

京东健康 (06618.HK)

数字大健康龙头，借助高效履约和全链路布局打造强大护城河

买入

核心观点

公司是京东集团旗下数字大健康平台，以医药销售为基本盘业务。京东集团持股 68%，主要经营互联网医药销售，并结合在线诊疗等业务实现互联网医疗健康场景全覆盖。2022 年，互联网医药销售业务占公司营收超 98%，其中自营占总营收 86%，平台模式占总营收 12%；互联网医疗健康服务行业发展较早，营收占比不到 2%。

数字健康行业处于快速发展阶段，市场空间广阔。医疗改革推进医药分离，疫情推动售药诊疗线上化，我国数字大健康行业进入快速发展期，市场空间广阔。2021 年中国数字大健康市场规模达到 4674 亿元，线上化率约为 5.8%；居民线上看病购药的消费习惯逐步养成，市场需求不断释放，预计 2025 年中国数字大健康市场规模将增长至 1.6 万亿元，2022-2025 年复合增速 25.3%，线上化率从 7.2% 上升至 13.6%。

集团力量持续为公司赋能，业务广泛布局实现高效协同。在与集团的联动上，公司与京东物流达成深度合作，持续优化物流履约效率；背靠京东 App 流量资源，公司用户渗透率仍有较大空间。在自身的业务布局上，公司深入布局线下 DTP 门店以及全渠道业务，满足消费者多场景购药需求，打造互联网医疗健康生态闭环，实现业务间高效协同。

公司凭借高效的履约能力带来高 ARPPU 及高平台货币化率，行业龙头地位稳固。从规模上看，公司 2022 年营收 467 亿，是国内头部数字大健康企业。从用户质量及货币化率来看，凭借高效履约，公司拥有大量优质客户和强议价权，2022 年 ARPPU 值超过 900 元，3P 零售药房货币化率 7.8%，均远高于竞争对手阿里健康。

投资建议：疫情促进消费者线上购药习惯的培养并催化网络医疗监管政策落地，我们预计疫后时代医药线上渗透率将继续提升，公司对于用户的全生命周期管理将有效提升用户粘性，我们维持此前预测，预计公司 2023-2025 年收入为 613/768/948 亿元，公司医药网络零售龙头地位稳固，大股东京东集团对公司履约能力持续赋能，维持原目标价 75-91 港币，相对当前股价上涨空间为 42%-72%，维持“买入”评级。

风险提示：国家医疗健康政策变化带来冲击；竞争格局变化；消费者认知不及预期；供应商或第三方商家合作出现问题。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,682	46,736	61,348	76,823	94,777
(+/-%)	58.3%	52.3%	31.3%	25.2%	23.4%
净利润(百万元)-经调整	1401	2613	3250	4311	5254
净利率-经调整	4.6%	5.6%	5.3%	5.6%	5.5%
每股收益(元)-经调整	0.44	0.82	1.02	1.36	1.65
EBIT Margin	-4.5%	-0.1%	3.4%	4.6%	5.2%
净资产收益率 (ROE)	3.5%	5.8%	6.8%	8.2%	9.1%
市盈率 (PE)	110.4	59.4	47.6	35.9	29.4
EV/EBITDA	-141.0	1832.0	71.8	49.2	38.2
市净率 (PB)	3.88	3.47	3.22	2.95	2.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司深度报告

互联网 · 互联网 II

证券分析师：谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

S0980520080008

联系人：王颖婕

021-60375476

wangyingjie1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	75.00 - 91.00 港元
收盘价	53.00 港元
总市值/流通市值	168536/168536 百万港元
52 周最高价/最低价	90.75/39.30 港元
近 3 个月日均成交额	363.04 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《京东健康 (06618.HK) - 2022 年财报点评：营收利润增长亮眼，预计疫后时代公司仍将保持高速增长》——2023-03-24
 《京东健康 (06618.HK) - 电商大盘低景气度下高增长依旧》——2022-03-30
 《京东健康-06618.HK-深度报告：供应链优势突出的医疗电商平台》——2021-11-16

内容目录

公司概况：京东集团旗下的数字大健康平台	5
业务结构：医药销售为基本盘，医疗健康全场景覆盖	5
发展历程：政策驱动下发展为诊疗、买药一体化平台	6
股权结构和管理层：京东持股 2/3，管理层电商经验丰富	7
行业简析：市场空间广阔，公司为行业龙头	8
市场规模：数字零售药房市场占比最大，在线诊疗市场快速发展	8
竞争格局：公司持续优化业务布局，快速赶超阿里健康	10
发展驱动力：医疗改革和疫情导致的需求增加驱动行业增长	13
产业链模式：数字大健康平台重构传统渠道，实现医疗健康资源高效流通	15
用户画像：85 后为医药电商消费主力军，为家中长辈买药系主要消费动机	16
公司核心竞争力：履约能力突出，广泛布局全产业链	17
依靠集团赋能，公司履约效率更优，用户渗透率持续提升	17
高效履约带来优于竞对的强购买力客户和高货币化率	18
规模效应进一步优化成本费用结构	19
京东健康领先竞对布局线下 DTP，服务端口清晰实现高效联动	21
投资建议：维持“买入”评级	22
风险提示	23
财务预测与估值	24

图表目录

图 1: 京东健康业务结构	5
图 2: 京东健康营收结构 (百万元)	5
图 3: 京东健康自营、平台业务 GMV 及增速 (百万元, %)	5
图 4: 京东健康自营、平台业务营收及增速 (百万元, %)	5
图 5: 京东健康广告及医疗健康服务营收 (百万元)	6
图 6: 京东健康医疗健康服务页面	6
图 7: 线上医疗政策、行业、公司发展历程图	7
图 8: 京东健康股权结构	8
图 9: 数字大健康市场规模 (人民币十亿元)	9
图 10: 中国零售药房市场规模 (人民币十亿元)	9
图 11: 中国在线诊疗市场规模及在线诊疗渗透率 (人民币十亿元, %)	10
图 12: 2022 年阿里健康、京东健康、平安好医生相对市占率情况 (GMV 口径)	10
图 13: 京东健康、阿里健康、平安好医生营收及增速 (百万元, %)	10
图 14: 2022 年京东健康、阿里健康 GMV 结构对比	11
图 15: 2022 年京东健康、阿里健康、平安好医生营收结构对比	11
图 16: 京东健康年度活跃用户数及增速 (百万人, %)	12
图 17: 京东健康第三方商家数及增速 (万, %)	12
图 18: 对比阿里健康, 京东健康在页面布局上更突出在线诊疗服务	13
图 19: 我国老龄化问题严重 (万人, %)	13
图 20: 我国慢性病患率不断提高 (%)	13
图 21: 身体健康是绝大多数国民认为生活中最重要的事情	14
图 22: 我国人均医疗健康支出不断提升 (元, %)	14
图 23: 疫情对消费在线医疗健康服务使用频率的影响	15
图 24: 2022 年在线医疗健康服务使用情况 (%)	15
图 25: 数字大健康产业链模式示意图	16
图 26: 2019 年中国医药电商消费者年龄分布	16
图 27: 2022 年线上用药动机分布 (%)	16
图 28: 京东健康 APP 内, 用户对公司履约时效有着较高的评价	17
图 29: 京东、阿里巴巴年度活跃用户数对比 (百万人)	18
图 30: 京东健康年度活跃用户在集团中的渗透率还有较大的提升空间 (%)	18
图 31: 京东健康、阿里健康 ARPPU 值对比 (元)	19
图 32: 京东健康、阿里健康平台模式 GMV 和货币化率对比 (百万元, %)	19
图 33: 京东健康、阿里健康平台模式营收对比 (百万元)	19
图 34: 京东健康、阿里健康毛利率对比 (%)	20
图 35: 京东健康、阿里健康销售费用率对比 (%)	20
图 36: 京东健康、阿里健康研发费用率对比 (%)	20
图 37: 京东健康、阿里健康行政管理费用率对比 (%)	20

图 38: 京东健康、阿里健康履约费用率对比 (%)	20
图 40: 京东健康业务布局示意图	21
图 41: 京东健康 O2O 入口直接更加清晰 (左一、左二), 阿里健康 O2O 接入饿了么页面 (左三)	22
表 1: 医药销售细分业务模式	5
表 2: 京东健康医疗健康服务细分业务模式	6
表 3: 京东健康董事及高管团队	8
表 4: 处方外流及处方药管理政策梳理	14
表 5: 互联网医保相关政策梳理	15
表 6: 京东健康、阿里健康物流布局及履约能力对比	17

公司概况：京东集团旗下的数字大健康平台

业务结构：医药销售为基本盘，医疗健康全场景覆盖

医药销售业务是公司基本盘，占整体营收超 98%，以自营为主。1) 自营模式以京东大药房为主要载体，对于医疗健康产品的销售和加价有着更强的把控，是公司的主要销售模式。2022 年公司自营业务营收占比 86.4%，同比提升 1.1pct，我们测算自营 GMV 占比约 44%。2) 平台模式以 TOC 业务为主，与京东大药房一同展现在京东和京东健康 APP 页面中，TOB 药房以药京采网站和 APP 为载体。据公司公告披露，截至 2022 年底，京东健康平台入驻第三方商家超 2 万家。

图1：京东健康业务结构

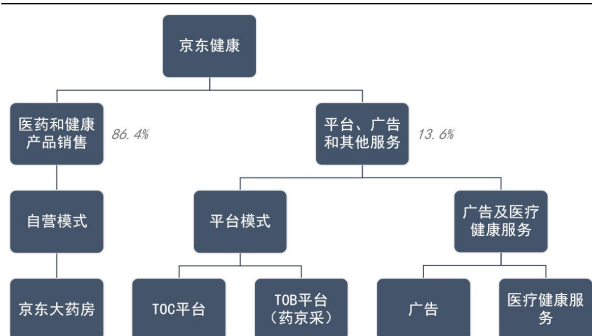


图2：京东健康营收结构（百万元）



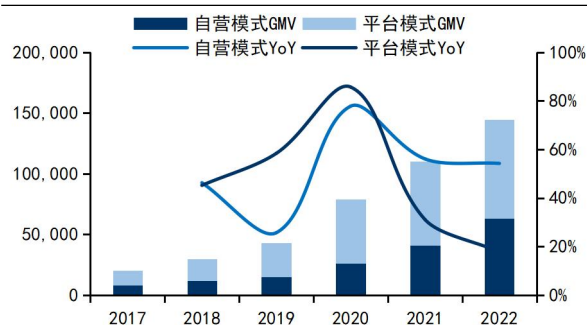
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1：医药销售细分业务模式

业务模式	形式	盈利模式	营收占比
自营模式	向供应商购买医药健康产品，再加价卖给消费者，以京东大药房为主要载体	买卖价差	86.4%
平台模式	第三方商家入驻到京东健康平台，借助平台流量进行产品销售。以 TOC 平台和 TOB 药京采为主要载体	平台针对商家销售额抽佣并收取广告费	12.5%

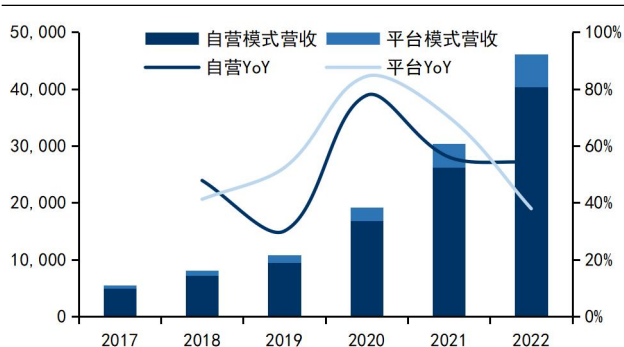
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算 注：占比为业务营收占 2022 年总营收的比重

图3：京东健康自营、平台业务 GMV 及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

图4：京东健康自营、平台业务营收及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

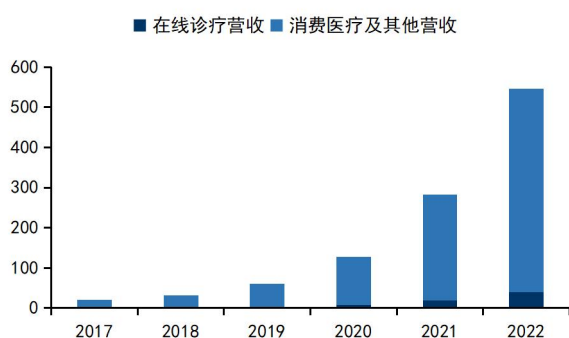
互联网医疗健康服务占比不到 2%，主要包括在线诊疗和消费医疗两大板块，为打造医疗健康生态闭环发挥重要作用。京东健康在线诊疗业务为患者提供在线问诊等服务并收取相关手续费，我们测算 2022 年该业务仅占公司营收 0.1%，诊疗服务对专业性要求较高，平台基础设施搭建和消费者接受度仍需培养；消费医疗业务为用户提供体检、医美等服务的在线购买渠道，2022 年该业务占总营收 1.1%。公司医疗健康服务占比极小，但可提升用户一站式就医购药体验，将用户流量导向零售药房业务，为打造医疗健康生态闭环发挥了重要作用。

表2: 京东健康医疗健康服务细分业务模式

业务模式	形式	盈利模式	营收占比	
医疗健康服务	在线诊疗	由公司自有医疗团队或者外接的第三方医院为患者提供在线问诊、健康咨询、处方开具等业务	收取佣金或者向用户收取订 阅费	0.1%
	消费医疗	与第三方医疗健康服务供货商合作，为用户提供体检服务、重疾早筛、医疗美容、口腔齿科、疫苗预约等项目的门诊预约、复查、康复管理等全流程服务	收取佣金	1.1%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算 注：占比为业务营收占 2022 年总营收的比重

图5: 京东健康广告及医疗健康服务营收（百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

图6: 京东健康医疗健康服务页面



资料来源：京东健康 APP，国信证券经济研究所整理

发展历程：政策驱动下发展为诊疗、买药一体化平台

受政策开放程度影响，我国互联网医疗健康行业的发展分为萌芽期、成长期和长期发展期。

萌芽期（1998-2010）——医药电商初次出现，相关政策逐渐跟上：1998 年初，上海第一医药商店在网上开设，后因政策原因关闭；2005 年，政策放开对网上销售非处方药的限制，同年，京卫大药房（与京东集团无关联）获得第一张医药电商牌照。截至 2010 年，共有 23 家企业获得交易资格证书。

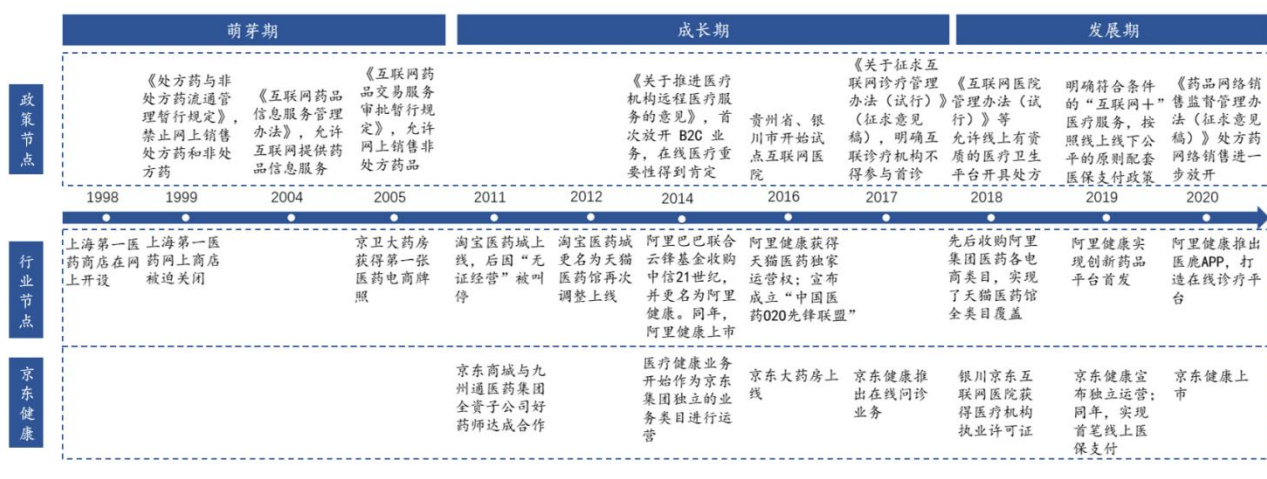
成长期（2011-2017）——政策反复，医药电商发展缓慢：2011 年淘宝医药城上线，运营 18 天后因“无证经营”被叫停。2014 年，卫生计生委发布《关于推进医疗机构远程医疗服务的意见》，首次放开互联网 B2C 远程医疗业务。同年，京东正式将医疗健康业务作为集团独立业务进行运营。互联网医疗迅速普及。2017 年，互联网诊疗过热导致“网络医托”、“假医生假药”等乱象频发，原卫计委发布《关于征求互联网诊疗管理办法（试行）》（征求意见稿），叫停互联网医疗机构，明确互联网诊疗机构不得参与首诊。

该阶段，京东集团也开始了互联网医疗健康业务的尝试。2011 年，因互联网药品

交易服务机构资格证书审批严格，京东集团向九州通下属子公司北京好药师大药房增资，持股后者 49% 的股份，线上业务“京东好药师”由京东负责；在政策陆续放开的节奏下，2016 年，京东大药房（自营）上线，集团正式进入互联网医疗赛道。2017 年 7 月，京东集团正式推出在线问诊业务。

发展期（2018-至今）——以引导、规范型政策为主，互联网医疗健康迎来快速发展：2018 年，国务院办公厅发布《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，允许依托医疗机构发展互联网医院，2019 年国家医保局发布《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》，明确符合条件的“互联网+”医疗服务按照线上线下公平的原则配套医保支付政策。2020 年新冠疫情爆发，互联网医疗健康平台成为就医购药的重要渠道。新版《中华人民共和国药品管理法》发布，为网购处方药打开“绿灯”，互联网医疗进入快速发展期。2020 年 12 月，京东健康正式于香港交易所主板上市。

图7：线上医疗政策、行业、公司发展历程图



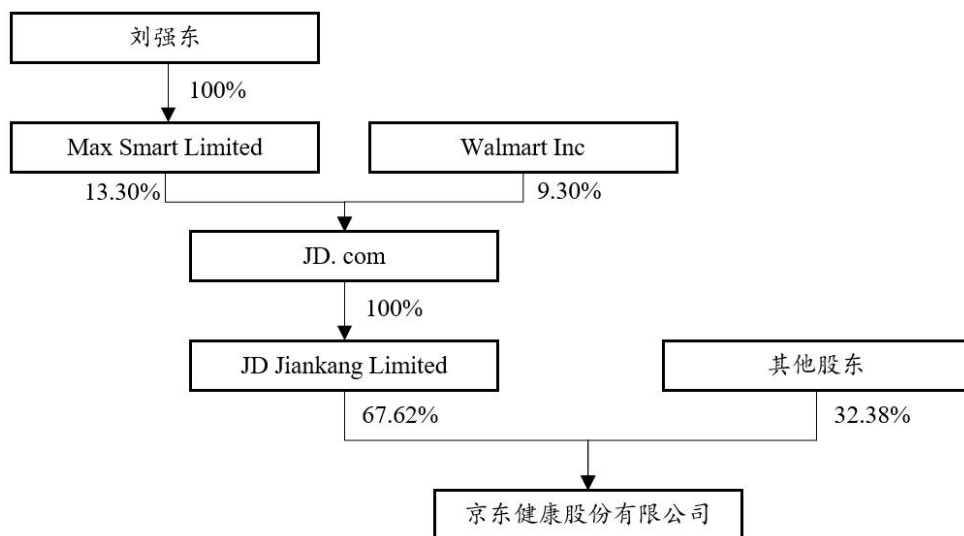
资料来源：公司公告，政府官网，国信证券经济研究所整理

股权结构和管理层：京东持股 2/3，管理层电商经验丰富

京东集团通过其全资子公司 JD Jiankang Limited 间接控制发行股份总数的 68%，为京东健康在物流、支付、流量等方面大量赋能。

公司管理层多来自京东集团，拥有丰富的电商平台运营经验。首席执行官金恩林于 2014 年加入京东集团，曾在京东战略部和战略投资部担任多个关键职位，后任京东医药总经理，负责内部孵化和发展线上医药和医疗业务，拥有丰富的医药、电商运营经验。

图8: 京东健康股权结构



资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

表3: 京东健康董事及高管团队

姓名	年龄	职位	获委任为董事日期	个人简介
金恩林	42	执行董事兼首席执行官	2021-09-06	曾在京东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医药总经理
刘强东	50	主席兼非执行董事	2020-09-14	创办京东集团, 曾任集团首席执行官, 现担任京东科技控股股份有限公司董事会主席兼董事, 京东物流的董事长兼非执行董事
曹冬	46	首席财务官	2020-04-30	曾任京东集团审计部负责人、财务部结算中心负责人、经营分析部报告处负责人、预算与分析部负责人等职务
赵明璟	-	公司秘书	-	于公司秘书行业拥有逾 10 年经验, 除京东健康外兼任京东物流股份有限公司秘书
Qingqing Yi	51	非执行董事	2020-08-21	高瓴资本合伙人, 于高瓴的职责范围包括投资医疗健康领域
陈兴珏	48	独立非执行董事	2020-11-26	担任独立非执行董事兼审计委员会主席, 山东新希望六和集团有限公司副总裁兼财务总监
李玲	61	独立非执行董事	2020-11-26	医疗医药行业专家, 北京大学国家发展研究院经济学教授、博士生导师, 北京大学中国健康发展研究中心主任
吴鹰	63	独立非执行董事	2022-04-07	上海稳实投资管理中心(普通合伙)执行事务合伙人、中诚信征信有限公司董事等
张吉豫	41	独立非执行董事	2021-03-29	中国人民大学副教授, 法治研究院执行院长等

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

行业简析: 市场空间广阔, 公司为行业龙头

市场规模: 数字零售药房市场占比最大, 在线诊疗市场快速发展

预计 2025 年数字大健康市场规模将增长至 1.6 万亿元人民币, 2022-2025 年复合增速 25.3%, 线上化率上升至 14%。根据弗若斯特沙利文报告, 2021 年中国医疗总支出约为 8 万亿元, 其中数字大健康市场规模达到人民币 4674 亿元, 占医疗总支出的 5.8%。基于市场需求持续增加, 政策进一步放松限制以及居民消费习惯转变等因素, 预计数字大健康市场还有较大的增长空间。

图9：数字大健康市场规模（人民币十亿元）

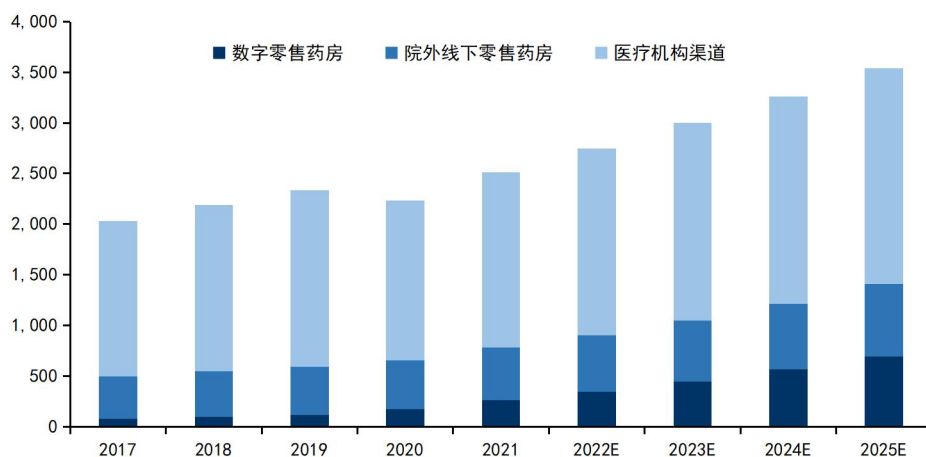
人民币十亿元



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

医药零售市场方面，预计2025年中国医药零售市场可达到3万亿规模，其中数字零售药房市场规模6923亿元，占比19.5%，2022-2025年复合增速19%。参考米内网、弗若斯特沙利文数据，我们估算2021年中国医药零售总规模2.5万亿元，其中医疗机构渠道销售规模约为1.7万亿元，占比69%，是医药产品最大的销售渠道；2021年数字零售药房市场规模为2626亿元，占比11%，2016到2021年的年复合增速为35%。预计中国医药零售市场2025年将超过人民币3万亿，2022-2025年复合增速7%；数字零售药房市场2025年将达到6923亿元，线上化率20%。

图10：中国零售药房市场规模（人民币十亿元）

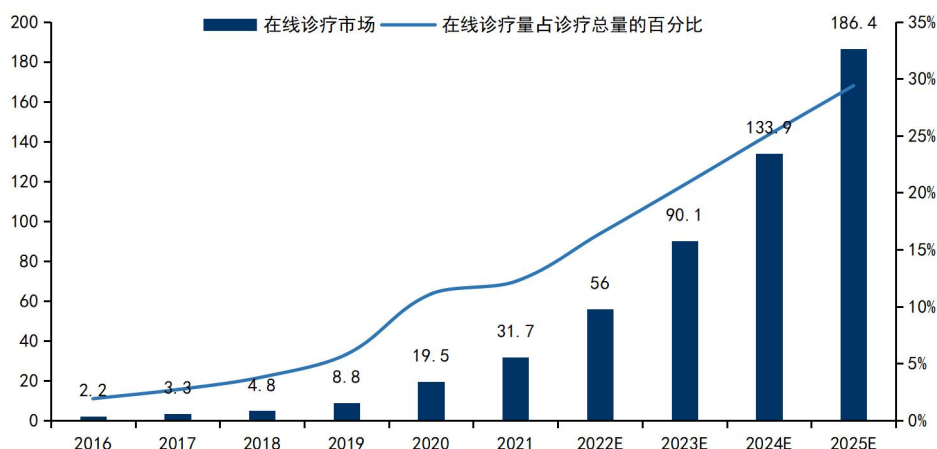


资料来源：米内网，弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理及测算

在线诊疗市场目前占比较小，长期具有较大的增长潜力。根据弗若斯特沙利文报告，2021年，我国在线诊疗市场规模317亿元，2016-2021年复合增速达70%。在慢性病管理市场不断扩大、人民健康意识日益提升情况下，预计未来在线诊疗市场有着较大的发展空间。预计2025年中国在线诊疗市场可达到1864亿元，

2022-2025 年我国在线诊疗年复合增长率为 35%。

图11: 中国在线诊疗市场规模及在线诊疗渗透率（人民币十亿元，%）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

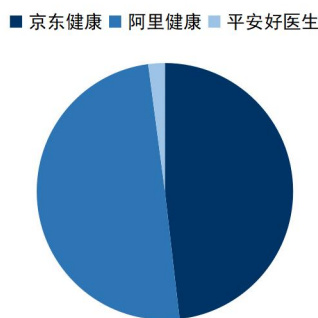
竞争格局：公司持续优化业务布局，快速赶超阿里健康

◆ 京东、阿里以医药销售为主要业务，平安好医生侧重医疗服务

在互联网医疗健康赛道中，京东健康是国内头部互联网医疗健康平台。我们测算2022年公司GMV 1446 亿元，与阿里健康和平安好医生的相对市占率为 48%，同期阿里健康占比 50%；按营业收入的口径统计，公司2022 财年营业收入为 467 亿元，阿里健康以 206 亿元位居其后，平安好医生远小于前两者，2022 年营收为 62 亿元。

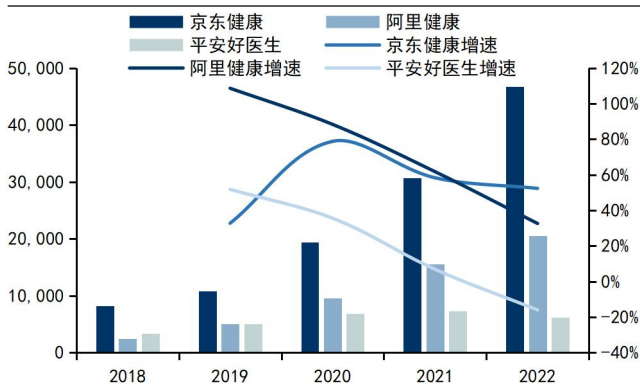
GMV 和营收结构方面，京东健康、阿里健康较为类似，以医药销售为主要业务。京东健康和阿里健康平台模式 GMV 占比均超过 50%。相比之下，平安好医生则更侧重在线医疗服务，医药电商属性较弱。

图12: 2022 年阿里健康、京东健康、平安好医生相对市占率情况（GMV 口径）



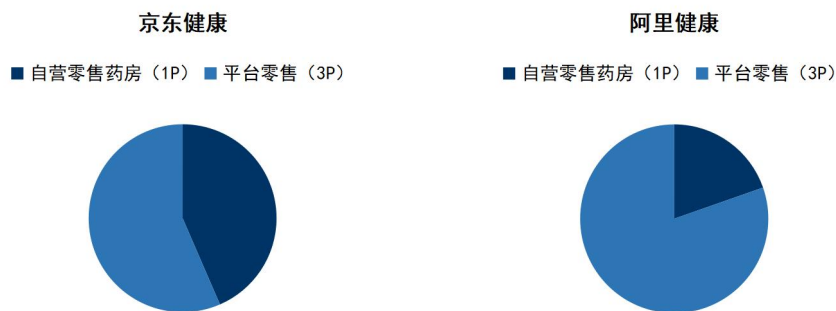
资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理及测算 注：阿里健康与平安好医生系测算数据

图13: 京东健康、阿里健康、平安好医生营收及增速（百万元，%）



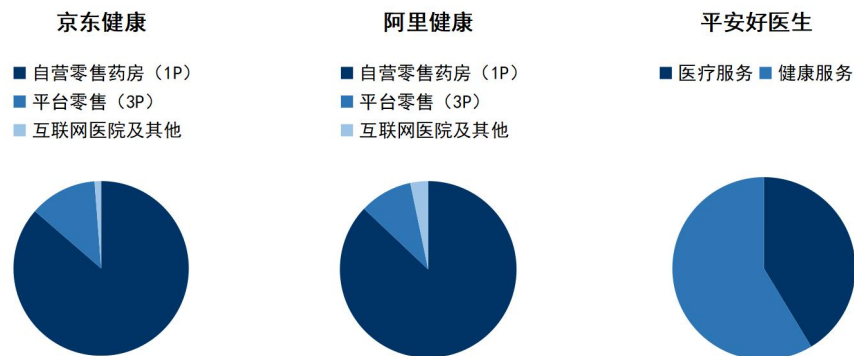
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 2022 年京东健康、阿里健康 GMV 结构对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算

图15: 2022 年京东健康、阿里健康、平安好医生营收结构对比



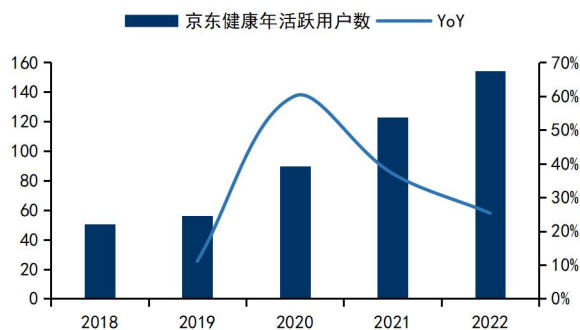
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算 注: 阿里健康为 2022 财年数据

◆ 京东健康在用户数、入驻商家数等方面快速追赶阿里健康

在用户数方面，京东健康弱于阿里健康，主要系背靠平台的流量差异。在年度活跃用户数方面，截至 2022 年 12 月 31 日，京东健康医药销售业务年活跃用户数为 1.54 亿人次，阿里健康 2022 年 9 月 30 日披露的自营活跃用户数 1.2 亿人次，我们预计阿里健康医药销售业务整体年活跃用户数已接近 3 亿人次。较大的用户量差异主要是源于公司背靠的平台流量差异，阿里健康接入淘宝平台，后者有着强大的流量优势。

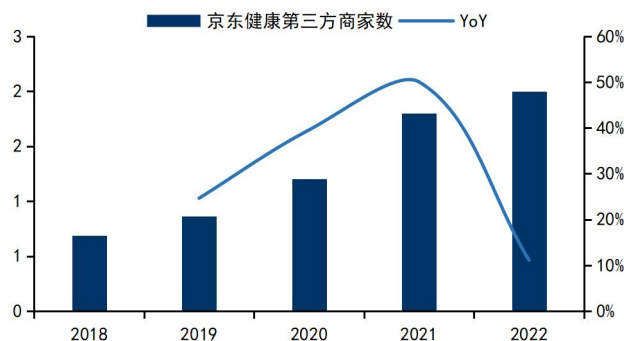
但公司在医药销售业务上持续发力，在年活跃用户数、入驻商家数和覆盖 SKU 方面快速赶超。根据公司 2022 年报数据，京东健康年活跃用户数增长 25%；在第三方商家数上，2022 年京东健康实现 11% 的增长，第三方商家数达到 2 万多；覆盖商品数方面，公司 2021 年 H1 披露平台商品 SKU 约 4000 万，较 2020 年底增长 2000 多万，已与阿里健康相当。

图16: 京东健康年度活跃用户数及增速（百万人，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图17: 京东健康第三方商家数及增速（万，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 京东健康通过在线诊疗打造医药闭环，阿里健康广泛布局各大渠道，平安好医生借助平安集团实现集团用户深度覆盖

1) 京东健康突出在线诊疗，打造医药闭环。在医疗健康服务方面，京东健康通过京东 APP 内京东健康页面和京东健康 APP 以及微信小程序等端口，形成了比较完善的在线诊疗体系。公司推出 27 个一级临床科室、超 150 个二级临床科室，外部医生团队覆盖医院数量超过 15000 家，并与在线零售药房紧密联通，实现医+药的闭环，2022 年公司日均互联网问诊量达 30 万次。

2) 阿里健康背靠阿里系完善的渠道，实现在线医疗健康渠道广泛布局。阿里健康依靠医鹿、淘宝、支付宝、盒马、高德等端口，为用户提供疫苗、挂号、问诊、核酸检测、体检等消费级和专业/医疗级的线上/线下一体化服务。截至 2022 年 3 月 31 日，阿里健康提供健康咨询服务的执业医师、药师和营养师约 16 万人，日均在线问诊量达到 30 万次。

3) 平安好医生以 HMO 模式（Health Maintenance Organizations，医疗健康管理服务）为核心进行战略升级，借助平安集团实现用户广泛覆盖。2014 年至 2020 年，平安健康通过互联网医疗模式实现了用户注册量及在线问诊量的快速积累，疫情期间日均接诊量超过 70 万次。2020 年下半年开始，平安好医生涵盖 HMO 健康管理、家庭医生会员制、O2O 医疗服务三大模式，实现医疗健康服务战略升级。公司 2022 年年报披露，借助平安集团 B、C 端广泛的客群，平安好医生实现了 978 个企业、300 万企业员工及用户的覆盖。

图18: 对比阿里健康, 京东健康在页面布局上更突出在线诊疗服务



资料来源: 京东健康 App, 淘宝 App, 支付宝 App, 国信证券经济研究所整理

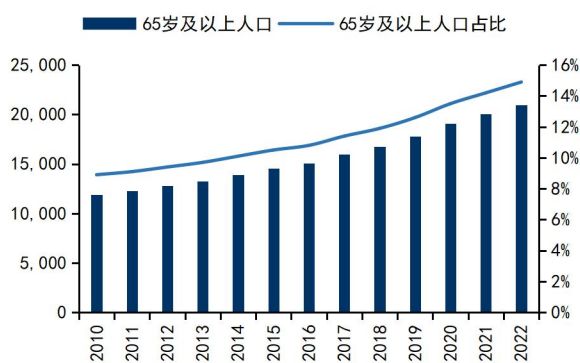
发展驱动力: 医疗改革和疫情导致的需求增加驱动行业增长

◆ 老龄化、慢性病患者率提升以及人民健康意识增强, 为我国互联网医疗健康发展提供了庞大的社会需求

老龄化和慢性病问题日益严重带来广大的医疗健康需求。1) 我国老龄化问题加剧, 老年人患病率提高。我国 2022 年 65 岁以上人口超过两亿人, 占总人口 15%, 相比 2021 年占比提升 0.7pct。同时, 2003-2013 年 65 岁及以上人口患病率从 34% 上升至 62%。2) 我国慢性病患者率持续提高, 慢性病就医用药市场持续扩大, 根据中国卫生健康统计年鉴数据, 到 2018 年, 我国的慢性病患者率已经达到 24%。

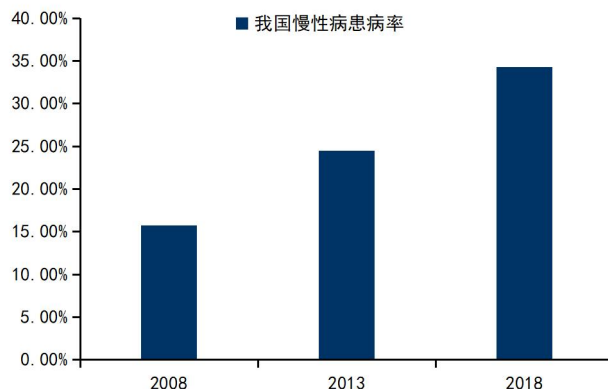
我国居民医疗健康意识增强, 医疗健康消费支出不断提升。丁香医生的国民健康调查结果显示, 超过 90% 的受访者把“身体健康”看做是生活中重要的事情。根据 WIND 数据, 2022 年我国居民人均医疗保健消费支出为 2120 元, 占人均总消费支出的 9%。

图19: 我国老龄化问题严重 (万人, %)



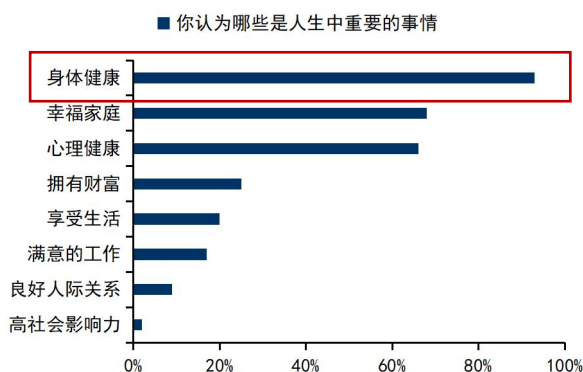
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图20: 我国慢性病患者率不断提高 (%)



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

图21: 身体健康是绝大多数国民认为生活中最重要的事情



资料来源: 丁香医生, 国信证券经济研究所整理

图22: 我国人均医疗健康支出不断提升 (元, %)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

◆ 医药分离叠加线上诊疗入医保, 线上医疗平台前景可观

处方外流促进医药分离, 推动院外药品销售发展。2013年起, 我国医药卫生体制改革则有“不限制患者凭处方到院外购药”的描述。2018年4月, 国务院办公厅发布《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》, 允许线上有资质的医疗卫生平台开具处方。

处方药的销售限制逐渐放开, 医药电商药品覆盖范围进一步扩大。处方药销售的放开最早来自2020年药监局发布的《药品网络销售监督管理办法(征求意见稿)》, 但仅放开了医疗机构的线上销售渠道。2022年, 国家市场监督管理总局发布《药品网络销售监督管理办法》, 规范网络销售处方药的细则和要求, 该文件标志着网络销售处方药正式落地, 医药电商可售药品范围大幅增加。

表4: 处方外流及处方药管理政策梳理

时间	项目/文件	内容	意义
2017.5	广西梧州红十字会医院联合青岛易复诊建设处方信息共享平台	处方信息共享平台可直接连接医院HIS系统, 医生根据患者的需求开出处方并上传至“处方信息共享平台”, 平台将处方信息以短信的形式立即推送给患者, 让患者自主选择线下购药	处方外流拥有落地平台
2018.4	国务院办公厅《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	允许在线开具部分常见病、慢性病处方。对线上开具的常见病、慢性病处方, 经药师审核后, 医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送	允许互联网诊疗平台开具处方
2020.11	国家药监局《药品网络销售监督管理办法(征求意见稿)》	具备网络销售处方药条件的药品零售企业, 可以向公众展示处方药信息	传统医疗机构可在线销售处方药
2022.8	国家市场监督管理总局《药品网络销售监督管理办法》	药品网络零售企业可销售处方药, 同时将处方药与非处方药区分展示, 并在相关网页上显著标示处方药、非处方药	正式放开医药电商销售处方药的限制

资料来源: 中国政府网, 人民政协网, 国信证券经济研究所整理

医保覆盖范围有望进一步扩大至线上平台。2020年10月, 国家医保局出台《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》, 初步尝试医保定点医疗机构线上平台的医保覆盖。2022年12月, 中共中央和国务院印发《扩大内需战略规划纲要(2022—2035年)》, 正式将互联网医疗健康平台纳入医保覆盖范围。

表5: 互联网医保相关政策梳理

时间	项目/文件	内容	意义
2020. 10	国家医保局《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》	根据地方医保政策和提供“互联网+”医疗服务定点医疗机构的服务内容确定支付范围；支持“互联网+”医疗复诊处方流转	开始互联网医保覆盖的初步尝试
2022. 12	国务院《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	正式将互联网医疗健康平台纳入医保覆盖范围

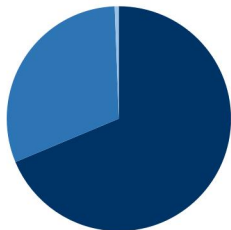
资料来源: 中国政府网, 人民政协网, 国信证券经济研究所整理

◆ 疫情培养线上就医消费习惯，加深用户粘性

根据艾瑞咨询数据，疫情后消费者使用在线医疗健康服务的频率显著提升；2022 年，70%以上的消费者使用在线医疗健康服务三次以上，已形成线上看病买药习惯。

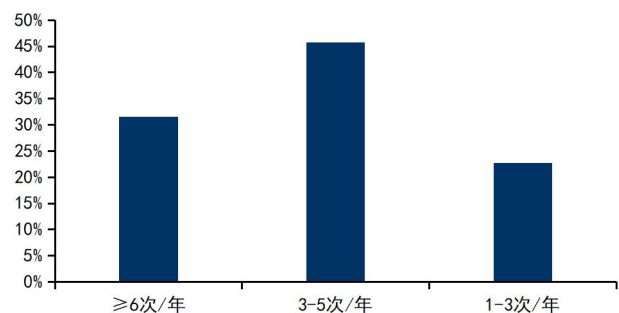
图23: 疫情对消费在线医疗健康服务使用频率的影响

■ 使用频次增加 ■ 使用频次没有变化 ■ 使用频次减少



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图24: 2022 年在线医疗健康服务使用情况 (%)

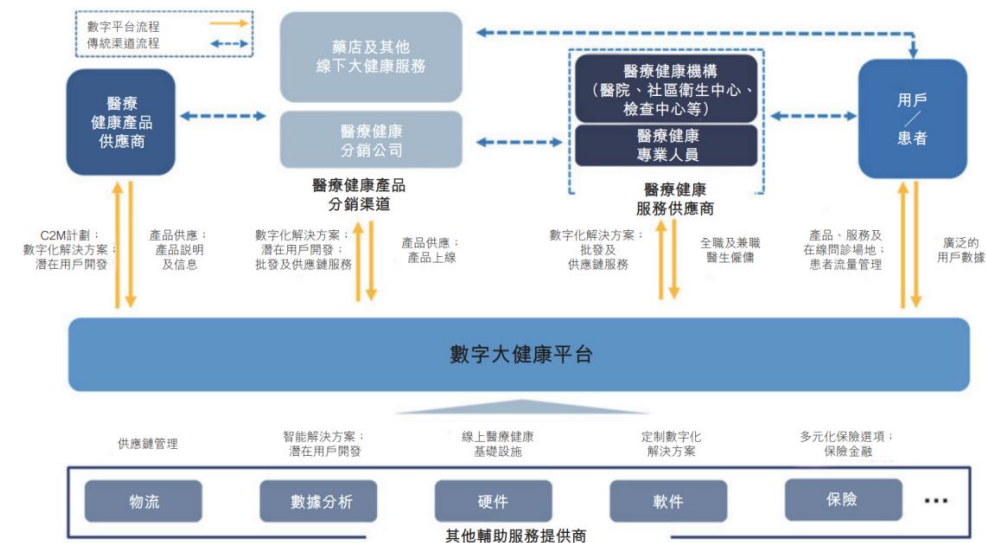


资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

产业链模式：数字大健康平台重构传统渠道，实现医疗健康资源高效流通

传统医疗健康行业中，产品和服务从供应商/医疗机构向消费者流通的链条较长，涉及多个中间环节和机构，供需难以匹配、时效性较差。数字大健康平台整合医疗、药品资源，直接对接医疗健康产品供应商、医疗机构和消费者，简化流通链条，并通过平台大数据为供应商提供数字化解决方案，实现供需有效匹配。

图25: 数字大健康产业链模式示意图



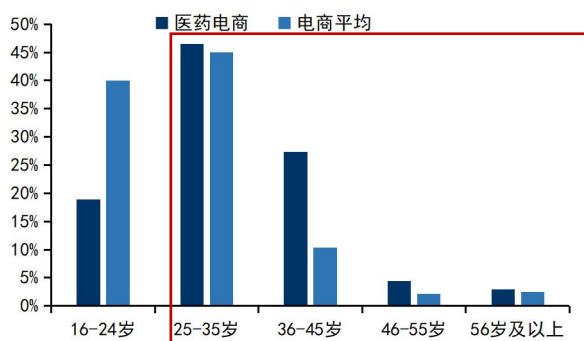
资料来源：京东健康招股说明书，国信证券经济研究所整理

用户画像：85 后为医药电商消费主力军，为家中长辈买药系主要消费动机

与电商平均年龄分布相比，医药电商消费者平均年龄偏大。根据亿欧智库调查，26-35 岁的“85 后”群体是使用互联网的主力军，同样也是医药电商的消费主力军，其次是 36-45 岁的“75 后”人群，约占 27%；相较之下，电商消费者平均年龄中 36-45 岁年龄段的消费者仅占比 10.3%。

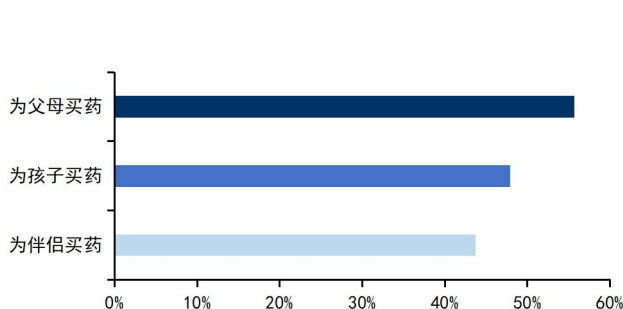
医药电商消费者主要系为家中长辈购药，便利性是其主要考虑因素。据阿里健康研究院数据显示，56%的医药电商消费者是为家中父母购药。75%的受访者因医药电商的便利性选择线上购药方式。

图26: 2019 年中国医药电商消费者年龄分布



资料来源：亿欧，国信证券经济研究所整理

图27: 2022 年线上用药动机分布 (%)



资料来源：阿里健康研究院，国信证券经济研究所整理

公司核心竞争力：履约能力突出，广泛布局全产业链

依靠集团赋能，公司履约效率更优，用户渗透率持续提升

◆ 与京东物流达成深度合作，履约时效更优

针对药品高时效需求，京东健康努力实现最优的履约效率。1) 消费者对药品运送时效往往有着更高的要求。京东健康接入京东集团旗下物流体系，与京东物流达成深度合作，后者运营 30 多个药品和医疗器械专用仓库，面积超过 20 万平方米，自有配送人员和配送站点覆盖全国。2) 为突出时效性，京东健康购买页面内明确标注预计送达时间，最大程度解决医疗健康产品消费痛点。

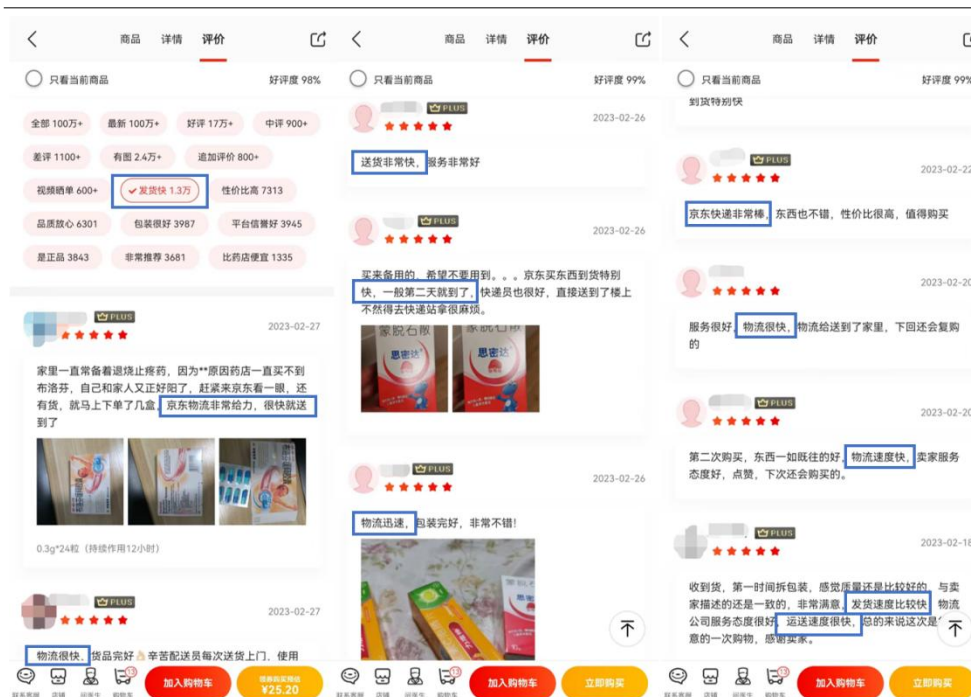
阿里健康依托阿里巴巴旗下菜鸟公司来提供产品物流配送服务。相较之下，京东健康在履约效率上优于阿里健康，京东健康自营产品 2021 年次日达比例达到 80%，截至 2022 年 3 月阿里健康次日达比例 76%。

表6: 京东健康、阿里健康物流布局及履约能力对比

指标	时间范围	京东健康	阿里健康
自营产品次日达比例	阿里健康截至 2022. 3. 31 京东健康截至 2021. 12. 31	80%	76%
冷链覆盖城市	阿里健康截至 2022. 3. 31 京东健康截至 2022. 12. 31	300	210
仓储	阿里健康截至 2022. 3. 31 京东健康截至 2022. 12. 31	22 个药品仓库 500 个非药仓库	17 地 29 仓

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图28: 京东健康 APP 内，用户对公司履约时效有着较高的评价

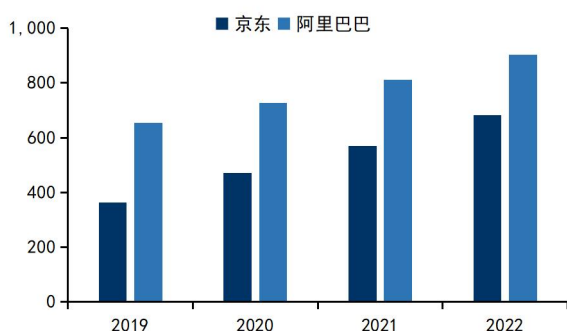


资料来源：京东健康 APP，国信证券经济研究所整理

◆ 背靠集团巨大用户池，活跃用户增长潜力大

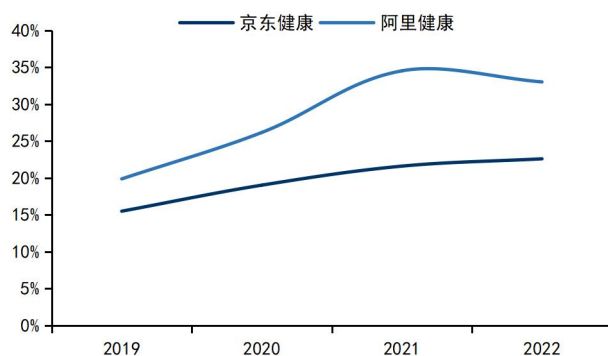
在用户增量方面，京东健康直接接入京东 App，京东集团持续为其进行用户导流，我们测算 2022 年京东健康在京东集团年活跃用户中的渗透率达到 23%。同期阿里健康在阿里集团活跃用户中的渗透率约为 33%，较高的渗透率主要源于天猫医药平台发展较早，且成立之初就接入淘系平台，借助天猫、淘宝的流量优势实现发展。我们预计京东健康的渗透率将持续提升，参考京东集团近 6 亿人次的年活跃用户数，京东健康活跃用户增长潜力巨大。

图29：京东、阿里巴巴年度活跃用户数对比（百万人）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算 注：京东集团 2022 年年活跃用户数为估算数据

图30：京东健康年度活跃用户在集团中的渗透率还有较大的提升空间（%）

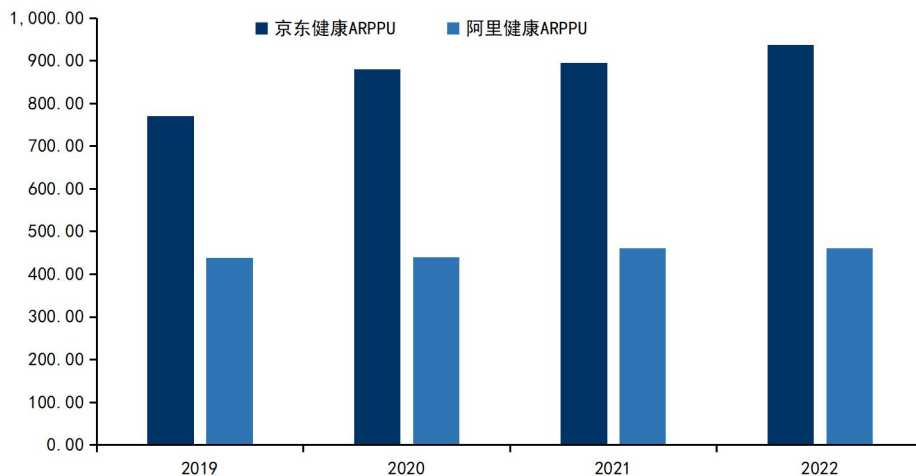


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算 注：阿里健康 2022 财年年活跃用户数为估算数据

高效履约带来优于竞对的强购买力客户和高货币化率

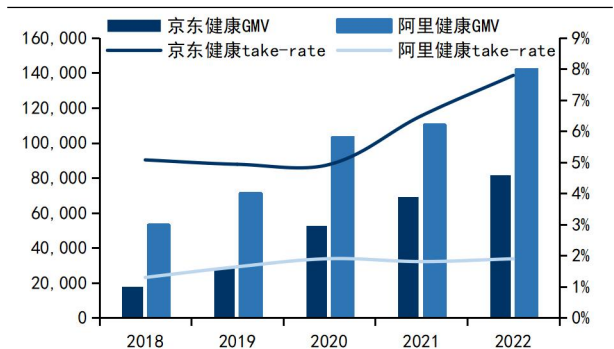
基于公司高效的履约能力，京东健康吸引大量强购买力用户，2022 年 ARPPU 值超过 900 元，远高于同期阿里健康的 461 元。同时，高履约效率也为公司带来更强的议价权，从而有更高的货币化率，2022 年平台模式下京东健康货币化率为 7.8%，同期阿里健康货币化率为 1.9%。

图31: 京东健康、阿里健康 ARPPU 值对比 (元)



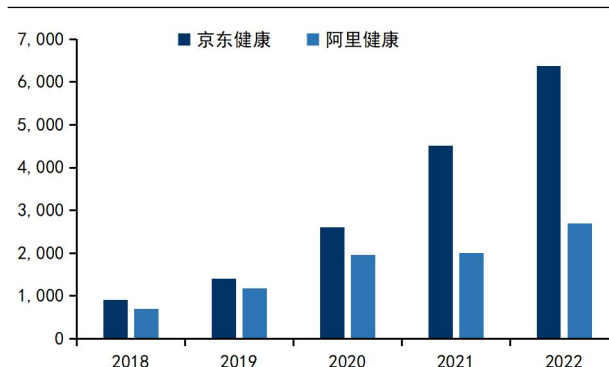
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算 注: ARPPU 值采用零售药房 GMV 与年活跃用户数之比计算, 其中阿里健康自 2022 财年起不再披露 3P 模式下的年活跃用户数, 我们根据历年数据进行测算

图32: 京东健康、阿里健康平台模式 GMV 和货币化率对比 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图33: 京东健康、阿里健康平台模式营收对比 (百万元)

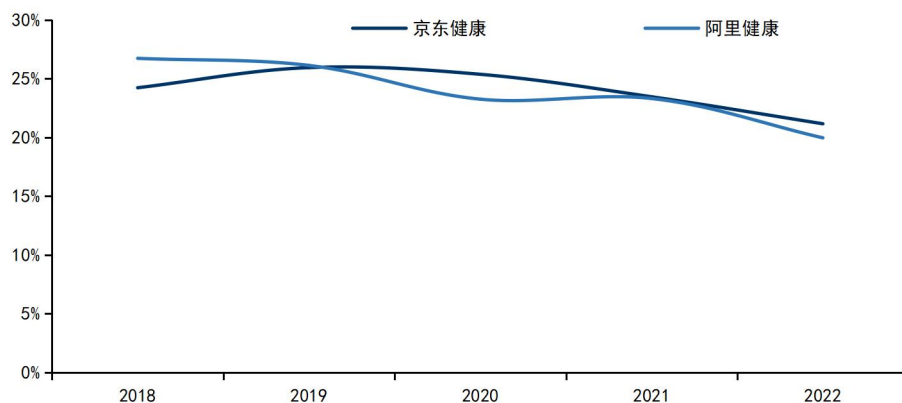


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

规模效应进一步优化成本费用结构

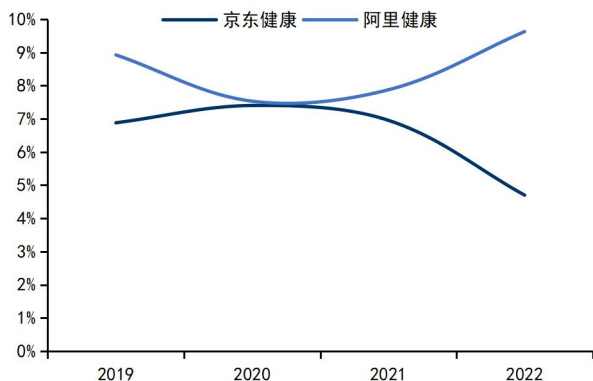
京东健康以毛利较高的非药健康产品销售为主, 毛利率略高于阿里健康, 近年毛利较低的药品收入占比提升, 京东健康和阿里健康毛利率有所下滑。京东健康在费用管理等方面成效显著, 受益于规模效应, 各项费用率有明显下降, 销售、研发和履约费率显著低于阿里健康。2022 年, 公司扭亏为盈, 年度盈利 3.8 亿元。

图34: 京东健康、阿里健康毛利率对比 (%)



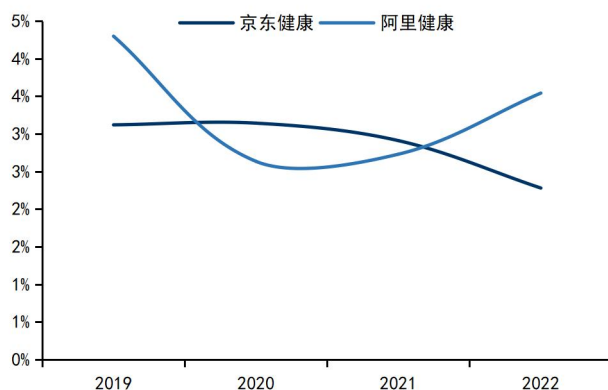
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图35: 京东健康、阿里健康销售费用率对比 (%)



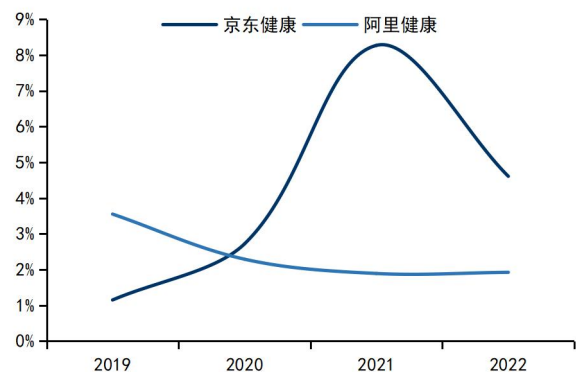
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图36: 京东健康、阿里健康研发费用率对比 (%)



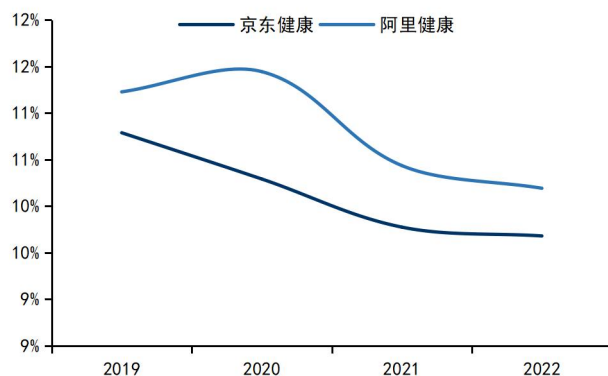
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图37: 京东健康、阿里健康行政管理费用率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 2021 年京东健康行政管理费用激增主要由于员工薪酬福利开支增加导致。

图38: 京东健康、阿里健康履约费用率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

京东健康领先竞对布局线下 DTP，服务端口清晰实现高效联动

京东健康领先竞对线下广泛布局 DTP。除线上的医疗健康平台外，京东健康还在线下广泛布局 DTP 药房（Direct to Patient，即直接面向患者提供专业服务的药房）。目前，京东健康 DTP 药房门店已经领先阿里健康覆盖全国 26 个省市，经营超过 400 个特药品种。与之对比，阿里成立阿里健康大药房医药连锁有限公司，据百度地图，阿里大药房目前在杭州、广州、昆明等 5 个城市有线下布局。

图39: 京东健康线下 DTP 药房



资料来源：中国医药报，国信证券经济研究所整理

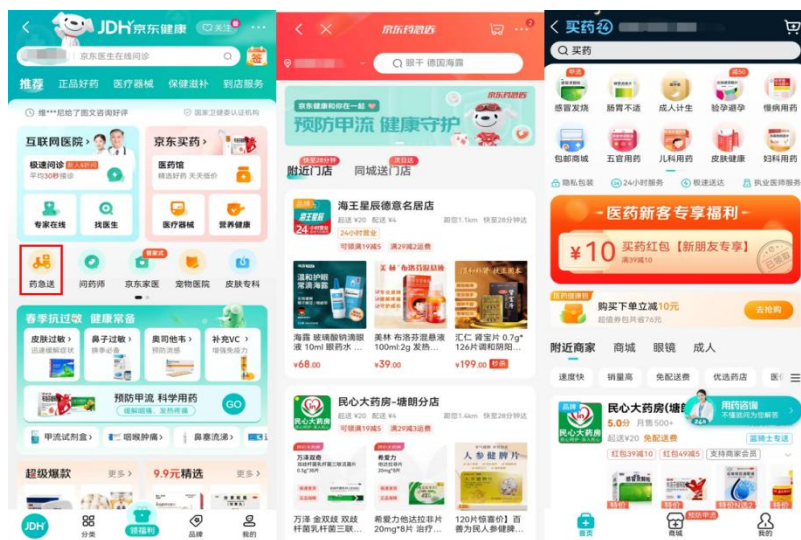
服务端口高效联动。京东健康还通过布局全渠道业务，来满足消费者紧急用药的需求，在京东健康主页即可选择“京东药急送”实现紧急购药，患者完成在线诊疗即可在京东健康页面内选择急送服务，实现高效的业务协同。与京东健康不同，阿里健康的页面中没有明显的 O2O 服务端口，该服务主要布局在饿了么 APP 中，由后者进行配送管理。

图40: 京东健康业务布局示意图



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

图41: 京东健康 O2O 入口直接更加清晰（左一、左二），阿里健康 O2O 接入饿了么页面（左三）



资料来源：京东 APP，饿了么 APP，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级

疫情促进消费者线上购药习惯的培养并催化网络医疗监管政策落地，我们预计疫后时代医药线上渗透率将继续提升，公司对于用户的全生命周期管理将有效提升用户粘性，我们维持此前预测，预计公司 2023-2025 年收入为 613/768/948 亿元，公司医药网络零售龙头地位稳固，大股东京东集团对公司履约能力持续赋能，维持原目标价 75-91 港币，相对当前股价上涨空间为 42%-72%，维持“买入”评级。

风险提示

政策风险

互联网医疗健康赛道属于强政策导向型赛道，国家医疗健康政策的变化可能直接影响到公司业务的开展。

竞争风险

行业尚处于发展阶段，竞争格局较不稳定。新竞争者的出现或现有竞争对手经营战略的变化可能会对公司业务产生冲击。

市场风险

行业尚处于消费者教育阶段，消费者认知发展不及预期可能会直接影响公司医疗健康产品、服务的销售。

经营风险

公司业务高度依赖于所提供产品、服务的质量，供应商或入驻的第三方商家出现质量问题可能直接影响公司声誉。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	17252	18718	43087	47395	52135	营业收入	30682	46736	61348	76823	94777
应收款项	649	3452	4523	5664	6987	营业成本	23485	36845	47751	59412	72822
存货净额	3041	5996	8619	10730	13161	营业税金及附加	2999	4522	5215	6530	8056
其他流动资产	25	33	43	54	67	销售费用	4671	4349	4267	4994	6161
流动资产合计	45705	56447	84520	97742	113028	管理费用	956	1208	2019	2373	2782
固定资产	42	47	91	136	182	财务费用	452	855	194	390	145
无形资产及其他	244	2473	1855	1237	618	投资收益	(94)	(97)	0	0	0
投资性房地产	832	687	687	687	687	资产减值及公允价值变动	(86)	(546)	0	0	0
长期股权投资	1179	1623	1623	1624	1626	其他收入	1159	2381	707	708	710
资产总计	48002	61277	88776	101426	116141	营业利润	(901)	696	2609	3834	5521
短期借款及交易性金融负债	0	0	17444	13353	6348	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	5619	11278	16210	20182	24753	利润总额	(901)	696	2609	3834	5521
其他流动负债	2386	5078	6894	15294	27138	所得税费用	171	313	391	575	828
流动负债合计	8005	16356	40548	48829	58239	少数股东损益	1	3	12	17	25
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	经调整净利润	1401	2613	3250	4311	5254
其他长期负债	143	137	182	222	249						
长期负债合计	143	137	182	222	249	现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	8148	16493	40730	49051	58488	净利润	1401	2613	3250	4311	5254
少数股东权益	1	4	16	33	58	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	39853	44780	48030	52341	57595	折旧摊销	63	141	624	626	628
负债和股东权益总计	48002	61277	88776	101426	116141	公允价值变动损失	86	546	0	0	0
						财务费用	452	855	194	390	145
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	1531	2724	3090	9149	12674
每股收益-经调整	0.44	0.82	1.02	1.36	1.65	其它	1	3	12	17	25
每股红利	0	0	0	0	0	经营活动现金流	3082	6027	6975	14103	18581
每股净资产	2.50	2.80	3.02	3.29	3.62	资本开支	0	542	(50)	(52)	(55)
ROIC	-4%	-0%	6%	11%	18%	其它投资现金流	(16705)	(3511)	0	(5650)	(6780)
ROE	4%	6%	7%	8%	9%	投资活动现金流	(17010)	(3413)	(50)	(5703)	(6837)
毛利率	23%	21%	22%	23%	23%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-4%	-0%	3%	5%	5%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-4%	0%	4%	5%	6%	支付股利	0	0	0	0	0
收入增长	58%	52%	31%	25%	23%	其它融资现金流	(1090)	(1149)	17444	(4091)	(7005)
经调整净利润增长率	91%	86%	24%	33%	22%	融资活动现金流	(1090)	(1149)	17444	(4091)	(7005)
资产负债率	17%	27%	46%	48%	50%	现金净变动	(15018)	1465	24369	4309	4740
股息率	0%	0%	0%	0%	0%	货币资金的期初余额	32271	17252	18718	43087	47395
P/E-经调整	110.4	59.4	47.6	35.9	29.4	货币资金的期末余额	17252	18718	43087	47395	52135
P/B	3.9	3.5	3.2	3.0	2.7	企业自由现金流	(31)	3381	5446	12710	17459
EV/EBITDA	(141)	1832	72	49	38	权益自由现金流	(1659)	1761	22725	8288	10331

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032