



Company Report: Waterdrop (WDH US)

中文版

Muyang Zhao 赵沐阳

(852) 2509 5375

公司报告: 水滴 (WDH US)

Chinese version

muyang.zhao@gtjas.com.hk

20 June 2025

水滴在提升盈利能力的同时保持增长

- 维持“买入”评级，并基于 1.0 倍 2025 年市净率，同时参考 15.0 倍 2025 年市盈率，上调目标价至 1.80 美元。此外，我们显著上调 2025 年盈利预测，以反映水滴（“公司”）运营效率提升带来的盈利能力改善进展。2025 年第一季度，公司收入超我们的预期 6.2%，超我们的盈利预期 42.0%。因此，我们调整公司 2025-2027 年股东净利润预测，分别至人民币 3.12 亿元（+21.4%）/人民币 4.58 亿元（+2.0%）/人民币 5.81 亿元（+3.1%）。我们上调公司 2025-2027 年收入预测至人民币 33.11 亿元（+0.7%）/人民币 38.72 亿元（+0.5%）/人民币 42.07 亿元（-0.7%）。当前目标价对应 1.0 倍 2025 年市净率及 15.0 倍市盈率。
- 水滴在 2025 年第一季度实现了强劲的财务表现，归属于股东的净利润增至人民币 1.176 亿元。保险相关收入增至人民币 6.58 亿元，同比增长 8.4%，主要得益于保险经纪业务收入的增长。众筹服务费保持稳定，为人民币 6,710 万元，同比微降 0.3%。运营成本增至人民币 3.742 亿元，同比增长 13.0%。然而，销售及营销费用和一般及行政费用下降至人民币 1.724 亿元和人民币 7,490 万元，同比分别下降 5.4%和 15.8%，主要受人工成本和营销服务费减少驱动。研发费用保持稳定，为人民币 5,620 万元，同比微增 0.4%。
- 首席执行官沈鹏强调，以用户为中心的战略和 AI 投资为关键的增长动力，保险和医疗的协同带来了稳定的业绩。众筹的风险控制得到改善，覆盖了 92%的国内城市，临床试验入组人数超过 11,200 名患者。尽管现金储备略有下降至人民币 35.433 亿元，但流动性依然强劲。展望未来，水滴目标通过产品创新、AI 应用和有利于股东的资本配置来保持增长势头。我们预计，公司将通过更强劲的短期保单持有人向长期保单持有人的转化来继续提升盈利能力。
- 风险：众筹的监管审查、保险科技的竞争以及宏观经济逆风。

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

US\$1.80

Revised from 原目标价:

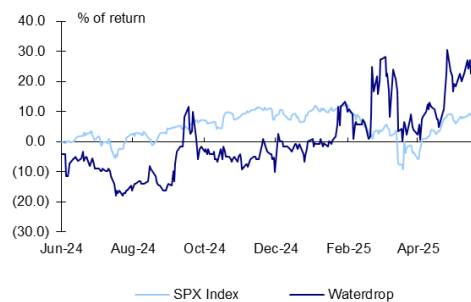
US\$1.76

ADS price ADS价格:

US\$1.340

Stock performance

股价表现



Change in ADS Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	3.7	22.5	18.7
Rel. % to NASDAQ Index 相对纳指变动 %	(4.2)	(2.9)	(31.1)
Avg. ADS price (US\$) 平均 ADS 价格 (美元)	1.3	1.2	1.2

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	Earnings/ADS	Earnings/ADS	PER	BV/ADS	PBR	DP/ADS	Yield	ROE	
年结	收入	股东净利	每份 ADS 净利	每份 ADS 净利变动	市盈率	每份 ADS 净资产	市净率	每份 ADS 股息	股息率	净资产收益率	
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ%)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)	
2023A	2,631	164	0.444	(71.4)	21.7	12.639	0.8	0.292	3.0	3.5	
2024A	2,751	330	0.951	114.3	10.1	13.166	0.7	0.292	3.0	6.9	
2025F	3,311	312	0.912	(4.1)	10.6	13.389	0.7	0.292	3.0	6.4	
2026F	3,872	458	1.349	47.9	7.1	14.713	0.7	0.292	3.0	8.8	
2027F	4,207	581	1.712	26.9	5.6	16.377	0.6	0.292	3.0	10.1	
ADS in issue (m) 总 ADS 数 (m)				362.5	Major shareholder 大股东				Tencent Holdings		22.5%
Market cap. (US\$ m) 市值 (US\$ m)				485.7	Free float (%) 自由流通比率 (%)						50.2%
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)				260.1	FY25 Net gearing (%) FY25 净负债/股东资金 (%)						Net Cash
52 Weeks high/low (US\$) 52 周高/低 (US\$)				1.570 / 0.955							

Source: the Company, Guotai Junan International.

表-1：同业估值—港股/美股上市的内容和信息平台

公司名称	股票代码	货币	收市价	EV/EBITDA			市盈率			市净率	ROE	市值
				25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	25F	百万港元
保险科技相关股票												
水滴	WDH US	USD	1.34	19.0	15.2	n.a.	103.1	22.0	14.6	1.3	6.8	4,123
慧择	HUIZ US	USD	2.11	n.a.	n.a.	n.a.	38.4	16.5	10.0	0.4	8.8	252
Everquote	EVER US	USD	24.52	9.9	7.4	5.4	16.6	14.0	12.2	4.5	43.1	7,346
Lemonade	LMND US	USD	40.50	n.a.	n.a.	7,501.6	n.a.	n.a.	n.a.	6.7	(38.9)	19,212
Enstar	ESGR US	USD	336.55	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38,404
众安在线	06060 HK	HKD	20.15	n.a.	n.a.	n.a.	26.4	24.1	21.1	1.2	4.2	20,019
简单平均				14.5	11.3	3,753.5	46.1	19.1	14.5	2.8	4.8	
加权平均				13.2	10.2	5,428.2	34.2	21.4	18.1	3.8	(6.2)	
美股上市的中国互联网社区股票												
微博	WB US	USD	9.50	3.7	3.1	2.0	5.5	5.2	4.7	0.6	9.3	20,456
汽车之家	ATHM US	USD	25.65	12.6	11.9	14.8	12.1	11.9	11.7	0.9	7.1	29,551
欢聚	YY US	USD	n.a	5.4	2.9	0.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.3	19,949
挚文集团	MOMO US	USD	8.59	6.8	5.8	4.6	7.9	7.6	7.2	0.8	9.3	11,207
斗鱼	DOYU US	USD	6.46	n.a.	n.a.	0.7	922.9	21.8	13.8	0.7	(1.1)	2,082
蘑菇街	MOGU US	USD	2.14	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	133
BOSS 直聘	BZ US	USD	17.75	17.8	13.9	11.8	17.4	15.4	13.5	3.6	17.4	72,395
知乎	ZH US	USD	3.71	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(1.1)	3,488
虎牙	HUYA US	USD	3.87	35.3	n.a.	n.a.	30.5	23.5	15.7	0.9	3.7	6,565
简单平均				13.2	8.3	1,672.3	105.3	16.4	13.0	2.2	4.6	
加权平均				13.3	10.0	798.9	27.1	14.4	12.7	2.6	7.2	

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

注：以上估值和投资回报率基于彭博一致预期。市值及收市价截至 2025 年 6 月 20 日。

财务报表及比率

损益表						资产负债表					
Year ended 31 Dec (RMB mn)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	Year ended 31 Dec (RMB mn)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Total Revenue	2,631	2,751	3,311	3,872	4,207	Property, plant and equipment	34	240	28	23	18
Operating costs	(1,196)	(1,315)	(1,589)	(1,781)	(1,935)	Non-current contract assets	134	154	205	216	240
Selling and distribution expenses	(740)	(695)	(918)	(1,063)	(936)	Intangible assets, net	177	153	216	236	235
R&D expenses	(299)	(217)	(226)	(263)	(285)	Long-term investments	212	1,114	1,114	1,114	1,114
Administrative expenses	(402)	(368)	(351)	(380)	(387)	Right of use assets, net	60	47	47	47	47
Operating profit	(7)	158	226	384	665	Deferred tax assets	24	27	27	27	27
Other income and gains	171	182	137	136	110	Goodwill	81	81	100	110	110
Profit before tax	164	340	363	520	774	Total non-current assets	722	1,816	1,738	1,773	1,791
Income tax	(1)	(10)	(51)	(62)	(194)						
Profit After Tax	164	330	312	458	581	Short term investments	2,997	1,613	1,693	1,778	1,867
Non-controlling Interest	0	0	0	0	0	Accounts receivable	693	716	889	882	927
Shareholders' Profit / Loss	164	330	312	458	581	Contract assets	573	619	794	805	861
Basic EPS (RMB)	0.044	0.095	0.091	0.135	0.171	Amount due from related parties	0	0	0	0	0
Earnings / ADS (RMB)	0.444	0.951	0.912	1.349	1.712	Prepaid expense and other assets	190	183	331	387	379
						Restricted cash	577	521	521	521	521
						Cash & cash equivalents	397	986	568	1,055	1,509
						Total current assets	5,426	4,638	4,796	5,429	6,064
						Total Assets	6,149	6,454	6,534	7,202	7,854
						Short-term borrowings	138	198	0	0	0
						Amount due to related parties	10	11	11	11	11
						Insurance premium payables	592	537	614	698	738
						Deferred revenue	0	0	0	0	0
						Accrued expenses and other current liabilities	598	704	822	912	908
						Current lease liabilities	33	35	35	35	35
						Total Current Liabilities	1,370	1,485	1,481	1,655	1,691
						Non-current lease liabilities	27	11	11	11	11
						Amounts of the consolidated VIEs	73	84	84	84	84
						Total Non-current Liabilities	101	95	95	95	95
						Total Liabilities	1,470	1,580	1,576	1,750	1,786
						Ordinary shares	0	0	0	0	0
						Additional paid-in capital	7,003	6,832	6,718	6,753	6,789
						Accumulated other comprehensive income/(loss)	144	160	160	160	160
						Accumulated deficit	(2,562)	(2,194)	(1,919)	(1,461)	(881)
						Mezzanine equity	93	76	0	0	0
						Total Shareholders' Equity	4,678	4,874	4,959	5,452	6,068
						Minority Interest	0	0	0	0	0
						Total Equity	4,678	4,874	4,959	5,452	6,068

资料来源：公司、国泰君安国际。

财务比率					
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Cost to revenue (%)	45.4	47.8	48.0	46.0	46.0
Selling expense to revenue (%)	28.1	25.3	27.7	27.5	22.2
Admin expense to revenue (%)	15.3	13.4	10.6	9.8	9.2
R&D expense to revenue (%)	11.4	7.9	6.8	6.8	6.8
Operating profit margin (%)	(0.3)	5.7	6.8	9.9	15.8
Net margin (%)	6.2	12.0	9.4	11.8	13.8
ROE (%)	3.5	6.9	6.4	8.8	10.1
ROA (%)	2.7	5.2	4.8	6.7	7.7

个股评级标准

参考基准: 纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”) 对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2025国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com