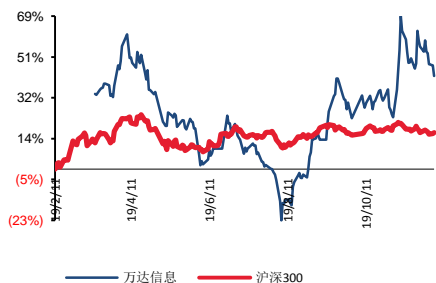


信息技术 软件与服务

## 国寿战略入主，“保险+科技”打造大健康产业新生态

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,140/1,131
总市值/流通(百万元)	17,075/16,942
12 个月最高/最低(元)	18.70/8.53

### 相关研究报告:

证券分析师: 王文龙

电话: 021-61376587

E-MAIL: wangwenlong@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517080001

联系人: 陈小珊

电话: 021-61376587

E-MAIL: chenxs@tpyzq.com

### 报告摘要

**国寿入主，公司实现“保险+科技”的战略升级。**万达信息主营民生（医疗信息化、人社系统）和智慧城市（一网通办、平安城市等）业务，在区域医疗卫生市场和政务一体化领域具备领先优势。2019 年底国寿成为公司第一大股东，梳理并清除了公司历史经营和财务风险，对公司业务进行了重整，存量业务按照大政务、大医卫以及信息科技创新板块，新增健康管理和智慧城市板块，实现保险和科技业务的全面协同。

**“保险+健康管理”的模式成为主流趋势。**目前国内面临（1）老龄人口和慢病患者人数增长迅速的问题（2）自费医疗支出比重高，居民负担重的问题。并且根据卫健委的统计，国内慢病负担占总疾病负担的 75%，慢病致死人数占总死亡人数的 85%，居民对健康管理和护理的需求日益增加。美国医疗保险以管理式医疗为主，美国联合健康采取“保险+健康医疗”的闭环服务模式，通过提供健康医疗服务提高获客能力，后端处方审核控制医疗开支，开源节流下公司 ROE 远高于行业其他竞争对手。

**国内健康险市场仍处蓝海阶段，公司有望受益国寿资源协同。**我国健康险市场规模不足万亿，并且保险深度与国外相比尚低，健康险市场仍存在较大市场空间，国内政策推进“保险+健康管理”模式，将健康管理成本占保费的比重从 12%提升到 20%。国寿作为国内保险行业龙头，在保险规模、渠道和数据资源上具备得天独厚的优势，公司在和国寿业务全面协同，有望受益健康险市场的发展。

**盈利预测:**我们预计公司 2019/2020/2021 年 EPS 分别为-1.07 元、0.3 元和 0.37 元，给予“买入”评级。

**风险提示:**公司增量业务推进力速度不及预期，云平台推进速度不及预期；原大股东股权冻结事宜解决时间存在不确定性。

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020A	2021A
营业收入(百万元)	2205	2105	2786	3698
(+/-%)	(8.70)	(4.54)	32.35	32.74
净利润(百万元)	232	(1222)	341	419
(+/-%)	(28.95)	(626.70)	127.89	23.09
摊薄每股收益(元)	0.20	(1.07)	0.30	0.37
市盈率(PE)	58.91	—	51.61	41.93

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 国寿成为万达信息第一大股东， 保险+科技战略升级 .....	4
(一) 国寿入股成为第一大股东， 业务协同升级 .....	4
(二) 公司在医疗卫生领域经验丰富， 撬动“三医联动+保险”的杠杆 .....	5
(三) “互联网+” 医疗、 政务快速部署， 趋势明确 .....	7
(四) 国寿入主后的主动排雷降低远期风险 .....	10
二、 国内健康险仍处蓝海阶段， 多因素驱动“健康管理+保险” 结合 .....	13
三、 海外对标： 美国联合健康， 健康管理板块重要性不言而喻 .....	17
(一) 联合健康主营保险和健康管理两大业务， 协同降本增效 .....	17
(二) 健康管理业务成长迅速， 竞争优势凸显 .....	19
四、 国内对标： 平安优先启动， 自建医疗团队+外部合作双管齐下 .....	22
(一) 平安集团内延外伸， 率先尝试管理式医疗服务模式 .....	22
(二) 保险和健康管理业务相辅相成， 业务协同效果显著 .....	24
五、 盈利预测与估值 .....	27
六、 风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1: 中国人寿成为公司第一大股东 .....	4
图表 2: 公司未来战略规划 .....	5
图表 3: 公司发展历程 .....	5
图表 4: 公司收入规模 (亿元) 及增速 .....	6
图表 5: 公司分业务收入百分比结构 .....	6
图表 6: 2019 年区域医疗卫生公开订单规模 (亿元) .....	7
图表 7: 2018 年智慧城市业务收入规模对比 (亿元) .....	7
图表 8: 万达信息在三医领域的优势和成果 .....	7
图表 9: 万达信息市民云落地城市 .....	8
图表 10: 市民云 APP 集成多种政府和社会公共服务 .....	9
图表 11: 健康云上线“上海新型肺炎公共服务平台” .....	10
图表 12: 万达信息存货周转天数高于同行 .....	11
图表 13: 万达信息应收账款 (包括长期应收款) 占营业收入比重过高 .....	11
图表 14: 中国健康险和寿险规模 (亿元) 及增速 .....	13
图表 15: 中国健康险深度和密度较低 .....	14
图表 16: 新健康保险管理办法鼓励健康保险和健康管理服务结合 .....	14
图表 17: 我国居民自费医疗支出比重高 .....	15
图表 18: 慢病人数预计值 (万人) .....	16
图表 19: 中国 65 岁人口数量 (百万人) 及占比 .....	16
图表 20: 联合健康集团 (UNH) 保险和健康管理服务协同 .....	17
图表 21: 健康管理公司 OPTUMHEALTH 运营模式 .....	18
图表 22: 药品福利管理 (PBM) 运营模式 .....	19
图表 23: UNH 的收入规模 (亿美元) 和增速 (%) .....	20
图表 24: UNH 各项业务的营业利润占比 (%) .....	20
图表 25: OPTUM 各项收入规模 (亿美元) 和增速 (%) .....	20
图表 26: OPTUM 各项业务的营业利润率 (%) .....	20
图表 27: 联合健康 ROE 保持领先 .....	21
图表 28: 联合健康 PE 高于安森保险 .....	21
图表 29: 平安集团健康管理领域的布局 .....	22
图表 30: 平安好医生各项业务收入占比 .....	23
图表 31: 平安好医生各项业务收入来自平安集团比重 .....	23
图表 32: 平安好医生人工智能辅助自由医疗团队人数 .....	23
图表 33: 平安好医生日均咨询量 (千次) .....	23
图表 34: 平安好医生和平安集团存在业务协同 .....	24
图表 35: 平安好医生在线问诊效率提升 .....	25
图表 36: 平安好医生 AI 拥有场景、数据、服务和资本的全方位支持 .....	25
图表 37: 2016Q1 移动医疗 APP 月均活跃用户前十 (万人) .....	26
图表 38: 2019Q1 在线医疗平台月活跃用户规模 (万人) .....	26
图表 39: 平安短期健康险占比上升较快 .....	26

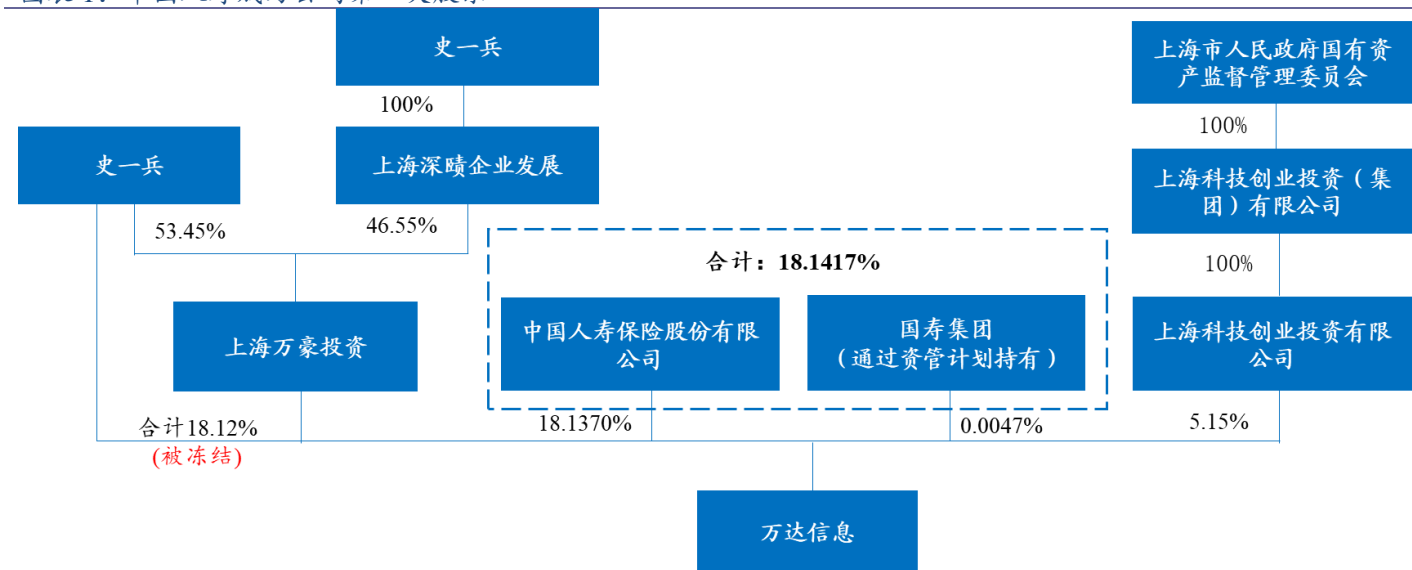
## 一、国寿成为万达信息第一大股东，保险+科技战略升级

### (一) 国寿入股成为第一大股东，业务协同升级

中国人寿多次增资，成为公司第一大股东。自 2018 年底，国寿通过纾困基金国寿资产——凤凰专项产品进入公司，首次获得 5% 的公司股权，后续通过二级市场交易和大宗交易进一步增持公司股份，截至目前持股比例合计达到 18.14%，成为公司第一大股东。中国人寿占据了我国 1/5 的保险市场份额，寿险和养老险的保费收入排名全国第一，资本实力雄厚，保险和医疗市场具备先天的协同作用，人寿的入主有望提振公司业务需求，丰富业务形态。

2019 年 10 月，公司董事会成员正式完成变更，董事会共 9 个席位，6 位非独立董事，其中 1/2 非独立董事为人寿系出身，其余 1/2 成员为公司原来的技术骨干。高管同时完成变更，总裁、财务总监和 1/2 高级副总裁职位由国寿系人员接管。

图表 1：中国人寿成为公司第一大股东



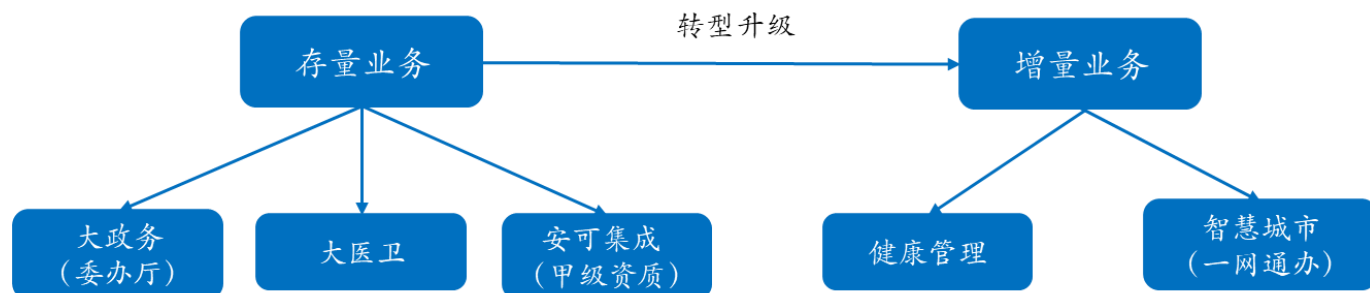
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司未来战略以健康管理和智慧城市板块为主。针对存量业务上，集中于梳理战略需求和财务回报，进行精细化管理，分为大政务（委办厅）、大医卫，信息科技创新（安可工程方向）三个方向。

存量业务转型升级上，初步拟定两个重点板块，健康管理和智慧城市两个板块。健康管理板块，分成六层架构和两个定位，六层架构分别为：第一层全生命周期的筛查；第二层基于筛查的全生命周期的疾病的介入；第三层是在介入管理的前提下，提供诊疗、医疗、问诊、轻问诊、就

医、就诊服务、医疗服务；第四层提供金融保险服务；第五层医药器械物流服务；第六层检验检测服务；两个定位分别是健康管理平台和孵化平台。健康管理板和智慧城市业务块将和国寿集团全面协同，二者携手打造粤港澳大湾区、长三角、京津冀智慧城市群，智慧医疗先行示范区。

图表 2：公司未来战略规划

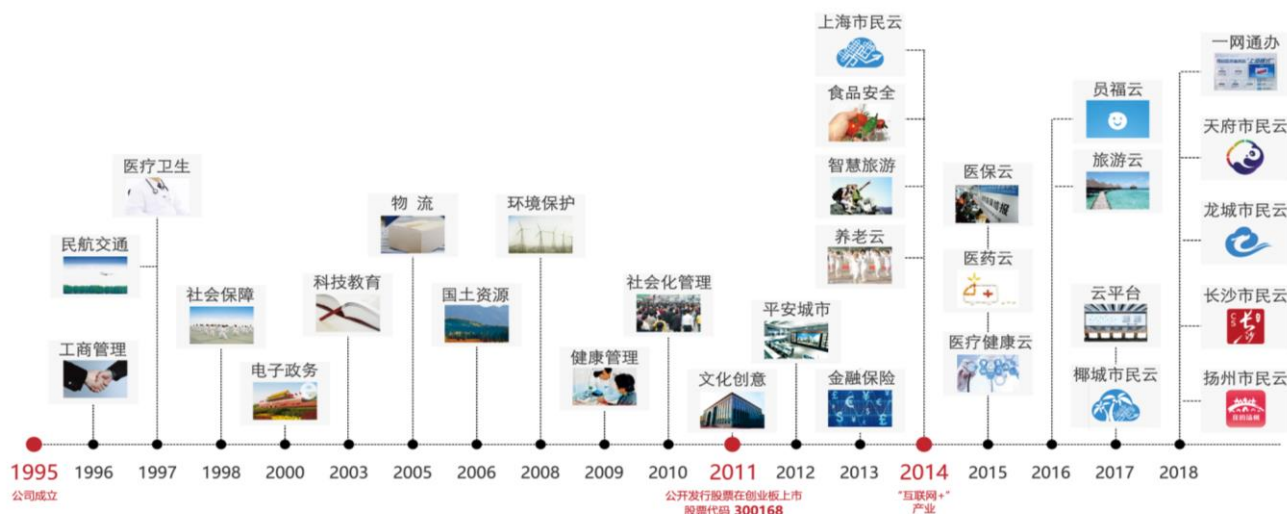


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 公司在医疗卫生领域经验丰富，撬动“三医联动+保险”的杠杆

万达信息成立于1995年，围绕民生服务与智慧城市两大核心领域，依托“3+1+N”的新型智慧城市战略（3是政务云、企业云和市民云，1是城市一体化平台，n是垂直行业解决方案），负责了全国6亿多人健康档案数据的承建，积累了超过10PB的海量数据，包含全国1/4企业数据、3亿人的参保用户数据等。

图表 3：公司发展历程



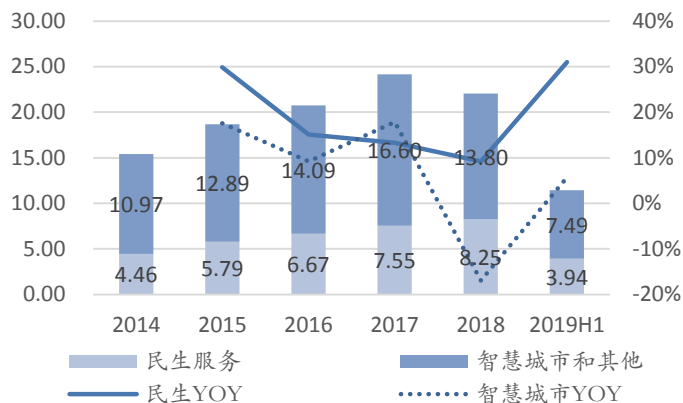
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司民生业务主要包括医疗健康、人社养老等民生保障服务，智慧城市主要为市民云、一网



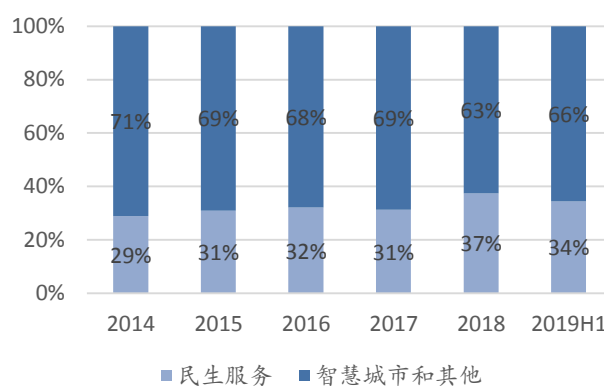
通办和平安城市等业务，18年开始公司收入开始负增长，主要是智慧城市业务下滑较为明显，同比下降17%，民生业务增速较为稳定，占收入的比重有所上升，18年民生服务和智慧城市收入占比接近6:4。

图表 4：公司收入规模（亿元）及增速



资料来源：公司财报，太平洋证券整理

图表 5：公司分业务收入百分比结构

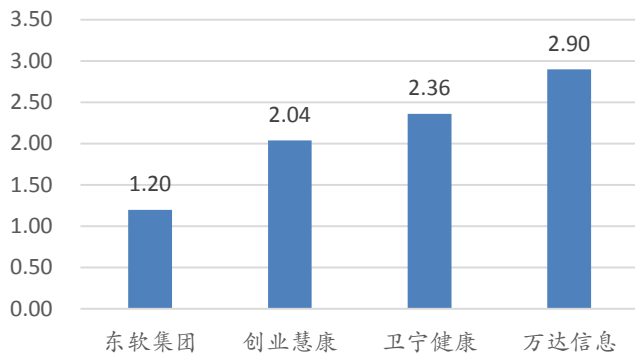


资料来源：公司财报，太平洋证券整理

万达信息自1997年进入医疗卫生领域，在三医领域积累了丰富的经验和技術能力，可以快速启动与人寿在三医联动+保险的协同工作。公司帮助政府建立了覆盖6亿人口的健康档案，结合人工智能技术孵化了从疾病筛查、影像分析、用药分析、健康预测到医保基金风险防控的全方位医疗AI辅助工具，14年收购的医疗IT厂商上海复高和宁波金唐，分别在上海和浙江拥有较为稳定的客户关系，上海复高为上海多家医院和卫计委提供医疗卫生信息化服务，宁波金唐在浙江省拥有30%以上的市场占有率，宁波地区90%的市占率，助推了公司医疗业务的快速发展。根据招标网的公开订单统计结果，2019年万达信息的区域医疗卫生公开订单规模达到2.9亿元，在同行业公司中拔得头筹，在区域医疗卫生市场保持领先地位。

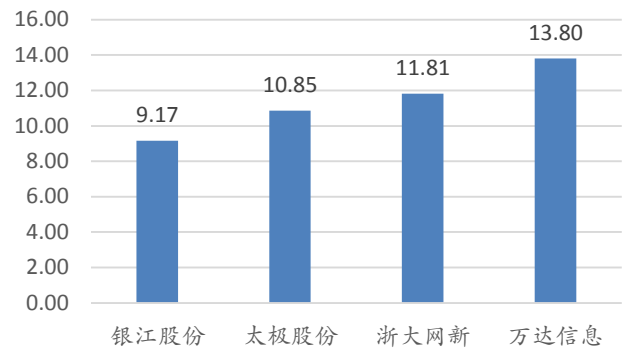
智慧城市业务凭借市民云、一网通办等新型业务，保持着强劲的增长势头，同时提高了软件和服务占比，毛利率有所上升。

图表 6: 2019 年区域医疗卫生公开订单规模 (亿元)



资料来源: 招标网, 太平洋证券整理

图表 7: 2018 年智慧城市业务收入规模对比 (亿元)



资料来源: 公司财报, 太平洋证券整理

公司在三医领域长期积累的优势, 在国寿入股后有望获得更充分的发挥。根据对美国联合健康的分析显示, 健康管理采购需求随健康险规模的扩大同步增长, 在国寿入股后, 公司调整新增健康管理大板块, 与国寿全面协同, 国寿的采购对公司来说是一块全新的业务增量, 并且具备长期稳定增长的特点。公司借助自己的技术和客户优势, 通过帮助卫建委和医院制定标准或搭建系统, 可以帮人寿打通医疗端入口, 助推国寿的健康险业务。

图表 8: 万达信息在三医领域的优势和成果

三医	公司已建立的优势和成果
医保	公司为全国 10 多个省市、30 多个地市、100 余个统筹区域建设了医保控费、实时结算和异地结算等系统, 公司成功承建了长三角地区的一体化医保结算平台, 长三角内八地可以互通结算, 公司承建了广州的 DRGS 医保控费标准。
医疗	建立了近 6 亿人的健康档案, 覆盖了全国接近 20 个省份、200 个地市、1000 多个区县; 公司服务过 43 家三级以上医院、76 家二级医院、1200 多家社区 (乡镇卫生院以及养老院)、8000 多家社区卫生服务站 (村卫生室)。
医药	承建了全国药品临床试验管理平台, 以及上海市的 4+7 带量采购平台, 对接了全国近 6500 家医药企业、上海本地 15001 家医疗机构, 对医药的招采配环节有深入理解, 同时公司和上海、河北、福建、陕西、四川、浙江等省市的 5 万家药店达成医药 O2O 供应协议, 为形成健康管理闭环的药品环节打下了坚实的基础。

资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

### (三) “互联网+” 医疗、政务快速部署, 趋势明确

公司推出的健康云、市民云平台提供一站式的“互联网+医疗/政务”服务, 分别实现了区域





图表 10: 市民云 APP 集成多种政府和社会公共服务



资料来源: 市民云 APP, 太平洋证券整理

## 2、健康云

健康云面向市民提供区域性的“互联网+医疗健康”服务，包含预约挂号、健康档案、家庭医生、慢病管理等接近 60 项服务内容，健康云平台集成了公司自研医疗 AI 系统如智能问诊和 AI 辅助糖尿病筛查系统等，筛查算法的特异度高达 92%，敏感度可以达到 83%。公司健康云平台最早在上海落地，截至 2019 年 9 月，注册用户数已突破 455 万人，注册医生超过 1.4 万人，智慧健康小屋及健康测量网点超过 3000 个，测量用户超过 1900 万人次，使用 AI 辅助糖筛的人次达到 72.8 万人，单次筛查规模排在全球第一位，极大地便利了上海居民的健康管理和医疗就诊。目前健康云模式已从上海扩展至多地，北京、四川、湖南、宁夏已开始投入建设，浙江台州已进入运营。

针对此次突发的新型冠状病毒肺炎，公司 1 月 31 日就在上海健康云上线了“上海新型肺炎公共服务平台”，响应及时，并且在辅助疫情防控上取得了不错的效果，上线三天有接近 50 万用户注册，来沪人员信息填报人次超 33.6 万人，同时联合上海 8 家医院提供发热问诊咨询服务，与公安、交通和医疗机构等进行数据交互，实现对密切接触者、患病人员的追踪和管控，实现防患于未然，为上海市疫情的防控提供了坚实的保障。

图表 11: 健康云上线“上海新型肺炎公共服务平台”



资料来源: 健康云 APP, 太平洋证券整理

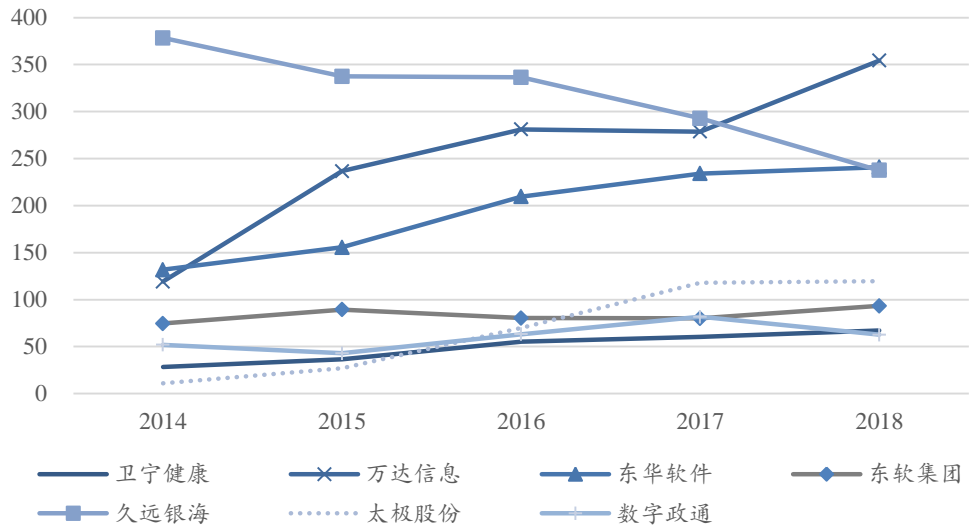
#### (四) 国寿入主后的主动排雷降低远期风险

国寿成为公司第一大股东后, 对公司业务和财务进行了梳理, 主动计提存货跌价准备、清理应收账款和追回原第一大股东占款, 出清公司原有业务经营和财务风险。根据公司的历史财报和公告进行分析, 可以发现公司过往的确存在上述问题, 经过此次排雷之后公司的经营将重回正轨。

##### 1、存货周转速度过慢, 存在贬值问题

与同行业竞争对手比较, 公司的存货周转天数逐年上升, 18 年存货的周转天数超过了 350 天, 而同行业竞争对手的存货周转天数最高也不超过 240 天, 相比较之下, 公司存货的变现效率异常低下, 存在贬值的迹象。根据公司披露的 2019 年业绩预告, 公司拟计提存货跌价准备约 7.18 亿元, 占公司 2018 年底存货的 63%。

图表 12: 万达信息存货周转天数高于同行



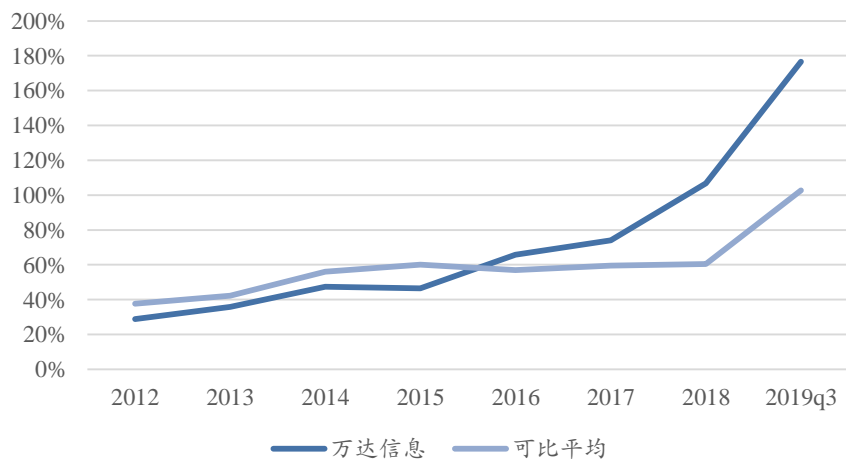
资料来源: 公司财报, 太平洋证券整理

## 2、应收款占收入比重高, 盈利质量不佳

与行业可比平均水平相比, 公司自 16 年开始, 应收账款和长期应收款 (BT 项目计入长期应收款) 占营业收入的比重持续上升, 2018 年末占比超过 100%, 公司整体盈利质量低于行业平均水平, 因此公司在 2019 年着力加强回款力度, 及时清理坏账, 提高公司现金流水平。

注: 可比公司包含东华软件、卫宁健康、东软集团、数字政通和太极股份。

图表 13: 万达信息应收账款 (包括长期应收款) 占营业收入比重过高



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

### 3、原控股股东非经营性占用资金

2019年1月至3月，原控股股东万豪投资累计从万达信息获得转出资金5.4亿元，万豪投资合作方获得转出资金2.035亿元，合计7.435亿元，收回资金1.63亿元，余额5.805亿元，资金转出不存在经营性目的，并且占款没有按期偿还（还款承诺：2019年10月31日前返还占用资金不低于1.5亿元，2019年11月30日前返还占用资金不低于4亿元，2019年12月31日前将占用资金全部返还）。

通过多种方式督促下，2019年12月6日，万豪投资归还占款2.8亿元，12月26日归还借款3亿元，非经营性占款问题得到有效解决。

### 4、原控股股东股权冻结，尚有质押贷款未还

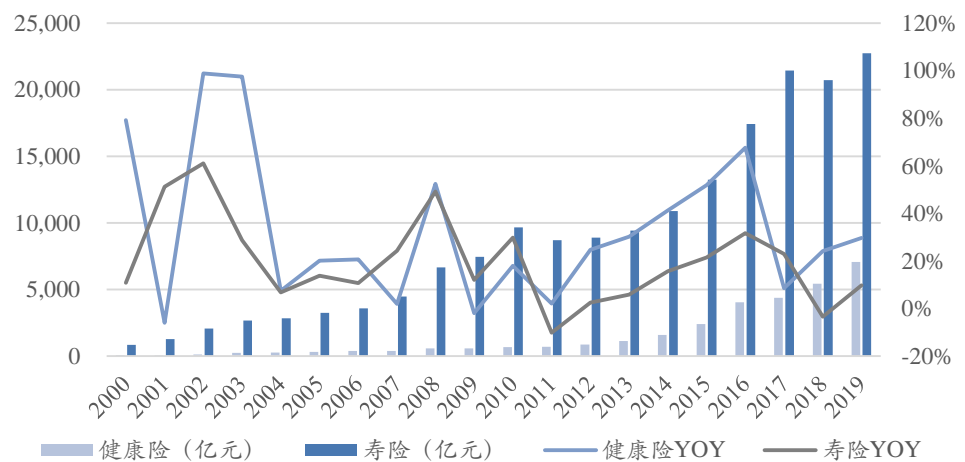
19年8月4日，公司原控股股东万豪投资及史一兵因欠款到期未还，导致持有公司股权被司法冻结，冻结股份总额合计2.06亿股，占公司总股本的18.12%。原控股股东除上述欠款14.33亿元，尚有股权质押未解押，需要偿还贷款。

## 二、国内健康险仍处蓝海阶段，多因素驱动“健康管理+保险”结合

国内健康险快速增长，万亿市场空间待挖掘。根据银保监会的统计数据，2019 国内商业健康险规模大致在 7 千亿，规模是寿险的 1/4，2010-2019 年健康险复合增速接近 30%，寿险为 10%，未来按照 20%的复合增速计算，商业健康险规模在 2025 年可超过 2 万亿元。

与国外相比，我国健康险市场仍处于蓝海阶段。从规模角度出发，美国健康险市场规模在 2011 年已达到 2.2 万亿美元，远超国内同期水平，其健康险的快速发展与 DRG 付费改革和管理式医疗保险模式的出现息息相关，DRGS 为保险控费提供了可靠依据，减少了保险和医院之间的信息不对称，管理式医疗是在保险上加入健康管理服务，只需每月支付定额费用就可以享受医疗服务，由此实现开源节流，促进了商业健康险的快速增长。

图表 14：中国健康险和寿险规模（亿元）及增速

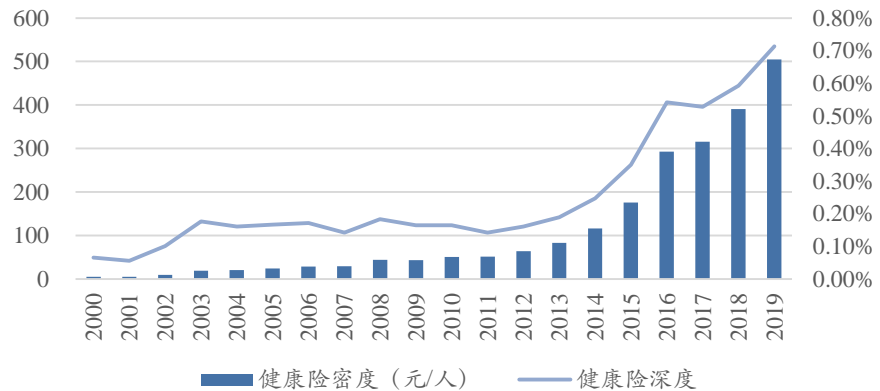


资料来源：银保监会，太平洋证券整理

从健康险深度和密度角度出发，近年来国内健康险得到快速发展，健康险深度提高至 0.71%，密度达到 505 元/人，然而与国外相比仍有差距，根据世界银行统计，2013 年美国健康险密度已达到 16800 元/人，德国达到 3071 元/人。



图表 15: 中国健康险深度和密度较低



资料来源: 国家统计局、银保监会, 太平洋证券整理

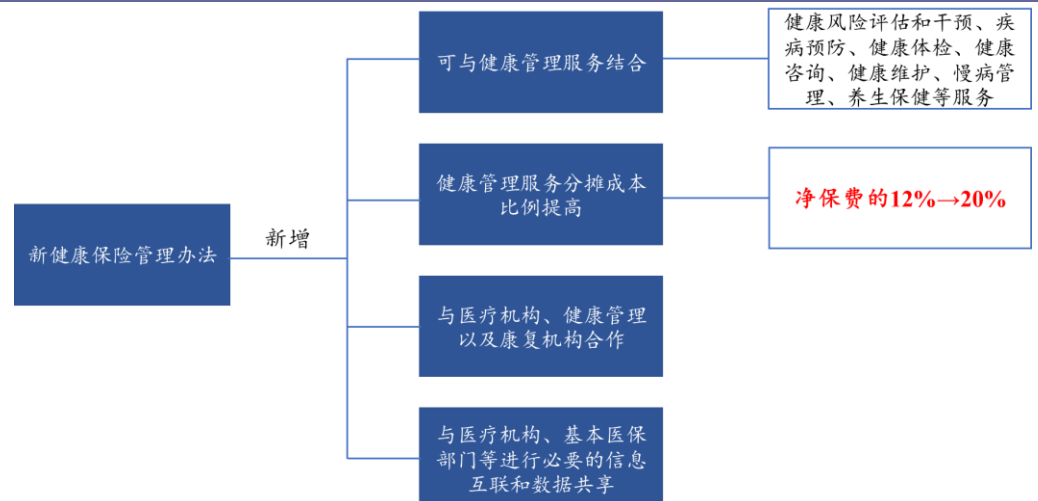
在政策和外部医疗环境变化等多重因素催化下,“健康险+健康管理”模式有望成为主流趋势,反哺到健康险业务的发展。

### 1、政策支持

2019年11月,银保监会发布了新健康保险管理办法,鼓励健康险发展,其中第五十五到第六十二条为新增内容,鼓励保险+健康管理服务结合的模式,加强与医疗、医保的联动,提高了健康管理服务占健康保险的分摊成本比例,由原来的12%提高至20%。

医疗服务一方面能起到为保险业务导流的作用,另一方面通过前期健康管理可以降低后期加重和住院的支出,由此降低赔付支出。支持政策的出台将进一步催化市场发展。

图表 16: 新健康保险管理办法鼓励健康保险和健康管理服务结合



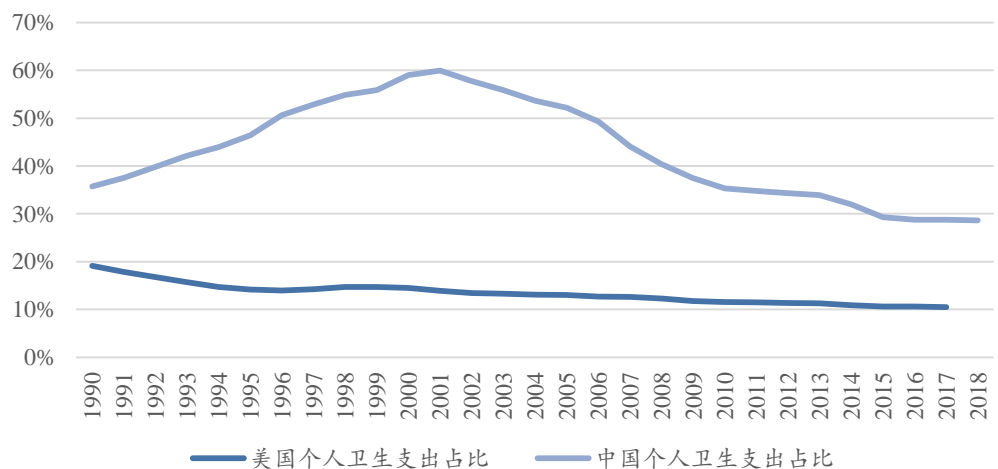
资料来源: 银保监会, 太平洋证券整理

## 2、自费医疗支出比重高

根据卫计委的相关数据，我国居民自费医疗支出占比接近 30%，美国仅为 10.5%。根据世界卫生组织的研究结果，一个国家卫生总费用中个人支出比重降低到 15%-20%，才能基本解决“因病致贫”、“因病返贫”的问题，健康险可以为个人提供更好的医疗保障，并且只需要个人每年支付较低的固定费用，可以成为医保的有效补充。

注：自费医疗支出包括个人支出医保部分以及个人现金医疗支出两部分。

图表 17：我国居民自费医疗支出比重高



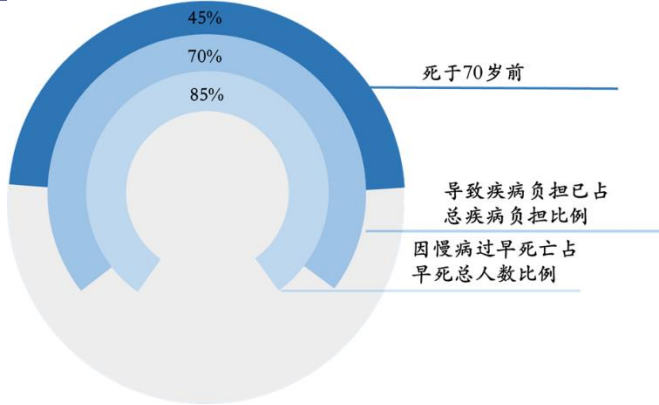
资料来源：银保监会，太平洋证券整理

## 3、慢病人数增加和老龄化程度加重

我国慢病人群数量增加，死亡率上升。根据《中国疾病预防控制工作进展(2015 年)报告》，2015 年我国患慢病人数已达到约 2.6 亿，慢病致死人数占总死亡人数的 85%，造成的疾病负担已占总疾病负担的 70%以上，成为卫生开支的主要负担，从预防性的健康管理入手，加强医疗与保险的联动是解决慢病医疗负担的有效方案。

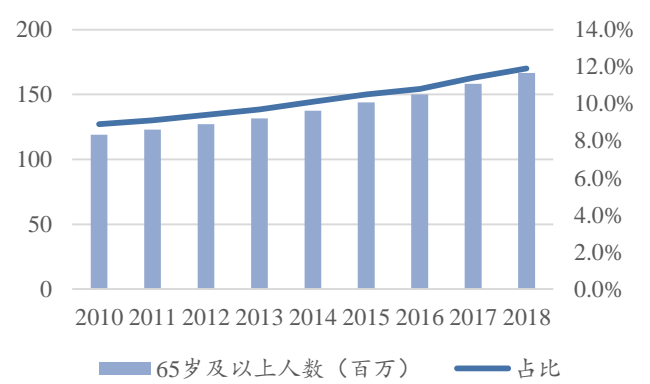
人口老龄化加剧，健康护理需求高。目前我国 65 岁以上人口已超过 1.6 亿人，占总人口的比重接近 12%，并且该比重在近几年保持持续扩大的趋势，人口老龄化趋势加剧，同时居民的健康管理意识有所加强，对日常保健和护理的需求有所增加。

图表 18: 慢病人数预计值 (万人)



资料来源: 卫计委, 太平洋证券整理

图表 19: 中国 65 岁人口数量 (百万人) 及占比



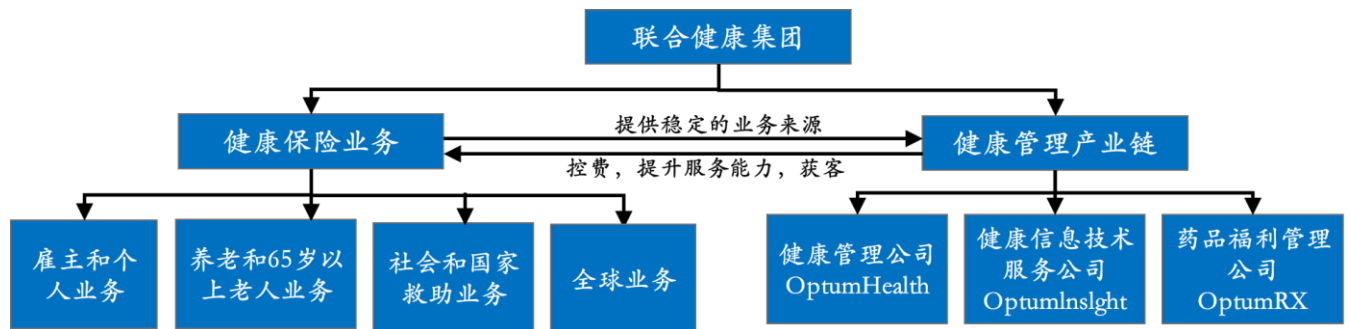
资料来源: 国家统计局, 太平洋证券整理

### 三、海外对标：美国联合健康，健康管理板块重要性不言而喻

#### (一) 联合健康主营保险和健康管理两大业务，协同降本增效

管理式医疗保险主导美国保险市场，美国联合健康的保险和健康管理协同服务战略帮助公司降本增效。目前美国以管理式医疗保险为主，保险公司和医疗服务的提供方成为利益共同体，可以直接参与到医疗服务的各个环节中，化被动为主动管理，进而起到降低赔付率和控制医疗保险支出的作用。美国联合健康是管理式医疗的典型代表公司，公司拥有两大业务板块，一块为健康保险业务 (UnitedHealthcare)，另一块为健康管理业务 (Optum)，健康管理业务主要由三家子公司构成，分别是健康管理公司 OptumHealth，医疗信息技术公司 OptumInsight 和药品福利管理公司 OptumRX。健康保险业务为健康管理产业链条上的公司提供了稳定的业务来源，健康管理产业链上的公司可以帮助健康保险公司监控医疗保险支出、提升医疗议价权、增强保险的服务能力以此吸引到更多客户。

图表 20：联合健康集团 (UNH) 保险和健康管理服务协同

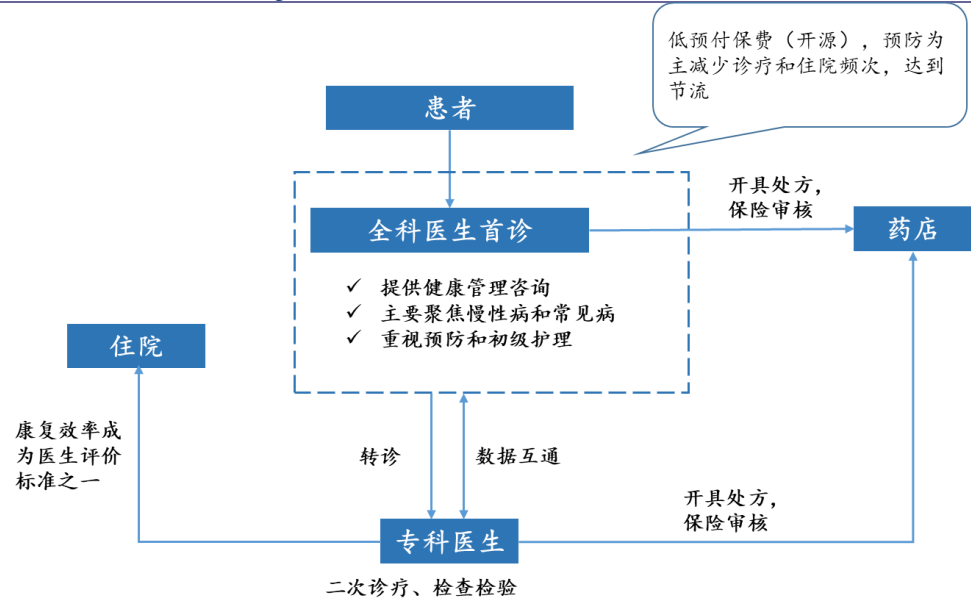


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

健康管理板块的三家公司 OptumHealth、OptumInsight 和 OptumRX 分别起到医疗服务提供、医疗 IT 系统和医保控费、处方管理和药品供应的作用，形成医药险的闭环流程，达到控费的作用。

(1) 健康管理公司 OptumHealth。公司为健康险客户提供健康管理和诊疗服务，包括健康管理、门诊和护理中心全套服务体系，截至 2018 年底，公司签约了 3.5 万名医生，服务超过 9300 万人，拥有 500 多家紧急照护中心。公司通过高频预防+低频看病和住院的方式，降低医疗保险的赔付率和费用支出水平，通过临床路径规范、处方审核和康复效率评价等需求最优的成本-疗效解决方案，形成医疗服务提升和保险控费的正向循环。盈利模式主要依托保险公司的医疗服务采购。

图表 21：健康管理公司 OptumHealth 运营模式



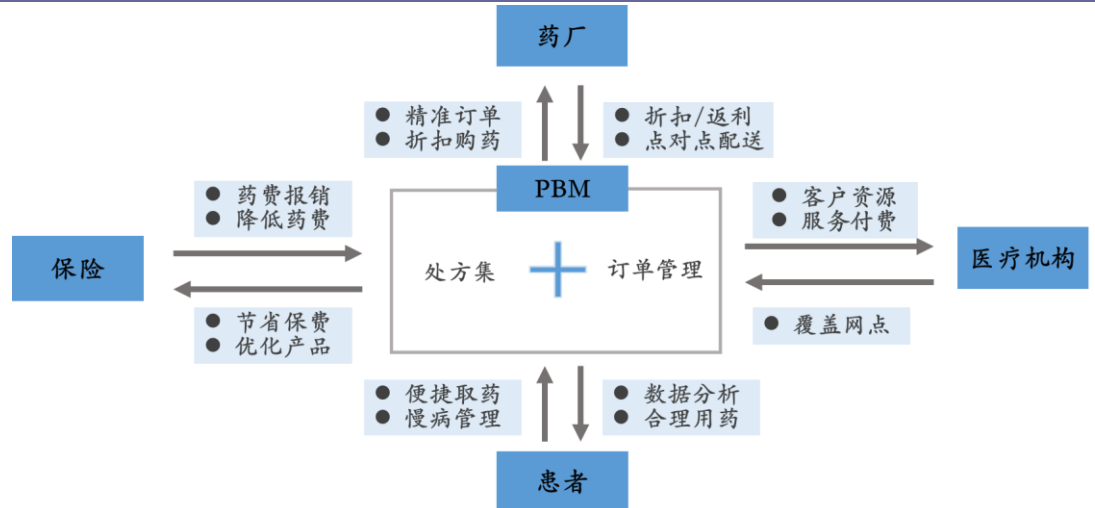
资料来源：太平洋证券整理

(2) 医疗信息技术公司 OptumInsight。利用数据和技术优势，为医院、商保公司、政府医保计划等提供数据分析和信息系统设计等服务，反过来也促成了公司其他业务和医院以及政府部分的合作，比如公司协助政府进行 Medicare 标准制定，Medicare 所覆盖的老年人群也成为了公司高龄客户的主要构成部分。截至 2018 年底，全美 80% 的医院，超过 10 万名全科医生和 300 家保险公司使用了 OptumInsight 的产品，盈利模式上与国内医疗信息化厂商相同。

(3) 药品福利管理公司 OptumRX。公司主要提供处方审核和药品采购配送服务，一方面与医疗机构、保险的后台直连进行处方审核，根据最佳治疗方案，确定处方用量是否适宜、是否存在可替代的平价药等，另一方面批量采购增强了与药厂的议价权，减少了经销商的中间环节，以此降低了药品费用支出。同时公司覆盖 67,000 零售药店网络，4 个配送中心和 70 个特药及输注药房，方便患者的药品自取或者配送，提升服务能力。OptumRX 的盈利模式主要是从运营中获得各项返点收入，假设一单处方价格在 100 元，公司大约可以获得 6 元的净利润。



图表 22: 药品福利管理 (PBM) 运营模式

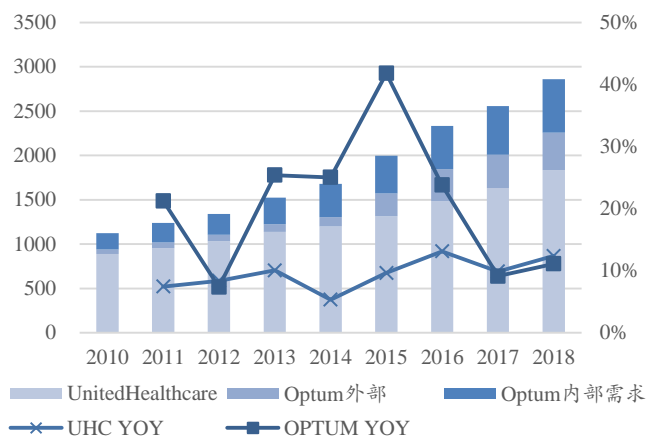


资料来源: 动脉网, 太平洋证券整理

## (二) 健康管理业务成长迅速, 竞争优势凸显

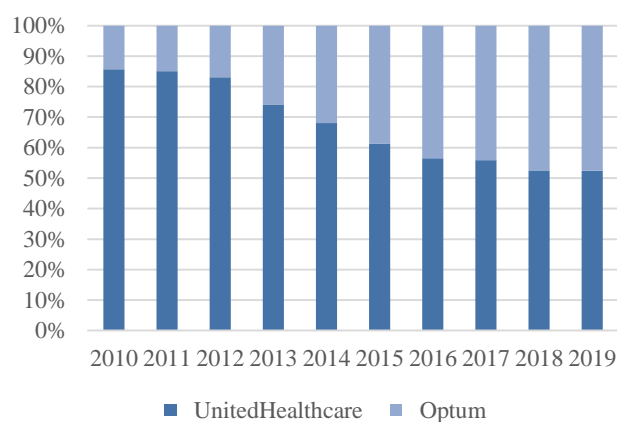
健康管理业务 Optum 成长迅速, 成为公司重要业绩支撑。2010-2018 年, 公司健康管理业务收入规模和占比持续扩大, 2018 年健康管理业务收入达到 1027 亿美元, 占收入的比重接近 40%, 2010-2018 年的复合增长率为 20%, 13 年和 15 年增速显著放大, 分别是内部需求和外部规模快速提升所致。从健康管理的内外部需求结构来看, 目前内部采购需求占健康保险收入的 30% 左右, 较 2010 年提升了 10 个 pct, 随着公司健康险业务的增长而扩大。外部自身增长上, 一方面来自于外部客户的增加, 但更主要是并购所带来的积极影响, 包括 2015 年 OptumRX 并购了药品福利管理公司 Catamaran Corp, 2017 年 Optum 并购了外科手术中心 SACI, 2019 年收购外科手术护理集团和肾脏护理服务提供商 DaVita Medical Group, 2019 年底 OptumRx 又提出欲收购专业药房和输液服务提供商 Diplomat, 横向收购增强了公司业务的竞争力和规模效应, 健康管理业务的营业利润率逐年提升, 利润贡献占比越来越大, 19 年健康管理业务营业利润占比接近一半。

图表 23: UNH 的收入规模 (亿美元) 和增速 (%)



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

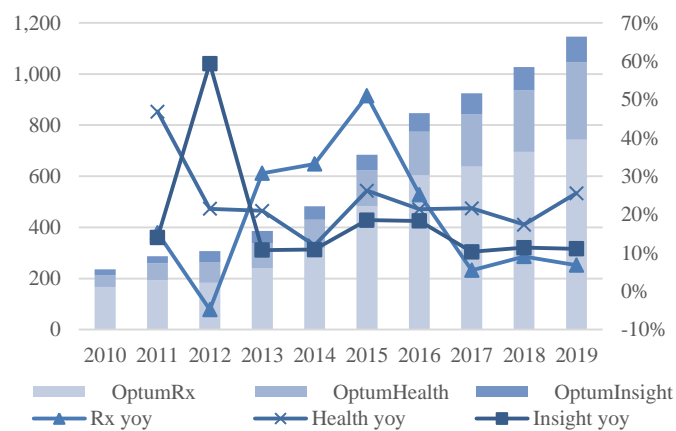
图表 24: UNH 各项业务的营业利润占比 (%)



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

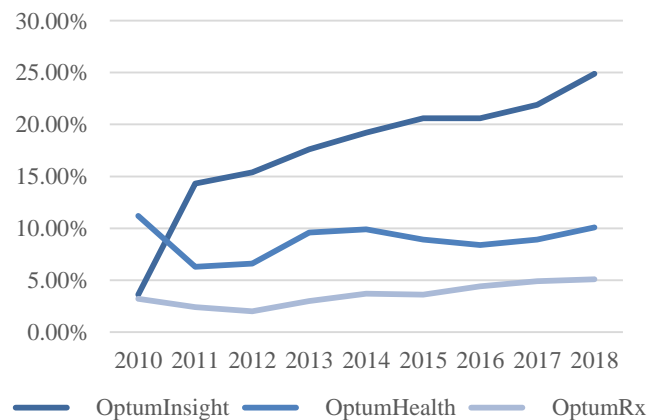
健康管理业务中, 药品福利管理公司 OptumRx 占收入的比重最大, 收入增速在近三年有所放缓, 健康管理公司 OptumHealth 在近三年收入保持高增速, 主要由内部采购健康服务带动。各项业务的营业利润率上, 三家公司在近三年均保持上升势头, 其中医疗 IT 公司的增幅最大。

图表 25: OPTUM 各项收入规模 (亿美元) 和增速 (%)



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

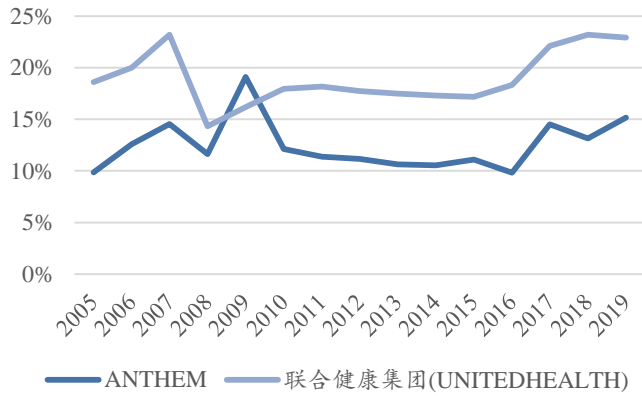
图表 26: OPTUM 各项业务的营业利润率 (%)



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

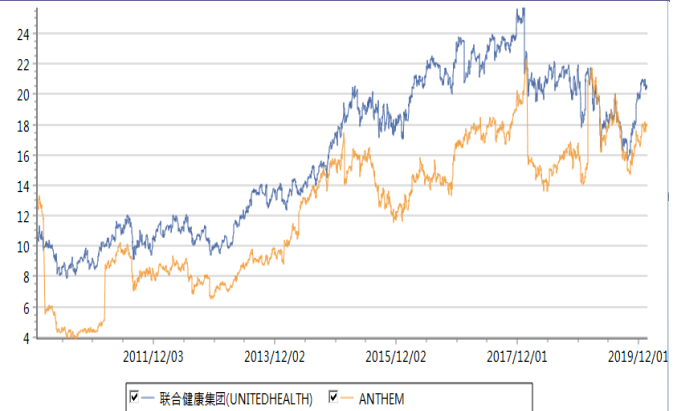
2011 年公司对健康管理板块进行了调整, 形成现在三足鼎立的 OptumHealth、OptumInsight 和 OptumRX 健康管理体系, 充分发挥协同作用, 同时期开始公司的净资产收益率 (ROE) 与第二大的健康险公司安森保险之间也形成稳定的差异, 保持行业领先的地位, 2019 年公司 ROE 高达 23%, 相比安森保险高出近 8 个 pct。同样从 PE 估值方面, 公司 PE 从 2011 年开始保持攀升趋势, 2011 年公司 PE 也远远超出安森保险。

图表 27: 联合健康 ROE 保持领先



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 28: 联合健康 PE 高于安森保险



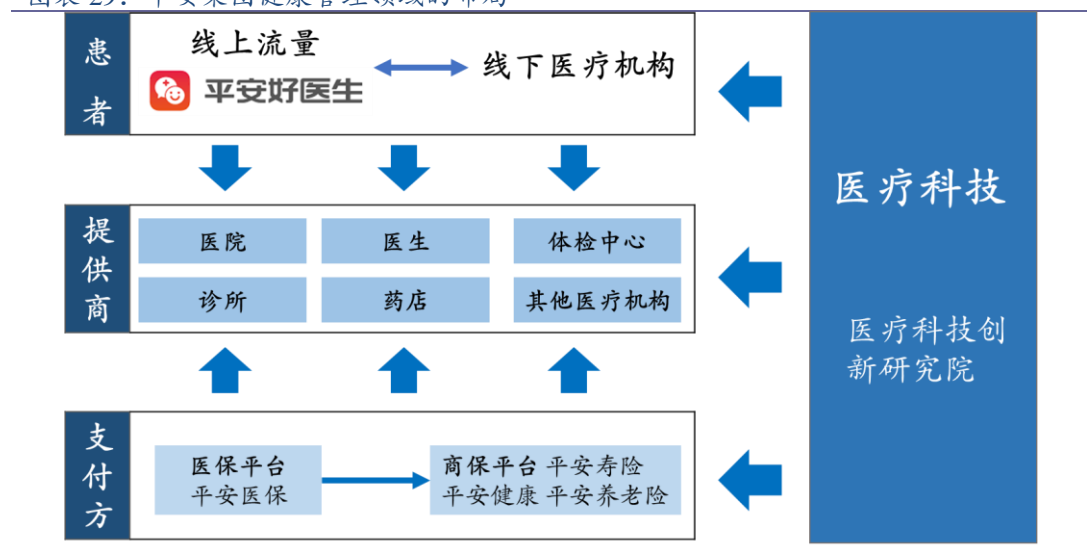
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

## 四、国内对标：平安优先启动，自建医疗团队+外部合作双管齐下

### (一) 平安集团内延外伸，率先尝试管理式医疗服务模式

平安优先启动管理式医疗服务模式的尝试。2014 年底成立平安好医生，15 年上线移动 APP，提供在线的日常保健、问诊和药品采购配送等服务。2016 年成立平安医保科技负责医保、商保等系统服务，智慧医保项目在深圳、重庆和厦门落地，形成标杆案例。根据公司公告，截至 2018 年底，平安医保科技的医保和商保管理服务遍及全国 200 多个城市，接入医院超过 5000 家，旗下的便民 APP “城市一账通” 在全国 69 个城市上线，服务超过 2 亿人口。

图表 29：平安集团健康管理领域的布局



资料来源：公司财报，太平洋证券整理

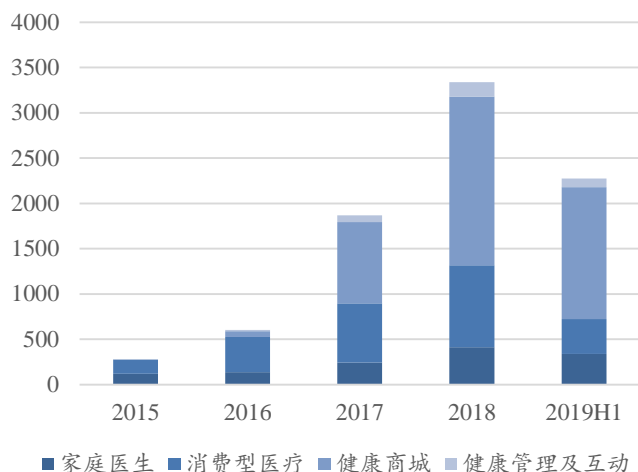
目前国内健康险客户以个人为主，公司平安好医生采取自建模式，具备品牌效应，可以起到较好的导流作用。根据公司招股说明，目前公司主营业主要务包括家庭医生、消费型医疗、健康商城和健康管理及互动，成立初期，公司以家庭医生和消费型医疗为主营业务，17 年开始健康商城业务占比迅速扩大。

- (1) 家庭医生：提供 7×24 小时的在线咨询、电子处方、转诊、挂号、住院安排、二次诊疗及 1 小时送药服务；
- (2) 消费型医疗：提供包括体检、基因检测、医美、口腔卫生等健康服务包；
- (3) 健康商城：医疗健康产品电商平台，包含自营和平台两种模式；
- (4) 健康管理及互动：以广告为主，也提供健康头条、奖励计划等增强客户黏性的活动。

公司业务采购方以平安集团为主，贡献绝大部分收入。公司家庭医生服务的收入贡献上几乎

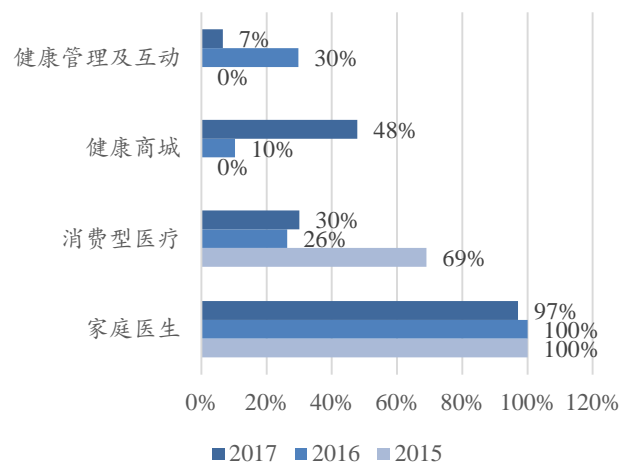
全部来自平安集团，消费型医疗业务成立初期 70%的收入来自平安，健康商城业务后续快速发展也是通过平安集团自身采购拉动。

图表 30：平安好医生各项业务收入占比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

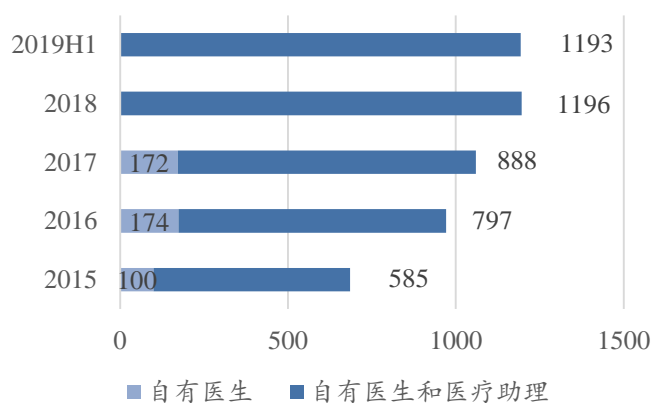
图表 31：平安好医生各项业务收入来自平安集团比重



资料来源：WIND，太平洋证券整理

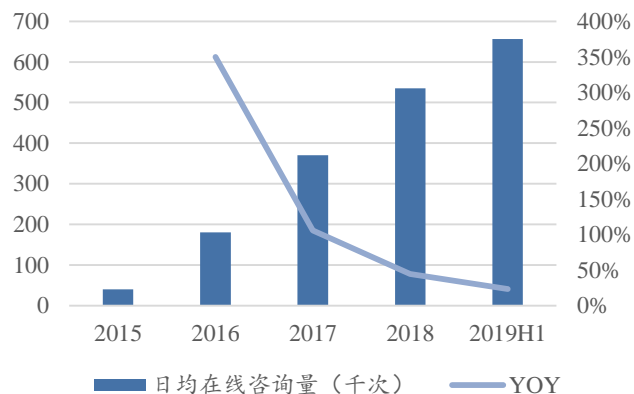
公司通过自有医疗团队和人工智能辅助，连接外部医院、药房、保险等多方形成业务闭环。公司在运营上，采取较重的资产模式，自建医疗团队，2015 年底共拥有 585 名医疗人员，2018 年底扩充至接近 1200 人，其中自有医生数量从 15 年的 100 人增加至 215 人（截至 2018H1），日均咨询次数从 4 万次增加至 53.5 万次。

图表 32：平安好医生人工智能辅助自由医疗团队人数



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 33：平安好医生日均咨询量（千次）

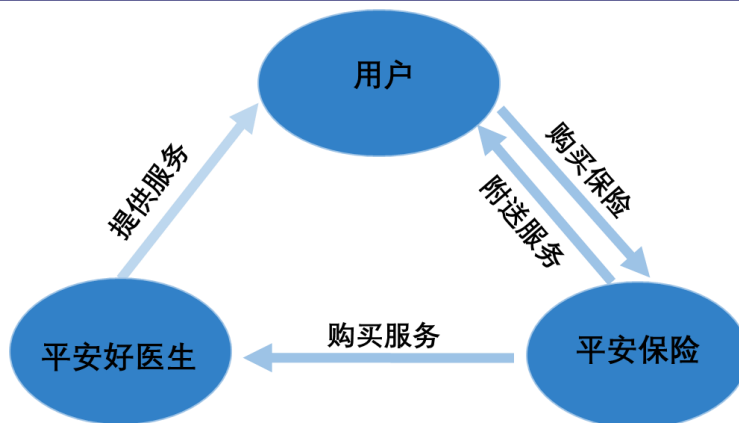


资料来源：公司公告，太平洋证券整理



目前采购平安好医生服务的主要是平安寿险和健康险，投保人群可以在购买保险时获得附加的服务，具体的商业模式上，主要包含两种：（1）固定费用。通过平安金管家插件提供服务，与平安寿险签订固定收入合同；（2）按投保人数付费。对应平安健康险的安享、安康增值服务和就医 360，直接通过 APP 获取服务。

图表 34：平安好医生和平安集团存在业务协同



资料来源：太平洋证券整理

健康管理版图通过外部合作获得完善。平安参股医疗 IT 公司久远银海，成为久远银海第二大股东，久远银海在区域医疗卫生领域如医保、DRGS 控费方面有丰富经验，属于行业一梯队成员，同时也在不断开展创新业务如智慧药店等，可以有效弥补平安在政府医保端的缺口，成为公司在药品和处方审单业务扩充上的重要力量。2019 年底，平安与默克（提供医药健康服务包括辅助生殖、慢病管理等）、华润三九（医药零售）、泰国 BDMS（医生集团）签署了战略合作协议，公司外延速度加快，整体业务布局更加完善。

## （二）保险和健康管理业务相辅相成，业务协同效果显著

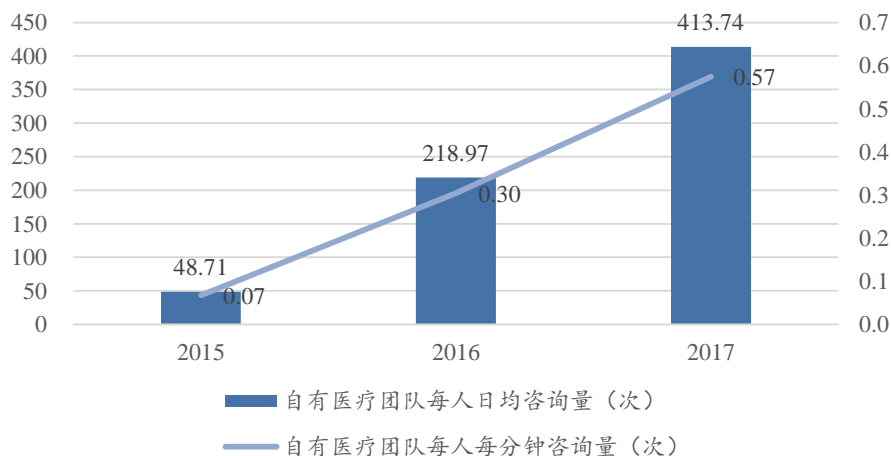
保险业务具备渠道和数据优势，助推健康管理业务发展。一方面保险自身需要采购健康管理服务增强保险附加值，来提升获客能力，另外保险公司客户数量多，相应的客户数据规模也会很庞大，可以为技术开发提供底层数据支持。因此平安好医生作为平安旗下的公司，在健康管理服务上的优势主要体现在以下两个方面：

### 1、技术研究获得全方位支持，AI 助手提升问诊效率

人工智能辅助问诊，咨询效率得到极大提升。根据公司招股说明书披露的自有医疗团队年咨询量和自由医疗团队人员数量，计算得到自有医疗团队平均每人每天的咨询量，通过人工智能技术辅助，17 年公司每个医师每天平均接待 414 单问诊，每 2 分钟可以完成一单问诊，较 2016 年

增加了 1 倍。根据草根调研结果，基层医疗机构的医生每日接诊 100 名患者已属于较高接诊量，平安好医生通过人工智能技术辅助，极大提高了预诊分诊和问诊的效率。

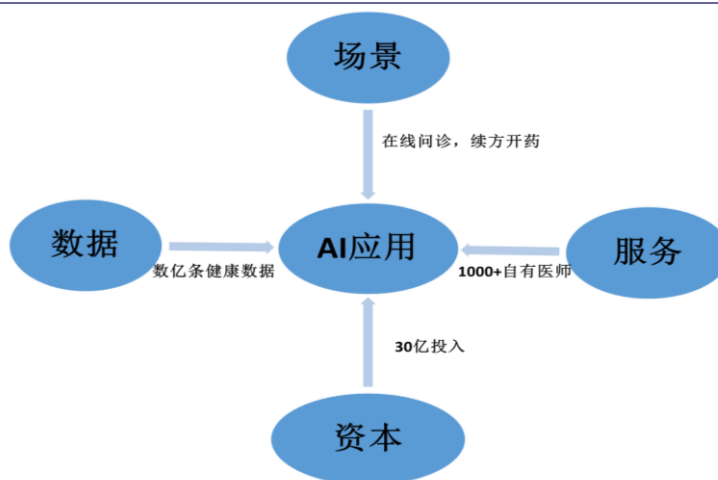
图表 35：平安好医生在线问诊效率提升



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

平安好医生的 AI Doctor 获得了场景、数据、服务和资本的全方位支持，场景上包括线问诊、续方开药等，服务依靠 1000+ 自有医师，积累了数亿条健康数据，投入 30 亿元用于支持研发，可以给出辅助诊断意见，给医生开具电子处方提供辅助依据。

图表 36：平安好医生 AI 拥有场景、数据、服务和资本的全方位支持



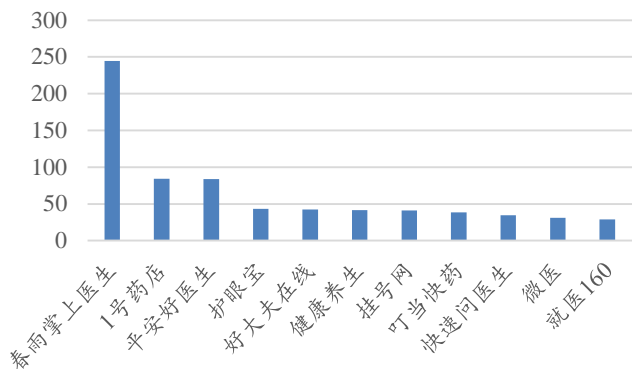
资料来源：公开资料，太平洋证券整理

## 2、借助保险渠道销售，平安用户数稳居第一

平安保险规模化采购，“带货能力”一流。销售入口和渠道差异化显著影响了移动医疗公司的发展，平安保险规模化采购带动平安好医生用户上量，阿里电商平台帮助阿里健康快速打通 C 端

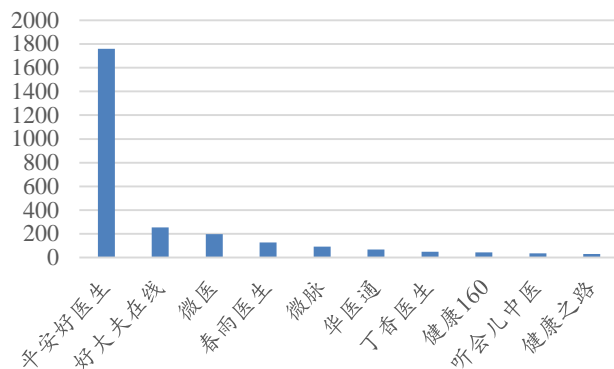
入口。对比平安好医生和其他同类在线问诊医疗 APP，其活跃用户数保持快速增长，根据比达咨询的统计数据，2019Q1 平安好医生的月活跃用户数高达 1760 万人，远超同类型平台，与 2015Q1 相比月活跃用户数量实现 20 倍的增长。

图表 37: 2016Q1 移动医疗 APP 月均活跃用户前十(万人)



资料来源：比达咨询，太平洋证券整理

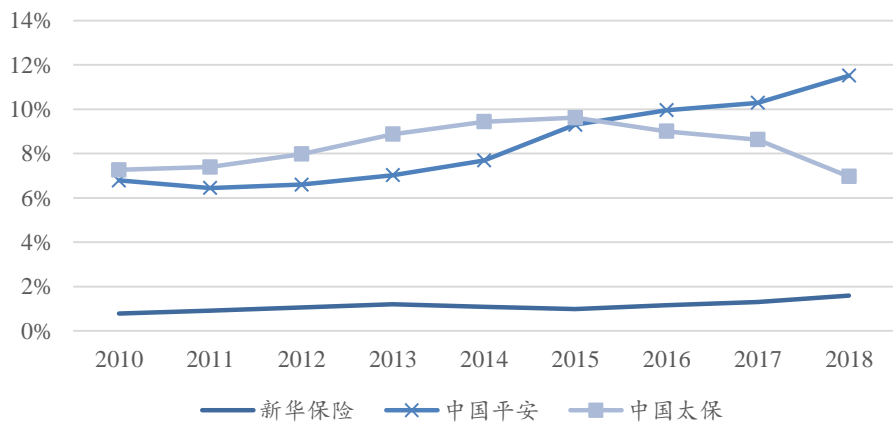
图表 38: 2019Q1 在线医疗平台月活跃用户规模(万人)



资料来源：，太平洋证券整理

健康管理服务成为平安保险优势，反哺健康险业务发展。参照联合健康的健康险运营模式，主要以一年期健康险为主，按月收取固定费用，国内短期健康险产品更加贴近这种模式。对比单独披露短期健康险数据的三家保险公司，平安的短期健康险占比上升较快，14 年出现上升拐点，与其他两家形成一定差距，健康管理服务对平安健康险业务起到了反哺作用。

图表 39: 平安短期健康险占比上升较快



资料来源：公司财报，太平洋证券整理

## 五、盈利预测与估值

### 1、收入预测：

公司收入按照民生和智慧城市划分，2019 年公司业务因为内外部双重因素的影响，公司收入和毛利率均下滑较为明显，随着公司风险出清和业务调整后，公司的收入和毛利率有望恢复正常水平，因此预计公司 2019-2021 年的收入分别为 21.05 亿元、27.86 亿元和 36.98 亿元，分别同比增长-4.53%、32.36%和 32.74%，毛利率分别为 21.43%、38.52%和 38.98%。

### 2、费用预测：

2019 年公司无形资产摊销和项目前期投入费用增加，导致公司管理费用大幅增加，同时公司为实现战略转型增加了研发人员投入，公司研发费用也有所上升，预计在 2020 年会恢复正常，因此本文预计公司 2019-2021 年的管理费用（包含研发费用）占收入的比重分别为 35.5%、19.5%和 19.4%，销售费用占营业收入的比重较为稳定，2019-2021 年分别为 5%、4.6%和 4.6%。

根据上述假设，我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为-1.07 元、0.3 元和 0.37 元。

## 六、 风险提示

公司增量业务推进速度不及预期，云平台推进速度不及预期；原大股东股权冻结事宜解决时间存在不确定性。

**资产负债表(百万)**

	2017A	2018A	2019E	2020A	2021A
货币资金	1875	1045	1399	4066	7303
应收和预付款项	1201	1543	1171	1608	2106
存货	1266	1143	816	1125	1359
其他流动资产	460	418	360	418	478
流动资产合计	4802	4148	3746	7217	11246
长期股权投资	61	91	91	91	91
投资性房地产	0	23	23	23	0
固定资产	437	380	380	380	380
在建工程	48	41	41	41	41
无形资产开发支出	692	1000	931	922	951
长期待摊费用	12	8	8	8	8
其他非流动资产	1951	2129	2049	1409	1412
资产总计	8004	7820	7269	10091	14129
短期借款	3112	2635	2925	5454	8784
应付和预收款项	462	393	535	570	745
长期借款	494	622	622	622	622
其他负债	1123	515	719	646	773
负债合计	5191	4165	4801	7293	10924
股本	1031	1098	1140	1140	1140
资本公积	262	1098	1058	1058	1058
留存收益	123	146	146	197	260
归母公司股东权益	2753	3633	2410	2751	3170
少数股东权益	61	22	58	48	36
股东权益合计	2813	3655	2468	2798	3206
负债和股东权益	8004	7820	7269	10091	14129

**现金流量表(百万)**

	2017A	2018A	2019E	2020A	2021A
经营性现金流	-234	72	-14	111	-84
投资性现金流	-549	-463	80	27	-9
融资性现金流	1835	-444	289	2529	3329
现金增加额	1052	-834	354	2667	3237

**利润表(百万)**

	2017A	2018A	2019E	2020A	2021A
营业收入	2415	2205	2105	2786	3698
营业成本	1484	1224	1654	1713	2256
营业税金及附加	11	13	11	14	19
销售费用	108	104	105	128	170
管理费用	282	375	631	418	547
财务费用	118	155	0	0	0
资产减值损失	75	76	937	30	91
投资收益	55	55	10	18	20
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	339	250	-1338	375	464
其他非经营损益	28	7	0	0	0
利润总额	367	257	-1338	375	464
所得税	42	31	-152	44	57
净利润	325	225	-1186	331	407
少数股东损益	-2	-7	36	-10	-12
归母股东净利润	327	232	-1222	341	419

**预测指标**

	2017A	2018A	2019E	2020A	2021A
毛利率	38.55%	44.50%	21.43%	38.52%	38.98%
销售净利率	13.52%	10.52%	-58.06%	12.23%	11.34%
销售收入增长率	16.41%	-8.73%	-4.53%	32.36%	32.74%
EBIT 增长率	28.02%	-12.51%	-203.45%	194.07%	37.95%
净利润增长率	37.03%	-28.95%	-626.71%	127.89%	23.09%
ROE	11.86%	6.39%	-50.71%	12.39%	13.23%
ROA	4.08%	2.97%	-16.81%	3.38%	2.97%
ROIC	8.06%	6.10%	-8.16%	7.32%	9.08%
EPS (X)	0.29	0.20	-1.07	0.30	0.37
PE (X)	47.06	58.91	—	51.61	41.93
PB (X)	5.58	3.76	7.30	6.39	5.55
PS (X)	6.36	6.20	8.36	6.31	4.76
EV/EBITDA (X)	25.79	25.28	-48.32	51.01	37.15

资料来源: WIND, 太平洋证券



## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com





## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。