

买入

AI 驱动业绩高增，医疗业务打开成长空间

水滴公司 (WDH.N)

2026-09-09 星期三

【投资要点】

目标价：1.25 美元

现价：1.02 美元

预计升幅：22.5%

重要数据

日期	2026-09-08
收盘价(美元)	1.02
总股本(亿份 ADS)	3.59
总市值(亿美元)	3.84
净资产(亿美元)	7.52
总资产(亿美元)	10.37
52 周高低(美元)	2.00/0.96
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、
20260508

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 营收高增超预期，保险业务领跑

公司 2026 年第二季度营收 14.5 亿元，同比增长 72.8%，环比增长 17%。其中，第二季度保险相关收入为 13.3 亿元，同比增长 80.5%。这主要得益于风险评估服务能力的增强以及通过平台产生的首年保费增长。另外众筹服务费 6360 万元，同比下降 5.7%。数字临床试验解决方案收入为 3520 万元，同比增长 26.8%。最终公司实现归母净利润 1.26 亿元。

➤ AI 深度赋能转化，医疗第二曲线崛起

AI 已全面嵌入客户获取、承保、理赔全链路，二季度 AI 辅助实现近亿元增量保费，新用户环比增长 32.3%、长期险保费环比增长 33.4%。公司推出业内首款免健康告知长期重疾险“易好保”，针对带病体用户产品贡献保费约 3.1 亿元。医疗业务患者入组同比增长 54%、慢性病试验入组同比增长 80%，第二增长曲线加速显现。

➤ 人效结构性跃升，运营杠杆逐步释放

AI 对客服、核保等成本高地的替代与增强推动人效结构性跃升：AI 客服月均独立处理约 60 万次查询，相当于 200-300 名全职客服产能；核保助手将核保处理从“分钟级”压缩至“近即时”、覆盖率提升近 50%。成本结构由线性可变转向固定前置叠加边际成本，经营杠杆初显。

➤ 投入前置利润承压，长期价值待重估

公司二季度归母净利润同比下滑 10.3%，主要受到 AI 基础设施、新产品推广及医疗业务扩张的投入影响。我们调整公司 2026-2028 年营收预测，分别为 55.48/69.02/81.92 亿元，对应同比增长 39.5%/24.4%/18.7%；调整归母净利润预测分别为 6.34/8.73/11.31 亿元，对应同比变动 11.4%/37.6%/29.6%。其中 2026 年归母净利润增速放缓，主要系 AI 基础设施、获客及业务扩张的投入增加，由于保险业务盈利周期性，当期的保单通常需要 1 年时间才能在利润端产生贡献，因此公司处于利润爬坡前段。综上，我们给予公司 1.25 美元目标价，对应 2026 财年 PE 约 5.1 倍，有 22.5% 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	634	873	1,131
同比增长 (%)	119.8%	54.8%	11.4%	37.6%	29.6%
归母净利润率	13.3%	14.3%	11.4%	12.6%	13.8%
每 ADS 盈利 (元)	1.02	1.58	1.76	2.43	3.15
PS	0.95	0.66	0.47	0.38	0.32
PB	0.55	0.51	0.46	0.41	0.35
PE	7.2	4.6	4.2	3.0	2.3

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 营收高增超预期，保险业务领跑

公司 2026 年第二季度营收 14.5 亿元，同比增长 72.8%，环比增长 17%。其中，第二季度保险相关收入为 13.3 亿元，同比增长 80.5%。这主要得益于风险评估服务能力的增强以及通过平台产生的首年保费增长。另外众筹服务费 6360 万元，同比下降 5.7%。数字临床试验解决方案收入为 3520 万元，同比增长 26.8%。保险业务经营利润约 1.8 亿元，环比提升 20%，经营利润率约 13.5%，盈利质量持续改善。医疗众筹业务保持稳定，累计捐款人数 4.99 亿、服务患者 382 万人、累计筹款 747 亿元，作为低成本获客与健康数据入口的战略价值持续凸显。最终公司实现归母净利润 1.26 亿元，同比下滑 10.3%，经调整净利润 1.355 亿元，连续 18 个季度实现盈利。二季度期末现金及等价物与短期投资合计约 26.53 亿元，为战略投入和股东回报提供坚实基础。股东回报方面，董事会批准每 ADS 0.03 美元现金股息及未来 12 个月回购最多 5000 万美元的股票回购计划。

➤ AI 深度赋能转化，医疗第二曲线崛起

AI 深度赋能是本季度业绩的核心引擎。公司已形成“前台交互智能化、中台承保自动化、后台风控数据化”的三层 AI 架构，二季度 AI 体系辅助实现近亿元增量保费，新用户环比增长 32.3%，长期险首年保费环比增长 33.4%。产品供给侧，公司推出业内首款免健康告知的长期重疾险“易好保”及终身免告知特定疾病保险，针对带病体用户的产品贡献保费约 3.1 亿元，实现了从“保健康人”到“保更多人”的承保逻辑跃迁；管理层在业绩会中判断，随着医保与商保数据连接逐步开放，带病体健康险有望演化为类似车险的大众化保障产品，市场空间广阔。组织层面，公司部署“水滴海星 AI”低代码平台，推动 AI 能力向长尾业务场景扩散，截至 6 月底已提交 88 项大模型相关专利。医疗业务（翼帆医药）实现超预期增长，患者入组同比增长 54%、累计服务超 1.7 万人，慢性病试验入组同比增长 80%，AI 匹配将药企招募周期从“周”级压缩至“天”级，第二增长曲线加速显现。此外，公司正积极孵化面向全球的 AI 驱动新业务（包括 AI 便携办公助手智能硬件），已在主要市场启动试点，长期期权价值可期。

➤ 人效结构性跃升，运营杠杆逐步释放

随着公司利用 AI 技术对人力密集环节的替代与增强，已经成功推动人效的结构性跃升。上半年公司在获客端开始重新加大投入，但公司在收入保持大幅增长的背景下，依然维持稳定的盈利水平。因此可以看出 AI 客服与 AI 核保是传统保险平台两大核心落地场景。目前公司 AI 客服机器人月均独立处理约 60 万次

用户查询，以行业人均 2000-3000 次有效交互估算，相当于 200-300 名全职客服产能，且 24 小时响应、首次响应时间从分钟级降至秒级。同时公司 KEYI.AI 核保助手将核保处理时间从数分钟压缩至近即时、用户覆盖率提升近 50%，产能持续领先人工，使保险规模扩张不再受核保专业人才供给瓶颈约束。随着公司 AI 模型的训练与算力完善以及建成，投入的前置固定成本将减少，未来支持业务增长的边际成本趋近于零，经营杠杆结构性抬升。因此公司处于 AI 投入“J 曲线”前半段，随着收入跨过规模临界点，人效红利有望在 2027-2028 年集中兑现。

➤ 投入前置利润承压，长期价值待重估

展望 2026 年，我们预计公司收入同比实现高速增长，延续收入驱动型增长的经营姿态。我们调整公司 2026-2028 年营收预测，分别为 55.48/69.02/81.92 亿元，对应同比增长 39.5%/24.4%/18.7%；调整归母净利润预测分别为 6.34/8.73/11.31 亿元，对应同比变动 11.4%/37.6%/29.6%。其中 2026 年归母净利润增速放缓，主要系 AI 基础设施、获客及业务扩张的投入增加，由于保险业务盈利周期性，当期的保单通常需要 1 年时间才能在利润端产生贡献，因此公司处于利润爬坡前段。随着收入规模增长及时间推移，经营杠杆有望在 2027-2028 年集中释放利润弹性。市场有望逐渐认识到公司并非传统互联网保险中介，而是以 AI 为核心的保险科技与数字健康平台，能够持续释放其技术价值与生态潜力。综上，给予公司 1.25 美元的目标价，对应 2026 财年 PE 约 5.1 倍，有 22.5% 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（20260909）

代码	证券名称	总市值 亿元港元	EPS（港元）				市盈率 PE				市净率 PB		市销率 PS
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2026TTM	2026TTM	
6608.HK	百融智能-W	23.8	0.2	-1.5	-0.2	0.3	29.1	N/A	N/A	16.2	0.5	0.9	
6069.HK	盛业	67.0	0.5	0.6	0.8	1.0	12.5	9.9	7.6	6.1	1.5	6.3	
9878.HK	汇通达网络	44.0	0.6	0.7	0.9	1.0	7.5	10.8	9.2	7.9	0.5	0.1	
2598.HK	连连数字	42.5	1.7	0.0	0.1	0.3	2.3	326.1	45.3	14.9	1.2	2.0	
9959.HK	联易融科技-W	46.5	-0.2	0.0	0.0	0.1	N/A	N/A	58.5	24.3	0.6	3.4	
0806.HK	惠理集团	37.0	0.4	0.2	0.2	0.0	5.5	8.5	8.2	9.2	0.9	2.9	
YB.O	元保	48.7	10.3	6.5	8.2	10.0	3.4	2.7	2.2	1.8	1.1	0.9	
HUIZ.O	慧择	1.2	0.0	N/A	N/A	N/A	30.1	N/A	N/A	N/A	0.2	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. 免健告产品逆选择与监管政策风险
5. AI 投入回报不及预期风险

【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)	(1,600)	(1,842)	(2,046)
管理费用	(368)	(310)	(405)	(518)	(614)
研发费用	(217)	(233)	(300)	(373)	(442)
营业利润	178	371	553	823	1,116
利息收入	149	136	136	136	136
其他收入	33	37	0	0	0
税前利润	361	543	689	958	1,252
所得税	(10)	22	(59)	(90)	(126)
净利润	351	565	630	868	1,126
少数股东权益	(17)	(4)	(4)	(5)	(5)
归母净利润	368	569	634	873	1,131
增长					
总收入 (%)	5.4%	43.5%	39.5%	24.4%	18.7%
归母净利润 (%)	119.8%	54.8%	11.4%	37.6%	29.6%

资产负债表

<人民币百万元>，财务年度截至<十二月>

	2024A	2025E	2026E	2027E	2027E
货币资金	1,507	1,131	1,508	2,114	2,934
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	5,273	6,667	8,239
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	5,728	6,496	7,473

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%	10.0%	11.9%	13.6%
归母净利率 (%)	13.3%	14.3%	11.4%	12.6%	13.8%
ROE	7.3%	11.0%	11.0%	13.4%	15.1%
营运表现					
费用/收入 (%)	46.1%	41.8%	41.5%	39.6%	37.9%
实际税率 (%)	2.7%	-4.0%	8.6%	9.4%	10.1%
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	0.71	0.72
现金储备/总资产	65.88%	55.60%	51.58%	50.46%	50.71%
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	630	868	1,126
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	425	720	1,005
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)	(168)	(232)	(301)
融资活动现金流	(199)	(374)	(168)	(232)	(301)
现金变化	530	(355)	376	606	820
期初持有现金	974	1,507	1,131	1,508	2,114
汇兑变化	3	(21)	0	0	0
期末持有现金	1,507	1,131	1,508	2,114	2,934

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>