

万达信息 (300168): 智慧城市业务稳健, “保险+科技” 助力起航

2020年04月26日

推荐/首次

万达信息 公司报告

摘要:

智慧城市稳定推进, 互联网+城市服务取得新进展。

根据 IDC 预测, 至 2023 年中国智慧城市技术支出规模将突破四百亿美元, 年增速持续稳定在 15% 左右, 市场空间巨大。新冠病毒疫情暴露的社会治理、应急能力的短板展现未来智慧城市发展的空间和投资增长的潜力所在。依托“3+1+N”的新型智慧城市战略, 万达信息在一、二线城市的成功经验和运营技术将助力公司加快推进区域一体化及在全国的推广工作。

三医领域优势突出, 公司迈入互联网+医疗健康快车道。

医保局三保合一、DRGs 医疗改革带动医疗信息化行业景气, 公司深度参与“三医联动”、分级诊疗、医联体等建设将受益于景气度提升。大数据和人工智能在慢性病管理、病理分析、疫情防控等方面的应用突破概念进入实践阶段, 公司实践项目上海健康云平台用户突破千万, 标志着公司迈入互联网+医疗健康的快车道。

中国人寿入主万达信息, 携手打造“金融+科技”生态圈。

中国人寿入主万达信息, 新型管理模式将弥补公司治理短板, 开源节流, 降杠杆化风险, 固本培元。双方深入“保险+科技”合作, 充分利用万达信息的海量信息和科技实力, 在健康险产品研发、疾病筛查、智能风控、智能理赔、智能核保、医药管理等方面深入挖掘, 打造生态健康管理平台。预计与国寿合作将给公司业务带来巨大增量空间。

公司盈利预测及投资评级: 我们预计公司 19/20/21 年的营收分别为 21.43 亿、26.78 亿、33.74 亿, 归母净利润分别为 -12.72 亿、2.99 亿、4.01 亿, EPS 分别为 -1.16 元、0.27 元、0.36 元, 目前股价对应的 PE 为 / 倍、86 倍和 64.13 倍。我们看好公司未来发展, 首次推荐, 给予“推荐”评级。

风险提示: 行业政策出现重大变化; 公司运营效率能否持续提升存在不确定性; 公司与中国人寿协同不及预期的风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,415.48	2,204.68	2,142.51	2,678.14	3,374.45
增长率 (%)	16.41%	-8.73%	-2.82%	25.00%	26.00%
归母净利润 (百万)	326.51	232.00	(1,272.1)	299.24	401.29
增长率 (%)	37.03%	-28.95%	-648.33%	-123.52%	34.11%
净资产收益率 (%)	11.86%	6.39%	-42.83%	9.57%	12.03%
每股收益 (元)	0.32	0.22	(1.16)	0.27	0.36
PE	73.89	106.90	(20.23)	86.00	64.13
PB	8.77	7.08	8.66	8.23	7.72

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

万达信息成立于 1995 年 12 月, 前身是上海计算机研究所, 业务领域涵盖卫生健康、民生保障、平安城市、企业服务、电子政务, 以及智慧城市公共平台的建设与运营。作为“国家规划布局内重点软件企业”, 万达信息拥有国际一流的专业资质, 是全国首家整体通过 CMMI5 认证企业, 承担了多个国家核高基专项课题, 拥有各行业独立自主知识产权软件。

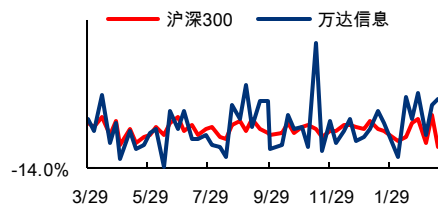
未来 6 个月重大事项提示:

无

交易数据

52 周股价区间 (元)	8.53-24.60
总市值 (亿元)	275
流通市值 (亿元)	273
总股本/流通 A 股 (万股)	117300/116500
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.7090

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 王健辉

010-66554035

wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050004

研究助理: 魏宗

010-66554080

目录

1. 国内智慧城市行业领军企业	4
1.1 公司基本情况	4
1.2 中国人寿成为实控人，开启科技国寿战略	5
1.3 短期业绩波动，期待重整上路	6
2. 依托电子政务科技平台，打造智慧城市大脑	7
2.1 电子政务兴起，消除信息孤岛	7
2.2 科教文化领域助力智慧城市	9
2.3 智慧城市支出稳定增长，龙头效应凸显	9
2.4 市民云运营成效显著，加快推进区域一体化	10
3. 三医领域优势突出，公司迈入互联网+医疗健康快车道	11
3.1 互联网+医疗健康凸显优势	11
3.2 健康管理创新成果累累	11
3.3 市场份额增长快，客户覆盖范围广	12
4. 中国人寿入主万达信息，携手打造“金融+科技”生态圈	12
4.1 手握海量医疗数据，共拓健康险万亿市场	12
4.2 弥补管理短板，协同成果初显	13
4.3 双方优势互补，深入“保险+科技”合作	14
4.4 与国寿合作公司业务增量预测	15
5. 公司盈利预测及投资评级	15
6. 风险提示	16

表格目录

表 1: 万达信息主营业务介绍	4
表 2: 万达信息政务管理与服务领域行业系统产品介绍	8
表 3: 万达信息各地标杆性示范项目	12
表 4: 万达信息和中国人寿业务协同成果	14
表 5: 与国寿合作公司增量业务预测	15

插图目录

图 1: 公司发展历程	错误!未定义书签。
图 2: 国寿成为实控人后万达信息的股权结构	5
图 3: 2013-2019E 年公司营收及增速 (单位: 百万元)	5
图 4: 公司归母净利润及其增速 (单位: 百万元)	错误!未定义书签。
图 5: 2014-2018 年研发支出及占比 (单位: 百万元)	5
图 6: 2014-2018 年三大期间费用占比	6
图 7: 2014-2018 年公司毛利 (单位: 百万元)	7
图 8: 造成政务信息孤岛的原因	7
图 9: 万达信息智慧城市——一网通办	9
图 10: 万达信息智慧城市——一网统管	9
图 11: 万达信息智慧城市——智慧教育	9
图 12: 万达信息智慧城市——文化旅游	9
图 13: 2018-2023 年中国智慧城市支出规模预测	10
图 14: 智慧城市业务占比高	10
图 15: 万达信息市民云平台	10
图 16: 国内首家 O2O 健康管理服务——万达全程健康门诊部	12
图 17: 中国商业健康险保费收入及增速	13
图 18: 新《健康保险管理办法》鼓励健康险和健康管理服务相结	13
图 19: 万达信息的健康管理六层架构	16
图 20: 保险领域万达信息与中国人寿的深度融合	1 错误!未定义书签。

民生保障	<ul style="list-style-type: none"> • 人社部和民政部等国家平台建设 • 互联网+民生：智慧养老、智慧环保、智慧教育
智慧城市	<ul style="list-style-type: none"> • 市民云：一站式城市服务平台，覆盖人口一亿人，注册人口近 2000 万 • 一网通办：一体化政务服务，覆盖上海、长三角、海口、大连、滨州等省市
平安城市	<ul style="list-style-type: none"> • 智慧交通、智慧监控、突发预警等城市运营常态化管理

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在中国人寿的大力支持下，万达信息将进入转型升级新时代，通过将互联网、云计算、大数据与人工智能等新一代信息技术与各行业充分融合，成为“智慧中国”与“健康中国”的践行者。

1.2 中国人寿成为实控人，开启科技国寿战略

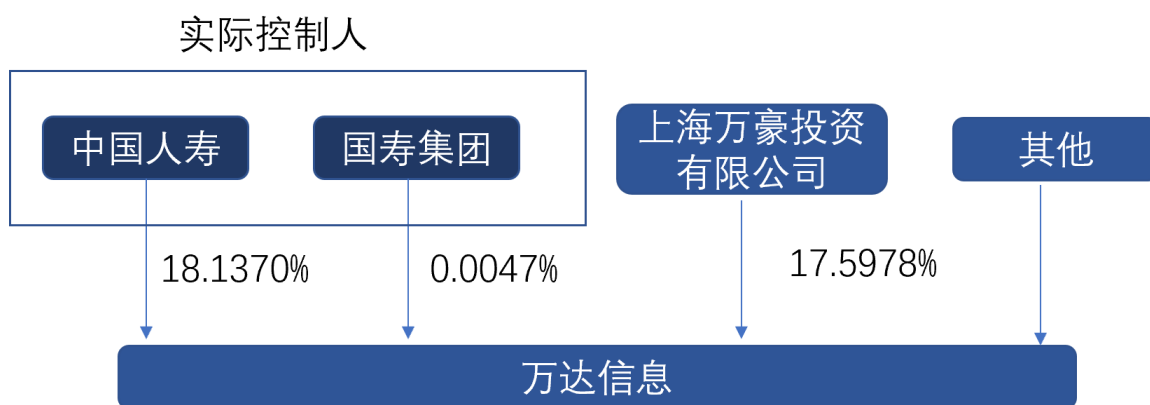
中国人寿通过如下步骤逐渐成为万达信息的第一大股东与实控人：

- 2018 年 11 月中国人寿通过纾困基金受让 5% 股权；
- 2019 年 4 月国寿增持到 8.99%，预期实现保险+科技整合；
- 2019 年 6 月增持到 15.02%，国寿变更为第一大股东，预期实现医疗健康和智慧城市两大业务协同；
- 2020 年 1 月受让其控股子公司国寿资产持有的股票，至此中国人寿持有 18.1370% 股权。

万达信息和中国人寿之间有较强互补性和协同性，两者结合有望打造“保险+科技”的组合。万达信息的技术能力在医疗健康领域与国寿的业务资源进行整合，在智慧城市领域与国寿服务政府经验进行整合，将提升双方的综合竞争实力。

更深一层地，万达信息与国寿合作将促进“保险+健康医疗”体系的完善。一方面，通过提供健康医疗服务扩大客户覆盖面，将健康人群也纳入服务范围；另一方面，通过技术能力对方等审核控制，对健康人群进行病前保健来控制医疗开支。

图2：国寿成为实控人后万达信息的股权结构

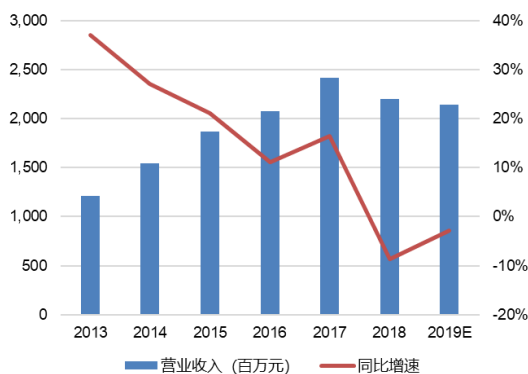


资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.3 短期业绩波动，期待重整上路

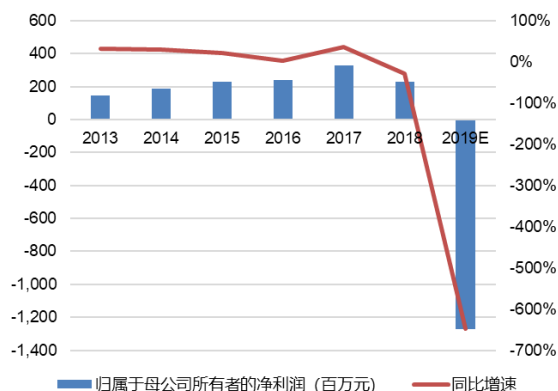
受国内经济增速下行，软件及信息技术行业竞争加剧，叠加公司内部出现非常规的经营风险，管理层频繁调整，原第一大股东资金占用，现金流阶段性紧张等因素综合影响，业绩出现较大幅度下滑，归属于上市公司股东的净利润出现亏损。2019年公司计提存货跌价准备约7.18亿元，营业成本同比增加约4.56亿元，无形资产摊销和项目前期投入费用增加，管理费用增加1.72亿元。公司实现营业总收入214,254.12万元，比上年同期下降2.82%；归属于上市公司股东的净利润-127,213.18万元，比上年同期下降648.33%。

图3：2013-2019E年公司营收及增速（单位：百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

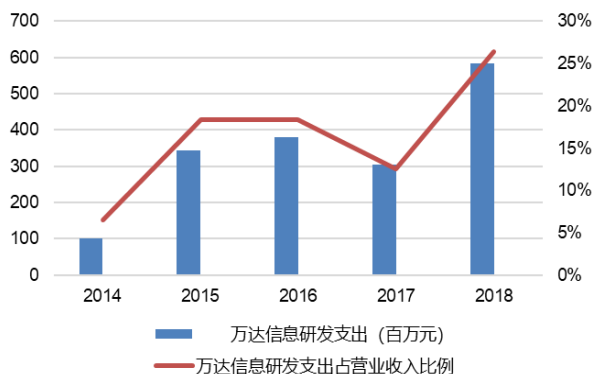
图4：公司归母净利润及其增速（单位：百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

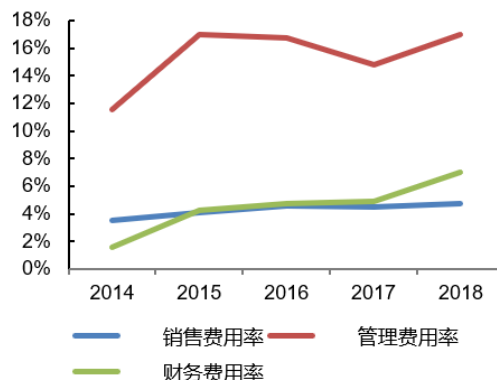
2014-2018年五年期间总体来看，公司研发支出呈上升趋势，2018年最高达26.46%；销售费用率、管理费用率均呈上升趋势，管理费用率一直保持在11%以上，远远高于销售费用率和财务费用率；毛利率均保持在35%以上水平。

图5：2014-2018年研发支出及占比（单位：百万元）



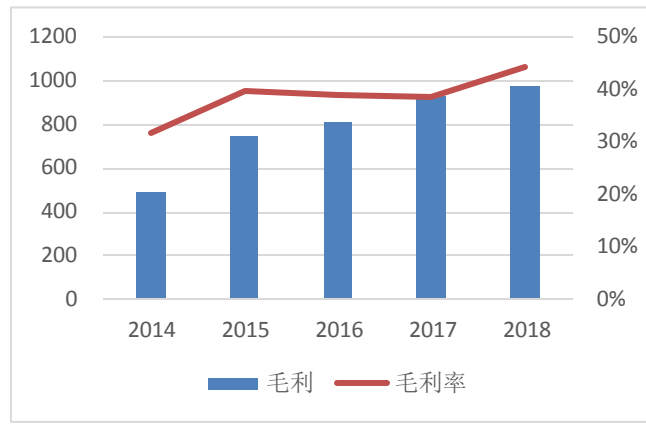
资料来源：wind，东兴证券研究所

图6：2014-2018年三大期间费用占比



资料来源：wind，东兴证券研究所

图7：2014-2018年公司毛利（单位：百万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

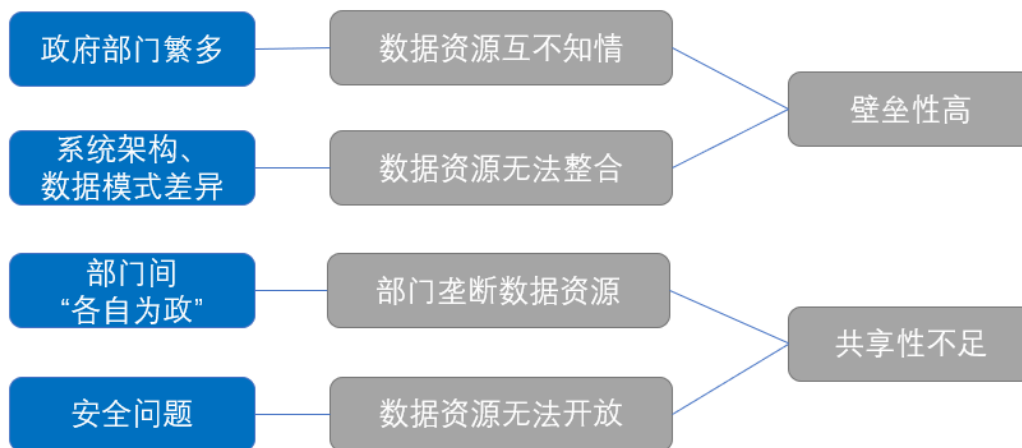
2. 依托电子政务科技平台，打造智慧城市大脑

2.1 电子政务兴起，消除信息孤岛

所谓政务服务中的“信息孤岛”一般是指各个政府部门的信息来源彼此独立、信息平台相互排斥、信息处理难以关联互助、信息运用不能互换共享的信息壁垒和信息堵塞现象。

2017 年底，中央网信办、国家发展改革委会同有关部门联合印发《关于开展国家电子政务综合试点的通知》，要求试点地区要在建立统筹推进机制、提高基础设施集约化水平、促进政务信息资源共享。推进“互联网+政务服务”，促进部门间信息共享，是深化简政放权、放管结合、优化服务改革的重要内容，明确要求进一步推动部门间政务服务相互衔接，协同联动，打破信息孤岛。

图7：造成政务信息孤岛的原因



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

“互联网+政务服务”就是通过利用现代互联网科技对传统政务服务模式进行优化改造，打通政府部门之间的信息壁垒和信息孤岛而生成全新政务服务模式的动态过程。

经过近 20 年在城市信息化领域的实践和积累，万达信息已经形成了以电子政务为核心的城市信息化技术体系架构。万达信息公司自 1997 年起涉足电子政务业务领域，成功开拓了电子政务、社会保障、公共服务、电子信息等领域，并承担了一系列投资额逾亿、社会影响深远的城市信息化建设工程，许多系统建成后业务规模和深度应用达到了国内同类型系统之最，技术水平也达到了国际最新水准。

表2：万达信息政务管理与服务领域行业系统产品介绍

行业系统 产品	产品定位	简介	产品策略
一网通办	最强政务大脑	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，再造政务服务流程	纵横全覆盖、事项全口径、内容全方位、服务全渠道
一网统管	城市运行精细化管理智能大脑	对城市管理和要素，基于“一套机制”、纳入“一张网格”、运用“一个平台”进行统筹管理	进一网，能统管，实现一云汇数据、一网治全城、一屏观天下
平安城市	平安社法治治、平安生产生活	通过对云计算、区块链、泛感知等技术的研究和运用，形成了平安城市业务支撑平台、大数据平台、视频平台和指挥平台等核心平台	协助各级政府实现平安社区、平安法治、平安出行、安全生产
电子政务	云计算的综合政务应用	针对政府业务的全过程环节，提供跨越式和创新式的支撑，使得政府工作人员的工作更高效，同时政府业务办理更加阳光透明	通过技术手段和管理手段深入感知、信息交换、流程整合、智能运算
市场监管	跨部门数据共享、协同化综合监管	以资源整合、业务融合、职能拓展需求为导向，实现工商市场主体监管、食品药品安全、质量技术监督的整体合力	打造跨部门信息共享的法人信息应用多部门业务协同的市场主体协同的监管应用
政务资源	政务信息共享与应用	完成对政务资源的梳理，架构政府信息资源目录体系，汇聚和发布各部门信息资源目录	建设数据源权威、时效性强的政务资源库
信用公示	建设社会信用体系	全面完善市场主体信用信息体系	最规范信用数据指标体系，最先进信息化技术发展趋势，最权威数据综合利用体系
智慧环保	环保行业物联网大数据应用的先行者	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。	大数据分析，智慧监管，科学管控，精细化管理；对企业进行环保行为信用评价
智慧科技	打造服务于民族科技创新生态系统	针对科技服务数据整合、交互式服务、发展趋势预测等需求，建立科技服务业资源共享体系，建设跨领域科技服务与工程创新平台	打造科技创新资源中心，建成科技计划与专项资金项目全过程精细化管理系统
国土资源	全生命周期的资源管理	底层是信息网络与资源构成的基础平台层，中层是满足政务管理、业务监管和综合服务所需要的核心应用，上层则是面向政府、企业和公众三类应用服务对象的国土领域综合性服务渠道	以“一中心、三平台”为核心，实现基础数据的集中管理与共享
智慧交通	通达天地、智者 e 行	为大型公共服务企业与政府交通行政监管部门提供以交通为主的 IT 咨询服务、产品研发、系统集成等多元化多方位的信息化服务	按业务范围细划为交通管理、轨道交通、民航机场和空管、物流和港口四大业务部门，建设全方位、多层次、智能化综合交通体系

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图8：万达信息智慧城市——网通办

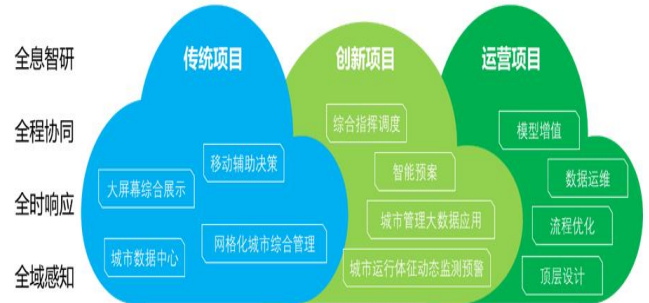
“一网通办：打造最强“政务大脑”！”



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图9：万达信息智慧城市——一网统管

“一网统管”，打造城市运行精细化管理智能大脑



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2.2 科教文化领域助力智慧城市

在智慧教育领域，公司借助信息化再造教育流程。万达信息植根于丰富的教育科研资源，建设教育数据中心、教育资源中心和服务中心，致力于成为最专业、最优秀的教育信息化整体解决方案供应商。围绕市民出生前后起步的早教、K12 阶段的普教、成长过程的职业教育和高等教育以及退休后的老年教育，为每个人建立终身教育的学习档案。

在文化旅游方面，公司以“智慧文化云”技术为核心贯穿应用形成“智慧文化”，在数字图书馆、数字化校园、数字博物馆、数字档案馆等领域形成智慧应用的核心竞争力，同时提供文化创意平台、展览展示设计施工、文化类项目咨询与运营服务等。

图10：万达信息智慧城市——智慧教育



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图11：万达信息智慧城市——文化旅游

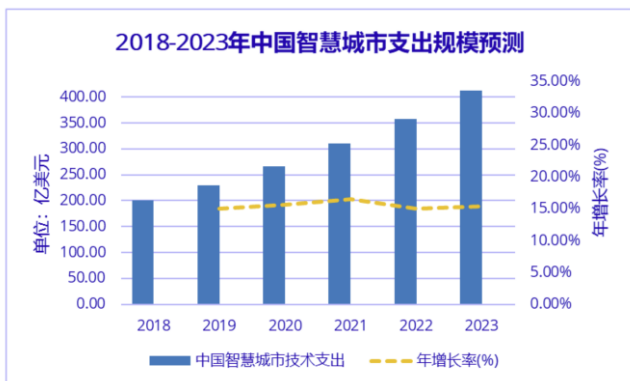


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2.3 智慧城市支出稳定增长，龙头效应凸显

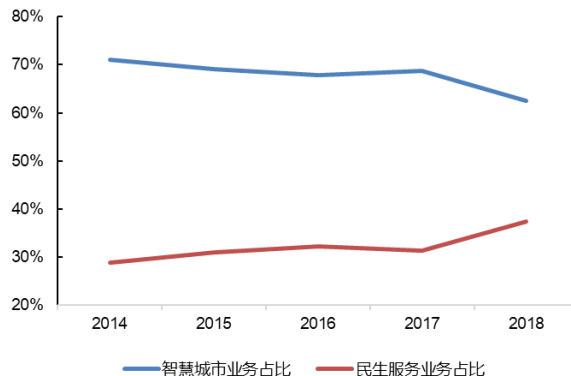
根据 IDC 预测，至 2023 年中国智慧城市技术支出规模将突破四百亿美元，年增速持续稳定在 15% 左右，市场空间巨大。新冠肺炎疫情暴露的社会治理、应急能力的短板展现未来智慧城市发展的空间和投资增长的潜力所在。可以预见可持续基础设施、数据驱动治理以及数字化管理是未来智慧城市投资热点。万达信息在智慧城市领域有多年实践积累，一、二线城市的运营技术逐渐成熟，先发优势可助力其快速占领市场，提高智慧城市业务占比。

图12：2018-2023 年中国智慧城市支出规模预测



资料来源：IDC，东兴证券研究所

图13：智慧城市业务占比高

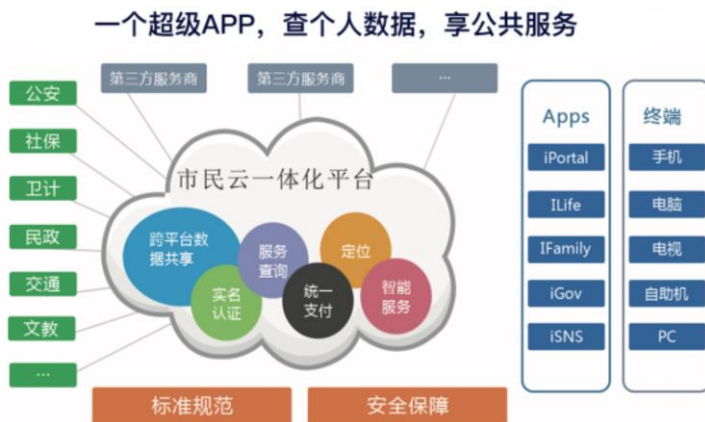


资料来源：wind，东兴证券研究所

2.4 市民云运营成效显著，加快推进区域一体化

万达信息依托“3+1+N”的新型智慧城市战略，自主研发和运营一站式“互联网+城市服务”上海市民云平台，打造智慧城市总入口。在此基础之上推行“一网通办”，运用大数据推进政府职能转变、优化营商环境。上海云平台的建设理念和产品成为城市数字治理的样本，可加快推进区域一体化及全国推广工作。中国人寿的入主将助力资源的整合，打造粤港澳大湾区、长三角地区、京津冀地区三大区域的智慧城市群和国家级区域智慧医疗先行示范区。

图14：万达信息市民云平台



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3. 三医领域优势突出，公司迈入互联网+医疗健康快车道

3.1 互联网+医疗健康凸显优势

医保局三保合一、DRGs 医疗改革带动医疗信息化行业景气，万达信息民生服务围绕三医领域建立全方位的软件和数据平台服务能力，用户基础坚实，能深度参与“三医联动”、分级诊疗、医联体等建设。

公司紧跟前沿技术研究，大数据和人工智能在慢性病管理、病理分析分析等方面的应用突破概念进入实践阶段，公司上海健康云平台开启未来医疗新模式。新冠疫情催生防控新需求，万达信息高效响应，健康云平台用户突破千万，迈入互联网+医疗健康医疗的快车道。

图15：上海健康云运营现状



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3.2 健康管理创新成果累累

在健康服务领域，建成国内首个特大型城市健康管理云——上海健康管理云，以及国内首家 O2O 健康管理服务——万达全程健康门诊部；在医疗保险领域，完成国内首个实现“事前、事中、事后”全流程医保费用控制的项目——宁波阳光医保、上海医保控费；在医药服务方面，国内首个“询价招标、实时交易、电商物流、交割结算支付”四位一体的药事服务系统——上海药事服务系统；在大数据的研究与服务方面，完成 2015 年科技部 863 重大项目“生物大数据开发与利用关键技术研究”（课题名称“面向重大疾病的中西医大数据分析与应用技术研究”和“基于区域医疗与健康大数据处理分析与应用研究”）。

3.3 市场份额增长快，客户覆盖范围广

国家卫生信息共享技术及应用工程技术研究中心的数据显示，万达区域卫生信息化市场份额平均年增长率超过 70%。承建的区域平台系统信息规模最大，所承建系统所服务的对象近 3 亿人口。目前万达的客户已经覆盖华东、华南、华中、西部、华北共计 14 个省、40 个地市以及 100 多个区县，其中包含了广州、成都、武汉、西安等特大型城市，累计经济效益超过 10 亿元。

表3：万达信息各地标杆性示范项目

范围	代表项目或城市
全国范围	上海医联工程、上海健康信息网工程、湖南、贵州、江西
华东地区	上海、宁波、无锡
华南地区	广州、佛山
华中地区	武汉、湖南
西部地区	成都
北方地区	鄂尔多斯
特大型城市	上海、广州、成都、武汉、西安
技术上	广州
业务上	佛山

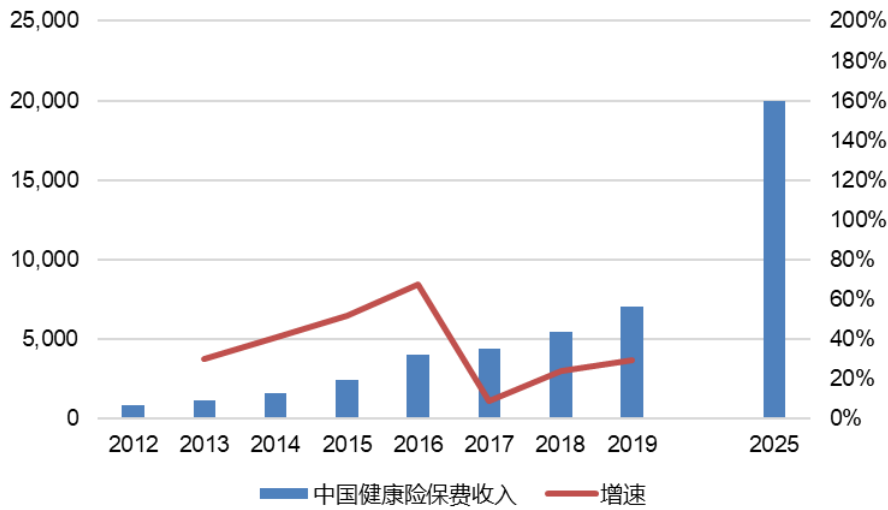
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

4. 中国人寿入主万达信息，携手打造“金融+科技”生态圈

4.1 手握海量医疗数据，共拓健康险万亿市场

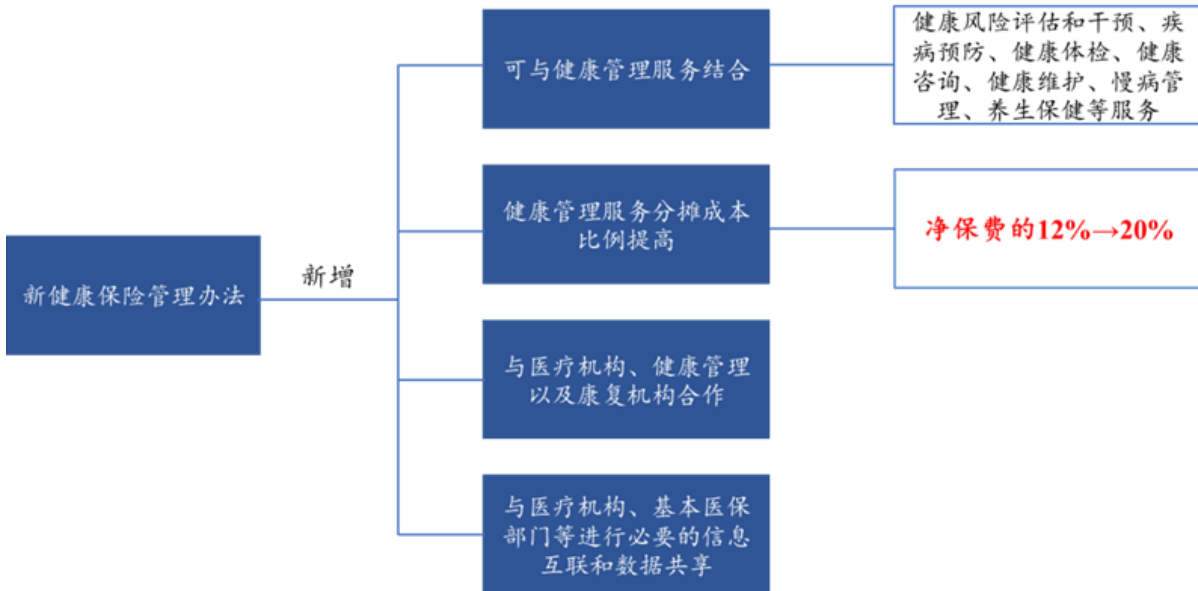
根据银保监会的统计，自 2012 年来，我国健康险快速发展，保费收入年复合增长率达到 35%，2019 年达到 7066 亿元，但相比发达国家仍有一定差距。鉴于人口老龄化、医保体系的改革推进，2019 年 1 月，由银保监会牵头制定《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，提出促进商业保险的多项举措，明确指出要完善健康保险产品和服务，力争到 2025 年，健康险市场规模超过 2 万亿元，健康险万亿市场待开拓。2019 年 10 月 31 日，银保监会正式发布新修订的《健康保险管理办法》，新办法将于 2019 年 12 月 1 日正式实施。其中规定，健康保险产品提供健康管理服务，其分摊的成本不得超过净保险费的 20%。此次《健康保险管理办法》落地代表着风口已经到来，进一步肯定了健康险在我国多层次医疗保障体系的重要地位。

图16：中国商业健康险保费收入及增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图17：新《健康保险管理办法》鼓励健康险和健康管理服务相结合



资料来源：中国银行保险监督管理委员会官网，东兴证券研究所

4.2 弥补管理短板，协同成果初显

中国人寿入主万达信息，利用丰富的公司治理手段和市场经验弥补万达信息的管理短板，开源节流，降杠杆化风险，固本培元。通过新一届管理层对公司战略和业务的梳理，万达信息和中国人寿持续深化资源共享，在巩固原有业务板块之上整合创新，二者短时间在商保、健康管理等方面取得的合作成果彰显双方坚实的互信关系和合作机制。

表4：万达信息和中国人寿业务协同成果

协同成果	内容
研发中心采购招标	● 国寿研发中心组织的2020年、2021年现场技术服务采购项目、桌面支持现场服务人员采购项目，已确定万达信息为中标支持机构。
积极推动深度合作	● 签署《中国人寿保险股份有限公司江苏省分公司与万达信息股份有限公司合作框架协议》，充分发挥江苏省分公司良好的客户基础与万达信息良好的市场口碑和技术积累，共同推进市场开拓。。
全面支持飞行检查	● 万达信息派出信息技术和医疗审核的技术人员14个批次共计200人，全面支持中国人寿配合国家医保局飞行检查的工作任务。
稳步推进项目落地	● 完成山西太原国寿智能审核项目、枝江医保智能监控系统建设项目、石家庄市医疗保险局长护险项目的落地与合作。
开拓健康险创新模式	● “肺安宝”登陆上海市“一网通办”移动端“随申办市民云”APP，以政府背书及在线流量推动国寿健康险的推广，上海市民可使用职工医保个人账户历年结余资金放心投保，上线至今半个月来已成交600单。
商保理赔项目落地	● 双方已在上海金山医院、徐汇区中心医院落地商保直付；在海口市人民医院、海口市三院开展线上快赔模式合作试点。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.3 双方优势互补，深入“保险+科技”合作

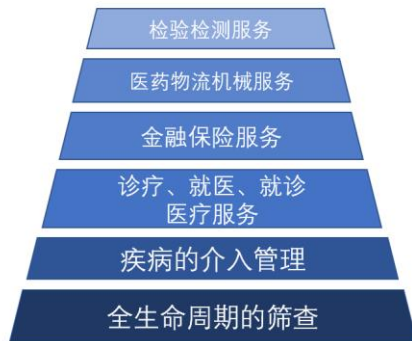
保险业务具备渠道和数据优势，助推健康管理业务发展。一方面保险自身需要采购健康管理服务增强保险附加值，来提升获客能力，另外保险公司客户数量多，相应的客户数据规模也会很庞大，可以为技术开发提供底层数据支持。

在健康险市场，万达信息凭借自身数据和技术优势，可参与产品设计、营销活动、保费收入、风险控制和理赔流程等方面。在产品设计方面，通过技术和大数据，开发满足客户需求的多样化健康险产品；在营销活动方面，通过创新的技术手段，实现健康险产品的销售模式升级；在赔付成本方面，通过技术和数据对核保过程进行风控，健康管理产品降低客户患病风险，降低赔付率；在核赔流程方面，参与建设商报理赔直付和快付平台，降低赔付流程的成本。同时，由于赔付效率提高，患者购买其健康险的积极性提高，有利于增加保费收入。

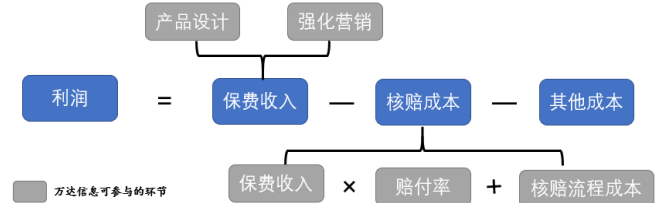
中国人寿计划将毛保费的13%、净保费的20%用于健康管理。万达信息深耕医疗信息化二十多年，已实现5亿多人健康档案的数据化。充分利用万达信息的海量信息和科技实力，公司设计健康管理六层架构，有望在健康险产品研发、疾病筛查、智能风控、智能理赔、智能核保、医药管理等方面深入挖掘，打造生态健康管理平台，服务中国人寿庞大的客户群体。

图18：万达信息的健康管理六层架构

图19：保险领域万达信息与中国人寿的深度融合



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

4.4 与国寿合作公司业务增量预测

公司与国寿合作产生的业务增量将主要来自三个方面：1) 渠道入口，借力国寿渠道，提升公司 To C 端应用覆盖率；2) 业务转包，国寿自身及其集团公司信息化业务转为公司承包；3) 科技支持，为国寿打造健康险提供科技支持，收取相应费用。

渠道入口，公司市民云用户版通过国寿渠道向外推广，已经覆盖了 2.2 亿人（不完全是国寿贡献），如果能够覆盖全部国寿服务用户，预计未来将达到 5 亿人。业务转包，公司中标了 2020 年、2021 年现场技术服务、桌面支持现场服务人员采购项目，总金额达到 3705.36 万元，如果公司及集团成员机构都采购公司项目将带来巨大的增量空间。

重中之重在科技支持方面，2019 年健康险市场规模达到 7066 亿元，2025 年将达到 2 万亿元，稳健考虑如果公司市占率从 10% 提升到 15%，且健康险的 5% 投入到健康管理，公司短期将有 35.33 亿元的增量空间，中长期将达到 150 亿元以上。

表5：与国寿合作公司增量业务预测

增量业务	短期	中长期
渠道入口	2.2 亿人	5 亿人（国寿覆盖人数，2019 年年报数据）
业务转包	>3705.36 万元	36 个分公司、北上研发中心和数据中心，与集团成员机构构建的项目池
科技支持	35.33 亿元	150 亿元

资料来源：公开资料，公司公告，东兴证券研究所

5. 公司盈利预测及投资评级

我们预计公司 19/20/21 年的营收分别为 21.43 亿、26.78 亿、33.74 亿，归母净利润分别为 -12.72 亿、2.99 亿、4.01 亿，EPS 分别为 -1.16 元、0.27 元、0.36 元，目前股价对应的 PE 为 / 倍、86 倍和 64.13 倍。我们看好公司未来发展，首次推荐，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

行业政策出现重大变化；公司运营效率能否持续提升存在不确定性；公司与中国人寿协同不及预期的风险。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合	4802	4148	4498	5108	6551	营业收入	2415	2205	2143	2678	3374
货币资金	1875	1045	1339	1674	2110	营业成本	1484	1224	1680	1540	1957
应收账款	1183	1530	1268	1585	1997	营业税金及附加	11	13	12	15	15
其他应收款	152	169	164	206	259	营业费用	108	104	98	124	145
预付款项	17	13	12	11	10	管理费用	357	375	568	396	472
存货	1266	1143	1501	1266	1609	财务费用	118	155	213	246	287
其他流动资产	118	51	33	186	386	研发费用	0	92	103	107	135
非流动资产	3202	3672	3539	3472	3407	资产减值损失	75.08	75.84	827.00	20.00	20.00
长期股权投资	61	91	91	91	91	公允价值变动	-0.03	0.17	0.00	0.00	0.00
固定资产	437	380	349	319	288	投资净收益	54.69	55.32	45.00	45.00	45.00
无形资产	596	740	696	654	615	加: 其他收益	21.84	26.97	26.00	26.00	26.00
其他非流动	25	25	20	20	20	营业利润	339	250	-1287	300	413
资产总计	8004	7820	8037	8580	9957	营业外收入	28.76	8.68	20.00	30.00	30.00
流动负债合	3901	3386	4271	4665	5840	营业外支出	0.58	1.82	10.00	5.00	5.00
短期借款	3112	2635	3408	3849	4903	利润总额	367	257	-1277	325	438
应付账款	443	383	506	464	590	所得税	42	31	0	32	44
预收款项	19	10	7	3	-3	净利润	325	225	-1277	292	395
一年内到期	100	172	172	172	172	少数股东损益	-2	-7	-5	-7	-7
非流动负债	1290	779	779	779	779	归属母公司净	327	232	-1272	299	401
长期借款	494	622	622	622	622	主要财务比					
应付债券	667	0	0	0	0	率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	5191	4165	5050	5444	6619	成长能力					
少数股东权	61	22	17	10	3	营业收入增长	16.41%	-8.73%	-2.82%	25.00%	26.00%
实收资本(或	1031	1099	1100	1100	1100	营业利润增长	30.73%	-26.32%	-615.54%	-123.30%	37.80%
资本公积	262	1098	1098	1098	1098	归属于母公司	37.03%	-28.95%	-648.33%	-123.52%	34.11%
未分配利润	1117	1288	744	872	1044	获利能力					
归属母公司	2753	3633	2970	3126	3335	毛利率(%)	38.55%	44.50%	21.60%	42.50%	42.00%
负债和所有	8004	7820	8037	8580	9957	净利率(%)	13.44%	10.22%	-59.62%	10.92%	11.69%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2021E	4.76%	4.08%	2.97%	-15.83%	3.49%
经营活动						ROE(%)	11.86%	6.39%	-42.83%	9.57%	12.03%
净利润	-234	72	-159	266	-157	偿债能力					
折旧摊销	325	225	-1277	292	395	资产负债率(%)	65%	53%	63%	63%	66%
财务费用	180.54	217.50	76.04	74.23	72.46	流动比率	1.23	1.22	1.05	1.10	1.12
应收账款减	118	155	213	246	287	速动比率	0.91	0.89	0.70	0.82	0.85
预收账款增	-372	-347	262	-317	-412	营运能力					
投资活动现	2	-9	-3	-4	-5	总资产周转率	0.34	0.28	0.27	0.32	0.36
公允价值变	-549	-463	-707	18	18	应收账款周转	2	2	2	2	2
长期投资减	0	0	0	0	0	应付账款周转	5.99	5.34	4.82	5.52	6.40
投资收益	0	0	7	0	0	每股指标(元)					
筹资活动现	55	55	45	45	45	每股收益(最新	0.32	0.22	-1.16	0.27	0.36
应付债券增	1835	-444	1161	51	575	每股净现金流	1.02	-0.76	0.27	0.30	0.40
长期借款增	667	-667	0	0	0	每股净资产(最	2.67	3.30	2.70	2.84	3.03
普通股增加	114	128	0	0	0	估值比率					
资本公积增	0	68	0	0	0	P/E	73.89	106.90	-20.23	86.00	64.13
现金净增加	-36	836	0	0	0	P/B	8.77	7.08	8.66	8.23	7.72
现金净增加	1052	-834	295	335	435	EV/EBITDA	42.32	45.63	-28.61	46.42	38.07

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

研究助理简介

研究助理：魏宗

中国人民大学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。