

买入

营收利润双高速增长，构建 AI 技术驱动新范式

水滴公司 (WDH.N)

2025-12-09 星期二

【投资要点】

目标价: 2.30 美元

现价: 1.71 美元

预计升幅: 34.5%

重要数据

日期	2025-12-08
收盘价(美元)	1.71
总股本(亿份 ADS)	3.62
总市值(亿美元)	6.51
净资产(亿美元)	7.06
总资产(亿美元)	9.18
52 周高低(美元)	2.15/1.05
每 ADS 净资产(美元)	1.98

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

沈鹏	22.17%
腾讯	22.95%
博裕投资	13.02%
瑞士再保险	5.71%

相关报告

水滴公司(WDH.N)-首发报告-20250917

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 营收利润双高速增长，保险业务板块成为增长引擎

2025 年第三季度公司整体财务各项关键指标均超预期，本季度公司实现净营业收入 9.75 亿元，同比大幅增长 38.4%；归属于母公司的净利润更是高达 1.58 亿元，同比增长 60.1% 盈利能力持续增强。分业务来看，保险业作为公司基石业务，实现收入 8.7 亿元，同比增长 44.8%，在总收入中的占比进一步巩固至约 89%。众筹业务保持相对稳定的状态，同比小幅下降。医药业务稳步推进，收入同比增长 31.3% 至 3,190 万元。

➤ AI 产品矩阵持续迭代与深化，降本增效实现盈利飞跃

公司的业务布局不再仅仅是技术辅助，而是将 AI 原生能力全面融合到产品设计、客户服务、运营管理和战略决策的每一个环节。AI 技术是水滴公司本季度运营利润率显著提升的关键。财报显示，营业费用占收入比例同比下降 8.3 个百分点至 39.6%，保险业务经营利润同比大幅增长 44.0%。

➤ 实现提质增效商业模式变革，维持买入评级

公司本季度收入和利润增速均有提升，不仅得益于核心业务的稳健扩张，更彰显了公司精细化运营和技术赋能带来的显著成效。展望未来，我们预计公司将继续沿着技术驱动的路径实现高质量增长，同时随着 AI 大模型和 AI Agent 技术的进一步成熟，其在提升运营效率、创新产品服务以及优化用户体验方面的潜力将得到更充分的挖掘。未来公司还积极探索具备多模态交互能力的 AI Agent，旨在让其能够独立处理更复杂的保险咨询和服务任务，有望将人效提升到新高度。我们对公司降本增效进程充满信心，因此上调公司 2025 年全年利润总额至 5.43 亿元（此前 4.5 亿元）。综上，给予公司 2.3 美元的目标价，对应 2025 财年的 PE 约 11.0 倍，有 34.5% 的上涨空间，维持买入评级。

百万元人民币	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
主营业务收入	2,631	2,772	3,466	4,289	5,186
同比增长 (%)	-6.1%	5.4%	25.1%	23.7%	20.9%
毛利率	54.6%	52.6%	53.9%	54.0%	54.0%
归母净利润	167	368	543	709	855
同比增长 (%)	-72.5%	119.8%	47.7%	30.5%	20.7%
归母净利润率	6.4%	13.3%	15.7%	16.5%	16.5%
每 ADS 盈利 (元)	0.46	1.02	1.50	1.96	2.37
PS	1.78	1.69	1.35	1.09	0.90
PB	1.02	0.98	0.89	0.80	0.71
PE	28.0	12.7	8.6	6.6	5.5

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 营收利润双高速增长，保险业务板块成为增长引擎

2025 年第三季度公司整体财务各项关键指标均超预期，本季度公司实现净营业收入 9.75 亿元，同比大幅增长 38.4%；归属于母公司的净利润更是高达 1.58 亿元，同比增长 60.1% 盈利能力持续增强。分业务来看，保险业作为公司基石业务，实现收入 8.7 亿元，同比增长 44.8%，在总收入中的占比进一步巩固至约 89%。公司在互联网保险科技领域护城河持续加深，特别是 AI 技术的应用是推动保费增长的关键催化剂。例如，公司的“AI 医疗保险专家”服务促成保费实现 82% 的增长，这证明了公司利用 AI 技术在提升销售转化率和客户服务体验方面有重大成果。众筹业务作为公司的社会责任和流量入口板块，其运营重点已从规模扩张转向可持续发展和生态协同，目前保持相对稳定的状态，同比小幅下降。虽然该业务在营收贡献上占比较小，但其战略价值不容忽视。水滴筹平台累计已为超过 361 万名患者筹集了 712 亿元的救助资金，这一庞大的用户基础和深刻的社会价值，为保险业务的转化提供了重要支撑，形成了独特的“筹+保”协同效应。医药业务稳步推进，收入同比增长 31.3% 至 3,190 万元，作为公司在数字医药领域的关键布局，本季度单季度入组患者数量首次突破千人，运营效率持续提升，合作网络已拓展至 216 家国内外知名药企及 CRO，累计履约项目近 1500 个，业务规模和行业影响力稳步扩大。总体而言三季度 AI 技术作为业务提质增效的核心驱动力，推动公司收入与利润实现双位数高速增长。未来公司将持续推动 AI 能力在业务全链条的深度融合与应用创新，为高质量发展注入持续动能。

➤ AI 产品矩阵持续迭代与深化，降本增效实现盈利飞跃

公司的业务布局不再仅仅是技术辅助，而是将 AI 原生能力全面融合到产品设计、客户服务、运营管理和战略决策的每一个环节。AI 技术是水滴公司本季度运营利润率显著提升的关键。财报显示，营业费用占收入比例同比下降 8.3 个百分点至 39.6%，保险业务经营利润同比大幅增长 44.0%。这背后是 AI 自动化替代了大量重复性、流程化的人工劳动。例如，AI 客服“保小慧”的大规模应用，直接降低了对人工客服坐席的依赖；在 AI 质检助手辅助下，季度质检人效提升至纯人工模式的 2.4 倍，大幅节约了人力成本和管理成本。从销售转化率提升、客服成本降低、质检人效优化等多个维度看，AI 无疑是驱动公司利润增长的核心引擎。这种由技术驱动的内生性效率提升，是公司实现可持续、高质量盈利的关键。另外通过 AI 大模型和数据分析能力结合，使得公司能够更深刻地理解潜在用户需求，为保险产品的开发和营销提供精准洞察，多年运营的数

据积累，可以让公司基于用户的健康状况、家庭结构和风险偏好，进行精准产品推荐和定制，极大地提升了销售转化率和用户粘性。

➤ 实现提质增效的商业模式变革，维持买入评级

公司本季度收入和利润增速均有提升，不仅得益于核心业务的稳健扩张，更彰显了公司精细化运营和技术赋能带来的显著成效。展望未来，我们预计公司将继续沿着技术驱动的路径实现高质量增长，同时随着 AI 大模型和 AIAgent 技术的进一步成熟，其在提升运营效率、创新产品服务以及优化用户体验方面的潜力将得到更充分的挖掘。未来公司还积极探索具备多模态交互能力的 AIAgent，旨在让其能够独立处理更复杂的保险咨询和服务任务，有望将人效提升到新高度。我们对公司降本增效进程充满信心，因此上调公司 2025 年全年利润总额至 5.43 亿元（此前 4.5 亿元）。综上，给予公司 2.3 美元的目标价，对应 2025 财年的 PE 约 11.0 倍，有 34.5% 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（20251209）

代码	证券名称	总市值 亿元人民币	EPS（人民币元）			市盈率PE			市净率PB		市销率PS
			2024	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025TTM	2025TTM	
6608.HK	百融云-W	39.8	0.6	0.6	0.7	15.0	15.0	11.6	0.8	1.2	
6069.HK	盛业	101.2	0.4	0.5	0.6	25.9	19.9	14.9	2.9	11.4	
9878.HK	汇通达网络	53.7	0.5	0.6	0.8	11.6	14.8	11.4	0.7	0.1	
2598.HK	连连数字	66.7	-0.2	1.4	0.0	N/A	4.4	N/A	2.6	4.5	
9959.HK	联易融科技-W	46.6	-0.4	-0.2	0.0	N/A	N/A	N/A	0.6	4.7	
0806.HK	惠理集团	42.5	0.0	0.2	0.2	149.0	11.9	14.7	1.2	9.5	
YB.O	元保	71.6	4.3	4.4	6.1	8.3	5.9	4.2	2.4	1.8	
HUIZ.O	慧择	2.6	0.0	0.0	0.0	454.0	N/A	N/A	0.6	0.2	

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】

损益表

<人民币百万元>，财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	2,631	2,772	3,466	4,289	5,186
成本	(1,196)	(1,315)	(1,598)	(1,973)	(2,386)
毛利	1,435	1,457	1,868	2,316	2,800
销售费用	(740)	(695)	(752)	(876)	(1,027)
管理费用	(402)	(368)	(416)	(515)	(622)
研发费用	(299)	(217)	(218)	(232)	(280)
营业利润	(7)	178	482	694	871
利息收入	136	149	149	149	149
其他收入	35	33	0	0	0
税前利润	164	361	631	843	1,020
所得税	(1)	(10)	(107)	(154)	(187)
净利润	164	351	525	689	833
少数股东权益	(4)	(17)	(18)	(20)	(22)
归母净利润	167	368	543	709	855
增长					
总收入 (%)	-6.1%	5.4%	25.1%	23.7%	20.9%
归母利润 (%)	-72.5%	119.8%	47.7%	30.5%	20.7%

资产负债表

<人民币百万元>，财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	974	1,507	1,874	2,386	3,009
短期投资	2,997	1,613	1,613	1,613	1,613
应收账款	693	716	896	1,108	1,340
合约资产	573	619	775	958	1,159
预付费用及其他资产	190	183	229	283	342
流动资产合计	5,426	4,638	5,386	6,348	7,463
合约资产	134	154	154	154	154
固定资产	34	240	231	224	220
无形资产	177	153	153	153	153
长期投资	212	1,114	1,114	1,114	1,114
资产使用权	60	47	47	47	47
商誉	81	81	81	81	81
递延税项资产	24	27	27	27	27
固定资产合计	698	1,789	1,779	1,773	1,768
短期借款	138	198	198	198	198
应付关联方款项	10	11	13	16	19
保险应付款	592	537	653	806	975
递延收入	0	0	0	0	0
应计费用及其他流动	598	704	856	1,056	1,277
租赁	33	35	35	35	35
流动负债合计	1,370	1,485	1,755	2,112	2,505
长期负债合计	101	95	95	95	95
股东权益合计	4,586	4,797	5,266	5,865	6,582

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	54.6%	52.6%	53.9%	54.0%	54.0%
经营利润率 (%)	-0.3%	6.4%	13.9%	16.2%	16.8%
归母净利率 (%)	6.4%	13.3%	15.7%	16.5%	16.5%
ROE	3.6%	7.3%	10.0%	11.7%	12.7%
营运表现					
费用/收入 (%)	54.8%	46.1%	40.0%	37.8%	37.2%
实际税率 (%)	0.3%	2.7%	16.9%	18.3%	18.3%
应收账款天数	95	93	93	93	93
应付账款天数	178	147	147	147	147
财务状况					
负债/权益	0.32	0.33	0.35	0.38	0.39
收入/总资产	0.43	0.43	0.48	0.53	0.56
现金储备/总资产	68.29%	65.88%	64.21%	62.96%	62.14%
总资产/权益	1.34	1.34	1.36	1.38	1.40

现金流量表

<人民币百万元>，财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	164	351	525	689	833
非现金调整	140	111	(25)	(11)	6
资本变动	103	(25)	(111)	(94)	(99)
经营活动现金流	407	437	389	584	740
购买固定资产	(13)	(218)	(15)	(17)	(18)
购买金融资产	(962)	510	149	149	149
收购附属公司	(197)	0	0	0	0
投资活动现金流	(976)	292	134	133	131
融资活动	137	60	0	0	0
回购与派息	(514)	(258)	(156)	(205)	(248)
融资活动现金流	(377)	(199)	(156)	(205)	(248)
现金变化	(946)	530	367	512	624
期初持有现金	2,092	974	1,507	1,874	2,386
汇兑变化	26	3	0	0	0
期末持有现金	1,171	1,507	1,874	2,386	3,009

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>