



平安好医生 (1833.HK) - 1H23 业绩前瞻： 战略转型致收入承压，2024E 有望重回增长

公司 1H23 继续推进战略转型，缩减低战略协同性业务，我们预计 1H23 公司收入将录得同比 15-20% 下滑，但毛利率的改善有望对冲收入下滑影响，经调整净亏损仍将实现同比减亏。我们预计缩减低战略协同性业务的工作将在年内基本完成，公司收入将在 2024E 重回增长，并可在 2025E 或更早实现盈亏平衡。维持“持有”评级及 20.0 港元目标价。

- 1H23 业绩前瞻：**公司主动缩减低战略协同性业务致收入承压，有望通过毛利率改善继续减亏。**收入：**1H23 公司继续推进战略转型，缩减低战略协同性业务，我们预计收入将承压，在 1H22 低基数下同比仍将出现 15-20% 下滑；其中 F 端（金融客户）或相对更稳健，根据中国平安披露数据，1H23 平安寿险/健康险/产险保费收入稳健增长，同比+9%/+13%/+5%，利好平安好医生保单嵌套产品销售；**毛利率：**低战略协同性业务毛利率较低，业务缩减后有望明显提升毛利率水平（2H22 毛利率+8.0pcts），预计 1H23 毛利率将继续改善；**期间费用率：**预计销售、管理费用率同比基本持平，研发费用率因不断强化数字化能力而略有提升；**净亏损：**预计 1H23 毛利率改善有望对冲收入下滑影响，经调整净亏损仍将同比收窄。
- 2024E 收入有望重回增长轨道，维持 2025E 实现盈亏平衡预期。**2023 年仍是公司战略调整期，我们预计 2H23 收入增速有所改善，但全年仍将录得 14% 的下滑，年内低战略协同性业务加速收缩后，2024E 收入有望重回增长轨道。叠加毛利率的持续改善，我们维持对公司在 2025E 实现盈亏平衡的预期，若毛利率及费用率改善幅度较我们当前预期更明显，或有望在 2025E 前实现盈亏平衡。
- 长期增长前景仍广阔，短期静待股价催化剂。**公司战略清晰聚焦支付意愿更高的 F 端及 B 端客户，2022 年公司 F 端年付费用户渗透率仅 15% (vs 平安集团个人客户数超 2 亿)，B 端渗透率 20%，长期仍有较大发展空间。短期可关注：1) 低协同性业务缩减节奏；2) 盈亏平衡时点；3) 药品管理法实施条例等政策未来出台。
- 维持“持有”评级及目标价 20.0 港元。**公司 1H23 加速缩减低战略协同性业务为后续轻装上阵做准备，我们预计 2023E/24E/25E 收入 -14%/+16%/+17%，给予公司 3.3x 目标 2024E P/S，维持 20.0 港元目标价及“持有”评级。目标估值倍数低于 3 年历史平均 0.6 个标准差。
- 投资风险：**政策变化；B 端/F 端用户获取及战略升级进度不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,334	6,160	5,318	6,187	7,249
同比变动	6.8%	-16.0%	-13.7%	16.3%	17.2%
归母净亏损	(1,538)	(608)	(404)	(146)	74
P/S (X)	2.6	3.0	3.6	3.1	2.6
ROE (%)	-10.3	-4.4	-3.1	-1.1	0.6

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

胡泽宇 CFA

医疗分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2023 年 7 月 21 日

评级

持有

目标价 (港元)	20.00
潜在升幅/降幅	8%
目前股价 (港元)	18.50
52 周内股价区间 (港元)	13.38-34.20
总市值 (百万港元)	20,698
近 3 月日均成交额 (百万港元)	73

注：截至 2023 年 7 月 20 日收盘价

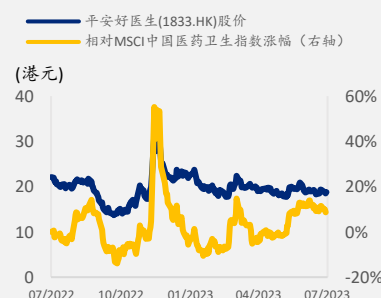
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 平安好医生

利润表						现金流量表					
(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,334	6,160	5,318	6,187	7,249	年内亏损	(1,539)	(611)	(407)	(147)	75
营业成本	(5,627)	(4,475)	(3,667)	(4,103)	(4,669)	折旧和摊销	207	190	132	127	119
毛利	1,707	1,685	1,651	2,085	2,580	财务费用-净值	(272)	(98)	(139)	(123)	(144)
毛利率	23.3%	27.3%	31.0%	33.7%	35.6%	贸易及其他应收款项增加	(859)	76	1,051	(1,212)	1,008
销售费用	(1,757)	(1,105)	(915)	(1,021)	(1,160)	贸易及其他应付款项增加	1,005	(173)	(1,251)	1,721	(1,127)
管理费用	(1,846)	(1,748)	(1,436)	(1,485)	(1,624)	其他	56	(195)	(37)	(60)	(83)
折旧及摊销	(207)	(190)	(132)	(127)	(119)	经营活动所得现金流量净额	(1,403)	(811)	(650)	306	(152)
经营利润	(1,896)	(1,169)	(700)	(421)	(204)	购买物业、厂房及设备	(89)	(34)	(69)	(56)	(58)
经营利润率	-26%	-19%	-13%	-7%	-3%	购买公允价值计入损益金融资产	(20,921)	(14,429)	0	0	0
其他收益	(22)	251	25	28	30	三个月以上定期存款付款	(1,730)	(912)	228	205	185
其他收入	275	221	199	179	161	其他	19,639	17,085	98	82	104
财务费用	159	156	139	123	144	投资活动所用现金流量净额	(3,100)	1,710	257	231	230
分占联营公司亏损	(39)	(66)	(68)	(54)	(43)	发行股份所得款项	-	-	-	-	-
税前利润	(1,524)	(608)	(405)	(146)	88	银行贷款及其他	(320)	(318)	(2)	(2)	(2)
所得税	(16)	(3)	(2)	(1)	(13)	融资活动所得现金流量净额	(320)	(318)	(2)	(2)	(2)
净利润	(1,539)	(611)	(407)	(147)	75	现金及现金等价物增加/(减少)	(4,823)	582	(396)	535	76
少数股东权益	(1)	(4)	(2)	(1)	0	期初的现金及现金等价物	7,920	3,065	3,701	3,305	3,840
归母净利润	(1,538)	(608)	(404)	(146)	74	外币汇率变动影响净额	(32)	54	0	0	0
						期末的现金及现金等价物	3,065	3,701	3,305	3,840	3,915

资产负债表						主要财务比率					
(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3,065	3,701	3,305	3,840	3,915	每股指标 (人民币元)					
存货	398	246	156	294	218	每股收益 (基本)	(1.4)	(0.6)	(0.4)	(0.1)	0.1
应收款项	1,554	1,510	530	1,539	527	每股收益 (摊薄)	(1.4)	(0.6)	(0.4)	(0.1)	0.1
合同资产	82	151	166	183	201	每股净资产	12.3	12.0	11.7	11.5	11.6
预付款项及其他资产	549	378	398	463	543	每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
以摊余成本计量的金融资产	2,097	497	497	497	497	估值 (倍)					
公允价值计入损益的金融资产	4,937	5,090	5,090	5,090	5,090	P/E	na	na	na	na	255.0
其他流动资产	75	891	980	1,078	1,186	P/B	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
流动资产总额	12,757	12,464	11,121	12,983	12,177	P/S	2.6	3.0	3.6	3.1	2.6
商誉	970	1,678	1,678	1,678	1,678	股息率 (%)	na	na	na	na	na
物业、厂房及设备	140	111	108	108	110	盈利能力比率 (%)					
使用权资产	197	160	146	138	133	毛利率	23.3	27.3	31.0	33.7	35.6
其他无形资产	106	75	78	66	58	归母净利率	(21.0)	(9.9)	(7.6)	(2.4)	1.0
于联营&合营公司的投资	546	357	289	235	192	净资产收益率	(10.3)	(4.4)	(3.1)	(1.1)	0.6
预付账款及其他应收款项	0	0	0	0	0	资产回报率	(8.4)	(3.5)	(2.5)	(0.9)	0.5
以摊余成本计量的金融资产	498	0	0	0	0	投资资本回报率	(12.1)	(4.3)	(3.2)	(1.2)	0.6
公允价值计入损益金融资产	18	18	18	18	18	盈利增长 (%)					
定期存款	2,649	2,280	2,052	1,847	1,662	营业收入增长率	6.8	(16.0)	(13.7)	16.3	17.2
非流动资产总值	5,124	4,678	4,369	4,089	3,850	经营利润增长率	156.5	(38.4)	(40.2)	(39.8)	(51.7)
短期借款	-	-	-	-	-	归母净利润增长率	(62.2)	60.5	(33.4)	(63.8)	(150.9)
应付账款和其他应付款项	2,641	2,349	1,066	2,755	1,594	偿债能力指标					
合约负债	952	1,060	1,092	1,125	1,159	资产负债率	21	21	16	24	19
租赁负债	80	73	74	76	77	流动比率	347	358	498	328	430
流动负债总额	3,674	3,483	2,233	3,956	2,831	速动比率	336	351	491	321	422
租赁负债	121	103	109	114	120	现金比率	83	106	148	97	138
应付账款和其他应付款项	0	97	97	97	97	经营效率指标					
非流动负债总额	121	201	206	211	217	应收帐款周转天数	65	77	70	61	52
股本	0	0	0	0	0	应付帐款周转天数	146	170	170	170	170
库存股份	(368)	(0)	(0)	(0)	(0)	存货周转天数	18	28	20	20	20
储备	20,808	20,424	20,424	20,424	20,424						
累计亏损	(6,357)	(6,964)	(7,369)	(7,515)	(7,441)						
少数股东权益	2	(1)	(3)	(4)	(4)						
权益总额	14,086	13,459	13,052	12,905	12,979						

E=浦银国际预测
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

财务预测与估值

财务预测：公司 1H23 加速缩减低战略协同性业务，对收入的影响较我们此前预计更大，我们下调 2023-25E 收入 23-29% 至人民币 53 亿/62 亿/72 亿元。此外，低战略协同性业务缩减后，毛利率更高的高战略协同性业务占比将提升，预计将进一步提振毛利率，上调 2023-25E 毛利率 2-5pcts 至 31.0%/33.7%/35.6%，维持公司 2025E 实现盈亏平衡预期。

估值：随着《互联网诊疗监管细则（试行）》与《药品网络销售监督管理办法》的落地以及公司在 2023 年将基本实现低战略协同业务缩减，我们认为此前市场担忧的政策风险及战略转型风险已基本释放，公司应享有较此前更高的目标估值倍数。我们给予公司 3.3x 目标 2024E P/S，该目标估值倍数低于 3 年历史平均 0.6 个标准差（vs 此前 2.6x 目标 2023E P/S，低于历史平均 1 个标准差）。

图表 2：平安好医生财务预测变动

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	5,318	7,445	-28.6%	6,187	8,474	-27.0%	7,249	9,425	-23.1%
毛利润	1,651	2,133	-22.6%	2,085	2,531	-17.6%	2,580	2,926	-11.8%
毛利率 (%)	31.0%	28.7%	2.4	33.7%	29.9%	3.8	35.6%	31.0%	4.5
归母净亏损	-404	-503	NM	-146	-155	NM	74	163	-54.2%

资料来源：浦银国际预测

图表 3：平安好医生 PS Band



注：数据截至 2023 年 7 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4: 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 (%)	12 个月滚动远期市 销率		市销率			收入同比变动		
						现值	3 年均值	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
6618 HK	京东健康	51.75	167,900	4.7	(27.5)	2.2	5.0	2.5	2.0	1.6	31%	27%	24%
241 HK	阿里健康	4.95	69,155	6.5	(25.6)	1.6	5.1	2.0	1.7	1.4	18%	19%	18%
1833 HK	平安好医生	18.50	21,056	(3.2)	(13.1)	3.1	5.5	2.9	2.5	2.2	8%	15%	14%
市值加权平均								2.4	1.9	1.6			

注: E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2023 年 7 月 20 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 平安好医生



注: 数据截至 2023 年 7 月 20 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	78.4	买入	69.4	2023年4月26日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	79.0	买入	67.6	2023年4月26日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	37.4	买入	16.9	2023年5月2日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	56.3	持有	37.4	2023年5月2日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	49.9	买入	40.5	2023年3月23日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	5.4	持有	5.0	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	18.3	持有	20.0	2023年7月21日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	18.7	买入	20.6	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	49.4	买入	41.9	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	23.8	买入	22.6	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	31.5	买入	28.9	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.1	买入	3.8	2023年3月28日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	231.3	买入	193.2	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	144.0	买入	116.6	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	148.7	买入	117.5	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	38.8	买入	31.3	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	40.6	买入	35.7	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	4.0	买入	3.1	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	8.6	买入	7.2	2023年3月29日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	14.2	买入	8.9	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	22.4	买入	19.6	2023年3月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.5	买入	12.2	2023年3月1日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	60.8	买入	46.8	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	12.5	持有	12.4	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.7	持有	2.4	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	21.8	买入	21.8	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.0	买入	2.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	2.1	买入	1.6	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.1	买入	1.4	2023年4月18日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.3	买入	1.5	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.2	买入	3.4	2023年4月12日	制药
2325 HK Equity	云康集团	14.2	买入	13.0	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	308.7	买入	300.8	2023年5月2日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	28.9	买入	20.2	2023年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	11.4	买入	6.5	2023年4月11日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	9.4	买入	7.8	2023年4月4日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	2.5	买入	2.1	2023年4月4日	医疗器械

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 7 月 20 日收盘价

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) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 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)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

周文頌

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

