

2023H2 财报点评：高基数下收入增长平淡，利润亮眼受益于利息收入提升

核心观点

收入端：2023H2，公司实现营业收入 264 亿元，同比 0 增长。分拆看，1) 2023 年下半年商品收入 225 亿元，同比-2%，主要系疫情防护物资销量高基数影响；2) 服务收入由 2022H2 的 36 亿元增加 8%至 39 亿元，在主站生态繁荣的战略下，流量向三方商家倾斜，佣金与广告收入快速增长。

利润端：公司 non IFRS 净利率从去年同期 4.9%升至 6.4%，主要受益于利息收入从 2 亿快速增长至 10 亿。经调经营利润率从 3.8%降至 3.0%，主要由于销售费率提升。1) 履约开支从去年同期的 26 亿上升至 27 亿，配送服务的使用随着产品销量的增加而增加，履约费率从 9.7%上升至 10.3%，基本保持稳定；2) 销售费用从去年同期的 13 亿上升至 15 亿，费率从 4.8%升至 5.5%；3) 研发费用/管理费分别 2.2%/4.4%变动至 2.3%/4.2%，基本保持稳定。

运营数据：公司 GMV 增长主要由活跃买家数驱动，截至 2023H2，京东健康年活跃用户数 1.72 亿人，同比增长 12%，我们估算主站用户渗透率近 30%，未来仍有较大增长空间；ARPPU 持续提升，受宏观消费下行影响，单均价同比有所下降，疫情后用户线上购药心智加强，用户购物频次持续上升。

投资建议：维持“增持”评级。2024 年二季度起疫情高基数影响结束，考虑到宏观消费环境相较 2023 年无明显改善，预计 2024 年公司收入增速同比小幅回升。我们预测公司 2024-2025 年收入为 620/715 亿元，较上次分别下调 8%/14%，我们预测公司 2024-2025 年经调净利为 41/48 亿元，较上次分别下调 12%/16%，主要受单均价下降、市场投放增加影响。受公司增速下滑影响，我们给予公司 2024 年 PE 22x-23x，下调目标价至 31-33 港币，下调幅度分别为 39%/40%，相对当前股价上涨空间为 11%-18%，维持“增持”评级。

风险提示：政策风险，宏观经济系统性风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	46,736	53,530	61,953	71,530	82,371
(+/-%)	52.3%	14.5%	15.7%	15.5%	15.2%
净利润(百万元)-经调整	2,613	4,134	4,170	4,940	5,752
净利率-经调整	5.6%	7.7%	6.7%	6.9%	7.0%
每股收益(元)-经调整	0.82	1.29	1.31	1.55	1.80
EBIT Margin	-0.1%	1.3%	4.2%	5.3%	6.1%
净资产收益率 (ROE)	5.8%	8.4%	7.8%	8.4%	9.0%
市盈率 (PE)	31.6	20.0	19.8	16.7	14.4
EV/EBITDA	1128.6	116.2	31.9	24.9	21.1
市净率 (PB)	1.84	1.68	1.54	1.41	1.29

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 · 海外公司财报点评

互联网 · 互联网 II

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	31.00 - 33.00 港元
收盘价	28.05 港元
总市值/流通市值	89455/89455 百万港元
52 周最高价/最低价	65.85/25.25 港元
近 3 个月日均成交额	165.06 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) -2023H1 财报点评：高基数下收入增速下降，利润表现亮眼》——2023-09-03
- 《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》——2023-05-14
- 《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

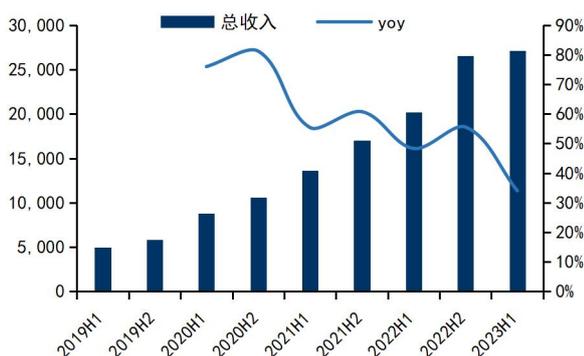
整体表现：高基数影响公司收入增长

2023H2，公司实现营业收入 264 亿元，同比 0 增长。分拆看，1) 2023 年下半年商品收入 225 亿元，同比-2%，主要系疫情防护物资销量高基数影响；2) 服务收入由 2022H2 的 36 亿元增加 8%至 39 亿元，在主站生态繁荣的战略下，流量向三方商家倾斜，佣金与广告收入快速增长。

公司 non IFRS 净利率从去年同期 4.9%升至 6.4%，主要受益于利息收入从 2 亿快速增长至 10 亿，经调经营利润率从 3.8%降至 3.0%，主要由于销售费率提升。1) 履约开支从去年同期的 26 亿上升至 27 亿，配送服务的使用随着产品销量的增加而增加，履约费率从 9.7%上升至 10.3%，基本保持稳定；2) 销售费用从去年同期的 13 亿上升至 15 亿，费率从 4.8%升至 5.5%；3) 研发费用/管理费率分别从 2.2%/4.4%变动至 2.3%/4.2%，基本保持稳定。

运营情况看，公司 GMV 增长主要由活跃买家数驱动，截至 2023H2，京东健康年活跃用户数 1.72 亿人，同比增长 12%，我们估算主站用户渗透率近 30%，未来仍有较大增长空间；ARPPU 持续提升，受宏观消费下行影响，单均价同比有所下降，疫情后用户线上购药心智加强，用户购物频次持续上升。

图1: 京东健康营业收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 京东健康 non IFRS 净利润及净利率（百万元，%）



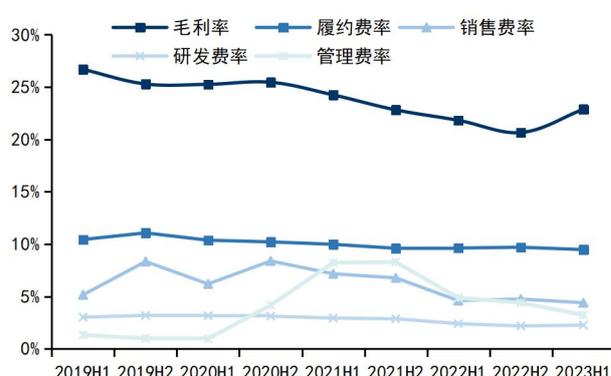
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 京东健康活跃用户数及主站用户渗透率 (百万人, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 京东健康各项费率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“增持”评级

2024年二季度起疫情高基数影响结束, 考虑到宏观消费环境相较2023年无明显改善, 预计2024年公司收入增速同比小幅回升。我们预测公司2024-2025年收入为620/715亿元, 较上次分别下调8%/14%, 我们预测公司2024-2025年经调净利为41/48亿元, 较上次分别下调12%/16%, 主要受单均价下降、市场投放增加影响。受公司增速下滑影响, 我们给予公司2024年PE 22x-23x, 下调目标价至31-33港币, 下调幅度分别为39%/40%, 相对当前股价上涨空间为11%-18%, 维持“增持”评级。

风险提示

政策风险, 宏观经济系统性风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	18718	15037	24052	31215	39387	营业收入	46736	53530	61953	71530	82371
应收款项	3452	2262	2608	3011	3467	营业成本	36845	41665	47911	54959	62877
存货净额	5996	5085	6622	7576	8674	营业税金及附加	4522	5285	6364	7133	8214
其他流动资产	33	15	18	21	24	销售费用	4349	4653	3073	3405	3756
流动资产合计	56447	47850	58751	72364	88203	管理费用	1208	1367	2015	2234	2483
固定资产	47	89	58	29	1	财务费用	855	1940	(58)	(52)	(81)
无形资产及其他	2473	2381	1786	1191	595	投资收益	(97)	(71)	(71)	(71)	(71)
投资性房地产	687	12504	12504	12504	12504	资产减值及公允价值变动	(86)	(546)	(70)	(70)	(70)
长期股权投资	1623	1464	1464	1465	1467	其他收入	1921	4690	800	801	803
资产总计	61277	64288	74564	87553	102770	营业利润	696	2693	3307	4510	5784
短期借款及交易性金融负债	0	0	2000	2333	2444	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	11278	9998	13022	14897	17056	利润总额	696	2693	3307	4510	5784
其他流动负债	5078	4587	5669	11520	18688	所得税费用	313	550	661	902	1157
流动负债合计	16356	14585	20690	28750	38189	少数股东损益	3	1	1	2	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	经调整净利润	2613	4134	4058	4827	5639
其他长期负债	137	333	444	545	681	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	137	333	444	545	681	净利润	2613	4134	4058	4827	5639
负债合计	16493	14918	21134	29295	38869	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	4	15	16	18	20	折旧摊销	141	141	606	607	609
股东权益	44780	49356	53414	58241	63880	折旧摊销	141	141	606	607	609
负债和股东权益总计	61277	64288	74564	87553	102770	公允价值变动损失	86	546	70	70	70
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	855	1940	(58)	(52)	(81)
每股收益-经调整	0.82	1.29	1.27	1.51	1.77	营运资本变动	2724	(11272)	2330	6467	7906
每股红利	0	0	0	0	0	其它	3	1	1	2	2
每股净资产	2.81	3.09	3.35	3.65	4.01	经营活动现金流	5567	(6450)	7065	11974	14227
ROIC	-0%	3%	12%	19%	35%	资本开支	0	504	(50)	(52)	(55)
ROE	6%	8%	8%	8%	9%	其它投资现金流	(3511)	2797	0	(5090)	(6108)
毛利率	21%	22%	23%	23%	24%	投资活动现金流	(3955)	3460	(50)	(5144)	(6165)
EBIT Margin	-0%	1%	4%	5%	6%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	0%	2%	5%	6%	7%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	52%	15%	16%	15%	15%	支付股利	0	0	0	0	0
经调整净利润增长率	86%	58%	-2%	19%	17%	其它融资现金流	(146)	(691)	2000	333	111
资产负债率	27%	23%	28%	33%	38%	融资活动现金流	(146)	(691)	2000	333	111
股息率	0%	0%	0%	0%	0%	现金净变动	1465	(3681)	9015	7163	8172
P/E-经调整	31.6	20.0	20.4	17.1	14.7	货币资金的期初余额	17252	18718	15037	24052	31215
P/B	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3	货币资金的期末余额	18718	15037	24052	31215	39387
EV/EBITDA	1129	116	32	25	22	企业自由现金流	2839	(10070)	4958	10060	12493
						权益自由现金流	2222	(12304)	7004	10435	12669

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测