

【广发医药&海外】平安好医生(01833.HK)

F 端稳健，B 端快速增长，利润率持续提升

核心观点：

- **25 年收入快速增长，利润率持续提升。**公司 25 年收入同比+13.7%达 54.7 亿元，毛利率同比+0.7pct 至 32.4%，经调整净利润同比+161%达 4.14 亿元，经调整净利率同比+4.3pct 至 7.6%，持续提升。
- **积极拓展企业客户，企业健管收入快速增长，商保持续增长。**公司 25 年企业健管收入同比+40.6%达 13.06 亿元，占比提升至 23.88%，企业健管业务 GMV 约 36.3 亿元；商保协同收入同比+11.00%至 32.96 亿元。公司持续推进医险协同模式深化，同时协同集团共同打造商业保险+健康保障委托+医疗健康服务产品，加速拓展企业客户，服务的付费企业客户超 6,700 家，同比+83.1%。
- **持续完善四到服务网络，AI 赋能效果显著。**公司进一步拓展服务网络、提升服务质量，并不断强化平台化、规模化服务采购议价优势。“平安圈”通过整合连锁药店、齿科、中医理疗馆等医药健康服务资源，与美团、叮当快药等平台合作，为企业客户打造线下一站式健康服务闭环。企业客户员工可通过企业健康账户，享受快速购药配送、在线问诊、医疗健康管理等多项服务。同时 AI 赋能效果显著，毛利贡献占比 4.5%，25Q4 单次问诊成本同比-45%。
- **盈利预测与投资建议。**商保业务稳健增长，企管业务受客户数及 ARPU 提升驱动快速增长，经营效率持续提升，盈利将进一步扩大，预计 26-28 年收入同比+14~16%，毛利率趋于提升。同时随着收入增长及费用控制，费用率趋于下降，预计 26-28 年经调整净利率率趋于提升。参考可比公司估值，给予 26 年 5 倍 PS，得到合理价值 16.46 港元/股。**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**F/B 端拓客不及预期；客户留存不及预期；费用上升等。

盈利预测： 备注：汇率 1 港币≈0.88 人民币；货币若无特别说明均为人民币

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	4,808	5,468	6,257	7,202	8,374
增长率 (%)	2.9%	13.7%	14.4%	15.1%	16.3%
EBITDA	7	349	458	598	786
归母净利润	81	380	490	638	835
增长率 (%)	-125.2%	366.1%	29.1%	30.2%	30.9%
EPS (元/股)	0.07	0.18	0.23	0.30	0.39
市盈率 (P/E)	74.9	70.5	46.1	35.4	27.0
ROE (%)	2.3%	3.8%	4.7%	5.8%	7.0%

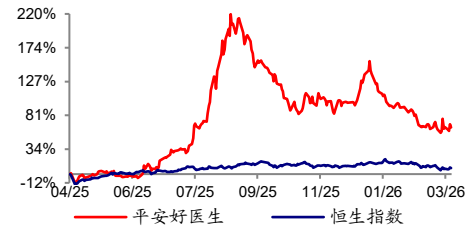
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	11.88 港元
合理价值	16.46 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-06

相对市场表现



分析师：

杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004

SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

分析师：

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

相关研究：

【广发医药&海外】平安好医生(01833.HK) : 前瞻：预计收入稳健增长，利润率持续提升 2026-02-25

【广发医药&海外】平安好医生(01833.HK) : 业绩稳健增长，新换管理层战略升维 2025-10-26

【广发医药&海外】平安好医生(01833.HK) : 业绩持续提升，与集团协同持续深化 2025-08-25

盈利预测与投资建议。

公司经营指标持续转好，商保业务稳健增长，企管业务受客户数及ARPU提升驱动快速增长，经营效率继续提升，盈利将进一步扩大。后续公司预计将继续重点扩大B端客户渗透，并挖掘这类客户需求，提升ARPU。具体如下。

商保协同：依托存量客户深度运营与稳健需求支撑，业务发展韧性较强，预计26-28年收入增速保持10%以上水平，保持稳步增长。

企业健管：B端客户持续渗透，ARPU高增，预计26-28年收入增速约37%~40%，成为拉动公司整体增长的核心动力。

综上，预计26-28年收入实现双位数增长，毛利率趋于提升。

公司业务主要以服务业务和平台业务为主，随着收入增长及费用控制，规模效应逐渐体现，预计费用率趋于下降，预计26-28年经调整净利润率趋于提升。

港股可比公司包括阿里健康和京东健康，二者的医药自营业务收入占比高，主要为药品和保健品等销售收入，毛利率较低。阿里健康FY25医药自营业务收入占比超过88%，京东健康25年医药和健康产品销售业务收入占比约83%。毛利率方面，阿里健康、京东健康FY25和25年约24%左右，平安好医生约32%。费用率方面，除管理费用、销售费用外，阿里健康和京东健康履约费用率约10%，是电商公司较大的费用项。经过近几年战略升级，平安好医生以医疗、健康服务业务为主，聚焦高毛利率业务，同时持续优化费用，且费用率仍有优化空间。

对比各公司历史PS值，平安好医生估值基本是阿里健康、京东健康的约2~3倍。考虑到平安好医生业务结构优化、高价值业务占比提升，毛利率趋于提升，费用率趋于下降，利润率趋于提升，账上资金充裕，参考港股可比公司估值，给予26年5倍PS，得到合理价值16.46港元/股。**维持“买入”评级。**

风险提示：受宏观经济影响，保险行业增长不及预期，投保人增长不及预期，企业缩减开支，进而导致公司F/B端客户拓展不及预期；客户留存或续约不及预期；随着客户数体量增加，未来获客成本可能增加等。

表 1: 平安好医生分业务预测表

营收(百万元人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
商保协同业务	2,969	3,296	3,665	4,086	4,564
企业健管业务	929	1,306	1,825	2,527	3,477
其他业务	910	867	768	588	332
合计	4,808	5,468	6,257	7,202	8,374
收入 YoY	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
商保协同业务		11.0%	11.2%	11.5%	11.7%
企业健管业务		40.6%	39.7%	38.5%	37.6%
其他业务		-4.8%	-11.4%	-23.4%	-43.5%
合计		13.7%	14.4%	15.1%	16.3%
收入占比	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
商保协同业务	61.7%	60.3%	58.6%	56.7%	54.5%
企业健管业务	19.3%	23.9%	29.2%	35.1%	41.5%
其他业务	18.9%	15.8%	12.3%	8.2%	4.0%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
合计	31.7%	32.4%	33.1%	33.7%	34.4%

资料来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 平安好医生利润表简表

单位: 百万元人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,808	5,468	6,257	7,202	8,374
增长率	2.9%	13.7%	14.4%	15.1%	16.3%
毛利	1,523	1,772	2,069	2,428	2,880
%销售收入	31.7%	32.4%	33.1%	33.7%	34.4%
销售费用	764	829	901	1,016	1,158
%销售收入	15.9%	15.2%	14.4%	14.1%	13.8%
管理费用	930	846	900	984	1,087
%销售收入	19.3%	15.5%	14.4%	13.7%	13.0%
财务费用	183	106	112	120	132
%销售收入	3.8%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%
除税前利润	94	381	492	641	840
利润率	2.0%	7.0%	7.9%	8.9%	10.0%
净利润(含少数股东损益)	88	378	489	636	834
归属于母公司的净利润	81	380	490	638	835
净利率	1.7%	6.9%	7.8%	8.9%	10.0%
经调整净利润	158	414	523	671	868
经调整净利率	3.3%	7.6%	8.4%	9.3%	10.4%

资料来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 3: 可比公司业务对比

公司	业务名称	2025 分业务收入 (百万元)	2025 各业务收入占 总收入比例	2025 年毛 利率
阿里健康	医药自营业务	26,124	85.4%	24.3%
	医药电商平台业务	3,589	11.7%	
	医疗健康及数字化服务业务	2,591	2.9%	
京东健康	医药和健康产品销售	60,885	82.9%	24.8%
	平台、广告及其他服务	12,557	17.1%	
平安好医生	商保协同业务	3,296	60.3%	32.4%
	企业健管业务	1,306	23.9%	
	其他业务	867	15.8%	

资料来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

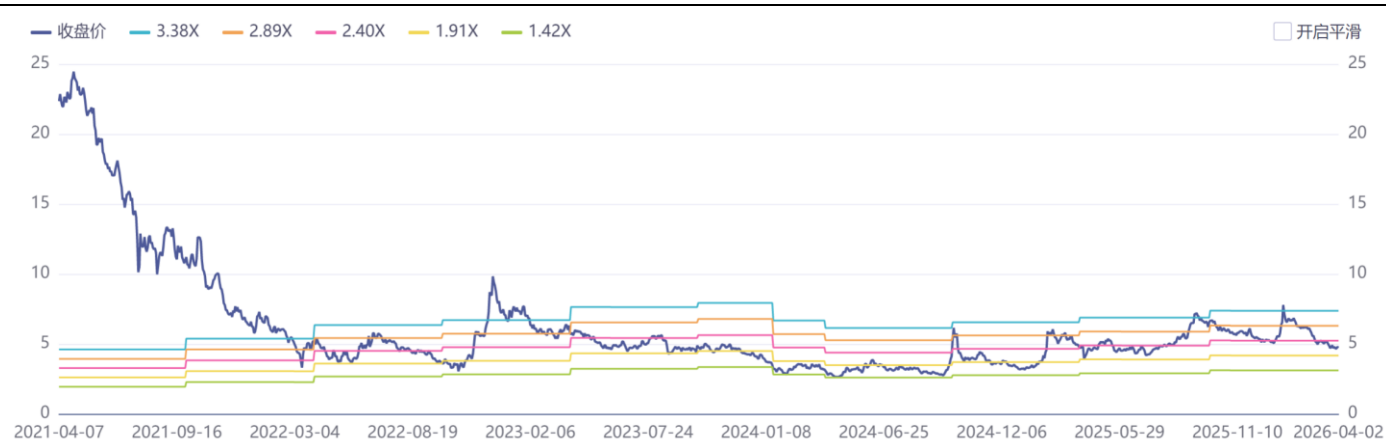
备注: 阿里健康 2025 年收入为 FY2025 财年收入, 即截止 2025 年 3 月 31 日的 12 个月。

表 4: 可比公司估值

公司	交易币种	收盘价 (港元)	总市值 (亿元 RMB)	EPS(元)		PS(X)		收入 YoY (%)	
				2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
阿里健康	HKD	4.7	671	0.14	0.16	1.9	1.7	14.2%	11.0%
京东健康	HKD	49.0	1,382	1.88	2.20	1.6	1.4	17.3%	14.6%

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心 备注: 股价截至 2026 年 4 月 6 日最新收盘价; 指标预测来自 iFind。

图 1: 阿里健康历史 PS (TTM) (单位: 港元)



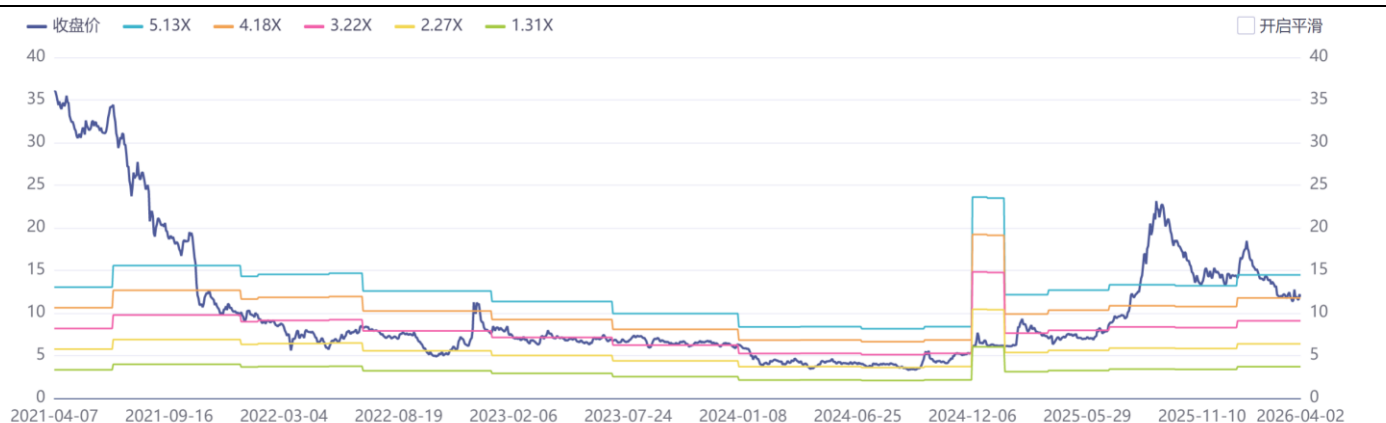
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心 备注: 左右轴均为收盘价。

图 2: 京东健康历史 PS (TTM) (单位: 港元)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心 备注: 左右轴均为收盘价。

图 3: 平安好医生历史 PS (TTM) (单位: 港元)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心 备注: 左右轴均为收盘价。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	13,402	8,688	9,252	9,852	10,707
现金及现金等价物	2,045	1,720	2,017	2,380	2,911
应收账款及票据	1,107	1,033	1,139	1,219	1,318
存货	93	63	84	91	100
其他	10,157	5,871	6,013	6,162	6,378
非流动资产合计	3,377	4,543	4,642	4,847	5,005
固定资产净值	77	86	87	92	95
长期投资	1,558	2,431	2,548	2,795	2,985
商誉及无形资产	1,743	1,726	1,693	1,660	1,629
其他	0	300	315	299	296
资产总额	16,780	13,231	13,895	14,699	15,712
流动负债合计	13,077	3,214	3,395	3,560	3,745
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	777	704	839	956	1,101
其他	12,300	2,510	2,556	2,603	2,644
非流动负债合计	123	112	106	109	104
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	123	112	106	109	104
总负债	13,200	3,325	3,501	3,669	3,849
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	3,407	9,795	10,285	10,923	11,758
其他	183	121	121	121	121
归母权益总额	3,589	9,916	10,407	11,044	11,880
少数股东权益	-10	-11	-13	-14	-16
股东权益合计	3,580	9,905	10,394	11,030	11,864
负债及股东权益合计	16,780	13,231	13,895	14,699	15,712

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	4,808	5,468	6,257	7,202	8,374
营业成本	3,285	3,696	4,189	4,773	5,494
毛利	1,523	1,772	2,069	2,428	2,880
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	764	829	901	1,016	1,158
行政管理费用	930	846	900	984	1,087
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	-170	98	267	428	635
利息收入	183	106	112	120	132
利息支出	0	0	0	0	0
权益性投资损益	0	3	3	3	3
其他非经营性损益	81	174	110	90	70
除税前利润	94	381	492	641	840
所得税	5	3	4	5	6
合并净利润	88	378	489	636	834
少数股东损益	7	-2	-2	-2	-2
归母净利润	81	380	490	638	835

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	99	451	412	595	806
合并净利润	88	378	489	636	834
折旧与摊销	96	75	77	77	78
营运资本变动	74	193	-41	-26	-33
其他非经营性调整	-153	-196	-113	-93	-73
投资活动现金流净额	115	3,172	-116	-232	-275
处置固定资产收益	1	2	110	90	70
资本性支出	-34	-40	-45	-50	-50
投资资产支出	148	3,210	-163	-293	-295
其他	0	0	-18	22	0
融资活动现金流净额	-38	-3,945	0	0	0
长期债权融资	-39	-38	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
支付股利	0	-3,907	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	178	-325	297	364	531
期初现金余额	1,867	2,045	1,720	2,017	2,380
期末现金余额	2,045	1,720	2,017	2,380	2,911

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
主营收入增长率	2.9%	13.7%	14.4%	15.1%	16.3%
营业利润增长率	-78.9%	-157.4%	174.0%	60.0%	48.4%
归母净利润增长率	-125.2%	366.1%	29.1%	30.2%	30.9%
获利能力					
毛利率	31.7%	32.4%	33.1%	33.7%	34.4%
净利率	1.8%	6.9%	7.8%	8.8%	10.0%
ROE	2.3%	3.8%	4.7%	5.8%	7.0%
偿债能力					
资产负债率	78.7%	25.1%	25.2%	25.0%	24.5%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.0	2.7	2.7	2.8	2.9
利息保障倍数	-	-	-	-	-
营运能力					
应收账款周转天数	86.0	70.5	65.5	60.9	56.7
存货周转天数	16.0	7.6	7.3	6.9	6.5
应付账款周转天数	83.2	72.1	72.1	72.1	72.1
每股指标					
每股收益	0.07	0.18	0.23	0.30	0.39
每股净资产	3.20	4.58	4.81	5.10	5.49
每股经营现金流	0.09	0.21	0.19	0.28	0.37
估值比率					
PE	74.9	70.5	46.1	35.4	27.0
PB	1.7	2.7	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	542.8	71.8	44.9	33.8	25.0

广发产业研究小组

张全琪：TMT 首席专家，中山大学通信与信息系统博士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

杨琳琳：TMT 首席专家，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。