

平安好医生 (1833 HK, 买入, 目标价: HK\$10.30)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$10.30 当前股价: HK\$7.71

股价上行/下行空间 +34%

52 周最高/最低价 (HK\$) 18.30/3.43

市值 (US\$mn) 2,145

当前发行数量(百万股) 2,161

三个月平均日交易额 (US\$mn) 29

流通盘占比 (%) 41

主要股东 (%)

安鑫有限公司 54

乐安圻 2

UBS AM 0

按 2025 年 3 月 18 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	10.30	5.56	85%
2025E EPS (RMB)	0.07	0.05	22%
2026E EPS (RMB)	0.10	0.07	37%
2027E EPS (RMB)	0.24	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	5,327 (-0%)	6,011 (+2%)
EPS (RMB)	0.10 (-35%)	0.13 (-26%)

注: 所示市场预测来源于。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

首次实现全面盈利, 业务结构优化助力未来发展

- 2024 年各项业务稳健发展, 首次实现全面盈利;
- 2024 年医疗服务收入增长平稳, 养老服务板块收入增速加快;
- 重申买入评级, 将 DCF 目标价上调为 10.30 港元。

2024 年各项业务稳健发展, 首次实现全面盈利: 根据公司 2024 年报告, 公司总收入为 48.08 亿元, 同比增长 2.9%; 全年盈利 0.8 亿元, 首次实现了全面盈利; 公司整体毛利率为 31.7%, 与去年基本持平。根据公司 2024 年报告, 公司依托平安集团, 加强金融业务融合和双向赋能, F 端和 B 端业务分别实现了 24.2 亿元和 14.3 亿元的收入, 综合金融用户 (F 端) 同比增长 9.6%, 企业客户端 (B 端) 同比增长 32.7%。根据公司 2024 年报告, 随着公司资源配置效率的不断优化, 费用率同比下降了 14.4ppts。我们预计公司 2025E-27E 的收入将增长至 53.2 亿元/61.5 亿元/71.6 亿元; 2025E-27E 年, 净利润为 1.41 亿元/2.07 亿元/5.22 亿元。

医疗服务收入增长平稳, 业务结构变化影响毛利率: 根据公司 2024 年报告, 医疗服务实现收入为 21.7 亿元, 同比增长 4.9%, 主要是公司持续加深与平安集团综合金融业务的协同, 提供以家庭医生为枢纽的丰富医疗服务。根据公司 2024 年报告, 医疗服务板块毛利率为 43.3%, 同比下降 3.3ppts, 主要缘于板块内业务结构性变化。我们预计 2025E-27E 医疗服务收入将达到 23.2 亿元/25.6 亿元/28.4 亿元。

业务调整导致健康服务板块收入下降, 养老服务板块收入上升: 根据公司 2024 年报告, 健康服务板块收入为 23.6 亿元, 同比下降 7.6%, 主要由于一次性因素影响导致 23 年同期集中履约, 使得 2023 年收入为高基数。根据公司 2024 年报告, 养老服务板块收入为 2.83 亿元, 远超 23 年同期的 0.55 亿元; 毛利率为 29.1%, 同比提升 16.5ppts。主要是因为公司持续建设智能管家、生活管家、医生管家“三位一体”的养老管家体系。我们预计 2025E-27E 健康服务收入为 24.4 亿元/25.8 亿元/27.9 亿元, 2025E-27E 养老服务收入为 5.7 亿元/10.2 亿元/15.3 亿元。

重申买入评级, 将 DCF 目标价上调为 10.30 港元 (之前为 5.56 港元): 我们调整了公司收入、销售费用及营销费用预测, WACC 保持 9.2%不变, 终期增长率为 3.0%。我们的目标价对应 2025 年 P/S 比率为 4.34x, 高于互联网医疗可比公司均值 2.1x P/S。考虑到公司战略转型成效开始逐渐兑现为盈利能力提升, 我们看好公司未来的发展前景。

风险提示: 无法遵守新的和不断变化的监管要求的合规风险; 互联网医疗行业竞争激烈; 公司业务发展缓于预期进程; 潜在医疗索赔风险; 无法留住关键人才; 技术及数据风险。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	4,674	4,808	5,321	6,147	7,156
毛利润 (RMBmn)	1,509	1,523	1,727	2,227	2,752
归母净利润 (RMBmn)	(323)	81	141	207	522
每股收益 (RMB)	(0.30)	0.07	0.07	0.10	0.24
市盈率 (x)	N/A	56.3	108.8	74.4	29.5

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得, 华兴证券预测

财务分析

图表 1：平安健康- 2024 年财务数据摘要（百万元）

百万元	2024A	2023A	YoY%	2024E	差异%
收入	4,808	4,674	2.9%	4,520	6.4%
营业成本	3,285	3,165	3.8%	3,052	7.6%
毛利	1,523	1,509	1.0%	1,468	3.7%
销售及营销成本	764	836	-8.6%	768	-0.6%
管理费用	930	1,481	-37.2%	859	8.3%
经营亏损	89	575	-84.5%	74	20.2%
期内盈利/亏损	88	-335	N.A.	-257	N.A.

资料来源：公司公告、华兴证券预测

图表 2：平安健康-2024 年运营数据

	2024A	2023A	变动
LTM 付费用户数（百万人）	31.4	32.3	-2.9%
其中：F 端付费用户数（百万人）	24.8	26.3	-5.7%
B 端付费用户数（百万人）	5.8	5.1	13.0%
B 端累计服务企业（家）	2,049	1,508	35.9%

资料来源：公司公告、华兴证券整理

盈利预测调整

根据 2024 年公司财报，我们上调了公司 2025E-26E 年的养老服务收入预测和健康服务收入预测，进而上调了营业收入预测。在公司业务结构优化之后，养老服务业务收入得益于“三位一体”的战略布局，有望在 2025E-27E 取得较快增长。在公司引进 AI 模型，科技赋能新业务后，由于前期引进成本和研发成本，我们也上调 2025-26 年管理费用预测至 9.84 亿元/11.06 亿元，我们上调了 2025-26 年的销售费用预测至 7.98 亿元/8.91 亿元，

在上调 2025-26 年营业收入预测至 53.2 亿元/61.5 亿元的同时，考虑到费用支出增长，我们也下调归母净利润至 1.41 亿元/2.07 亿元。我们新增 2027 年预测。

图表 3：平安健康 - 2025-27 年预测更新

百万元	最新			之前			变化		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营收	5,321	6,147	7,156	4,553	4,849	N/A	17%	27%	N/A
归母净利润	141	207	522	163	213	N/A	-13%	-3%	N/A
毛利率	32.4%	36.2%	38.5%	30.8%	31.6%	N/A	1.6ppts	4.6ppts	N/A
每股盈利(元)	0.07	0.10	0.24	0.15	0.20	N/A	-57%	-51%	N/A
销售费用	798	891	1,038	728	776	N/A	10%	15%	N/A
管理费用	984	1,106	1,217	842	873	N/A	17%	27%	N/A

资料来源：华兴证券预测

图表 4：平安健康- 2025-27 年分部收入预测更新

百万元	最新			之前			变化		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
医疗服务收入	2,316	2,554	2,840	2,308	2,521	N/A	0%	1%	N/A
健康服务收入	2,439	2,575	2,789	2,245	2,328	N/A	9%	11%	N/A
养老服务收入	566	1,018	1,527	216	324	N/A	162%	214%	N/A

资料来源：华兴证券预测

估值

重申买入评级；上调 DCF 目标价至 10.30 港元（之前为 5.56 港元）

我们使用两阶段 DCF 估值法：第一阶段从 2025 年至 2030 年，第二阶段以 2031 年开始作为永续期。我们的主要 WACC 假设包括：无风险利率 2.9%，股权风险溢价 6.3%，贝塔系数 1.0，债务成本 5%，边际税率为 25%，得出的 WACC 为 9.2%，终值增长率为 3.0%。

我们 DCF 目标价为 10.30 港元，对应 2025 年 P/S 比率为 4.34x，高于互联网医疗可比公司均值的 2.1x P/S。对应 2025 年 3 月 18 日的收盘价 7.71 港元，我们的最新目标价蕴含 34% 的上行空间。随着公司业务转型逐渐落地，公司的收入有望重新开始进入增长通道，叠加公司盈利能力的改善，我们看好公司未来的发展前景，给予买入评级。

图表 5：平安健康- DCF 模型估值

人民币 百万元，除每股外	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
税前利润	-941	-1,524	-636	-332	94	145	212	537	848	1,067	906
财务费用	-100	-159	-156	-243	-183	-120	98	42	23	-1	-32
息税前利润	-1,041	-1,683	-793	-575	-89	25	310	579	871	1,065	874
息前利润	-1,048	-1,698	-796	-578	-94	24	308	574	863	1,055	865
折旧与摊销	170	207	190	161	96	97	96	97	97	97	97
营运资本变动	-349	109	44	148	96	-5,987	763	715	738	992	1,294
资本开支	-73	-89	-34	-43	-34	-39	-39	-39	-39	-39	-39
自由现金流现值	-1,300	-1,472	-596	-312	63	-5,904	1,128	1,347	1,659	2,105	2,217
贴现因子						-	1	2	3	4	5
自由现金流现值						-5,904	1,033	1,129	1,274	1,480	1,428

估值摘要表	as of 2025YE
自由现金流现值 (2025E-28E)	440
永续现金流现值 (Tg =3.0%)	23,719
企业价值	24,159
(-) 净负债	3,905
(-) 少数股东权益	-10
股权价值 (百万元)	20,264
股权价值 (百万港币)	22,268
总股本 (百万)	2,161
目标价 (港币)	10.30
最新收盘价	7.71
上行/(下行)空间 %	34%

WACC计算表	
无风险利率	2.9%
股权风险溢价	6.3%
贝塔系数	1.0
权益成本	9.2%
债务成本	5.0%
边际税率	25.0%
税后债务成本	3.8%
债务/总资本比例	0.0%
WACC	9.2%
终值增长率	3.0%

目标价 (元) 敏感性分析对应终值增长率和WACC					
	8.7%	9.0%	9.2%	9.5%	9.7%
2.5%	10.57	9.94	9.35	8.80	8.30
2.8%	11.12	10.44	9.81	9.23	8.69
3.0%	11.71	10.98	10.30	9.68	9.10
3.3%	12.36	11.57	10.84	10.17	9.55
3.5%	13.07	12.21	11.42	10.70	10.04

备注：2025 年 3 月 18 日收盘价，港币：人民币汇率 0.93

资料来源：万得、华兴证券预测

图表 1：平安健康-行业可比公司估值比较

名称	代码	评级	目标价	收盘价	市值	销售额 (RMB 百万元)			市销率 (x)		
				2025/3/18	RMB 百万元	2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E
互联网医疗行业可比公司											
京东健康*	6618.HK	买入	HK\$55.17	HK\$34.70	102,505	58,160	67,091	77,218	1.8	1.5	1.3
阿里健康	0241.HK	未覆盖	N/A	HK\$5.54	82,309	27,027	30,130	33,354	3.0	2.7	2.5
平均值					92,407	42,593	48,611	55,286	2.4	2.1	1.9
平安健康*	1833.HK	买入	HK\$10.30	HK\$7.71	15,385	4,808	5,321	6,147	3.2	2.9	2.5

注：非覆盖公司的销售额预测值采取万得的一致性预期。覆盖公司（*）的销售额预测采取华兴证券预测值。假设港币兑人民币的汇率为 0.91。在香港上市的股票价格截至 2025 年 3 月 18 日。

资料来源：万得、华兴证券预测

风险提示

- **无法遵守新的和不断变化的监管要求的合规风险：**平安健康需要遵守中国许多行业的法律法规。这些产业主要包括互联网、医疗卫生和互联网医疗卫生产业。互联网行业及其互联网医疗行业的法律法规相对较新，也在不断演变，在解释和实施上存在很大的不确定性。
- **互联网医疗行业竞争激烈：**尽管当前互联网医疗行业的竞争格局已相对激烈，但随着更多的参与者进入该行业，竞争可能会继续加剧，带来价格压力，并对公司的盈利能力和市场份额产生负面影响。
- **公司业务发展缓于预期进程：**平安健康战略 2.0 的实施需要步步推进，尽管从长期角度来看，更为严格的互联网诊疗监管将有效促进行业内企业整合、为行业发展提供健康环境，并利好行业头部企业发展。但任何强于预期的负面影响都可能阻碍公司发展，对其财务表现造成不利影响。
- **潜在医疗索赔风险：**尽管平安健康投保了商业风险，并且认为保险金额足够承担医疗事故索赔，但对公司医疗团队或外部医生的医疗索赔可能会导致重大赔偿损失，超出承保范围并产生高额成本，可能对整个业务经营和声誉造成重大不利影响。
- **无法留住关键人才：**管理团队可能就产品开发、财务战略、合作伙伴关系和业务扩张做出关键决策。如果公司无法留住包括高级管理人员在内的关键人才，可能会对其业务运营和声誉产生负面影响。
- **技术及数据风险：**鉴于公司的业务性质，在线平台上的任何技术问题都可能对公司的运营产生重大影响。另外，该公司的在线平台收集和处理大量数据，这些数据的任何不当使用或泄露都可能损害公司的声誉，降低用户对平台的黏性，从而对公司的业务产生不利影响。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
医疗服务	2,169	2,316	2,554	2,840
健康服务	2,356	2,439	2,575	2,789
养老服务	283	566	1,018	1,527
营业收入	4,808	5,321	6,147	7,156
营业成本	(3,285)	(3,594)	(3,921)	(4,404)
毛利润	1,523	1,727	2,227	2,752
管理及销售费用	(1,693)	(1,783)	(1,998)	(2,254)
其中：研发支出	0	0	0	0
其中：市场营销支出	(764)	(798)	(891)	(1,038)
其中：管理支出	(930)	(984)	(1,106)	(1,217)
息税前利润	(89)	25	310	579
息税折旧及摊销前利润	7	123	406	676
利息收入	180	120	(98)	(42)
利息支出	0	0	0	0
税前利润	94	145	212	537
所得税	(5)	(1)	(2)	(5)
净利润	81	141	207	522
调整后息税前利润	0	0	0	0
调整后息税折旧及摊销前利润	0	0	0	0
调整后净利润	81	141	207	522
基本每股收益 (RMB)	0.07	0.07	0.10	0.24

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,402	7,174	8,020	9,469
货币资金	2,045	(3,905)	(2,824)	(1,524)
应收账款	1,107	875	674	784
存货	93	89	98	110
其他流动资产	10,157	10,116	10,073	10,099
非流动资产	3,377	3,408	3,413	3,415
固定资产	77	153	190	224
无形资产	22	(23)	(55)	(87)
商誉	1,678	1,678	1,678	1,678
其他	1,490	1,490	1,490	1,490
资产	16,780	10,583	11,433	12,884
流动负债	13,077	6,862	7,505	8,435
短期借款	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0
应付账款	12,095	5,909	6,552	7,481
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	16	0	0	0
负债	13,200	6,862	7,505	8,435
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	(7,133)	(6,991)	(6,785)	(6,263)
归属于母公司所有者权益	3,589	3,731	3,937	4,460
少数股东权益	(10)	(10)	(10)	(10)
负债及所有者权益	16,780	10,583	11,433	12,884

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	81	141	207	522
折旧摊销	96	97	96	97
利息（收入）/支出	183	120	(98)	(42)
其他非现金科目	(58)	(46)	(46)	(46)
其他	(186)	(233)	190	82
营运资本变动	(16)	(5,991)	771	727
经营活动产生的现金流量	100	(5,912)	1,120	1,339
资本支出	(34)	(39)	(39)	(39)
收购及投资	20,292	0	0	0
处置固定资产及投资	35	39	39	39
其他	(2,413)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	115	(39)	(39)	(39)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	0	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(38)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(38)	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	176	(5,951)	1,081	1,300
自由现金流	63	(5,904)	1,128	1,347

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
医疗服务收入增速（%）	5	7	10	11
健康服务收入增速（%）	(8)	4	6	8
养老服务收入增速（%）	0	413	100	80

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	2.9	10.7	15.5	16.4
毛利润	1.0	13.3	29.0	23.6
息税折旧及摊销前利润	101.8	1,540.9	230.9	66.5
净利润	125.2	73.6	46.2	152.5
调整后净利润	125.2	73.6	46.2	152.5
稀释每股调整收益	124.4	(10.2)	46.2	152.5
盈利率 (%)				
毛利率	31.7	32.4	36.2	38.5
息税折旧摊销前利润率	0.2	2.3	6.6	9.5
调整后息税折旧摊销前利润率	0	0	0	0
息税前利润率	(1.8)	0.5	5.0	8.1
调整后息税前利润率	0	0	0	0
净利率	1.7	2.7	3.4	7.3
调整后净利率	1.7	2.7	3.4	7.3
净资产收益率	2.3	3.8	5.3	11.7
总资产收益率	0.5	1.3	1.8	4.1
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
估值比率 (x)				
市盈率	56.3	108.8	74.4	29.5
市净率	1.3	4.1	3.9	3.4
市销率	3.2	2.9	2.5	2.1

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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的假设和标准、采取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受者进行更新的义务。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。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。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。

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。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。