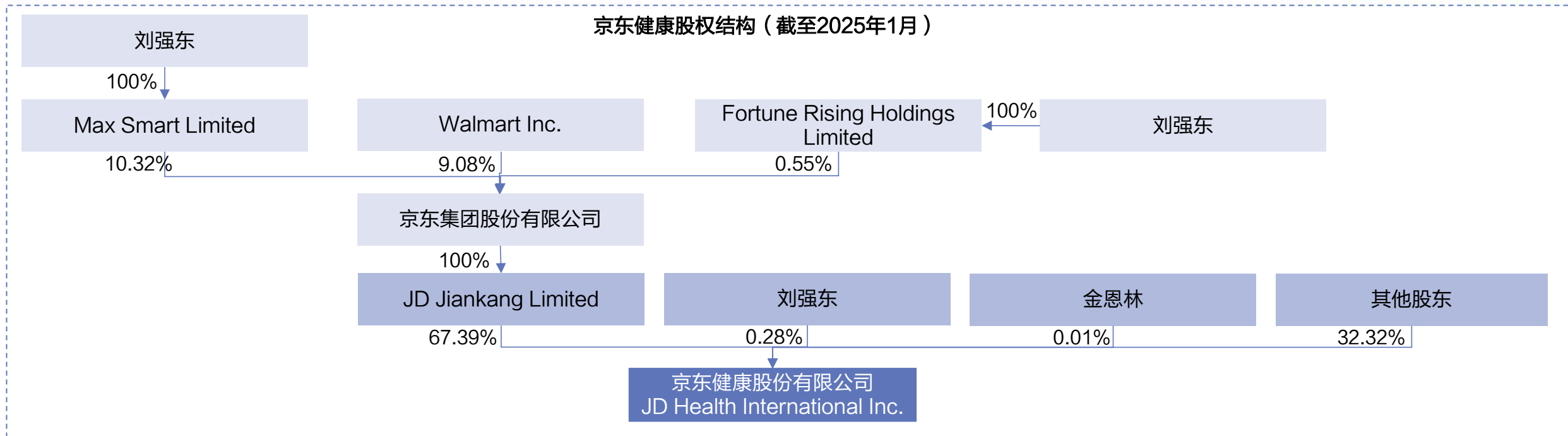
## 京东健康发展历程



## 京东健康上市以来股价累计涨跌幅走势



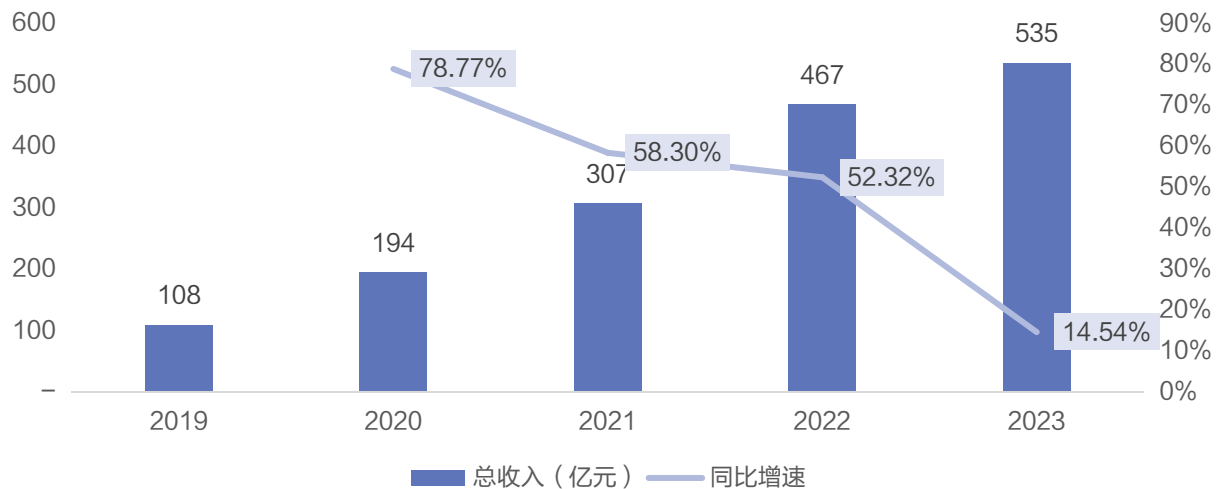
# 股权结构&管理层：京东持股超67%，管理层经验丰富，多出自京东集团



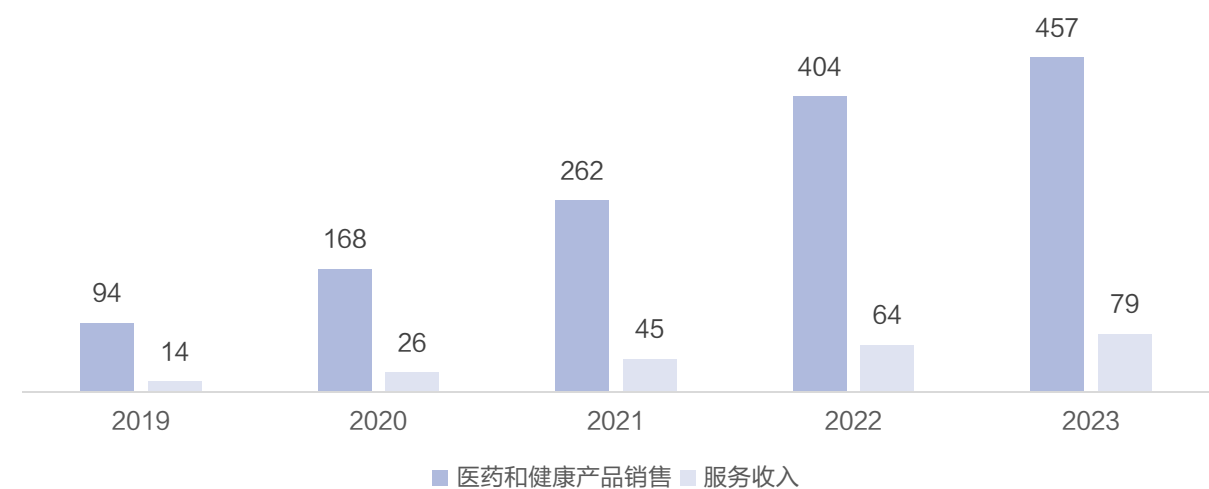
京东健康管理层结构（截至2023年报）		
姓名	职位	主要从业经历
金恩林	执行董事兼首席执行官	金恩林为京东健康执行董事兼首席执行官以及薪酬委员会成员。金先生在医疗和TMT领域拥有丰富经验。金先生于2014年加入JD.com，曾在JD.com战略部和战略投资部担任多个关键职位，后在京东零售担任京东大药房总经理，负责内部孵化和发展线上医药和医疗业务，例如京东大药房、药京采、京东互联网医院和健康城市等，并在医药领域内构建了行业领先的线上线下、批发零售、院内院外全渠道医药供应链。
刘强东	主席兼非执行董事	担任非执行董事、董事会主席兼提名委员会主席。刘先生自JD.com创立以来一直担任该公司主席，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。
邓卉	首席财务官	邓卉于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。

# 营收水平&结构：收入增速企稳，医药和健康产品销售贡献主要收入

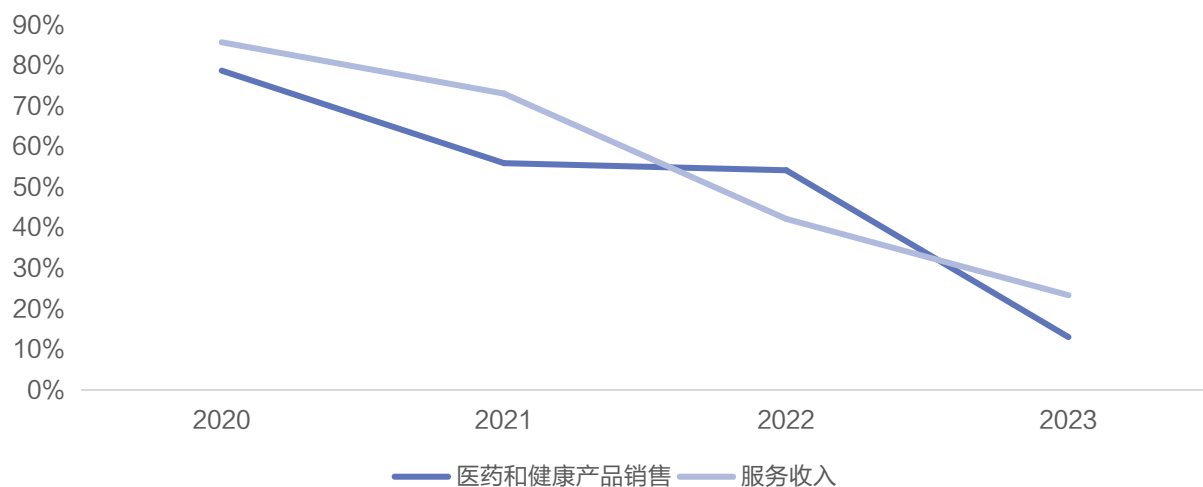
京东健康总收入及同比增速



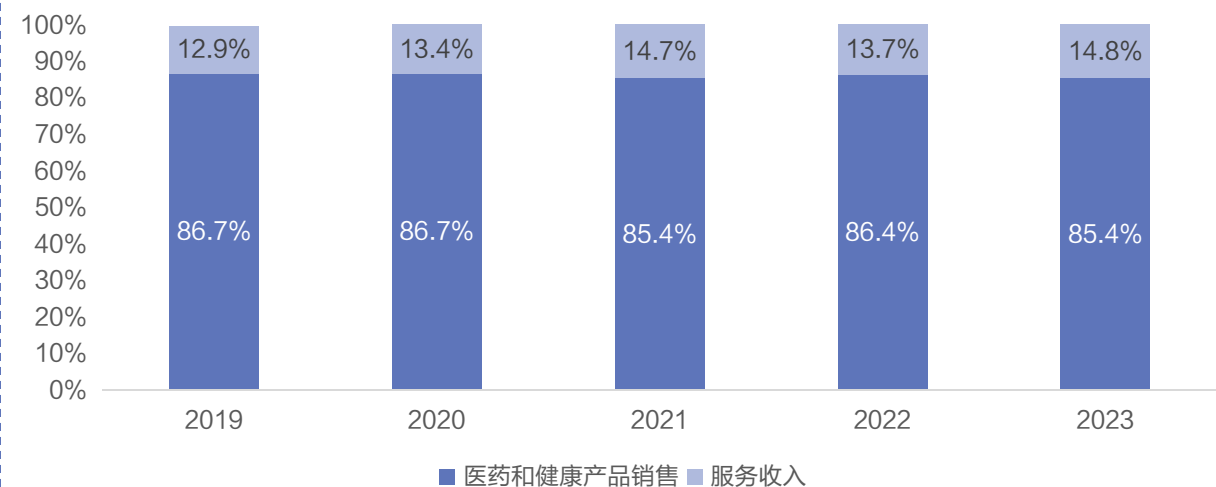
京东健康分业务收入 (亿元)



京东健康分业务收入同比增速

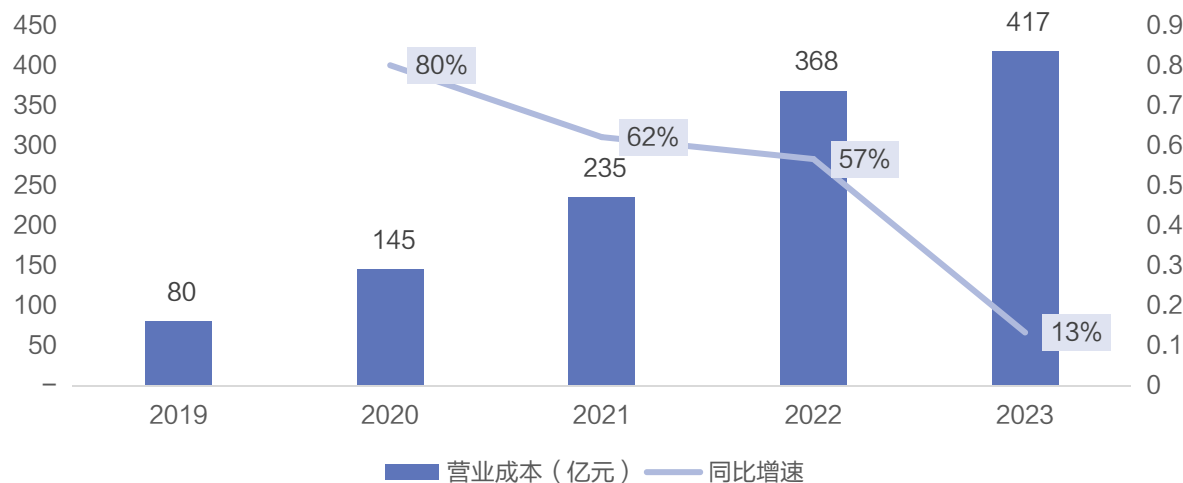


京东健康分业务收入占比

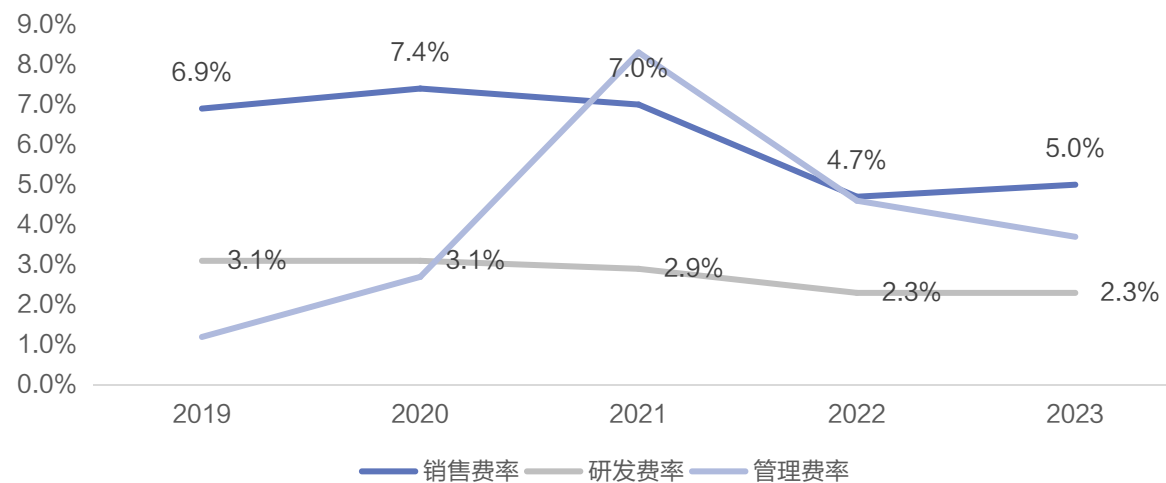


# 盈利能力：毛利率企稳回升，有效的费率控制推动经调整利润率逐步提升

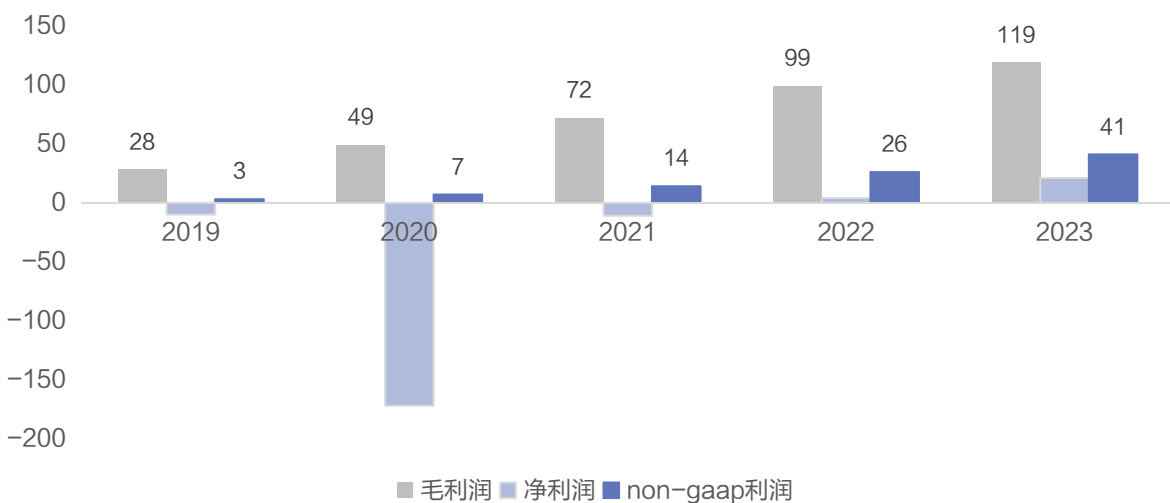
### 京东健康营业成本及同比增速（亿元）



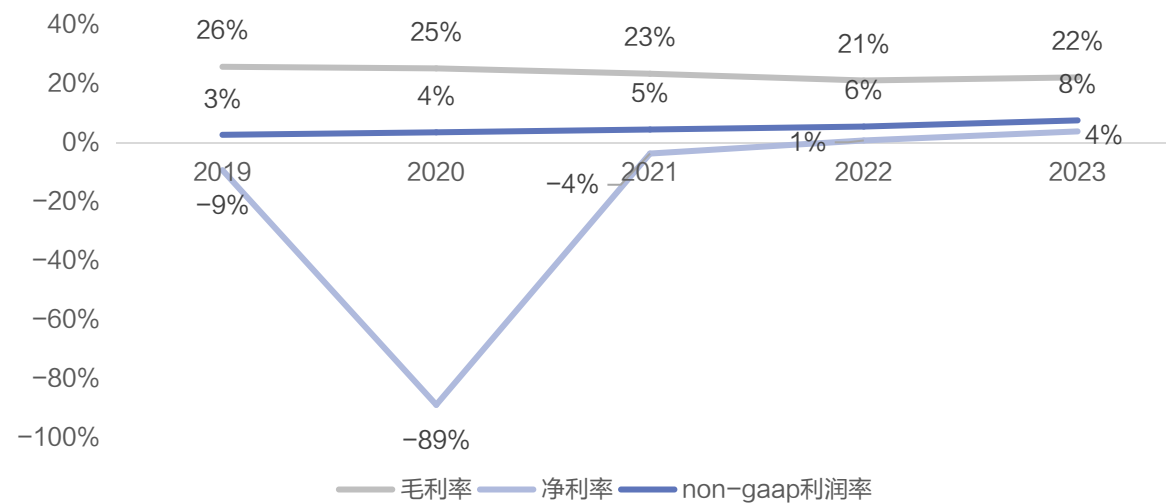
### 京东健康费用率情况



### 京东健康各项利润趋势（亿元）



### 京东健康各项利润率趋势



# 公司业务分析框架：以医药电商为基，协同在线医疗服务打造“医+检+药”闭环

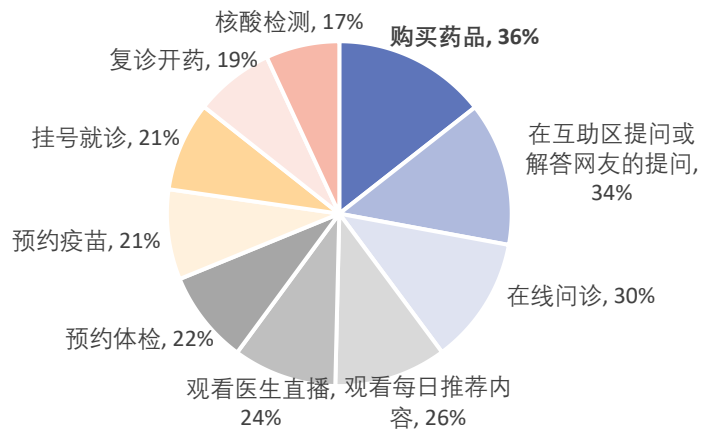
公司业务	细分业务	业务增长逻辑	2023 收入规模（亿元）	2023 收入增速	2024E 收入增速
医药和健康产品销售	自营业务	<ul style="list-style-type: none"> <li>行业用户规模增长及政策利好持续释放推动整体药品&amp;非药品零售市场稳步增长，线上化率保持提升：目前医疗线上化以基础设施为主，零售及医疗服务线上化率仍处于较低水平，未来提升空间较大。互联网医疗行业用户规模稳步增长，叠加处方药外流、线上接入医保支付等政策利好推动流量转化，预计线上药品&amp;非药品零售规模2023-2026年CAGR达到17%。</li> <li>京东健康依托集团强大的供应链及履约能力开展自营业务，建立价格优势，为用户提供优质服务从而强化用户对平台的品牌心智：公司通过京东大药房开展自营业务，背靠京东集团资源，在供应链及物流能力打造核心竞争力，为用户打造更为优质的购物体验。公司2023年自营商品销售收入同比增长13%至457亿元，收入占比达到85%，公司通过深化与上游供应商品牌的合作，强化供应链能力，从而扩充商品供给并建立价格优势。</li> </ul>	457	13%	6%
	POP业务 (第三方商家)	<ul style="list-style-type: none"> <li>平台持续引入第三方商家以丰富长尾商品供给，加强与自营业务的协同，满足用户多样化需求：公司坚持自营与开放平台并重的策略，尤其加大对第三方商家伙伴的扶持力度，截至2023年年末，京东健康平台上的第三方商家数量超过5万家，同比增长超过100%，协同自营业务推动公司整体GMV增长，预计第三方佣金及广告货币化率将稳定在10%-11%区间。</li> </ul>	79	24%	13%
线上平台、数字化营销及其它服务	在线诊疗	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司通过拓展在线医疗健康服务，打造“医+检+药”闭环，多轮驱动业务增长：零售药房买家作为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。在“零加成”“双通道”等政策推动下，处方外流成为药品零售的主流趋势，“医+药”业务闭环短期助力平台承接更多处方外流的市场需求，推动处方药销售增长。</li> </ul>			

### 3、医药电商业业务：行业迎来多重边际改善，平台型企业竞争优势显著

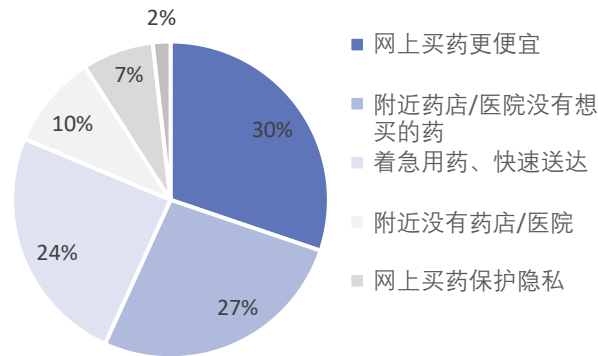
# 用户侧：疫情催化下用户心智及购物习惯改变，整体行业用户规模稳步增长

● 疫情催化下用户心智改变，推动医药电商平台用户规模快速增长，后疫情时代用户购物习惯养成，整体行业用户规模稳步增长，使用率持续提升：1) 根据动脉网数据显示，尽管药品具有低消费频次的特点，2017-2020年用户年平均购药频次仍稳步上涨，增速表现较为可观。在2020-2021年疫情的强力催化下，用户在线购药心智加强，后疫情时代用户规模仍稳步增长，据CNNIC数据显示，2023年互联网医疗行业用户规模达到4.14亿人，使用率提升至38%。2) 根据动脉网数据显示，超50%电商用户会在购药时优先选择在线购药或线上线下各半，用户在线购药心智愈发成熟。而从用户线上购药原因来看，价格、SKU供给及线上配送效率为重要驱动力，医药电商优势也得以凸显。

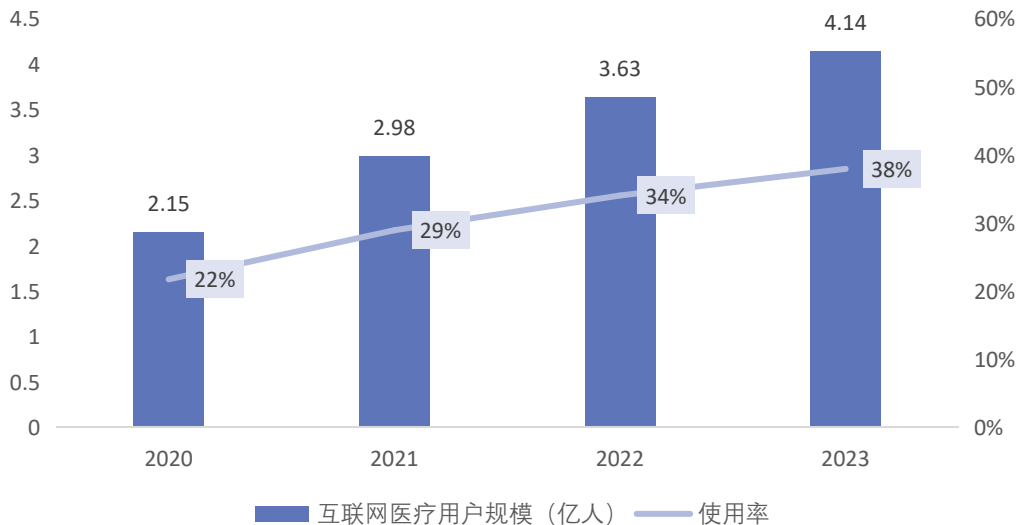
2024年中国消费者在医药电商平台中使用的服务比例



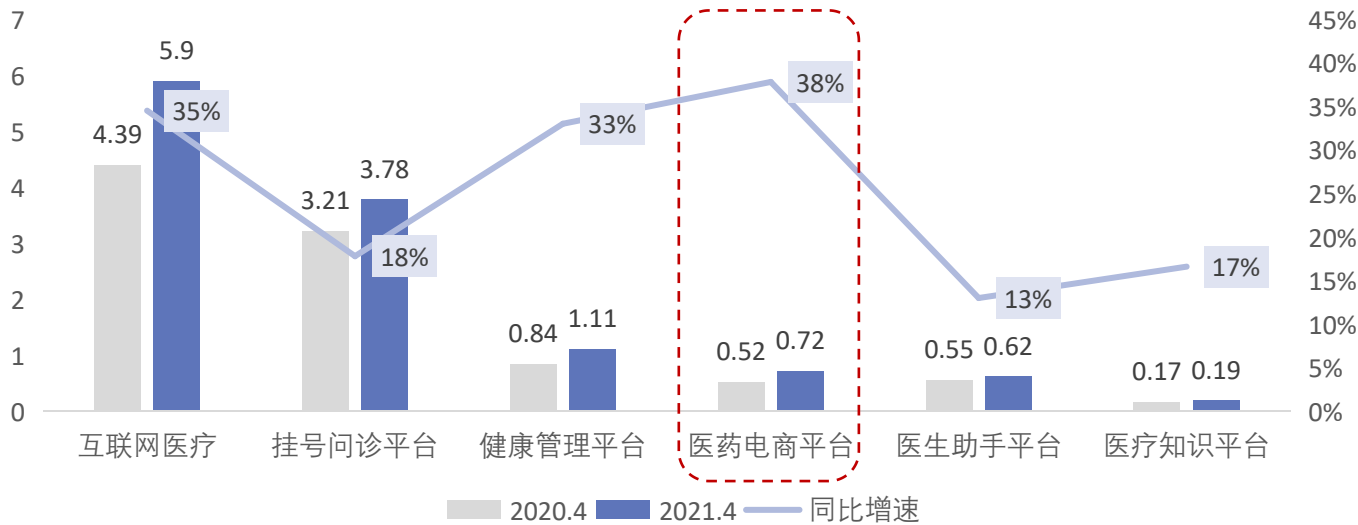
用户线上购药的原因



互联网医疗行业整体用户规模（亿人）



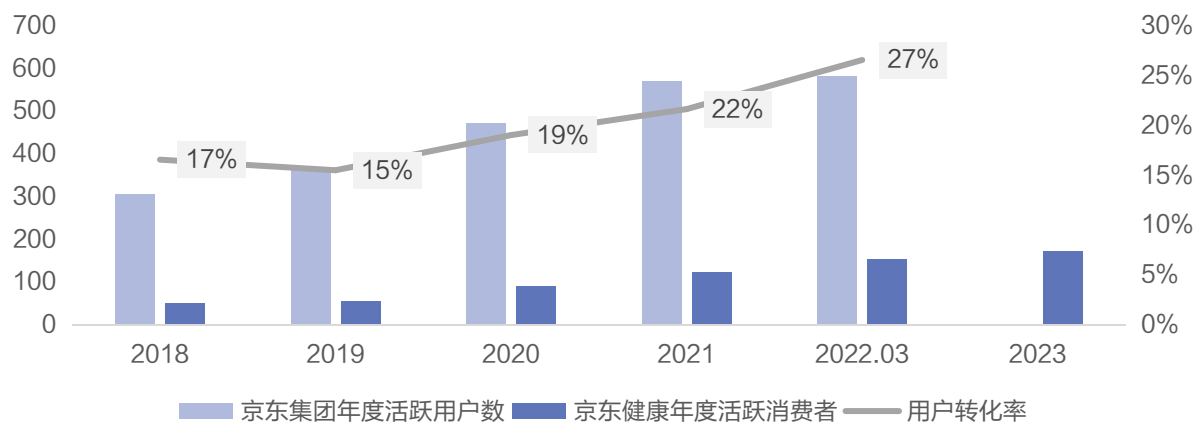
互联网医疗细分平台用户规模（千万人）



# 用户侧：依托京东集团主站的流量基本盘，协同多端入口建立流量优势

- **京东健康背靠京东集团庞大的流量基本盘，建立流量优势：**京东健康与阿里健康依托于京东集团和阿里巴巴集团主站的流量基本盘，建立显著的C端流量优势，在集团用户中的渗透率持续提升。根据公司财报显示，截至2023年年末，京东健康年度活跃消费者数量（过去12个月通过京东大药房、线上平台、全渠道布局进行购买的用户）达到1.72亿人，同比增长12%；从京东集团主站活跃用户转化率来看，2022年京东健康消费者转化率已提升至27%，同比提升5pct，未来仍有较大渗透空间。同时，京东健康基于细分服务在微信小程序建立多端入口，包括京东健康小程序、京东大药房小程序、京东健康互联网医院小程序等，进一步拓展微信生态流量。

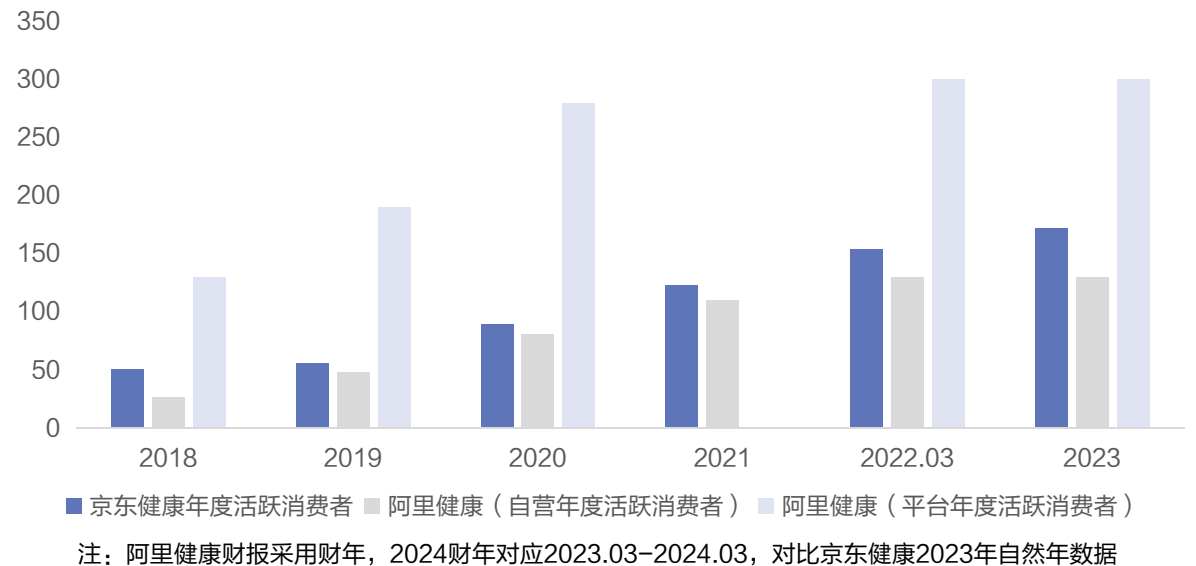
京东健康年度活跃消费者及相对京东主站的用户转化率（百万人）



京东健康充分利用京东主站+APP+小程序等C端流量入口



京东健康VS阿里健康年度活跃消费者（百万人）



# 用户侧：全国多地区密集开放线上购药使用医保结算权限，促进流量转化



**2019.8**  
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：将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围。

**2020.3**  
关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见：将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围。互联网医疗机构为参保人在线开具电子处方，线下采取多种方式灵活配药，可享受医保支付。

**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：参保人在本统筹地区“互联网+”医疗服务定点医疗机构复诊并开具处方发生的诊察费和药品费，可以按照统筹地区医保规定支付；支持“互联网+”医疗复诊处方流转。

**2022.12**  
扩大内需战略规划纲要：积极发展“互联网+医疗健康”服务，健全互联网诊疗的收费政策，将符合条件的互联网医疗服务项目按程序纳入医保支付范围。

**2023.7**  
关于做好2023年城乡居民基本医疗保障工作的通知：统筹做好医保支持“互联网+”医疗服务医保支付。

地区	时间	涉及平台	事件
宿迁	2019.1.16	京东/京东健康	首笔医药电商平台医保在线支付在京东完成
	2021.6.22	美团	宿迁医保局与美团买药正式开通网购药品医保结算业务
银川	2020.9.1	平安好医生	平安好医生旗下银川平安互联网医院上线医保在线支付功能
杭州	2021.6.17	阿里健康	市医疗保障局与阿里健康合作的杭州市网上购药医保在线支付试点项目正式上线
湖北	2021.6.18	定点零售药店	武汉“您健康”平台正式上线，首批1000家医保定点药店已入驻该平台，并陆续开通线上医保支付
江西	2021.9.28	支付宝、饿了么	上饶市首批89家试点定点零售药店在支付宝和饿了么开通“医保买药”服务
山东	2021.12.29	支付宝	推进全省外卖购药刷医保。滨州、德州、日照三城作为首批试点，完成200多家药店上线支付宝
	2022.4.26	支付宝、政府自建购药平台	济南市、省医保局与支付宝、山东互联网大健康、山东邮储开展多渠道线上购药医保结算服务合作，分别上线“泉城快药”支付宝小程序、“泉城药易购”微信小程序和“邮e宝”微信医药商城
	2022.11.24	支付宝、饿了么	烟台开通支付宝网上购药医保支付服务，参保职工可以通过支付宝、“饿了么”、手机淘宝下单，在定点零售药店“刷医保”买药，由“饿了么”提供配送服务
广州	2021.12.30	京东/京东健康	可在京东/京东健康使用医保个账及医保统筹的复诊购药服务
	2024.7.31	京东、美团	正式上线微信医保个账支付，接入零售药店小程序、“粤医保”小程序，可无缝跳转京东、美团
辽宁	2022.7.12	定点零售药店	省医保局发布《辽宁省“互联网+”医疗服务医保支付管理办法（试行）（征求意见稿）》，符合条件的定点零售药店可向所在统筹区医保经办机构申请线上处方流转药品配送及线上购药补充协议
	2023.8.9	美团	沈阳智慧医保App可通过个人医保账户结算药品费用，享受美团即时配送

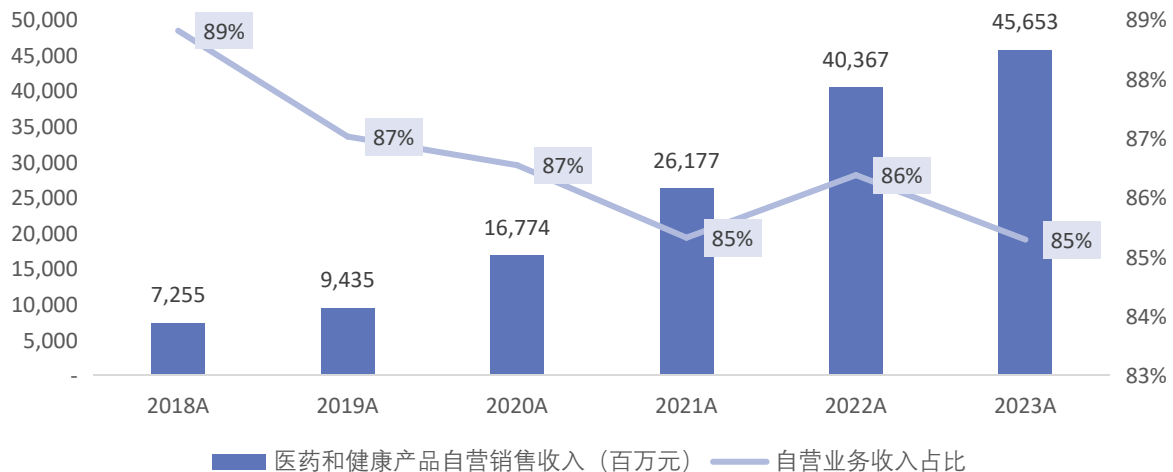
地区	时间	涉及平台	事件
浙江	2024.8.21	支付宝、饿了么	“浙里云药房”定点零售药店互联网医保结算在浙江省杭州、绍兴、嘉兴等11个设区市覆盖，支持支付宝、饿了么，处方药须使用省“智慧医保”电子处方中心所推送的处方。
安徽	2023.1.12	政府自建购药平台	合肥市上线“合肥医保医药服务”线上购药平台，网上下单买药、医保线上支付、即时配送到家
山西	2023.11.15	定点医疗机构和零售药店	省医保局印发《关于开展“互联网+”医药服务医保支付（试行）工作的通知》，定点医疗机构和零售药店试点线上医保购药，医保支付费用由医保经办机构与互联网医院或药店直接结算
上海	2023.10	美团、饿了么	启动试点互联网药店医保支付工作，支持美团、饿了么
	2023.12	京东健康	京东健康开始为上海多家药店开通线上医保支付
广东	2024.6.7	支付宝、饿了么	佛山、韶关、东莞、汕尾、中山、汕头、江门7市参保人可通过“粤医保”支付宝小程序、支付宝医疗健康频道、饿了么购药
	截至2024.7.17	支付宝、定点零售药店、叮当智慧药房	佛山、韶关、东莞、汕尾、中山、汕头、江门、珠海、惠州9地市约1300家定点零售药店已开通线上医保支付功能（通过微信/支付宝小程序“粤医保”访问定点医药机构独立购药小程序、定点医药机构的合作线上购药服务渠道（海王星辰、叮当智慧药房等大型连锁药房）
深圳	2024.6.18	叮当智慧药房	宣布正式开通医保处方在线支付服务，报销可用医保统筹金额，试探性开放，首批只接入了两家连锁药房企业（叮当智慧药房为其中之一），承接处方中心的在线处方流转
	2024.8.1	京东/京东健康、美团、饿了么	医保个人账户线上购药启动，可个账支付购买OTC（微信“粤医保”小程序、海王星辰等药店自建小程序、京东美团、饿了么）
北京	2024.7.1	京东/京东健康、美团	京东/、美团、支持在300家医保定点零售药店购买OTC，药品费用由医保个人账户支付，配送费和包装费由个人支付
四川	2024.9.27	京东/京东健康、美团、饿了么	京东、美团、饿了么三大平台同步启动线上购药医保支付服务，首批试点覆盖成都、遂宁、德阳、宜宾、达州、广元、南充、眉山8城

资料来源：网易科技，上海医保，北京市医疗保障局，人民日报健康客户端，健识局，南方plus，潮新闻，杭州医保，辽宁省医疗保障局，宁夏新闻网，大众网·海报新闻，封面新闻，凤凰网，人民网，澎湃新闻，界面新闻，江南时报网，观察家网，广东省医疗保障局，深圳市医疗保障局，经济参考网，沈阳晚报，大众日报，国海证券研究所

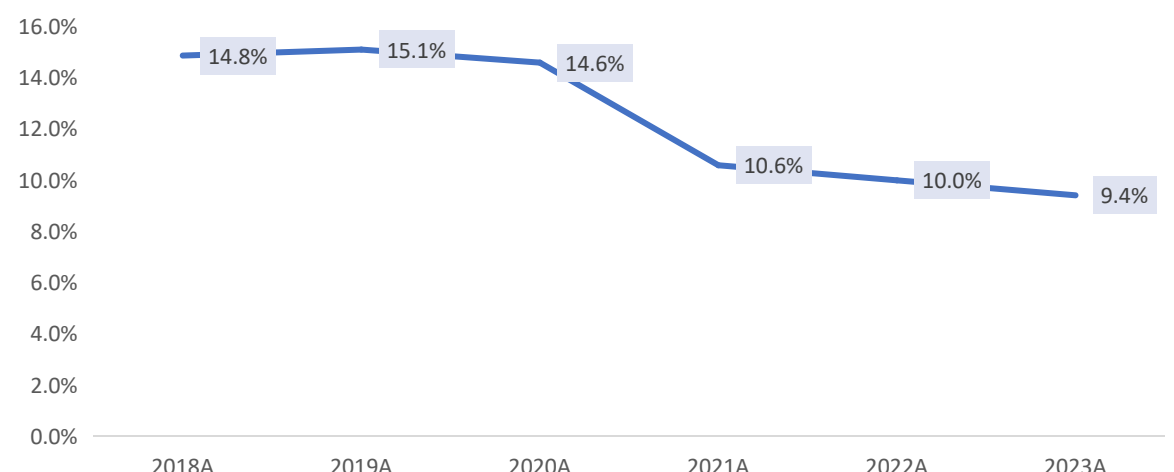
# 供给侧：自营业务主打价格竞争力与优质服务，进一步强化用户的品牌心智

- 京东健康依托集团强大的供应链及履约能力开展自营业务，为用户提供优质服务从而强化用户对平台的品牌心智：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。对于自营模式来说，供应链及物流能力成为医药电商平台的核心竞争力，而京东健康背靠京东集团，在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。公司2023年自营商品销售收入同比增长13%至457亿元，收入占比达到85%，自营业务毛利率为9.4%，同比有所下降主因毛利率较低的药品收入占比提升。
- 公司通过深化与上游供应商品牌的合作，强化供应链能力，从而扩充商品供给并建立价格优势：①药品方面，京东健康与全球多家医药企业全面深化合作，在新特药首发、药品全渠道拓展和数字化营销等方面充分赋能品牌。2024H1，多款新特药在京东大药房实现首发上线，包括兴齐眼药旗下0.01%硫酸阿托品滴眼液美欧品®、赛诺菲旗下新药旨立达®，及金赛旗下新药美适亚®等；平台联合多家中药品牌，举办相关活动精准捕捉用户需求并实现流量的高效转化，深度挖掘用户健康消费的需求；2024年6月，京东健康售出国内首单阿尔茨海默病靶向药乐意保®，进一步展现平台的专业优势。②非药品方面，京东健康与十余家医疗器械品牌签署战略合作协议；上线健康养老频道，致力打造全面覆盖、高效便捷的健康养老产品与服务新生态；截至2024H1财报，平台上的适老产品已覆盖3万个品牌以及上千个细分类目，还升级一系列适老化客户服务包括家用医疗器械上门安装等，为老年用户提供更好的线上购物体验。

### 医药电商业务自营收入及占比



### 医药和健康产品销售毛利率（不含自营广告）



# 供给侧：医保首设网售药价为比价参照，力推公开比价机制，提高药价透明度

- 医保首设网售药价为比价参照，多地加速推进比价机制，提高药品价格透明度，推动零售药店行业竞争健康发展：

- ✓ 2024年6月,国家医保局下发《关于开展“上网店，查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》，完善定点零售药店药品的价格管理，加速推进药品比价，包括①查找网络售药平台“即送价”；②以网络售药平台“即送价”为锚点进行比价等。
- ✓ 2024年10月，国家医保局微信公众号发布《“公开比价+”让定点药店价格更加公开透明、公平合理》，持续指导各地加快落实定点药店比价小程序建设任务，提高比价小程序使用率。

## 药品价格分渠道影响因素

	公立医院	非公立医院	线下药店	网络药店
<b>药品采购及定价</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 公立医院使用的药品原则上均通过省级医药采购平台采购，销售给患者时不得加价。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 药品价格主要由经营者自主确定，具体价格水平受经营模式、地理位置、采购渠道、库存管理、供应链效率等影响。</li> <li>● 未纳入医保定点的线下药店和非公立医院药品价格完全自主定价；而纳入医保定点的线下药店和非公立医院，则需要遵守医保定点协议，在药品价格上体现出更高的经济性和可及性。</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>● “外卖”O2O模式：平台就近匹配同城线下药店，最快可以半小时内送达；</li> <li>● “快递”B2C模式：由供应商集中采购、集中仓储，药价更低，多为异地配送，需更多等待时间，对长期用药的慢病患者更划算。</li> </ul>
<b>药品平均价格</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 公立医院跟线下药店比较，大部分药品价格基本持平、少部分有高有低，其中集采药品价格普遍低于线下药店，但也存在个别药品网络药店售价更低的情况。</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>● O2O模式大部分情况下价格与线下药店一致或接近，部分情况下略低；</li> <li>● B2C模式采购规模效应较强，药价普遍更低。</li> </ul>

## 多地上线运行医保定点药店比价小程序

- 2024年7月份以来，先后有河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、上海、江苏、福建、山东、湖北、湖南、广东、广西、海南、重庆、云南、陕西、甘肃、青海等19个省（自治区、直辖市），以及浙江杭州、安徽黄山、河南周口、新疆阿勒泰等地市陆续推出覆盖全省或全市的定点药店比价小程序。用户可通过当地医保局APP、微信小程序、微信公众号、支付宝小程序等途径获取药品比价，同时部分省份定点药店比价程序还提供了库存信息展示、异常价格提醒、价格趋势分析等相关功能；国家医保局表示确保2024年底前覆盖全部定点药店。

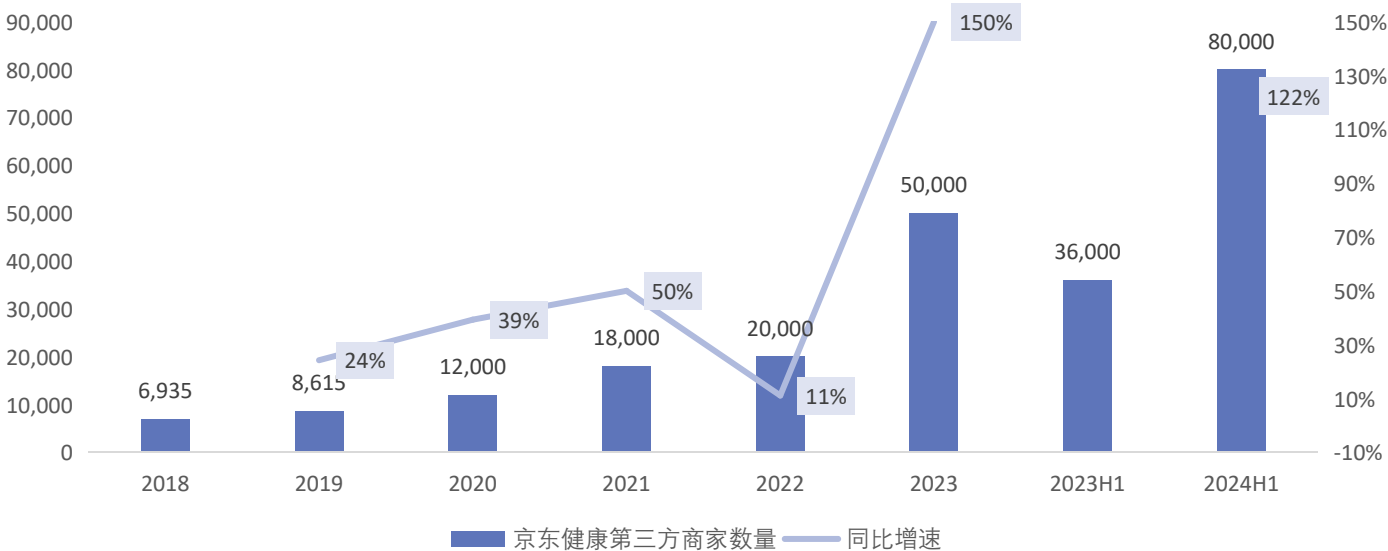
省级医保定点药店比价小程序查询方式

序号	省份	查询方式
1	河北省	“河北智慧医保”微信小程序
2	山西省	“山西医保”微信公众号
3	内蒙古自治区	“内蒙古医保”APP
4	辽宁省	“辽宁医保”支付宝小程序
5	吉林省	“吉林医保公共服务”小程序
6	上海市	“上海医保”微信公众号
7	江苏省	“江苏医保”微信公众号、江苏医保云小程序、“江苏药价通”小程序
8	福建省	福建医疗保障微信、支付宝小程序“闽政通”APP
9	山东省	“鲁医保”微信公众号、支付宝小程序
10	湖北省	“湖北医疗保障”微信、支付宝小程序
11	湖南省	“湘医保”微信小程序
12	广东省	“粤医保”微信小程序
13	广西壮族自治区	广西医保局官方网站、“广西医保”微信公众号、广西医保公共服务网厅
14	海南省	“海南医保”APP、微信小程序
15	重庆市	“重庆市医疗保障局”微信公众号
16	云南省	“云南医保”小程序
17	陕西省	“陕西医保”APP、小程序
18	甘肃省	“甘肃医保服务平台”APP、国家医保app地方专区、甘肃医保微信公众号、小程序、支付宝小程序
19	青海省	“青海医保”APP

# 供给侧：引入第三方商家以满足用户长尾需求，持续优化平台生态

- 平台持续引入第三方商家以丰富长尾商品供给，加强与自营业务的协同，满足用户多样化需求：京东健康通过在线平台业务与自营业务的协同效应，持续提高用户的消费体验。截至2023年年末，京东健康平台上的第三方商家数量超过5万家，同比增长超过100%，去重商品数同比增长超过30%，超4万个商品参与了“百亿补贴”和“便宜包邮”等活动，以及自营30天价保和第三方商家包邮等服务。2023年，平台加大对第三方商家的流量扶持力度，助力商家快速成长，通过优化流量分发机制、打通并开放更多站内频道和销售场景，让优质商家和产品获得更多曝光展示机会。同时，公司宣布2024年坚持自营与开放平台并重的策略，尤其加大对第三方商家伙伴的扶持力度，将推出一系列具有创新性和实效性的举措，激励第三方商家发展，协同自营业务推动公司整体GMV增长。

京东健康第三方商家数量（家）及同比增速



## 平台针对第三方商家的扶持措施

### ①新商家

- 针对新商家，京东健康建立商家成长社群，帮助新商家快速获得基础运营能力，在新手期内完成破单动销目标。2023年共举办“新商孵化营”21期，孵化商家3500家。

### ②腰部商家

- 京东健康推出“青囊战训营”，通过实战共创、沟通指导、复盘规划等方法，让商家在实战中掌握方法，冲刺更高业绩。2023年京东健康11.11期间，参训商家平均业绩同比增长超100%，最高业绩同比增长超150%。

### ③头部商家

- 京东健康与头部商家开展共创，通过举办行业私董会等形式开展共创共演，展望品类趋势，探寻突破关键点。

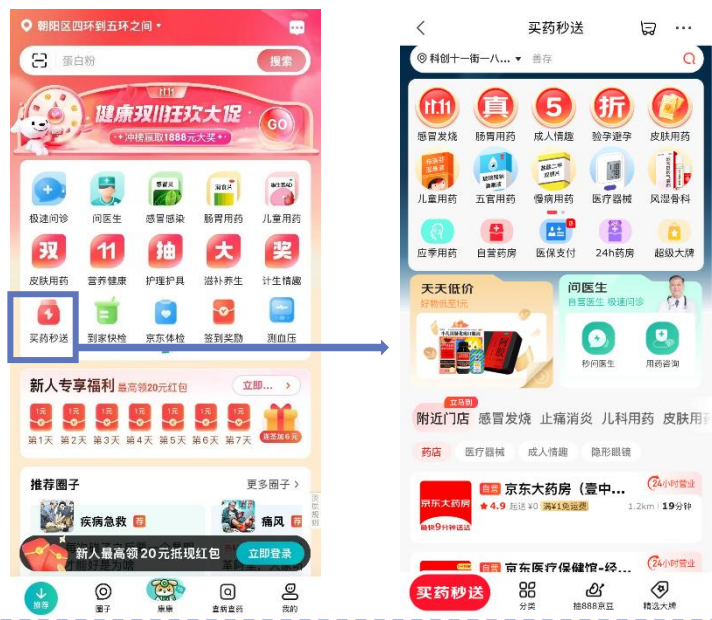
### ④招商&运营

- 2024年，京东健康将积极拓展国内外招商渠道，通过不断升级春晓计划和降低入驻门槛等措施，吸引了更多高质量的商家入驻。同时，通过提供新店大礼包、成长课程和营销活动等资源，助力商家在店铺层级提升全过程中实现稳定增长。
- 京东健康将针对常备、养老、运动和急用四大场景，为第三方商家提供与自营统一的服务标准，确保用户体验的一致性。同时，还将进一步提升即时化供应链能力，为第三方商家提供更加高效、高质的即时零售供应链基础设施。

# 供给侧：拓展即时零售业务以实现全渠道布局，完善线上+线下一体化服务体系

- 京东健康拓展O2O即时零售业务以实现全渠道布局，满足用户紧急用药需求，北京、上海及东莞已开通医保线上支付服务：公司通过自营门店及线下药店合作，快速拓展O2O服务网络，截至2024H1末，“京东买药秒送”服务已实现“平均28分钟、最快9分钟”送达，24小时全天候响应用户需求。截至2024H1末，O2O服务覆盖超490个城市，合作药房超15万家。公司响应用户需求和政策指导，在北京、上海及东莞开通医保线上支付服务，于2024年5月率先在北京启动医保个账支付试点服务。截至2024H1末，超350家医保定点零售药店已接入京东平台，服务网络覆盖北京所有行政区，成为接入门店最多、用户覆盖范围最大、配送时效最快的平台。我们认为，O2O模式开通实时医保结算将进一步增强用户线上购药的心智并促进流量的高效转化；且未来在本地O2O模式医保结算顺利推进的基础上，B2C电商模式也有望接入医保支付体系，医药电商平台的SKU多样性和便利性优势将得以凸显。
- 京东健康已完成线下实体药店“仓储店+自营药店+联盟药店”整体布局，成为业内首家规模化开设线上和线下自营零售药房的互联网医疗企业：①2019年，京东健康发布“京东联盟药房”计划，针对知名连锁和中小连锁/单体药店赋能升级的合作模式；截至2021年11月12日，全国多地区联盟药店已突破800家；②2021年，京东健康自营大药房成为全国营收最高的药店；③截至2023年末，京东健康已开设150+家线下京东自营大药房。根据米内零售观察微信公众号，公司推出自建线下仓店的“万店计划”，打通从“快递电商+线下仓店配送”的最后一公里，以纯自建仓模式承接自有线上订单；该模式已在北京等地试点，目标是投入10亿元，3年时间内开至一万家仓店，并往综合药店方向发展。

## 京东健康平台O2O服务入口“买药秒送”



## 互联网平台O2O业务情况对比

	京东健康	阿里健康&饿了么	美团买药
O2O业务模式	通过京东自营药房与线下第三方药店合作，开展“京东买药秒送”服务，已实现“平均28分钟、最快9分钟”送达。	阿里健康联合饿了么蜂鸟即配在全国超过140个城市推出“急送药”服务，率先推出“24小时24分钟极速送药”服务。	美团医药于2020年作为独立品牌发布，服务覆盖用户检测、看病、购药、康复等健康行为的全周期；24小时买药平均30分钟送达。
线下自营药房	150+家线下京东自营大药房 (截至2023年末)	无自营药房	无自营药房
线下合作药店	超15万家 (截至2024H1)	超20万家 (截至2023年5月)	25万家，覆盖全国市区县旗3000个 (截至2024年8月)
医保支付进展	北京试点首批合作平台	上海、广东试点首批合作平台	北京、上海试点首批合作平台

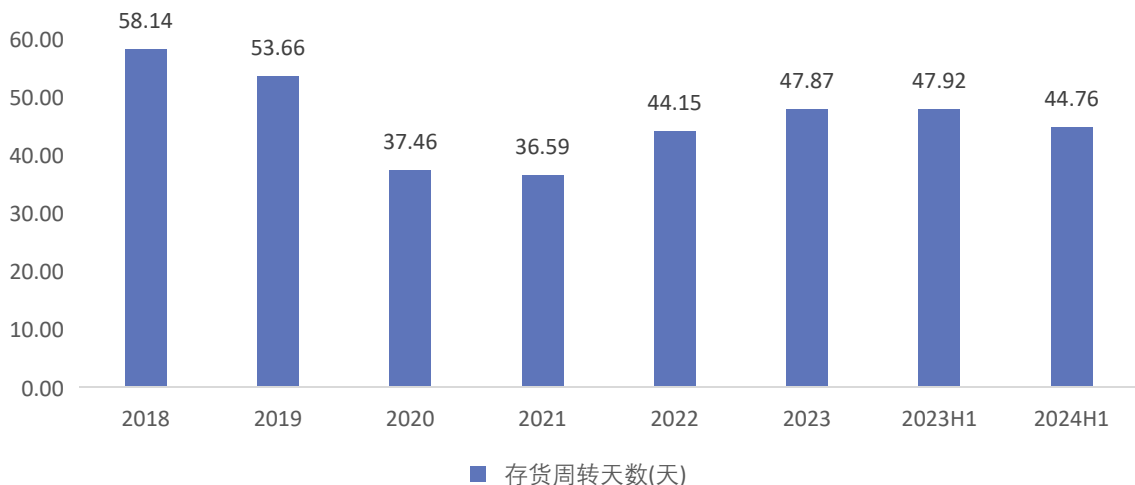
# 履约侧：集团持续赋能，针对药品高时效需求实现更优履约效率

● 针对药品高时效需求，京东健康持续完善覆盖全场景的医药健康产品供应链网络，提高履约效率与服务体验：

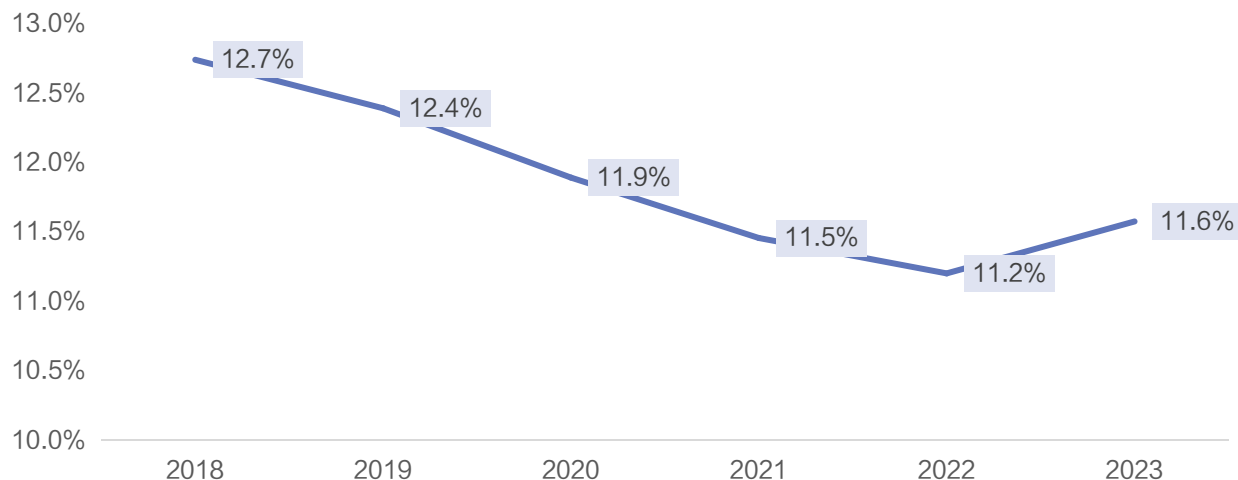
- ① 京东健康背靠集团物流能力，京东物流的仓储网络作为中国最大的仓储网络之一，同时也是一体化供应链解决方案和物流服务能力的重要组成部分。截至2022年年末，京东健康使用了京东物流全国范围内的22个药品仓库和超过500个非药品仓库，京东大药房药品“自营冷链”能力已覆盖全国超300个城市。京东物流的冷链网络方面，截至2024H1末，公司运营的药品和医疗器械专用仓库面积超过30万平米。
- ② 京东健康物流效率持续提升，2024H1公司存货周转天数同比下降至44.76天，公司2018-2022年履约费用率（占自营收入比例）逐步下降。

物流履约能力对比		
	京东健康	阿里健康
仓储能力	使用京东物流22个药品仓库和超过500个非药品仓库（截至2022年末）	阿里健康完成22地39仓，以及冷链物流等物流体系建设（截至2023年3月末）
冷链网络	京东大药房药品“自营冷链”能力已覆盖全国超300个城市（截至2022年末）	“自营冷链”能力已覆盖全国210个城市（截至2022H1）
物流时效	自营产品次日达比例80%（截至2021年末）	自营产品次日达比例76%（截至2022H1）

存货周转天数(天)



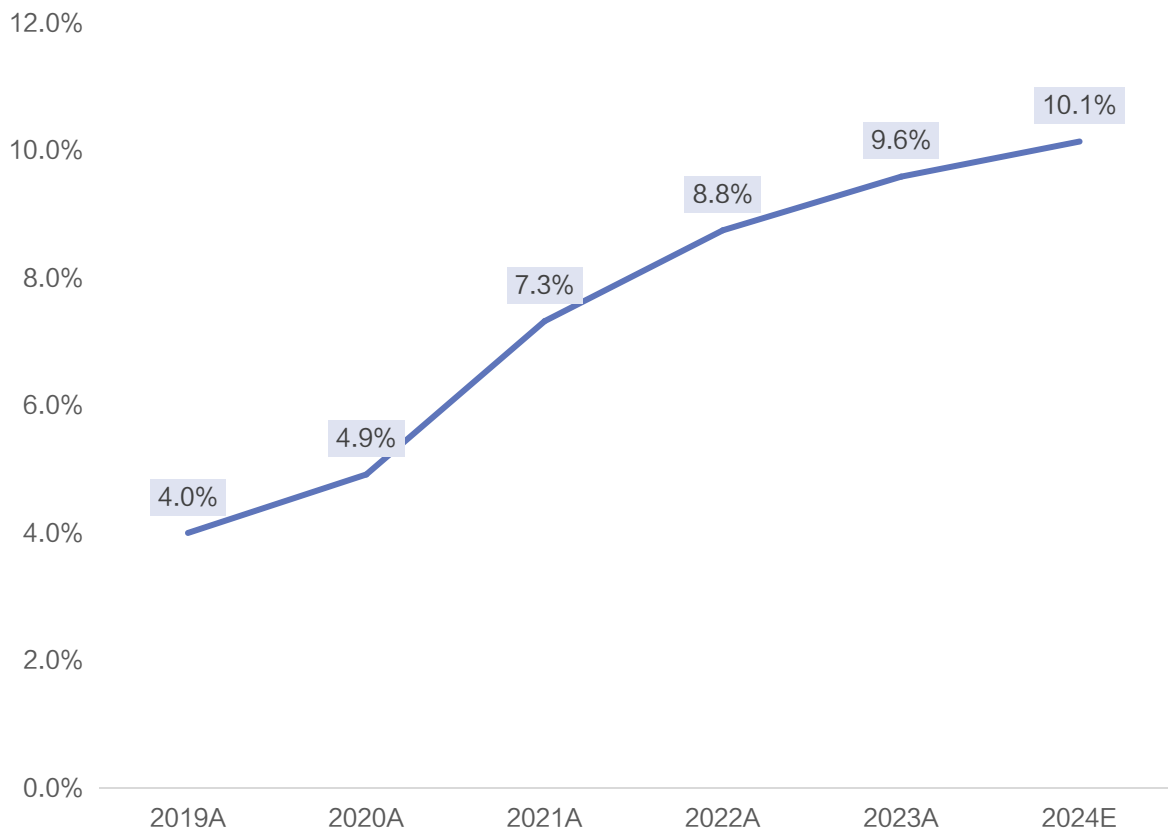
履约费用占自营收入比例



# 变现侧：平台针对第三方商家的广告+佣金货币化率预计在10-11%区间

- 京东健康平台第三方商家业务主要通过佣金及广告变现，预计整体货币化率稳定在10%-11%区间：公司基于第三方商家销售额收取一定比例佣金，同时为商家提供效果广告服务，我们测算公司2023年佣金率在5%-6%区间，广告货币化率在4%-5%区间，预计长期第三方商家货币化率保持稳定。

平台业务变现率（第三方商家广告+佣金take rate）



京东健康POP商家提点率及交易服务费率

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、口腔医疗设备、诊疗关联用品	5%	0.6%
健康管理	4%~15%	0.6%
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%
口腔齿科、医疗美容	10%	0.6%
生活美容、心理咨询	4%	0.6%
细胞存储	8%	0.6%
眼科服务、疫苗服务、孕产服务、基因检测	4%	0.6%
医药类	3%~7%	0.6%
非处方药	7%	0.6%
中药饮片	15%	0.6%
其他医药产品	7%	0.6%
互联网宠物医院	3%	0.6%

## 4、在线医疗：打造“医+检+药”服务闭环，多轮驱动业务增长

# “互联网+医疗服务”针对传统医疗长期痛点为医院及患者提供解决方案



# 各平台业务布局：从传统医疗拓展至消费医疗服务，从C端拓展至B端企业服务



# 京东健康布局在线医疗健康服务，打造“医+检+药”闭环，多轮驱动业务增长

- 公司通过拓展在线医疗健康服务，打造“医+检+药”闭环，多轮驱动业务增长：①京东健康为用户7\*24全天候提供综合在线医疗健康服务，覆盖在线问诊和处方续签、慢性病管理、家庭医生和消费医疗健康服务等；在此基础上，公司通过与线下消费医疗健康机构合作，为用户提供消费医疗健康服务，包括体检服务、医学美容、口腔牙科和疫苗预约等；在COVID-19期间，公司成为中国第一家提供线上COVID-19核酸检测预约服务的公司。②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”，零售药房买家作为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。2024年7月，京东健康互联网医院服务再升级，线上支持检验单开具，首批开通70项采血项目，患者通过京东到家快检下单后，会有护士上门采血或采样并送检，平均3小时内出结果；公司基于此打造完整的“医+检+药”服务闭环，实现专业医疗检测与线上问诊的无缝融合。
- “医+药”业务闭环短期助力平台承接更多处方外流的市场需求，推动处方药销售增长：据医药经济报微信公众号，在“零加成”“双通道”等政策推动下，处方外流成为药品零售的主流趋势，包括院边店、新特药房、互联网+药品供应等模式，均有赖于电子处方的应用。据弗若斯特沙利文预测，2022年中国院外处方药市场规模预计达2668亿元，2030年院外处方药市场规模有望超过万亿元，从2022年到2030年，9年年复合增长率预计达17.41%，远高于整体医药市场的个位数同比增速预期。而京东健康布局在线医疗服务，中短期首要任务即承接处方药销售的在线开方需求，推动平台处方药销售增长；长期有望强化消费者线上诊疗服务心智，通过业务间协同增强用户粘性。

## 双轮驱动的零售药房与线上医疗服务业务



## 京东健康在线医疗服务入口（主页第一第二TAB）

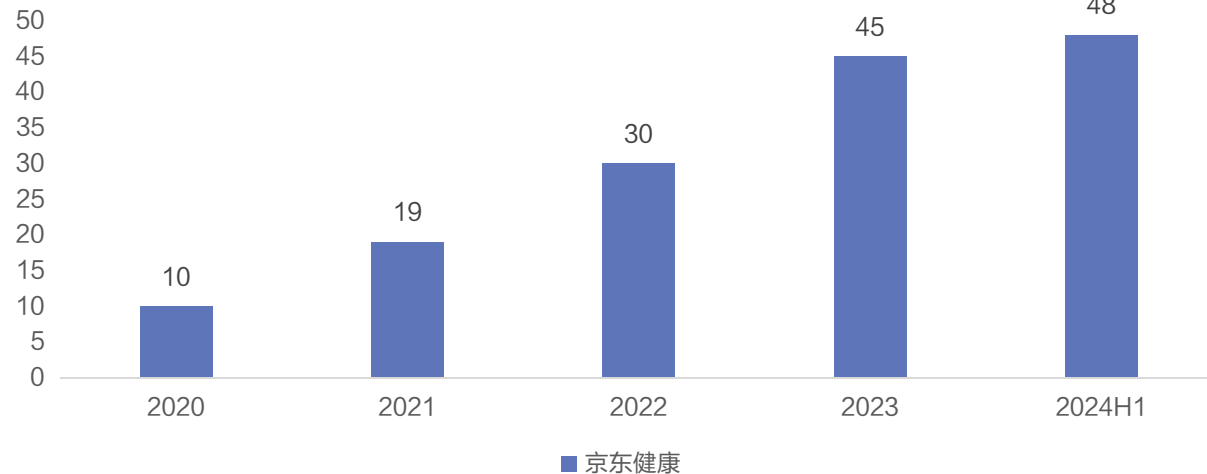


# 供给侧：医疗团队快速拓展，日均问诊量持续走高，建立专科中心以优化问诊服务

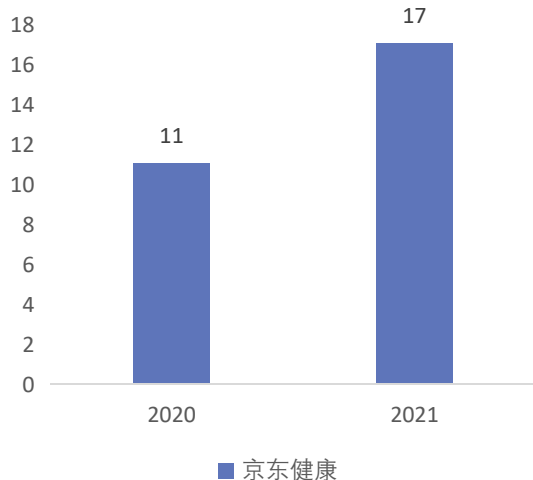
- 公司快速拓展医疗团队及与第三方医院和医疗健康机构得合作，探索互联网医疗创新服务模式，加强互联网专科领域的服务能力。

- ① 公司医疗团队由自有医生和外部医生组成，跨越不同科室领域，与多家第三方医院和医疗健康机构展开合作。截至2022H1，京东健康的专科中心数量达到27个，覆盖疾病数量超24个，合作超15000家医院，副主任及以上医师达到4.5万人。
- ② 截至2024H1，皮肤专科中心已建立4个科室和49个专家工作室，累计服务患者超过1,500万名，多科室问诊率超过20%。公司持续拓展快检服务产品供给并完善服务流程，打通更多医疗健康场景，包括互联网问诊、药品、健康商品购买，为用户提供一站式的居家健康服务体验；未来将进一步拓展到家服务场景，包括上线上门护理及居家照护等服务。截至2024H1，京东健康互联网医院的日均在线问诊量已超48万。

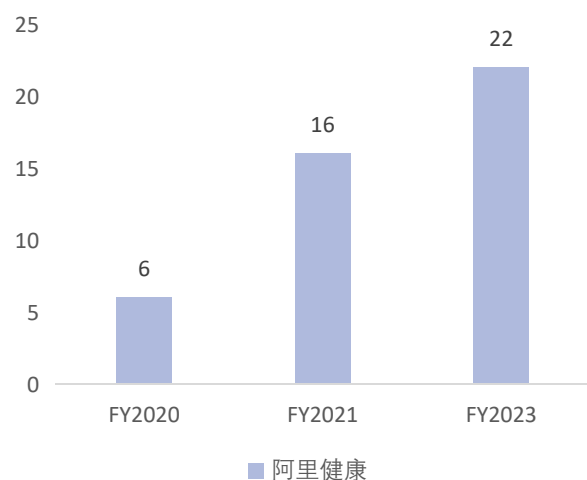
### 京东健康日均在线问诊量（万）



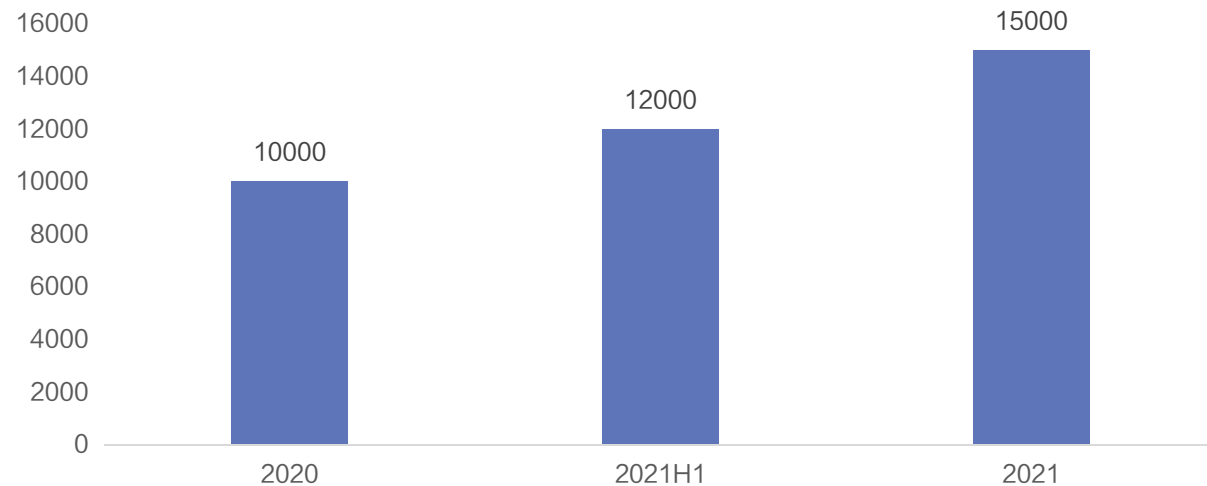
### 京东健康合作医生数量（万）



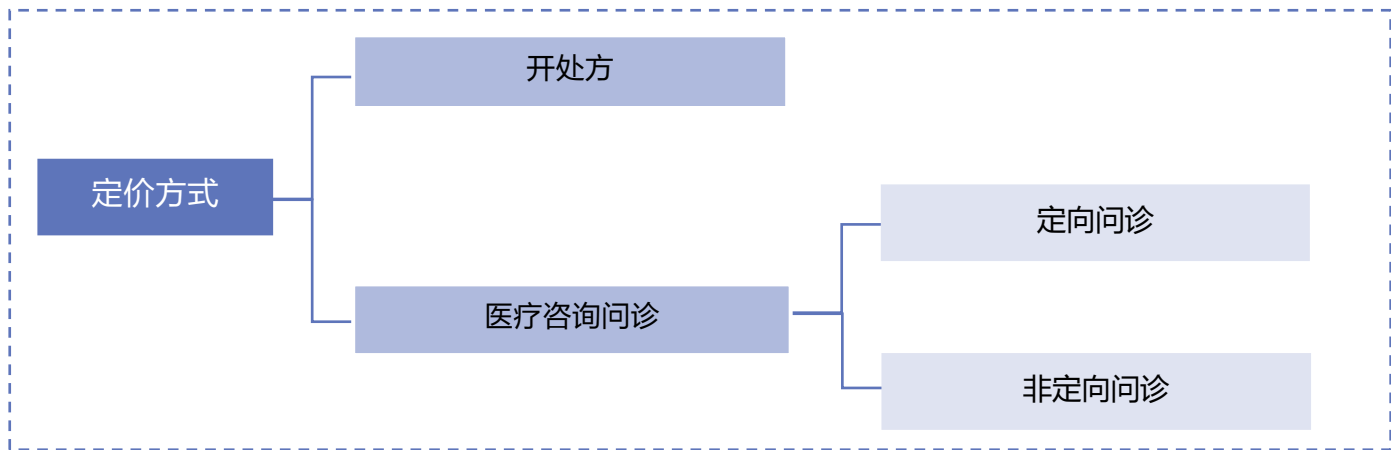
### 阿里健康合作医生数量（万）



### 京东健康合作医院数量



# 分成机制：平台定价及医生自主定价两种模式，医师分成比例约80%



- 平台根据诸多因素制定问诊费用  
沟通方式：文字，电话，视频及在线聊天  
时长：30分钟，24小时，48小时等
- 允许外部医生全权酌情为其在线问诊进行定价  
其中部分医生会提供免费问诊来吸引更多的患者并建立其线上信誉，其他医生可能收取约数千元的问诊费
- 平台向外部医生收取佣金，通常收取不超过每次问诊费的20%

## 平台对外合作方面



- 京东健康全面推进医疗大模型“京医千询”的落地，持续迭代和优化智能医生助理产品、数字疗法产品的应用。公司与温州医科大学附属第一医院持续深化战略合作，由双方联合研发的“基于大语言模型的诊前数字医生”入选2024年度中国医院信息网络大会(CHIMA2024)医院新兴技术创新应用典型案例。公司积极推动医疗大模型落地，包括推出AI心理陪伴师、辅助诊断工具及数字管理工具等，提高线上医生的诊疗效率，降低用户就医成本。



### 自有医生

- 与自有医生签订标准员工合同，每季度进行表现评估及反馈
- 自有医生的薪酬通常包括基本薪资及酌情决定的绩效奖金

### 外部医生

- 与外部医生签订服务协议
- 根据其各自与京东的服务协议获得薪酬
- 外部医生依据相关规则与法规为用户提供在线问诊服务
- 通常为向患者收取的问诊费总额扣除佣金后的问诊费净额

### 来自第三方医疗健康服务供应商的医生

- 用户能够获取医疗健康服务供应商提供的特定服务信息，阅读其他用户的评论，预约并支付费用

## 5、盈利预测与估值

# 京东健康收入预测：预计2023-2026年CAGR为10%

单位：百万元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
截止日期	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2026/12/31
<b>按板块划分收入</b>							
<b>营业收入</b>	<b>19,383</b>	<b>30,682</b>	<b>46,736</b>	<b>53,530</b>	<b>57,463</b>	<b>64,217</b>	<b>70,959</b>
yoy	78.8%	58.3%	52.3%	14.5%	7.3%	11.8%	10.5%
<b>医药和健康产品销售</b>	<b>16,774</b>	<b>26,177</b>	<b>40,367</b>	<b>45,653</b>	<b>48,543</b>	<b>54,255</b>	<b>59,959</b>
yoy	77.8%	56.1%	54.2%	13.1%	6.3%	11.8%	10.5%
<b>线上平台、数字化营销及其它服务</b>	<b>2,609</b>	<b>4,505</b>	<b>6,369</b>	<b>7,877</b>	<b>8,920</b>	<b>9,961</b>	<b>10,999</b>
yoy	85.4%	72.7%	41.4%	23.7%	13.2%	11.7%	10.4%
<b>医药和健康产品销售</b>							
<b>医药和健康产品销售收入 (自营业务)</b>	<b>16,774</b>	<b>26,177</b>	<b>40,367</b>	<b>45,653</b>	<b>48,543</b>	<b>54,255</b>	<b>59,959</b>
yoy	78%	56%	54%	13%	6%	12%	11%
自营GMV	25805	40273	62103	70235	74682	83470	92245
yoy	76%	56%	54%	13%	6%	12%	11%
自营占比	40%	50%	60%	60%	60%	60%	60%
京东健康年度活跃用户 (百万人)	89.8	123.3	154.3	172.3	190.7	206.4	217.3
yoy	60%	37%	25%	12%	11%	8%	5%
人均消费金额 (元)	718	653	671	679	653	674	708
yoy	-7%	-9%	3%	1%	-4%	3%	5%
<b>线上平台、数字化营销及其它服务</b>							
<b>线上平台、数字化营销及其它服务</b>	<b>2,609</b>	<b>4,505</b>	<b>6,369</b>	<b>7,877</b>	<b>8,920</b>	<b>9,961</b>	<b>10,999</b>
yoy	85%	73%	41%	24%	13%	12%	10%
<b>①平台服务收入</b>							
平台服务收入	<b>1,161</b>	<b>1,611</b>	<b>2,070</b>	<b>2,575</b>	<b>2,738</b>	<b>3,061</b>	<b>3,382</b>
yoy	46%	39%	29%	24%	6%	12%	11%
线上平台GMV (第三方商家)	38,708	40,273	41,402	46,824	49,788	55,647	61,497
yoy	35.8%	4.0%	2.8%	13.1%	6.3%	11.8%	10.5%
线上平台占比	60.0%	50.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
平台服务take rate	3.0%	4.0%	5.0%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
<b>②其他服务收入 (数字化营销及其他)</b>							
<b>其他服务收入</b>	<b>1,448</b>	<b>2,894</b>	<b>4,299</b>	<b>5,302</b>	<b>6,182</b>	<b>6,901</b>	<b>7,617</b>
yoy	138%	100%	49%	23%	17%	12%	10%
1. 数字化营销收入	1,425	2,807	4,137	5,079	5,936	6,636	7,333
yoy	139%	97%	47%	23%	17%	12%	11%
收入占比 (占服务收入)	55%	62%	65%	64%	67%	67%	67%
2. 其他收入	23	87	162	223	246	265	284
yoy	80%	274%	87%	38%	10%	8%	7%

# 盈利预测与估值：给予公司2025年目标市值1239亿元，对应目标价41港元

## ● 投资逻辑：

● **互联网医疗行业线上化率仍处于较低水平，用户规模增长及政策利好推动整体医药电商及在线医疗服务市场稳步增长：**互联网医疗行业用户规模稳步增长，叠加处方药外流、线上接入医保支付等政策利好推动流量转化，预计线上药品&非药品零售规模2023-2026年CAGR达到17%，线上健康服务市场2023-2026年CAGR约26%

## ● 医药电商业务：

① **京东健康依托集团强大的供应链及履约能力开展自营业务，建立价格优势，为用户提供优质服务从而强化用户对平台的品牌心智：**公司通过京东大药房开展自营业务，背靠京东集团资源，通过深化与上游品牌的合作，在供应链及物流能力打造核心竞争力。公司2023年自营商品销售收入同比增长13%至457亿元，收入占比达85%。

② **平台持续引入第三方商家以丰富长尾商品供给，加强与自营业务的协同，满足用户多样化需求：**公司坚持自营与开放平台并重的策略，尤其加大对第三方商家伙伴的扶持力度，截至2023年年末，京东健康平台上的第三方商家数量超过5万家，同比增长超过100%，协同自营业务推动公司整体GMV增长，预计第三方佣金及广告货币化率将保持稳定在10%-11%区间。

③ **京东健康拓展O2O即时零售业务以实现全渠道布局，满足用户紧急用药需求，北京、上海及东莞已开通医保线上支付服务：**截至2024H1末，超350家医保定点零售药店已接入京东平台，服务网络覆盖北京所有行政区，成为接入门店最多、用户覆盖范围最大、配送时效最快的平台。我们认为，O2O模式开通实时医保结算将进一步加强用户线上购药的心智并促进流量的高效转化；且未来在本地O2O模式医保结算顺利推进的基础上，B2C电商模式也有望接入医保支付体系，医药电商平台的SKU多样性和便利性优势将得以凸显。

## ● 在线诊疗业务：

① **公司通过拓展在线医疗健康服务，打造“医+检+药”闭环，多轮驱动业务增长：**零售药房买家作为潜在高质量的医疗健康服务用户，而该用户群体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。在“零加成”“双通道”等政策推动下，处方外流成为药品零售的主流趋势，京东健康布局在线医疗服务，中短期即承接处方药销售的在线开方需求，推动处方药销售增长；长期有望强化消费者线上诊疗服务心智，增强用户粘性。

## ● 盈利预测与估值：

● 我们预计公司2024-2026年收入分别为575/642/710亿元，经调整归母净利润分别为45/50/56亿元，对应经调整P/E为24x/22x/19x，根据P/E估值法，我们给予2025年京东健康合计目标市值1239亿元人民币，对应目标价41港元；截至2025年2月18日公司收盘市值为1054亿元人民币，截至2024H1末，公司账面现金及现金等价物+交易性金融资产+其他短期投资共479亿元人民币，现金储备充足，首次覆盖，给予“买入”评级。

预测指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	53530	57463	64217	70959
增长率(%)	15%	7%	12%	10%
归母净利润（百万元）	2142	2956	3431	4032
增长率(%)	459%	38%	16%	17%
摊薄每股收益（元）	0.69	0.95	1.11	1.30
ROE(%)	4%	6%	6%	6%
P/E	49	35	30	26
P/B	2.5	2.3	2.0	1.8
P/S	2.3	2.1	1.9	1.7
经调整归母净利润（百万元）	4135	4474	4958	5581
经调整P/E	26	24	22	19

京东健康	2025E	2026E
经调整净利润（百万元）	4,958	5,581
目标P/E（倍）	25.0	25.0
目标市值（百万元）	123949	139525
目标股价（人民币）	39	44
目标股价（港元）	41	46
股本（百万）	3,199	3,199
港币兑人民币	0.94	0.94

# 京东健康盈利预测表

证券代码： 06618

股价： 35.75

投资评级： 买入(首次覆盖)

日期： 20250218

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	15,037	16,546	18,694	22,547	<b>营业收入</b>	<b>53,530</b>	<b>57,463</b>	<b>64,217</b>	<b>70,959</b>	<b>每股指标</b>				
应收款项	2,262	2,262	2,924	3,270	营业成本	41,665	44,377	49,329	54,295	EPS	0.69	0.95	1.11	1.30
存货净额	5,085	5,427	6,124	6,789	营业税金及附加	-	-	-	-	BVPS	15.43	16.66	18.95	21.48
其他流动资产	15	35	34	34	销售费用	2,655	2,977	3,211	3,477	<b>估值</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>47,850</b>	<b>51,591</b>	<b>58,309</b>	<b>66,377</b>	管理费用	1,998	1,704	1,831	2,023	P/E	48.7	35.3	30.4	25.9
固定资产	89	77	86	103	财务费用	855	1,940	1,859	1,927	P/B	2.5	2.3	2.0	1.8
在建工程	-	-	-	-	其他费用/(-收入)	1,226	1,315	1,413	1,561	P/S	2.3	2.1	1.9	1.7
无形资产及其他	2,381	2,018	2,837	2,928	<b>营业利润</b>	<b>631</b>	<b>1,063</b>	<b>1,883</b>	<b>2,365</b>	<b>财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期股权投资	348	616	560	614	营业外净收支	2,063	2,464	2,155	2,381	<b>盈利能力</b>				
<b>资产总计</b>	<b>64,288</b>	<b>69,034</b>	<b>78,277</b>	<b>88,176</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,693</b>	<b>3,527</b>	<b>4,038</b>	<b>4,746</b>	ROE	4.3%	5.5%	5.7%	5.9%
短期借款	-	-	-	-	所得税费用	550	-570	-606	-713	毛利率	21.2%	22.2%	22.8%	23.2%
应付款项	9,660	10,563	11,470	12,900	<b>净利润</b>	<b>2,143</b>	<b>2,957</b>	<b>3,432</b>	<b>4,033</b>	期间费率	8.7%	8.1%	7.9%	7.8%
合同负债	-	-	-	-	少数股东损益	1	1	1	1	销售净利率	4.0%	5.1%	5.3%	5.7%
其他流动负债	4,516	4,273	5,096	5,454	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,142</b>	<b>2,956</b>	<b>3,431</b>	<b>4,032</b>	<b>成长能力</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>14,585</b>	<b>15,472</b>	<b>17,373</b>	<b>19,116</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	收入增长率	15%	7%	12%	10%
长期借款及应付债券	-	-	-	-	<b>经营活动现金流</b>	<b>4,605</b>	<b>6,695</b>	<b>7,166</b>	<b>8,058</b>	利润增长率	459%	38%	16%	17%
其他长期负债	333	264	294	364	净利润	2,142	2,956	3,431	4,032	<b>营运能力</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>333</b>	<b>264</b>	<b>294</b>	<b>364</b>	少数股东损益	1	1	1	1	总资产周转率	0.83	0.83	0.82	0.80
<b>负债合计</b>	<b>14,918</b>	<b>15,736</b>	<b>17,667</b>	<b>19,480</b>	折旧摊销	227	182	227	259	应收账款周转率	23.67	25.41	21.96	21.70
股东权益	49,370	53,297	60,611	68,696	公允价值变动	-	-	-	-	存货周转率	10.53	10.59	10.49	10.45
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>64,288</b>	<b>69,034</b>	<b>78,277</b>	<b>88,176</b>	营运资金变动	214	287	321	355	<b>偿债能力</b>				
					<b>投资活动现金流</b>	<b>-8,023</b>	<b>-5,118</b>	<b>-4,941</b>	<b>-4,121</b>	资产负债率	23%	23%	23%	22%
					资本支出	61	66	73	81	流动比	3.28	3.33	3.36	3.47
					长期投资	47,628	48,844	51,373	56,767	速动比	0.70	0.70	0.70	0.71
					其他	9	-11	-13	-14					
					<b>筹资活动现金流</b>	<b>-117</b>	<b>-69</b>	<b>-77</b>	<b>-85</b>					
					债务融资	-	-	-	-					
					权益融资	-69	-	-	-					
					其它	-14	-11	-13	-14					
					<b>现金净增加额</b>	<b>-3,681</b>	<b>1,509</b>	<b>2,148</b>	<b>3,852</b>					

注：股价单位为港元，其余单位均为人民币，换算汇率为2025.2.18实时汇率，1港元=0.94元人民币

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

## 6、风险提示

## ◆用户增长不及预期风险

平台活跃用户或用户付费转化不及预期的风险；

## ◆消费动力不及预期风险

平台用户消费金额增长不及预期的风险；

## ◆监管政策不及预期风险

互联网医疗行业政策环境由收紧到逐步放宽，国家陆续出台利好线上医疗发展的政策，陆续开放线上医保支付权限，但后续可能存在监管政策不及预期的风险，比如加强线上购药监管、医保支付权限开放范围不及预期等；

## ◆行业竞争加剧风险

目前各线下药房积极布局线上业务，各互联网企业也持续拓展医药电商及在线医疗业务，可能存在部分垂类场景下竞争加剧的风险；

## ◆商业化拓展不及预期风险

目前在线医疗健康服务业务模式仍在持续丰富的阶段，可能由于付费意愿、实际效果等存在商业化拓展不达预期的风险；

## ◆数据统计及测算与实际情况可能存在一定偏差的风险

相关数据统计及测算结论与实际情况存在偏差的风险。

## 海外小组介绍

陈梦竹，现任国海证券海外研究团队首席分析师，南开大学本科&硕士，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，现任国海证券海外互联网分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，现任国海证券海外互联网分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，现任国海证券海外研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，现任国海证券海外互联网分析师，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

陈重伊，现任国海证券海外研究团队分析师，主要覆盖科技互联网方向。

邱怡瑄，现任国海证券海外研究团队研究助理，主要覆盖科技互联网方向。

詹广鹏，现任国海证券海外策略分析师，伦敦大学学院（UCL）硕士，侧重研究港美股等全球股市、全球宏观与全球产业。

## 分析师承诺

陈梦竹, 张娟娟, 罗婉琦, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 海外研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597