

久远银海（002777）

公司研究/深度报告

医保 IT 建设周期启动，民生信息化龙头启航

—久远银海公司深度报告

深度研究报告/计算机

2019 年 09 月 26 日

报告摘要：

● 深耕数字政务和医保信息化领域的系统承建商，经验充沛手握国家级订单

久远银海深耕医疗医保、人社、民政等核心系统建设领域多年，是智慧民生服务商。其业务主要聚焦医疗医保、数字政务、智慧城市等四大方向。其中医疗医保与智慧城市、数字政务业务占收入比重超过 95%，目前公司手握国家医保局应用软件系统第 2 和第 8 包，中标民政部项目“金民工程”一期项目的应用支撑平台开发集成项目。先前多次承揽部委级或省市级的系统应用平台项目，多次参与行业规则制定，经验充沛，实力获国家认可。

● 看点1：公司直接受益本次医保局新建和DRGs推广带来的医保信息化集中建设

受医保局新建和为 DRGs 大规模推广做准备的影响，2019-2021 年将成为医保信息化系统建设的高峰期，预计将带来 30 亿的市场需求释放。公司作为医保信息化建设承建商，自 1996 年起涉及该领域，市占率约为 30%，将直接享受该轮市场红利，推进公司 19-22 年业绩的增速与确定性。

● 看点2：数字政务市场增速稳定，人社、民政、公积金项目推动公司业绩持续发展

数字政务便民、简政，政府支持力度大。过去几年的电子政务行业年复合增长率为 13.91%。而人社行业事关民生，其信息化财政支出 2012-2017 年的 CAGR 为 20.34% 高于行业整体增速。随着国家“互联网+政务”理解的深入和持续投入，推进民政部“金民工程”一期、各省市的公积金经办、服务线上化的推广，带动公司在数字民政的中标量和中标金额持续上升，推动业绩稳步发展。

● 投资建议

维持“推荐”评级。综上所述，我们预测公司 2019-2021 年的归母净利润为 1.58 /2.19 /2.86 亿元，EPS 为 0.71/0.98/1.28，对应现价 PE 为 46X/33X/26X。从业务端看公司在人社 IT 业务稳步上升的同时，积极提升医保医疗市场率，将直接受益本轮的医保信息化建设和 DRGs 推广带来的行业红利。从可比估值看，公司估值低于可比公司均值，估值处行业中间水平，叠加考虑公司医保医疗 IT+人社 IT 业务前景向好，故给予“推荐”评级。

● 风险提示

医保信息化需求不及预期，数字政务业务开展不及预期，工程进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	864	1,100	1,427	1,798
增长率（%）	25.2%	27.3%	29.7%	26.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	119	158	219	286
增长率（%）	30.7%	32.9%	39.0%	30.5%
每股收益（元）	0.69	0.71	0.98	1.28
PE（现价）	47.4	46.32	33.31	25.53
PB	5.5	6.2	5.5	4.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

当前价格： 32.69 元

交易数据

2019-9-25

近 12 个月最高/最低(元)	32.29/16.18
总股本（百万股）	224.30
流通股本（百万股）	189.98
流通股比例（%）	85%
总市值（亿元）	73.32
流通市值（亿元）	62.11

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：强超廷

执业证号： S0100519020001

电话： 021-60876718

邮箱： qiangchaoting@mszq.com

分析师：郭新宇

执业证号： S0100518120001

电话： 01085127654

邮箱： guoxinyu@mszq.com

研究助理：应瑛

执业证号： S0100119010012

电话： 021-60876718

邮箱： yingying@mszq.com

相关研究

1.【民生 计算机团队】久远银海年 19 年中报点评：软件业务毛利率上升，促业绩增速显著

目录

一、民生信息化行业领军企业，医保核心系统承建商.....	3
1.1、国企背景，中物院控股的国有控股公司.....	3
1.2、聚焦民生领域，主攻医疗医保、数字政务、智慧城市和技术转用四大业务.....	4
二、看点一：医保局新建，带动医保信息化需求加速释放.....	5
2.1、新建医保局，实现职能整合加速“三保合一”.....	5
2.2、政策利好+新建医保局，2022 年前促 30 亿医保信息化需求释放.....	6
三、看点二：人社、民政 IT 财政支出不断增加，受益“互联网+政务”落地浪潮.....	11
3.1、“互联网+人社”受益政策利好与国家重视，财政支出不断增加.....	11
3.2、2020 年前“互联网+民政”.....	12
四、核心竞争力明显，聚焦四大优势.....	13
4.1、优势一：卡位支付赛道承接国家医保平台，提前卡位本轮医保信息化建设.....	13
4.2、优势二：承建多个部委级、国家级项目、电子政务建设业务屡获认可.....	15
4.3、优势三：平安入股，有望加深智慧医疗合作.....	16
4.4、优势四：营收与业绩稳步增长，经营性现金流充沛.....	17
五、盈利与预测.....	19
5.1、盈利预测.....	19
5.2、可比估值.....	20
5.3、投资建议.....	21
六、风险提示.....	21

一、民生信息化行业领军企业，医保核心系统承建商

1.1、国企背景，中物院控股的国有控股公司

久远银海是一家主要提供智慧民生服务的信息服务承建商，业务主要聚焦民生领域，主要包括医疗保险、数据服务、智慧城市和技术转用（指军用技术转民用融合），是由中物院控股的国有控股公司。2018年中国平安通过定增成为前五大股东。四川久远投资控股集团有限公司（中物院全资子公司）、四川科学城锐锋集团有限责任公司、中国平安人寿保险股份有限公司和李长明分别持有公司 26.29%、12.02%、5.63%、3.33% 的股份，四川久远银海畅辉软件有限公司、四川银海软件有限责任公司、四川久远国基科技有限公司为其全资子公司。

图 1：公司四大业务方向

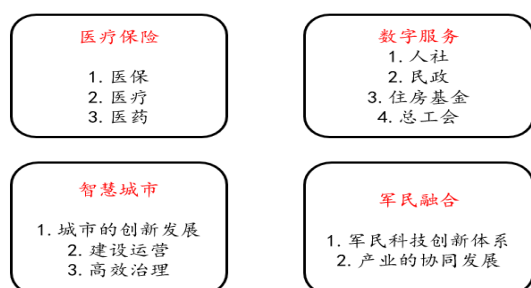
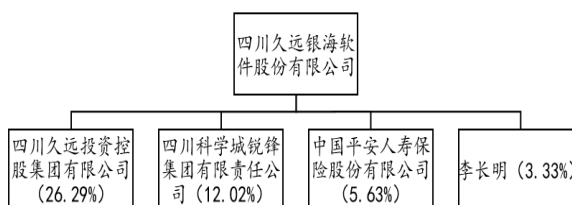


图 2：公司股权结构

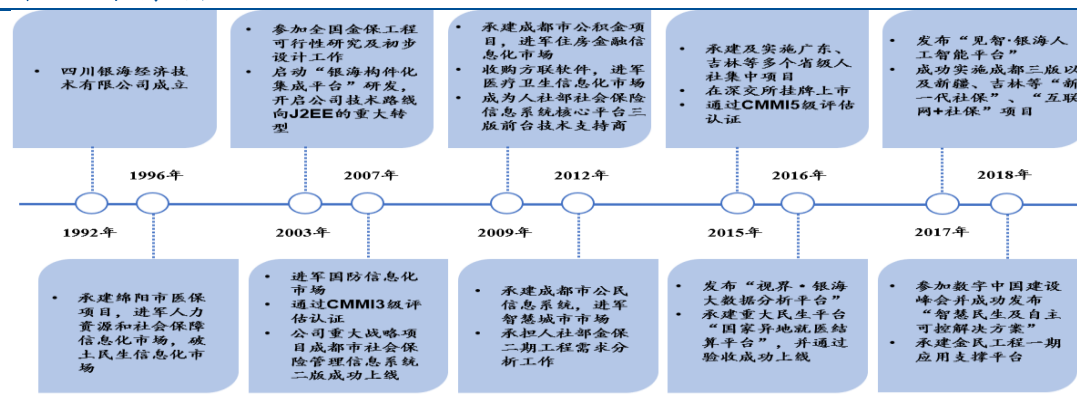


资料来源：久远银海 19 年中报，民生证券研究院

资料来源：久远银海 19 年中报，民生证券研究院

公司前身成立于 1992 年，于 2015 年上市。自 1996 年起承接绵阳市医保项目进入医疗医保信息化市场以来，后逐步将业务范围扩展至人社、民政等政务信息化领域。先后承接了“金保工程”二期项目、“金民工程”一期等国家级政务信息化项目，其产品覆盖全国 23 个省（自治区、直辖市）、100 余个城市，为 7 万家医院药店和近 5 亿社会公众提供服务。

图 3：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2、聚焦民生领域，主攻医疗医保、数字政务、智慧城市和技术转用四大业务

公司的四大战略方向多以面向政府部门、和部分行业生态主体为主，通过信息化、大数据应用和云服务，为行业赋能。其中医疗医保、数字政务与智慧城市业务占收入比重超过 95%，成为公司增长的主要力量。2019H1 中报公司营收占比构成：医疗医保 39.2%，智慧城市与数字政务 53.88%，技术转用 6.28%，其他类型和其他业务 0.64%。四大方向具体业务情况如下。

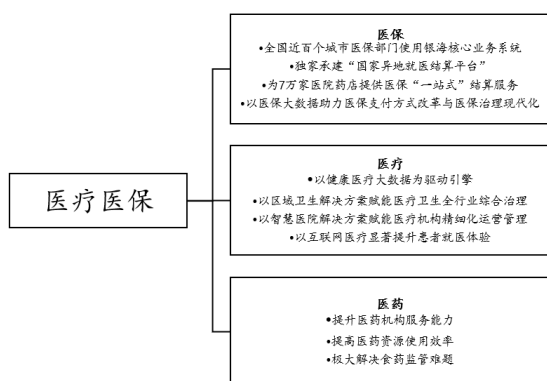
1、医疗医保。是目前公司第二大营收贡献板块，业务占比约 40%左右，平均毛利率 65%左右，高于公司其他业务板块，也是近期受益行业利好最明显的板块。该业务主要围绕医保、医疗、医药、医养等健康领域，面向医保局、卫健委、药监局等主体，助力医保经办、智慧医院、互联网医疗、健康医疗大数据等业务发展。

2、数字政务。是目前公司第一大营收贡献板块，联合智慧城市业务营收占比约 50-60%，，毛利率约 30%左右，但随着该块软件业务量的提升，有望提升该块毛利率。该业务主要围绕人社、民政、住房金融等民生领域，面向人社局、民政局等政府部门，以及税务局等主体，助力政府治理体系和治理能力发展，形成“互联网+政务”模式。

3、智慧城市。该业务主要围绕城市的创新发展、建设运营和高效治理，客户以城市政府及相关主体，主要是构建城市级信息平台 and 运营中心，推动大数据在城市治理的应用。

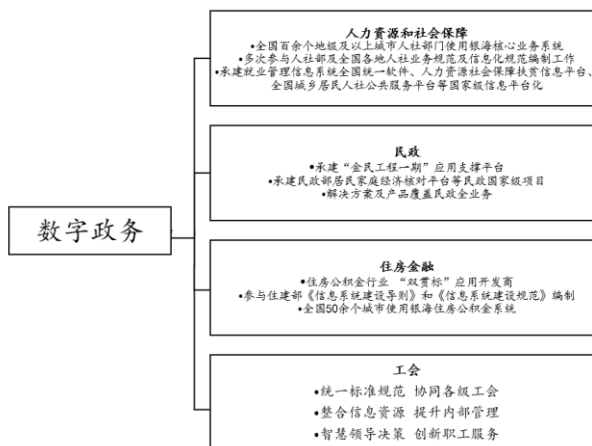
4、技术转用。该业务是公司传统业务，主要面向科研院所、军工企业等国防单位，依托“平台+应用”，实现大数据、自主可控等技术的双向转移和转化应用。

图 4：公司医疗医保业务发展方向



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 5：公司数字政务业务发展方向



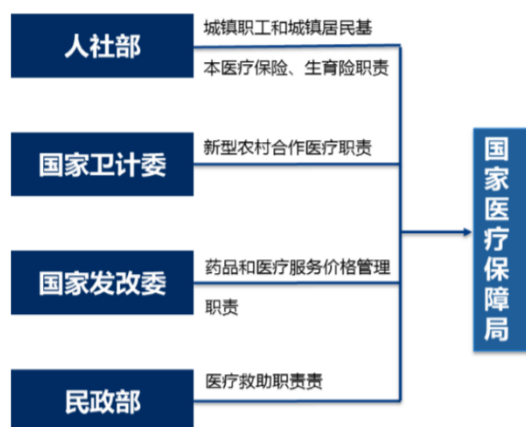
资料来源：公司官网，民生证券研究院

二、看点一：医保局新建，带动医保信息化需求加速释放

2.1、新建医保局，实现职能整合加速“三保合一”

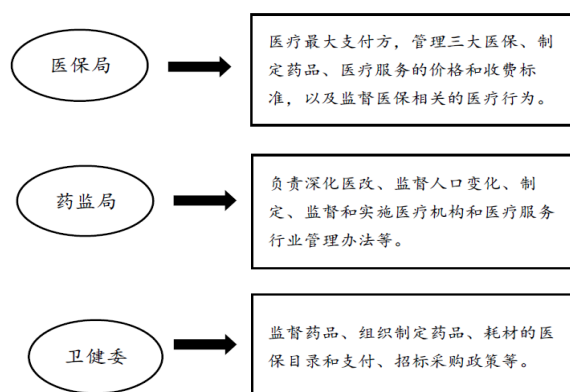
新建医保局，统筹管理医保事宜，实现职能聚集提高行政效率。2018年5月31日，国家医保局正式挂牌。其成立是根据第十三届全国人民代表大会第一次会议批准的国务院机构改革方案，是国务院直属部门。将原归人社部的城镇职工和城镇居民基本医疗保险、生育保险职责，原国家卫计委的新农合职责，原国家发改委的药品和医疗服务价格管理职责，原民政部的医疗救助职责的责任集聚为一身，提高行政效率，实现医保事务的统筹管理与监督实行。截至2019年9月，全国已有30个省（市）相继挂牌成立医保局。

图6：医保局整合多项职能



资料来源：国家医疗保障局，民生证券研究院

图7：医疗领域三部委分工明确



资料来源：民生证券研究院整理

表1：各省（市）医保局挂牌情况汇总

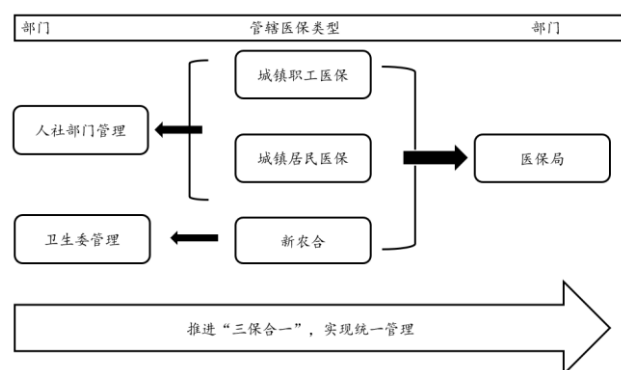
省（直辖市，自治区）	挂牌时间	级别设置
重庆	2018年10月24日	正厅级
吉林	2018年10月25日	正厅级
黑龙江	2018年10月25日	正厅级
浙江	2018年10月25日	正厅级
广东	2018年10月25日	正厅级
福建	2018年10月26日	正厅级
山东	2018年10月26日	正厅级
山西	2018年10月26日	正厅级
湖南	2018年10月31日	副厅级
江苏	2018年11月1日	正厅级
甘肃	2018年11月1日	副厅级
河北	2018年11月5日	副厅级
海南	2018年11月6日	正厅级
四川	2018年11月9日	正厅级
内蒙古	2018年11月10日	副厅级
辽宁	2018年11月11日	正厅级
宁夏	2018年11月12日	副厅级
陕西	2018年11月13日	副厅级

江西	2018 年 11 月 14 日	正厅级
广西	2018 年 11 月 15 日	副厅级
贵州	2018 年 11 月 20 日	正厅级
河南	2018 年 11 月 26 日	正厅级
云南	2018 年 11 月 26 日	副厅级
上海	2018 年 11 月 28 日	正厅级
安徽	2018 年 11 月 28 日	正厅级
青海	2018 年 11 月 28 日	正厅级
湖北	2018 年 11 月 29 日	正厅级
天津	2018 年 11 月 30 日	正厅级

资料来源：民生证券研究院整理

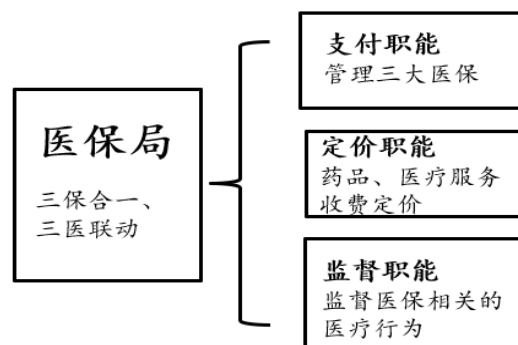
医疗最大支付方，加速三保合一、三医联动。医保局将成为医疗最大支付方，实现卫生医疗领域三部分分工明确。医保局的职责主要包括支付职能(管理三大医保)、定价职能(制定药品、医疗服务的价格和收费标准，以及招标政策)、监督职能(监督医保相关的医疗行为)，其成立目标是加速三保合一、三医联动的进程。具体包括拟定医疗保险、医疗救助等医疗保障制度的政策落地和实施、组织制定医保下的药品、医疗服务价格和收费情况，以及制定药品和耗材的采购招标等事务。之后，国家卫健委负责深化医改、监督人口变化、制定、监督和实施医疗机构和医疗服务行业管理办法等；国家药监局负责监督药品、组织制定药品、耗材的医保目录和支付、招标采购政策等，前述两者职能与医保局完全分开，形成协同合作局面。

图 8：医保局建立促三保合一进程加速



资料来源：民生证券研究院整理

图 9：医保局三大职能



资料来源：国家医疗保障局、民生证券研究院

2.2、政策利好+新建医保局，2022 年前促 30 亿医保信息化需求释放

医保政策频出，政策改革和优化推动医保信息化行业发展。为了进一步完善我国医疗保险的运营和制度制定，国家持续出台多份医保政策推动制度的持续优化，且通过推动医保信息化建设。如 16 年国务院发布的《关于整合城乡居民基本医疗保险制度的意见》，提出要将城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗保险从原本各自的两套系统进行整合，推行建立统一的城乡居民基本医疗系统，则对医保信息化建设提出新的要求；在比如 17 年卫计委公告《关于开展新型农村合作医疗异地联网结算专项督查工作通知》，则对医保的异地结算和支付提出更高的要求。因此，

随着国家对医保制度改革和优化工作的推进,提高信息化要求的同时促进了医保信息化行业的发展。

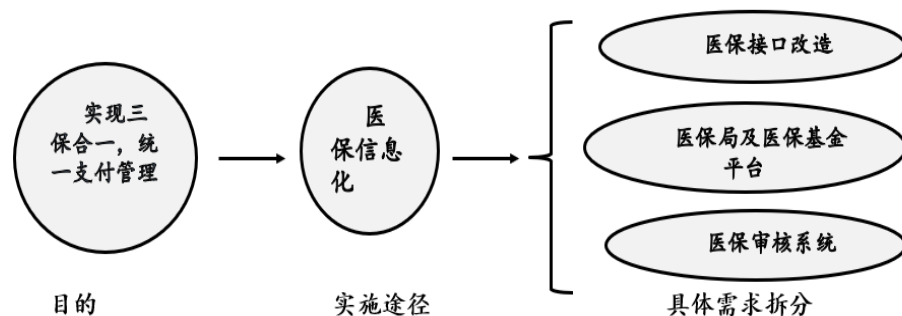
表 2: 近年来医保政策改革相关政策总结

日期	部门	文件名	主要内容
2016.01	国务院	《关于整合城乡居民基本医疗保险制度的意见》	就整合城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗两项制度,建立统一的城乡居民基本医疗保险制度提出明确要求
2016.01	卫计委	《关于开展全国新农合基金监管专项督查工作的通知》	通报典型违规案例,开展督查,保障基金安全
2017.02	卫计委	《关于开展新型农村合作医疗异地就医联网结算专项督查工作的通知》	以信息系统建设,结算机制为重点,查漏补缺,确定省内异地就医结算全面推开,跨省份就医结算试点顺利开展。
2017.04	卫计委、财政部	《关于做好 2017 年新型农村合作医疗工作的通知》	提高筹资标准、提升保障绩效、完善大病保险政策、深化支付方式改革、加快异地就医联网结算、推进制度整合、保障基金安全
2017.05	卫计委	《关于新型农村合作医疗异地就医联网结算的补充通知》	将新农合异地就医结算资金纳入专户管理,做好异地就医结算资金的归集,规范异地就医结算资金支付流程,规范异地就医结算管理
2018.07	国家医保局、财政部、人社部	《关于做好 2018 年城乡居民基本医疗保险工作的通知》	提高 2018 年城乡居民医保各级补助标准,人均新增 40 元,其中一半(20 元)用于大病保险。文件提出,2019 年全国范围内统一的城乡居民
2019.04	国家医保局、财政部	《关于做好 2019 年城乡居民基本医疗保险工作的通知》	2019 年城乡居民医保人均财政补助标准新增 30 元,达到每人每年不低于 520 元,其中一半用于提高大病保险保障能力,个人缴费同步新增 30 元,达到每人每年 250 元。全面建立统一的城乡居民医保制度。
2019.06	国家医保局	《国家医疗保障局关于印发医疗保障标准化工作指导意见的通知》	到 2020 年,在全国统一医疗保障信息系统建设基础上,逐步实现疾病诊断和手术操作等 15 项信息业务编码标准的落地使用。“十四五”期间,形成全国医疗保障标准清单,启动部分医疗保障标准的研究制定和试用完善。
2019.08	国务院	《全国深化“放管服”改革优化营商环境电视电话会议重点任务分工方案的通知》	医保方面,继续发展“互联网+医疗”服务,2020 年底前落实互联网诊疗和互联网医院管理相关政策
2019.08	国家医保局	《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》	合理确定并动态调整价格、医保支付政策,支持“互联网+”在实现优质医疗资源跨区域流动、促进医疗服务降本增效和公平可及、改善患者就医体验、重构医疗市场竞争关系等方面发挥积极作用。

资料来源:国务院、卫计委、医保局官网、民生证券研究院

医保局职能整合推动信息化需求落地。受医保局 3 大职能影响,相关业务系统面临整合、迁移和新建工作。从支付、监督职能要求,需要将原有三保系统的数据进行迁徙、整合并置于一个系统中,因此对相应的数据端口也要进行改造。还需建造医保基金和医保审核系统,对医保收入、医保支出、保内医疗情况进行统一管理。最后医保局还将对城乡医保目录的药品、耗材和医疗服务进行价格指导和管理,指导药品、医药耗材招标采购平台的建设,因此会对原有招标平台进行升级或重建。

图 10：实现“三保合一，支付管理”的具体信息化需求



资料来源：民生证券研究院整理

国家医保信息平台的核心应用系统招标结束，省市级医保平台的招标将陆续进行。2019 年 3 月 5 日，政府采购网公告栏国家医保局信息平台建设项目招标公告，本次招标包括应用软件、基础云平台建设和相关平台建设相关采购项目。其中，应用软件分成 9 个包，云平台建设分成 2 个包，并于 2019 年 5 月 7 日完成所有中标公司的公示，完成招标进入建设阶段。后续省市级医保平台将以国家医保平台为模板，进行系统建设。

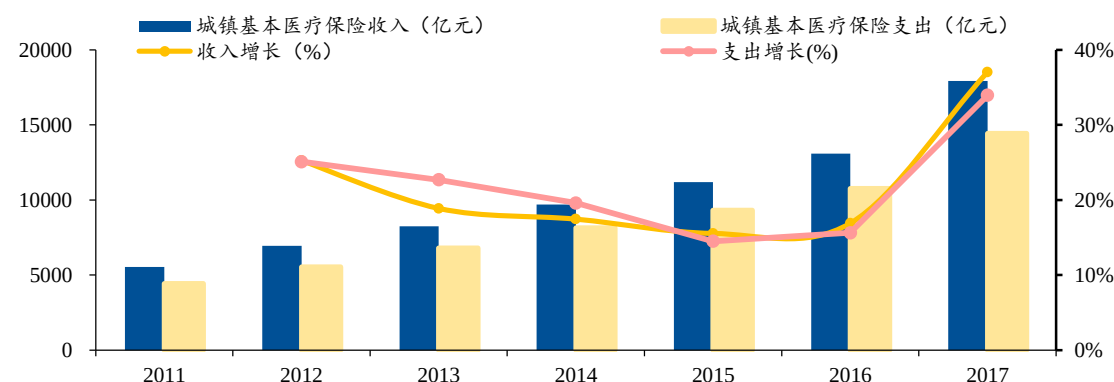
表 3：国家医保信息化平台招标情况汇总

项目	中标公司	金额	预算金额	中标/预算（%）
国家医保局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目		1694.20	7089.50	23.90%
第 1 包 内部统一门户子系统、内部控制子系统	东软集团	259.00	502.00	51.60%
第 2 包 跨省异地就医管理子系统	久远银海	199.00	553.00	36.00%
第 3 包 支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	创智和宇	83.00	360.50	23.00%
第 4 包 药品和医用耗材招采管理子系统	厦门海西医药交易中心	168.00	735.00	22.90%
第 5 包 公共服务子系统、信用评价管理子系统	易联众	268.00	763.00	35.10%
第 6 包 基金运算及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统	卫宁健康（卫宁科技）	328.00	953.00	34.40%
第 7 包 宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	平安医保科技	207.40	1480.00	14.00%
第 8 包 基础信息管理子系统、医保业务基础子系统、应用支撑平台子系统	易联众/久远银海/创业慧康	100.00	1393.00	7.20%
第 9 包 应用系统集成服务	东华软件	81.80	350.00	23.40%
国家医保局医疗保障信息平台建设工程基础云平台建设和集成采购项目		4456.10	4688.50	95.00%
第 1 包：公共服务区基础云平台建设和集成	中国电信	1796.10	1903.00	94.40%
第 2 包：核心业务区基础云平台建设和集成	中科软科技股份有限公司	2660.00	2785.50	95.50%
国家医保局医疗保障信息平台建设工程总集成和相关服务采购项目	太极股份	1298.50	1397.40	92.90%
国家医保局医疗保障信息平台建设工程监理服务采购项目	北京赛迪	315.00	315.00	100.00%
国家医保局医疗保障信息平台建设工程机房和通信基础设施采购项目	中国电信	1880.00	1895.60	99.20%

资料来源：中国政府采购网、民生证券研究院

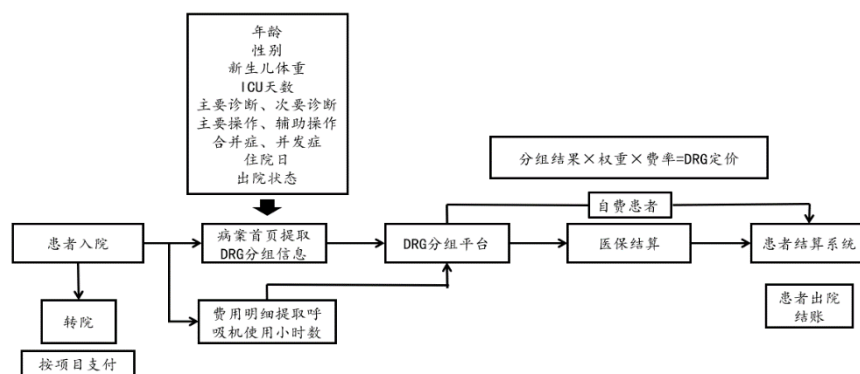
为缓解医保基金支出压力,国家逐步推进 DRGs 的实施。目前我国医疗支出超过 GDP 的 5%, 17 年医保支出同比增加 34%, 医保控费刻不容缓。而 DRGs 作为国际常用医保模式, 即通过病案情况依据分组规则进行 DRGs 分类, 预先支付治疗费用。如根据病人的年龄、性别、住院天数、临床诊断、病症、手术、疾病严重程度, 合并症与并发症及转归等因素把病人分入 500-600 个诊断相关组, 然后决定应该给医院多少补偿。总结来看, 就是通过统一的疾病诊断分类定额医保支付标准, 实现资源分配标准化。根据海外实施经历看, DRGs 的使用通过定额给付迫使医院为获得利润主动降低成本, 减少不必要的医疗, 缩短诱导性支付, 实现医保费用控制效果。

图 11: 2011-2017 年我国医保收入和支出情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 12: DRGs 实行方式示意图



资料来源: 民生证券研究院整理

表 4: 其余国家医保支付方式总结

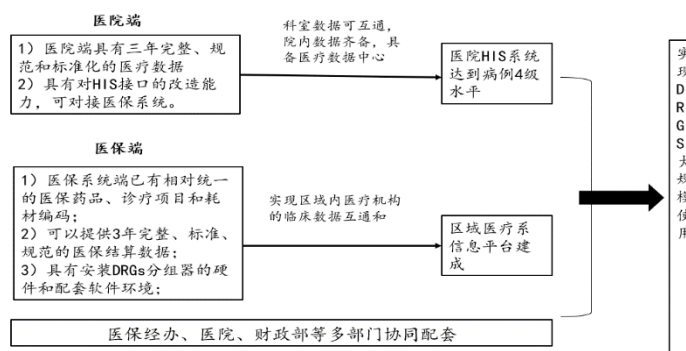
国家	支付方式	预付/后付	主要内容
美国	基于疾病诊断组别的预付费制 (DRGs-PPS)	预付费制	出院病人按所属 DRGs 中的费率向医院结账, 医院自负盈亏。 起付线以下: 患者自付; 起付线-封顶线: 患者支付 25%; 封顶线-大病支付线: 患者自付; 大病支付线以上: 患者自付 5%;
澳大利亚	四支柱模式 (药品目录制度、联邦政府支持公立医院制度、服刑人员医疗服务、医疗保险福利目录) 的预付费制 (AR-DRGs)	预付+后付费制	门诊医生: 总额预付制和按病种付费相结合, 医生可收取比医保福利目录价格高的诊疗费, 超出部分患者自付, 医生直接向健康保险委员会要求偿付, 若家庭门诊费用超过上限, 则医保报销 80%。 住院治疗: 总额预付制和按病种付费相结合, 其中后者为主要方式, 即按照相关疾病诊断分类 (AR-DRG) 标准进行支付, 政府对每一个输出单位进行定价, 过度消耗的资源由医院自付。

加拿大	按服务项目付费制与总额预付制相结合的方式	后付费制	药品支付: 个人自付固定部分, 这部分与药品价格无关, 只与收入高低有关, 有最高额限制。 医疗保险部门向医生支付全部费用的 91% 为按服务项目付费。 对医院主要实行总额预付制。只是在总额指标的确定上, 不再单纯以医院的业务收入为指标, 而是充分考虑各医院服务人口的构成及其需求等因素, 引入诊断组、病例组等测算模式, 科学地测算总额指标。
泰国	按人头付费结合疾病相关群组预付	后付费制	自 2002 年 4 月起开始实施“30 铢计划”全民健康保险 (UCS), 支付机制为门诊服务按人头付费和住院服务按疾病相关群组预付制付费, 以及每次就诊每人 30 铢的共付费用。
英国	全民免费医疗, 政府是医保唯一偿付人	后付费制	但患者凭医生处方买药时, 需要支付固定处方费 (6 英镑左右) 牙科和眼科检查需要支付一定的费用: 牙科: 4.76 英镑/次, 眼科: 10-20 英镑/次; 社区普遍实行按人头付费方式; 2002 年二级医疗机构推出按结果付费方式 (PbR)

资料来源: 民生证券研究院整理

DRGs 的推广对医院信息化和医保数据接口提出进一步要求, 政策颁布和医保局新建将加速从试点往大规模推广的进程。依据医保局 2018 年 12 月发布《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》, 明确 DRGs 的使用需要 1) 政府牵头, 各部门积极配合, 医保行政机关有能力制定政策、统筹试点进行, 医保经办的组织和管理能力较强; 2) 医保系统端有相对统一的医保药品、诊疗项目和耗材编码; 可以提供 3 年完整、标准、规范的医保结算数据; 具有安装 DRGs 分组器的硬件和配套软件环境; 3) 医院端具有三年完整、规范和标准化的医疗数据; 具有对 HIS 接口的改造能力, 可与医保经办系统和分组器实行数据互传。因此, DRGs 的实行对医保和医院的信息化皆有较高要求, 也需要各部门的协同合作。

图 13: DRGs 实行的医保和医院端信息化要求示意图



资料来源: 国家医疗保障局, 民生证券研究院

基于医保局职能执行的信息化需求、国家及省市级医保信息平台的建设和 DRGs 推广对医保端信息化的要求, 我们预计合计 30 亿的医保信息化要求将在 2022 年前完成招标和建设, 未来 2-3 年是建设的高峰期。本轮医保信息化的主要需求包括: 医保职能带来的省市医保局信息平台和应用子系统的建设和 DRGs 医保端接口建设。而相对比之前金保工程一期长达 10 年的建设 (此前医保系统建设归人社部管理), 我们预测本轮医保信息化建设进程会明显加快, 预计 2019-2021 年将是建设高峰期。理由有 2 点: 1) 原来金保一期的主导建设机构是人社部, 而人社部职能多样, 资金体系混乱导致建设周期拉长; 本轮由新建医保局主导, 拥有独立的预算体系, 职能更加清晰, 招投标更为有效。2) 目前医保基金压力巨大, 控费需求迫切, 国家寄希望于新的控费机制和系统, 如 DRGs 的运用, 提高费用使用效率。因此本轮信息化建设周期短, 任务重, 投资周期明确。

表 5: 本轮 30 亿的医保信息化市场预测

	单位	数量	单价	市场规模
基础办公和职能需求系统	省级医保局	32	700-1000 万	20 亿
	市级医保局	333	400-500 万	
DRGs 医保端接口和系统	DRGs 医保端接口和系统	333	200-300 万	10 亿

资料来源: 民生证券研究院预测

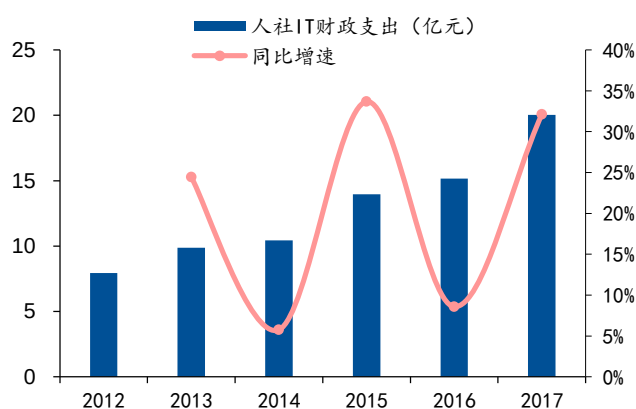
三、看点二: 人社、民政 IT 财政支出不断增加, 受益“互联网+政务”落地浪潮

3.1、“互联网+人社”受益政策利好与国家重视, 财政支出不断增加

人社信息化事关便民、简政, 政策支持力度大, 过去几年的复合增速超过电子政务整体增速。

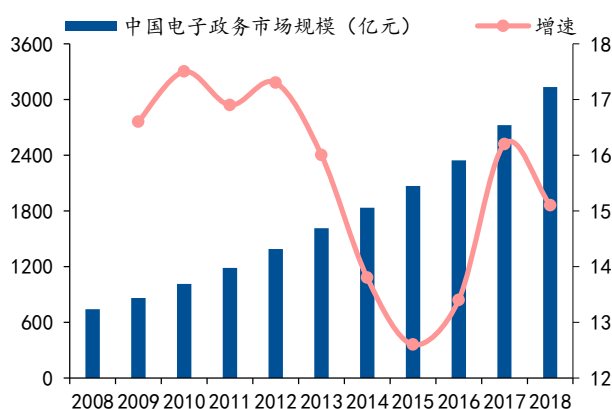
根据前瞻产业研究院的数据, 2008-2017 年中国数字政务市场年均复合增速为 13.91%, 预计 2018 年数字政务市场规模将突破 3000 亿。而人社事务作为政务中不可缺少部分, 2002 年起国家启动金保一期工程, 以中央、省、市三级网络为依托, 涵盖县、乡等基层机构, 支持劳动和社会保障业务经办、公共服务、基金监管和宏观决策等核心应用, 覆盖全国的统一的劳动和社会保障数字政务工程。该工程标志着我国人社信息化发展进入新起点。此后国家先后出台了多份文件, 推动人社信息化进程。例如 2016 年 11 月, 国家发布《“互联网+人社”2020 行动计划》, 明确提出要充分利用“互联网+”和大数据的力量, 改进公共服务供给模式、激发社会创造力, 解决民生热点和难点问题, 提高人力资源和社会保障事业的发展。与政策支持相对应的是人社 IT 财政支出的持续增加, 2017 年人社 IT 建设的财政支出达 20.04 亿元, 同比增加 32.10%, 12-17 年的 CAGR 为 20.34%, 可见国家对人社 IT 的重视和支持。

图 14: 人社 IT 财政支出



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 15: 数字政务市场规模持续扩大



资料来源: 前瞻研究院、民生证券研究院

表 6：近年来人社信息化相关政策总结

发布时间	部门	文件名称	主要内容
2015/5	国务院	《2015 年推进减政放权放管结合转变政府职能工作方案的通知》	深入推进职业资格改革
2015/7	国务院	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	提出“互联网+”益民服务，加快发展基于互联网的医疗、健康、养老、教育、旅游、社会保障等新兴服务
2016/4	国务院	《推进“互联网+政务服务”开展信息惠民试点实施方案》	加快推动“一号一窗一网”的改革与应用
2016/5	国务院	《关于印发 2016 年推进简政放权放管结合优化服务改革工作要点的通知》	取消一批职业资格许可和认定事项，全面清理名目繁多的各种行业准入证，上岗证等
2016/6	国务院办公厅	《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》	强化医疗保障与其他医疗应用信息系统数据采集，集成共享和业务协同，推进行业治理大数据应用
2016/9	国务院	《关于加快推进“互联网+政务服务”工作的指导意见》	建成覆盖全国的整体联动，部门协同，省级统筹，一网办理的“互联网+政务服务”体系
2016/11	人社部	《印发“互联网+人社”2020 行动计划的通知》	2018 年之前，着力推进“互联网+人社”试点示范工作；2020 年之前，实现“互联网+人社”多元化、规模化发展
2017/5	国务院办公厅	《关于印发政务信息系统整合共享实施方案的通知》	一方面着眼长远，做好顶层设计，促进“五个统一”，统筹谋划，锐意改革；另一方面立足当前，聚焦现实问题，抓好“十件大事”，重点突破，尽快见效。
2018/6	国务院	《进一步深化“互联网+政务服务”推进政务服务“一网、一门、一次”改革实施方案》	推进跨层级、跨地域、跨系统、跨部门、跨业务的协同管理和服务，推动企业和群众办事线上“一网通办”（一网），线下“只进一扇门”（一门），现场办理“最多跑一次”（一次），让企业和群众到政府办事像“网购”一样方便。
2018/8	国务院	《关于加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见》	深入推进“互联网+政务服务”，加快建设全国一体化在线政务服务平台，全面推进政务服务“一网通办”作出部署。

资料来源：中央政府网、民生证券研究院

3.2、2020 年前完成主要业务信息化全覆盖，信息化进程加速

国家对民政信息化进度提出要求，2020 年完成 100% 的主要业务信息化覆盖，民生信息化建设持续加速。民政 IT 自 20 世纪 80 年代开始启动，并在 2017 年民政 IT 的基本要求。在 2017 年《民政部关于统筹推进民政系信息化建设的指导意见》提出：到 2020 年，基本完成本部政务信息化清理整合，主要业务信息化覆盖率达到 100%，省级民政部门主要信息化覆盖率达到 80%，民政基本公共服务事项网上办理率达 80% 以上。此外，国家于 2018 年启动“金民工程”一期项目，计划利用民政统一的云服务平台和省级平台，进一步完成和巩固 2017 年提出的民政信息化目标，形成上下协同、纵横联动、综合支撑的“互联网+民政服务”平台，为全国各级各类民政业务提供统一、规范的政务服务事项管理、运行管理、电子监察等服务，并与省级政务服务平台实现互联互通。

表 7：近年来民政信息化相关政策总结

发布时间	部门	文件名称	主要内容
2017/10	民政部	《关于统筹推进民政信息化建设的指导意见》	切实指导和规范各级民政部门完善信息化管理体制和运行机制，有效解决建设分散化、应用条块化、信息割裂化、服务碎片化等问题，发挥信息化对民政事业的支撑作用和倍增效应
2018/6	民政部	民政部印发《“互联网+民政服务”行动计划》	为深入贯彻落实党中央、国务院关于“互联网+”的决策部署
2019/8	民政部办公厅	《金民工程一期项目试点工作方案》	全面推动金民工程建设成果广泛应用，加快形成全国民政信息化“一盘棋”格局，按照试点先行、总结经验、全面推广的工作步骤，实现金民工程在全国全面应用

资料来源：民政部官网、民生证券研究院

“互联网+”运用深度的不断升级，“互联网+政务”的结合将更加深入。自李克强总理提出“互联网+政务服务”后，无论是上述人社、民政等政务的信息化深度和广度持续增加，随“金保工程”、“金民工程”等一系列国家级信息化工程的推出，政务信息化的基础在不断夯实和加固。“互联网+政务”在带来网上行政业务处理大厅、政府 APP、社保查询小程序等多项便民利民、提升办事效率的优势外，也改变了业务办理流程和创新政务处理手段。此外，随之带来的大量详实的数据可为后续分析人口迁徙轨迹、监测人口变化、信用情况奠定基础。

四、核心竞争力明显，聚焦四大优势

4.1、优势一：卡位支付赛道承接国家医保平台，提前卡位本轮医保信息化建设

公司中标国家医保局信息平台应用软件的第 2 包和第 8 包，占据此轮医保信息化优势点。受本轮医保局招标中除第 8 包外，采用排他式招标方式，成为唯二中标 2 个项目包的公司之一。第 2 包作为异地支付支持包，主要是用于支撑三保的跨区域进行异地看病、购药等医保异地支付业务。第 8 包为核心包，属医保核心业务系统，主要是帮助医保支付、医保定价、医保监管三大医保核心职能，实现跨区域、跨层级、跨部门的信息共享和集聚，建立标准化的应用支撑环境，实现智能化、便捷化的医疗保证信息系统。国家级平台核心包是集体医保系统的业务和应用基础支持，是核心标准和业务规范的输出，表明建设者将参与医保局系统的规则制定。因此，中标者意味着在后续省市级医保局应用软件的招标项目中具有先发优势，有助于获取下属信息化的新建市场份额，提升业绩确定性。

表 8：公司中标第 2 包和第 8 包的具体内容

编码	内容
第 2 包	跨省异地就医管理子系统的目的是实现跨省参保人员就医费用直接结算、定点医药机构费用审核和地区间定期清算划拨和稽核管理；建立跨地区医保联网结算业务协同机制和工作流程，通过信息平台实现各地区之间的业务协同办理，为跨地区就医人群和异地医疗机构提供便捷高效的医疗费用直接结算服务。跨省异地就医管理子系统支持多种就医凭证（身份证、社保卡、电子凭证），为群众提供更多样化的结算方式。
第 8 包	针对医疗保障全民覆盖、需求刚性、主体多元、业务复杂、发展不均衡及在线化服务要求高、专业化治理难度大等领域特点，通过设计统一的应用支撑平台子系统制定标准和机制，将可复用价值比较大的模块（服务）进行分析、整合，最终形成国家医疗保障应用支撑平台子系统，以提供共享的、可复用的业务能力为主，实现最大程度地提升协作效率，同时降低新系统开发成本。应用支撑平台子系统在技术上应采用分布式微服务架构，实现高弹性、高容错能力的技术特性。

资料来源：中国政府采购网、民生证券研究院

图 16：国家医保信息化平台示意图



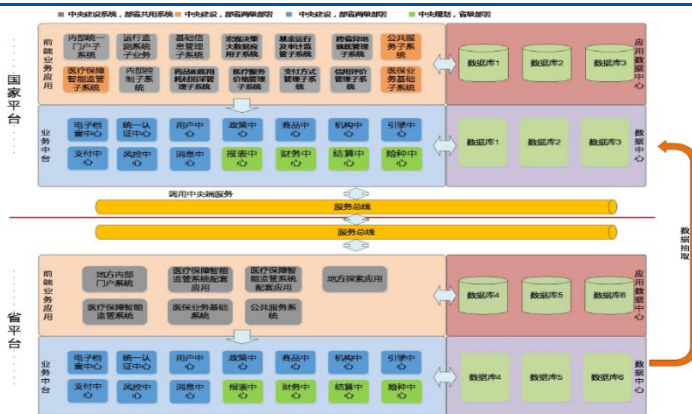
资料来源：中国政府采购网，民生证券研究院

图 17：国家医保信息化项目第 2 包示意图



资料来源：中国政府采购网，民生证券研究院

图 18：国家医保信息化项目第 8 包示意图



资料来源：中国政府采购网，民生证券研究院

深耕医保信息化行业多年，卡位支付赛道，行业市占率具有领先优势。医疗信息化公司众多，而主要从事医保信息化核心系统建设的还有东软健康、易联众和浙大网新等。公司自 1996 年承建绵阳市医保项目以来，深耕行业 20 年。先后承建了国家异地就医结算平台和近百个城市的医药核心业务经办系统，卡位医保支付赛道。且公司和东软的医保信息化产品一起合计覆盖了约 2/3 的市场份额，具体看公司从覆盖城市数量上略低于东软健康，但高于其他主要竞争对手。

表 9：医保核心系统建设商对比

公司	医保相关业务营收 (2019H1, 百万)	医保相关业务 营收占比 (2019H1)	目前主要承担项目	覆盖城市和省份数量
久远银海	133.6	39.20%	1) 积极推进广西医保区级集中等区域医保信息化工程建设。 2) 在 DRGs 方向, 完成了在医保端、医院端和卫健端的全覆盖。如在医保端, 成功实施部分省市医保 DRGs 项目;	10 余个省(自治区、直辖市)、近 100 个地级以上城市
东软集团	715.9	24.47%	参与辽宁、甘肃、内蒙、海南、南宁、重庆、杭州等多个省市统筹区医保系统建设	辽宁、甘肃、内蒙、海南、南宁、重庆、杭州等 200 多个省市
易联众	-	-	2016 年公司成为福建医保管理服务平台总开发商, 构建了全国第一个省级医疗保障综合管理服务平台	福建省为主要势力范围

资料来源：民生证券研究院整理

产品覆盖医保+医院+药店，全产业链承建加深行业理解，推动本轮医保信息化市占率进一步上升。在医保端，公司还落地实施了 DRGs 付费管理、医保基金监管等医保治理服务产品，为后续 DRGs 市场的争夺奠定案例基础。在药店端，公司为 7 万家医院药店提供医保“一站式”结算服务，提供药店一站式解决方案，融合药店、线上购药平台、用户、药厂等业务主体；在医院端，公司为四川省、云南省等 10 余家三甲医院和上千家其余医院提供 HIS 平台服务，对数据互联互通的构建具有重复经验。未来，随着 DGRs 的大规模推广和医保控费的严格执行，医保核心系统建设项目的中标者将降低集成商的比例逐步提高自身具有行业理解的承建商的中标比重，进一步提升行业集中度。而公司有望利用在药店和医院的卡位优势、项目经验和自身的行业理解，推动医保端市占率进一步上升。

4.2、优势二：承建多个部委级、国家级项目、电子政务建设业务屡获认可

公司先后承建多个部委级、国家级电子政务项目，建设经验充沛、技术实力屡获认可。公司从事电子政务二十多年，先后承建多个部委级项目，荣获人社部行业信息化的战略合作伙伴、国家卫健委 DRGs 质控中心合作伙伴、国家智慧健康养老应用示范企业的称号，具备 CMMI5、ITSS、信息安全服务等行业资格，参与指定 20 余项国家标准、行业标准及地方标准的制定，技术实力屡获国家认可。

表 10：公司承建部委级信息平台项目

部委	项目
国家医保局	医疗保障信息平台(基础信息管理系统、医保业务基础子系统、应用支撑平台子系统)、国家异地就医结算平台、国家医疗保障统计报表系统
人社部	就业管理信息系统全国统一软件、人力资源社会保障扶贫信息平台、在京中央国家机关事业单位养老保险信息系统、全国城乡居民人社公共服务平台、养老保险精算平台、宏观决策支持系统
民政部	“金民工程一期”应用支撑平台、居民家庭经济状况核对信息系统 2.0 版、信息化项目管理系统、民政业务数据资源整理与数据库建设项目
国家重点研发计划	“物联网与智慧城市关键技术及示范”重点专项“川渝特大城市群服务集成与治理关键技术研究与应用示范”
国家发改委	数字经济示范工程健康医疗大数据应用创新项目
国家疾控中心	重要监测数据查询与可视化平台。

资料来源：久远银海官网、民生证券研究院

人社、民政先后中标国家级项目，同时发力住房金融业务，电子政务业绩平稳增长。做为电子政务行业领军企业，公司在 18 年先后中标了民政部的“金民工程”一期项目和人社部的“金

保工程”二期项目，其中“金民工程”项目作为 18 年民政信息化的标杆业务，公司又是中标民政部支撑平台开发集成项目，标志公司在民政信息化领域的实力得到进一步的认可，未来有望开来省市级的民政信息化工程建设市场。而在住房金融领域，已在全国 50 多个城市使用公司提供的公积金系统。据政府采购网不完全统计，18 年公司中标公积金项目金额超过 7000 万，该部分营收有望陆续在 19 年业绩中确认。此外，随着各省市住房公积金经办招标的持续，公司在住房金融的收入有望持续增长。因此，从公司已公开的电子政务项目中标情况和电子政务未来的发展，我们认为公司在电子政务收入将持续增加，市场范围进一步扩大。

图 19：人社、民政、住房金融业务介绍



资料来源：久远银海官网，民生证券研究院

4.3、优势三：平安入股，有望加深智慧医疗合作

平安入股公司，双方合作持续加深。中国平安于 2018 年通过公司定增方案，合计收购 8.54% 的股份，成为公司第三大股东，该笔交易也是“平安系”18 年的首次举牌项目，可见中国平安对公司的认可与重视。目前双方已先后公告与平安养老、平安人寿和平安好房的战略合作协议，而被平安寄予厚望，计划深度赋能“互联网+商保”，致力推动医疗新生态的平安医保科技未来将有望与公司达成合作，推进国内 PBM 服务的发展。

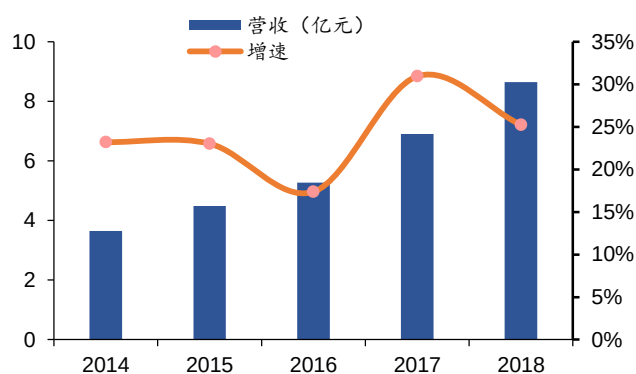
平安医保科技若与公司携手，有助于促进医保、商保控费能力的提升，降低医疗费用同时满足病人医疗需求。平安医保科技推进的医保、商保控费，是基于大数据分析、区块链的技术和大数据分析模型，通过制定漏斗模型将重点人群筛出来如个人医疗费用识别模型、反欺诈模型、人群风险分层管理模型。通过这些模型去对针对特殊病人群、门诊慢病人群去做主动干预管理，实现从被动控费到主动管理的发展。而公司自带的 2 大优势，1) 大量详实的医疗数据。公司通过承建多省市的医保应用支撑平台和数据库项目，手握大量详实的医疗数据。2) 卡位异地医保支付、药店医保支付系统，可提供支付接口。前者数据可帮助平安医保科技矫正现有模型，提升医疗费用判断的准确性和控费能力，后者可与平安医保科技一起作为平安商保的底层框架，简化平

安商保的支付流程,提升使用感。

4.4、优势四：营收与业绩稳步增长，经营性现金流充沛

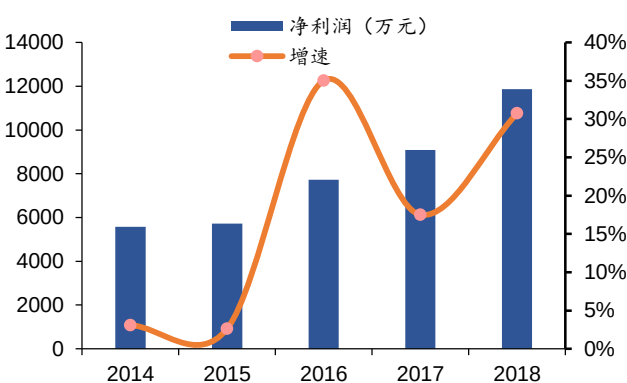
公司近年来营收和业绩稳步增长，营收近五年年均增速超过 20%。公司 2014-2018 年实现营收分别为 3.65、4.49、5.27、6.90、8.64 亿元，增速分别为 23.20%、23.00%、17.25%、30.91%、25.16%，近年来营收增速维持在 20-30% 左右，其中 2016 年营收增速放缓主要是系统集成类业务实现的营收同比下降。公司 2014-2018 年实现归母净利润分别为 5577、5722、7726、9080、11870 万元，增速分别为 3.09%、2.62%、35.02%、17.51%、30.73%，净利润增速自 2016 年开始维持两位数增长，且 2018 年净利润增速首次超过营收增速。

图 20：2014-2018 年公司营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

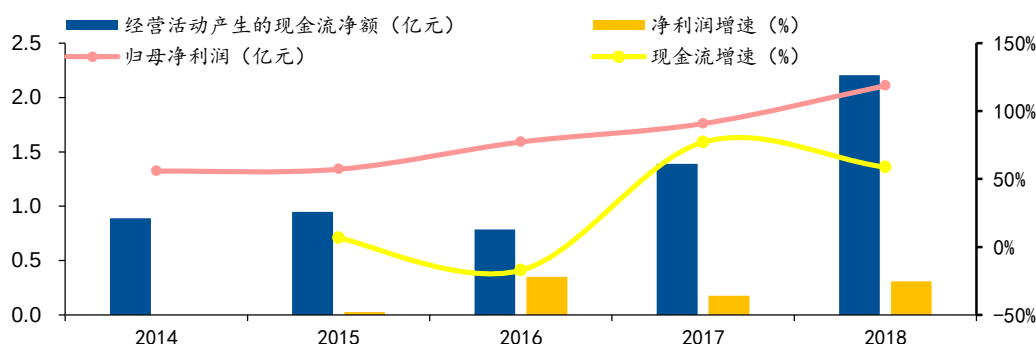
图 21：2014-2018 年公司净利润及增速（万元，%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

公司经营性现金流充沛，连续 5 年超过净利润。公司 2018 年实现经营活动产生现金流净额为 2.21 亿元，同比增长 58.7%，超过同期 1.19 亿的归母净利润 2 倍。且公司 2014-2018 年连续 5 年实现经营活动现金流流入持续高于归母净利，保持现金流充沛，营业活动质量高。

图 22：2014-2018 公司净利润与经营性现金流净额

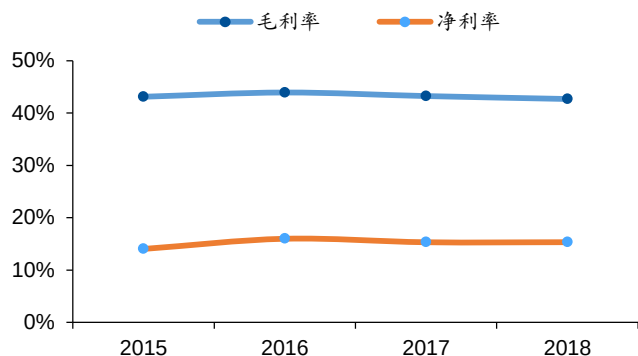


资料来源：wind，民生证券研究院

整体毛净利率维持稳定，医保业务毛利率高于同业。公司近年来毛利率维持在 43% 左右，净利率维持在 15% 左右，期间费用率保持稳定，经营状况良好。公司医疗医保业务的毛利率在 65% 左右，高于公司整体毛利率水平，也高于同行业公司毛利率（东软集团的医疗健康及社会保障业务）。本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

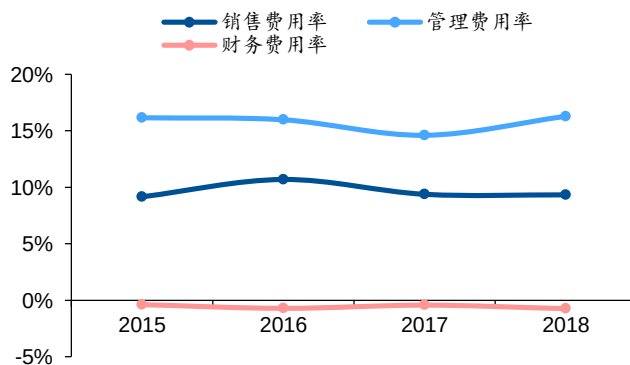
毛利率在 47%)。2019H1 受数字政务软件类业务占比的上升, 数字政务毛利率升至 54%, 带动公司整体的毛利率水平升至 57.14%。

图 23: 2015-2018 年公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

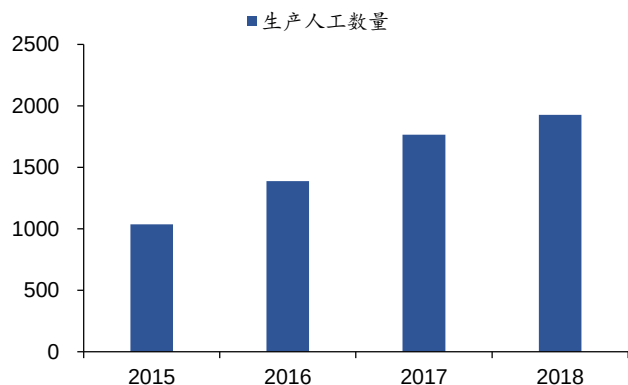
图 24: 2015-2018 年公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

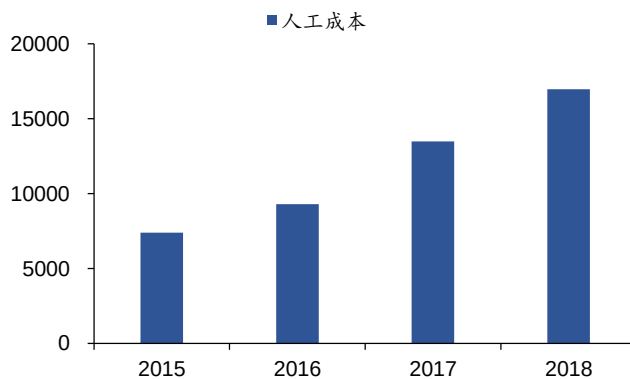
人工成本随公司规模扩张同趋增加。公司 2015-2018 年生产人工数量分别为 1036、1389、1765、1928 人, 人工数量增长带动人工成本增加, 2018 年人工成本费用 1.69 亿元, 同比增长 26%, 人工成本支出不断增加, 公司规模实现稳步扩张。

图 25: 2015-2018 年公司生产人工数量 (人)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

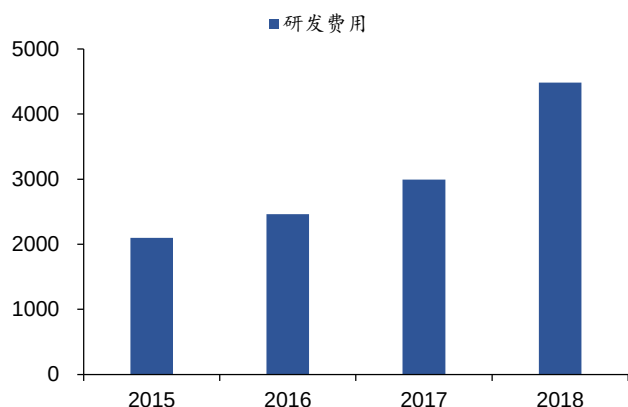
图 26: 2015-2018 年公司人工成本 (万元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

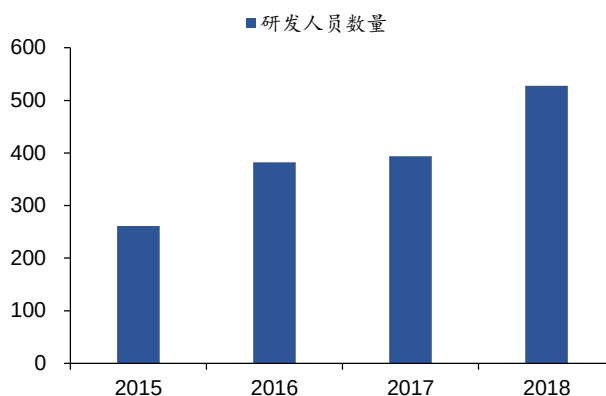
持续加大研发投入, 提高核心竞争力。公司 15-18 年研发费用分别为 2100/2462/2992/4483 万元, 其中 18 年费用增速达到 49.81%; 同时公司 18 年研发人员数量为 528 人, 相比于 2017 年的 394 人, 增速达到 34.01%。近年来公司研发费用与研发人员数量的快速增长体现了公司对研发创新的重视。

图 27: 2015-2018 年公司研发费用 (万元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 28: 2015-2018 年公司研发人员数量 (人)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

五、盈利与预测

5.1、盈利预测

营收假设: 1) 考虑国家医保信息化平台订单于上半年完成招标, 预计各个省级、地市级的医保 IT 订单将在 2019 年下半年开始陆续招标, 2020 年医保 IT 相关订单或迎来高速增长, 受工程验收影响对营收影响降至 2022 年上半年。此外, 叠加考虑 DRGs 医保端的建设、部分医院端建设和药店 MIS 系统的销售进度等, 预计公司医疗医保业务 2019-2021 年收入增速分别为 40%、45%、35%。此外, 考虑公司承建医保信息化业务多年, 毛利率水平多年在 65% 左右, 因此预测 2019-2021 年, 公司医保医疗业务整体毛利率为 65%。

2) 考虑我国数字政务行业的整体增速和公司在公积金项目、“金民工程”、人力资源社会保障扶贫项目的中标情况和已有市占率, 我们预计智慧城市与数字政务业务未来三年保持稳定增长, 2019-2021 年收入增速分别为 22%、21%、20%。考虑软件业务占比有所提高, 我们预计 19-21 年毛利率较 18 年有所上升, 约为 33%。

3) 技术转用和其他业务我们预计 2019-2021 的营收与 2018 年持平, 即营收合计约 5000 万/年。

综上, 我们预计公司 19-21 年的营收分别为 11.00/14.27/17.98 亿元, 同比增长 27.31%/29.70%/26.04%, 毛利为 4.98 /6.70 /8.64 亿元, 同比增长 45.28%/46.93%/48.05%。

表 11: 公司 2018-2021E 营收预测

	2018	2019E	2020E	2021E
医疗医保				
收入 (亿元)	3.16	4.42	6.41	8.66
增长 (%)	37.53%	40%	45%	35%
成本 (亿元)	1.10	1.5	2.2	3.0
毛利润 (亿元)	2.06	2.88	4.17	5.63
毛利率 (%)	65.32%	65.00%	65.00%	65.00%

智慧城市与数字政务

收入 (亿元)	4.98	6.08	7.35	8.82
增长 (%)	41.58%	22%	21%	20%
成本 (亿元)	3.46	4.07	4.93	5.91
毛利润 (亿元)	1.52	2.00	2.43	2.91
毛利率 (%)	30.48%	33.00%	33.00%	33.00%

其他

收入 (亿元)	0.5	0.5	0.5	0.5
增长 (%)	-	0%	0%	0%
成本 (亿元)	0.39	0.4	0.4	0.4
毛利润 (亿元)	0.11	0.1	0.1	0.1
毛利率 (%)	21.60%	20.00%	20.00%	20.00%

合计

收入 (亿元)	8.64	11.00	14.27	17.98
增长 (%)	25.16%	27.31%	29.70%	26.04%
成本 (亿元)	4.95	6.02	7.57	9.34
毛利润 (亿元)	3.69	4.98	6.70	8.64
毛利率 (%)	42.70%	45.28%	46.93%	48.05%

资料来源：民生证券研究院

费用假设：1) 考虑公司为应对未来招投标项目数量的增加和药店 MIS 业务的推广，预计 2019-2021 年的销售费用率较 18 年略有上升，为 10%/11%/11%。2) 考虑公司为应对业务的增多和提升核心竞争力，将继续加大研发投入，预计 2019-2021 年的研究费用率为 6%/6%/6%。3) 考虑业务量的提升和公司人员数量的增加，预计 2019-2021 年的管理费用率为 12%/12%/12%。

综上，我们预计公司 19-21 年的不含财务费用的期间费用为 3.08/4.14/5.21 亿元。

表 12：公司 2018-2021E 费用预测

	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率 (%)	9.33	10.00	11.00	11.00
销售费用 (百万)	80.59	110.00	156.93	197.80
研发费用率 (%)	5.19	6.00	6.00	6.00
研发费用 (百万)	44.84	66.00	85.60	107.89
管理费用率 (%)	11.09	12.00	12.00	12.00
管理费用 (百万)	95.87	132.00	171.20	215.78
期间费用 (亿元)	2.21	3.08	4.14	5.21

资料来源：民生证券研究院 注：上述 2018-2021E 费用不含财务费用

5.2、可比估值

可比公司：1) 医疗信息化：选取业内营收和医院端业务占比较高的行业领军企业卫宁健康、创业慧康 2) 政务信息化领域：选取上一轮“金保工程”占有主要份额的东软集团；数字政务行业领军企业太极股份。

从可比公司数据看可比公司 19-21E 的平均估值为 50X/36X/27X, 考虑上文公司医疗医保和人社政务的业务增长情况和期间费用数据，我们预计公司 19-21E 的估值为 46X/33X/26X, 低于可比公司估值均值。

表 13：同类公司可比估值对比

代码	简称	EPS				PE				PB(MRQ)	PS(TTM)
		TTM	2019E	2020E	2021E	TTM	2019E	2020E	2021E		
300253	卫宁健康	0.21	0.26	0.35	0.47	71.63	59.43	44.19	32.81	7.29	15.91
300451	创业慧康	0.38	0.39	0.50	0.65	44.90	43.27	33.54	26.03	5.11	9.02
600718	东软集团	0.02	0.18	0.29	0.41	650.00	62.50	39.19	28.0	1.64	1.95
002368	太极股份	0.77	0.94	1.18	1.53	42.35	33.48	26.35	20.14	4.85	2.12
上述均值		0.35	0.44	0.58	0.77	202.22	49.67	35.82	26.75	4.72	7.25
002777	久远银海	0.61	0.71	0.98	1.28	53.28	46.32	33.31	25.53	7.04	8.04

资料来源：wind，民生证券研究院（注，上述 TTM 数据时间为 20190925）

5.3、投资建议

维持“推荐”评级。综上所述，我们预测公司 2019-2021 年的归母净利润为 1.58/2.19/2.86 亿元，EPS 为 0.71/0.98/1.28，对应现价 PE 为 46X/33X/26X。从业务端看公司在人社 IT 业务稳步上升的同时，积极提升医保医疗市场率，将直接受益本轮的医保信息化建设和 DRGs 推广带来的行业红利。从可比估值看，公司估值低于可比公司均值，估值处行业中间水平，叠加考虑公司医保医疗 IT+人社 IT 业务前景向好，故给予“推荐”评级。

六、风险提示

医保信息化需求不及预期，数字政务业务开展不及预期，工程进度不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	864	1,100	1,427	1,798
营业成本	495	602	757	934
营业税金及附加	7	10	12	15
销售费用	81	110	157	198
管理费用	96	132	171	216
研发费用	45	66	86	108
EBIT	140	181	244	327
财务费用	(6)	(11)	(14)	(18)
资产减值损失	17	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	149	203	278	366
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	154	208	283	371
所得税	21	27	31	43
净利润	132	181	252	328
归属于母公司净利润	119	158	219	286
EBITDA	161	216	281	369

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	761	912	1112	1384
应收账款及票据	189	226	299	377
预付款项	12	13	16	21
存货	316	470	623	778
其他流动资产	281	281	281	281
流动资产合计	1610	1992	2423	2978
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	95	112	129	147
无形资产	121	135	153	171
非流动资产合计	346	378	403	426
资产合计	1957	2370	2825	3403
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	68	97	123	148
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	716	953	1212	1518
长期借款	75	75	75	75
其他长期负债	51	51	51	51
非流动负债合计	126	126	126	126
负债合计	842	1079	1339	1644
股本	173	224	224	224
少数股东权益	95	119	151	193
股东权益合计	1114	1291	1487	1759
负债和股东权益合计	1957	2370	2825	3403

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	25.2%	27.3%	29.7%	26.0%
EBIT 增长率	10.7%	28.6%	34.9%	34.3%
净利润增长率	30.7%	32.9%	39.0%	30.5%
盈利能力				
毛利率	42.7%	45.3%	46.9%	48.0%
净利率	13.7%	14.3%	15.4%	15.9%
总资产收益率 ROA	6.1%	6.7%	7.8%	8.4%
净资产收益率 ROE	11.6%	13.5%	16.4%	18.3%
偿债能力				
流动比率	2.2	2.1	2.0	2.0
速动比率	1.8	1.6	1.5	1.4
现金比率	1.1	1.0	0.9	0.9
资产负债率	0.4	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	67.9	62.4	63.7	64.0
存货周转天数	237.5	235.0	260.0	270.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.7	1.0	1.3
每股净资产	5.9	5.2	6.0	7.0
每股经营现金流	1.3	1.0	1.4	1.7
每股股利	0.3	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	47.4	46.3	33.3	25.5
PB	5.5	6.2	5.5	4.7
EV/EBITDA	32.3	23.0	17.1	12.6
股息收益率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	132	181	252	328
折旧和摊销	37	35	38	42
营运资金变动	51	6	30	23
经营活动现金流	221	222	318	391
资本开支	84	62	58	59
投资	(65)	0	0	0
投资活动现金流	(430)	(62)	(58)	(59)
股权募资	441	51	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	389	(9)	(60)	(60)
现金净流量	180	151	200	272

插图目录

图 1：公司四大业务方向	3
图 2：公司股权结构	3
图 3：公司发展历程	3
图 4：公司医疗医保业务发展方向	4
图 5：公司数字政务业务发展方向	4
图 6：医保局整合多项职能	5
图 7：医疗领域三部委分工明确	5
图 8：医保局建立促三保合一进程加速	6
图 9：医保局三大职能	6
图 10：实现“三保合一，支付管理”的具体信息化需求	8
图 11：2011-2017 年我国医保收入和支出情况	9
图 12：DRGS 实行方式示意图	9
图 13：DRGS 实行的医保和医院端信息化要求示意图	10
图 14：人社 IT 财政支出	11
图 15：数字政务市场规模持续扩大	11
图 16：国家医保信息化平台示意图	14
图 17：国家医保信息化项目第 2 包示意图	14
图 18：国家医保信息化项目第 8 包示意图	14
图 19：人社、民政、住房金融业务介绍	16
图 20：2014-2018 年公司营收及增速（亿元，%）	17
图 21：2014-2018 年公司净利润及增速（万元，%）	17
图 22：2014-2018 年公司净利润与经营性现金流净额	17
图 23：2015-2018 年公司毛利率及净利率（%）	18
图 24：2015-2018 年公司期间费用率（%）	18
图 25：2015-2018 年公司生产人工数量（人）	18
图 26：2015-2018 年公司人工成本（万元）	18
图 27：2015-2018 年公司研发费用（万元）	19
图 28：2015-2018 年公司研发人员数量（人）	19

表格目录

表 1：各省（市）医保局挂牌情况汇总	5
表 2：近年来医保政策改革相关政策总结	7
表 3：国家医保信息化平台招标情况汇总	8
表 4：其余国家医保支付方式总结	9
表 5：本轮 30 亿的医保信息化市场预测	11
表 6：近年来人社信息化相关政策总结	12
表 7：近年来民政信息化相关政策总结	12
表 8：公司中标第 2 包和第 8 包的具体内容	13
表 9：医保核心系统建设商对比	15
表 10：公司承建部委级信息平台项目	15
表 11：公司 2018-2021E 营收预测	19
表 12：公司 2018-2021E 费用预测	20
表 13：同类公司可比估值对比	21

分析师与研究助理简介

强超廷，民生研究院教育&计算机行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职于海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员。

郭新宇，民生证券计算机行业分析师，克拉克大学金融学硕士，2016年加入民生证券研究院。

应瑛，民生研究院教育&计算机行业研究助理，2019年加入民生证券研究院，伦敦国王学院银行与金融学硕士

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。