

买入

AI 原生驱动价值重估，构建线上保险新生态

水滴公司 (WDH.N)

2026-05-08 星期五

## 【投资要点】

目标价：2.30 美元

现价：1.59 美元

预计升幅：44.7%

## 重要数据

| 日期            | 2026-05-07 |
|---------------|------------|
| 收盘价(美元)       | 1.59       |
| 总股本(亿份 ADS)   | 3.59       |
| 总市值(亿美元)      | 5.71       |
| 净资产(亿美元)      | 7.52       |
| 总资产(亿美元)      | 10.37      |
| 52 周高低(美元)    | 2.11/1.20  |
| 每 ADS 净资产(美元) | 2.08       |

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 主要股东

|       |        |
|-------|--------|
| 沈鹏    | 22.32% |
| 腾讯    | 23.10% |
| 博裕投资  | 13.10% |
| 瑞士再保险 | 5.74%  |

## 相关报告

水滴公司(WDH.N)-首发报告-20250917

水滴公司(WDH.N)-更新报告-20251208

## 研究部

姓名：李承儒  
SFC：BLN914  
电话：0755-21519182  
Email：licr@gyzq.com.hk

## ➤ 全年业绩增长超预期，盈利能力跨越式提升

公司 2025 年实现营业收入 39.78 亿元，同比增长 43.5%，实现归母净利润 5.69 亿元，同比增长 54.8%。核心业务保险业务全年实现收入达 35.77 亿元，同比增长 51.3%。2025 年第四季度，公司实现净营业收入 14.11 亿元及归母净利润 1.62 亿元，同比增长 62.7%。业务层面，公司深化与保险公司合作，加大了对长期健康险和寿险等高价值产品的营销力度，来自长险的收入同比增长 37.3%。

## ➤ 搭建 AI 原生增长新引擎，构建线上保险新生态

公司 2025 年业绩爆发式增长，是其长期战略布局进入收获期的必然结果，其中 AI 是推动水滴业绩增长的关键因素。AI 不再仅仅是降本工具，更是在收入端直接创造增量价值。通过 AI 对用户画像的深度洞察，系统能够进行更精准的产品推荐和交叉销售，显著提升了销售转化率和客单价，直接拉动保险业务整体营收增长。同时公司在业绩会上首次提出将布局 AI Agent，公司研发重点正在从单个场景的 AI 应用，转向探索具备多模态交互能力的 AI Agent。我们预计公司 2026 年持续进行高研发投入和专利布局来构建技术护城河，相信公司能够在日益激烈保险行业竞争中脱颖而出。

## ➤ AI 技术升级驱动有望实现价值重估，维持买入评级

展望 2026 年，我们预计公司收入和净利润仍然能够实现双位数增长。其中保险业务作为现金流业务，其规模和盈利能力仍会持续攀升，为公司的战略投入和创新探索提供财务基础。同时公司在 AI 领域的技术积累已取得显著成效，构筑起相对先发优势。预计公司将在客服、销售、理赔等核心场景，逐步完成从“AI 辅助”到“AI Agent 主导”的切换。届时 AI 处理业务占比、单均运营成本等关键指标将有显著变化。市场有望逐渐认识到公司并非传统互联网保险中介，而是一家以 AI 为核心的科技公司，当前估值并未能完全反映其技术价值和生态潜力。综上，给予公司 2.3 美元的目标价，对应 2026 财年的 PE 约 8.8 倍，有 44.7% 的上涨空间，维持买入评级。

| 百万元人民币       | FY2024 | FY2025 | FY2026E | FY2027E | FY2028E |
|--------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入       | 2,772  | 3,978  | 5,548   | 6,902   | 8,192   |
| 同比增长 (%)     | 5.4%   | 43.5%  | 39.5%   | 24.4%   | 18.7%   |
| 毛利率          | 52.6%  | 51.1%  | 51.5%   | 51.5%   | 51.5%   |
| 归母净利润        | 368    | 569    | 676     | 884     | 1,081   |
| 同比增长 (%)     | 119.8% | 54.8%  | 18.9%   | 30.7%   | 22.3%   |
| 归母净利润率       | 13.3%  | 14.3%  | 12.2%   | 12.8%   | 13.2%   |
| 每 ADS 盈利 (元) | 1.02   | 1.58   | 1.88    | 2.46    | 3.01    |
| PS           | 1.48   | 1.03   | 0.74    | 0.60    | 0.50    |
| PB           | 0.86   | 0.80   | 0.71    | 0.63    | 0.55    |
| PE           | 11.2   | 7.2    | 6.1     | 4.6     | 3.8     |

数据来源:Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【报告正文】

### ➤ 全年业绩增长超预期，盈利能力跨越式提升

公司 2025 年实现营业收入 39.78 亿元，同比增长 43.5%，实现归母净利润 5.69 亿元，同比增长 54.8%。净利润增速超过营收增速，反映出公司整体运营效率和利润率水平的显著改善。2025 年公司核心业务保险业务全年实现收入达 35.77 亿元，同比增长 51.3%。在宏观经济环境充满挑战的背景下，公司依然能够实现远超行业平均增速的业绩，反映出公司全面拥抱 AI 技术后，商业模式具备强大韧性。2025 年第四季度，公司实现营业收入 14.11 亿元，实现归母净利润 1.62 亿元，同比增长 62.7%。业务层面，公司深化与保险公司合作，加大了对长期健康险和寿险等高价值产品的营销力度，来自长险的收入同比增长 37.3%，由于这类产品客单价更高，能有效提升 ARPU，其长期属性也增强了用户粘性和 LTV，为公司带来了更稳定和可持续的收入。同时 AI 技术赋能的转化效率提升是公司保险业务增长中最为关键的因素，通过 AI 技术全面赋能用户触达、需求分析、产品匹配、智能核保和客户服务等多个环节，在特定场景下实现了规模保费快速增长，AI 技术应用效果拔群，极大地提升了销售转化效率和人均产能，有效对冲了传统保险经纪行业高度依赖人力和营销费用的痛点，随着规模效应的显现和运营效率的提升，保险业务的盈利能力得到极大提升，2025 年保险业务经营利润实现了 44.0% 的同比增长。2026 年管理层明确提出未来核心战略将坚定不移地推进“AI+战略”，推动公司从“使用 AI 工具”向“AI 原生公司”的全面转型。

### ➤ 搭建 AI 原生增长新引擎，构建线上保险新生态

公司 2025 年业绩爆发式增长，是其长期战略布局进入收获期的必然结果，其中 AI 是推动水滴业绩增长的关键因素。AI 不再仅仅是降本工具，更是在收入端直接创造增量价值，例如 AI 医疗险专家辅助保费规模四季度环比增长 145%。通过 AI 对用户画像的深度洞察，系统能够进行更精准的产品推荐和交叉销售，显著提升了销售转化率和客单价，直接拉动保险业务整体营收增长。同时 AI 能够让公司在用户体验端构建差异化竞争优势，由于 AI 可以长时间不间断服务，同时快速响应用户需求，例如通过 AI 理赔可以实现秒级评判，极大缩短了用户的等待时间。这种远超传统人工服务的体验，增强了用户满意度和忠诚度，形成了强大的口碑效应，从而在长期竞争中筑起护城河。同时公司在业绩会上首次提出将布局 AI Agent，公司研发重点正在从单个场景的 AI 应用，转向探索具备多模态交互能力的 AI Agent。这意味着未来公司服务将由更自主、更智能的 AI Agent 来主导，部署的 AI Agent 将能够理解复杂的语境，自主协同完成任务，

为用户提供全方位无缝服务体验。当前公司正在研发“Claw Square”的AI助手平台，能为不同功能的Agent提供一个开放式的协作基础平台，构建一个能让众多Agent协同工作的操作系统，探索更强大的组合效应。未来水滴生态将增加更多AI元素，用户交互的对象可能不再是App界面或人工客服，而是一个个功能强大、具备自主决策和执行能力的AI Agent。例如Agent能够在综合分析用户的家庭结构、财务状况、健康风险，自动生成一套最优的保障方案，甚至协同其他Agent完成投保、核保、支付全流程。这种由AI Agent主导的、千人千面、主动响应的管家式服务，将彻底颠覆现有的保险销售模式。我们预计公司2026年持续进行高研发投入和专利布局来构建技术护城河，相信公司能够在日益激烈保险行业竞争中脱颖而出。

### ➤ AI技术升级驱动有望实现价值重估，维持买入评级

展望2026年，我们预计公司收入和净利润仍然能够实现双位数增长。其中保险业务作为现金流业务，其规模和盈利能力仍会持续攀升，为公司的战略投入和创新探索提供财务基础。同时公司在AI领域的技术积累已取得显著成效，构筑起相对先发优势。预计公司将在客服、销售、理赔等核心场景，逐步完成从“AI辅助”到“AI Agent主导”的切换。届时AI处理业务占比、单均运营成本等关键指标将有显著变化。市场有望逐渐认识到公司并非传统互联网保险中介，而是一家以AI为核心的科技公司，当前估值并未能完全反映其技术价值和生态潜力。综上，给予公司2.3美元的目标价，对应2026财年的PE约8.8倍，有44.7%的上涨空间，维持买入评级。

**表 1：互联网金融科技服务行业估值比较（20260508）**

| 代码      | 证券名称    | 总市值<br>亿元人民币 | EPS（人民币元） |       |       | 市盈率PE |          |       | 市净率PB   |  | 市销率PS   |  |
|---------|---------|--------------|-----------|-------|-------|-------|----------|-------|---------|--|---------|--|
|         |         |              | 2025      | 2026E | 2027E | 2025A | 2026E    | 2027E | 2026TTM |  | 2026TTM |  |
| 6608.HK | 百融云-W   | 29.4         | 0.2       | 0.4   | 0.5   | 39.8  | 14.2     | 12.9  | 0.7     |  | 1.0     |  |
| 6069.HK | 盛业      | 84.3         | 0.5       | 0.6   | 0.8   | 17.4  | 13.9     | 10.5  | 2.0     |  | 9.6     |  |
| 9878.HK | 汇通达网络   | 35.2         | 0.5       | 0.6   | 0.7   | 6.7   | 10.0     | 8.6   | 0.5     |  | 0.1     |  |
| 2598.HK | 连连数字    | 59.9         | 1.6       | 0.0   | 0.1   | 3.6   | -255.8   | 60.3  | 2.0     |  | 3.6     |  |
| 9959.HK | 联易融科技-W | 45.9         | -0.2      | 0.0   | 0.0   | -10.3 | -1,728.4 | 63.7  | 0.7     |  | 4.8     |  |
| 0806.HK | 惠理集团    | 34.2         | 0.3       | 0.2   | 0.2   | 5.7   | 8.8      | 8.4   | 0.9     |  | 4.1     |  |
| YB.O    | 元保      | 50.0         | 9.3       | 6.5   | 8.8   | 3.8   | 2.8      | 2.0   | 1.5     |  | 1.2     |  |
| HUIZ.O  | 慧择      | 1.1          | 0.0       | N/A   | N/A   | 30.5  | N/A      | N/A   | 0.3     |  | 0.1     |  |

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

### 【风险提示】

1. 保险业务受宏观经济影响
2. 市场竞争加剧导致佣金费率下行
3. 流量费用攀升导致 ROI 下降
4. 海外市场波动与政策风险；
5. 业务协同与并购整合风险。

## 【财务报表摘要】

### 财务报表摘要

#### 损益表

<人民币百万元>，财务年度截至<十二月>

|          | 2024A   | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入       | 2,772   | 3,978   | 5,548   | 6,902   | 8,192   |
| 成本       | (1,315) | (1,943) | (2,691) | (3,347) | (3,973) |
| 毛利       | 1,457   | 2,035   | 2,857   | 3,554   | 4,219   |
| 销售费用     | (695)   | (1,121) | (1,549) | (1,842) | (2,122) |
| 管理费用     | (368)   | (310)   | (405)   | (504)   | (598)   |
| 研发费用     | (217)   | (233)   | (300)   | (373)   | (442)   |
| 营业利润     | 178     | 371     | 604     | 836     | 1,057   |
| 利息收入     | 149     | 136     | 136     | 136     | 136     |
| 其他收入     | 33      | 37      | 0       | 0       | 0       |
| 税前利润     | 361     | 543     | 739     | 972     | 1,192   |
| 所得税      | (10)    | 22      | (67)    | (93)    | (116)   |
| 净利润      | 351     | 565     | 672     | 879     | 1,076   |
| 少数股东权益   | (17)    | (4)     | (4)     | (5)     | (5)     |
| 归母净利润    | 368     | 569     | 676     | 884     | 1,081   |
| 增长       |         |         |         |         |         |
| 总收入 (%)  | 5.4%    | 43.5%   | 39.5%   | 24.4%   | 18.7%   |
| 归母利润 (%) | 119.8%  | 54.8%   | 18.9%   | 30.7%   | 22.3%   |

#### 资产负债表

<人民币百万元>，财务年度截至<十二月>

|           | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金      | 1,507 | 1,131 | 1,539 | 2,153 | 2,937 |
| 短期投资      | 1,613 | 531   | 531   | 531   | 531   |
| 应收账款      | 716   | 1,260 | 1,758 | 2,187 | 2,596 |
| 合约资产      | 619   | 807   | 1,126 | 1,400 | 1,662 |
| 预付费用及其他资产 | 183   | 251   | 351   | 436   | 518   |
| 流动资产合计    | 4,638 | 3,981 | 5,304 | 6,707 | 8,242 |
| 合约资产      | 154   | 296   | 296   | 296   | 296   |
| 固定资产      | 240   | 256   | 246   | 239   | 235   |
| 无形资产      | 153   | 177   | 177   | 177   | 177   |
| 长期投资      | 1,114 | 2,284 | 2,284 | 2,284 | 2,284 |
| 资产使用权     | 47    | 24    | 24    | 24    | 24    |
| 商誉        | 81    | 81    | 81    | 81    | 81    |
| 递延税项资产    | 27    | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 固定资产合计    | 1,789 | 3,117 | 3,107 | 3,100 | 3,096 |
| 短期借款      | 198   | 47    | 47    | 47    | 47    |
| 应付关联方款项   | 11    | 9     | 13    | 16    | 19    |
| 保险应付款     | 537   | 685   | 948   | 1,180 | 1,400 |
| 递延收入      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应计费用及其他流动 | 704   | 1,140 | 1,579 | 1,965 | 2,332 |
| 租赁        | 35    | 11    | 11    | 11    | 11    |
| 流动负债合计    | 1,485 | 1,892 | 2,598 | 3,218 | 3,809 |
| 长期负债合计    | 95    | 56    | 56    | 56    | 56    |
| 股东权益合计    | 4,797 | 5,152 | 5,759 | 6,535 | 7,476 |

#### 财务分析

|           | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 盈利能力      |        |        |        |        |        |
| 毛利率 (%)   | 52.6%  | 51.1%  | 51.5%  | 51.5%  | 51.5%  |
| 经营利润率 (%) | 6.4%   | 9.3%   | 10.9%  | 12.1%  | 12.9%  |
| 归母净利率 (%) | 13.3%  | 14.3%  | 12.2%  | 12.8%  | 13.2%  |
| ROE       | 7.3%   | 11.0%  | 11.7%  | 13.5%  | 14.4%  |
| 营运表现      |        |        |        |        |        |
| 费用/收入 (%) | 46.1%  | 41.8%  | 40.6%  | 39.4%  | 38.6%  |
| 实际税率 (%)  | 2.7%   | -4.0%  | 9.1%   | 9.5%   | 9.8%   |
| 应收账款天数    | 93     | 114    | 114    | 114    | 114    |
| 应付账款天数    | 147    | 127    | 127    | 127    | 127    |
| 财务状况      |        |        |        |        |        |
| 负债/权益     | 0.33   | 0.38   | 0.46   | 0.50   | 0.52   |
| 收入/总资产    | 0.43   | 0.56   | 0.66   | 0.70   | 0.72   |
| 现金储备/总资产  | 65.88% | 55.60% | 51.76% | 50.65% | 50.73% |
| 总资产/权益    | 1.34   | 1.38   | 1.46   | 1.50   | 1.52   |

#### 现金流量表

<人民币百万元>，财务年度截至<十二月>

|         | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润     | 351   | 565   | 672   | 879   | 1,076 |
| 非现金调整   | 111   | 75    | 5     | 21    | 40    |
| 资本变动    | (25)  | (396) | (210) | (169) | (161) |
| 经营活动现金流 | 437   | 244   | 467   | 731   | 955   |
| 购买固定资产  | (218) | (47)  | (16)  | (18)  | (19)  |
| 购买金融资产  | 510   | (178) | 136   | 136   | 136   |
| 收购附属公司  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流 | 292   | (225) | 120   | 118   | 116   |
| 融资活动    | 60    | (152) | 0     | 0     | 0     |
| 回购与派息   | (258) | (222) | (180) | (235) | (288) |
| 融资活动现金流 | (199) | (374) | (180) | (235) | (288) |
| 现金变化    | 530   | (355) | 407   | 614   | 784   |
| 期初持有现金  | 974   | 1,507 | 1,131 | 1,539 | 2,153 |
| 汇兑变化    | 3     | (21)  | 0     | 0     | 0     |
| 期末持有现金  | 1,507 | 1,131 | 1,539 | 2,153 | 2,937 |

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

|     |                             |
|-----|-----------------------------|
| 买入  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%   |
| 持有  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%   |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断           |

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>