

6618.HK 京东健康

港股通

审慎增持 (首次)

医药电商业务领先，履约能力优势突出

2021 年 01 月 13 日

市场数据

日期	2021-01-12
收盘价(港元)	146.4
总股本(亿股)	31.84
流通股本(亿股)	31.84
总市值(亿港元)	4662
流通市值(亿港元)	4662

数据来源: WIND

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10842	18025	26939	38703
同比增长(%)	33%	66%	49%	44%
经调整净利润(百万元)	344	1069	1876	3529
毛利率(%)	26%	27%	29%	31%
经调整净利润率(%)	3.2%	5.9%	7.0%	9.1%
经调整每股收益(元)	0.11	0.34	0.59	1.11

数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

投资要点

- 京东健康是医药电商头部公司。公司以线上医药零售为核心业务，采用自营、平台和全渠道运营模式，同时提供线上医疗健康服务。2019 年，公司营收达到 108 亿元，经调整净利润达到 3.4 亿元，经调整净利率为 3.2%，公司营收规模及盈利能力位居互联网医疗行业头部。
- 处方外流等因素推动下，预计医药电商板块将加快发展，潜在市场空间大。2015 到 2019 年，医药总销售额从 13829 亿元提高到 17955 亿元，而零售端医药销售额从 3111 亿元提高到 4196 亿元，占比从 22.5% 提升到 23.4%，2020 上半年进一步提升到 26.6%，我们预计 2025 年处方外流将给零售端带来 1357 亿元的增量市场空间。零售端线上渗透率也在持续提升，从 2015 年到 2019 年，该指标从 3.2% 提升到 18.9%。
- 医药零售行业提升运营效率的迫切需求将带动其线上渗透率提升，医药电商盈利能力有望进一步提升。医药电商具有更高的运营效率，2019 年前五大线下药店的平均存货周转天数为 86.1 天，而京东健康仅为 53.6 天。公司净利率、ROA 等指标与头部线下药店接近，而销售费用率等指标远低于头部线下药店。随着医药电商规模扩大，预计规模效应将更为显著，潜在盈利空间随之凸显，头部公司的盈利能力有望超过线下药店。
- 京东健康在供应链、履约运营能力等方面具有竞争优势。公司复用京东集团基础设施，可利用多达 11 个药品仓和 230 个其他仓，配送网络布局全面；履约费用率从 2017 年的 11.50% 下降到 2019 年的 10.80%，履约效率行业领先，有利于公司自营业务保持优势并带动利润率提升。截至 2020 年 6 月 30 日，公司年活跃用户数为 7250 万，凭借京东集团战略支持，可触达 4 亿活跃用户。公司积极布局线上医疗健康服务，推出慢性病管理平台、家庭医生等服务，有利于提升用户粘性 & 整体盈利水平。
- 投资建议：京东健康是国内医药电商头部企业，全面布局互联网医疗，交易额保持快速增长，履约运营能力具有显著竞争优势，预计未来线上医药零售业务将保持较快增速，海量数据具备变现潜力，看好长期增长空间。目标价为 163.2 港元，对应 2020/2021 年 24/16 倍 PS，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

风险提示：政策监管风险；线上渗透率不及预期；医保接入不及预期。

海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SFC: BPL829

SAC: S1010519080002

联系人:

张悦

zhangyue20@xyzq.com.cn

SAC: S0190120080174

Outperform

(Initiated)

Internet Healthcare

JD Health (6618.HK)

Stock Connect (SH/SZ)

Leading pharmaceutical e-commerce business, outstanding fulfillment performance

01/13/2021

Key Data

Jan. 12, 2021

Closing Price (HKD)	146.4
Total Shares (Bn)	3.18
Shares Outstanding (Bn)	3.18
Market Cap(HKD/Bn)	466.4
Market Float(HKD/Bn)	466.4

Source:Wind, Industrial Securities Research Institute

Analyst

Jiajun Hong

hongjiajun@xyzq.com.cn

SFC: BPL829

SAC: S1010519080002

Contact

Yue Zhang

Zhangyue20@xyzq.com.cn

SAC: S0190120080174

Key Financial Indicators

FY	2019A	2020E	2021E	2022E
Revenue (Mn/RMB)	10842	18025	26939	38703
YoY (%)	33%	66%	49%	44%
Adjusted Net Profit (Mn/RMB)	344	1069	1876	3529
Gross Margin (%)	26%	27%	29%	31%
Adjusted Net Profit Margin (%)	3.2%	5.9%	7.0%	9.1%
Adjusted EPS (RMB)	0.11	0.34	0.59	1.11

Source:Wind, Industrial Securities Research Institute

Highlights

JD Health is the leading pharmaceutical e-commerce company. JD health takes online pharmaceutical retail with three operating modes including self-operated, online platform and omni-channel as its core business, and it also provides online medical and health services. In 2019, JD Health's revenue reached 10.8 billion RMB, and its adjusted net profit reached 340 million RMB and its adjusted net profit margin was 3.2%, which means the company's revenue scale and profitability have ranked first in the Internet medical industry.

Driven by factors such as prescription outflow, it is expected that the pharmaceutical e-commerce sector will accelerate its development and have a large potential market space. From 2015 to 2019, total pharmaceutical sales increased from 1382.9 billion RMB to 1,795.5 billion RMB; Retail pharmaceutical sales also increased from 311.1 billion RMB in 2015 to 419.6 billion RMB in 2019; the proportion of retail sales in total pharmaceutical sales increased from 22.5% in 2015 to 23.4% in 2019, and further increased to 26.6% in the first half of 2020. We expect that prescription outflow will bring an incremental market of 135.7 billion RMB to retail sales in 2025. The online penetration rate of the retail end has also increase continuously from 3.2% in 2015 to 18.9% in 2019.

The urgent need to improve operational efficiency will promote market concentration and online penetration rate in the pharmaceutical retail industry, and the profitability of pharmaceutical e-commerce is expected to rise. The operational efficiency of pharmaceutical e-commerce was higher than that of offline pharmacies. In 2019, the inventory turnover days of JD Health was 53.6 days, which was much lower than the average level of the top five offline pharmacies of 86.1 days. JD Health's indicators of profitability such as net profit margin and ROA were close to those of top offline pharmacies, but its sales expense ratio was much lower than those. As the scale of revenue expands, pharmaceutical e-commerce will generate the scale effect, so their potential profitability will be revealed and then the profitability of leading companies is expected to exceed offline pharmacies.

JD Health has a competitive advantage in supply chain, fulfillment and operational capabilities. Depending on the infrastructure of JD Group, JD health can use more than 11 medicine warehouses and 230 other warehouses, so it has a comprehensive distribution network; the company's fulfillment expense decreased from 11.50% in 2017 to 10.80% in 2019, so the industry-leading fulfillment efficiency can strengthen the company's self-operated business and drive its profit margin. As of June 30, 2020, the number of annual active users of JD Health reached 72.5 million. With the strategic support of JD Group, JD Health has reached more than 400 million active users. Actively deploying online medical and health services, JD Health also launched chronic disease management platform, family doctor and other services, which will increase user stickiness and improve overall profitability.

Investment advice: The target price is HK\$163.2, with a rating of "Outperform".

JD Health is a leading domestic pharmaceutical e-commerce company with a comprehensive deployment of Internet medical services, and its transaction volume has maintained rapid growth. It has a significant competitive advantage in terms of fulfillment performance and operation capabilities. It is expected that its online pharmaceutical retail business will maintain a rapid growth in the future. Its massive data has the potential for monetization and we are optimistic about JD Health's long-term growth. The target price is HK\$163.2, which corresponds to 24/16 times PS in 2020/2021, and it is given a "Outperform" rating.

Potential risks: Supervision will be stricter; The growth rate of online penetration is slower than expected; The speed of online medical insurance payment is slower than expected.

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、京东健康：打造“医+药”闭环健康管理平台	- 5 -
1.1、公司基本情况	- 5 -
1.2、公司营收高速增长，自营规模行业领先	- 8 -
2、互联网医疗加速发展，医药电商率先进入快车道	- 13 -
2.1、医疗健康行业供不应求，互联网医疗适逢其会	- 13 -
2.2、医药零售市场快速增长，线上渗透率持续提升	- 17 -
3、京东集团战略支持，供应链履约能力优势突出	- 23 -
3.1、供应链体系完善，高效履约助力医药电商业务	- 23 -
3.2、医药联动发挥协同效应，海量数据提供变现潜力	- 27 -
4、盈利预测与估值	- 30 -
4.1、盈利预测	- 30 -
4.2、估值及投资建议	- 32 -

图 1、京东健康主要业务	- 5 -
图 2、京东健康股权架构	- 7 -
图 3、京东健康营业收入及增速	- 9 -
图 4、京东健康平台 GMV 及增速	- 9 -
图 5、京东健康 AAU 规模（百万人）	- 9 -
图 6、京东健康每位用户平均收入（元/年）	- 9 -
图 7、京东健康分部收入及增速	- 10 -
图 8、互联网医疗头部企业收入结构对比	- 10 -
图 9、京东健康自营商品销售分部收入	- 11 -
图 10、京东健康自营商品销售收入结构	- 11 -
图 11、中国 65 岁以上人口数量及比重	- 14 -
图 12、国内医疗卫生机构年接诊量及增速	- 14 -
图 13、国内执业（助理）医师数量及增速	- 14 -
图 14、每千人医师情况	- 14 -
图 15、中国互联网医疗健康市场规模	- 16 -
图 16、国内线上零售药店销售额及增速	- 16 -
图 17、国内线上问诊、线上消费医疗市场规模	- 17 -
图 18、国内医药销售额及增速	- 18 -
图 19、零售药店、公立医院、公立基层销售额增速	- 18 -
图 20、零售药店、公立医院、公立基层的销售额占比	- 18 -
图 21、零售药店销售额（亿元）	- 18 -
图 22、医药线上销售额及增速	- 19 -
图 23、实体药店和网上药店销售额占比	- 19 -
图 24、互联网医院数量	- 21 -
图 25、国内互联网医院问诊量	- 21 -
图 26、2019 年中国、美国医药零售市场集中度	- 22 -
图 27、2019 年中美前五大药店平均存货周转天数（天）	- 22 -
图 28、国内 100 强药品零售企业平均盈利能力	- 22 -
图 29、京东健康、阿里健康的盈利能力	- 22 -
图 30、京东健康、阿里健康履约费用率	- 24 -
图 31、2020 上半年京东健康、阿里健康费用结构	- 24 -
图 32、2020 上半年京东健康履约费用内部结构	- 25 -

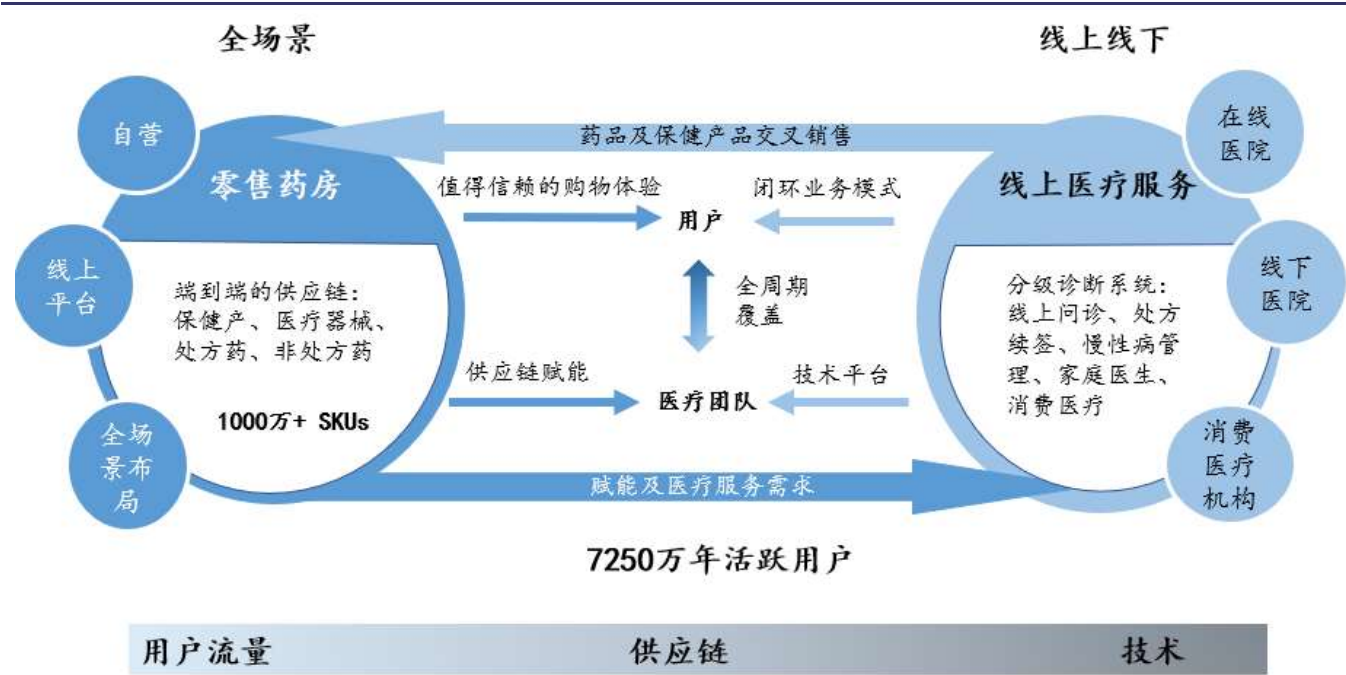
图 33、	京东健康物流及仓储费用率	25 -
图 34、	京东健康存货（百万元）与存货周转天数（天）	25 -
图 35、	2020 年互联网医疗头部企业用户年龄结构	26 -
图 36、	2020 年互联网医疗头部企业用户性别结构	26 -
图 37、	京东健康医生数量（人）	28 -
图 38、	京东健康日均在线问诊量（千次）	28 -
图 39、	2020H1 互联网医疗头部企业的医生数量（人）	28 -
图 40、	2020H1 京东健康、平安好医生医生结构对比	28 -
图 41、	京东健康毛利及毛利率	31 -
图 42、	京东健康经调整净利润及经调整净利率	31 -
图 43、	京东健康各项费用率	31 -
表 1、	京东健康线上零售药房业务模式	5 -
表 2、	京东健康发展历程大事件	7 -
表 3、	京东健康高级管理层资料	8 -
表 4、	互联网医疗头部企业主要医药电商指标对比	11 -
表 5、	2020 年初以来京东健康与上游药企的合作	12 -
表 6、	2018 年至今互联网医疗行业政策变化	15 -
表 7、	国内主要互联网医疗企业	17 -
表 8、	处方外流给零售端带来的药品销售额增量空间	19 -
表 9、	允许接入线上医保支付体系的部分地区情况	20 -
表 10、	2019 年京东健康、一心堂、益丰药房费用率对比	23 -
表 11、	医药零售领域竞争力分析	27 -
表 12、	京东健康盈利预测假设	30 -
表 13、	利润表年度预测表（单位：人民币百万元）	32 -
表 14、	FCFF 测算（单位：人民币百万元）	33 -
表 15、	DCF 估值（单位：人民币百万元）	33 -

1、京东健康：打造“医+药”闭环健康管理平台

1.1、公司基本情况

京东健康已逐步建立起“医+药”闭环健康管理平台。公司以线上零售药房为核心业务领域，同时为用户提供线上医疗健康服务，打造全面的互联网医疗产业生态。

图1、京东健康主要业务



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

其中，线上零售药房业务采用三种运营模式：自营、线上平台和全渠道布局：

表1、京东健康线上零售药房业务模式

	自营模式	平台模式	全渠道模式
模式介绍	从供应商采购医药和健康产品，然后直接销售给用户	引入连锁药店、独立药房、厂商和供应商，使其通过京东健康的平台销售医药和健康产品	管理线下药店的线上销售的所有步骤，包括线上展示和配送
收入来源	商品销售收入	佣金、服务费、广告费等	佣金
是否有库存风险	有	无	无

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

自营模式下，公司从供应商采购医药和健康产品，然后直接销售给用户，主要从
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

中赚取产品销售收入。公司主要通过京东大药房经营自营业务，用户可以通过京东健康运营的网站及 APP 访问京东大药房；同时，公司也通过自营模式直接运营部分线下药房。

同时，京东健康也通过平台模式经营线上零售药房业务，线下连锁药店、独立药房以及医药厂商和供应商正不断与京东健康建立合作。公司对第三方商家进行筛选，并为所有线上平台的订单提供交易处理和账单服务，同时要求第三方商家在产品真实性和可靠性方面符合严格的标准。第三方商家通常自行负责存货管理和配送。京东健康根据合同条款向商家收取佣金和平台使用费，佣金一般按销售额的百分比收取。此外，京东健康还向供应商和第三方商家提供营销服务，并收取广告服务费。京东健康的第三方商家数量持续增长，截至 2019 年 12 月 31 日，第三方商家数达到 8618 家，2020 上半年增速进一步提升，截至 2020 年 6 月 30 日，第三方商家数达到 9092 家。

此外，京东健康的全渠道模式从配送时效上对京东健康的自营和平台业务模式进行补充。公司通过为用户提供当日达、次日达、30 分钟、7*24 快速送达服务，提升药品派送时效，满足用户的紧急性用药需求。线下药房通过提供存货加入京东健康的平台，京东健康凭借自身在供应链、大数据、互联网技术方面的平台优势，完成线上销售过程中的展示和配送环节，并根据所完成的销售额向线下药店收取佣金。同时，公司也为线下药店提供包括品牌、医疗服务与运营指导在内的升级服务。目前，京东药急送在全国范围内合作连锁品牌超过 200 个，上线的线下药店超过 2 万家，覆盖城市超过 200 个；其中，北京、上海、广州、深圳、天津、成都等城市已实现全天 24 小时提供最快 30 分钟送药上门服务。

在线医疗健康服务主要可分为互联网医院服务和消费医疗健康服务。互联网医院服务包括在线问诊和处方续签、慢性病管理和家庭医生服务。消费医疗健康服务帮助用户在线上预约线下消费医疗健康服务并支付费用，例如体检服务、医学美容、口腔齿科、疫苗预约和基因测试等服务。2014 年至今，公司不断完善在互联网医疗领域的布局：2014 年 2 月，医疗健康开始作为京东集团独立的业务类目进行运营，2017 年 12 月推出线上问诊服务，2018 年 3 月首次取得互联网医院许可证，2019 年底开始建立专科中心，2020 年 8 月推出家庭医生服务。

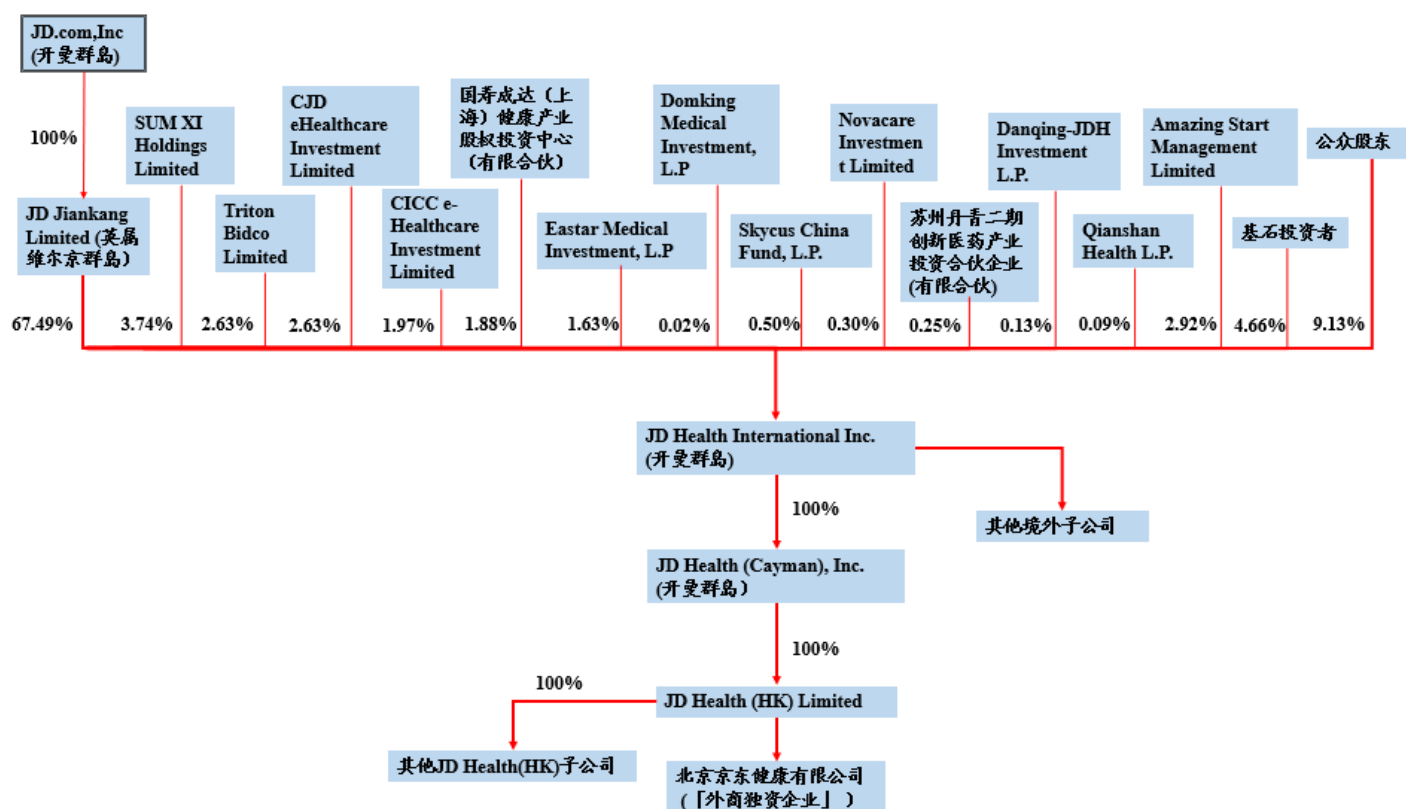
海外公司深度研究报告

表2、京东健康发展历程大事件

日期	大事件
2014年2月	公司医疗健康业务开始作为京东集团独立的业务类目进行运营
2017年7月及8月	与江苏省泰州市政府及宿迁市政府订立《健康泰州》战略合作协议及《健康宿迁》战略合作协议
2017年12月	公司推出在线问诊服务
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
2019年1月	公司首笔线上医保支付于本集团平台完成
2019年11月	公司与一批第三方投资者完成不可赎回的A轮优先股融资，筹集的融资总额逾900百万美元
2019年12月	公司建立线上心脏病学中心
2020年6月	公司建立线上耳鼻喉（ENT）中心及中医学中心
2020年8月	公司建立线上口腔医学中心，并推出家庭医生服务，提供各种面向家庭的健康管理组合
2020年8月	公司与高瓴资本等投资者完成不可赎回B轮优先股融资，筹集的融资总额逾900百万美元

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、京东健康股权架构



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

京东集团是京东健康的核心股东，高瓴资本、中金、国寿、中信产业基金等知名投资机构直接或间接持有京东健康股份。公司于2018年11月30日在开曼群岛注册成立，并于2019年4月29日成为JD Jiankang的全资子公司（JD Jiankang由

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

JD.com 全资拥有)。2020 年 12 月 24 日，超额配发股份开始交易，持股比例较高的股东包括：JD Jiankang 持有公司 67.49% 的股份、公众股东持有公司 9.13% 的股份，基石投资者持有公司 4.66% 的股份、SUM XI Holdings Limited 持有公司 3.74% 的股份，Amazing Start Management Limited 持有公司 2.92% 的股份，Triton Bidco Limited 持有公司 2.63% 的股份，CJD eHealthcare Investment Limited 持有公司 2.63% 的股份。

公司高管或曾在京东集团内担任要职，或曾在电商、医疗等专业领域工作多年，管理经验丰富。

表3、京东健康高级管理层资料

职位	姓名	毕业院校	从业经验
执行董事兼首席执行官	辛利军	上海交通大学电力系系统及其自动化工学学士，中欧国际工商学院 EMBA	曾任北京佰世同创商贸有限公司总经理；2012 年 10 月加入 JD.com，负责 JD.com 第三方平台，涵盖包括家居装和服饰在内的多个业务范畴，之后又担任京东时尚家居事业群居家业务部和生活服务事业群负责人；2019 年 7 月被委任为京东健康执行董事兼 CEO，负责本公司整体战略规划及业务方向。
董事长兼非执行董事	刘强东	中国人民大学社会学学士，中欧国际工商学院 EMBA	创立 JD.com。
首席财务官	曹冬	中国石油大学财务管理理学学士，对外经济贸易大学国际贸易硕士	2012 年 1 月-2013 年 11 月，担任 JD.com 审计部负责人；2013 年 11 月-2014 年 8 月担任，财务部结算中心负责人；2014 年 8 月-2015 年 4 月，担任 JD.com 经营分析部报告部负责人；2015 年 4 月-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 预算与分析部的负责人；2009 年 10 月-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。2004 年 1 月-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；2010 年 9 月获北京注册会计师协会认证为注册会计师；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。
公司秘书	赵明璟	加拿大多伦多大学文学学士，香港城市大学专业会计与信息系统的文学硕士	为 Vistra Corporate Services (HK) Limited 的公司服务执行董事，于公司秘书行业拥有逾 10 年经验；现为上海昊海生物科技股份有限公司、昆明滇池水务股份有限公司、亚美能源控股有限公司、康希诺生物股份公司之联席公司秘书；怡园酒业控股有限公司、盛源控股有限公司、港银控股有限公司之公司秘书；2003 年、2015 年被选举为英国特许管治公会会士及资深会员；2003 年 10 月、2015 年 9 月获接纳为香港特许秘书公会会士及资深会员；持有由香港特许秘书公会颁发的执业者认可证明书；现为会籍委员会的副主席及专业服务小组的主席，并为香港特许秘书公会的理事会成员。

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、公司营收高速增长，自营规模行业领先

在快速提升的活跃用户数和每位用户平均收入的驱动下，京东健康营收实现高速

增长。2019 年京东健康营收规模达到 108 亿元，位居互联网医疗行业第一。2017 至 2019 年，京东健康营收的复合增速为 38.9%。2020 上半年，受疫情推动等因素影响，部分线下购药需求转移到线上，京东健康营收同比增速进一步提升到 76.0%，营收规模达到 88 亿元。

图3、京东健康营业收入及增速

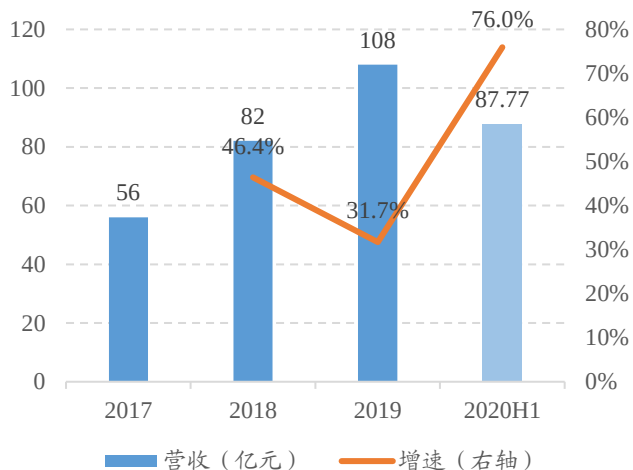
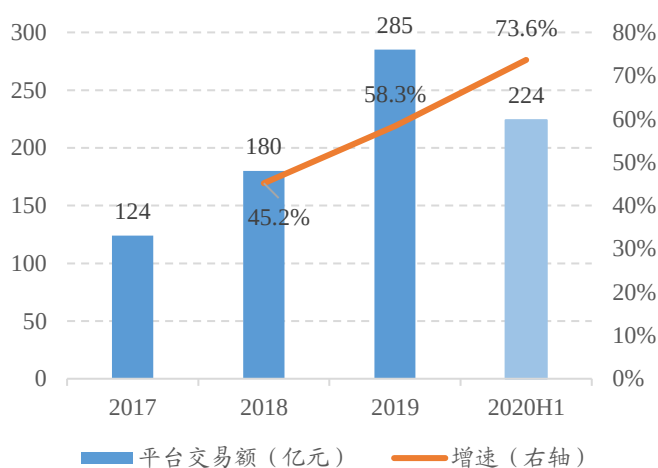


图4、京东健康平台 GMV 及增速



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2020 年 6 月 30 日，京东健康年活跃用户数达到 7250 万，每位用户平均收入达到 176 元/年。平台业务 GMV 增速从 2018 年的 45.2% 持续提升至 2020 上半年的 73.6%。2020 上半年，平台业务 GMV 达到 224 亿元。

图5、京东健康 AAU 规模（百万人）

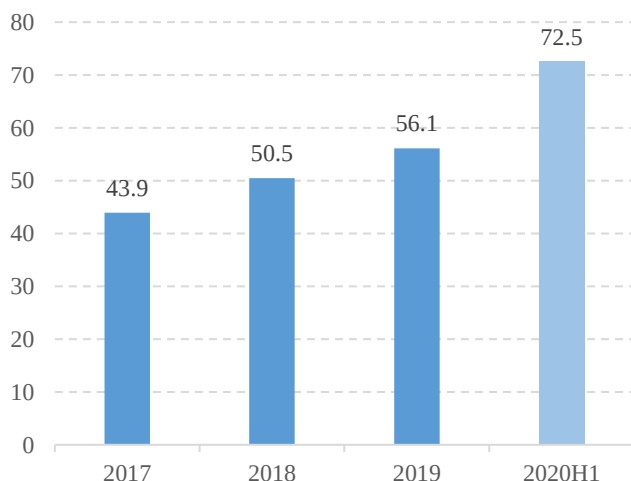
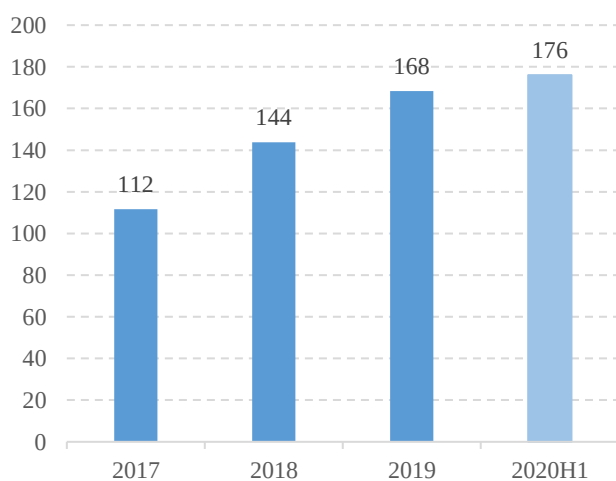


图6、京东健康每位用户平均收入（元/年）



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

从收入结构看，京东健康的收入可分为自营收入、平台服务收入（以下简称“平台收入”）和数字化营销及其他服务收入（以下简称“其他收入”），其中，自营为公司主要收入来源。自营收入主要是指线上零售药房业务带来的自营商品销售

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

收入，服务收入是指来自线上平台第三方商家的佣金和服务费收入，其他收入包括广告收入以及互联网医院服务、消费医疗健康服务带来的收入。2019年，京东健康的自营商品收入达到94亿元，其自营业收入规模高于阿里健康（FY2020，81.3亿元）和平安好医生（2019，15.0亿元）；平台收入达到8亿元，规模略小于阿里健康（FY2020，11.7亿元）；其他收入达到6亿元，收入占比为5.7%。2020上半年，受政策和疫情推动等因素影响，用户线上购药需求快速增长，自营和平台收入增速进一步提升，分别达到76.2%和64.1%。

图7、京东健康分部收入及增速

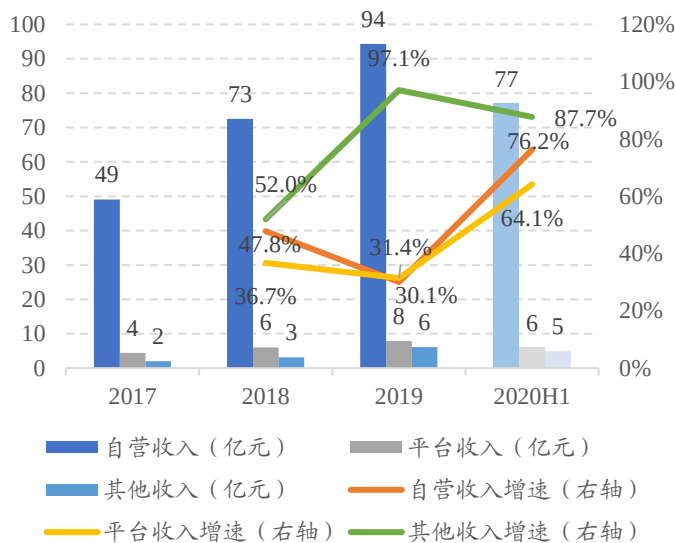
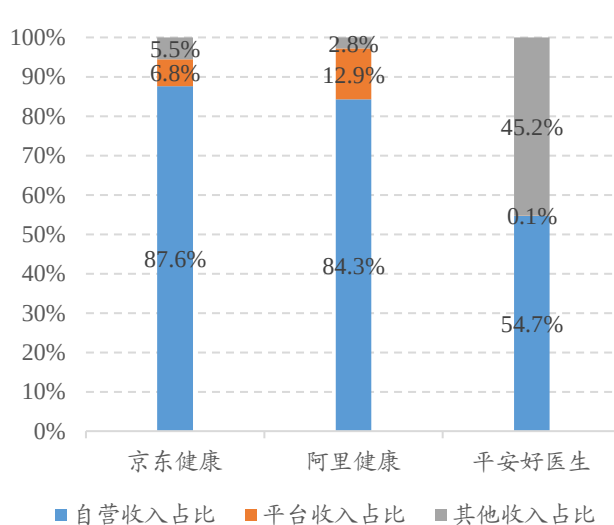


图8、互联网医疗头部企业收入结构对比



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

互联网医疗头部企业中，京东健康的收入结构与阿里健康更为相似，均以“自营+平台”的医药电商收入作为主要收入来源；而平安好医生的医药电商收入占比仅为54.7%，另有大量收入来自线上医疗和消费型医疗。如果进一步比较京东健康和阿里健康的收入结构，则京东健康自营收入占比高于阿里健康，而平台收入占比低于阿里健康。2020上半年，京东健康自营收入占比为87.6%，高于阿里健康（FY2021H1，84.3%）；京东健康平台收入占比达到6.8%，低于阿里健康（FY2021H1，12.9%）。收入结构的差异也会带来交易总额的差异，从平台交易总额来看，京东健康小于阿里健康。从分部收入增速看，京东健康的自营收入增速（2020H1，76.2%）快于阿里健康（FY2021H1，75.7%），但其平台收入增速（2020H1，64.1%）慢于阿里健康（FY2021H1，71.7%），第三方商户数量也低于阿里健康。京东健康在自营业务上的优势主要来自其强大的供应链及履约能力。

表4、互联网医疗头部企业主要医药电商指标对比

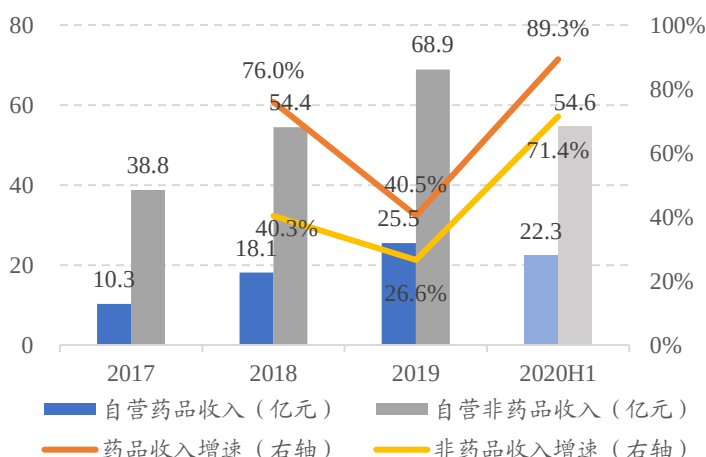
	京东健康	阿里健康	平安好医生
营业收入（亿元）	87.8	71.6	27.5
SKU 数量（万）	1000+	-	130+
第三方商户数量（家）	9092	18000	-
医药电商销售收入（亿元）	82.9	69.7	15.1
医药电商收入占比	94.5%	97.2%	54.9%
自营医药收入（亿元）	77	60.4	15.03
自营收入增速	76.2%	75.7%	5.3%
自营收入占比	87.6%	84.3%	54.7%
平台收入（亿元）	6	9.3	0.03
平台收入增速	64.1%	71.7%	-75.2%
平台收入占比	6.8%	12.9%	0.1%

资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：京东健康为招股书 2020 上半年数据，阿里健康为 FY2021H1 财报数据（2020.4.1-2020.9.30），平安好医生为 2020 半年报数据。

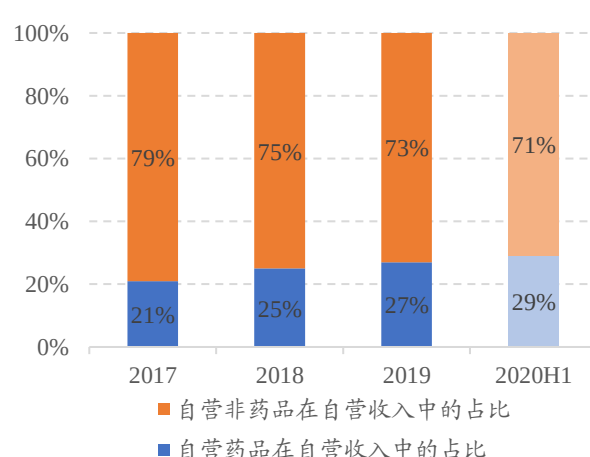
自营品类包括药品和非药品，京东健康药品收入占比较小，但正在逐渐提升；药品内部，目前处方药收入占比较小，但也在逐年上升。京东健康经营的药品包括处方药和非处方药（止咳药、感冒药、抗过敏药、止痛药等），非药产品包括保健品以及医疗用品及器械，医疗用品及器械包括用于家庭医疗保健、康复和健康监测的医疗设备以及隐形眼镜、成人用品、计生产品等。2017 到 2019 年，公司药品收入从 10.3 亿元增长到 25.5 亿元，CAGR 达到 57.2%，药品收入占比从 21% 提升到 27%，2020 上半年进一步提升到 29%；非药品收入从 38.8 亿元增长到 68.9 亿元，CAGR 为 33.3%。

图9、京东健康自营商品销售分部收入



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、京东健康自营商品销售收入结构



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

线上医药销售具有广阔的市场前景，京东健康通过与上游药企深化合作、发展药

品批发平台业务等方式，正在加大对医药业务的投入，预计未来公司药品收入占比将持续稳步提升。

首先，京东健康与国内外知名药企开展了形式丰富的合作，加大对新药和慢性病用药的布局力度：2020年初以来，京东健康与诺华、勃林格殷格翰、礼来、辉瑞中国、阿斯利康等企业合作，实现肝病用药、皮肤科用药、罕见病用药等多领域新药的线上首发，与优时比、卫材中国、赛诺菲、百时美施贵宝、雅培、葛兰素史克等公司开展合作，发挥京东在大数据方面的技术优势以及在问诊购药的全链条优势，共建单病种线上医药馆、打造线上医药服务平台、实现线上全周期慢病管理，为上游药企了解下游用户的购药需求、提升复购率提供支持。

表5、2020年初以来京东健康与上游药企的合作

合作时间	药企	合作模式	合作成果和意义
2020.02.28	优时比	共建单病种疾病馆“癫痫馆”	用户可以直接在京东搜索“癫痫馆”实现直接访问，体验从诊前、诊中到诊后的全程服务，了解疾病及其治疗护理知识，还可以一键直达京东健康在线问诊平台，通过在线问诊的方式与专科医生建立联系，加强慢病管理
2020.05.06	艾尔建	共建数字化的患者教育体系	围绕单病种搭建疾病专区，为患者建立多向和纵深的长期管理服务
2020.05.09	勃林格殷格翰	维加特和吉泰瑞两款特药独家线上首发	维加特是全球唯一作用机制明确、具有突破性创新机制的靶向抗纤维化药物，是目前唯一可以预防和治疗急性加重的抗纤维化药；推进专业化的单病种管理，为非小细胞肺癌、特发性肺纤维化患者提供全周期慢病管理服务
2020.06.04	卫材中国	共建首个专注于为老年人提供全方位医疗、健康及生活服务的一站式线上服务平台	在简化就诊流程、医院医疗和医药流通链路延伸、线上线下联动的疾病教育、老年健康生态圈、公益项目等方面具体展开合作
2020.09.22	赛诺菲	赛诺菲成为京东健康糖尿病中心的首家深度合作合作伙伴，共同打造基于互联网医院的慢病管理新模式	共同建立“罕见病保障创新支付协作机制”，通过公益基金、社会众筹、商业保险及药品援助福利等方案的组合，提高罕见病医疗和药品的可及性，缓解罕见病患者的支付压力
2020.09	诺华	多发性硬化国家一类新药西尼莫德线上首发	西尼莫德是全球第一且唯一对有进展的复发型多发性硬化患者实现神经修复，延缓残疾进展的口服 DMT 药物；作为诺华新药线上首发的合作平台，京东大药房将提供从仓储到配送的线上线下一体化供应链解决方案
2020.11.04	礼来制药	线上首发创新降糖药度易达，共建专科疾病馆，搭建综合式患者教育频道	充分发挥京东人工智能、大数据、物联网等技术优势，并结合京东健康在线问诊、续方购药和送药上门的全链条服务，构建线上线下一体化的糖尿病管理闭环模式
2020.11.05	百时美施贵宝	共建“肝病创新云平台”	提高患者对于以博路定为代表的优质药品的用药便捷性，依托京东健康的医疗健康生态优势，未来将面向我国近 3 亿肝病患者开展患者教育、病程管理等服务
2020.11.08	雅培	达成战略合作：单病种专科中心、线上慢病管理等	在消化、妇科、心血管领域保持密切合作
2020.11.10	葛兰素史克	达成战略合作：慢病管理、疫苗等。	京东健康即将上线带状疱疹疾病预防咨询服务，公众可以在京东专区页面了解更多疾病及其预防方式的信息；对神经疾病患者进行追踪管理，并为患者及其家属提供详尽且及时的治疗指导，保障神经疾病患者的正常生活
2020.11.11	辉瑞中	签署战略合作备忘	舒坦明是首个进入临床急需境外新药名单的皮肤科用药，也是国

	国	录，特应性皮炎创新药舒坦明线上首发	内第一个且唯一获批此类治疗机制的外用 PDE4 抑制剂； 双方将围绕商保服务，打造商业健康险支付环境下的医药险闭环，优化的商业健康险解决方案
2020.11.17	阿斯利康	吉非替尼和奥希替尼等多款新特药在京东大药房上线；阿斯利康旗下全球唯一三期临床中的新冠疫苗，计划将在国内获批后上线京东健康	共建创新型患者服务和慢病管理体系，基于京东健康全科中心、糖尿病中心，以及京东家医等产品打造家庭医生线上线下一体化患者服务模式

资料来源：各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

同时，京东健康还整合用户的复诊需求和购药需求，为慢性病用户推出慢性病管理平台服务，用户可以在线上一站式完成复诊流程和药品购买，与线下就诊相比，交通成本和问诊等待时间大幅减少，具有较强的便利性，有利于提升用户粘性。慢性病管理平台服务基于云，医生和用户可通过 APP 和微信进行沟通，医生利用平台上的 AI 辅助诊疗、患者管理和专家服务工具，对用户的健康情况进行跟踪和管理，京东健康向使用该服务的用户收取订阅费。目前慢性病管理平台主要针对糖尿病，今后将逐步扩大病种范围。

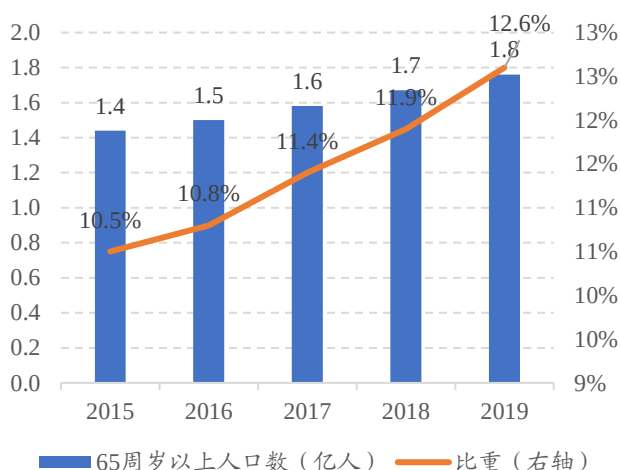
此外，京东健康通过“药京采”发展药品批发平台业务，有助于进一步深化与上游药企的合作。“药京采”是目前国内规模最大的第三方药品批发平台之一，采用 B2B 业务模式，主要客群为中小型连锁药店、独立药店及基层医疗机构。借助线下团队，并结合药京采 APP、PC 网站、微信公众号进行推广，其业务规模持续高速增长：截至 2019 年 12 月 31 日，平台注册用户数超过 12 万，范围遍布 80% 以上省区（港澳台地区除外），覆盖城市近 300 个。2020 年 11 月 11 日当天，药京采平台销售额达到 2019 年同期的近 3 倍，采购终端数达到 2019 年同期的 2 倍。

2、互联网医疗加速发展，医药电商率先进入快车道

2.1、医疗健康行业供不应求，互联网医疗适逢其会

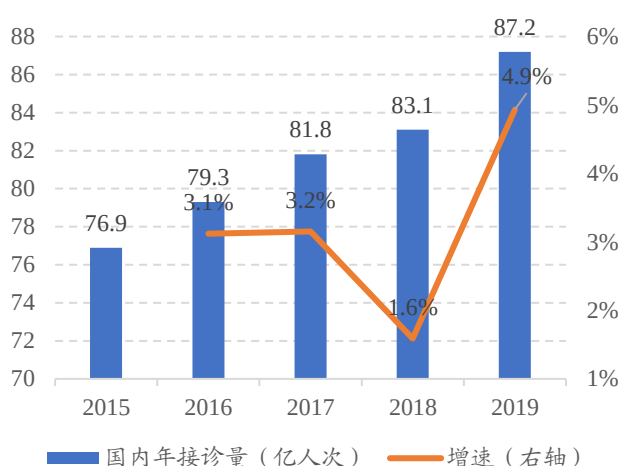
国内医疗健康行业供不应求，潜在市场空间巨大。当前，我国人口老龄化程度迅速提升，慢病患者增多，医疗需求集中爆发。2015 至 2019 年，我国 65 岁以上人口数量从 1.4 亿人增长到 1.8 亿人，在总人口中的占比从 10.5% 提升到 12.6%。国内医疗机构年接诊量快速增长，从 2015 年的 76.9 亿人次增长到 2019 年的 87.2 亿人次。

图11、中国 65 岁以上人口数量及比重



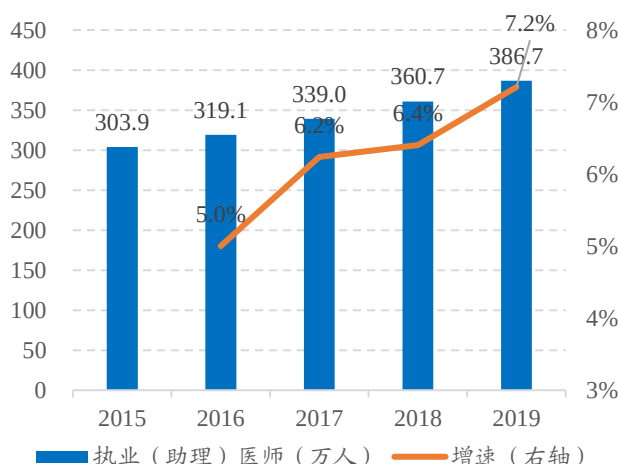
资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、国内医疗卫生机构年接诊量及增速



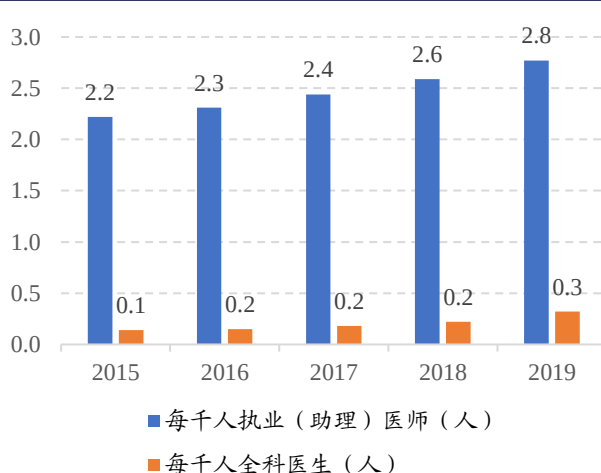
资料来源：卫健委，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、国内执业（助理）医师数量及增速



资料来源：卫健委，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、每千人医师情况



资料来源：卫健委，兴业证券经济与金融研究院整理

同时，国内医疗服务供给逐渐增长，但从人均医师情况看，仍存在较大缺口。国内执业（助理）医师数量从 2015 年的 303.9 万人增长到 2019 年的 386.7 万人，CAGR+6.21%；但人均医师数量，尤其是人均全科医生数量仍处于较低水平，2019 年每千人执业（助理）医师数量为 2.8 人，而每千人全科医生数量仅为 0.3 人。医生数量的短缺导致医疗资源供不应求，医生工作负担较大；全科医生的缺失导致分级诊疗难以推进，基层医疗能力难以提升。

互联网医疗是医疗健康产业的重要组成部分。面对居民日益增长的医疗健康需求，国内线下医疗机构供求失衡，而互联网医疗可以凭借自身优势，将线下实体机构的医疗服务引导至线上，拓宽医疗服务边界、提升医疗服务效率。

2020 年初至今，互联网医疗行业的发展环境加速改善，多种因素推动互联网医疗行业进入快速发展期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

首先，互联网医疗行业的政策限制正在逐步放宽，多项支持性政策密集出台，涵盖线上问诊、医保接入、网售处方药等关键内容。

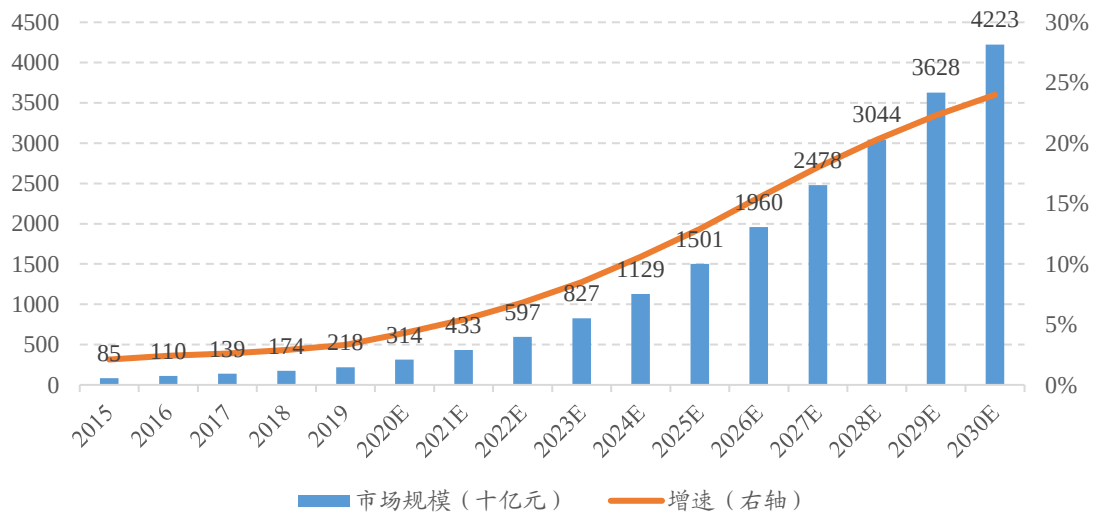
表6、2018 年至今互联网医疗行业政策变化

行业准入&诊疗范围		
2018 年 4 月	《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
2018 年 8 月	《互联网诊疗管理办法（试行）》、《互联网医院管理办法（试行）》、《远程医疗服务管理规范（试行）》	明确行业政策的核心内容，允许对部分常见病、慢性病复诊和开展“互联网+”家庭医生签约服务
2020 年 4 月	《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》	发改委首次提出可进行互联网首诊
2020 年 9 月	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	要求积极发展互联网健康医疗服务，大力推进互联网诊疗、电子处方流转、药品网络销售等服务，进一步加快网售药品推进进程
2020 年 12 月	《关于深入推进“互联网+医疗健康”“五个一”服务行动的通知》	推进互联网诊疗服务，充分发挥互联网医院在基层医疗服务中的作用；落实“互联网+”支付政策；坚持鼓励创新、包容审慎原则，支持“互联网+医疗健康”示范省（区、市）结合实际先行先试，探索创新医疗健康服务新模式
医保接入		
2019 年 6 月	《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》	将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围，首次明确互联网医疗可以纳入医保支付
2019 年 8 月	《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》	首次以法规的形式将互联网诊疗纳入医保支付，明确收费标准和医保支付标准
2020 年 2 月	《医疗机构医疗保障定点管理暂行办法（征求意见稿）》、《零售药店医疗保障定点管理暂行办法（征求意见稿）》	互联网医院可依托其实体医院申请定点；互联网药店、有药品网络销售业务或通过药品网络交易第三方平台开展药品网络销售的零售药店，依托其实体药店申请定点
2020 年 3 月	《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》	支持互联网医疗机构电子处方、诊疗费、药费的在线医保直接结算
2020 年 7 月	《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》	在互联网医疗产业的医保支付和慢性病在线问诊模式等方面提出了推广和完善意见
2020 年 11 月	《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》	各地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，参保人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；各地可从门诊慢特病开始，逐步扩大对常见病、慢性病“互联网+”医疗服务的医保支付范围；支持“互联网+”医疗复诊处方流转，探索定点医疗机构外购处方信息与定点零售药店互联互通；结合门诊费用直接结算试点，探索“互联网+”医疗服务异地就医直接结算
网售处方药		
2018 年 4 月	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	线上开具的常见病、慢病处方，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配送
2019 年 8 月	新修订的《药品管理法》	仅禁止特殊药品通过网络销售
2020 年 11 月	征求《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》意见	药品网络销售者应当是药品上市许可持有人或者药品经营企业；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；允许具备网络销售处方药条件的药品零售企业向公众展示处方药信息

资料来源：卫健委，医保局，发改委，兴业证券经济与金融研究院整理

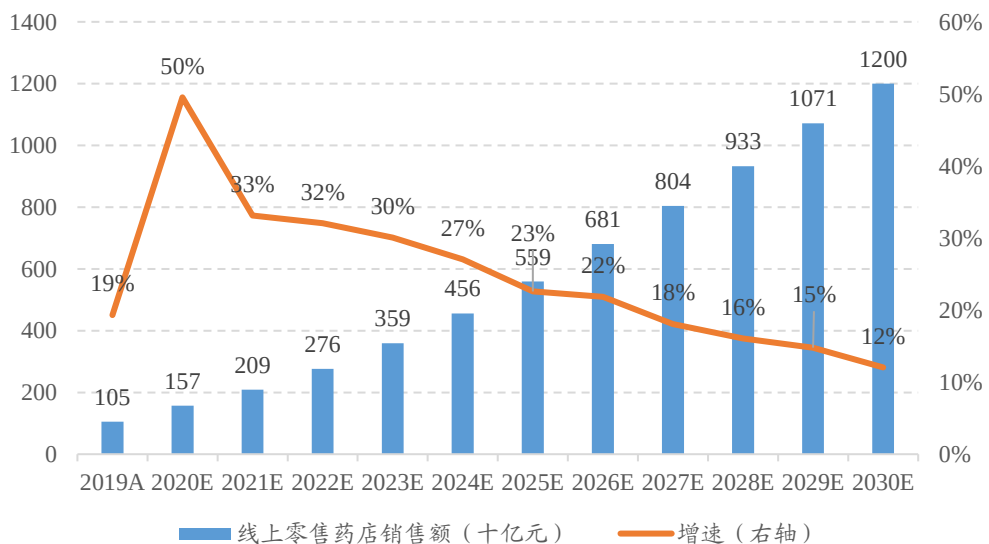
其次，疫情防控环境下，用户已逐渐培养出线上问诊和购药的习惯，线上医疗普及率提升带动行业发展提速，用户数高速增长。截至 2020 年 6 月 30 日，我国互联网医疗用户规模已达到 2.76 亿，占互联网用户总数的 29.4%。

图15、中国互联网医疗健康市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、国内线上零售药店销售额及增速

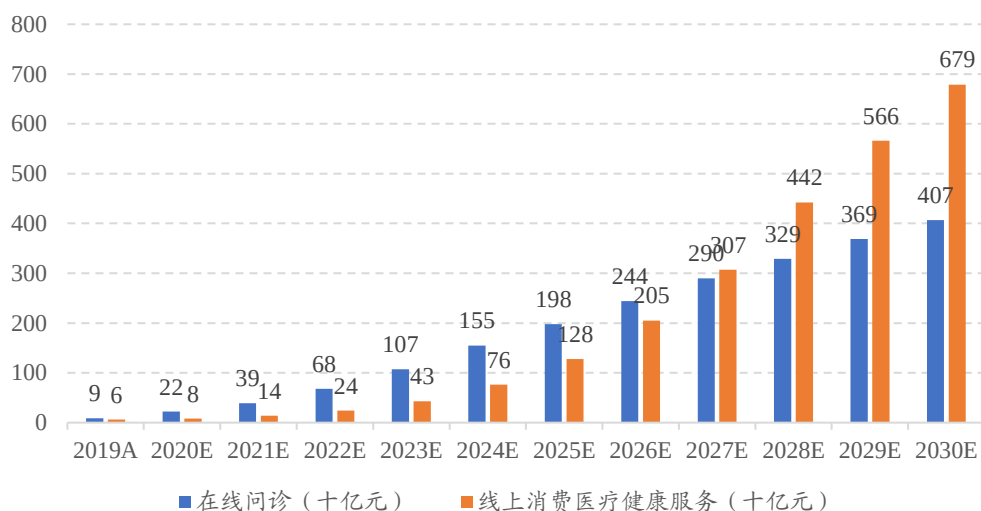


资料来源：Frost&Sullivan，兴业证券经济与金融研究院整理

国内互联网医疗潜在市场规模巨大，同时预计线上医药零售市场规模将持续高速增长。据 Frost&Sullivan 预测，2030 年，互联网医疗市场规模预计将达到 4.22 万亿元，而线上零售药店销售额将达到 1.2 万亿元。

同时，医药电商的增长将带动线上消费医疗等其他领域发展。根据 Frost&Sullivan 的预测，2030 年，国内在线问诊市场规模将达到 4070 亿元，线上消费医疗市场规模将达到 6790 亿元。

图17、国内线上问诊、线上消费医疗市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，兴业证券经济与金融研究院整理

随着行业发展演进，已逐步形成以医药电商和线上问诊为主业的两大类企业，国内主要互联网医疗企业情况如下：

表7、国内主要互联网医疗企业

医药电商		
阿里健康	0241.HK	主营业务包括医药自营、医药电商平台、消费医疗、追溯及数字医疗、线上问诊等
京东健康	6618.HK	主营业务包括医药自营、医药电商平台、消费医疗、线上问诊等
111 集团	YI.US	主营 B2B 医药平台“1 药城”、B2C 医药平台“1 药网”、互联网医院“1 诊”，2019 年营收 39.5 亿元，主要来自 B2B 医药平台
好药师	未上市	九州通旗下医药电商平台
药师帮	未上市	B2B 医药平台
线上问诊		
平安好医生	1833.HK	主营健康商城、线上问诊、消费医疗、健康管理和互动
微医	未上市	主营线上问诊
好大夫在线	未上市	主营线上问诊、医生信息查询、门诊预约
春雨医生	未上市	主营线上问诊
丁香医生	未上市	主营线上问诊
医生服务		
丁香园	未上市	主营医生社区运营
医脉通	未上市	主营医生社区运营

资料来源：各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

总体来看，受益于政策支持、医保接入、用户接受度提升等因素的影响，互联网医疗行业增速将进一步加快。

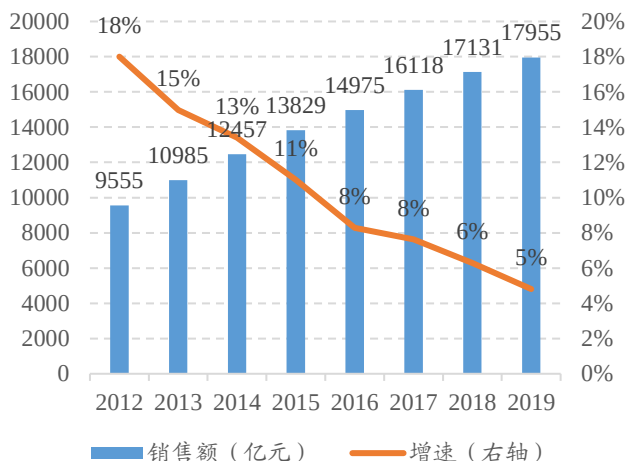
2.2、医药零售市场快速增长，线上渗透率持续提升

互联网医疗各板块中，目前以医药电商为主业的平台的收入增速高于其他平台，且部分企业已具备盈利基础。

国内线上医药零售规模的增长取决于国内医药总销售额、零售端销售额占比以及线上渗透率的变化。

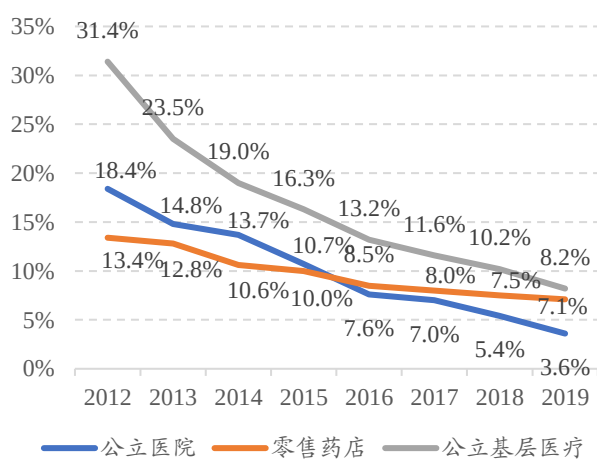
受医保控费等因素影响，国内医药总销售额增速放缓。2012至2019年，国内医药销售额从9555亿元增长到17955亿元，同比增速从18%放缓到5%。

图18、国内医药销售额及增速



资料来源：米内网，兴业证券经济与金融研究院整理

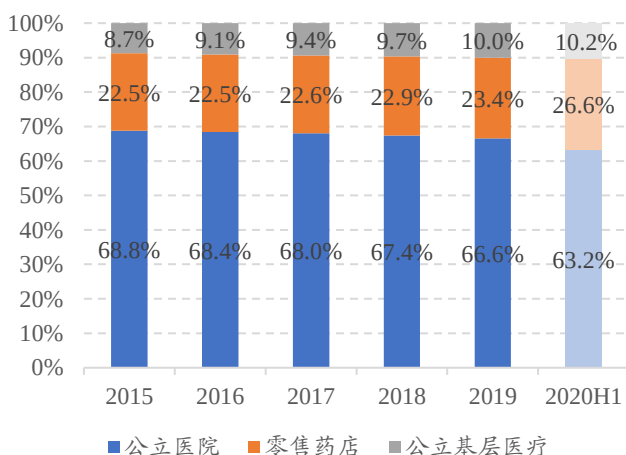
图19、零售药店、公立医院、公立基层销售额增速



资料来源：米内网，兴业证券经济与金融研究院整理

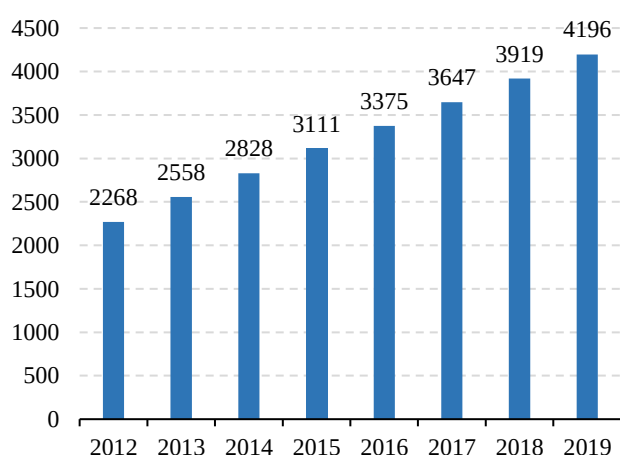
但从内部结构来看，公立医院、零售药店、公立基层医疗三大医药销售终端中，零售端销售额在总销售额中的占比持续提升，公立医院端销售额占比持续下降。零售药店销售额占比从2015年的22.5%提升4.1 ppts至2020H1的26.6%，2019年，国内零售端药品销售额达到4196亿元。

图20、零售药店、公立医院、公立基层的销售占比



资料来源：米内网，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、零售药店销售额（亿元）



资料来源：米内网，兴业证券经济与金融研究院整理

在处方外流因素推动下，更多药品销售份额将从公立医院端流向零售端，未来几年，预计零售端销售额增速将大幅提升。

这里对方外流给零售端带来的药品销售额增量空间进行测算。假设 2020-2022 年，医院端药品销售额保持 8% 的增速，2023-2025 年保持 7.5% 的增速；而医院端可外流药品占比假设从当前的 40% 逐步提升到 2025 年的 42%，同时按“保守/中性/乐观”三种情境给出处方外流比例的假设，得出结论：2025 年，保守情境下，处方外流给零售端带来的药品销售额增量空间为 723 亿元；中性情境下，处方外流给零售端带来的药品销售额增量空间为 1357 亿元；乐观情境下，处方外流给零售端带来的药品销售额增量空间为 2261 亿元。

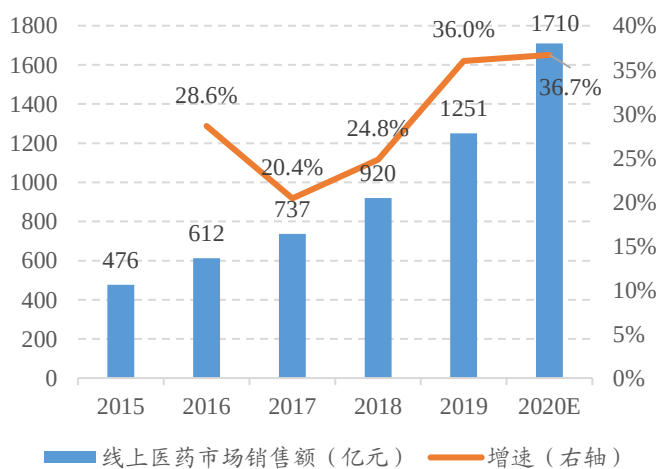
表8、处方外流给零售端带来的药品销售额增量空间

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
医院端药品销售额（亿元）	13759	14860	16048	17332	18632	20030	21532
增速		8.0%	8.0%	8.0%	7.5%	7.5%	7.5%
可外流药品占比	40%	40%	40%	41%	41%	42%	42%
医院可外流药品销售额（亿元）	5504	5944	6419	7106	7639	8412	9043
处方外流比例（保守）		5%	5%	6%	6%	8%	8%
处方外流比例（中性）		10%	10%	12%	12%	15%	15%
处方外流比例（乐观）		15%	15%	20%	20%	25%	25%
保守：处方外流规模（亿元）		297	321	426	458	673	723
中性：处方外流规模（亿元）		594	642	853	917	1262	1357
乐观：处方外流规模（亿元）		892	963	1421	1528	2103	2261

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

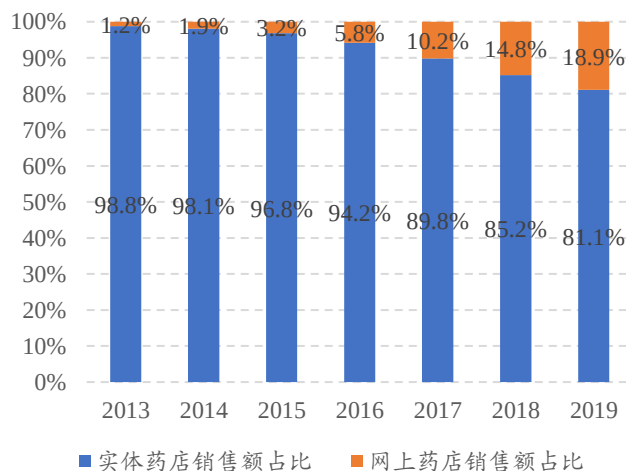
同时，零售端的线上渗透率持续提升，医药线上销售额快速增长。2017 年以来，国内医药线上销售额增速持续提升，2019 年同比增速达到 36.0%，医药线上销售额达到 1251 亿元。在零售端，线上渗透率已经从 2013 年的 1.2% 提升到 2019 年的 18.9%。

图22、医药线上销售额及增速



资料来源：BigData，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、实体药店和网上药店销售额占比



资料来源：米内网，兴业证券经济与金融研究院整理

医疗健康产品中，慢性病用药和医疗器械的线上渗透率或率先提速。慢性病用户

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

需要定期进行复诊，具有重复的药品购买需求，拥有互联网医院的医药电商可以为用户提供便利的电子处方服务以及药品购买体验。医疗器械通常具有标准化性质，易于进行线上销售，而 2019 年医疗器械零售中仅 16.8% 在线上分销，其线上渗透率有较大提升空间。

未来几年，预计医药零售线上渗透率将进一步提升，线上接入医保支付、网售处方药政策逐步放开、线上问诊普及化将是促进其发展的有利外部条件。

以往，医保支付仅覆盖线下医疗系统，而未覆盖线上问诊和购药，对互联网医疗用户的支付能力造成限制，阻碍了医药电商行业的发展。但 2019 年以来，医保支付政策环境逐步改善：2019 年 8 月，国家医保局公布《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》，以法规的形式将互联网诊疗纳入医保支付，明确收费标准和医保支付标准。2020 年以来，受疫情推动，互联网医疗纳入医保支付的进程进一步加快，2020 年 11 月，《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》出台，要求各地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，参保人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；各地可从门诊慢特病开始，逐步扩大对常见病、慢性病“互联网+”医疗服务的医保支付范围。

表9、允许接入线上医保支付体系的部分地区情况

省份	服务范围	服务内容	支付标准
江苏省	为在本设区市参保的常见病、慢性病复诊病人	向医保部门备案后，临时纳入医保支付范围	与线下一致
山东省	“互联网+”医疗服务项目，以及常见病、慢性病复诊	按规定纳入医保基金支付范围，包括复诊诊查费、处方续方发生的政策范围内药品费用等。	与线下一致
广东省	慢性病	网上就诊诊查费和药品费用，均纳入医保统筹基金支付范围；处方流转+定点零售药店取药	与线下一致
四川省	互联网复诊、远程会诊、远程病理会诊等	提供问诊、购药、结算、配送全流程闭环服务	与线下一致
宁夏省	高血压、糖尿病等慢性病	可纳入医保基金支付范围	线上门诊大病实行病种最高支付限额管理，与线下实体医疗机构额度捆绑
吉林省	常见病、慢性病复诊	纳入我省基本医保基金支付范围；在线开具处方，可在定点医院或定点零售药店购药	与线下一致
黑龙江省	常见病、慢性病复诊	临时纳入医保支付范围	与线下一致

资料来源：各地医保局，兴业证券经济与金融研究院整理

目前已经允许线上接入医保支付体系的地区包括：江苏、山东、广东、四川、宁夏、吉林、黑龙江等 14 个省和北京、上海、天津、重庆地区。医保覆盖的服务范围主要为慢性病、常见病线上复诊，服务内容包括问诊、购药等，支付标准通常

与线下医疗机构一致。

2018 年以来，网售处方药逐步放开：2018 年 4 月，《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》中提出，线上开具的常见病、慢病处方，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配送。2019 年 8 月修订的《药品管理法》仅禁止特殊药品通过网络销售。2020 年 11 月，国家药监局综合司公开征求《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》意见，和上一版相比，两个重要的变化是：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；允许具备网络销售处方药条件的药品零售企业向公众展示处方药信息。2020 年 12 月，卫健委、医保局、中医药管理局发布《关于深入推进“互联网+医疗健康”“五个一”服务行动的通知》，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。

2020 年初以来，疫情防控大大加快了线上问诊的普及速度，互联网医院数量和线上问诊量不断增长。头部医药电商企业基本已开设互联网医院，能够为用户提供问诊和处方续签服务，从而为网售处方药的发展提供便利条件。新建互联网医院数量持续增长，2019 年底已达到 148 家；同时，线上问诊量快速增长。

图 24、互联网医院数量

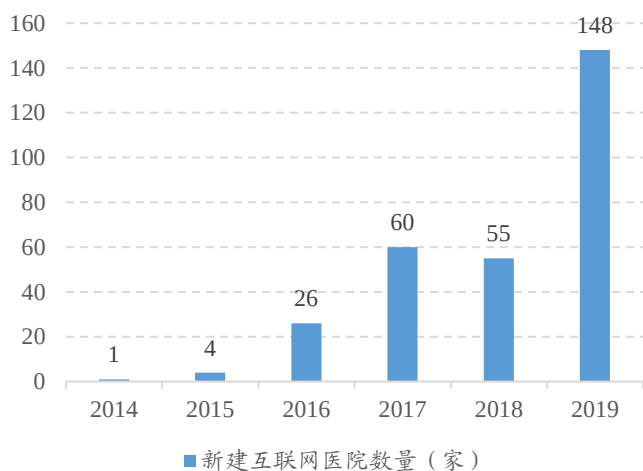
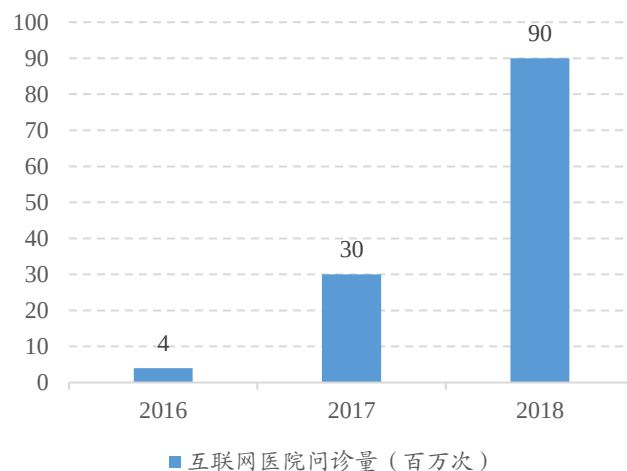


图 25、国内互联网医院问诊量



资料来源：健康界，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Kantar，兴业证券经济与金融研究院整理

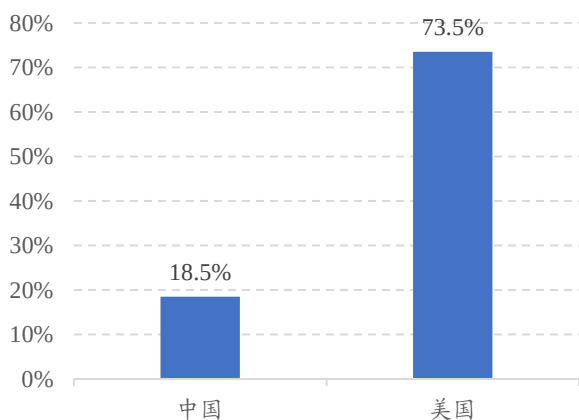
医药零售行业市场规模的增长考验零售药店的承接能力，医药零售行业提升整体运营效率、降低营运成本的迫切需求将带动市场集中度提升，也是未来几年线上渗透率提升的重要驱动力。

整体来看，国内医药零售行业的服务能力、运营效率和盈利能力均有较大改善空间。根据 Frost&Sullivan 的数据，2019 年中国前五大线下药店的平均存货周转天数为 86.1 天，而美国仅为 33.8 天。同时，国内线下零售药店市场非常分散，2018 年中国零售药店市场集中度为 18.5%，远低于美国的 73.5%，在与上游供应商的谈判中议价能力较低。同时，部分线下药店，尤其是部分中小型药店的运营效率低、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

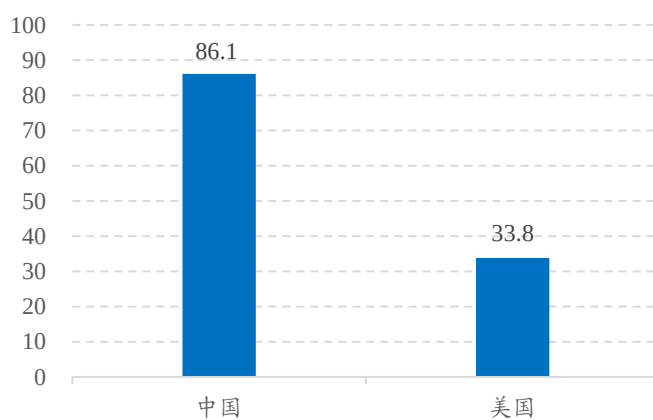
营运成本高也给医药零售行业整体盈利能力的提升带来负面影响。

图26、2019年中国、美国医药零售市场集中度



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

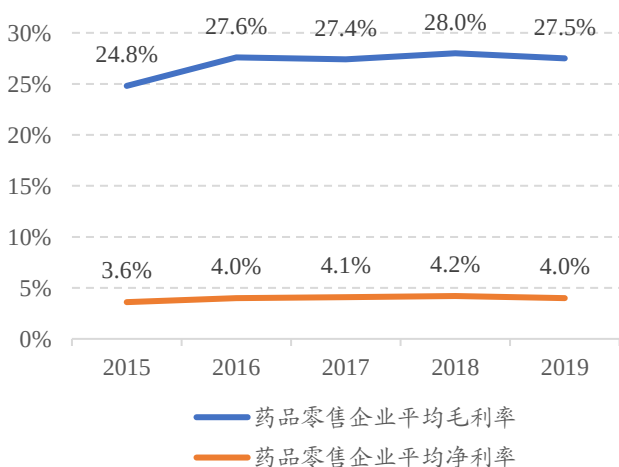
图27、2019年中美前五大药店平均存货周转天数（天）



资料来源：Frost&Sullivan，兴业证券经济与金融研究院整理

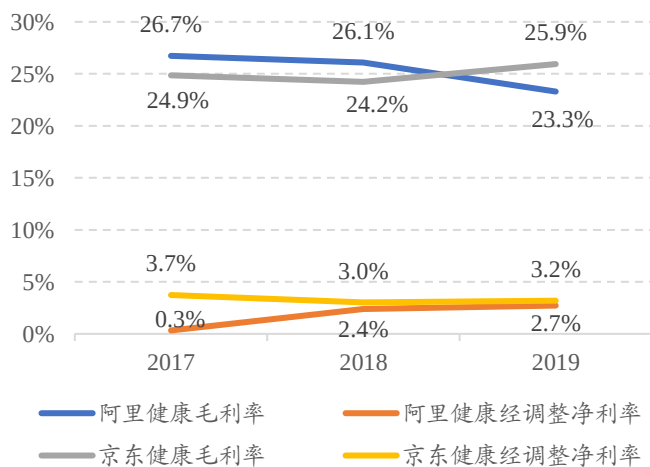
医药电商通过连接上游药企、中游分销商、下游用户及药店，打通整个产业链，以巨大的流量提升对分发渠道的控制力，获取采购议价权，并通过技术优势提升运营效率，同时通过规模效应降低费用率，从而提升盈利水平。目前，主要医药电商的盈利能力指标已接近头部的线下零售药店的水平。据商务部数据，2019年国内前100强药品零售企业的平均毛利率为27.5%，净利率为4.0%，京东健康、阿里健康等医药电商的相关指标与之相近。2019年，京东健康ROA达到7.0%，高于老百姓、大参林、一心堂、益丰药房这四大线下药店的ROA平均值5.9%。

图28、国内100强药品零售企业平均盈利能力



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、京东健康、阿里健康的盈利能力



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

而线下药店的房租、销售人员薪酬等费用开支相对固定，规模效应对降低相关费用率的作用较为有限。2019年，头部线下药店一心堂和益丰药房的销售费用率分别达到27.0%和26.9%，远高于京东健康的6.9%，主要原因是房租物业费用率和职工薪酬相关费用率较高：2019年，一心堂和益丰药房的门店个数分别达到6266

家和 4366 家，销售人员数量分别达到 23514 人和 20800 人，相对应的是，两家药店的房租物业费用率达到 10% 左右，职工薪酬相关费用率达到 14% 左右。

表10、2019 年京东健康、一心堂、益丰药房费用率对比

	京东健康	一心堂	益丰药房
销售费用率	6.9%	27.0%	26.9%
房租物业等费用率		10.8%	9.1%
广告宣传等费用率	4.2%	0.2%	1.1%
职工薪酬等费用率	0.1%	14.7%	13.8%
其他费用率	2.5%	1.4%	2.8%
管理费用率	1.2%	4.1%	4.4%
研发费用率	3.1%	0.0%	0.1%
履约费用率	10.8%		
合计费用率	22.0%	31.1%	31.4%

资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

预计未来几年医药电商和头部线下药店将共同抢占线下中小型药店的市场份额，线上渗透率和行业集中度不断提升；同时从中长期角度看，随着营收规模扩大，医药电商的规模效应将日益显著，潜在盈利空间随之凸显，头部公司的盈利能力有望超过线下药店。

值得关注的是，虽然线上问诊板块变现仍需市场培育，但随着慢性病医保线上支付在各省市逐步开通，巨大的问诊流量或将成为未来线上医药零售的重要入口，能否构建完善的“医+药”闭环健康管理平台将成为互联网医疗行业竞争格局的重要影响因素之一。

3、京东集团战略支持，供应链履约能力优势突出

3.1、供应链体系完善，高效履约助力医药电商业务

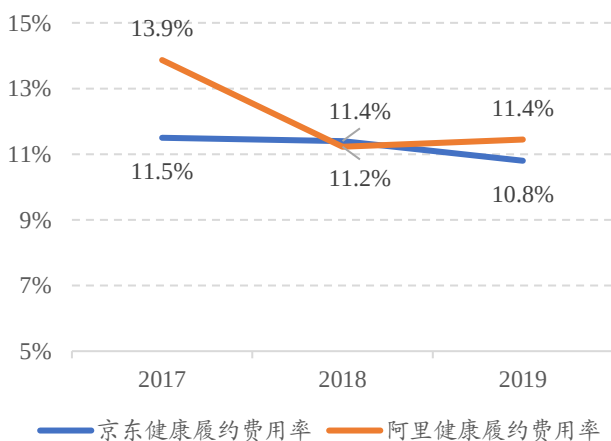
控股股东京东集团为公司发展提供了全面的战略支持。京东健康在供应链、履约能力等方面具有较强的竞争力，完善的供应链体系和优秀的履约能力帮助京东健康在自营业务上保持优势。同时，京东集团的巨大流量为公司活跃用户的增长带来较大空间。

首先，京东集团为京东健康提供端到端的供应链支持。凭借在医药健康产品分销上的优势，京东健康受到上游制药企业和健康产品供应商的认可，已建立起一个涵盖行业领先的制药公司及健康产品厂商的供应链网络，联通上游厂商、中游分销商以及下游药房。京东健康为用户提供丰富的医药及健康产品选择，平台 SKU 超过 1000 万。通过发挥规模优势，公司可以在采购端获得较强的议价能力，从而为用户提供具有价格竞争力的产品。

其次，公司复用京东集团的仓储物流基础设施，仓库数量多，配送网络布局全面，有利于公司提高医药产品配送时效，在提升履约和运营效率的同时，降低履约费用率。京东集团具有强大的仓储能力，根据京东集团 20Q3 财报，截至 2020 年 9 月 30 日，京东物流运营的仓库数量单季增长 50 个，仓库总数超过 800 个，仓储总面积达到 2000 万平方米。凭借领先的仓库数量及先进的配送管理体系，京东物流 90% 的自营订单、在 90% 的区县可以实现 24 小时内送达。截至 2020 年 6 月 30 日，公司与京东集团合作，充分利用包括 11 个药品仓库和超过 230 个其他仓库在内的基础设施。而截至 2020 年 6 月 30 日，平安好医生中心仓覆盖 40 个城市；截至 2020 年 9 月 30 日，阿里健康拥有 9 个仓库，覆盖 7 个地区。在快速配送服务所覆盖的城市数量方面，京东物流的当/次日达、30 分钟达、7*24 快速送达服务覆盖超过 200 个城市，阿里健康在 60 个核心城市可实现次日达，在超过 200 个城市推出 1 小时达“急送药”服务，平安好医生在 40 个中心仓覆盖的城市市区平均 1 小时可以送达。

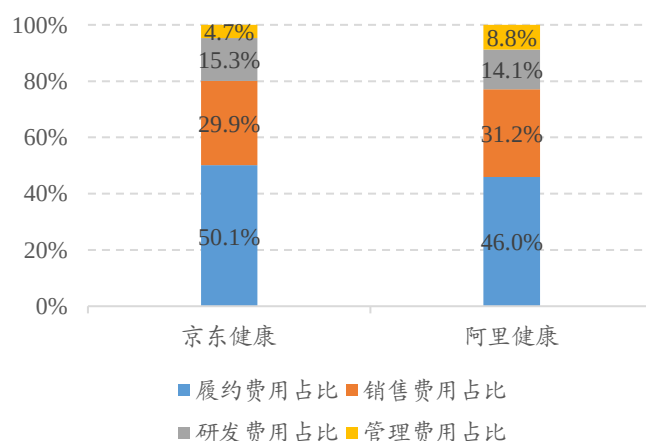
部分药品对存储和配送条件的要求较高，京东健康可实现冷链配送。诺华制药生产的药品西尼莫德需要冷链运输，作为该新药的线上首发合作平台，京东健康依托医药专用仓、覆盖全国的供应链网络以及京东物流的智能温度监控平台等信息系统，保证药品质量安全可追溯，完成冷链药品的快速送达，首次打通京东健康“自营冷链”模式，提升用药可及性。此外，礼来制药的创新降糖药度易达借助京东健康全渠道业务“京东药急送”的即时配送和冷链服务能力搭建“网订店送”服务闭环。阿里健康也已具备 DTP 冷链配送能力，并应用于新药配送等场景。

图30、京东健康、阿里健康履约费用率



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、2020 上半年京东健康、阿里健康费用结构

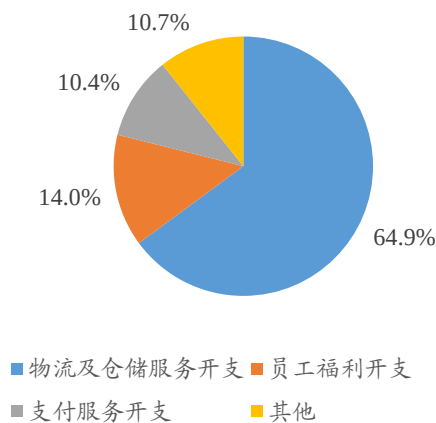


资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

京东健康的履约效率优势突出：公司履约效率不断提升，履约费用率持续下降。2017 至 2019 年，公司履约费用率从 11.50% 下降到 10.80%。而阿里健康 FY2020 的履约费用率为 11.40%。考虑到两家公司在收入结构上的差异，目前京东健康对

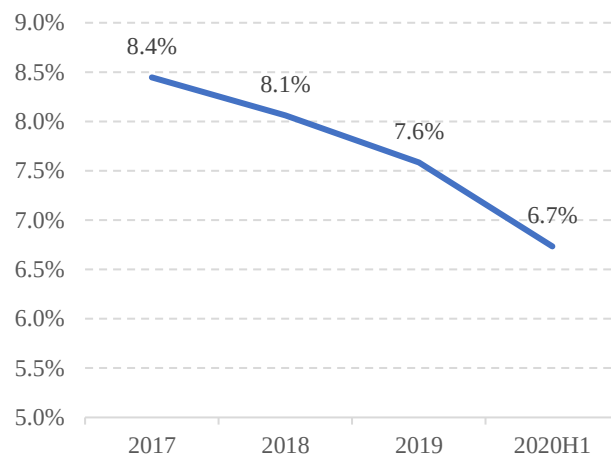
履约费用的控制能力或强于阿里健康。2020 上半年，履约费用在两家公司的总费用中均占比 50%左右，对于利润率的影响较大。预计京东健康优秀的履约能力在未来收入规模增长的过程中将进一步发挥出规模效应，带动利润率提高。

图32、2020 上半年京东健康履约费用内部结构



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

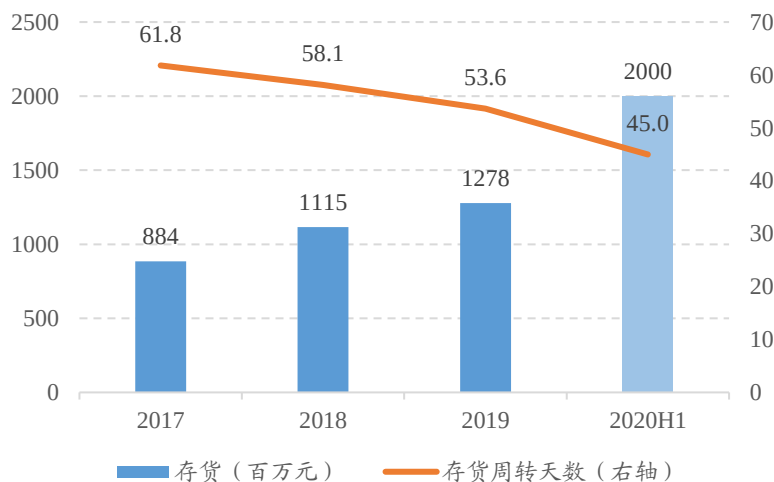
图33、京东健康物流及仓储费用率



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

京东健康的履约费用结构中，物流及仓储服务开支占比达到 64.9%，对履约费用起到重要影响作用。2017 年以来，物流及仓储费用率持续下降，从 8.4%降低到 2020 上半年的 6.7%。预计公司履约费用控制能力将进一步加强。

图34、京东健康存货（百万元）与存货周转天数（天）



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

运营效率提升：随着收入增长，公司存货规模快速增长，但存货周转天数下降，且远低于线下头部药店的平均水平，主要原因是公司供应链管理效率持续提升。2017 至 2019 年，京东健康存货规模从 8.84 亿元增长到 12.78 亿元，存货周转天数从 61.8 天减少到 53.6 天，远低于 2019 年国内前五大线下药店的平均值 86.1

天；2020 上半年，京东健康存货周转天数进一步减少到 45 天。

第三，京东集团还为公司带来巨大流量，公司凭借优质的用户体验，实现高效导流和用户留存。京东集团作为国内头部综合电商，拥有海量用户，凭借与京东集团的紧密关系，公司可以触达超过 4 亿活跃用户，目前累计有超过 1.5 亿用户曾通过京东健康购买医药健康产品或医疗健康服务，占我国互联网医疗用户总规模的 54.35%。

从用户画像来看，京东大药房用户的年龄结构与阿里健康相近，呈现年轻化特征。京东大药房与阿里健康的用户中，24 岁以下的用户均占比最大，分别达到 44.23% 和 31.94%；30 岁以下的年轻用户结构中，京东大药房 24 岁以下的年轻用户占比更高，阿里健康则是 25-30 岁用户占比更高；平安好医生的用户年龄特征与京东大药房、阿里健康相反，截至 2020 年 11 月 30 日，平安好医生 36 岁以上的用户占比高达 55.65%，24 岁以下的用户仅占 12.93%。这种差异或主要系业务结构及核心股东品牌形象的差别所导致，京东大药房和阿里健康的年轻用户对于京东和阿里系电商品牌较为熟悉，购买医药健康产品时或优先选择相关平台，而平安好医生的线上问诊业务实力较强，日均问诊量大，与 36 岁以上年龄段用户的需求较为吻合。从性别结构上看，三家公司都较为均衡，差异较小。

图35、2020 年互联网医疗头部企业用户年龄结构

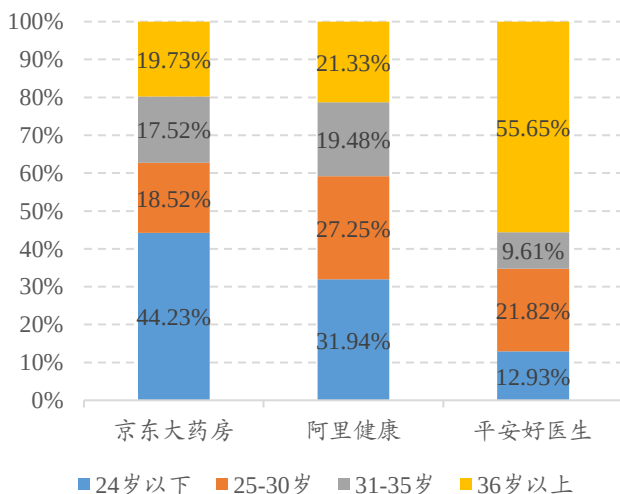
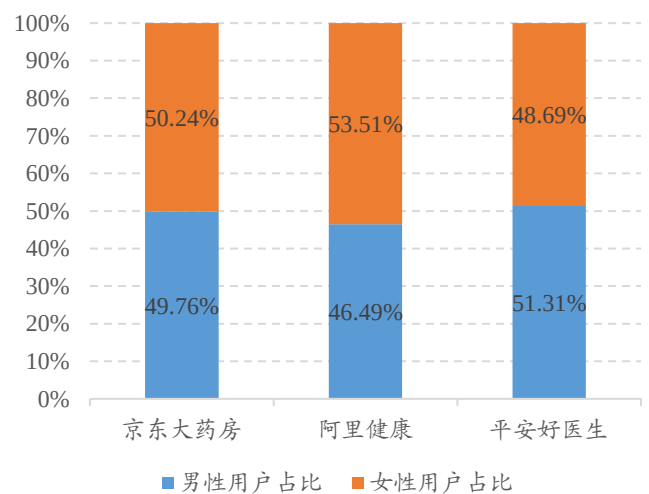


图36、2020 年互联网医疗头部企业用户性别结构



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，京东健康零售药房业务模式丰富，同时对自营、平台、O2O 三种模式进行布局，可以产生协同效应，有利于提升用户购买频次：自营模式利用供应链优势和规模效应为用户提供有竞争力的价格和高质高效的履约；线上平台满足用户的长尾需求，对自营商品形成补充。全渠道布局对自营和平台无法满足的用户紧急用药需求空白进行了补充。因此，三种模式可以同时满足用户对产品品类丰富

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

性、商品价格竞争力和配送时效的需求。京东健康在三种模式的竞争力分析如下：

表11、医药零售领域竞争力分析

	线上自营模式	线上平台模式	O2O 模式
模式整体竞争力	和线下药店、平台模式及 O2O 模式相比，随着渗透率提升，将逐步发挥出规模效应和运营能力优势，利用价格竞争力抢占市场份额。劣势在于，部分线下药店有医保定点，用户可使用医保，在医药电商线上医保支付普及前，对于处方药购买用户具有吸引力	和线下药店、自营模式及 O2O 相比，品类丰富，满足用户长尾需求。劣势在于，和自营模式相比，对于商品质量、服务等把控能力稍差	和自营、平台模式及线下药店相比，配送时效更高，可以满足用户紧急用药需求
京东健康在该模式下的主要竞争对手	阿里健康、1 药网等	阿里健康等	如将 O2O 分为平台 O2O 和自营 O2O，京东健康主要做的是平台 O2O 模式；主要竞争对手包括同为平台 O2O 模式的美团等生活服务龙头，以及叮当快药等垂直自营 O2O
京东健康竞争优势	与中小型医药电商相比，凭借京东 APP 流量入口及先发地位，更有规模优势；和阿里健康相比，在供应链、履约能力上更有优势	品类丰富，SKU 达到 1000 万+；京东健康在进行医药 B2C 业务的同时，也在通过“药京采”发展医药 B2B 业务，与上游供应商合作深入	不用承担自营 O2O 的高营运资本压力；药品消费频率比外卖、消费品等品类低很多，京东健康履约费用规模效应强于自建物流的医药自营 O2O 企业；流量大
京东健康竞争劣势	京东健康所在的京东系综合电商 APP 流量低于阿里健康所在的阿里系综合电商	京东健康所在的京东系综合电商 APP 流量低于阿里健康所在的阿里系综合电商	生活服务龙头和医药自营 O2O 的线下配送网络布局更为全面，在配送时效方面有优势；自营 O2O 对整体流程有更好的控制，通常能够提供更好的服务体验

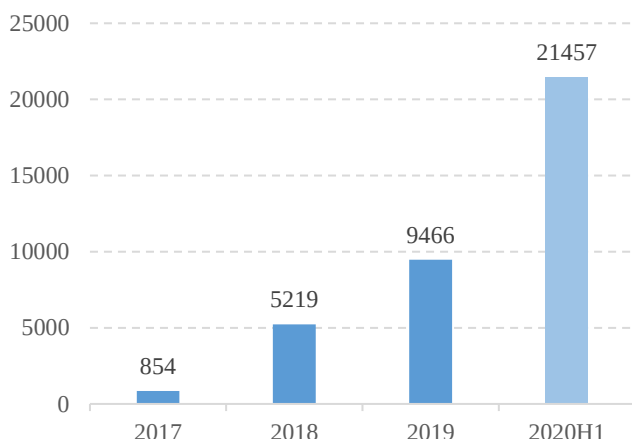
资料来源：各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

总体来看，拥有成熟电商供应链体系和物流服务能力的医药电商企业将为用户提供更好的线上医药购买服务，在仓储配送等基础设施方面较为领先的京东健康尤有优势，率先实现盈利。

3.2、医药联动发挥协同效应，海量数据提供变现潜力

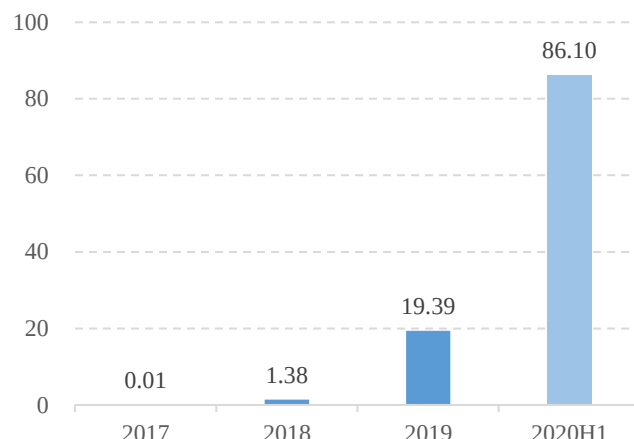
构建“医药联动”闭环有助于提升用户的品牌认知、降低获客成本、提升购买频次，因此公司在对线上医药零售业务加大投入的同时，也在积极布局线上医疗健康服务。

图37、京东健康医生数量（人）



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

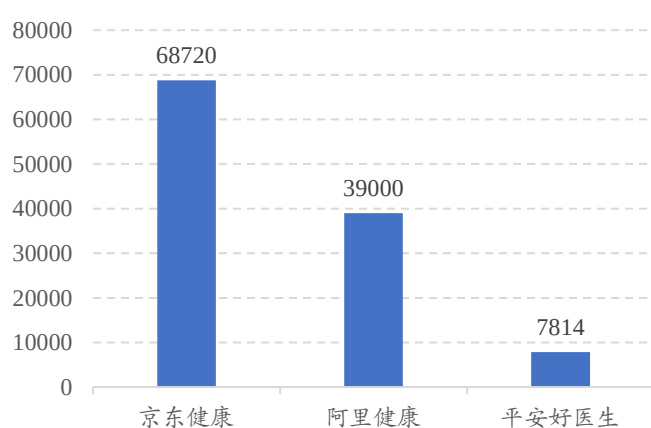
图38、京东健康日均在线问诊量（千次）



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

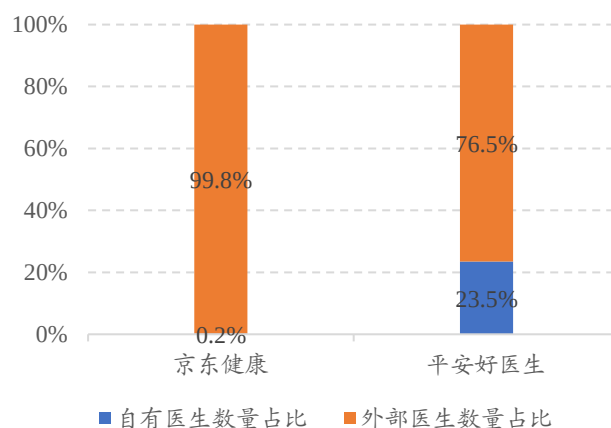
京东健康的线上医疗健康服务主要分为互联网医院服务和消费医疗健康服务。为开展互联网医院服务，京东健康不断扩充医生团队人数。2017年到2019年，医生团队人数从854增长到9466，2020年初以来，医生人数进一步增长。2020年上半年，京东健康日均在线问诊量快速提升，达到8.61万次，是2019年同期的近6倍。为了提升品牌形象，扩大线上医疗服务的知名度和影响力，京东健康还与国内知名专家联合打造专科中心，截至2020年9月20日，已合作共建了包括心脏中心、耳鼻喉中心、中医院、呼吸中心等在内的16个专科中心，并入驻近百位权威专家和名医。

图39、2020H1 互联网医疗头部企业的医生数量（人）



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、2020H1 京东健康、平安好医生医生结构对比



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

与阿里健康、平安好医生相比，目前京东健康的医生团队人数最多：根据最新公开数据，京东健康医生团队总人数已达到68720人，阿里健康医生团队人数超过39000人，平安好医生医生团队人数为7814人。但不同公司的医生团队内部结构差异较大：平安好医生的自有医生占比相对较高，达到23.5%，而京东健康自有医生的占比仅0.2%。自有医生和外部医生均可完成线上问诊和处方续签，区别在

于，自有医生在互联网医院平台上全职工作，而外部医生多点执业、在平台上非全职工作；自有医生的优势在于响应速度快，服务水平易于控制，而在问诊需求量较大时，外部医生可以对自有团队进行有效补充。因此，各互联网医疗公司需要根据自身业务模式的特点对医生团队进行合理配置。

互联网医院服务主要包括普通的线上问诊以及家庭医生服务模式。2020 上半年，90%以上的线上问诊免费，对于付费的线上问诊服务，京东健康通常收取问诊费的不超过 20%作为佣金。2020 年 8 月，京东健康进一步深度布局互联网医院服务，通过推出“京东家医”家庭医生服务，将简单的医疗问诊场景向健康管理场景延伸，实现了服务内容的扩大和使用频次的提升。家庭医生是一项多层次的套餐服务，包括专职的家庭医生、无限制的专家问诊、医生转诊等内容，还提供健康管理、慢性病管理和全生命周期服务。京东健康根据家庭选择的套餐内容进行收费。**优质的线上问诊和家庭医生服务叠加线上医药销售，可以通过一站式服务的便利性提升用户粘性。**

同时，京东健康也在开拓消费医疗健康服务。消费医疗线上化可以给用户和线下服务机构带来较大价值。一方面，用户能够获得高性价比的医疗健康服务，另一方面，线下服务机构以较低成本获客。**消费医疗服务通常为用户个人支付，不受医保支付线上接入进度的限制，近期消费医疗业务的线上化提升速度或快于线上问诊，预计未来几年，公司的消费医疗收入占比将稳步提升，并凭借高毛利带动公司整体毛利率提升。**

京东健康通过零售药房业务和在线医疗健康服务实现“医药联动”，打通“线上+线下”、“院内+院外”供应链，以达成协同效应和网络效应。零售药房业务和在线医疗健康服务形成交叉销售，相互导流：在线医疗健康服务为零售药房业务提供优质流量，而零售药房业务为在线医疗健康服务创造需求，同时有利于开展高价值的健康管理服务。

凭借自身庞大的用户量，京东健康将在全周期健康管理过程中积累海量的用户数据。这些用户数据将涵盖问诊、用药、日常健康管理等多个维度，为公司后续深入挖掘数据价值、为用户提供更优质的服务打下基础。此外，与线下药店相比，京东健康积累的用户医药数据更加全面而深入，对于上游制药企业把握市场需求，提高药品复购率有更高的价值，有利于与上游制药企业深化合作，同时也有利于与商业保险开展合作，以打造“医+药+险”全体系服务。

4、盈利预测与估值

4.1、盈利预测

京东健康收入可分为自营收入、服务收入和其他收入。其中，自营收入可按照药品收入和非药品收入分别进行预测。**药品销售收入预测：**过去3年药品市场规模平均增速约为6.9%，考虑到医保控费等因素的影响，预计未来几年药品市场规模增速将略有放缓；2020年初以来，疫情防控帮助用户逐渐培养线上问诊及购药的习惯，京东健康等医药龙头SKU种类丰富，配送能力强，预计将优先受益于医药电商行业快速增长，假设2020-2022年京东健康的药品销售市占率将稳步增长。

非药品销售收入预测：2020上半年，公司非药品收入增速达到71%，考虑到疫情防控逐渐常态化，预计2021至2022年非药品收入增速将略有回落。

平台收入预测：过去3年线上零售药房市场规模平均增速为21%，假设2020年初以来，零售端医药销售线上渗透率大幅提升，线上零售药房市场规模增速大幅加快，2021和2022年增速有所回落；过去三年京东健康市占率从17%提升到27%，年均提升5pcts，假设未来3年分别提升4pcts/2pcts/2pcts；过去3年佣金率分别为3.55%/3.34%/2.78%，预计未来3年佣金率将保持相对稳定。

其他收入预测：参考2019及2020上半年该项收入的平均增速，假设2020-2022年数字化营销及其他服务收入增速保持稳定。

表12、京东健康盈利预测假设

	2019A	2020E	2021E	2022E
药品市场规模（百万元）	1,633,000	1,715,000	1,826,000	1,950,000
YoY	7%	5%	6%	7%
市场占有率	0.9%	1.3%	1.7%	2.1%
非药品销售收入（百万元）	6,888	11,020	16,530	23,142
YoY	27%	60%	50%	40%
线上零售药房市场规模（百万元）	105,000	157,000	209,000	276,000
YoY	19%	50%	33%	32%
市场占有率	27%	31%	33%	35%
佣金率	2.78%	2.70%	2.65%	2.65%
数字化营销及其他服务收入（百万元）	616	1,232	2,218	3,992
YoY	97%	100%	80%	80%

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

根据以上假设，可得出2020-2022年，公司营业收入分别为180.25/269.39/387.03亿元，对应同比增速分别为66%/49%/44%。

利润率方面：2017年至今，京东健康的毛利率保持平稳，与阿里健康近三年的毛利率水平基本相当。公司整体毛利率主要受到业务结构的影响，由于业务结构从

2017 年至今相对稳定，公司整体毛利率也随之保持相对稳定。2017-2019 年，自营收入的毛利率分别为 15.2%/14.8%/15.1%；服务收入的毛利率分别为 98.1%/98.7%/98.8%。考虑到随着公司收入规模逐渐提升，采购端议价能力将逐步提升，预计未来几年公司毛利率也将小幅提升。假设 2020/2021/2022 年，公司整体毛利率分别为 27%/29%/31%。

图41、京东健康毛利及毛利率

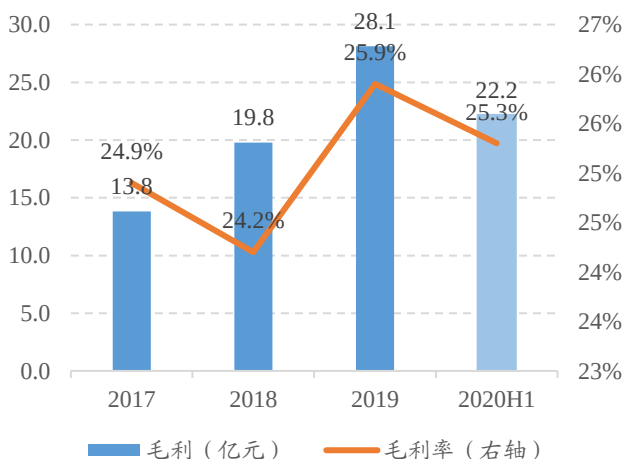
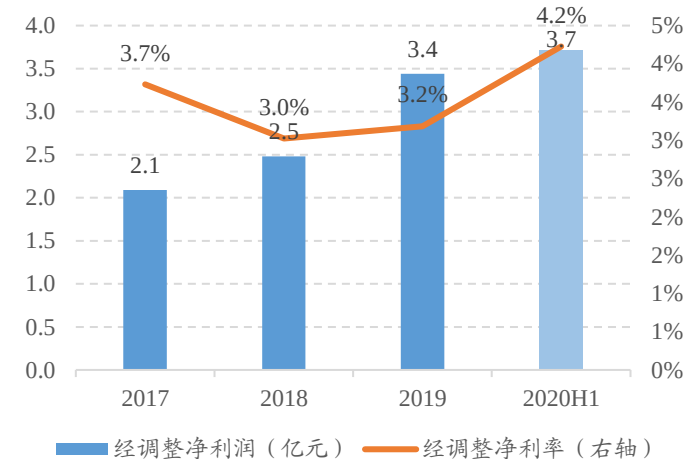


图42、京东健康经调整净利润及经调整净利率

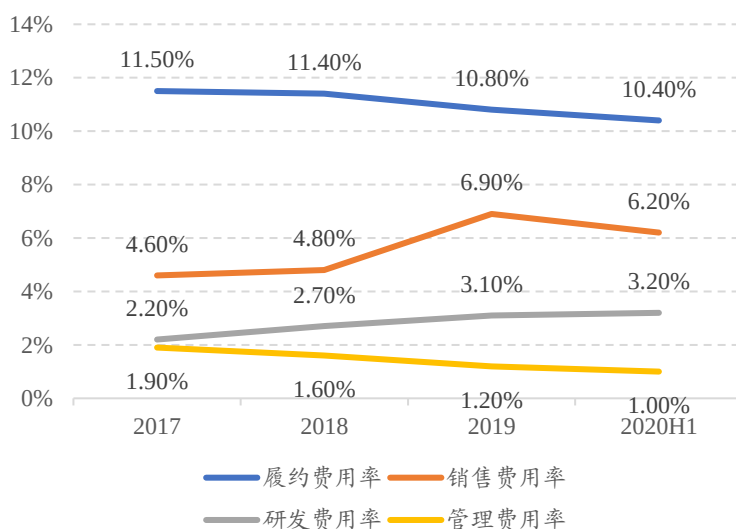


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

从 2017 到 2019 年，公司经调整净利润从 2.09 亿元提升到 3.44 亿元，CAGR 达到 28.3%，2020 上半年经调整净利润为 3.71 亿元，同比增速为 46.1%；经调整净利润率从 2017 年的 3.7% 提升到 2020 上半年的 4.2%，主要原因在于公司履约费用率持续下降。

图43、京东健康各项费用率



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

京东健康的费用结构中，履约费用和销售费用占比较高。2020 上半年，公司履约费用在费用中的占比达到 50.1%，销售费用占比为 29.9%，研发费用和管理费用的占比相对较低。履约费用率呈现稳定的下降趋势，从 2017 年的 11.50% 下降到 2019 年的 10.80%；管理费用率从 1.90% 下降到 1.00%；研发费用率从 2.20% 上升到 3.20%；销售费用率从 4.60% 提升到 6.20%。随着公司运营效率不断提升，预计履约费用率和管理费用率呈下降趋势；为了提升线上互联网医院服务能力，预计公司研发投入将持续增加，研发费用率维持增长趋势；此外，预计销售费用率也将稳步增长，原因是公司目前处于快速增长期，将持续加大营销推广力度。

因此，我们假设 2020/2021/2022 年，公司履约费用率分别达到 10.2%/9.9%/9.6%；销售费用率分别达到 6.9%/7.0%/7.1%；研发费用率分别为 3.2%/3.25%/3.3%，管理费用率分别为 1.0%/0.9%/0.7%。

综合考虑以上因素，盈利预测结果：

表13、利润表年度预测表（单位：人民币百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10842	18025	26939	38703
增速	33%	66%	49%	44%
营业成本	-8030	-13110	-19206	-26625
毛利润	2812	4915	7733	12078
增速	42%	75%	57%	56%
履约费用	-1,170	-1,835	-2,662	-3,708
销售费用	-746	-1,238	-1,883	-2,756
研发费用	-338	-577	-876	-1,277
管理费用	-125	-180	-251	-279
财务收入	32	90	54	77
财务费用	-36	-4	-13	-39
除税前溢利	-835	-14,639	2,093	4,087
所得税费用	-137	-146	-272	-613
净利润	-972	-14,785	1,821	3,474
Non-GAAP 经调整净利润	344	1069	1876	3529
增速	39%	211%	75%	88%

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

4.2、估值及投资建议

我们使用 DCF 模型对公司进行估值，考虑到公司资本结构和成长情况，假设无风险收益率为十年期国债收益率 3.2%，市场预期收益率为近三年股票市场收益率加权平均值 10.0%，WACC 为 7.5%，得出：

表14、FCFF 测算（单位：人民币百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净调整 EBIT	286	340	517	1,217	2,159	4,179
折旧与摊销	3	6	7	28	51	70
营运资金变动	-177	-73	28	393	-504	425
资本性支出	-9	-2	-6	-66	-83	-100
FCFF	18	170	631	1,584	1,342	3,947

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

表15、DCF 估值（单位：人民币百万元）

FCFF 估值	现金流折现值
第一阶段	6,248
第二阶段	36,518
第三阶段（终值）	385,526
企业价值 EV	428,292
减：少数股东权益	-1
减：净债务	-6,032
股权价值（百万元）	434,325

资料来源：兴业证券经济与金融研究院预测

测算出股权价值为 4343.3 亿元人民币，按 2021 年 1 月 12 日人民币兑港元中间价计算，约合 5195.9 亿港元，对应目标价为 163.2 港元。

投资建议：京东健康是国内医药电商头部企业，全面布局互联网医疗，交易额保持快速增长，在履约运营能力上具有显著竞争优势，预计未来线上医药零售业务将保持较快增速，海量数据具备变现潜力，看好长期增长空间。目标价为 163.2 港元，对应 2020/2021 年 24/16 倍 PS，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

风险提示：1) 政策监管风险；2) 线上渗透率不及预期；3) 医保接入不及预期。

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,624	19,124	21,407	26,271
货币资金	4,965	11,860	13,399	17,392
定期存款	1,395	2,832	2,832	2,832
预付款项	958	1,411	1,481	1,555
应收账款及应收票据	22	81	72	149
存货	1,278	1,919	2,600	3,317
非流动资产				
无形资产和物业及设备	6	10	14	20
于合营公司的投资	0	659	659	659
金融资产	7	144	8	8
使用权资产	11	45	73	98
递延税项资产	1	1	1	1
预付款项	27	9	9	9
资产总计	8,677	19,992	22,171	27,065
流动负债				
应付账款	445	1,303	1,258	2,292
合同负债	88	270	404	581
租赁负债	5	20	37	56
预收账款及其他应付款	1,007	1,495	1,644	1,727
非流动负债				
金融负债	0	136	149	164
负债合计	9,136	19,384	19,689	21,056
股本	0.007	0.010	0.010	0.010
储备	910	16710	16710	16710
累积亏损	-1369	-16099	-14224	-10694
少数股东权益	0	-2	-4	-6
股东权益合计	-459	608	2,482	6,009
负债及权益合计	8,677	19,992	22,171	27,065

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	-972	-14785	1821	3474
折旧和摊销	7	28	51	70
存入定期存款	-1414	-1437	0	0
对合营企业投资	0	-659	0	0
购买固定和无形资产	-6	-12	-16	-23
购买使用权资产	0	-54	-67	-77
营运资金的变动	28	393	-504	425
经营活动产生现金流量	409	475	1,570	4,037
投资活动产生现金流量	-1,449	-2,165	-85	-102
融资活动产生现金流量	6,509	8,584	54	59
现金净变动	5,470	6,894	1,539	3,993
现金的期初余额	16	4965	11860	13399
现金的期末余额	4,965	11,860	13,399	17,392

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10842	18025	26939	38703
营业成本	-8030	-13110	-19206	-26625
毛利	2812	4915	7733	12078
销售费用	-746	-1238	-1883	-2756
管理费用	-125	-180	-251	-279
履约费用	-1170	-1835	-2662	-3708
研发费用	-338	-577	-876	-1277
财务费用	-36	-4	-13	-39
应占合营公司损益	-2	0	0	0
除税前溢利	-835	-14,639	2,093	4,087
所得税	-137	-146	-272	-613
净利润	-972	-14,785	1,821	3,474
少数股东损益	0	-2	-2	-2
归属母公司净利润	-972	-14,783	1,823	3,476
经调整 EPS(元)	0.11	0.34	0.59	1.11

主要财务比率				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	33%	66%	49%	44%
毛利增长率	42%	75%	57%	56%
Non-GAAP 净利润	39%	211%	75%	88%
盈利能力				
毛利率	26%	27%	29%	31%
Non-GAAP 净利率	3%	6%	7%	9%

偿债能力				
流动比率	5.6	6.2	6.4	5.6
速动比率	4.8	5.6	5.6	4.9
营运能力(次)				
应收帐款周转率	521	350	350	350
每股资料(元)				
经调整每股收益	0.1	0.3	0.6	1.1
每股经营现金	0.1	0.1	0.5	1.3
每股净资产	-0.1	0.2	0.8	1.9
估值比率(倍)				
PS	35.9	21.6	14.5	10.1

分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券股份有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券股份有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券股份有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。