万达信息（300168）

证券研究报告
2020 年 03 月 11 日

国寿入主，开辟公司发展新纪元

国寿成为公司第一大股东，已基本完成对公司的梳理和调整

公司是国内领先的城市信息化领域软件和服务提供商，主营业务包括民生信息化和健康城市两大板块，业务辐射医疗、医保、医药、政务等多个行业。2018 年公司实现营收 22.05 亿，实现归母利润 2.32 亿。2019 年以来，中国人寿持续增持公司股份，当前国寿及其一致行动人合计持有公司股份 18.0%，为公司第一大股东。自入主以来，国寿对公司的业务、财务和管理层进行了全面的调整和梳理，当前，公司各项调整已基本完成。

万达、国寿共拓健康险万亿蓝海市场，蛮牛健康业务弹性高

健康险市场有望成为双方合作的重点，2020 年初，银保监会牵头相关部门研究制定的《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，《意见》提出：到 2025 年，我国健康险市场规模要达到 2 万亿元。以此测算，2025 年市场规模相较于 2018 年将增长 267%，行业空间广阔。中国人寿是国内保险行业领军企业，2018 年健康险收入达 836.1 亿元，是行业领导厂商之一。对标美国联合健康模式，我们预计国寿与万达将在健康险市场展开深度合作，科技深度协同保险，共同拓展万亿蓝海市场。对万达而言，蛮牛健康有望成为国寿健康险服务平台，承接国寿客户的健康管理业务。该业务中短期、中长期分别有望激活 53.0 亿元、200 亿目标市场。

疫情促进智慧城市大发展，公司有望在本轮建设高峰中大放异彩

据 IDC 预测，2019 年中国智慧城市 IT 支出规模约为 225 亿美金，预计 2023 年将超过 400 亿美金，19-23 年 CAGR 超过 12%。随着疫情的爆发，城市管理问题凸显，智慧城市建设迫在眉睫。2 月以来，上海、无锡、三峡等多个城市在发布智慧城市建设规划。我们预计，疫情结束后，全国将迎来一轮智慧城市建设高峰，行业发展有望加速。公司深耕智慧城市领域，客户覆盖全国数十个省/市，竞争优势突出，有望充分受益本轮智慧城市大建设。

投资建议：预计公司 2020-2021 年将实现收入 27.62 亿元、37.18 亿元，实现归母净利润 3.27 亿元、5.06 亿元。考虑公司与国寿业务整合处于初期，投入较大，我们认为对公司采用 PS 估值更为合理。参考可比公司估值，可比公司当前市值对应 2020 年平均 P/S 为 12.36。考虑公司有一定比例系统集成业务，但同时蛮牛健康等新业务开始进入实质性落地阶段，综合考虑我们给予公司 12 倍 PS，对应目标估值 331.5 亿元，对应股价 28.80 元/股。看好公司业务前景，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：公司与国寿业务整合不及预期；蛮牛健康推进进度不及预期；政策落地不及预期；人才引进进度不及预期；国寿入主前，公司前期存在研发资本化比例高、应收账款/存货高、现金流差、控股股东占用资金等历史财务问题，若该类问题得到完全、妥善的解决，将对公司的业绩造成一定影响。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,415.48	2,204.68	2,142.54	2,762.22	3,717.98
增长率(%)	16.41	(8.73)	(2.82)	28.92	34.60
EBITDA(百万元)	848.48	707.79	(942.63)	695.76	941.01
净利润(百万元)	326.51	232.00	(1,272.13)	326.64	505.89
增长率(%)	37.03	(28.95)	(648.34)	(125.68)	54.88
EPS(元/股)	0.28	0.20	(1.11)	0.28	0.44
市盈率(P/E)	75.63	106.43	(19.37)	75.43	48.70
市净率(P/B)	8.97	6.80	10.22	9.50	8.08
市销率(P/S)	10.22	11.20	11.50	8.92	6.63
EV/EBITDA	17.94	19.72	(26.49)	37.37	26.23

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	21.41 元
目标价格	28.80 元

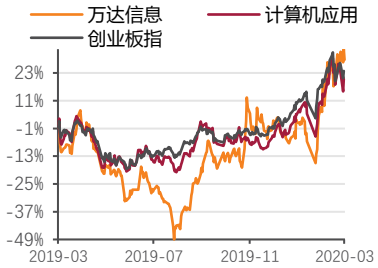
基本数据

A 股总股本(百万股)	1,153.30
流通 A 股股本(百万股)	1,144.45
A 股总市值(百万元)	24,692.09
流通 A 股市值(百万元)	24,502.68
每股净资产(元)	3.30
资产负债率(%)	56.60
一年内最高/最低(元)	23.88/8.53

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 国寿成为第一大股东，已基本完成对公司的调整梳理 4

1.1. 公司定位：国内领先的智慧城市整体解决方案商 4

1.2. 业务介绍：公司主营民生信息化及智慧城市两大业务 4

1.3. 股权结构：中国人寿成为公司第一大股东 5

1.4. 财务分析：摆脱历史包袱，轻装上阵 7

2. 万达、国寿共拓健康险万亿蓝海市场，蛮牛健康业务弹性高 8

2.1. 美国联合健康，健康险行业的万亿巨头 8

2.2. 万达、国寿共拓健康险万亿蓝海市场，蛮牛健康业绩弹性高 10

3. 疫情促进智慧城市大发展，公司有望充分受益 12

3.1. 疫情催生智慧城市建设，预计将进入一轮建设高潮 12

3.2. 公司深耕智慧城市业务，有望显著受益于智慧城市大建设 13

4. 盈利预测及估值分析 15

4.1. 公司盈利预测 15

4.2. 估值分析 15

5. 风险提示 16

图表目录

图 1：公司发展历程 4

图 2：公司智慧城市业务框架 5

图 3：中国人寿及其一致行动人为万达信息第一大股东 6

图 4：公司营业收入及增长率 7

图 5：公司收入结构 7

图 6：公司归母净利润 7

图 7：毛利率水平 7

图 8：公司三项费用率情况（%） 7

图 9：公司研发投入充足 7

图 10：联合健康股价走势 8

图 11：联合健康两大业务体系 8

图 12：联合健康 2018 年收入结构 9

图 13：OPTUM 各业务板块收入 9

图 14：联合健康两大业务有机结合 9

图 15：中国健康险市场空间广阔，2025 年将达到 2 万亿 10

图 16：中国健康险市场格局 10

图 17：2018 年中国人寿健康险收入近千亿 10

图 18：对标联合健康，国寿+万达进行健康险与科技的深度融合 11

图 19：万达信息有望在健康险市场与国寿实现深度协同 11

图 20：蛮牛健康中短期目标市场规模预测（以 2019 年中国健康险市场规模做测算）....12
图 21：蛮牛健康中长期目标市场规模预测（以 2025 年中国健康险目标市场规模做测算）....12
图 21：蛮牛健康提供六层架构的健康管理服务....12
图 22：中国智慧城市技术支出规模超千亿元....13
图 23：万达信息智慧城市产品展示....14
图 24：上海入选全球前 27 大智慧城市，大陆地区排名第一....14
图 25：上海在这次疫情中表现突出....14

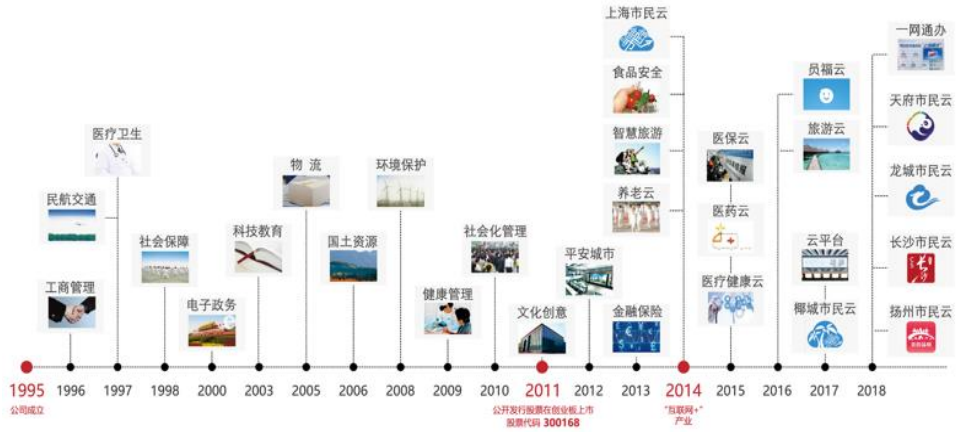
表 1：公司已完成管理成调整....6
表 2：全国掀起智慧城市建设高潮....13
表 3：公司业绩预测....15
表 4：可比公司估值....15

1. 国寿成为第一大股东，已基本完成对公司的调整梳理

1.1. 公司定位：国内领先的智慧城市整体解决方案商

国内智慧城市行业领军企业。公司成立于 1995 年 12 月，长期专注于提供以公共事务为核心的城市信息化领域的软件开发与服务，是一家在国内最早将面向对象的分析和设计方法运用于城市信息化领域，以及在国内最早将综合业务基础平台应用于城市信息化建设的软件和服务提供商。公司主营业务包括民生信息化和健康城市两大板块，业务辐射医疗、医保、医药、政务、交通等多个行业。2018 年公司实现营业收入 22.05 亿元，实现归母净利润 2.32 亿元。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 业务介绍：公司主营民生信息化及智慧城市两大业务

业务领域 1：民生保障

1、 三医领域

医疗：公司主要提供医院信息平台、平台化 HIS、结构化电子病历、平台化 HRP、多院区管理的数据中心、统一的知识和权限管理以及医疗大数据分析等应用，以支持分级诊疗、“三医联动”、“互联网+医疗健康”等稳定扩展。目前公司医院系统覆盖了 43 家三级以上医院、76 家二级医院、1200 余家社区（乡镇卫生院以及养老院）、8000 余家社区卫生服务站（村卫生室），公共卫生业务覆盖国家级、省级、地市级、区县级客户超过 1200 个；

医保：公司主要提供实时结算、异地结算、医保控费等业务系统，目前业务已覆盖了全国 10 多个省市、30 多个地市、100 余个统筹区域，服务了全国 3.5 亿人群。

医药：公司承建了全国级的全国药品临床试验管理平台，以及省级核心平台上海市招采配用一体化平台（4+7 带量采购平台）。其中，上海市的采购平台，对接了全国近 6500 家医药企业、上海本地 1500 余家医疗机构，实现了药品采购的两票制，减少了中间流通环节，目前平台月均交易额超过 50 亿元，取得了良好的经济和社会效益。同时，公司与上海、河北、福建、陕西、四川、浙江等省市的近 5 万家药店达成医药 O2O 供应协议，全面促进了实施医药分开、处方共享和药品外配等多项改革措施。

2、 民生保障

公司结合“互联网+护理”的创新试点，建设养老云综合服务平台，专门从事智慧养老产品的研发和运营服务。公司在民生保障行业深耕多年，通过在大数据、云计算和人工智能等领域的持续投入，以智能物联与智慧养老相融合，建立面向政府全过程监督的监管平台、面向企业或社区的养老经营平台、以及面向老年人群的 O2O 平台，从而为老年人群的养

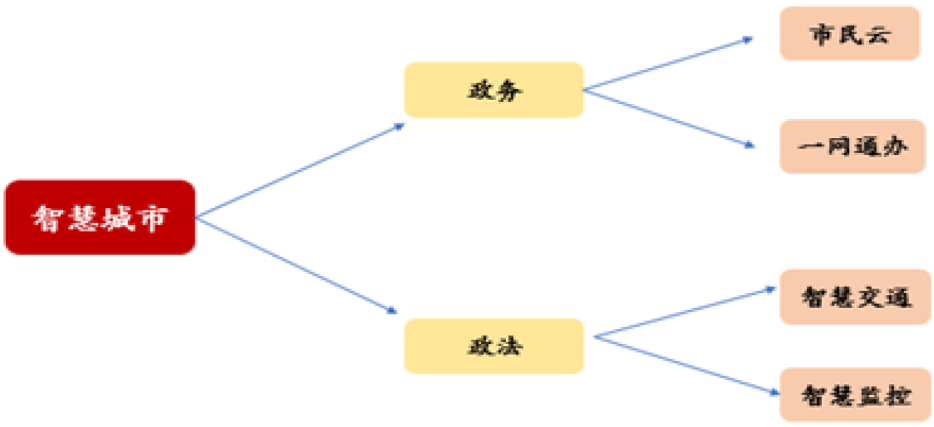
老提供功能丰富、高效的智能监测、康复和看护等一站式的智慧养老服务；在智慧环保行业，公司创新服务形式和内容，依托环保综合云，整合环保业务、数据、流程和设备，形成以物联网和大数据应用为核心的“智慧环保”解决方案。

业务领域二：智慧城市

公司通过“互联网+“与政务服务的深度融合，，推出市民云和一网通办，进一步提升公共服务效能，提升群众获得感。市民云是以市民为中心的一站式“互联网+城市服务”云平台，由公司自主研发和运营。市民只需一个超级 APP 和一次实名认证，即可访问个人数据银行，办理政府所有事项，畅享城市所有“可信”服务。市民云在全国运营成效显著，目前已经拓展到上海、成都、长沙、海口、柳州、扬州等城市，覆盖人口 6000 万，注册用户数超过 1560 万；“一网通办”模式由公司在上海首创，其含义为：“一个总门户，服务事项一口进出；网上网下同步，服务事项全覆盖；全市通办，全网通办，一窗办理，一次办成”。上海“一网通办”已打通 47 个市级政府部门、16 个区、220 个街镇社区服务中心。围绕减时间、减材料、减环节推进业务流程革命性再造，实现政务服务“进一网、能通办”，提升了政府的现代化治理能力。

公司在政法行业有多年实践积累经验，拥有智慧交通与智慧监控系列平台的核心技术。公司通过对大数据、云计算、物联网和移动互联技术的应用，结合政法委、公安、检察、法院、司法行政等专业解决方案，实现全方位的社会治安综合治理、交通管理、风险隐患监测预警和处置防控，协助各级政府应对社会矛盾和突发公共事件的管理与处置，实现城市运营常态化管理、监测和预警。同时，公司通过整合大数据、云计算服务能力，融合 O2O、F2C 等新兴模式，为公共领域提供“互联网+视频”的运营服务，在安全防范、远程音视频服务、可视化管理等方面提供运营级服务。

图 2：公司智慧城市业务框架

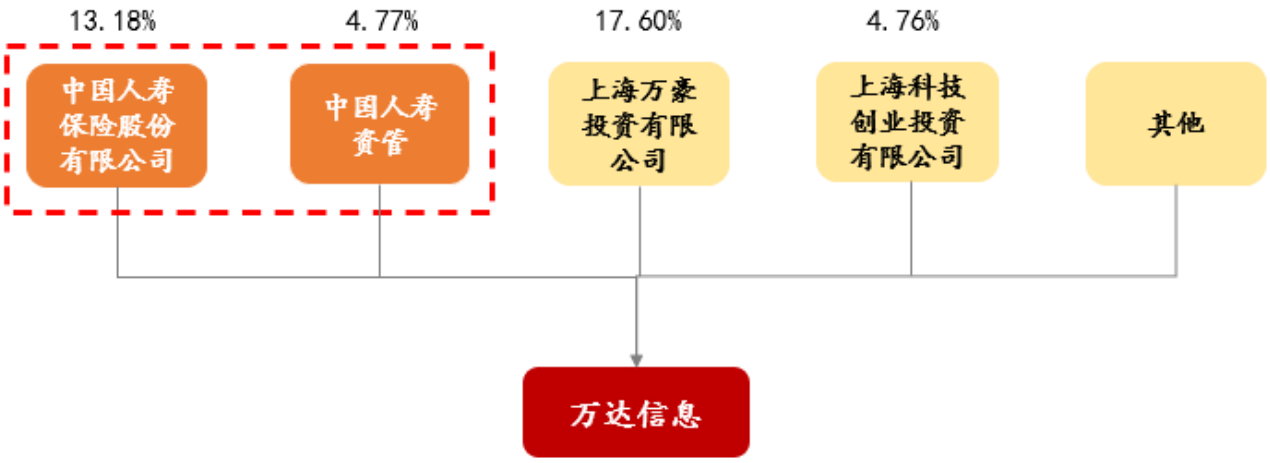


资料来源：公司年报、公司官网，天风证券研究所

1.3. 股权结构：中国人寿成为公司第一大股东

中国人寿及其一致行动人为公司第一大股东。自 2019 年以来，中国人寿及其一致行动人不断增持公司股份，当前，中国人寿及其一致行动人持有万达信息股份比例约为 18.0%，系万达信息第一大股东。上海万豪持有万达信息 17.6%的股份，系万达信息原控股股东，目前为第二大股东。自入股万达以来，国寿对万达管理层的进行了人员调整，目前，公司管理层已经调整完成，管理体系已梳理成形。

图 3：中国人寿及其一致行动人为万达信息第一大股东



资料来源：Wind、公司公告等，天风证券研究所

表 1：公司已完成管理成调整

姓名	职位	就职时间	工作履历
胡宏伟	总裁	2019-10-15	2002 年至 2010 年期间,先后担任中国人寿金华市分公司总经理助理、副总经理,浙江省分公司个险销售部总经理，2010 年至 2017 年期间,先后担任中国人寿浙江省分公司营销总监、副总经理，宁波市分公司主要负责人、总经理；自 2017 年 11 月起担任中国人寿保险股份有限公司上海市分公司总经理，现任公司副董事长,总裁。
陈丽娜	财务总监	2019-10-15	2003 年-2004 年，担任广发银行广州分行资金部统计资金岗；2004 年-2013 年期间，先后担任广发银行总行资金部统计分析岗、计划财务部计划与资产负债处计划及资产负债岗、计划财务部预算管理处高级经理、计划财务部信息服务处主管。自 2014 年起担任广发银行上海分行计划财务部总经理。2019 年 6 月跨司挂职中国人寿上海分公司拟任总经理助理。2019 年 10 月加入万达，任公司财务总监，现任公司高级副总裁兼财务总监、
姜锋	董事会秘书 高级副总裁	2019-12-12	教授级高级工程师，享受国务院政府特殊津贴专家，徐汇区政协常委、徐汇区政协经济与科技专委会副主任、九三学社上海市委科技专门委员会副主任、九三学社科技系统委员会委员、综合支社副主委,徐汇区工商联副会长、徐汇区知联会副会长、虹梅漕开发知联会会长。现任公司董事、高级副总裁。姜锋先生于 2016 年获得国务院政府特殊津贴，2015 年当选上海市领军人才，2010 年获得上海市劳动模范称号，2010 年当选上海市优秀学科带头人，2007 年被评为徐汇区科技领军人才。
李光亚	高级副总裁	2010-11-22	2002 年获首届“上海 IT 青年十大新锐”,2005 年获首批“上海市科技领军人才”,2006 年获得“中国信息产业科技创新先进工作者”,2006 年获得“第三届中国软件行业十大杰出青年”,2006 年获得“上海市优秀学科带头人计划(B 类)”,2008 年获得上海市五一劳动奖章,2009 年获得国务院政府特殊津贴,2010 年入选“新世纪百千万人才工程”国家级人选名单,2014 年获第七届“上海青年科技英才”.获得国家科技进步二等奖 2 项.现任公司董事,高级副总裁.
杨玲	高级副总裁	2018-04-19	高级工程师，曾先后荣获上海市三八红旗手、全国三八红旗手等称号，现任公司党委副书记、董事、高级副总裁。杨玲女士长期致力于电子政务领域的实践和研究，深入参与了上海市众多智慧政务重大工程项目建设以及政务领域相关业务标准的制定，积极探索实践互联网+政务服务发展新方向和新模式，作为主要成员先后两次获得上海市科学技术进步二等奖。
申龙	高级副总裁	2019-10-15	1982 年-1999 年，先后担任中国人保浙江省分公司计划财务科会计等职务，稽核审计处审计员，计财处副主任；1999 年-2002 年，先后担任中国人寿浙江省分公司稽核处副主任科员、主任科员、稽核部经理助理；2002 年-2005 年，担任中国人寿温州分公司总经理助理；2005 年-2008 年，担任中国人寿浙江省分公司审计办公室主任；2008 年-2013 年，担任中国人寿上海区域审计中心经济责任审计处高级经理；2013 年-2017 年,担任中国人寿上海区域审计中心审计一处高级经理；2017 年起担任中国人寿深圳区域审计中心党委委员、总经理助理；现任本公司高级副总裁、审计部负责人.
朱泓旭	高级副总裁	2019-10-15	2001 年 2 月加入中国人寿保险股份有限公司；2011 年 5 月任办公室主任助理；2014 年 10 月任办

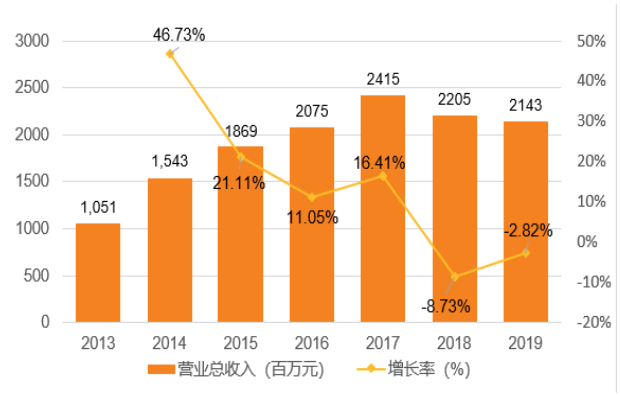
公室副主任；2014 年 11 月任青岛市分公司党委委员、副总经理；2015 年 8 月起任健康保险事业部副总经理，现任万达信息高级副总裁。

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 财务分析：摆脱历史包袱，轻装上阵

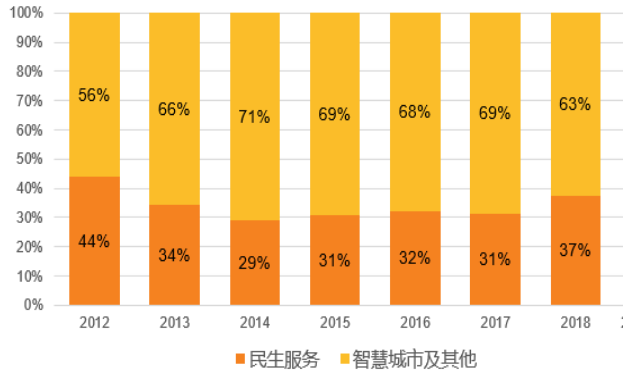
摆脱历史包袱，轻装上阵。2020 年 2 月 29 日晚，公司发布 2019 年业绩预告：公司 2019 年全年实现营业总收入 21.43 亿元，同比下降 2.82%；实现归属于上市公司股东的净利润 -12.72 亿元，比上年同期下降 648.33%。报告期内，公司对历史问题进行了集中的处理，其中，计提存货减值 7.18 亿元，结转募投研发项目至无形资产，与上年同期相比新增摊销约 0.92 亿元。公司历史包袱得到清理，后续轻装上阵。

图 4：公司营业收入及增长率



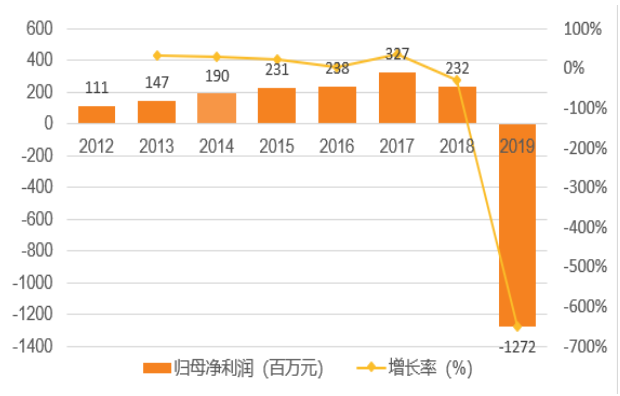
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司收入结构



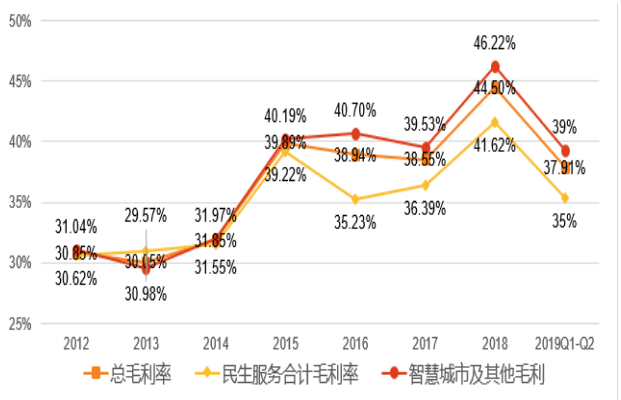
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司归母净利润



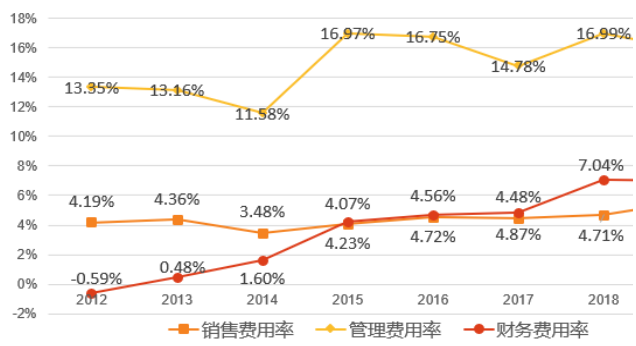
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：毛利率水平



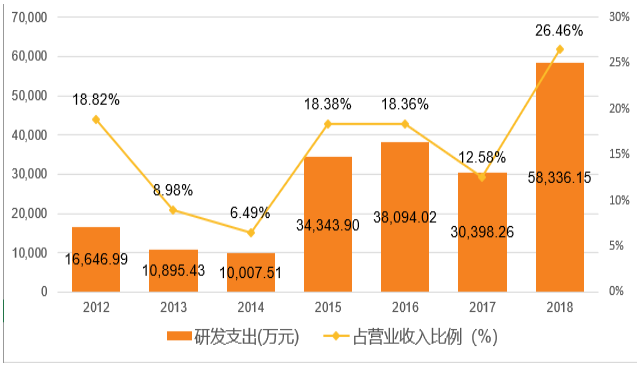
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司三项费用率情况（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司研发投入充足



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 万达、国寿共拓健康险万亿蓝海市场，蛮牛健康业务弹性高

2.1. 美国联合健康，健康险行业的万亿巨头

美国联合健康集团（UNH，United Health Group）成立于 1974 年，是一家多元化的医疗健康公司，总部设在明尼苏达州。公司业务遍及美洲、中东、非洲、欧洲和亚太地区的 50 多个国家和地区，为个人、企业、政府和商业等领域的客户提供全面的保险和医疗服务。公司在 2018 年世界 500 强中排名第 15 位。同期，公司实现收入 2422 亿元，同比增长 7.03%，实现净利润 138 亿元，同比增长 15.46%。截至 2020 年 3 月 6 日收盘，公司市值高达 2693 亿美金。

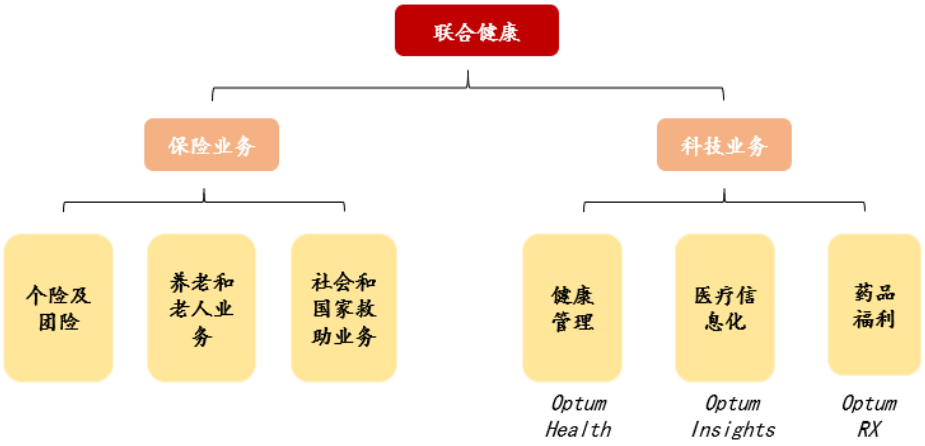
图 10：联合健康股价走势

资料来源：Wind，天风证券研究所

联合健康主营业两大业务板块，分别是保险业务和以科技为主的延伸服务。United Healthcare 是公司的健康保险业务板块，而 Optum 作为保险的延伸，主要由健康管理公司 OptumHealth、健康信息技术服务公司 OptumInsight 和药品福利管理（PBM）公司 OptumRX 三家子公司组成。从收入结构上来看，2018 年，公司保险业务收入占公司总收入的 64%，延伸服务 Optum 实现收入占公司总收入的 36%。

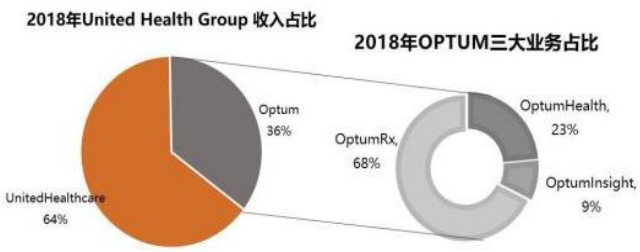
- **OptumHealth**：为客户提供健康管理， 业务涵盖慢病管理、日常保健、情绪管理、护理关怀等医疗服务业务；
- **OptumInsight**：主要医院、商业健康保险公司、政府医疗保健计划等行业主体提供信息管理系统、数据管理和咨询服务；
- **OptumRX**：药品福利管理（PBM），公司代表药店与药厂谈判，使得药品价格更低，从而降低保险赔付成本，此外，公司参与药品折扣的抽成。

图 11：联合健康两大业务体系



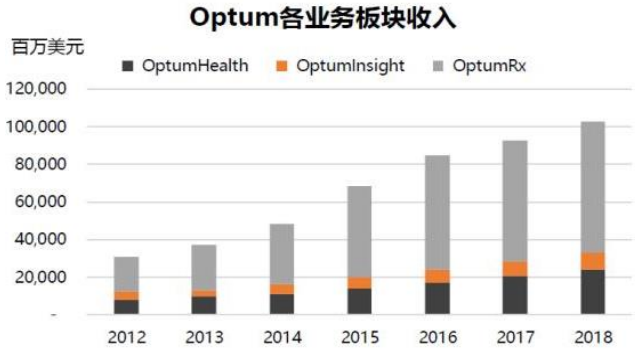
资料来源：医库网，天风证券研究所

图 12：联合健康 2018 年收入结构



资料来源：联合健康财报、农行 e 站，天风证券研究所

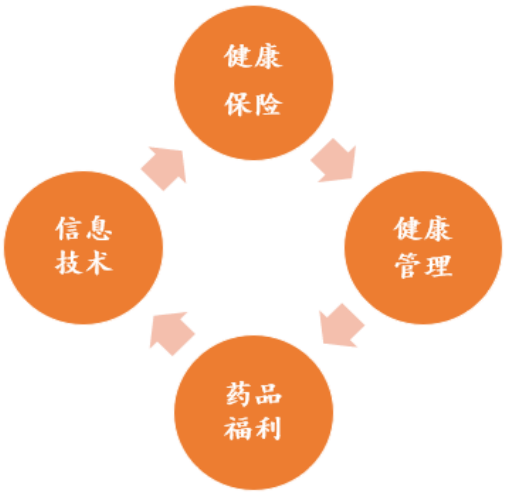
图 13：OPTUM 各业务板块收入



资料来源：联合健康财报、农行 e 站，天风证券研究所

联合健康各业务板块深度协同，共同促进。首先，健康险业务是公司内部最主要的业务，也为 Optum 三家公司提供了稳定的业务来源。其次，OPTUM 健康管理、药品福利和信息技术三家公司为健康险业务的产品设计、控费增效方面发挥了显著效用，OPTUM 三家子公司不仅可以提升保险公司的服务能力，更可以监控服务方医疗行为、管理患者的健康状态、控制药品价格，有效降低赔付成本。

图 14：联合健康两大业务有机结合

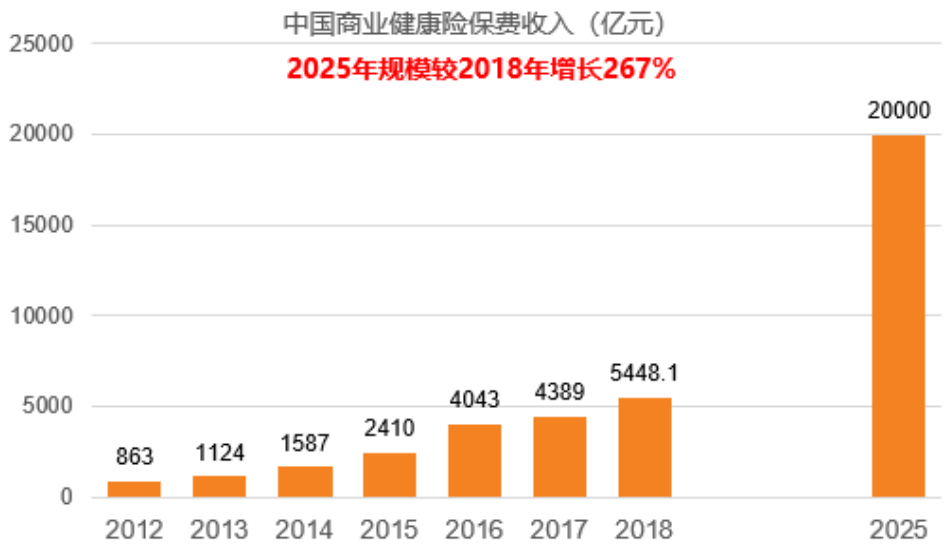


资料来源：UNH 年报，天风证券研究所整理绘制

2.2. 万达、国寿共拓健康险万亿蓝海市场，蛮牛健康业绩弹性高

中国健康险市场空间广阔，2025 年将达到 2 万亿，2018-2025 年行业增长 267%。商业健康保险包括疾病保险、医疗保险、医疗意外保险、护理保险和失能收入损失保险等五大类，共有 5000 多种产品。自 2012 年以来，我国健康险进入高增长阶段，增速呈现递增态势。2012 年中国健康险保费收入为 862 亿元，2018 年达到了 5448.1 亿元，平均年复合增长率达到 30%；但与发达国家和地区相比，健康保险方面仍然存在有效供给不足问题。2019 年银保监会牵头相关部门研究制定的《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，《意见》提出：到 2025 年，我国健康险市场规模要达到 2 万亿元，2018-2025 年行业将增长 267%，行业空间广阔。

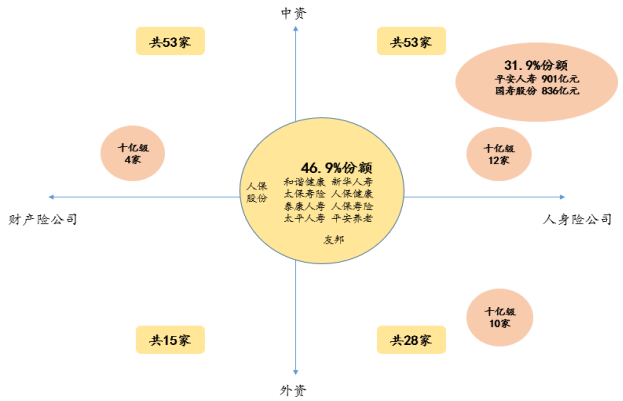
图 15：中国健康险市场空间广阔，2025 年将达到 2 万亿



资料来源：中国银保监会官网，天风证券研究所

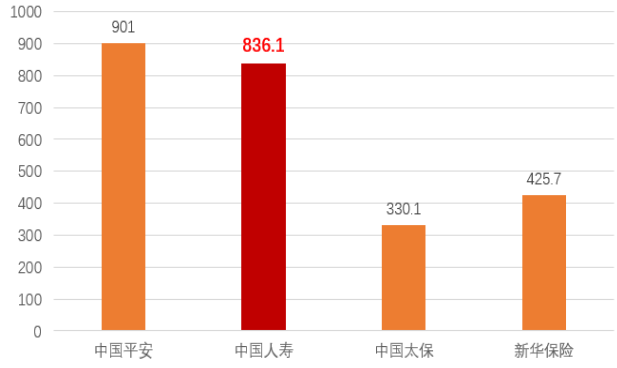
中国人寿是国内保险及健康险行业领军企业，2018 年健康险保费收入 836.1 亿元，处于行业第一梯队。中国人寿是国内保险行业领军企业，公司拥有超 4800 家分支机构、1.5 万余个营销网点以及 9.4 万余家销售网点，并拥有市场最大的保险作业量，每年可达 2 亿次，约 5 亿人接受公司提供的保险业务。截至 2018 年底，中国人寿集团合并总资产近 4 万亿元，合并保费收入 6467 亿元。国寿在健康险业务也十分出色，2018 年公司健康险保费收入共计为 836.1 亿元，处于行业第一梯队。

图 16：中国健康险市场格局



资料来源：安永《中国健康险白皮书》，天风证券研究所

图 17：2018 年中国人寿健康险收入近千亿



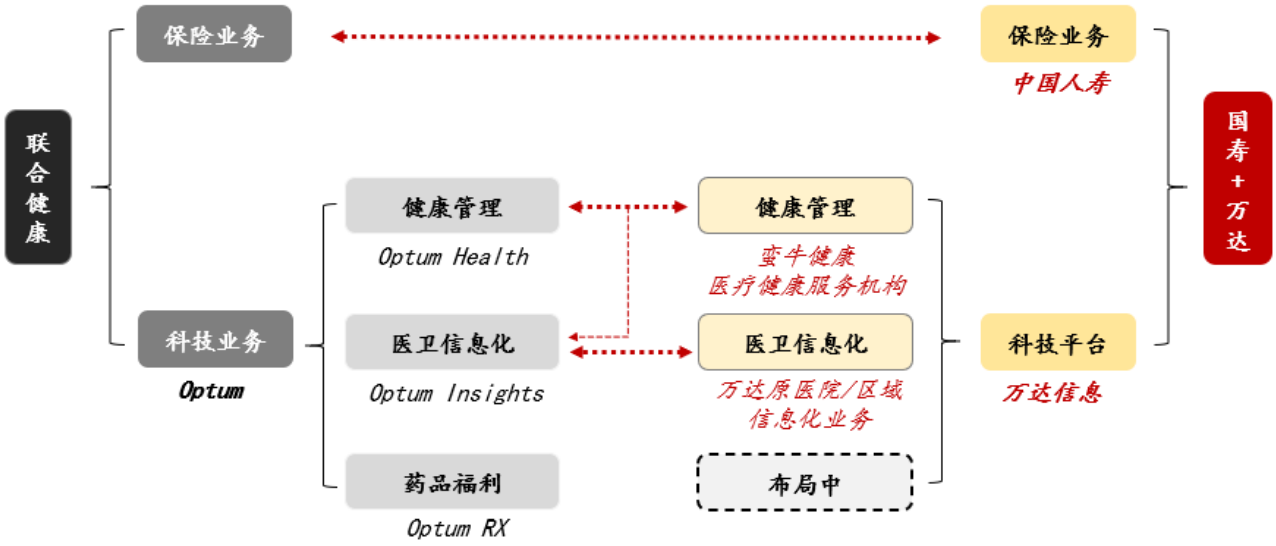
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

对标联合健康，我们预计未来双方将实现深度的业务协同：

首先，对于国寿，万达信息将利用科技手段，实现国寿健康险开源节流、降本增效。中国人寿与万达信息在健康险的发展高度互补，我们预计，未来万达将在国寿健康险的新产品

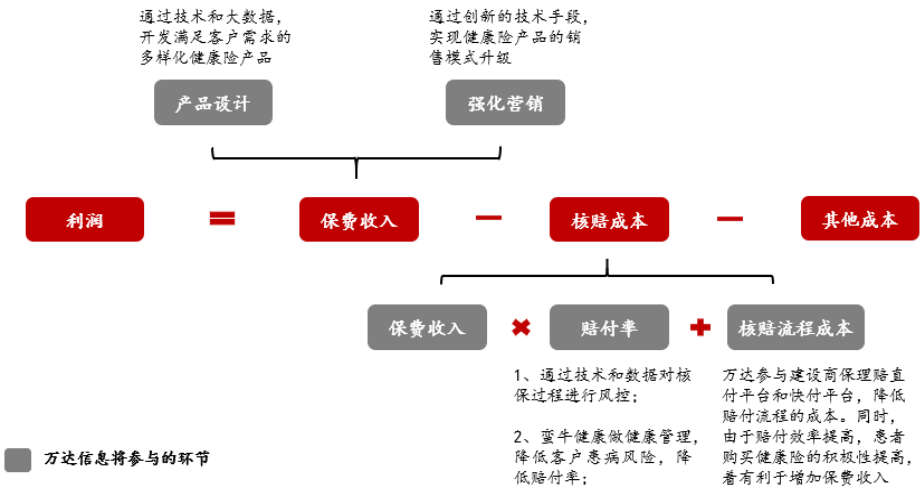
开发（肺安保）、营销（数字化推广）、核保（数字化核保）、核赔（商报直付和快付）和健康管理等多个维度发挥重要作用，帮助国寿健康险业务实现开源节流、控本增效。我们认为：当前万达将首先在核赔、健康管理等方面与国寿展开深度协同，后续有望在产品设计、营销、核保等环节实现全面合作。

图 18：对标联合健康，国寿+万达进行健康险与科技的深度融合



资料来源：医库网、联合健康年报、万达信息投资者关系公告，天风证券研究所整理绘制

图 19：万达信息有望在健康险市场与国寿实现深度协同



资料来源：联合健康年报等，天风证券研究所整理绘制

其次，对于万达，国寿健康管理业务有望成为公司的重要增长点。蛮牛健康作为健康管理平台，将提供六层架构的管理服务，健康险市场高增长将为蛮牛健康带来高收入弹性：（1）**中短期来看**，据中国银保监会数据，2019 中国健康险市场规模为 7066 亿元，假设中国人寿的市场份额为 15.0%且 5%的保费用于健康管理，同时，国寿将该部分业务全部交于蛮牛健康进行开展，中短期将激活蛮牛健康 53.0 亿元目标市场；（2）**中长期来看**，据中国银保监会规划，2025 年中国健康险市场规模将高达 20000 亿元，假设中国人寿的市场份额为 20.0%且 5%的保费用于健康管理，同时，国寿将该部分业务全部交于蛮牛健康进行开展，中长期将激活蛮牛健康 200 亿元目标市场。

图 20：蛮牛健康中短期目标市场规模预测（以 2019 年中国健康险市场规模做测算）

2019年中国健康险市场规模7066亿元		净保费中用于健康管理的费用比例（%）						
		2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%
中国人寿健康险的市场份额（%）	10.0%	14.1	21.2	28.3	35.3	42.4	49.5	56.5
	12.5%	17.7	26.5	35.3	44.2	53.0	61.8	70.7
	15.0%	21.2	31.8	42.4	53.0	63.6	74.2	84.8
	17.5%	24.7	37.1	49.5	61.8	74.2	86.6	98.9
	20.0%	28.3	42.4	56.5	70.7	84.8	98.9	113.1

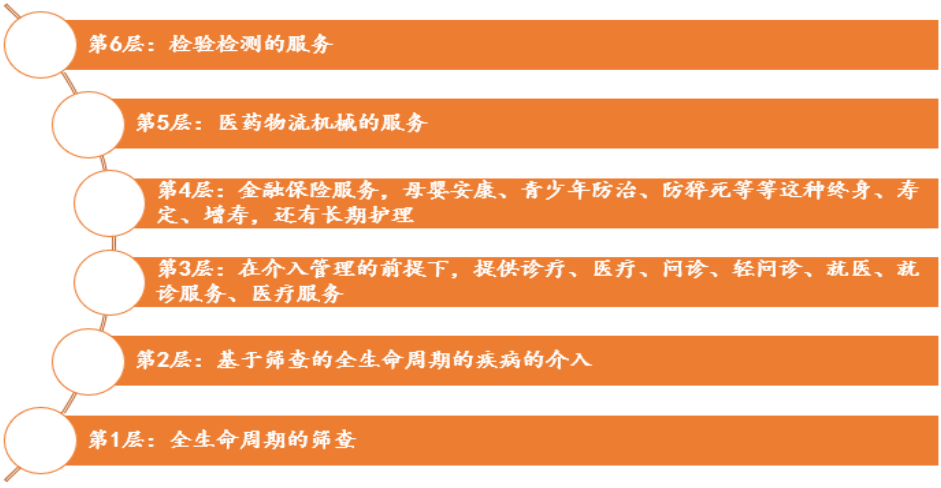
资料来源：中国银保监会等，天风证券研究所整理绘制

图 21：蛮牛健康中长期目标市场规模预测（以 2025 年中国健康险目标市场规模做测算）

2025年中国健康险市场规模20000亿元		净保费中用于健康管理的费用比例（%）						
		2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%
中国人寿健康险的市场份额（%）	15.0%	60.0	90.0	120.0	150.0	180.0	210.0	240.0
	17.5%	70.0	105.0	140.0	175.0	210.0	245.0	280.0
	20.0%	80.0	120.0	160.0	200.0	240.0	280.0	320.0
	22.5%	90.0	135.0	180.0	225.0	270.0	315.0	360.0
	25.0%	100.0	150.0	200.0	250.0	300.0	350.0	400.0

资料来源：中国银保监会、万达信息投资者交流公告等，天风证券研究所整理绘制

图 22：蛮牛健康提供六层架构的健康管理服务



资料来源：万达信息投资者交流公告，天风证券研究所整理绘制

3. 疫情促进智慧城市大发展，公司有望充分受益

3.1. 疫情催生智慧城市建设，预计将进入一轮建设高潮

智慧城市信息技术支出规模高达千亿，疫情促使行业加速发展。据 IDC 预测，2019 年中国智慧城市技术支出规模约为 225 亿美金，预计 2023 年将超过 400 亿美金，2019-2023

年复合增长率超过 12%。疫情的爆发后，我国城市管理问题凸显，智慧城市建设迫在眉睫。自 2 月以来，我国上海、无锡、三门峡等多个城市在发布智慧城市建设规划。我们预计，疫情结束后，全国将迎来一轮智慧城市建设高峰，行业发展有望加速。

图 23：中国智慧城市技术支出规模超千亿元

资料来源：IDC、慧聪网，天风证券研究所

表 2：全国掀起智慧城市建设高潮

推出时间	省/市	具体内容/目标
2020 年 2 月	上海市	到 2022 年，将上海建设成为全球新型智慧城市的排头兵，国际数字经济网络的重要枢纽；引领全国智慧社会、智慧政府发展的先行者，智慧美好生活的创新城市。科学集约的“城市大脑”基本建成，全量汇聚的数据中枢运行高效；政务服务“一网通办”持续深化，群众办事更加方便，营商环境进一步优化；城市运行“一网统管”加快推进，城市治理能力和治理水平不断提高；数字经济活力迸发，新模式新业态创新发展；新一代信息基础设施全面优化，网络安全坚韧可靠，制度供给更加有效；城市综合服务能力显著增强，成为辐射长三角城市群、打造世界影响力的重要引领。
2020 年 2 月	无锡市	公共出行领域，以扫码乘车为核心，集导乘、导读、导吃、导玩、导购“五导”功能，为市民提供“出行+生活”的全链路服务。应用秉持“互联网+电子支付+公共出行”理念；社区服务领域，无锡市民可以在设施列表里查看距离最近的体育场馆和健身器材，并利用导航功能快速找到这些健身设施。已覆盖无锡市梁溪区 581 个地点，4883 个健身设施；智慧停车领域，通过为地产和物业集团提供低成本快速实施的利旧改造，来实现停车场的统一管理，同时达到停车场管理降本增效的目的。还添加了城市车位共享场景，上线车位预约、错峰停车、线上月租、后台自动对账等功能，满足车位共享的同时解决共享带来的流量大、管理难、操作烦琐等难题。
2020 年 3 月	青岛市	强化顶层设计，在广泛征求意见的基础上，高起点规划好智慧城市建设；结合支持数字经济实施意见，出台相关配套政策措施；加大数据采集和汇聚，并做好数据安全和隐私保护；注意做好标准规范建设；全面发起新一轮智慧城市建设攻势，局智慧城市专班要尽快形成工作方案，要明确各级各部门建设职责、细化量化任务分解，建立任务配档表和作战图，迅速启动我市智慧城市建设，全面提升信息化水平。
2020 年 3 月	三门峡	扎实推进大数据产业发展和数字化城市管理等各项工作，加强数字化城市管理问题的监督和指挥，全力推进新型智慧城市建设。

资料来源：新浪网、人民网等，天风证券研究所

3.2. 公司深耕智慧城市业务，有望显著受益于智慧城市大建设

公司深耕智慧城市领域，提供“3+1+N”的 CRP 新型智慧城市整体解决方案。公司长期以来为政府各部门提供信息化解决方案，满足政府各职能部门对管理和服务的要求，支持政务资源的梳理、架构政府信息资源目录体系，以实现政务资源共享与业务协同。2018 年 9 月，公司提出城市一体化系统 CRP(City Resource Planning)概念，提供“3+1+N”的

新型智慧城市整体解决方案。万达城市大脑通过对城市数据的万维感知、重点监测，实现城市的全面管理和资源的实时调配；利用大数据分析和人工智能，形成城市运行体征分析结果，支撑城市的精准治理、应急管理、决策优化和服务优化。截至目前，公司智慧城市业务已在上海、海口、成都、长沙、柳州、扬州等全国数十个地市落地。

图 24：万达信息智慧城市产品展示

资料来源：中国新闻网，天风证券研究所

公司上海案例已成为全国标杆。公司早在 2014 年担任上海智慧城市建设中综合业务应用的主导者、系统集成的承担者和运营服务的提供者。并且在 2017 年协同上海市政府在市民云的基础上进行进一步的功能扩展和服务延伸，通过移动端 APP，打造政府公共服务的“总入口”，为市民提供医疗卫生、交通出行、社会保障、社区生活、旅游休闲等五大类 100 项以上的一站式公共服务。并与上海市卫计委共同推出的“上海健康云”产品，利用物联网和互联网技术，解决居民、病人和医生两端医疗产业互联网+的需求。同样于 2019 推出上海市的“一网通办”APP“随申办”，通过整合现有各区各部门碎片化、条线化的政务服务事项前端受理功能，对线上线下政务服务流程进行革命性再造，从而实现 “纵横全覆盖、事项全口径、内容全方位、服务全渠道” 的一体化政务服务。得益于公司前强大的技术支持，上海智慧城市已成为全国标杆案例，并在《城市技术期刊》的全球智慧城市排行榜中，跻身全球 27 大智慧城市，其中在大陆地区排名第一。

上海智慧城市系统在抗疫过程中发挥重要作用。完善的智慧城市建设使得智慧城市大脑借助大数据、人工智能、数字政务等智慧城市管理新手段在这次抗击疫情中凸显其价值。本次疫情中，上海智慧城市在筛查确诊病人的密切接触者、监控隔离人员、远程智能问诊、在线学、协同办公等方面，保障了城市的正常运转。同样上海智慧大脑在这次防范疫情的扩散、治愈率上也是提交了一份令人满意的答卷。

公司有望在本轮智慧城市建设过程中大放异彩。疫情催化智慧城市进入新一轮建设高峰，行业有望加速发展，公司在智慧城市领域深入耕耘，竞争优势突出，在国寿的加持下，有望在本轮智慧城市建设中大放异彩。

图 25：上海入选全球前 27 大智慧城市，大陆地区排名第一

City	Region	Capital City	World city ranking*
London	Europe	x	Alpha++
Singapore	Asia	x	Alpha+
Barcelona	Europe		Alpha-
Amsterdam	Europe	x	Alpha-
Boston	North America		Beta+
New York City	North America		Alpha++
Hong Kong	Asia		Alpha+
Chicago	North America		Alpha
Delhi	Asia	x	Alpha-
Paris	Europe	x	Alpha+
Berlin	Europe	x	Beta
Mumbai	Asia		Alpha
Toronto	North America		Alpha
Dubai	Asia		Alpha+
Los Angeles	North America		Alpha
Stockholm	Europe	x	Alpha-
Melbourne	Oceania		Alpha
Tokyo	Asia	x	Alpha+
Vancouver	North America		Beta+
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
Shanghai	Asia		Alpha+
[illegible]	[illegible]	x	[illegible]
Copenhagen	Europe	x	Beta+
Beijing	Asia	x	Alpha+
San Jose	North America		Gamma
Portland	North America		Sufficiency
Brussels	Europe	x	Alpha

图 26：上海在这次疫情中表现突出

地区	现存确诊	累计确诊	死亡	治愈
湖北	22628	67592	2931	42033
山东	134	758	6	618
广东	129	1352	7	1216
北京	115	422	8	299
四川	94	539	3	442
黑龙江	72	481	13	396
浙江	67	1215	1	1147
湖南	59	1018	4	955
香港	58	106	2	46
重庆	57	576	6	513
江苏	37	631	0	594
上海	33	342	3	306
广西	33	252	2	217
台湾	32	45	1	12
贵州	30	146	2	114
甘肃	30	119	2	87
江西	25	935	1	909
辽宁	18	125	1	106
陕西	18	245	1	226
福建	11	296	1	284
内蒙古	9	75	1	65
山西	7	133	0	126
河北	7	318	6	305
河南	6	1272	22	1244
安徽	5	990	6	979

资料来源：千家网，天风证券研究所

资料来源：丁香园，天风证券研究所

4. 盈利预测及估值分析

4.1. 公司盈利预测

收入端：考虑公司与中国人寿的业务规划、以及智慧城市端政策的大力推动，我们预计公司 2020-2021 年软件开发业务将实现收入 16.24 亿元、22.74 亿元，同比分别增长 40.0%、40.0%，随着蛮牛健康、市民云、健康云的铺开推广，公司运营服务业务有望持续高增长，预计 2020-2021 年将实现收入 7.86 亿元、11.45 亿元。考虑目前智慧城市相关业务逐步以云模式开展，硬件投入逐步减少，我们预计公司 2020-2021 年集成相关业务将实现收入 3.53 亿元、3.00 亿元，同比分别减少 20%、15%。

毛利端：考虑医疗医保、智慧城市行业需求高增，以及国寿对公司整合逐步规范，业务、项目开展有望逐步回到正规，预计公司 2020-2021 年软件开发业务将实现毛利率 53.0%、53.2%，运维业务将实现毛利率 52.5%、52.8%，集成业务将实现毛利率 20.0%、20.0%。

表 3：公司业绩预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	**2415**	**2205**	**2143**	**2762**	**3718**
软件开发	1041	1064	1160	1624	2274
运营服务	388	463	542	786	1145
集成业务	986	678	441	353	300
毛利率（%）	**38.5%**	**44.5%**	**21.60%**	**48.6%**	**50.4%**
软件开发	49.8%	53.2%	21.0%	53.0%	53.2%
运营服务	49.3%	52.8%	24.2%	52.5%	52.8%
集成业务	22.3%	25.2%	20.0%	20.0%	20.0%
收入增长率（%）	**16.4%**	**-8.7%**	**-2.8%**	**28.9%**	**34.6%**
软件开发	3.8%	2.2%	9.0%	40.0%	40.0%
运营服务	8.0%	19.1%	17.1%	45.0%	45.7%
集成业务	38.4%	-31.3%	-35.0%	-20.0%	-15.0%
收入占比（%）	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**
软件开发	43.1%	48.3%	54.1%	58.8%	61.2%
运营服务	16.1%	21.0%	25.3%	28.4%	30.8%
集成业务	40.8%	30.8%	20.6%	12.8%	8.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 估值分析

预计公司 2020-2021 年将实现收入 27.62 亿元、37.18 亿元，预计将实现归母净利润 3.27 亿元、5.06 亿元。考虑公司与国寿业务整合处于初期，投入较大，我们认为对公司采用 PS 估值更为合理。参考可比公司估值，四家可比公司当前市值对应 2020 年收入的平均 P/S 为 12.36。考虑公司有一定比例系统集成业务，但同时蛮牛健康等新业务开始进入实质性落地阶段，综合考虑我们给予公司 12 倍 PS，对应目标估值 331.5 亿元，对应股价 28.80 元/股。

表 4：可比公司估值

公司简称	市值（亿元）	收入（亿元）		P/S	
		2020E	2021E	2020E	2021E
300253.SZ	卫宁健康	416.0	25.58	33.46	16.26

002065.SZ	东华软件	499.1	119.60	146.04	4.17
0241.HK	阿里健康	1,721.2	92.56	161.23	18.60
1833.HK	平安好医生	711.3	68.56	94.73	10.37
平均值				**12.35**	**8.51**

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

1）公司业务整合进度不及预期：国寿目前正在对公司的业务进行梳理和整合。若整合进度不及预期，将影响公司短期业务开展；

2）蛮牛健康推进进度不及预期：蛮牛健康是公司健康管理业务的重要布局，若蛮牛健康推出和推广节奏估计预期，将影响公司相关业务的推进节奏；

3）政策落地不及预期：当前智慧医疗和智慧城市高景气主要得益于政策驱动，若政策落地不及预期，将对公司业务拓展造成一定影响；

4）人才引进进度不及预期：公司前期人员流动较大，若次轮发展过程中，人才引进节奏不及预期，将对公司业务开展造成影响；

5）历史财务问题：国寿入主前，公司前期存在研发资本化比例高、应收账款/存货高、现金流差、控股股东占用资金等历史财务问题，若该类问题得到完全、妥善的解决，将对公司的业绩造成一定影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,875.43	1,044.89	171.40	220.98	297.44
应收票据及应收账款	1,183.36	1,530.03	1,731.39	2,273.83	2,704.13
预付账款	17.44	12.62	28.65	6.20	39.10
存货	1,266.13	1,142.66	475.91	236.42	70.93
其他	281.47	230.38	319.18	351.49	432.24
流动资产合计	**4,623.84**	**3,960.59**	**2,726.52**	**3,088.93**	**3,543.83**
长期股权投资	60.88	91.18	91.18	91.18	91.18
固定资产	437.06	379.52	396.14	425.75	450.14
在建工程	48.44	41.24	60.74	84.45	80.67
无形资产	596.42	740.37	338.30	352.49	430.46
其他	2,059.01	2,419.97	2,225.02	2,204.08	2,156.62
非流动资产合计	**3,201.81**	**3,672.28**	**3,111.38**	**3,157.95**	**3,209.08**
资产总计	**8,003.88**	**7,820.19**	**5,959.76**	**6,251.11**	**6,757.15**
短期借款	3,112.05	2,635.08	1,057.33	2,068.32	817.15
应付票据及应付账款	442.96	383.02	410.16	141.49	524.43
其他	345.86	368.22	1,139.44	575.13	1,537.57
流动负债合计	**3,900.87**	**3,386.33**	**2,606.93**	**2,784.94**	**2,879.15**
长期借款	494.08	622.35	769.12	689.12	639.12
应付债券	667.05	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	128.75	156.62	142.69	149.65	146.17
非流动负债合计	**1,289.88**	**778.97**	**911.81**	**838.77**	**785.29**
负债合计	**5,190.75**	**4,165.30**	**3,518.73**	**3,623.71**	**3,664.44**
少数股东权益	60.62	22.16	30.12	35.12	45.12
股本	1,031.08	1,099.45	1,150.73	1,150.73	1,150.73
资本公积	262.30	1,098.07	1,098.07	985.47	985.47
留存收益	1,502.69	2,532.30	1,260.16	1,441.54	1,896.85
其他	(43.57)	(1,097.09)	(1,098.07)	(985.47)	(985.47)
股东权益合计	**2,813.13**	**3,654.89**	**2,441.02**	**2,627.40**	**3,092.71**
负债和股东权益总	**8,003.88**	**7,820.19**	**5,959.76**	**6,251.11**	**6,757.15**

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	324.67	225.24	(1,272.13)	326.64	505.89
折旧摊销	180.54	217.50	50.58	63.05	70.59
财务费用	158.95	184.84	270.00	266.00	298.00
投资损失	(54.69)	(55.32)	(80.00)	(55.00)	(55.00)
营运资金变动	(828.95)	(930.52)	1,491.36	(1,238.08)	1,010.92
其它	(14.57)	430.51	8.16	5.20	10.20
经营活动现金流	**(234.04)**	**72.26**	**467.96**	**(632.19)**	**1,840.60**
资本支出	369.29	260.80	(301.44)	123.59	172.66
长期投资	29.05	30.30	0.00	0.00	0.00
其他	(947.39)	(753.80)	389.45	38.45	(287.04)
投资活动现金流	**(549.04)**	**(462.70)**	**88.01**	**162.04**	**(114.38)**
债权融资	4,372.73	3,429.83	1,844.69	2,775.68	1,474.51
股权融资	63.17	531.11	(219.70)	(378.60)	(298.00)
其他	(2,601.26)	(4,404.93)	(3,054.46)	(1,877.36)	(2,826.27)
筹资活动现金流	**1,834.64**	**(443.99)**	**(1,429.46)**	**519.72**	**(1,649.76)**
汇率变动影响	0.00	26.97	26.21	33.78	45.47
现金净增加额	**1,051.56**	**(807.47)**	**(847.28)**	**83.36**	**121.93**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**2,415.48**	**2,204.68**	**2,142.54**	**2,762.22**	**3,717.98**
营业成本	1,484.36	1,223.70	1,679.68	1,418.52	1,844.09
营业税金及附加	10.80	12.56	10.78	13.99	19.57
营业费用	108.19	103.74	145.69	147.17	208.62
管理费用	115.70	374.65	353.52	414.33	557.70
研发费用	110.23	91.77	107.13	126.38	170.26
财务费用	117.70	155.27	270.00	266.00	298.00
资产减值损失	75.08	75.84	945.36	98.10	148.00
公允价值变动收益	(0.03)	0.17	0.20	0.20	0.20
投资净收益	54.69	82.29	106.21	88.78	100.47
其他	(0.13)	(165.02)	(212.81)	(177.97)	(201.35)
营业利润	**338.91**	**249.71**	**(1,263.21)**	**366.70**	**572.42**
营业外收入	28.76	8.68	(0.30)	9.50	12.80
营业外支出	0.58	1.82	0.57	0.59	0.59
利润总额	**367.10**	**256.57**	**(1,264.07)**	**375.62**	**584.63**
所得税	42.43	31.33	0.10	43.97	68.74
净利润	**324.67**	**225.24**	**(1,264.17)**	**331.64**	**515.89**
少数股东损益	(1.84)	(6.75)	7.96	5.00	10.00
归属于母公司净利润	**326.51**	**232.00**	**(1,272.13)**	**326.64**	**505.89**
每股收益（元）	0.28	0.20	(1.11)	0.28	0.44

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	16.41%	-8.73%	-2.82%	28.92%	34.60%
营业利润	30.73%	-26.32%	-605.86%	-129.03%	56.10%
归属于母公司净利润	37.03%	-28.95%	-648.34%	-125.68%	54.88%
获利能力					
毛利率	38.55%	44.50%	21.60%	48.65%	50.40%
净利率	13.52%	10.52%	-59.38%	11.83%	13.61%
ROE	11.86%	6.39%	-52.77%	12.60%	16.60%
ROIC	14.19%	8.72%	-23.25%	20.37%	19.41%
偿债能力					
资产负债率	64.85%	53.26%	59.04%	57.97%	54.23%
净负债率	88.77%	65.25%	68.55%	97.23%	38.06%
流动比率	1.23	1.22	1.09	1.11	1.23
速动比率	0.91	0.89	0.91	1.03	1.21
营运能力					
应收账款周转率	2.42	1.63	1.31	1.38	1.49
存货周转率	2.10	1.83	2.65	7.76	24.19
总资产周转率	0.34	0.28	0.31	0.45	0.57
每股指标（元）					
每股收益	0.28	0.20	-1.11	0.28	0.44
每股经营现金流	-0.20	0.06	0.41	-0.55	1.60
每股净资产	2.39	3.15	2.10	2.25	2.65
估值比率					
市盈率	75.63	106.43	-19.37	75.43	48.70
市净率	8.97	6.80	10.22	9.50	8.08
EV/EBITDA	17.94	19.72	-26.49	37.37	26.23
EV/EBIT	22.52	28.10	-25.14	41.10	28.36

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。
天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com