



## 平安好医生 (1833.HK): 1H25 业绩亮眼, 但年内较大股价涨幅或仍需业绩增长消化

公司 1H25 业绩表现亮眼, 也是公司自 2H21 进入业务转型期以来, 首次在收入增速、毛利率、经调整归母净利润率三大核心指标上全面录得增长。我们认为公司在业绩层面已重回增长轨道, 且长期来看公司在平安集团“综合金融+医疗养老”战略下将扮演重要角色, 但公司股价年内涨幅较大, 短期从估值层面看, 我们认为需要更高的业绩增长对目前估值进行消化。维持“持有”评级, 上调目标价至 14.0 港元。

• **1H25 业绩亮眼, 核心收入与利润率指标均录得增长。**1H25 收入同比+20%至人民币 25.0 亿元 (较 Visible Alpha 市场预期高约 3%), 毛利率同比提升 1.4pcts 至 33.6%, 三大期间费用率同比下滑 6.3pcts, 带动经调整净利同比大幅增长 84%至 1.6 亿元 (经调整净利率同比+2.3pcts), 是公司自 2H21 进入业务转型期以来首次在收入增速、毛利率、经调整归母净利润率三大核心指标上全面录得增长, 业绩表现优异。收入按支付方拆分, 公司聚焦的 F 端和 B 端企业员工健康管理业务收入增长迅速, 其中: 1) F 端收入同比+28%; 2) B 端企康业务收入同比+35%; 3) C 端收入则同比-8%。

• **AI 助力家医客均服务成本大幅下降, 公司在医险数据上具备优势。**期内公司收入与利润率的改善一部分由 AI 驱动, 截至 1H25, AI 辅助医生日间接诊承接量可达 400 万人次 (复杂疾病多学科会诊治疗方案准确率近 80%), 并可实现家医客均服务成本同比下降约 52%, 同时助力中台运营效率同比提升约 50%。公司作为平安集团子公司, 拥有非险资系公司难以获得的庞大医险数据 (涵盖处方治疗、医疗产品、个人健康等)。此外, 公司拥有超 14.4 亿次在线问诊数据可用于 AI 医疗大模型的训练。我们认为公司相较其他线上问诊平台在数据质量上具备一定优势。

• **养老服务逐步升级, 收入增长强劲。**1H25 养老服务收入同比+264%至人民币 1.7 亿元, 占收入比例同比提升 4.6pcts 至 6.9%。公司于年内对养老的业务模式进行了升级, 包括: 1) 医疗健康: 将专属医生升级为副高及以上、北京大学国际医院及世界家庭医生组织双认证的全科医生; 2) 居家安全: 升级智能适老化设备, 主动监测长者居家风险, 可远程进行救助协助, 必要时应急专员可急速上门; 3) 照护: 提供上门评估、专业照护指导, 以及护理床位匹配推荐、参观和入住协助, 目前已合作超百家养老护理机构。

• **维持“持有”评级, 升目标价至 14.0 港元。**我们认为公司 1H25 业绩亮眼, 但业绩改善的预期已反映在了年内较大的涨幅之中 (根据 Bloomberg 市场预期, 公司当前股价对应 101x 2026E PE; 京东健康与阿里健康则在 30-34x 区间), 当前的估值需要更快速的收入增长及利润率改善支撑。维持“持有”评级, 新目标价 14.0 港元 (对应 2026E P/E 72x)。

• **投资风险:** 互联网医疗及养老相关政策变化; 业绩增速不及预期。

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	5,525	6,380	7,381
同比变动	-24.7%	2.9%	14.9%	15.5%	15.7%
归母净利润/(亏损)	(323)	81	242	408	562
P/E (X)	NA	214.3	136.5	80.9	58.8
P/S (X)	3.3	3.6	6.0	5.2	4.5

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 8 月 21 日

### 评级

持有

目标价 (港元)	14.0
潜在升幅/降幅	-11%
目前股价 (港元)	15.7
52 周内股价区间 (港元)	3.2-18.2
总市值 (百万港元)	34,021
近 3 月日均成交额 (百万港元)	206

注: 截至 2025 年 8 月 20 日收盘价

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	5,525	6,380	7,381
营业成本	(3,165)	(3,285)	(3,641)	(4,211)	(4,879)
毛利润	1,509	1,523	1,883	2,169	2,502
毛利率	32.3%	31.7%	34.1%	34.0%	33.9%
销售费用	(836)	(764)	(784)	(810)	(864)
管理费用	(1,481)	(930)	(912)	(989)	(1,070)
核心经营利润	(808)	(170)	187	370	568
经营利润率	-17%	-4%	3%	6%	8%
其他收益	90	46	(40)	(20)	(10)
其他收入	143	35	30	33	36
财务费用	243	183	110	102	74
分占联营公司亏损	0	0	0	0	0
税前利润	(332)	94	288	485	668
所得税	(3)	(5)	(43)	(73)	(100)
税后利润	(335)	88	244	413	568
少数股东权益	(12)	7	2	4	6
归母净利润	(323)	81	242	408	562

### 现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税后利润	(335)	88	244	413	568
折旧和摊销	161	96	61	44	34
财务费用-净值	(189)	(143)	(110)	(102)	(74)
贸易及其他应收款项增加	347	(115)	(192)	(92)	(196)
贸易及其他应付款项增加	(224)	99	82	275	93
其他	(43)	74	8	7	7
经营活动所得现金流量净额	(283)	99	93	544	433
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	0	104	75
投资活动所用现金流量净额	(1,486)	115	3,958	212	169
发行股份所得款项	0	0	0	0	0
银行贷款及其他	(67)	(38)	(4,360)	(0)	0
融资活动所得现金流量净额	(67)	(38)	(4,360)	(0)	0
现金及现金等价物增加/(减少)	(1,836)	176	(309)	756	602
期初的现金及现金等价物	3,701	1,867	2,045	1,736	2,492
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	1,736	2,492	3,094

### 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	1,736	2,492	3,094
存货	199	93	106	125	143
应收款项	1,190	1,107	1,254	1,263	1,366
合同资产	159	202	212	223	234
预付款项及其他资产	348	382	414	478	554
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	9,471	10,341	11,162
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	2,285	2,560	2,653
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	8,716	9,021	9,145
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)	(6,891)	(6,482)	(5,920)
少数股东权益	(17)	(10)	(7)	(3)	2
权益总额	13,267	3,580	3,824	4,237	4,805

### 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	0.2	0.2
每股收入	4.3	4.0	2.4	2.8	3.2
每股净资产	11.9	3.0	1.7	1.9	2.1
估值 (倍)					
P/E	NA	214.3	136.5	80.9	58.8
P/S	3.3	3.6	6.0	5.2	4.5
P/B	1.2	4.9	8.6	7.8	6.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	32.3	31.7	34.1	34.0	33.9
归母净利率	(6.9)	1.7	4.4	6.4	7.6
净资产收益率	(2.4)	1.0	6.5	10.1	12.4
资产回报率	(1.9)	0.5	1.6	3.1	4.1
投资资本回报率	(2.4)	0.6	1.9	3.8	5.2
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	(24.7)	2.9	14.9	15.5	15.7
归母净利润增长率	NA	NA	197.3	68.7	37.6
偿债能力指标 (%)					
资产负债率	20	79	70	68	66
流动比率	430	102	109	115	122
速动比率	424	102	107	113	120
现金比率	60	16	20	28	34

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

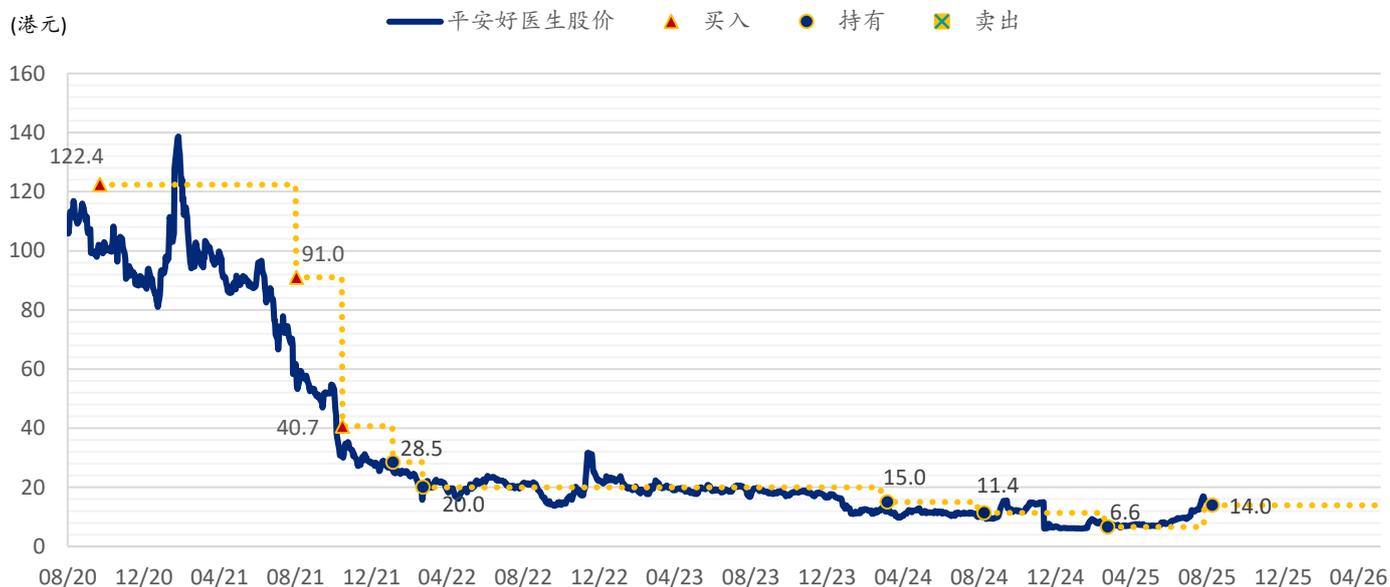
图表 2: 港股互联网医疗企业估值表

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 (%)	市销率 PS			市盈率 PE		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1833 HK	平安好医生	15.74	37,371	62.1	149.8	6.3	5.6	5.0	151.0	100.7	69.6
6618 HK	京东健康	63.65	205,767	31.8	125.7	2.7	2.4	2.1	38.5	33.7	29.5
241 HK	阿里健康	5.34	88,196	13.6	58.9	2.4	2.2	2.0	36.3	30.8	26.0
6086 HK	方舟健客	3.71	4,825	(3.4)	(43.8)	1.3	1.0	0.7	NA	92.1	35.7
9886 HK	叮当健康	0.80	1,346	53.8	66.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA
市值加权平均 (不含平安好医生)						2.6	2.3	2.1	37.8	33.8	28.5
市值加权平均						3.0	2.7	2.4	50.6	41.2	33.1

注: E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2025 年 8 月 20 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 平安好医生 (1833.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 医药行业覆盖公司

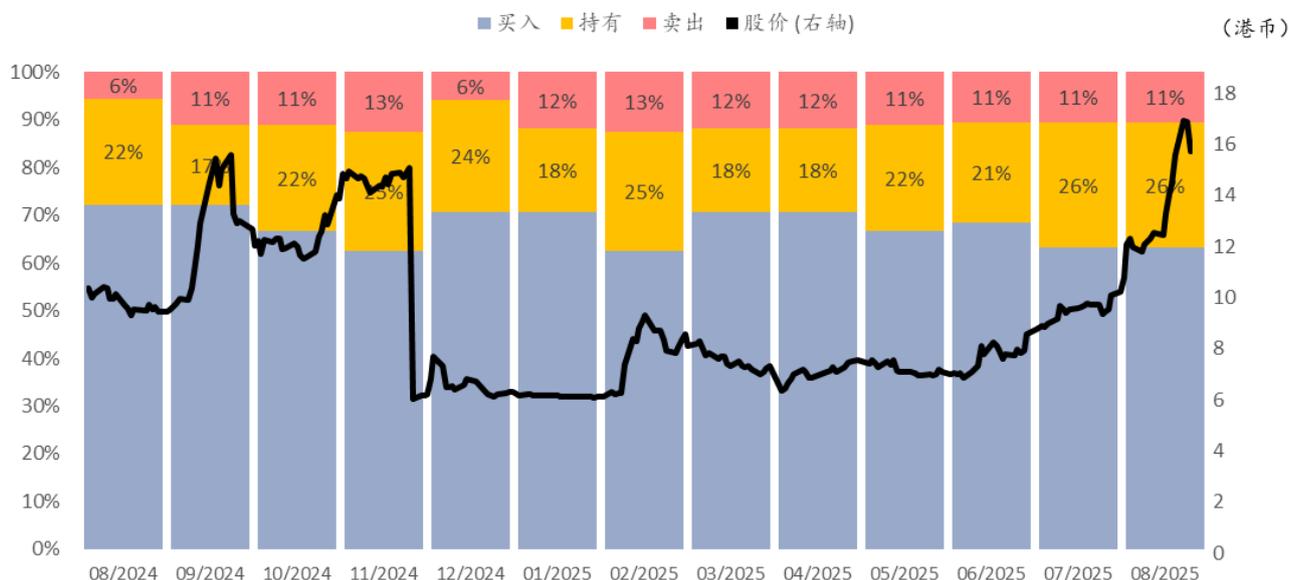
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	431.0	买入	525.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	25.2	买入	28.0	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.9	买入	18.0	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	27.0	买入	36.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	33.5	买入	46.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	309.3	买入	349.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	184.3	买入	211.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	237.5	买入	276.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	6.4	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	70.2	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	78.5	持有	29.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	76.7	持有	40.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	18.8	买入	11.7	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	30.3	持有	19.6	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	94.7	买入	95.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.2	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	8.1	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	162.6	买入	129.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	9.0	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	71.5	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	4.5	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	79.0	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	88.3	买入	57.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	47.2	买入	29.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	16.2	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	11.5	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	62.9	买入	67.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	7.5	买入	9.1	制药
2359 HK Equity	药明康德	101.3	买入	128.5	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	91.8	买入	113.5	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	21.1	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	29.9	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	30.6	持有	30.0	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	57.7	买入	69.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	236.6	买入	300.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	20.6	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	4.6	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	8.7	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.5	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	14.5	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	27.0	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	23.4	买入	30.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	284.4	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	23.3	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	16.0	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	6.6	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	2.4	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	5.3	持有	4.7	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	15.7	持有	14.0	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	5.4	买入	7.5	数字疗法

注: 数据截至 2025 年 8 月 20 日收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5：市场普遍预期：平安好医生（1833.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：SPDBI 情景假设：平安好医生（1833.HK）



**乐观情景：公司收入增长好于预期**

**目标价：20.0 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；
- 养老业务维持快速增长；
- 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：11.0 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；
- 养老业务增长不及预期；
- 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,日后可作修改而不另通知,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、脑动极光 6681.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、脑动极光 6681.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

