

事件点评

国锐生活 (0108.HK) 公司点评

2026 年 02 月 25 日

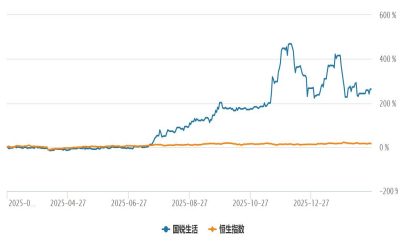
收购春雨医生，打造“物业+数字医疗”抗周期增长新范式

恒生指数 26,590.32
恒生物业服务及管理指数 2,036.95

市场数据

收盘价 2.54
52 周最高/最低 (港元) 4.28/0.56
总市值 (亿港元) 81.77
流通市值 (亿港元) 81.77

股价走势



资料来源: Wind 资讯、盈立证券

证券分析师

姓名: Chan Kwok Keung
SFC 持牌号: BUL892
Mail: winson.chan@usmart.hk

事件

国锐生活 (0108.HK) 于 2025 年 12 月 5 日公告, 已与春雨天下软件有限公司 (下文称: 春雨医生) 签署股权转让协议, 拟以总对价 2.69 亿元人民币收购春雨医生约 78.3% 股权, 成为其控股股东。本次交易将采用“现金+股份”的组合支付方式, 其中 20% 以现金结算, 剩余部分通过发行约 1.47 亿股股份支付, 发行价定为 1.6 港元/股。公司正积极与持有剩余 12.76% 股权的股东磋商, 以期进一步整合标的资产。

投资要点

核心逻辑: 公司通过战略性收购行业领先的数字医疗平台春雨医生, 从传统地产与物管运营商向“物业+数字医疗”融合服务商转型。此举旨在应对地产周期压力, 构建弱周期性“第二增长曲线”, 优化收入结构, 提升盈利韧性及长期估值吸引力。

引入优质弱周期资产, 优化结构与平滑业绩: 本次收购以极具吸引力的价格 (单用户成本仅 1.5 元) 获取了中国移动互联网医疗领域的优质资产, 包括 1.8 亿注册用户、69 万名签约医师及 4 亿份健康档案, 同时获得医疗牌照 (《医疗机构执业许可证》及互联网医院资质)。公司地产主业 (物管及投资物业) 面临下行周期压力, 春雨医生业务具有轻资产、现金流稳定及非周期性特征, 收购后预计贡献总收入约 20%, 可有效平滑公司整体业绩波动。

独特资源赋能, 实现“1+1>2”的深度协同: 公司独有的三大资源将为春雨医生解决行业痛点、开拓增长空间, 具体体现在地产场景资源赋能获客与服务、政府关系资源赋能支付与 G 端市场、品牌信任资源赋能用户转化。

AI 技术构筑壁垒, 重塑服务模式与成本结构: 2023 年 5 月, 基于大模型的 AI 医生产品春雨慧问推出, 实现秒级响应的全流程 AI 赋能。AI 技术能 7×24 小时服务, 突破时空限制, 并通过“数字分身”复刻专家能力, 提升优质医疗资源可及性。基于春雨慧问 AI 医生, 可将高质量医疗服务规模化供给, 由 AI 接管基础工作, 大幅提升医生人效, 降低边际服务成本, 形成“降本-提质-扩容”的良性循环。“地产+医疗+AI”融合, 有望打造差异化的城市级健康服务平台。

风险提示: 市场竞争加剧; 政策监管趋严; AI 医疗技术及应用风险。

□ 打造“抗周期”的第二增长曲线

1. 战略转型应对周期压力，切入数字医疗谋增长

国锐生活有限公司（股份代码：0108.HK）为香港上市的综合型城市运营与资产管理平台。公司核心业务聚焦于两大板块：一是立足中国境内的物业管理服务；二是涵盖中国、美国及英国市场的物业开发与投资。公司以物业开发与投资为核心主轴，协同提供配套的资产管理及增值服务，致力于实现股东价值的长期稳健增长。

然而，2024 年公司传统地产业务面临显著挑战。期内，物业管理服务收入同比下降 17% 至 2.05 亿港元，叠加投资物业公允价值波动影响，共同导致公司整体营收承压。这一定程度揭示了以传统地产为主营的业务结构在宏观经济与行业周期波动中显现的盈利脆弱性。

为应对传统业务的周期性压力，构建更具韧性的盈利模式已成为公司的战略重心。我们认为，寻求并发展多元化、非周期性的收入来源，对于平抑业绩波动、保障股东长期回报至关重要。在此背景下，公司战略性地选择进入数字医疗领域。该行业具有弱周期性、轻资产运营及现金流相对稳定等特征，有望与公司现有地产业务形成有效协同与互补。此次跨界布局不仅是公司对冲地产下行风险、优化整体盈利结构的关键举措，也为其开辟了新的中长期增长曲线，体现了管理层主动求变、提升企业综合抗风险能力的战略意图。

2. 构筑非周期增长极，优化收入结构以提升估值韧性

领先的互联网医疗平台，具备深厚生态与数据资产：春雨医生成立于 2011 年，是中国互联网医疗领域的先行者与主要平台之一，拥有广泛的品牌认知度与坚实的用户基础。公司核心业务矩阵涵盖数字互联网医院、在线健康管理、医学健康科普、药企数字化营销、健康社区以及创新型健康保险等。平台吸引了包括腾讯、百度、华为、天士力、拜耳、杨森、辉瑞、葛兰素史克（GSK）在内的逾千家大型企业作为深度生态合作伙伴。其服务网络覆盖全国超 300 个城市，累计服务用户已突破 2 亿人次。

作为行业早期入局者，春雨医生已形成显著的规模与数据壁垒，其核心资产价值主要体现在以下三个方面：①**用户流量基础雄厚：**截至 2025 年 6 月，平台注册用户数约达 1.8 亿，日均处理健康咨询量约 33 万次，形成了稳定的高频医疗健康流量入口。②**医疗资源网络广泛：**平台签约执业医师总数达 69 万名，构建了覆盖全科及多个专科的庞大在线诊疗服务体系。③**健康数据资产独特：**平台累计生成并沉淀了约 4 亿份电子健康档案，这一高质量、大规模的结构化数据池，为未来开发与训练垂直医疗 AI 大模型、开展个性化精准健康管理服务构筑了深厚的“数据护城河”。

收入规模稳健，轻资产模式彰显非周期韧性：从财务表现观察，尽管春雨医生

近年收入呈下滑态势，但仍持续保持可观的业务体量。2023 年至 2025 年前 10 个月，春雨医生收入分别为 1.01 亿元、0.66 亿元及 0.51 亿元。虽然收入连续收缩，但值得注意的是，其业务基于轻资产运营模式，现金流相对稳定，展现出与传统强周期行业显著不同的非周期性特征。

显著改善收入结构，增强整体盈利稳定性与估值吸引力：对公司而言，本次收购的核心战略价值在于通过引入具备非周期属性的优质资产，实质性优化公司收入来源结构。根据当前财务数据初步测算，完成收购后，数字医疗业务板块预计将贡献公司总收入的约 20%。这一比例的引入，将有效对冲地产主业固有的周期波动性风险，平滑公司整体业绩曲线，从而显著增强盈利质量的稳定性与可预测性。此举措预期将提升公司在资本市场的长期估值吸引力，为股东创造更稳健的回报。

□ 加速战略落地，三维资源赋能构建城市级医疗服务平台

1. 线上线下融合，“智慧地产+数字医疗”生态战略落地

公司在 2025 年中期报告中已明确将构建“智慧地产+数字医疗”融合生态作为核心战略方向。该战略旨在依托公司在资产运营、物业管理及社区服务方面的既有优势，将健康要素深度融入居住场景，打造创新的健康居住综合解决方案。具体业务布局重点锚定家庭医生服务、居家养老、慢病管理及社区医疗服务四大领域，为后续业务拓展提供了清晰的实施框架。

本次收购春雨医生，标志着上述战略从顶层规划迈入资源整合与协同落地的关键阶段。春雨医生作为领先的移动互联网医疗健康平台，其成熟的“数字化网络医院”、“保险+健康管理”等生态体系，与公司深耕的线下社区场景形成了极强的战略互补性。

通过本次收购，公司将实现**线上医疗资源与线下物理场景的深度融合**：一方面，将春雨医生庞大的线上医师资源、标准化健康管理产品及数字化运营能力，系统性地导入公司管理的 20 个大型物业项目、覆盖约 1.6 万户家庭的成熟社区平台；另一方面，公司丰富的线下社区资源与客户触点，为健康管理服务提供了天然的落地场景和信任基础，助力实现用户激活、增值服务拓展与交叉营销。

2. 三大维度资源支持，构建城市级医疗服务平台

地产资源，重构获客模型与服务闭环：利用公司的存量物业资产，解决互联网医疗“信任难建立、服务难落地”的痛点。①物理触点网格化（社区健康服务站）：在国锐全国地产项目中布局“社区健康服务站”，这不仅是医疗服务的延伸，更是流量的“捕获器”。②获客成本革命：传统互联网医疗获客成本高，通过社区义诊、免费体检等“近场服务”，有望提升获客效率。③慢病管理闭环：利用线下站点提供血压、血糖监测等高频服务，将偶发性的“问诊”转化

为持续性的“慢病管理”，这种“线下监测+线上干预”的模式，契合国家加强基层慢性病健康管理的政策导向。

政府关系，打通支付“最后一公里”：利用公司作为实体企业的政府资源与纳税贡献，撬动医疗行业最核心的资源——医保支付与公卫采购。①**医保支付破局：**纯自费模式限制了互联网医疗的渗透率，公司可以利用政府资源推动春雨医生接入地方医保，极大降低用户支付门槛。②**G端收入拓展（公卫项目）：**承接地方政府的慢病管理、健康教育等公共卫生服务包，政府采购订单具备极高的稳定性与信誉背书，能有效对冲C端业务的波动风险。

品牌资源，信任资产的货币化：将“物业-业主”的强信任关系，转化为“医生-患者”的医疗信任关系。①**私域流量转化（业主资源）：**国锐地产项目的业主是天然的“种子用户”。相比于公域流量的陌生人，物业与业主之间存在天然的连接通道（APP、管家、社区公告栏）。②**转化路径：**通过物业管家推荐、社区健康活动等“联合营销”，将业主转化为春雨用户，直接降低营销费率。③**品牌背书效应：**国锐的实体资产背景为春雨医生提供了信用背书，缓解了用户对纯互联网平台“跑路”或“不靠谱”的担忧，提升品牌知名度和用户信任度。

□ AI大模型构筑核心技术壁垒，重塑普惠医疗服务体系

春雨医生作为国内互联网医疗领域的先行者，早于2023年5月12日便率先推出业内首款基于大模型的AI在线问诊产品“春雨慧问”，成为AI医疗赛道的拓荒者。依托平台积淀的亿级问诊数据，公司研发出“三分钟智能接诊”、“春雨智能大脑辅诊系统”等专利级技术，搭建起医疗垂直领域的专属知识图谱。2025年公司全面接入DeepSeek大模型，将多场景线上咨询的回复速度升级至秒级，实现诊前引导、辅助诊疗、全病程管理的全环节AI赋能，技术壁垒持续夯实。

春雨医生AI赋能的核心逻辑，在于将医疗行业稀缺的线下服务能力转化为可标准化、规模化的数字产品，这一突破不仅实现医生诊疗效率的倍数级提升，更从底层重塑医疗服务生产关系，推动“及时、有效、低价”的普惠医疗愿景落地，成为公司核心竞争力的重要支撑。

AI驱动可及性革命，打破医疗服务时空与效率桎梏：AI技术为医疗服务带来全方位的可及性升级，从根本上解决传统医疗的服务边界问题。一是打造7×24小时在线的“数字医生”，突破时空限制实现服务无间断，AI可在5分钟内完成病情信息收集与摘要生成，接管夜间及非核心时段的初级咨询，同时将顶级专家的诊疗逻辑代码化，让偏远地区患者也能获取符合顶级医学指南的初步诊疗建议，实现医疗服务的“平权化”。二是实现从“排队等待”到“秒级响应”的效率跃迁，通过智能预问诊与分诊功能，在医生介入前完成病史采集、症状

结构化梳理，大幅减少患者无效等待时间，显著提升单位时间接诊效率，让医疗服务的触达更高效。

复刻顶级专家能力，从技术层面提升医疗服务有效性：接入 DeepSeek 大模型后，春雨医生结合自有亿级问诊数据的核心优势，打造出可无限复制的“专家数字分身”，从根本上缓解优质医疗资源稀缺的行业痛点。AI 凭借强大的逻辑推理能力，能够精准理解复杂病情逻辑，模拟专家思维链开展鉴别诊断；通过对顶级专家历史诊疗数据的深度学习，还能提取用药偏好、问诊逻辑等隐性诊疗知识，实现专家能力的数字化复刻。这一技术让单名专家的服务能力从每日数十个号源拓展至无限并发，有效解决专家号一号难求的行业窘境，让优质医疗资源的辐射范围大幅提升。

重构医疗成本结构，实现降本增效与服务扩容双赢：平台将病历书写、预问诊、随访等低附加值、高耗时的基础工作交由 AI 完成，在不增加医生人力成本的前提下，实现服务容量的成倍扩大。同时，稀缺的医生资源得以释放并聚焦于核心诊疗环节，诊疗资源配置效率大幅提升，公司也因此拥有向患者提供更高性价比医疗产品的空间，持续降低边际服务成本，形成“降本-提质-扩容”的良性循环。

风险提示：市场竞争加剧；政策监管趋严；AI 医疗技术及应用风险。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期所在市场基准（恒生指数）的表现为标准：

- 推荐：公司股价涨幅超越基准指数大于等于 20%
- 持有：公司股价涨幅超越基准指数介于 5%-20% 之间
- 中性：公司股价变动幅度相较基准指数介于±5% 之间
- 审慎：不对公司未来 12 个月内股价表现做判断

公司长期评级

- A：公司长期成长性高于行业可比平均水平
- B：公司长期成长性与行业可比平均水平相当
- C：公司长期成长性低于行业可比平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数跑赢基准指数 10% 以上
- 中性：行业基本面稳定，行业指数较随基准指数±5% 之间
- 审慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数-10% 以上

免责条款

重要声明

本报告由盈立证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司为香港证监会许可的持牌券商（中央编号：BJA907），香港交易所参与者，持有第 1/2/4/5/6/9 类受归管活动牌照，严格遵循《证券及期货条例》，为客户就证券提供意见。本报告基于合法、可靠的已公开资料取得信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析及投资意见基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

本报告所载资料、工具、意见及推测仅对客户提供参考，并非作为所述证券买卖的出价。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的相关研究报告。

除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归盈立证券有限公司所有，本公司保留所有权利。未经书面许可，任何机构及个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

分析师声明

负责本研究报告的每一位证券分析师均持有香港证监会授予的第四类牌照，即就证券提供意见。在此申明，分析师本人秉持勤勉的职业态度，对本报告的撰写从始至终保持客观、独立。本报告清晰、准确地反映了证券分析师本人的研究观点。分析师本人过去不曾有、现在没有，未来也不会有与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关的任何形式的报酬补偿。