



平安好医生 (1833.HK): 业务结构调整基本完成, 毛利率及费用缩减推动减亏

公司 2023 年收入略低于预期, 但毛利率改善及费用缩减推动净亏损好于预期。业务结构调整的工作(自 2021 年 11 月启动)已基本在 2023 年内完成, 我们预计公司收入将在 2024E 重回增长。维持“持有”评级, 下调目标价至 15 港元。

- **2023 年收入略低于预期, 但毛利率改善及费用缩减推动净亏损好于预期。** 2023 年内公司继续出清低战略协同性、低毛利业务, 导致收入同比-24.7%至人民币 46.7 亿元, 低于预期。毛利率的提升(同比+5.3ppts)及费用缩减(销售费用/管理费用同比-25%/-15%)抵消了收入下滑的影响, 全年经调整净亏损同比减亏 64.1%至人民币 3.2 亿元, 好于预期。
- **F 端稳健增长, B 端收入低基数下快速放量。** 分客户类型看, 2023 年收入中:
 - 1) **F 端(金融客户)** 收入同比+14.8%至人民币 22.0 亿元, 付费用户数+7%至 2630 万人, ARPU 同比+7.5%。2023 年公司 F 端年付费用户渗透率仅 11% (vs 平安集团个人客户数超 2 亿)。公司指引 2024 年 F 端收入可维持 low-teens 增速;
 - 2) **B 端(企业客户)** 收入同比+81.2%至人民币 10.8 亿元, 付费用户数同比+75%至 510 万人, 服务企业累计数同比增长 530 家至 1508 家。2023 年公司 B 端客户渗透率 2.7% (vs 平安集团医疗健康相关付费企业超 5.5 万家)。公司指引 2024 年 B 端收入可维持中双位数增速;
 - 3) **C 端(个人用户)** 作为战略调整的主要部分, 收入同比-62%至人民币 13.9 亿元, 由于战略调整基本完成, 且公司当前聚焦付费意愿更强的 F 端和 B 端客户, 我们预计 2024 年 C 端收入将同比持平。
- **公司 AI 短期将继续聚焦诊断辅助及效率优化。** 2023 年管理费及销售费用下降部分得益数字化及 AI 赋能。市场近期对医疗+AI 关注度较高, 但我们认为公司 AI 应用场景仍相对有限, 目前主要应用于: 1) 辅助诊断: 通过 AI 进行疾病风险辅助评测、分诊、患者信息收集、病例预填; 及 2) 优化运营效率: 通过 AI 可进行流程简化及再造。展望未来, AI 更广泛的应用仍有待长期拓展和提升。
- **维持“持有”评级, 下调目标价至 15.0 港元。** 基于更新的财务信息及业务信息, 我们下调 2024E 经调整 non-IFRS 净亏损至 2.3 亿元, 下调 2025E 经调整 non-IFRS 净亏损至净利润, 主要由于下调收入导致。同时我们引入 2026 年预测。给予公司 2x 目标 2025E P/S, 下调目标价至 15.0 港元, 维持“持有”评级。目标估值倍数低于 3 年历史平均 0.8 个标准差。
- **投资风险:** 政策变化; 收入不及预期; 费用大于预期; 盈亏平衡晚于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,205	4,674	5,370	6,236	7,182
同比变动		-15.4%	14.9%	16.1%	15.2%
归母净亏损	(636)	(323)	(249)	(129)	(21)
P/S (X)	2.0	2.6	2.3	2.0	1.7

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

阳景

首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2024 年 3 月 21 日

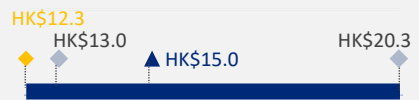
评级

持有

目标价(港元)	15.0
潜在升幅/降幅	+22%
目前股价(港元)	12.3
52 周内股价区间(港元)	10.6-22.9
总市值(百万港元)	13,761
近 3 月日均成交额(百万港元)	71

注: 截至 2024 年 3 月 20 日收盘价

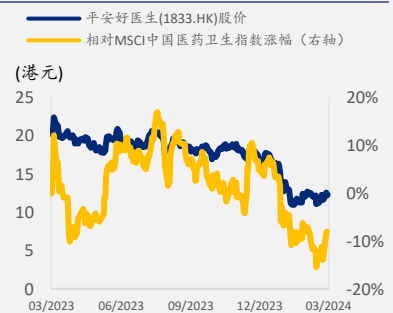
市场预期区间



▲ 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



资料来源: Bloomberg、浦银国际

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,205	4,674	5,370	6,236	7,182	年内亏损	(611)	(335)	(259)	(134)	(22)
营业成本	(4,534)	(3,165)	(3,614)	(4,147)	(4,740)	折旧和摊销	190	161	96	96	96
毛利润	1,671	1,509	1,756	2,089	2,442	财务费用-净值	(98)	(189)	(107)	(81)	(55)
毛利率	26.9%	32.3%	32.7%	33.5%	34.0%	贸易及其他应收款项增加	76	347	62	(275)	79
销售费用	(1,120)	(836)	(913)	(998)	(1,077)	贸易及其他应付款项增加	(173)	(224)	(219)	(24)	111
管理费用	(1,748)	(1,481)	(1,557)	(1,715)	(1,867)	其他	(195)	(43)	(25)	(27)	(30)
折旧及摊销	(190)	(156)	(96)	(96)	(96)	经营活动所得现金流量净额	(811)	(283)	(451)	(445)	178
经营利润	(1,198)	(808)	(714)	(624)	(503)	购买物业、厂房及设备	(34)	(43)	(49)	(47)	(49)
经营利润率	-19%	-17%	-13%	-10%	-7%	购买公允价值计入损益金融资产	(14,429)	(8,521)	0	0	0
其他收益	251	90	150	200	200	三个月以上定期存款付款	(912)	(2,877)	120	108	97
其他收入	221	143	200	210	221	其他	17,085	9,955	62	35	10
财务费用	156	243	107	81	55	投资活动所用现金流量净额	1,710	(1,486)	133	95	58
分占联营公司亏损	(66)	0	0	0	0	发行股份所得款项	-	-	-	-	-
税前利润	(636)	(332)	(256)	(133)	(26)	银行贷款及其他	(318)	(67)	(1)	(1)	(1)
所得税	(3)	(3)	(2)	(1)	4	融资活动所得现金流量净额	(318)	(67)	(1)	(1)	(1)
净利润	(640)	(335)	(259)	(134)	(22)	现金及现金等价物增加/(减少)	582	(1,836)	(320)	(351)	236
少数股东权益	(4)	(12)	(9)	(5)	(1)	期初的现金及现金等价物	3,065	3,701	1,867	1,547	1,196
归母净利润	(636)	(323)	(249)	(129)	(21)	外币汇率变动影响净额	54	2	0	0	0
						期末的现金及现金等价物	3,701	1,867	1,547	1,196	1,431

资产负债表						主要财务比率					
(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3,701	1,867	1,547	1,196	1,431	每股指标 (人民币元)					
存货	246	199	197	234	259	每股收益 (基本)	(0.6)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.0)
应收款项	1,510	1,190	1,075	1,248	1,073	每股收益 (摊薄)	(0.6)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.0)
合同资产	193	159	175	193	212	每股净资产	12.1	11.9	12.1	11.9	11.9
预付款项及其他资产	378	348	402	467	538	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	497	0	0	0	0	估值 (倍)					
公允价值计入损益的金融资产	5,090	5,331	5,331	5,331	5,331	P/E	na	na	na	na	na
其他流动资产	75	85	93	103	113	P/B	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
流动资产总额	12,506	13,327	12,970	12,921	13,107	P/S	2.0	2.6	2.3	2.0	1.7
商誉	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678	股息率 (%)	na	na	na	na	na
物业、厂房及设备	111	86	76	69	68	盈利能力比率 (%)					
使用权资产	160	81	99	109	115	毛利率	26.9	32.3	32.7	33.5	34.0
其他无形资产	75	42	38	35	34	归母净利率	(10.3)	(6.9)	(4.6)	(2.1)	(0.3)
于联营&合营公司的投资	357	109	109	110	110	净资产收益率	(4.6)	(2.4)	(1.9)	(1.0)	(0.2)
预付账款及其他应收款项	0	0	0	0	0	资产回报率	(3.6)	(1.9)	(1.5)	(0.8)	(0.1)
以摊余成本计量的金融资产	0	0	0	0	0	投资资本回报率	(4.5)	(2.4)	(1.8)	(0.9)	(0.2)
公允价值计入损益金融资产	18	0	0	0	0	盈利增长 (%)					
定期存款	2,280	1,197	1,077	969	872	营业收入增长率	(15.4)	(24.7)	14.9	16.1	15.2
非流动资产总值	4,678	3,193	3,076	2,970	2,877	经营利润增长率	(36.9)	(32.5)	(11.6)	(12.7)	(19.4)
短期借款	-	-	-	-	-	归母净利润增长率	na	NA	NA	NA	NA
应付账款和其他应付款项	2,240	2,201	1,957	1,906	1,990	偿债能力指标					
合约负债	1,139	852	878	904	931	资产负债率	21	20	19	19	20
租赁负债	73	44	44	45	46	流动比率	362	430	450	453	442
流动负债总额	3,452	3,097	2,879	2,855	2,967	速动比率	355	424	444	444	433
租赁负债	103	50	52	55	58	现金比率	107	60	54	42	48
应付账款和其他应付款项	97	106	106	106	106	经营效率指标					
非流动负债总额	201	156	158	161	164	应收帐款周转天数	77	70	77	68	59
股本	0	0	0	0	0	应付帐款周转天数	170	170	210	170	150
库存股份	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	存货周转天数	28	20	20	19	19
储备	20,424	20,498	20,498	20,498	20,498						
累计亏损	(6,892)	(7,214)	(7,463)	(7,592)	(7,614)						
少数股东权益	(1)	(17)	(26)	(31)	(32)						
权益总额	13,531	13,267	13,008	12,874	12,852						

E=浦银国际预测
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 平安好医生



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 医药行业覆盖公司

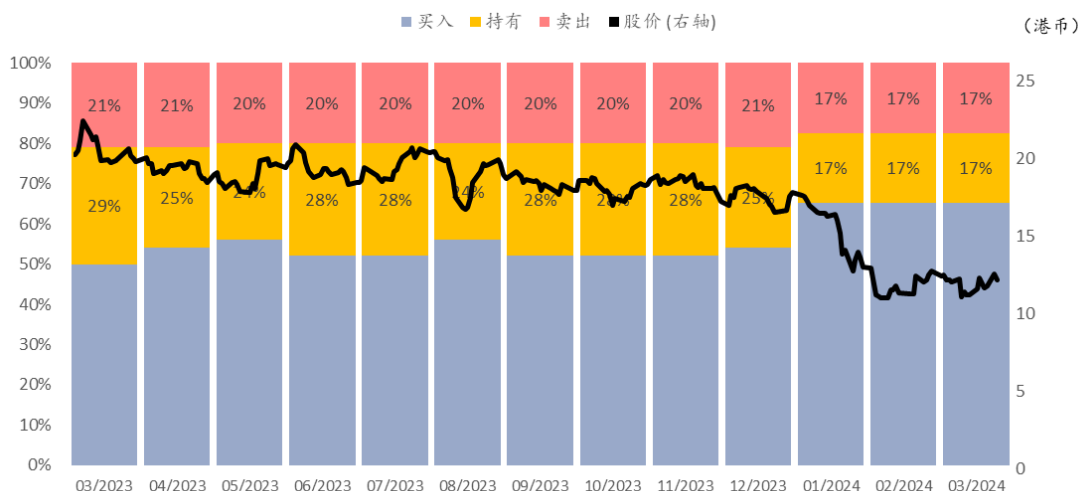
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	27.6	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.1	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	13.8	买入	47.0	2024年2月29日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	18.3	买入	60.0	2024年2月29日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	168.1	买入	275.0	2024年2月27日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	102.6	买入	165.0	2024年2月27日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	140.9	买入	175.0	2024年2月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.1	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	25.4	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	29.4	买入	33.0	2024年3月15日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.8	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	39.4	买入	55.0	2024年3月15日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.6	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.0	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	50.7	买入	65.0	2024年3月20日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	5.0	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	37.6	买入	60.0	2024年3月15日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.8	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.2	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	22.2	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.0	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.4	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.2	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.2	买入	4.5	2024年3月15日	制药
2359 HK Equity	药明康德	39.5	买入	48.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	50.3	买入	60.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	10.3	买入	17.5	2024年3月15日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	22.9	持有	23.3	2024年3月15日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	13.9	持有	30.0	2024年3月15日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	292.0	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	14.7	买入	30.0	2023年9月4日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	4.6	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.2	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	9.0	买入	17.6	2023年11月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	28.1	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	9.9	买入	16.0	2023年11月24日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	436.7	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.2	买入	17.2	2023年9月6日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.4	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	12.3	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注: 股价截至 2024 年 3 月 20 日港股收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

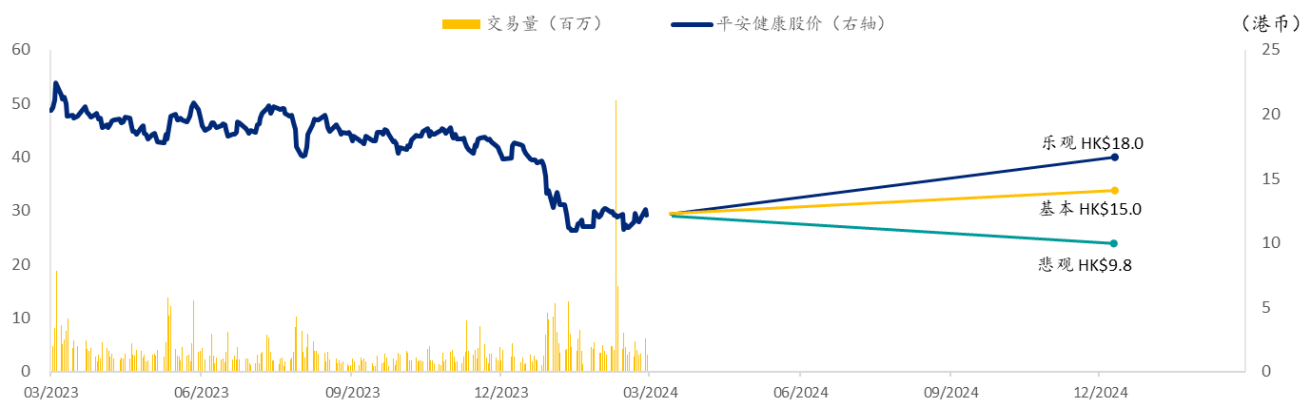
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 平安好医生市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 平安好医生 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价 18.0 港元

概率 20%

- 付费用户数中期 (3-5 年) 超过 6,000 万;
- 支持线上问诊的政策出台;
- 线下医疗资源合作好于预期;
- 地方医保接入快于预期。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价 9.8 港元

概率 20%

- 付费用户数中期 (3-5 年) 不及 4,000 万;
- 互联网医疗政策进一步趋严;
- 线下医疗资源开拓竞争激烈, 发展不如预期;
- 战略升级推进不及预期。

资料来源: 浦银国际

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) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)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。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

