

平安好医生 (1833 HK, 买入, 目标价: HK\$19.29)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$19.29 当前股价: HK\$15.28

股价上行/下行空间 +26%

52 周最高/最低价 (HK\$) 24.40/5.53

市值 (US\$mn) 4,249

当前发行数量(百万股) 2,161

三个月平均日交易额 (US\$mn) 58

流通盘占比 (%) 41

主要股东 (%)

安鑫有限公司 54

乐安斯 2

UBS AM 0

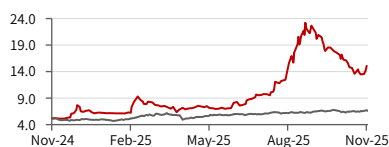
按 2025 年 11 月 14 日收市数据

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\$)	19.29	10.30	87%
2025E EPS (RMB)	0.12	0.07	90%
2026E EPS (RMB)	0.15	0.10	59%
2027E EPS (RMB)	0.34	0.24	42%

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 (+24%)	0.13 (+17%)

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。

AI 驱动与 F/B 端协同构筑增长新引擎

- 2025 年三季度, 公司整体经营稳健增长, 展现发展潜力;
- AI 全面赋能应用助力收入、利润双增长;
- 重申买入评级, 将 DCF 目标价上调为 19.29 港元 (之前为 10.30 港元)。

2025 年三季度整体经营稳健增长, 展现发展潜力: 根据公司 3Q25 年报告, 依托医险协同持续深化、“保险+医养”会员模式精耕, 以及企业健康管理业务的快速推进, 公司在前三季度的总收入为 37.25 亿元, 同比增长 13.6%; 经调整后净利润为 2.16 亿元, 较上一年同期增长为 45.7%。公司利润增速显著快于收入, 体现产品结构优化、规模效应与运营效率提升带来的高质量增长, 公司基本面稳中向好, 发展潜力进一步显现。

AI 全面赋能应用助力收入、利润双增长: 根据公司 3Q25 年报告, 公司收入和利润实现同步增长的核心驱动力来自 AI 在全链路的落地。公司持续深化 AI 平台建设, 将其嵌入问诊、分诊、随访与运营管理: 复杂疾病 MDT 方案准确率提升至近 90%, 有效提高诊疗决策与转诊效率; 家医业务客均服务成本同比下降 52%, 显著改善单位经济模型。在收入端, 更高的诊断准确率与个性化方案带动用户体验与付费转化、复购与客单价提升; 在成本端, 流程自动化与医生人效提升压低成本, 从而推动毛利率上行、费用率下行。

AI 赋能下的 F/B 端协同增长与到线服务闭环: 根据公司 3Q25 年报告, 公司协同中国平安集团, 汇聚 F 端及 B 端企康流量, 线上、线下结合, AI 全面赋能应用, 打磨以到线服务为核心、串联到店、到企、到家的闭环服务系统。根据公司 3Q25 年报告, 公司 F 端及 B 端企业健康业务收入同比增长 21.5%, 累计服务的企业客户数超 4500 家, B 端付费用户数较上一年同比增长 30.6%, 居家养老服务的权益用户数较 2024 年末增长 41.0%, 家医会员权益覆盖用户数已超 4000 万人。我们认为, F/B 端协同与 AI 驱动的服务效率与体验提升, 有望持续推进公司医险协同模式, 以及企业健康管理业务。

重申买入评级, 将 DCF 目标价上调为 19.29 港元 (之前为 10.30 港元): 根据公司 3Q25 年报告, 我们调整了公司毛利率预测。我们 DCF 模型的 WACC 保持 9.2% 不变, 终期增长率调整为 4% (之前为 3.0%)。我们的目标价对应 2026 年 P/S 比率为 7.89x, 高于互联网医疗可比公司均值 1.9x P/S。考虑到公司盈利能力持续稳健提升, 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	1,857	2,355	2,976
归母净利润 (RMBmn)	(323)	81	269	329	741
每股收益 (RMB)	(0.30)	0.07	0.12	0.15	0.34
市盈率 (x)	N/A	56.3	113.5	92.5	41.1

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

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

盈利预测

根据 3Q25 公司财报，我们上调了公司 2025E-27E 年的毛利率预测至 34.91%/38.31%/41.59%。在公司深化医险协同，以及企业健康管理业务上的快速推进中，公司协同平安集团汇聚 F 端及 B 端企业康流量，AI 全面赋能应用，进一步完善服务体系。在成本端，公司通过流程自动化与医生人效提升压低边际服务成本，从而推动毛利率上行、费用率下行。AI 赋能下的 F/B 端协同增长与到线服务闭环，展现出公司整体经营显著向好的趋势，其毛利率有望在 2025E-27E 进一步增长。

由于毛利率的变动，导致我们 2025E-27E 年的净利润预测上调至 2.69 亿/3.29 亿/7.41 亿元，分别前的预测提高了 90%/59%/42%。

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	5,321	6,147	7156	0%	0%	0.00
归母净利润	269	329	741	141	207	522	90%	59%	42%
毛利率	35%	38%	42%	32%	36%	38%	2.46ppts	2.08ppts	3.14ppts
每股盈利(元)	0.12	0.15	0.34	0.07	0.10	0.24	90%	59%	42%
销售费用	798	891	1,038	798	891	1038	0%	0%	0.00
管理费用	984	1,106	1,217	984	1,106	1217	0%	0%	0.00

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	2,316	2,554	2839.71	0%	0%	0.00
健康服务收入	2,439	2,575	2,789	2,439	2,575	2789.43	0%	0%	0.00
养老服务收入	566	1,018	1,527	566	1,018	1527.04	0%	0%	0.00

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 19.29 港元（之前为 10.30 港元）

我们使用两阶段 DCF 估值法：第一阶段从 2026 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%。考虑到公司医险协同模式的不断深化，以及公司在企业健康管理业务上的快速推进，我们将终值增长率调高为 4%（之前为 3.0%）。

我们 DCF 目标价为 19.29 港元，对应 2026 年 P/S 比率为 7.89x，高于互联网医疗可比公司均值的 1.9x P/S。对应 11 月 14 日收盘价 15.28 港元，我们的最新目标价蕴含 26% 的上行空间。随着公司持续深入优化业务策略，公司的收入有望继续稳步增长，增强其在激烈市场竞争中的领先优势，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	276	339	762	1,001	1,239	1,104
财务费用	-100	-159	-156	-243	-183	-120	100	42	21	-7	-40
息税前利润	-1,041	-1,683	-793	-575	-89	156	438	804	1,022	1,232	1,065
息前利润	-1,048	-1,698	-796	-578	-94	154	435	796	1,012	1,219	1,054
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	-6,195	763	552	855	962	1,247
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	-5,983	1,256	1,406	1,925	2,239	2,359
贴现因子								1	2	3	4
自由现金流现值						-5,983	1,256	1,288	1,615	1,720	1,659

估值摘要表	as of 2026YE
自由现金流现值 (2026E-30E)	7,537
永续现金流现值 (Tg =4.0%)	33,176
企业价值	40,713
(-) 净负债	2,775
(-) 少数股东权益	-10
股权价值 (百万元)	37,947
股权价值 (百万港币)	41,700
总股本 (百万)	2,161
目标价 (港币)	19.29
最新收盘价	15.28
上行/(下行)空间 %	26%

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	4.0%

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%
3.5%	19.56	18.61	17.74	16.94	16.21
3.8%	20.47	19.43	18.48	17.62	16.83
4.0%	21.47	20.33	19.29	18.35	17.50
4.3%	22.59	21.32	20.19	19.16	18.23
4.5%	23.84	22.43	21.18	20.05	19.03

备注：2025 年 11 月 14 日收盘价，港币：人民币汇率 0.91

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)			
				2025/11/14	RMB 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
互联网医疗行业可比公司													
京东健康*	6618.HK	买入	HK\$55.17	HK\$68.75	200,598	58,160	67,091	77,218	87,600	3.4	1.5	1.3	2.3
阿里健康	0241.HK	未覆盖	N/A	HK\$5.91	87,122	27,027	30,598	33,668	36,874	3.2	2.8	2.6	2.4
平均值					143,860	42,593	48,845	55,443	62,237	3.3	2.2	1.9	2.3
平安健康*	1833.HK	买入	HK\$19.29	HK\$15.28	30,100	4,808	5,321	6,147	7,156	6.3	5.7	4.9	4.2

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 11 月 14 日。

资料来源：万得、华兴证券预测

风险提示

影响目标价的潜在风险包括：

- **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)	(3,464)	(3,792)	(4,180)
毛利润	1,523	1,857	2,355	2,976
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)	156	438	804
息税折旧及摊销前利润	7	254	534	901
利息收入	180	120	(100)	(42)
利息支出	0	0	0	0
税前利润	94	276	339	762
所得税	(5)	(3)	(3)	(8)
净利润	81	269	329	741
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	269	329	741
基本每股收益 (RMB)	0.07	0.12	0.15	0.34

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,402	7,087	8,056	9,557
货币资金	2,045	(3,984)	(2,775)	(1,415)
应收账款	1,107	875	674	784
存货	93	86	94	104
其他流动资产	10,157	10,110	10,063	10,084
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	10,495	11,469	12,972
流动负债	13,077	6,647	7,291	8,053
短期借款	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0
应付账款	12,095	5,694	6,338	7,100
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	16	0	0	0
负债	13,200	6,647	7,291	8,053
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	(7,133)	(6,864)	(6,535)	(5,793)
归属于母公司所有者权益	3,589	3,858	4,187	4,929
少数股东权益	(10)	(10)	(10)	(10)
负债及所有者权益	16,780	10,495	11,469	12,972

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	269	329	741
折旧摊销	96	97	96	97
利息（收入）/支出	183	120	(100)	(42)
其他非现金科目	(58)	(46)	(46)	(46)
其他	(186)	(228)	197	86
营运资本变动	(16)	(6,203)	772	561
经营活动产生的现金流量	100	(5,991)	1,248	1,399
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	(6,030)	1,209	1,360
自由现金流	63	(5,983)	1,256	1,406

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	21.9	26.8	26.4
息税折旧及摊销前利润	101.8	3,289.8	110.7	68.6
净利润	125.2	229.8	22.6	125.0
调整后净利润	125.2	229.8	22.6	125.0
稀释每股调整收益	124.4	70.7	22.6	125.0
盈利率 (%)				
毛利率	31.7	34.9	38.3	41.6
息税折旧摊销前利润率	0.2	4.8	8.7	12.6
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)	2.9	7.1	11.2
调整后息税前利润率	0	0	0	0
净利率	1.7	5.0	5.4	10.4
调整后净利率	1.7	5.0	5.4	10.4
净资产收益率	2.3	7.0	7.9	15.0
总资产收益率	0.5	2.6	2.9	5.7
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	1.0	1.1	1.1	1.2
估值比率 (x)				
市盈率	56.3	113.5	92.5	41.1
市净率	1.3	7.9	7.3	6.2
市销率	6.3	5.7	5.0	4.3

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于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%。