

平安好医生 (1833.HK): 1H24 超预期实现盈利, 短期关注收入恢复增长时点及利润率改善空间

公司 1H24 实现扭亏为盈, 超出市场预期, 但收入端表现仍显乏力, 盈利更多来自期间费用率的改善。C 端业务因战略调整继续对收入增长有所拖累, 但 1H24 C 端收入占比已降至 13%, 公司收入已接近重回正增长。但我们仍在等待更确定的公司收入重回正增长的时点以及利润率逐步扩张的信号, 维持“持有”评级, 调整目标价至 11.4 港元。

- **1H24 超预期实现扭亏为盈, 但收入端表现仍显乏力。**1H24 年收入同比-6%至人民币 20.9 亿元; 毛利率同比持平于 32.3%; 三大期间费用率 1H24 同比减少 18pcts, 带动公司 1H24 归母净利/经调整净利同比扭亏为盈至 5,665 万/8,974 万元 (vs Visible Alpha 一致预期: 亏损 5,300 万元), 净利润层面表现超出市场预期。
- **F 端稳健增长, 公司继续挖掘集团客户资源。**公司 F 端 (金融客户) 1H24 收入同比+3%至人民币 11.2 亿元, 增速相对稳健。公司继续挖掘平安集团综合金融业务客群, 在助力集团金融业务获客、黏客、保险费控的同时, 通过家庭医生和养老管家提升用户黏性及二次转化, 1H24 付费用户数+7%至 1,480 万人。平安集团个人客户数超 2.3 亿 (1Q24 数据), 据此测算 F 端渗透率约为 6%, 长期提升空间充足。
- **B 端增长强劲, ARPU 增长明显。**公司 B 端 (企业客户) 收入同比+59%至人民币 7.1 亿元, 付费用户数同比+2%至 260 万人, 收入增长更多由 ARPU 拉动。ARPU 增长因公司聚焦优质企业, 以“体检+”产品作为切入口, 加强了产品间的交叉销售。截至 1H24 末, 公司累计服务“体检+”/“健管+”企业客户数 1,070 家/771 家, 累计同比+48%/+39%。
- **收入临近重回正增长, 关注后续费率改善空间。**此前公司收入下滑主因占收入比例较大的 C 端业务在战略调整下收入规模大幅缩减, 目前 C 端收入占比已由 2022 年 59%降至 13%, 后续对总收入影响已相对有限, 公司收入接近重回正增长。此外, 部分得益于数字化及 AI 赋能, 1H24 公司销售、管理费用率合计下降 18pcts, 短期可关注利润率扩张空间 (毛利率提升潜力及费率下行空间)。
- **维持“持有”评级, 调整目标价至 11.4 港元。**公司 1H24 实现盈利超出我们预期, 但我们仍在等待更确定的公司收入重回正增长的时点以及利润率逐步扩张的信号, 维持“持有”评级。给予公司 2.3x 目标 2025E P/S, 调整目标价至 11.4 港元。
- **投资风险:** 政策变化; 收入增速不及预期; 盈利能力改善不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,205	4,674	4,429	4,874	5,650
同比变动	-15.4%	-24.7%	-5.2%	10.0%	15.9%
归母净亏损	(636)	(323)	157	252	400
P/S (X)	1.6	2.1	2.2	2.0	1.7

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

2024 年 8 月 22 日

评级

持有

目标价 (港元)	11.4
潜在升幅/降幅	+14%
目前股价 (港元)	10.0
52 周内股价区间 (港元)	9.6-20.2
总市值 (百万港元)	11,188
近 3 月日均成交额 (百万港元)	51

注: 截至 2024 年 8 月 22 日收盘价

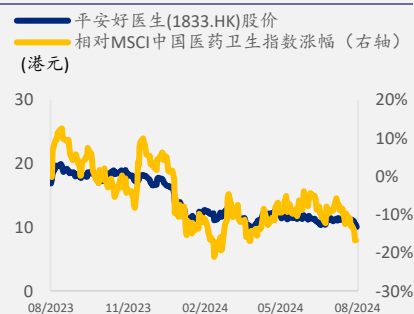
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 平安好医生

利润表					
(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,205	4,674	4,429	4,874	5,650
营业成本	(4,534)	(3,165)	(2,999)	(3,275)	(3,769)
毛利润	1,671	1,509	1,431	1,599	1,881
毛利率	26.9%	32.3%	32.3%	32.8%	33.3%
销售费用	(1,120)	(836)	(731)	(731)	(791)
管理费用	(1,748)	(1,481)	(819)	(829)	(848)
折旧及摊销	(190)	(156)	(96)	(74)	(83)
经营利润	(1,198)	(808)	(120)	39	243
经营利润率	-19%	-17%	-3%	1%	4%
其他收益	251	90	50	50	50
其他收入	221	143	35	35	35
财务费用	156	243	207	171	178
分占联营公司亏损	(66)	0	(0)	(0)	(0)
税前利润	(636)	(332)	172	295	505
所得税	(3)	(3)	(3)	(24)	(76)
净利润	(640)	(335)	169	271	430
少数股东权益	(4)	(12)	12	19	30
归母净利润	(636)	(323)	157	252	400

资产负债表					
(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3,701	1,867	2,878	3,090	3,738
存货	246	199	130	211	181
应收款项	1,510	1,190	994	1,169	1,060
合同资产	193	159	200	220	242
预付款项及其他资产	378	348	332	365	423
以摊余成本计量的金融资产	497	0	0	0	0
公允价值计入损益的金融资产	5,090	5,331	6,000	6,000	6,000
其他流动资产	75	85	76	84	92
流动资产总额	12,506	13,327	12,909	13,439	14,036
商誉	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678
物业、厂房及设备	111	86	76	69	68
使用权资产	160	81	45	77	96
其他无形资产	75	42	38	35	34
于联营&合营公司的投资	357	109	109	109	108
预付账款及其他应收款项	0	0	0	0	0
以摊余成本计量的金融资产	0	0	0	0	0
公允价值计入损益金融资产	18	0	0	0	0
定期存款	2,280	1,197	1,450	1,305	1,175
非流动资产总值	4,678	3,193	3,394	3,272	3,158
短期借款	-	-	-	-	-
应付账款和其他应付款项	2,240	2,201	1,742	1,847	1,870
合约负债	1,139	852	970	999	1,029
租赁负债	73	44	30	31	31
流动负债总额	3,452	3,097	2,742	2,877	2,930
租赁负债	103	50	20	21	22
应付账款和其他应付款项	97	106	106	106	106
非流动负债总额	201	156	126	127	128
股本	0	0	0	0	0
库存股份	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	20,424	20,498	20,498	20,498	20,498
累计亏损	(6,892)	(7,214)	(7,057)	(6,805)	(6,406)
少数股东权益	(1)	(17)	(5)	14	44
权益总额	13,531	13,267	13,436	13,707	14,136

E=浦银国际预测
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表					
(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年内亏损	(611)	(335)	169	271	430
折旧和摊销	190	161	96	74	83
财务费用-净值	(98)	(189)	(207)	(171)	(178)
贸易及其他应收款项增加	76	347	281	(290)	81
贸易及其他应付款项增加	(173)	(224)	(342)	135	52
其他	(195)	(43)	(32)	(27)	(30)
经营活动所得现金流量净额	(811)	(283)	(34)	(8)	438
购买物业、厂房及设备	(34)	(43)	(49)	(47)	(49)
购买公允价值计入损益金融资产	(14,429)	(8,521)	(669)	0	0
三个月以上定期存款付款	(912)	(2,877)	(253)	145	131
其他	17,085	9,955	2,063	123	129
投资活动所用现金流量净额	1,710	(1,486)	1,092	220	211
发行股份所得款项	-	-	-	-	-
银行贷款及其他	(318)	(67)	(46)	(0)	0
融资活动所得现金流量净额	(318)	(67)	(46)	(0)	0
现金及现金等价物增加/(减少)	582	(1,836)	1,011	212	648
期初的现金及现金等价物	3,065	3,701	1,867	2,878	3,090
外币汇率变动影响净额	54	2	0	0	0
期末的现金及现金等价物	3,701	1,867	2,878	3,090	3,738

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币元)					
每股收益 (基本)	(0.6)	(0.3)	0.1	0.2	0.4
每股收益 (摊薄)	(0.6)	(0.3)	0.1	0.2	0.4
每股净资产	12.1	11.9	12.4	12.7	13.0
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (倍)					
P/E	na	na	62.6	39.0	24.6
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
P/S	1.6	2.1	2.2	2.0	1.7
股息率 (%)	na	na	na	na	na
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26.9	32.3	32.3	32.8	33.3
归母净利润率	(10.3)	(6.9)	3.5	5.2	7.1
净资产收益率	(4.6)	(2.4)	1.2	1.9	2.9
资产回报率	(3.6)	(1.9)	1.0	1.5	2.4
投资资本回报率	(4.5)	(2.4)	1.2	2.0	3.2
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	(15.4)	(24.7)	(5.2)	10.0	15.9
经营利润增长率	(36.9)	(32.5)	(85.2)	(132.6)	523.1
归母净利润增长率	na	NA	NA	NA	NA
偿债能力指标					
资产负债率	21	20	18	18	18
流动比率	362	430	471	467	479
速动比率	355	424	466	460	473
现金比率	107	60	105	107	128
经营效率指标					
应收帐款周转天数	77	70	90	81	72
应付帐款周转天数	170	170	240	200	180
存货周转天数	28	20	20	19	19

图表 2：平安好医生 PS Band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：港股互联网医疗企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期市 销率		市销率 PS			收入同比变动		
						现值	3 年均值	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
6618 HK	京东健康	21.75	69,393	3.1	(44.4)	1.0	2.6	1.1	1.0	0.9	8%	13%	12%
241 HK	阿里健康	3.04	48,919	(8.7)	(28.3)	1.4	2.1	1.4	1.3	1.1	16%	12%	12%
1833 HK	平安好医生	10.00	11,188	(12.6)	(43.7)	2.0	2.7	2.1	1.9	1.7	3%	13%	13%
市值加权平均								1.3	1.2	1.0			

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2024 年 8 月 22 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 目标价：平安好医生



资料来源：Bloomberg、浦银国际

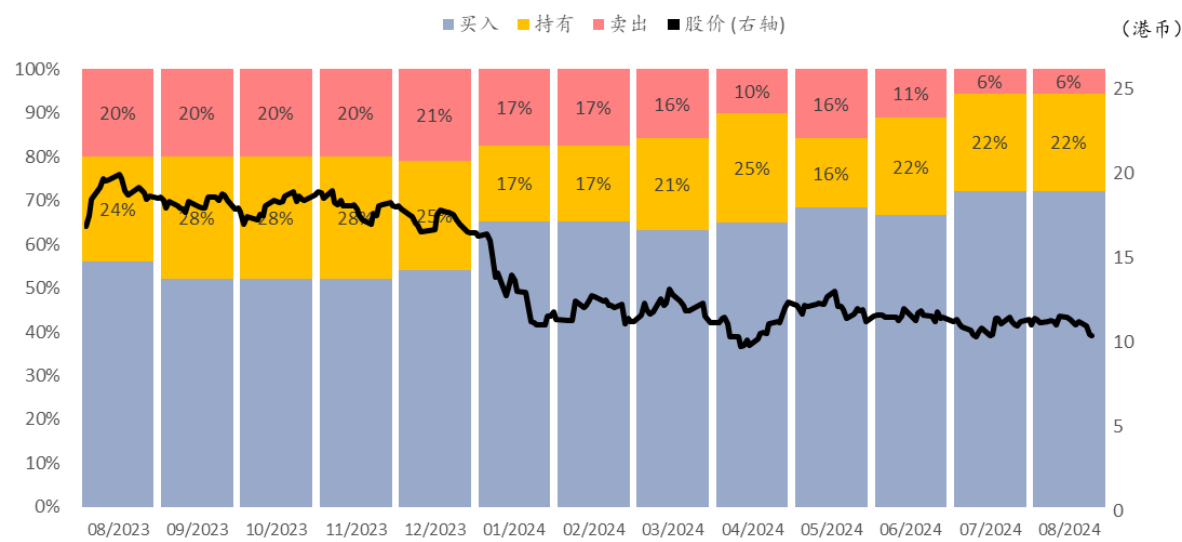
图表 5: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	28.4	买入	40.5	2024 年 8 月 1 日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.9	买入	26.0	2024 年 8 月 1 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	13.8	买入	47.0	2024 年 8 月 7 日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	17.5	买入	60.0	2024 年 8 月 7 日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	198.0	买入	285.0	2024 年 8 月 8 日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	120.8	买入	171.0	2024 年 8 月 8 日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	152.6	买入	181.0	2024 年 8 月 8 日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.5	买入	5.4	2023 年 4 月 18 日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	19.4	买入	25.0	2023 年 4 月 4 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	12.5	持有	26.0	2024 年 8 月 19 日	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	25.4	持有	35.0	2024 年 8 月 19 日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.6	买入	8.0	2024 年 8 月 21 日	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	9.9	买入	12.5	2024 年 8 月 21 日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	44.0	买入	60.0	2024 年 6 月 26 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.4	买入	12.5	2023 年 3 月 28 日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.3	持有	4.25	2023 年 3 月 17 日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	47.7	买入	63.0	2024 年 5 月 31 日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	2.4	买入	13.6	2022 年 12 月 16 日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	33.1	买入	58.0	2024 年 6 月 3 日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.2	买入	22.5	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	23.1	持有	19.0	2022 年 7 月 27 日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	27.9	买入	28.1	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.1	买入	5.6	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.2	买入	6.0	2022 年 7 月 27 日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.4	买入	6.1	2022 年 7 月 27 日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.2	买入	5.5	2024 年 8 月 13 日	制药
2359 HK Equity	药明康德	31.6	买入	48.0	2024 年 7 月 30 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	37.5	买入	60.0	2024 年 7 月 30 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	8.2	买入	16.8	2024 年 4 月 26 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	18.9	持有	22.4	2024 年 4 月 26 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	10.4	持有	20.0	2024 年 3 月 27 日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	249.0	买入	390.0	2024 年 4 月 30 日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	6.5	买入	15.1	2024 年 4 月 3 日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023 年 9 月 5 日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	2.5	买入	10.2	2024 年 6 月 18 日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.6	买入	3.4	2023 年 9 月 5 日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	7.0	买入	15.5	2024 年 4 月 3 日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	21.6	买入	27.9	2023 年 11 月 16 日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	10.9	买入	16.4	2024 年 8 月 21 日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	364.0	买入	454.0	2023 年 11 月 30 日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	8.1	买入	13.1	2024 年 3 月 28 日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.0	持有	4.0	2024 年 5 月 28 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	10.0	持有	11.4	2024 年 8 月 22 日	互联网医疗

注：股价截至 2024 年 8 月 22 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

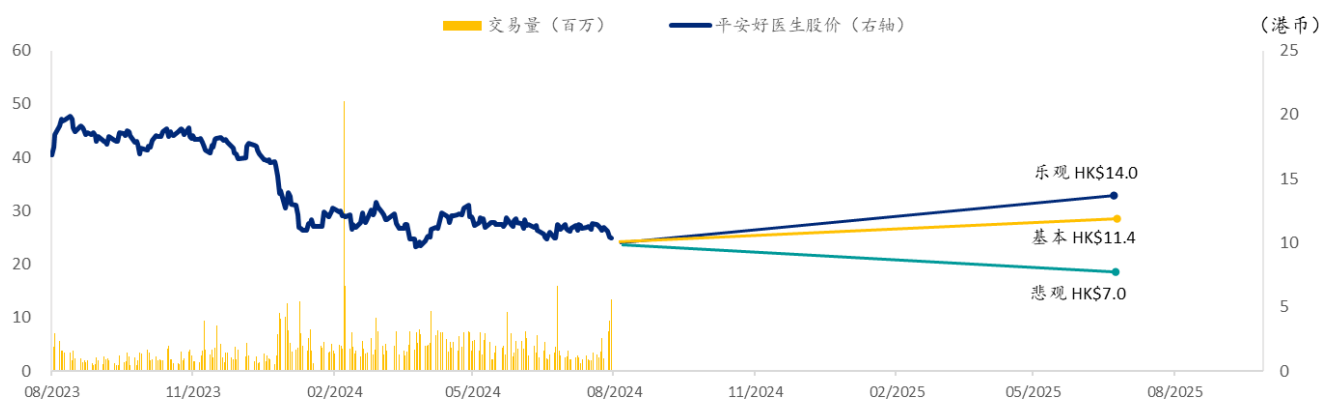
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6：平安好医生市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：平安好医生 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期
目标价 14.0 港元
概率 20%

- 支持互联网医疗的政策密集出台；
- 线下医疗资源合作好于预期；
- 医保接入快于预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价 7.0 港元
概率 20%

- 互联网医疗监管进一步趋严；
- 线下医疗资源开拓竞争激烈，发展不如预期；
- 医保接入慢于预期。

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

