

医药生物行业重大事项点评

京东健康发布招股书，以“国民首席健康管家”为使命，共建互联网医疗大生态

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：刘宇腾

电话：010-66500915

邮箱：liuyuteng@hcyjs.com

执业编号：S0360519080001

事项：

港交所于2020年09月27日披露京东健康招股说明书，公司拟与于港交所主板上市。京东健康成立于2018年11月30日，为京东集团子公司，京东集团现持股81.04%。根据弗若斯特沙利文的报告，**京东健康是2019年中国最大的在线零售药房**。截至2020年6月30日，共逾1.5亿名用户曾使用公司平台购买医药和健康产品或医疗健康服务。

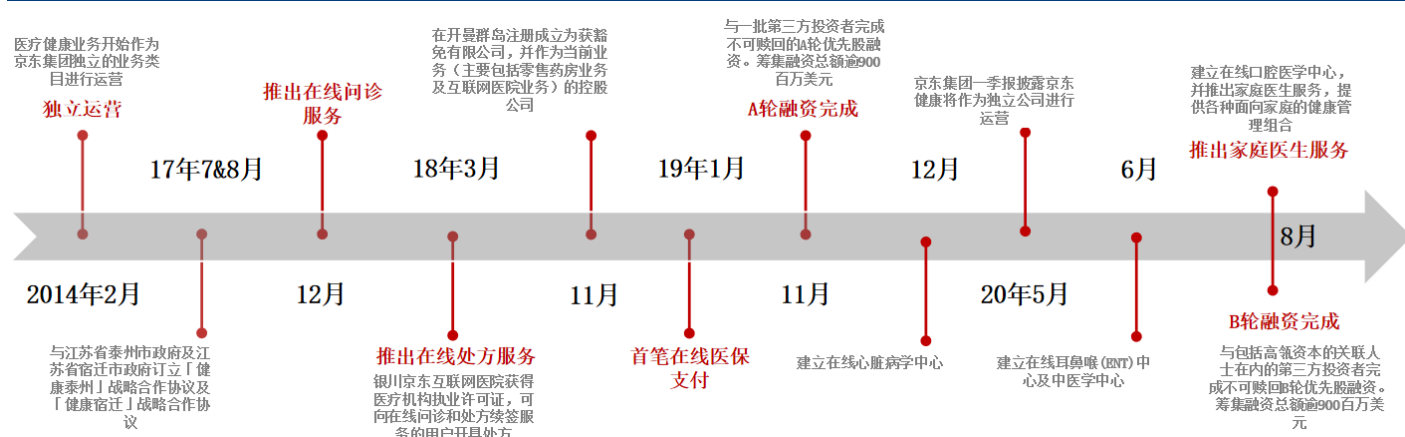
公司招股书梳理：

一、京东健康发展历程

京东健康曾作为京东集团独立的业务类目于2014年2月上线运营，且于2017年7月及8月，分别与江苏省泰州市政府及江苏省宿迁市政府订立「健康泰州」战略合作协议及「健康宿迁」战略合作协议，旨在两地开展在线预约挂号、处方流转，医保电商平台购买和配送等全流程就医服务。同年12月，公司开展线上问诊服务。2018年3月银川京东互联网医院获得医疗机构执业许可证，公司可向在线问诊和处方续签服务的用户开具处方。在公司健康业务发展以及国家政策利好等方向的推动下，公司于2018年11月30日在开曼群岛注册成立为获豁免有限公司，并作为当前业务（主要包括零售药房业务及互联网医院业务）的控股公司。2019年5月，京东集团一季报披露京东健康将作为独立公司进行运营。

公司分别于2019年11月与2020年8月与同一批三方投资者完成不可赎回的A轮和B轮优先股融资，两次筹集的融资总额均超900万美元。

图表 1 京东健康发展历程



资料来源：京东健康招股书、华创证券整理

一、京东健康主营业务

根据公司招股书披露，京东健康主营业务分为零售药房业务与在线医疗健康服务业务，具体业务见下图：

图表 2 京东健康主营业务



资料来源：京东健康招股书

(一) 零售药房业务-人在货在，随时随地

零售药房业务主要采用三种运营模式：自营、在线平台和全渠道布局。根据招股书披露，由于盈利模式不同，主要通过京东大药房开展的自营模式为业务主要创收模式，公司从供应商处采购医药和健康产品，然后直接销售给用户，主要从中赚取产品销售收入。由于公司巨大采购规模以及采购量，公司通常可以从药企和健康产品供应商处获得具有强竞争力的价格，提高业务毛利；在线平台通过单独合同条款按销售额比例收取佣金和平台使用费；全渠道布局业务根据销售额向参与全渠道布局的药店收取佣金。

截至 2020 年 6 月 30 日，公司通过与京东集团合作，利用其遍布全国的配送基础设施网络，建立涵盖行业领先的制药公司和健康产品供应商的供应链网络，包括 11 个药品仓库和超过 230 个其他仓库。公司还与京东集团及其他第三方快递公司合作进行产品的配送，以保证配送质量及时效性。除此之外，公司还拥有数个线下自营药店；公司于 2017 年、2018 年、2019 年及截至 2020 年 6 月 30 日止六个月，产品销售分别占总收入的 88.4%、88.8%、87.0% 及 87.6%。

截至 2020 年 6 月 30 日，在线平台拥有超过 9,000 家第三方商家，包括连锁店和独立药房以及医药和健康产品厂商和供应商。在线平台提供了一些京东大药房通常不提供的长尾产品，作为平台产品选择的补充。在线平台商家自行负责存货管理和配送；

截至 2020 年 6 月 30 日，全渠道布局覆盖了中国 200 多个城市。全渠道业务作为自营和在线平台的补充，通过与业界领先的按需配送服务提供商合作，提供日达、次日达、30 分钟和 7*24 快速送达等多种配送。

京东健康零售药房业务拥有超 1000 万 SKUs，覆盖保健用品、医疗器械、处方药及非处方药多个类目。通过布局三种模式运营，于 2017 年、2018 年及 2019 年以及截至 2020 年 6 月 30 日止十二个月，分别拥有 43.9 百万、50.5 百万、56.1 百万及 72.5 百万个年活跃用户，增长率分别为 15.03%、11.09% 及 29.23%。

（二）在线医疗健康服务-医、药联动

根据公司招股书披露，在线医疗健康服务主要包括**互联网医院服务**，即通过自有或外部医生提供在线问诊和处方续签、慢性病管理和家庭医生服务。公司盈利模式为根据外部医生收取的费用收取**手续费和聘用自有医生为其提供基本工资和绩效奖金**；和**消费医疗健康服务**，即用户在平台预约及购买包括体检、医学美容、口腔齿科、疫苗预约和基因测试等服务。公司合作方一般为第三方医疗健康服务供应商合作。

公司不断探索互联网医院业务，其包含业务均可 24*7 全天候提供，带来便捷、值得信赖的用户体验。截至 2020 年 9 月 20 日，公司与知名专家合作共建了 16 个专科中心，实施教育培训计划，吸引更多医生及专家加入平台，目前公司拥有 65,000 多名自有和外部医生。2020 年上半年，平台日均在线问诊量达到了约 9 万次，是 2019 年同期的近 6 倍。

公司也在高速地拓展消费医疗健康服务。在 COVID-19 期间，京东健康是中国第一家提供在线 COVID-19 核酸检测预约服务的公司。

二、财务指标

公司以往业绩记录期间实现了高速增长。公司的收入主要来自通过自营业务销售医药和健康产品，其次来自向第三方商家收取佣金和平台使用费以及向供应商和第三方商家收取广告服务等。于 2019 年及截至 2020 年 6 月 30 日止六个月录得亏损主要是由于 2019 年及截至 2020 年 6 月 30 日止六个月 A 轮可转换优先股公允价值因股权价值增加而增加。

图表 2 京东健康收入及利润摘要

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年 6 月 30 日止六个月	2020 年 6 月 30 日止六个月
总收入 (亿元)	56	82	108	50	88
yoy		46.43%	31.71%		76.00%
年度/期间盈利 (百万)	178.50	214.90	-917.80	236.30	-54.00
yoy		20.39%	-527.08%		-122.85%
经调整盈利 (百万)	209.0	248.4	344.0	254.0	371.0
yoy		18.85%	38.49%		46.06%

资料来源：京东健康招股书、华创证券

公司经营业绩（尤其是毛利率）受公司所提供的产品及服务组合的影响。京东健康目前的收入大部分来自向用户销售医药和健康产品。于 2017 年、2018 年、2019 年及截至 2020 年 6 月 30 日止六个月，产品销售分别占总收入的 88.4%、88.8%、87.0%及 87.6%。公司同时向在线平台的第三方商家赚取佣金及平台使用费及自第三方商家及供应商赚取广告费；亦向用户提供的在线医疗健康服务及向医院提供的智能医疗健康解决方案赚取费用。

履约开支是公司经营费用中最大的一部分，主要包括物流及仓储开支、履约人员的员工福利以及订单交易费。于 2017 年、2018 年及 2019 年，履约开支分别占总收入的 11.5%、11.4%及 10.8%。截至 2019 年 6 月 30 日及 2020 年 6 月 30 日止六个月，履约开支分别占总收入的 10.4%及 10.4%。随着公司不断扩展业务，预计近期履约开支的绝对金额会增加。

公司的销售及市场推广开支主要包括：(i)推广及广告开支；(ii)由京东集团分配/提供技术及流量支持服务的开支；(iii)与京东集团所分配其他支持服务有关的开支；及(iv)参与营销及业务拓展活动的员工的工资及相关开支。公司的销售及市场推广开支从 2018 年的人民币 391.8 百万元增加 90.4%至 2019 年的人民币 746.0 百万元，主要用以加大推广零售药房业务、在线医疗健康服务及在测在线药品批发平台的营销工作。随着公司进一步扩展业务，预计销售及市场推广开支的绝对金额依然处于高位。

图表 3 京东健康财务指标

	截至 12 月 31 日止年度						截至 6 月 30 日止六个月			
	2017 年		2018 年		2019 年		2019 年		2020 年	
人民币/百万	人民币	占比	人民币	占比	人民币	占比	人民币	占比	人民币	占比
收入	5,553	100%	8,169	100%	10,842	100%	4,989	100%	8,777	100%
营业成本	-4,173	-75.1%	-6,190	-75.8%	-8,030	-74.1%	-3,657	-73.3%	-6,560	-74.7%
毛利	1,380	24.9%	1,979	24.2%	2,812	25.9%	1,332	26.7%	2,218	25.3%
履约开支	-636	-11.5%	-928	-11.4%	-1,170	-10.8%	-521	-10.4%	-911	-10.4%
销售及市场推广开支	-258	-4.6%	-392	-4.8%	-746	-6.9%	-258	-5.2%	-544	-6.2%
研发开支	-123	-2.2%	-218	-2.7%	-338	-3.1%	-151	-3.0%	-278	-3.2%
一般及行政开支	-107	-1.9%	-134	-1.6%	-125	-1.2%	-66	-1.3%	-85	-1.0%
其他（亏损）/收益	0	0.0%	4	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	-2	0.0%
财务收入	0	0.0%	0	0.0%	32	0.3%	0	0.0%	60	0.7%
财务成本	0	0.0%	0	0.0%	-36	-0.3%	0	0.0%	-2	0.0%
可转换优先股公允价值变动	—	—	—	—	-1,263	-11.7%	—	—	-5,705	-65.0%
预期信用损失模型下的减值损失，经扣除转回金额	0	0%	-4	-0.1%	-2	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
应占合营公司损益	—	—	—	—	—	—	—	—	-9	-0.1%
除税前盈利/（亏损）	256	4.6%	306	3.7%	-835	-7.7%	335	6.7%	-5,257	-59.9%
所得税开支	-77	-1.4%	-91	-1.1%	-137	-1.3%	-99	-2.0%	-104	-1.2%
年度/期间盈利	179	3.2%	215	2.6%	-972	-9.0%	236	4.7%	-5,361	-61.1%
非国际财务报告准则指标：经调整年度/期间盈利（未经审计）	209	3.8%	248	3.0%	344	3.2%	254	5.1%	371	4.2%

资料来源：京东健康招股书、华创证券

医药消费研究小组团队介绍

高级分析师：刘宇腾

中国人民大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500