

## 平安好医生 (1833.HK): 2H24 收入同比增速恢复至双位数, 集团并表后能带来多少额外协同效应仍有待观察

公司 2H24 收入同比+11%, 扭转了自 2022 年以来持续下滑的趋势, 令人眼前一亮, 但经调整净利率环比有所收窄, 未能延续此前持续扩张的态势。我们预计公司 2025 年收入可实现低双位数增长, 但 2024 年公司费用大幅削减以及对养老、AI 等项目的前瞻性投入下, 2025 年利润率提升空间或相对有限。此外, 平安集团并表后能带来多少额外的业务协同也有待观察。维持“持有”评级, 下调目标价至 6.6 港元。

- **2H24 收入同比增速恢复至双位数, 但经调整净利率环比有所收窄。** 全年维度, 2024 年收入同比+2.9%至人民币 48.1 亿元(较 Visible Alpha 市场预期高约 5%), 毛利率同比下滑 0.6pcts 至 31.7%, 三大期间费用率同比下滑 14pcts, 带动经调整净利同比扭亏为盈至人民币 1.6 亿元, 并实现了经营性现金流首次正流入。其中, 2H24 收入同比+11%, 扭转了自 2022 以来的同比持续下滑趋势, 恢复至双位数增长, 为此次业绩的核心亮点, 但因公司对养老和 AI 能力提升的费用投入增加, 2H24 经调整净利率环比下降 1.8pcts 至 2.5%, 未能延续此前利润率持续改善的势头。
- **预计 2025 年实现收入低双位数增长, 但利润率提升或相对有限。** 我们预计公司 2025 年可实现低双位数收入增长, 因: 1) 此前公司收入下滑主要受 C 端战略调整拖累, 但 C 端业务 2H24 收入同比基本持平, 此外公司在同步推进 F-to-C, B-to-C 的转化, C 端对收入的拖累基本消除; 2) 客户群体拓展(由健康险客户向储蓄险扩展)、ARPU 提升、保单客户增长三大因素拉动 F 端收入稳健增长; 3) B 端 2H24 起发力企业健康管理业务, 短期可维持较高增速。但在利润率层面, 考虑到 2024 年期间费用大幅削减以及对养老、AI 等项目的前瞻性投入, 我们预计 2025 年利润率提升空间将相对有限。
- **集团并表后能带来多少额外协同效应仍有待观察。** 在近期的特别股息发放、要约股权收购完成后, 平安集团对公司持股比例上升至 53.7% 并实现对公司的并表。公司预计未来与平安集团的协同将进一步加强, 但考虑到公司此前与集团业务已有较深度的协同(如 F 端与集团新增保单用户深度绑定, B 端客户中 86% 的企业客户来自集团渠道), 此次并表能在中短期为公司带来多少额外业务增量仍有待观察。
- **维持“持有”评级, 下调目标价至 6.6 港元。** 我们认为公司收入重回增长轨道向投资人传递了积极信号, 但考虑到短期利润率提升空间不明朗, 及特别股息发放后股数增加摊薄了每股收入, 维持“持有”评级, 目标价下调至 6.6 港元(目标 2025E P/S: 2.5x)。
- **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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,674	4,808	5,480	6,253	7,211
同比变动	-24.7%	2.9%	14.0%	14.1%	15.3%
归母净利润/(亏损)	(323)	81	169	251	364
P/S (x)	1.6	1.8	2.9	2.6	2.2

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、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

2025 年 3 月 13 日

### 评级

持有

目标价(港元)	6.6
潜在升幅/降幅	-14%
目前股价(港元)	7.7
52 周内股价区间(港元)	3.2-9.6
总市值(百万港元)	16,686
近 3 月日均成交额(百万港元)	51

注: 截至 2025 年 3 月 13 日收盘价

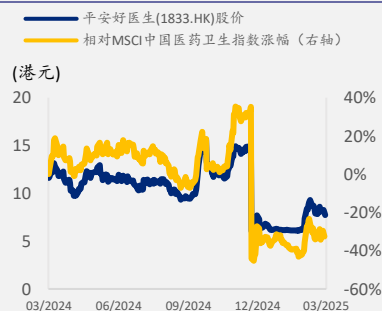
### 市场预期区间



▲ 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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,674	4,808	5,480	6,253	7,211
营业成本	(3,165)	(3,285)	(3,754)	(4,296)	(4,968)
毛利润	1,509	1,523	1,726	1,957	2,243
毛利率	32.3%	31.7%	31.5%	31.3%	31.1%
销售费用	(836)	(764)	(778)	(813)	(887)
管理费用	(1,481)	(930)	(943)	(994)	(1,082)
核心经营利润	(808)	(170)	5	150	274
经营利润率	-17%	-4%	0%	2%	4%
其他收益	90	46	40	40	40
其他收入	143	35	30	30	30
财务费用	243	183	145	108	132
分占联营公司亏损	0	0	0	0	0
税前利润	(332)	94	221	329	476
所得税	(3)	(5)	(33)	(49)	(71)
净利润	(335)	88	188	279	405
少数股东权益	(12)	7	19	28	40
归母净利润	(323)	81	169	251	364

资产负债表					
(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,867	2,045	1,834	2,303	2,914
存货	199	93	112	123	149
应收款项	1,190	1,107	1,235	1,232	1,336
合同资产	159	202	212	223	234
预付款项及其他资产	348	382	411	469	541
公允价值计入损益的金融资产	5,331	8,521	4,687	4,687	4,687
其他流动资产	85	100	110	121	134
流动资产总额	13,327	13,402	9,553	10,109	10,945
商誉	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678
物业、厂房及设备	86	77	64	58	55
使用权资产	81	43	26	15	9
其他无形资产	42	22	13	8	5
于联营&合营公司的投资	109	110	111	111	111
定期存款	1,197	1,447	1,303	1,172	1,055
非流动资产总值	3,193	3,377	3,193	3,042	2,913
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款和其他应付款项	2,201	2,204	2,425	2,518	2,790
合约负债	852	953	982	1,011	1,041
租赁负债	44	29	29	30	30
流动负债总额	3,097	13,077	8,855	8,979	9,282
租赁负债	50	16	17	18	19
应付账款和其他应付款项	106	106	106	106	106
非流动负债总额	156	123	124	125	125
股本	0	0	0	0	0
库存股份	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	20,498	10,722	10,722	10,722	10,722
累计亏损	(7,214)	(7,133)	(6,964)	(6,712)	(6,348)
少数股东权益	(17)	(10)	9	37	77
权益总额	13,267	3,580	3,767	4,047	4,452

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年内亏损	(335)	88	188	279	405
折旧和摊销	161	96	61	44	34
财务费用-净值	(189)	(143)	(145)	(108)	(132)
贸易及其他应收款项增加	347	(115)	(176)	(66)	(202)
贸易及其他应付款项增加	(224)	99	221	94	272
其他	(43)	74	8	7	7
经营活动所得现金流量净额	(283)	99	156	250	383
购买物业、厂房及设备	(43)	(34)	(21)	(22)	(23)
购买公允价值计入损益金融资产	(8,521)	(11,635)	3,835	0	0
三个月以上定期存款付款	(2,877)	(2,413)	145	130	117
其他	9,955	14,197	147	110	134
投资活动所用现金流量净额	(1,486)	115	4,105	218	228
发行股份所得款项	0	0	0	0	0
银行贷款及其他	(67)	(38)	(4,472)	(0)	(0)
融资活动所得现金流量净额	(67)	(38)	(4,472)	(0)	(0)
现金及现金等价物增加／（减少）	(1,836)	176	(210)	468	611
期初的现金及现金等价物	3,701	1,867	2,045	1,834	2,303
外币汇率变动影响净额	2	3	0	0	0
期末的现金及现金等价物	1,867	2,045	1,834	2,303	2,914

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标（人民币元）					
每股盈利（摊薄）	(0.3)	0.1	0.1	0.1	0.2
每股收入	4.3	4.0	2.4	2.7	3.2
每股净资产	11.9	3.0	1.6	1.8	1.9
估值（倍）					
P/E	NA	104.2	95.0	63.9	44.1
P/S	1.6	1.8	2.9	2.6	2.2
P/B	0.6	2.4	4.3	4.0	3.7
盈利能力比率（%）					
毛利率	32.3	31.7	31.5	31.3	31.1
归母净利润率	(6.9)	1.7	3.1	4.0	5.1
净资产收益率	(2.4)	1.0	4.6	6.5	8.7
资产回报率	(1.9)	0.5	1.1	1.9	2.7
投资资本回报率	(2.4)	0.6	1.5	2.6	3.7
盈利增长（%）					
营业收入增长率	(24.7)	2.9	14.0	14.1	15.3
归母净利润增长率	NA	NA	107.6	48.7	44.9
偿债能力指标（%）					
资产负债率	20	79	70	69	68
流动比率	430	102	108	113	118
速动比率	424	102	107	111	116
现金比率	60	16	21	26	31

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	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
6618 HK	京东健康	33.40	106,869	4.2	18.4	1.5	2.0	1.5	1.3	1.2	13%	12%	12%
241 HK	阿里健康	5.27	84,809	33.0	57.1	2.4	1.8	2.4	2.1	2.0	11%	11%	7%
1833 HK	平安好医生	7.72	16,686	24.6	22.4	3.0	2.5	3.0	2.7	2.5	7%	10%	11%
9886 HK	叮当健康	5.54	7,425	66.3	(17.1)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6086 HK	方舟健客	0.50	660	4.2	4.2	NA	1.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA
市值加权平均								1.9	1.7	1.6			

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2025 年 3 月 13 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

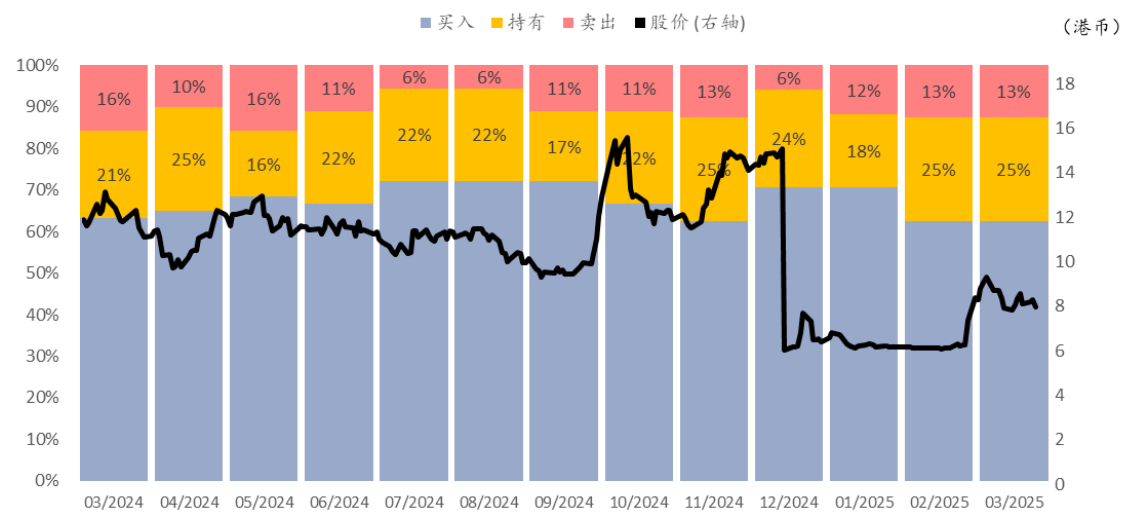
图表 5: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	238.0	买入	230.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	24.0	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.5	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	27.9	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	35.4	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	249.8	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	149.4	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	213.6	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.0	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	51.5	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	15.7	持有	26.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	29.8	持有	35.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	8.7	买入	9.2	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	17.7	持有	14.5	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	39.3	买入	60.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.9	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.4	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	70.8	买入	65.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	5.2	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	34.5	买入	58.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.8	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	29.1	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	36.8	买入	28.1	生物科技
2256.HK Equity	和誉	7.5	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.3	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	45.0	买入	61.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.5	买入	5.5	制药
2359 HK Equity	药明康德	61.4	买入	56.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	61.1	买入	62.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	15.2	买入	16.8	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	26.3	持有	22.4	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	23.3	持有	18.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	35.1	买入	35.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	244.6	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	20.3	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	1.9	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	4.7	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.1	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	10.9	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	19.8	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	13.3	买入	16.4	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	358.5	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	13.3	买入	16.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	9.0	买入	10.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.2	买入	6.8	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	5.0	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	5.3	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.7	持有	6.6	互联网医疗

注：港股&A 股股价截至 2025 年 3 月 13 日；美股股价截至 2025 年 3 月 12 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

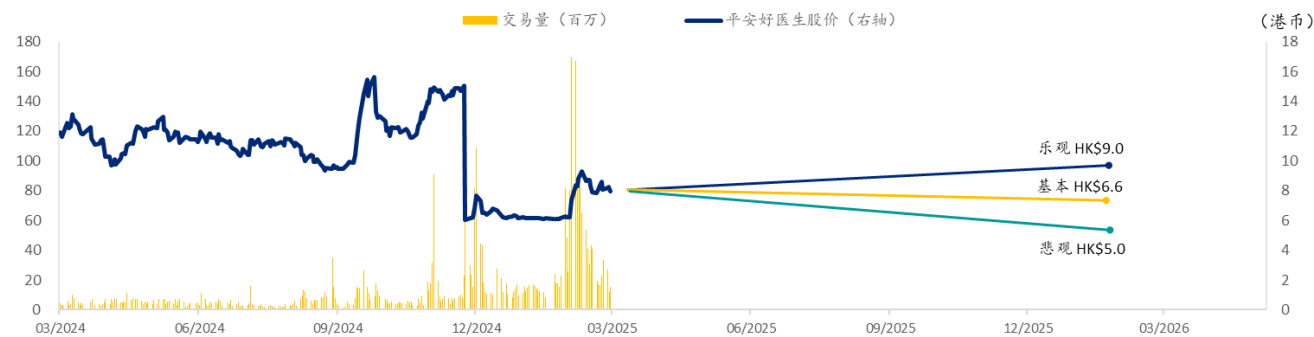
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

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 9.0 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 5.0 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联属公司、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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

