

## 乘的医保风，踏的金民浪

2020年06月29日

## 【投资要点】

- ◆ 实力雄厚，打造领先的智慧民生与军民融合服务商。公司依托于中物院国有控股以及与平安进行深度合作，不断在民生和军民融合领域稳固行业地位，公司战略聚焦于医疗医保、数字政务、智慧城市、军民融合四大方向。公司自上市以来，营收和归母净利润都实现高速增长。公司营收从2015年的4.50亿元增长至2019年的10.16亿元，CAGR+22.58%；公司归母净利润从2015年的0.57亿元增长至2019年的1.61亿元，CAGR+29.64%；公司毛利率实现稳步提升，公司毛利率从2015年的43.13%提升至2019年的49.49%。
- ◆ 医保局牵头迎来医保IT建设百亿级市场。2019年国家医保局开始推进国家医疗保障信息平台建设工程，随后各省市地方医保局相继进行医保信息平台建设，2020年青海省开出省级医保信息平台建设第一标，总成交金额达2.66亿元，随着全国统一医保标准体系的推动，我们预计全国医保IT系统的建设将在2020-2021年迎来高潮，基于医保局IT新系统建设有望拉动近百亿级市场。公司通过中标国家医保局项目和地方医保局项目在医保IT领域占据优势地位，有望在医保IT建设中获得业绩的高速增长。此外，随着2021年DRGs的全国落地运用，将随之催生院端和医保端的IT系统建设繁荣，公司凭借医保端的优势地位与院端布局的完善将有望进入到院端DRGs十亿级大市场。
- ◆ 金民工程催生民政信息化50亿市场需求。根据民政信息化一盘棋思想，2018年民政部开始针对金民工程一期核心业务系统进行招投标，我们预计金民工程一期全国推广将在2020-2021年迎来地方民政信息化建设的高潮。按照部省两级部署的要求，地方政府将以省级为中心进行民政信息化建设，以每个省一个多亿的建设费用来看，我们预计随着全国推广，预计将会带动民政信息化约50亿的市场空间。公司目前已中标金民工程一期应用支撑平台开发集成项目，且长期扎根于民生领域，此外公司在湖北、四川、云南、山西、广西、西藏等地区在积极开拓市场，并进行民政项目落地。公司有望受益于金民工程一期推广，持续推进业绩增长。

## 买入（首次）

目标价：38.71元

## 东方财富证券研究所

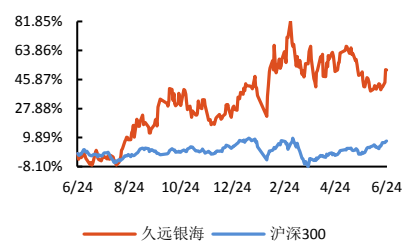
证券分析师：孙诗萌

证书编号：S1160520030001

联系人：马建华

电话：021-23586480

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值（百万元）	9141.24
流通市值（百万元）	7810.72
52周最高/最低（元）	52.75/24.11
52周最高/最低（PE）	70.44/45.13
52周最高/最低（PB）	9.67/5.51
52周涨幅（%）	51.89
52周换手率（%）	267.41

## 相关研究

## 【投资建议】

公司专注于智慧民生和军民融合领域，发力医疗医保、数字政务、智慧城市、军民融合四大战略方向，受益于医保IT系统建设和金民工程推进，公司有望持续保持行业领先地位，获得高增长，看好公司发展及在行业的竞争力。预计公司20/21/22年营业收入分别为12.93/16.62/20.62亿元，归母净利润分别为2.21/2.90/3.70亿元，EPS分别为0.71/0.92/1.18元，对应市盈率分别为41/32/24倍。参考行业平均估值水平和公司历史估值水平，给予2020年55倍PE，对应6个月目标价38.71元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 盈利预测

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1016.38	1292.95	1662.02	2062.35
增长率(%)	17.62	27.21	28.55	24.09
EBITDA（百万元）	224.13	225.94	286.57	372.91
归母净利润（百万元）	161.49	221.47	290.20	370.19
增长率(%)	36.06	37.14	31.04	27.56
EPS(元/股)	0.51	0.71	0.92	1.18
市盈率(P/E)	50.28	41.30	31.52	24.71
市净率(P/B)	7.14	6.31	5.26	4.34
EV/EBITDA	22.30	34.83	25.84	18.33

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 医保IT建设不及预期；
- ◆ 金民工程建设不及预期；
- ◆ 行业竞争加剧风险。

## 正文目录

1. 领先的智慧民生与军民融合服务商 .....	5
1.1. 背靠中物院，牵手平安 .....	5
1.2. 业务战略明晰 .....	6
1.3. 业绩表现亮眼 .....	7
2. 医保信息化建设迎来高潮 .....	9
2.1. DRGs 驱动医保信息化建设 .....	9
2.1.1. 医保基金有“穿底”风险 .....	9
2.1.2. DRGs 有效实现医保控费 .....	11
2.2. 医保局开标直接拉动医保信息化建设 .....	12
3. 全民工程助推民政信息化建设 .....	16
4. 盈利预测与估值 .....	19
4.1 盈利预测 .....	19
4.2 相对估值 .....	21
4.3 绝对估值 .....	21
4.4. 投资建议 .....	22
5. 风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1: 公司股权结构 .....	5
图表 2: 业务概览 .....	6
图表 3: 公司营收 .....	7
图表 4: 分产品营收占比 .....	7
图表 5: 公司归母净利润 .....	7
图表 6: 公司经营现金流 .....	7
图表 7: 公司毛利率与净利率 .....	8
图表 8: 主要产品毛利率 .....	8
图表 9: 公司费率情况 .....	8
图表 10: 公司研发投入及资本化率情况 .....	8
图表 11: 2013-2018 人均可支配收入与人均卫生费用情况 .....	9
图表 12: 2012-2018 年医疗卫生机构诊疗人次数 .....	10
图表 13: 2012-2019 年城乡居民医保基金收入和支出情况 .....	10
图表 14: 医保预付支付方式的分类 .....	11
图表 15: 新农合预付制改革对参保者住院费用的影响 .....	11
图表 16: DRGs 分组路径 .....	12
图表 17: 国家医疗保障信息平台总体架构 .....	13
图表 18: 青海省医疗保障信息平台总体架构 .....	13
图表 19: 全国统一的医疗保障标准化体系进度安排 .....	13
图表 20: 2019-2023 年中国医疗保障 IT 市场预测分析 .....	14
图表 21: 久远银海各地医保局部分中标情况 .....	14
图表 22: DRGs 相关政策 .....	15
图表 23: DRGs 带动的院端和医保端信息化建设市场空间 .....	16
图表 24: 久远银海 DRGs 付费管理应用系统 .....	16

图表 25: 民政信息化相关政策.....	17
图表 26: 金民工程一期民政部信息中心中标项目份额（截至 2020.4.30）.17	17
图表 27: 公司民政信息化业务范围.....	18
图表 28: 金民工程部署与应用模式.....	19
图表 29: 金民工程一期试点进度安排.....	19
图表 30: 公司各项业务营收及增速预测.....	20
图表 31: 盈利预测关键财务数据.....	20
图表 32: 久远银海同行业估值比较（2020-06-23）.....	21
图表 33: 历史 PE（TTM）区间（2020-06-23）.....	21
图表 34: 历史 PB 区间（2020-06-23）.....	21
图表 35: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设.....	21

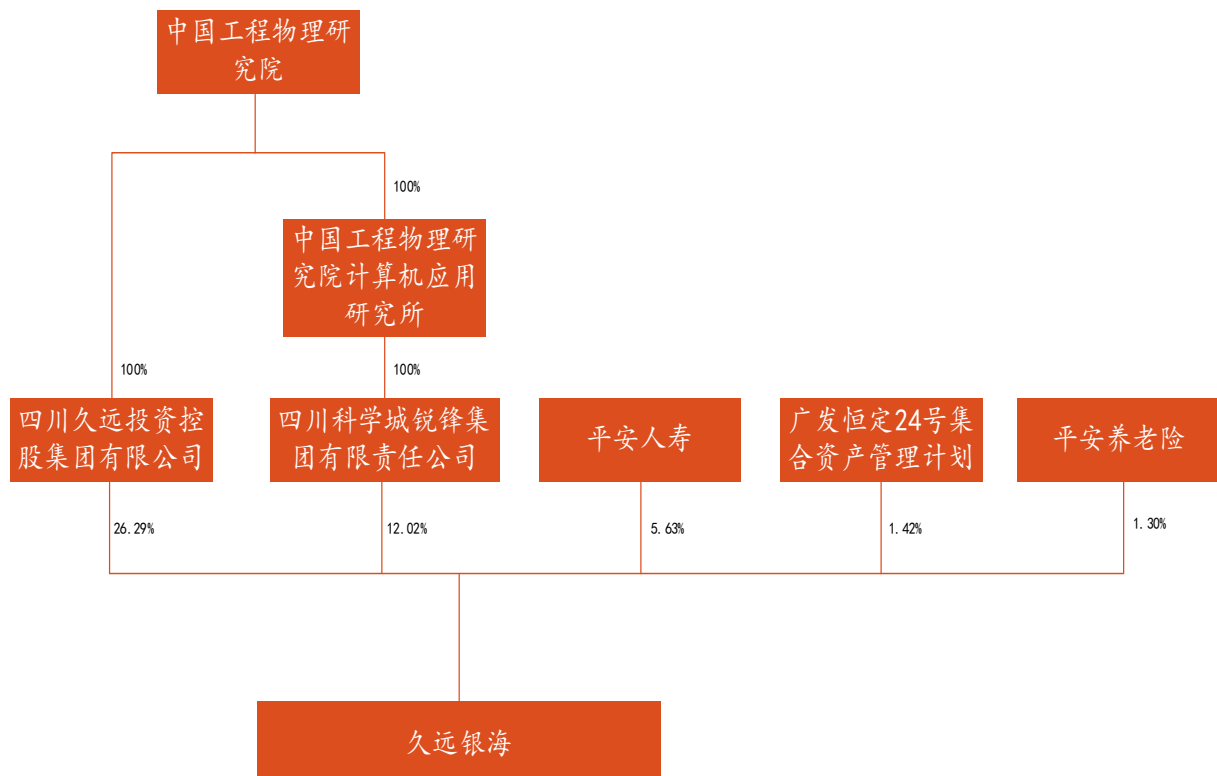
## 1. 领先的智慧民生与军民融合服务商

### 1.1. 背靠中物院，牵手平安

公司发源于国家“两弹一星”的摇篮-中国工程物理研究院，是中物院旗下“军转民”的重点支柱型企业。公司前身为四川银海经济技术有限公司，于2008年更名为四川久远银海软件股份有限公司成立，2015年公司在深交所挂牌上市。公司大股东为四川久远投资控股集团，是中国工程物理研究院独家控股的国资平台，持股比例为26.29%，中物院下属计算机应用研究所控股四川科学城锐锋集团有限公司，持股12.02%，中物院合计持有公司28.31%。

公司从2016年开始，先后与平安系的平安养老、平安保险、平安好房等签署合作协议。公司与平安系在社保、商保的信息化以及智慧房产的信息化等领域进行战略合作。2017年12月，公司受平安医疗健康委托建设甘肃省卫计委人口健康信息平台及电子健康档案系统项目，合同金额383万元。2018年2月公司定增落地，平安人寿、平安部分高管通过广发广发恒定24号集合资管通道（以下简称“平安资管计划”）以及平安养老险成为公司战略股东，根据2019年年报平安人寿持股5.63%，平安资管计划持股1.42%，平安养老险持股1.30%。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

## 1.2. 业务战略明晰

公司目前形成了**医疗医保、数字政务、智慧城市、军民融合**四大业务板块。公司面向政府部门以及行业生态主体，以信息化、大数据应用和云服务，为民生国防赋能。公司市场覆盖全国 24 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。

医疗医保业务围绕**医保、医疗、医药、医养**等健康领域，面向**医保局、卫健委、药监局**以及**医疗机构、医药机构、商保机构**等主体，助力**医保经办、医保便民、医保治理、区域卫生、智慧医院、互联网医疗、健康医疗大数据、药店服务、食药监管、慢病管理、医疗健康云服务**等业务发展。

数字政务业务围绕**人社、民政、住房金融、总工会**等民生领域，面向**人社局、民政局、房管局、公积金管理中心、总工会、人大、政协**等政府部门，以及**互联网企业、金融机构、商保机构、养老机构、培训机构、房地产服务机构**等主体，助力**政府治理体系和治理能力发展，助力信息惠民**。

智慧城市业务围绕城市的**创新发展、建设运营和高效治理**，面向**城市政府及相关主体**，以**城市级平台建设运营和大数据应用**为着力点，全面推进城市的**公共服务、社会管理、生活环境、产业发展、基础设施、信息资源、网络安全**等体系建设，助力**新型智慧城市发展**。

军民融合业务面向**科研院所、军工企业**等国防单位，依托“**平台+应用**”模式，以**大数据、自主可控**等技术的双向转移和转化应用，助力**军民科技创新体系及产业的协同发展**。

图表 2：业务概览

业务板块	业务描述
医疗医保	<p><b>医保</b></p> <p>银海自 1996 年承建绵阳市医保项目以来，已深耕医保信息化 20 余年，形成了完整的、成体系的医保解决方案及产品线，沉淀了深度的医保业务理解能力和丰富的创新实践案例，并于 2016 年承建了国家异地就医结算平台，2018 年中标国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目第 2 包和第 8 包。</p>
	<p><b>医疗</b></p> <p>以健康医疗大数据、人工智能技术为驱动引擎，以区域卫生解决方案赋能医疗卫生全行业综合治理，以智慧医院解决方案赋能医疗机构精细化运营管理。</p>
	<p><b>医药</b></p> <p>按照“医保、医疗、医药”三医联动顶层设计，以公众健康为中心，融合药店服务、食药监管、慢病管理，打造医药管理服务新模式。</p>
数字政务	<p><b>人力资源和社会保障</b></p> <p>融合综合柜员制、“平台+应用”模式的银海新一代人社产品，已相继在全国各地上线，通过创造性的打造“智惠”社会公众、“智享”人社数据、“智能”人社服务、“智控”业务风险四大信息化体系，树立了全国智慧人社新标杆。</p>
	<p><b>民政</b></p> <p>覆盖社会救助、减灾救灾、社会福利、慈善捐赠、养老管理、社会组织、基层/社区、区划地名、婚姻、殡葬、未成年人、工会等民政全业务。已承建了民政部“民生工程一期”应用支撑平台、民政部居民家庭经济状况核对平台等国家级项目。</p>
	<p><b>住房金融</b></p> <p>住房公积金“双贯标”开发商，线上线下一体化。以互联网+、大数据、人工智能的思维及技术为抓手，助力构建现代化全方位的智慧公积金信息体系，公司已经实现了基于“省、市、区、点、端”等多维一体的住房金融架构级产品的落地和推广，整体上实现了行业信息技术从柜台到网络化、从纸质到电子化、从人工到协同化、从传统到智能化的转变！</p>
	<p><b>智慧工会</b></p> <p>有效整合工会内外资源，建立完善职工服务体系，着力构筑工会上下联动、平台线上线下一体化、广大职工需求推动的服务职工新格局。已承建了“湖北省总工会信息化建设一期”基础信息库、工会数据资源管理服务系统、工会会员管理和工</p>



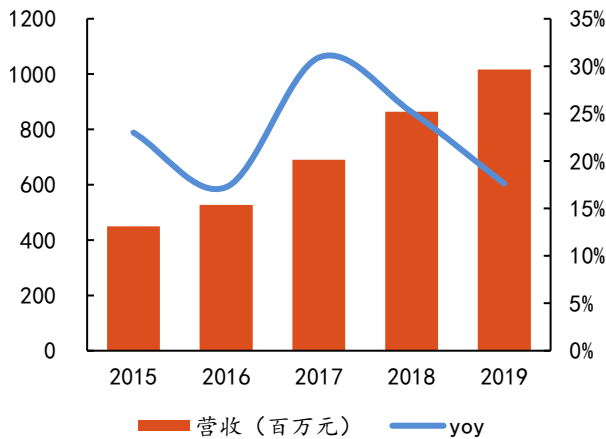
智慧城市	<p>会组织管理相应业务系统等省级项目。</p> <p>以全面实现城市治理体系和治理能力现代化为主线，以“共建、共享、共治、共融、共发展”为策略，综合运用互联网+、大数据、人工智能、物联网等新一代信息技术，全面推进新型智慧城市建设。</p>
军民融合	<p>包括智慧军工、自主可控、融合发展，公司率先在民生和国防领域实现自主可控全国产软硬件平台的落地应用</p>

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

### 1.3. 业绩表现亮眼

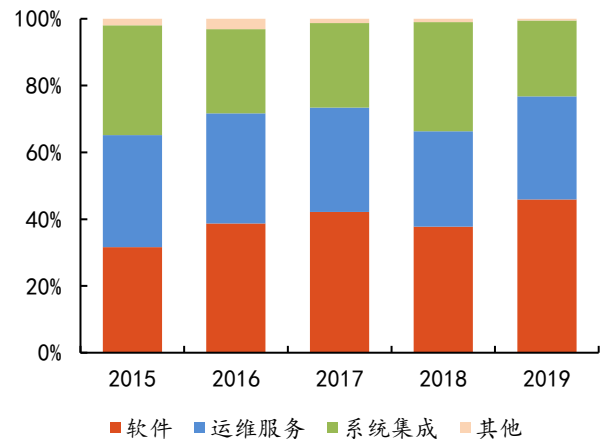
公司自上市以来，营收和归母净利润都实现高速增长。公司营收从 2015 年的 4.50 亿元增长至 2019 年的 10.16 亿元，CAGR+22.58%。分产品来看，公司以软件、运维服务以及系统集成为主要产品，其中公司软件占比逐年提升，由 2015 年的 31.58% 占比提升至 2019 年的 45.91%；公司系统集成产品有所下降，由 2015 年 32.91% 的占比下降到 2019 年的 22.68%。

图表 3：公司营收



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 4：分产品营收占比

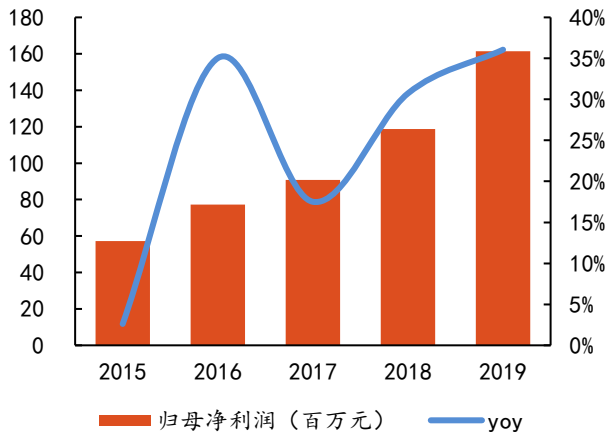


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

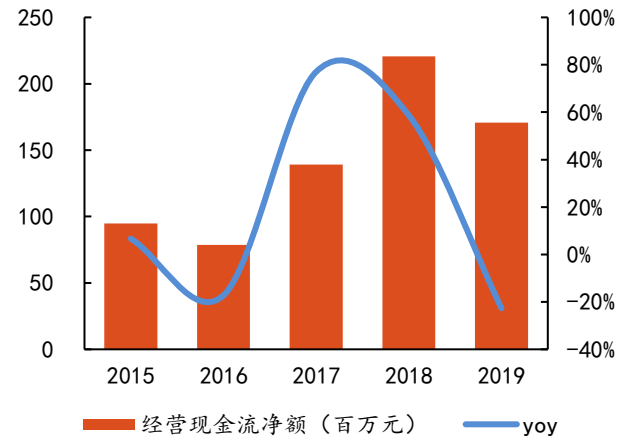
公司归母净利润从 2015 年的 0.57 亿元增长至 2019 年的 1.61 亿元，CAGR+29.64%，公司经营现金流净额从 2015 年的 0.95 亿元增长至 2019 年的 1.71 亿元，经营现金流净额持续高于归母净利润，公司现金流情况较优，2019 年公司经营性现金流同比下降 22.67%，主要是随着规模扩张导致的支付给职工及为职工支付现金增长较大，2019 年公司职工薪酬 2.12 亿元，yoy+27.43%。

图表 5：公司归母净利润

图表 6：公司经营现金流



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

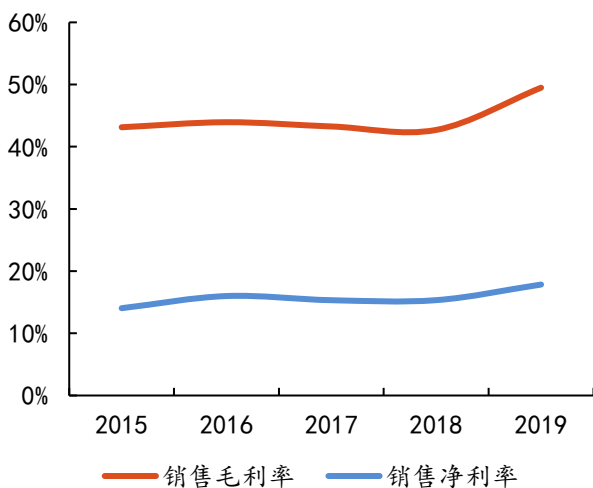


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**公司毛利率与净利率稳步提升。**公司毛利率从 2015 年的 43.13% 提升至 2019 年的 49.49%，分产品来看，公司集成类产品毛利率较低，但毛利率呈现稳步上升的趋势，由 2015 年的 14.10% 提升至 2019 年的 19.08%。公司软件和运维服务毛利率较高，其中运维服务毛利率在 60% 左右，2019 年达 62.61%；软件毛利率在 55% 左右，2019 年达 55.55%，软件和运维服务的营收占比的逐年提升也带动了公司整体毛利率的提升。

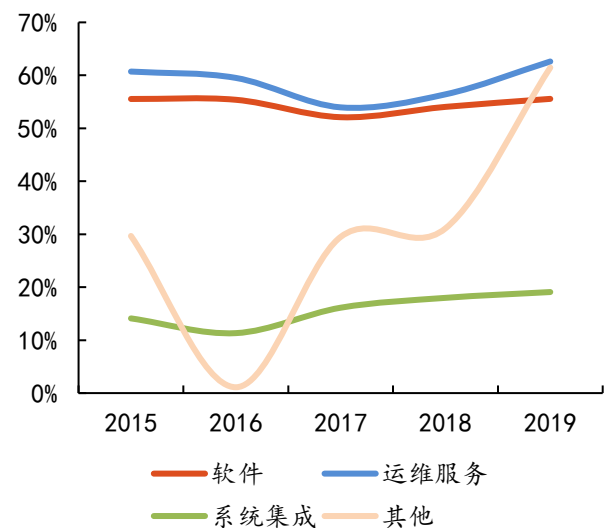
公司净利率从 2015 年的 14.04% 提升至 2019 年的 17.84%。公司管理费用率稳中有降，由 2015 年的 12.16% 下降至 2019 年的 11.03%；公司销售费用率相对将平稳，维持在 9.50% 左右；公司研发费用率则在近两年大幅提升，主要系公司在医卫医疗、人社等领域加大多产品线的研发投入，公司研发费用率从 2015 年的 3.99% 提升至 2019 年的 8.40%，公司 2018 年研发投入 1.13 亿元，比 2017 年大幅提升 77.02%，2019 年研发投入 1.23 亿元，研发资本化比例 27.58%，比 2018 年大幅减少 25.92pct。

图表 7: 公司毛利率与净利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 8: 主要产品毛利率

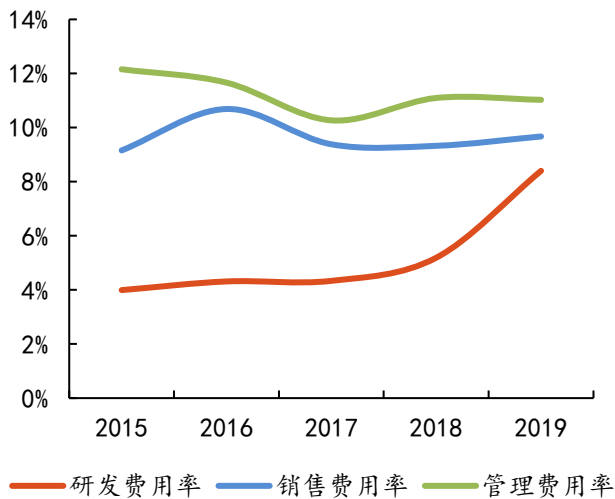


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

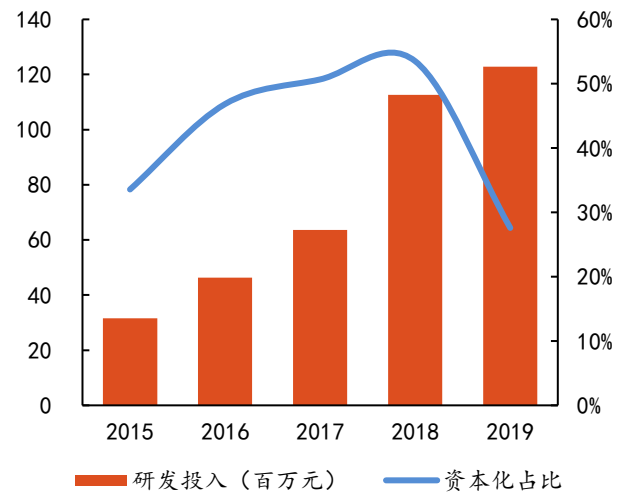
图表 9: 公司费率情况

图表 10: 公司研发投入及资本化率情况





资料来源: Choice, 东方财富证券研究所



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

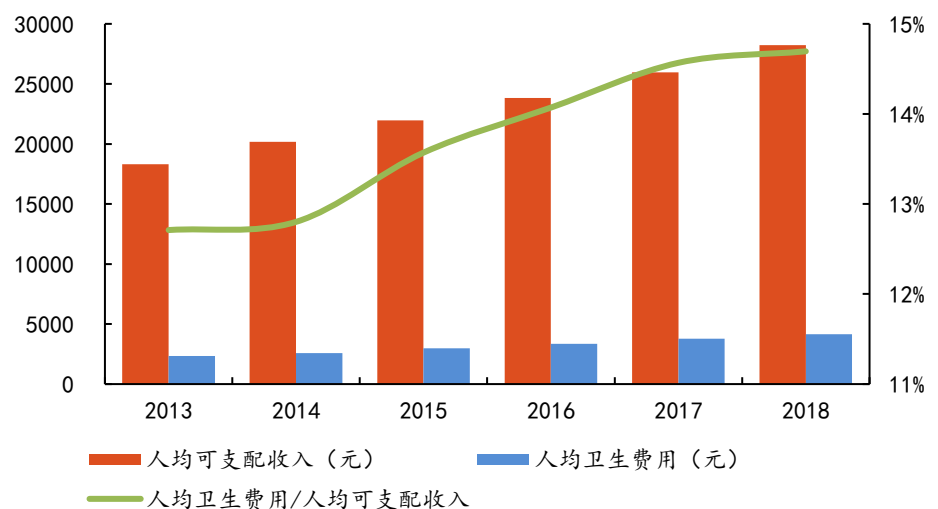
## 2. 医保信息化建设迎来高潮

### 2.1. DRGs 驱动医保信息化建设

#### 2.1.1. 医保基金有“穿底”风险

人均卫生费用相对于人均可支配收入增长较快。人均可支配收入从 2013 年的 18311 元增长到 2018 年的 28228 元，CAGR+9.04%；人均卫生费用从 2013 年的 2327 元增长到 2018 年的 4148 元，CAGR+12.26%；人均卫生费用增长速度高于人均可支配收入增长速度。人均卫生费用占人均可支配收入比重由 2013 年的 12.71% 增长到 2018 年的 14.70%，随着人均费用比重的提升，个人医疗费用的负担有所增加。

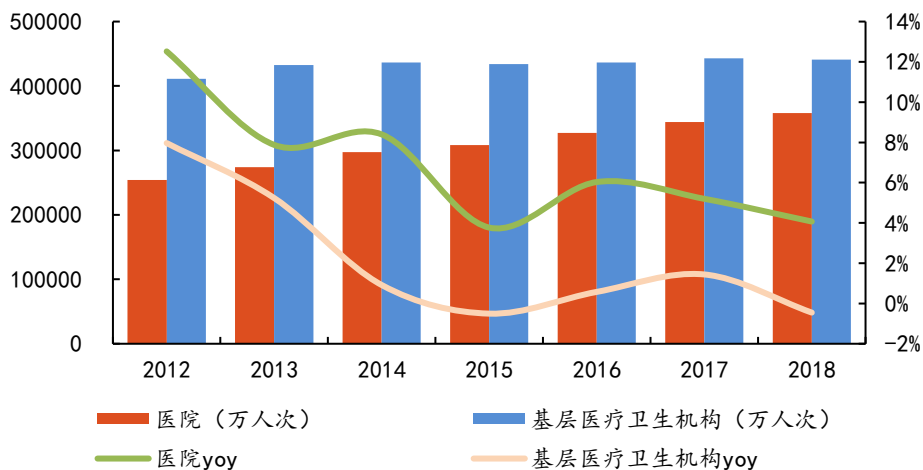
图表 11: 2013-2018 人均可支配收入与人均卫生费用情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

医院就诊服务量逐步攀升，进一步加大医疗费用的支出。医院诊疗人次从2012年的25.42亿人次增长到2018年的35.80亿人次，CAGR+5.87%；基层医疗卫生机构的诊疗人次从2012年的41.09亿人次增长至2018年的44.10亿人次，CAGR+1.19%，其中2015年和2018年呈现负增长，基层医疗卫生机构诊疗人次几乎停滞不前，且有下降的趋势，而医院诊疗人次尽管增速有所下滑，仍在不断提升，这与分级诊疗“首诊在基层”的目标背道而驰，且会增加患者医疗卫生费用的支出。

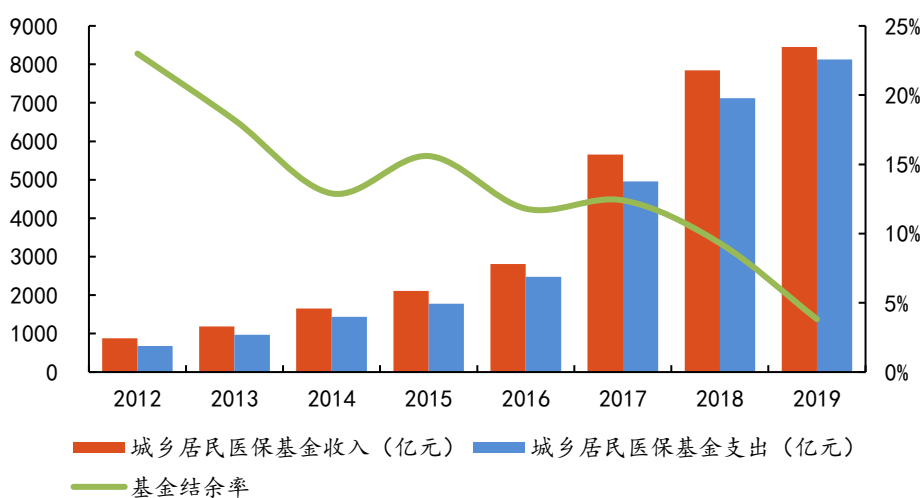
图表 12：2012-2018 年医疗卫生机构诊疗人次数



资料来源：卫健委，东方财富证券研究所

医保基金结余率再创新低。城乡居民医保基金收入从2012年的877亿元增长到2019年的8451亿元，CAGR+38.22%；城乡居民医保基金支出从2012年的675亿元增长到2019年的8128亿元，CAGR+42.69%，医保支出增长大幅高于医保收入增速。基金结余率从2012年的23%下降到2019年的3.82%，2019年由于医保目录扩大、城乡居民医保整合医保待遇提高、医保扶贫力度加大、异地就医更便捷、部分地区医保统筹层次提升等因素，导致2019年基金结余率比上年大幅降低5.48pct，总体上看基金结余率呈下降趋势，医保基金压力增大，存在“穿底”风险。

图表 13：2012-2019 年城乡居民医保基金收入和支出情况



资料来源：医保局，东方财富证券研究所

注：2018年和2019年医保基金收支含新农合基金收支

### 2.1.2. DRGs 有效实现医保控费

医疗保险支付方式根据支付款项的时间来看分为后付制和预付制两种，后付制是指医保机构对医疗机构进行费用偿付的时间在医疗机构提供医疗服务之后，预付制是指在医疗机构提供医疗服务之前，医疗保险机构向医疗机构预支医疗费用，典型的预付制包括总额预付、按人头付费、按病种付费等。

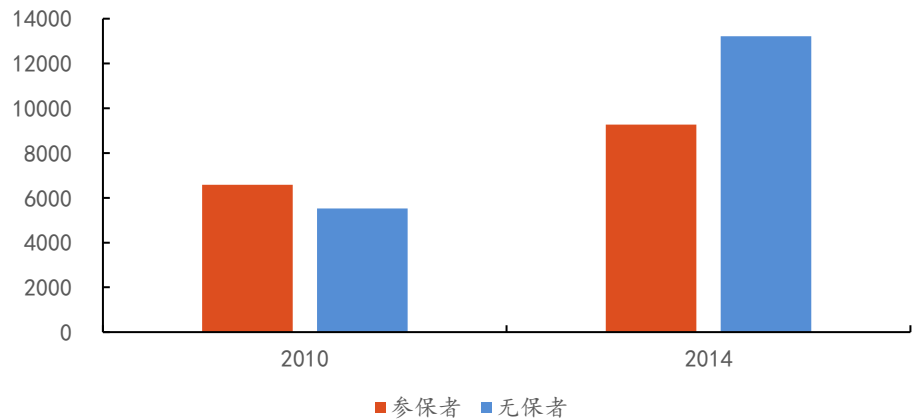
图表 14：医保预付支付方式的分类

预付支付方式	定义	优点	缺点
总额预付	根据预先核算好的费用提前支付	遏制医疗费用的过快增长, 简单易行	服务治理和服务内容不容易控制, 易造成选择患者、推诿患者的情形
按服务单元付费	包括按住院床日、天数、人次实际费用支付	管理简单、有利于医疗机构主动控制成本	会激励医疗机构延长住院时间, 易造成推诿病重患者或减少服务量
按人头付费	在确定的范围内按服务人数支付	费用计算简单易行, 有利于控制成本, 鼓励医疗机构提供预防性服务	管理成本较高, 需要人群特征、健康状况等信息支持
按病种付费	按确定好的病种及病组标准支付, 包括单病种付费和按疾病诊断相关分组付费	操作简单易行、有利于控制病种费用	扩大病种难、覆盖率低, 可能出现人为改变诊断、规避单病种的现象

资料来源：知网，东方财富证券研究所

预付制能抑制医疗机构等医疗服务供方诱导需求，一定程度上减轻了过度医疗的现象，具有较好的控费效果。通过对新农合的预付制改革研究发现，基于 CHARLS 的样本数据, 2010 年参保者比无保者的平均住院费用高 1047 元, 2014 年参保者比无保者的平均住院费用低 3942 元, 新农合预付制改革的前后, 参保者比无保者的平均住院费用减少了 4989 元, 预付制改革具有控费效果。

图表 15：新农合预付制改革对参保者住院费用的影响

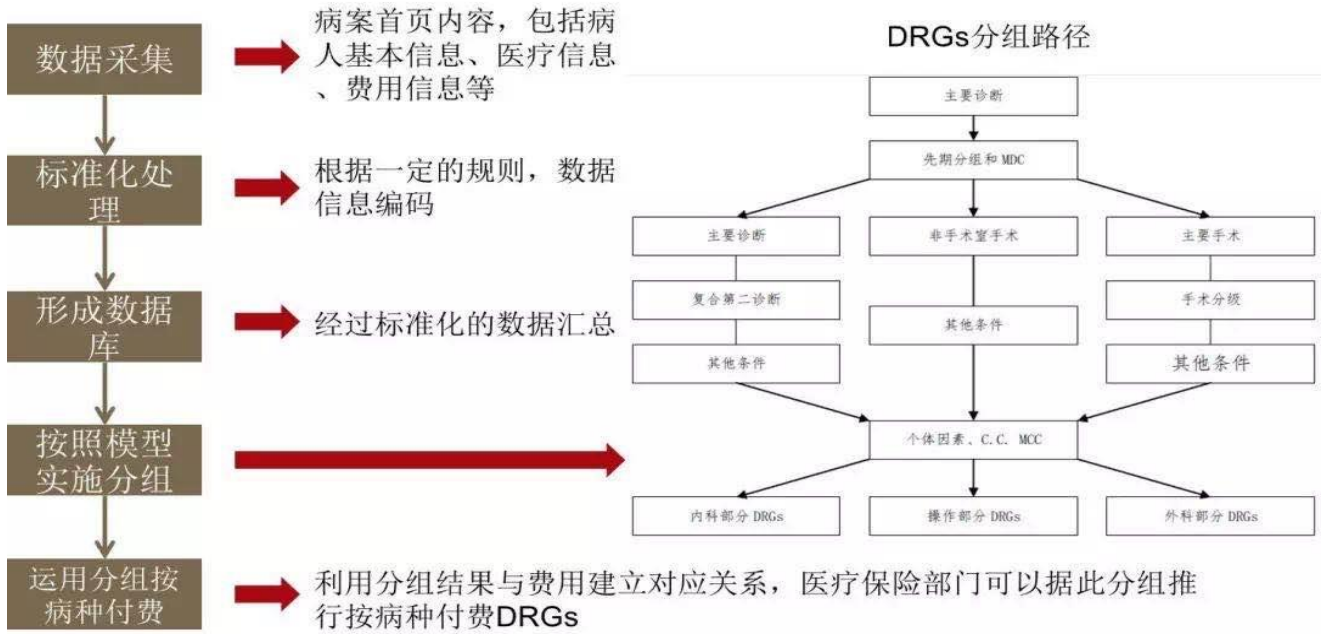


资料来源：知网，东方财富证券研究所

DRGs (Diagnosis Related Groups, 疾病诊断相关组) 即按病种付费是当今世界公认的比较先进的医保控费方式之一。DRGs 是基于所有出院病例和病种, 根据临床处置手段、费用、疾病复杂程度、患者年龄等因素, 将疾病分为若干诊断组, 医院和医保机构经谈判确定各诊断组付费标准, 医保机构根据这个标准向医院支付费用。DRGs 付费模式建立起医保机构和医疗机构之间的风险共担机制, 其目的是达到医-保-患三方共赢, 实现医保控费, 通过 DRG 付费, 医保基金不超支, 使用效率更高效, 对医疗机构和医保患者的管理更精准; 医院方面诊疗行为更规范, 医疗支出得到合理补偿, 医疗技术得到充分发展; 患者能

享受高质量的医疗服务，减轻疾病经济负担，同时结算方式也更加便捷。

图表 16: DRGs 分组路径



资料来源：医有数，东方财富证券研究所

## 2.2. 医保局开标直接拉动医保信息化建设

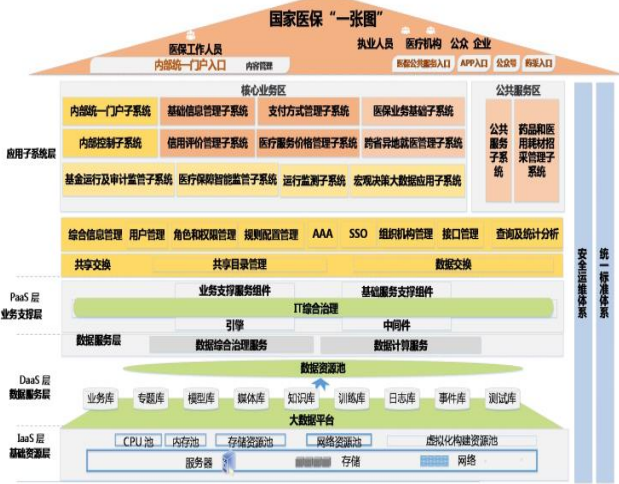
2018年5月31日，国家医保局作为国务院直属机构正式挂牌，国家医保局将人社部的城镇职工和城镇居民基本医疗保险、生育保险职责，卫健委的新型农村合作医疗职责，发改委的药品和医疗服务价格管理职责，民政部的医疗救助职责整合。为加快形成自上而下全国医保信息化“一盘棋”格局，国家医保局明确了“建设一个系统、搭建两级平台、提高三个水平、突出四类应用”的全国医保信息化总体规划和部署。即建设全国统一医保信息系统，搭建国家医保信息平台 and 省级医保信息平台，支撑提高全国医保标准化、智能化和信息化水平，重点推进公共服务、经办管理、智能监管、分析决策四类医保信息化应用。

**医保信息平台建设大潮拉动近百亿级市场。**国家医保局从2019年开始推进国家医疗保障信息平台建设工程，相继开标了国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程总集成和相关服务、机房和通信基础设施、基础云平台建设和集成、业务应用软件、安全软件、数据库、中间件及操作系统技术服务等项目，总成交金额1.21亿元。2020年3月，青海省开出省级医保信息平台建设第一标，项目总共分为15个包，总成交金额2.66亿元。从青海省的医保信息平台建设来看，其采用了国家医疗保障局医疗保障信息平台统一的技术架构，在各业务子系统中也与国家医保局医保信息平台相对应。目前各地省级医保局已相继开展省级医保信息平台建设的筹划工作，部分省份如海南、云南等省份已落地推进医保信息平台建设一期工程。

根据行政区划，除港澳台目前我国省一级医保局有32个（含新疆生产建设兵团），由目前已招标的医保局项目来看，我们假定统一以省一级为总预算，预计每个省依托于医保信息平台建设将会带动2-3个亿左右的医保信息化建设，那么省市级新医保系统建设将带来接近百亿元左右的市场增量。



图表 17：国家医疗保障信息平台总体架构



资料来源：中国政府采购网，东方财富证券研究所

图表 18：青海省医疗保障信息平台总体架构



资料来源：青海省政府采购网，东方财富证券研究所

为加快推进医保信息化建设，形成全国统一的医疗保障标准化体系。2019年6月27日，国家医保局发布《关于印发医疗保障标准化工作指导意见的通知》明确了医保疾病诊断和手术操作、医疗服务项目、医保药品、医保医用耗材4项编码标准，随后9月份医保局《关于印发医疗保障定点医疗机构等信息业务编码规则和方法的通知》明确了医保按病种结算、定点医疗机构、医保医师、医保护士、定点零售药店等10项信息业务编码规则和方法，此外明确了医疗保障基金结算清单，合计完成15项信息业务编码规则和方法。根据前述通知的要求，从2019年10月份将选择部分地区，开展15项编码标准测试应用；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项信息业务标准的落地使用；将在“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。医保局通过建设全国统一的医保信息系统，解决医保数据孤岛问题，催化医保IT市场，有助于医疗大数据的发展，随着全国统一医保标准体系的推动，我们预计全国医保IT系统的建设将在2020-2021年迎来高潮。

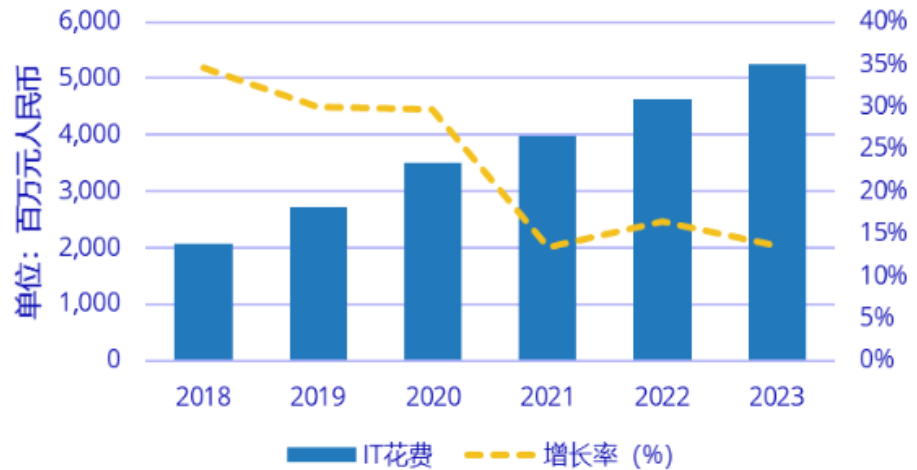
图表 19：全国统一的医疗保障标准化体系进度安排



资料来源：医保局，东方财富证券研究所

根据 IDC 的预测，2019 年我国医保 IT 支出为 27.1 亿元，yoy+30.1%，2023 年市场规模将达到 52.6 亿元，2018-2023 年 CAGR+20.4%，预计行业将维持高景气发展。

图表 20：2019-2023 年中国医疗保障 IT 市场预测分析



资料来源：IDC，东方财富证券研究所

在医保信息化领域，公司已中标国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目第 2 包“跨省异地就医管理子系统”和第 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”，借助国家医保局系统建设将有利于公司围绕异地就医购药相关的互联网+医保大数据以及医保核心业务系统形成竞争优势，有助于公司在医保信息化建设中获得更多市场份额。公司在各地级市也陆续中标医保局信息系统相关项目，2020 年公司通过二次招标中标了 2020 年医保局第一标，青海省医保信息平台建设项目第 10 包，中标金额 678 万元。

图表 21：久远银海各地医保局部分中标情况

采购单位	项目名称	中标日期	中标金额 (万元)
国家医保局	国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目第 2 包：跨省异地就医管理子系统	2019.04.22	199
国家医保局	国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目第 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	2019.05.07	100
天津市医保局	天津市医疗保险大额医疗救助系统建设项目	2019.06.04	151.8
天津市医保局	天津市医疗保险城镇职工大病系统建设项目	2019.06.12	331.2
云南省医保局	全省医保系统定点医药机构支付端软件开发补助项目	2019.07.01	239.8
新疆自治区医保局	自治区医疗保障局 2019 年度医疗保障业务系统维护项目	2019.11.20	445
乌鲁木齐市医保局	乌鲁木齐市长期护理保险信息系统项目	2019.11.25	100
遵义市医保局	遵义市医疗保障信息系统业务软件采购项目	2019.12.06	872
广西省医保局	广西异地就医结算子系统项目	2019.12.11	144.6
绵阳市医保局	四川省绵阳市医疗保障局绵阳市人力资源和社会保障一体化业务系统医保核心业务系统改造	2019.12.20	117.8



资料来源：剑鱼标讯，政府采购网，东方财富证券研究所整理

国家医保局业务应用软件第8包由易联众、久远银海、创业慧康联合中标。

**医保局确立 DRGs 三步走思路。**自 2017 年开始，DRGs 成为医保支付方式改革的重点，并被纳入到十三五规划中，2019 年随着国家医保局的建立，对于 DRGs 明确了 2019 年医保局完成顶层设计，2020 年模拟运行，2021 年 DRGs 实际运用三步走思路。根据《国家医疗保障疾病诊断相关分组（CHS-DRG）分组与付费技术规范》的要求 DRGs 的实施需要医疗机构内部 HIS 系统、病案系统、收费系统和医保结算系统互联互通，且可根据需要开发用于同 DRG 分组器进行数据交互的接口，从数据采集来源看包括院端的院病人病案数据和病案编码库以及医保端平台结算数据。根据 2021 年 DRGs 实际运用的发展思路，有望带动医院端和医保端的相关信息系统的建设。

图表 22：DRGs 相关政策

时间	文件	部门	内容
2017.01	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	国务院	要求全面推行按病种付费为主，按人头、按床日、总额预付等多种付费方式相结合的复合型付费方式，鼓励实行按疾病诊断相关分组付费（DRGs）方式。
2017.06	《国务院办公厅关于进一步深化基本医疗保险支付改革的指导意见》	国务院	2017 年起，进一步加强医保基金预算管理，全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。到 2020 年，医保支付方式改革覆盖所有医疗机构及医疗服务，全国范围内普遍实施适应不同疾病、不同服务特点的多元复合式医保支付方式，按项目付费占比明显下降。
2019.06	《关于印发按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知》	医保局等四部委	要求按照“顶层设计、模拟测试、实际付费”三步走的思路，确保完成各阶段的工作任务，确保 2020 年模拟运行，2021 年启动实际付费。明确北京市、上海市、西安市等 30 个国家试点城市。
2019.10	《关于印发疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点技术规范 and 分组方案的通知》	医保局	规范了 DRG 分组的基本原理、适用范围、名词定义，以及数据要求、数据质控、标准化上传规范、分组策略与原则、权重与费率确定方法等。明确了国家医疗保障疾病诊断相关分组（ChinaHealthcareSecurityDiagnosisRelatedGroups, CHS-DRG）是全国医疗保障部门开展 DRG 付费工作的统一标准，包括了 26 个主要诊断大类（MajorDiagnosisCategory, MDC），376 个核心 DRG（AdjacentDiagnosisRelatedGroups, ADRG），其中 167 个外科手术操作 ADRG 组、22 个非手术操作 ADRG 组和 187 个内科诊断 ADRG 组。

资料来源：东方财富证券研究所整理

从医保到院端，DRGs 有望推动公司从亿级进入到十亿级市场。根据在医保端和院端的招标数据，我们假定在医保端省级与地级市的平均费用在 300 万元，基于 DRGs 的改造有望在医保端催生 9.75 亿元的市场空间。医院端，三级医院的平均费用在 100 万元，二级医院在 50 万元，预计将带动 75.93 亿市场空间。

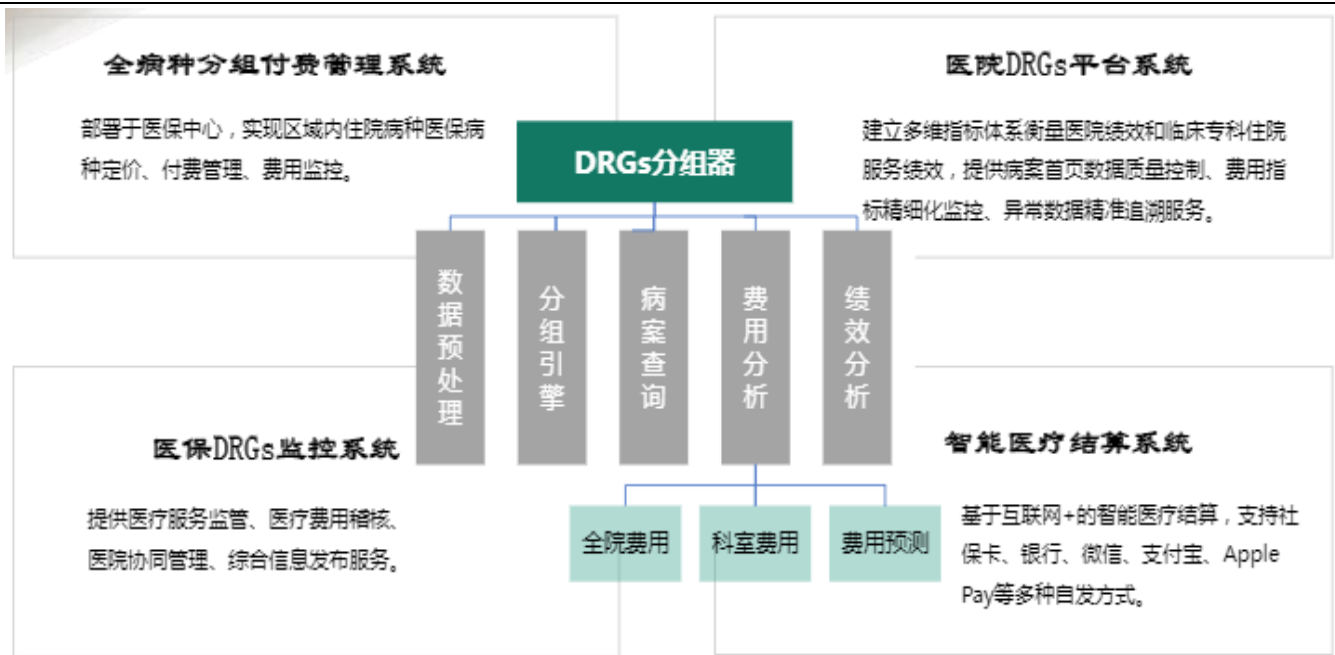
图表 23：DRGs 带动的院端和医保端信息化建设市场空间

	级别	数量 (个)	费用 (万元)	市场空间 (亿元)
医保端	省级	32	300	9.75
	地级市	293		
医院端	三级医院	2749	100	27.49
	二级医院	9687	50	48.44
合计				85.68

资料来源：政府网站，卫健委，东方财富证券研究所整理

公司目前已经完成了在医保端、医院端和卫健端的全覆盖。在医保端，成功实施部分省市医保 DRGs 项目；在医院端，已在部分省市医院等医疗机构成功实施院端 DRGs 项目，并正在与四川大学华西医院合作研发 DRGs 精细化管理平台；在卫健端，启动了四川省雅安市卫健委 DRGs 平台的实施工作。随着公司在医保、医院端的布局完成，以及公司在医保领域的优势地位，公司将会切入到院端 DRGs 的大市场，将持续推动公司业绩高速发展。

图表 24：久远银海 DRGs 付费管理应用系统



资料来源：东方财富证券研究所整理

### 3. 金民工程助推民政信息化建设

“一盘棋”思想推进民政信息化建设。根据民政部十三五规划，针对民政信息化建设要树立“一盘棋”思想，为全面提升民政信息化水平，2017年民政部《关于统筹推进民政信息化建设的指导意见》提出要以信息化构建民政业务纵横联动“一盘棋”，编织政务服务为民爱民“一张网”，培育民生民政数据治理新能力以及优化信息化发展环境。

金民工程作为民政信息化建设的重要项目，“金民工程”一期项目重点面向社会救助、社会福利与慈善、减灾救灾3大业务，以建设社会救助、社会福

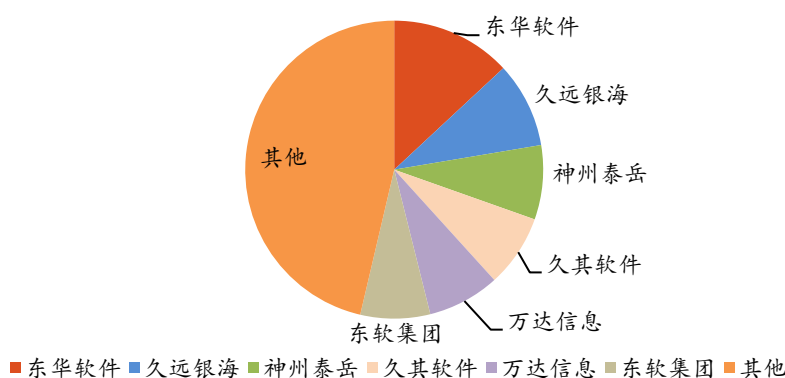
利与慈善、专项社会事务管理、公共服务与决策支持等 5 个业务应用系统和 1 个应用支撑平台为内容，构建支撑民政全业务信息化长期发展能力的民政统一信息基础设施。民政部于 2016 年开始招标金民工程一期初步设计服务项目，并在 2018 年开始陆续针对核心业务系统进行招投标，截至 2020 年 4 月 30 日，民政部信息中心关于金民工程一期项目已达 1.38 亿元。久远银海于 2018 年中标金民工程一期应用支撑平台开发集成项目，中标金额 1277 万元，占民政部信息中心金民工程一期项目比重达 9.28%。2019 年，民政部为推动金民工程建设成果广泛应用，加快形成全国民政信息化“一盘棋”格局，推出《金民工程一期项目试点工作方案》。

图表 25：民政信息化相关政策

时间	文件	部门	内容
2016.07	《民政事业发展第十三个五年规划》	民政部	以国家信息化战略为指引，树立“一盘棋”思想，加强民政信息化顶层设计，统筹规划、整合资源，推进信息化与民政业务紧密融合。
2017.10	《民政部关于统筹推进民政信息化建设的指导意见》	民政部	构建民政业务纵横联动“一盘棋”，编织政务服务为民爱民“一张网”，培育民生民政数据治理新能力。目标到 2020 年，通过整合一批、清理一批、规范一批，基本完成部本级政务信息系统清理整合，形成民政政务信息资源目录体系。部本级主要业务信息化覆盖率达到 100%，省级民政部门主要业务信息化覆盖率达到 80% 以上，民政基本公共服务事项网上办理率达到 80% 以上，总体满足民政事业发展需要和社会公众服务期望。
2018.06	《“互联网+民政服务”行动计划》	民政部	着力提升全国民政信息化“一盘棋”统筹推进能力，着力提升政务信息资源整合共享能力，着力提升民政大数据治理能力
2019.08	《金民工程一期项目试点工作方案》	民政部	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：东方财富证券研究所整理

图表 26：金民工程一期民政部信息中心中标项目份额（截至 2020.4.30）



资料来源：中国政府采购网，东方财富证券研究所整理

金民工程一期项目试点要求要建立“互联网+民政服务”平台，提高民政服务规范化、标准化水平，开展“互联网+民政服务”典型应用，破解民政统计数据与业务数据“两张皮”问题。公司产品全面覆盖社会救助、减灾救灾、社会福利、慈善捐赠、养老管理、社会组织、基层/社区、区划地名、婚姻、殡葬、未成年人、工会等民政业务。

图表 27：公司民政信息化业务范围

业务板块	业务说明
城乡社会救助管理	覆盖最低生活保障、特困人员供养、医疗救助、临时救助、救灾等其他专项救助业务的管理，实现救助“一门受理、协同办理”、救助申请对象信用记录管理、绩效考核和救助资金分配、审批、监管等内容。
社会救助	居民家庭经济状况核对 通过汇聚民政内部和外部的共享数据信息，为委托核对单位提供居民家庭经济状况核对服务，出具数据全面、准确有效的核对报告，为委托单位进行审批决策提供依据。支持与民政部核对平台的对接。
养老服务	以智慧健康养老政策为导向，以居家、机构、日照、社区养老为核心，以线上交互线下服务模式，为老年人提供老年人用品、居家养老、机构养老、慢病管理、个人健康数据管理、康复护理、健康咨询、紧急救助，生活服务、家政服务、精神慰藉、安宁照顾等服务，为养老服务机构/企业提供低成本、规范化、可评估、受监管、易扩展的业务信息化平台服务，为政府提供信息实时全面、分析智慧准确、政策高效落实的政务信息化服务，共同构建一站式智慧健康养老服务体系。
婚姻登记	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。
专项社会事务	殡葬管理 通过信息化平台规范殡葬服务流程、监管服务过程、跟踪服务情况、精确殡葬数据。实现与其他部门的数据交换与共享。
区划地名	实现对区划、地名和界桩界线信息的管理，提供对区划、地名变更信息的申报审核管理，提供界桩界线联检任务的流程化支撑。对接国家空间地理信息库，实现与外部系统数据的交换共享。
儿童收养	实现儿童收养登记的线上办理，规范登记流程，为收养儿童建档立卡，实现动态管理。依托互联网平台，建立收养家庭与被收养儿童双向沟通渠道，提供收养评估、收养回访，综合数据分析等服务。
社会组织管理	实现社会组织“三登记”及其他行政审批事项的一网通办、线上审批。建立民政法人库，与部、省级法人信息全面对接，实现横向纵向的数据交换及共享。
社区信息管理	实现基层政权管理的全面信息化，提供对社区/村组“两委”和基层自治组织的日常事务、工作任务、民主活动、选举管理等，实现村/居务信息的发布和公开。
社区公共服务	依托互联网平台，为社区居民提供“一口式”办事服务，汇总整合与百姓相关的政务服务事项，实现养老服务、社会救助、社会组织、专业社会工作服务、志愿服务、救助寻亲等各类民政业务的“一号申请、一窗受理、一网通办”。
民政大数据	依托民政大数据平台，提供养老服务大数据分析、民生保障大数据分析、社会治理大数据分析、民政舆情分析等服务。

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所整理

**金民工程作为民政信息化重点建设项目将带动 50 亿民政信息化市场空间。**  
按照民政部对民政信息化的部省两级部署的要求，地方政府将以省级为中心进行民政信息化建设，基于民政部信息中心目前已超过 1 个亿的投入，随着金民工程一期项目在全国的试点开展，除港澳台，全国 31 个省、自治区民政信息化市场空间将有望达到 50 亿元。

在全国试点中，金民工程一期应用系统将采用两种部署模式。一是全国大集中模式，即在统一民政云服务平台支撑下，采用物理上全国大集中部署，多级应用，实现业务统一、流程统一、数据统一、管理统一。二是部省两级部署模式，对信息化水平较高省份，视情可采用物理上部省两级分级部署、多级应用的模式。其中，对于信息化基础薄弱地区，采取“全国大集中部署、多级应用”的部署模式，部省间数据交换为内部数据交换；对于信息化水平较高地区，将采取“部省两级部署、多级应用”模式，在数据交换方面将采用统一数据交换平台和接口调用模式两种类型。

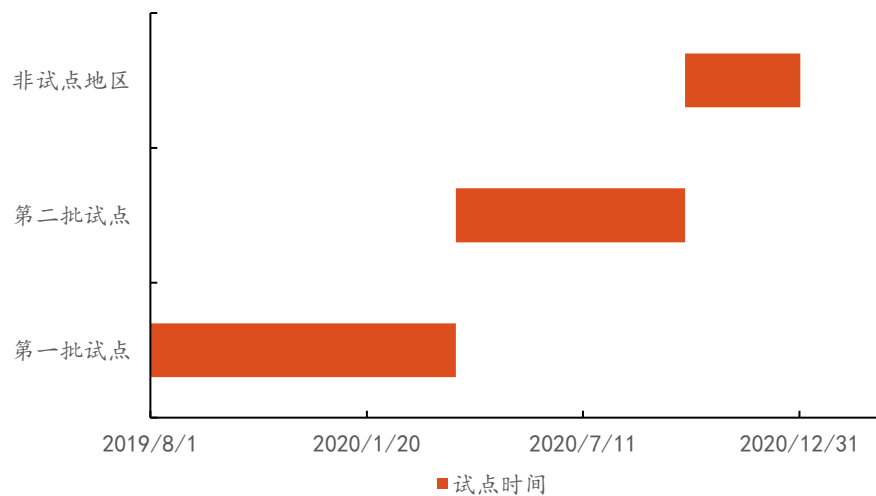
图表 28：金民工程部署与应用模式

序号	部署模式	应用模式	数据交换模式
1	全国物理大集中	统一应用	内部交换
2	部省两级	统一应用	统一数据交换平台
3		自建应用	接口调用

资料来源：民政部，东方财富证券研究所整理

在全国试点中，金民工程一期将分三批进行。第一批试点地区包含上海等 10 个省、自治区、直辖市、地级市，并于 2019 年 8-12 月开展试点应用，2020 年第一季度完成试点总结，并形成可复制可推广的经验。其中，陕西、西藏、新疆采用“统一应用+内部交换”模式；江苏、福建和青岛采用“统一应用+统一数据交换平台”模式；上海、浙江、江西、广东采用“自建应用+接口调用”模式。第二批试点地区拟选择 8-10 个地区开展，具体地点待调研评估后确定，于 2020 年第二季度开展试点应用，第三季度完成试点总结。2020 年第四季度之后将开展非试点地区的应用推广，实现全行业全覆盖应用。2020 年开年受新冠疫情影响，预计金民工程一期全国试点工作将有所延迟，2020-2021 年将会是地方民政信息化建设的高峰期。目前，湖南、四川、西藏、武汉、昆明、成都等省市的民政信息化产品公司都有落地，在全国的民政信息化建设中，公司有望保持领先地位。

图表 29：金民工程一期试点进度安排



资料来源：民政部，东方财富证券研究所整理

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

公司聚焦医疗医保、数字政务、智慧城市、军民融合四大战略方向。医疗医保方面，医保局新建系统我们预计将在 2020-2021 年达到高峰，2021 年之后随着 DRGs 的实际运用，将带动院端和医保端相关信息系统的建设，行业仍将



保持高景气，公司有望凭借在医保领域的优势地位持续保持竞争力，不断扩大市场份额，业务持续维持实现高增长。民政信息化上下一盘棋思想，将助推金民工程一期的全国推进，金民工程项目长期利好将推动公司数字政务业务长期稳步发展。综上，假设医疗医保业务 2020-2022 年收入增速为 40%、35%、30%；智慧城市与数字政务 2020-2022 年收入增速为 20%、25%、20%；军民融合政务 2020-2022 收入年均增速为 15%、15%、15%；其他 2020-2022 收入年均增速为 10%、10%、10%。

图表 30：公司各项业务营收及增速预测

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
医疗医保	营收（百万元）	230.02	316.35	385.44	539.62	728.48	947.03
	yoy	/	37.53%	21.84%	40%	35%	30%
智慧城市与数字政务	营收（百万元）	351.78	498.05	564.47	677.36	846.71	1016.05
	Yoy	/	41.58%	13.34%	20%	25%	20%
军民融合	营收（百万元）	83.03	42.96	56.86	65.39	75.20	86.48
	Yoy	/	-48.26%	32.36%	15%	15%	15%
其他	营收（百万元）	25.63	6.79	9.62	10.58	11.64	12.80
	Yoy	/	-73.51%	41.68%	10%	10%	10%

资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 31：盈利预测关键财务数据

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1016.38	1292.95	1662.02	2062.35
增长率（%）	17.62	27.21	28.55	24.09
EBITDA（百万元）	224.13	225.94	286.57	372.91
归母净利润（百万元）	161.49	221.47	290.20	370.19
增长率（%）	36.06	37.14	31.04	27.56
EPS（元/股）	0.51	0.71	0.92	1.18
市盈率（P/E）	50.28	41.30	31.52	24.71
市净率（P/B）	7.14	6.31	5.26	4.34
EV/EBITDA	22.30	34.83	25.84	18.33

资料来源：Choice，东方财富证券研究所



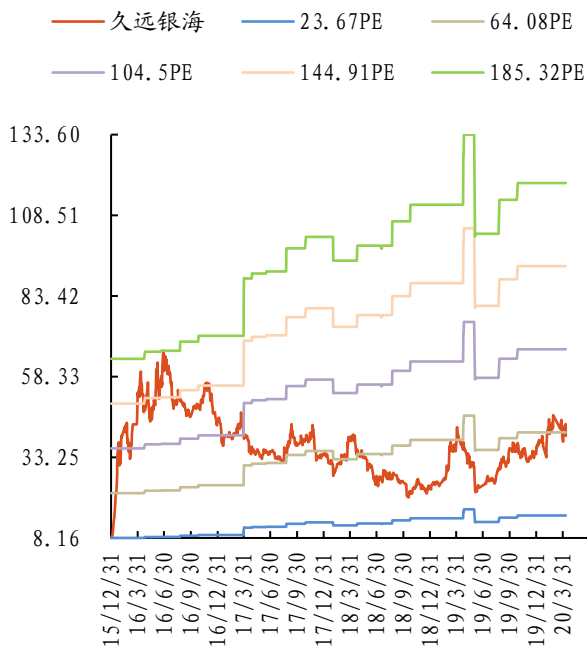
## 4.2 相对估值

图表 32：久远银海同行业估值比较（2020-06-23）

股票代码	简称	总市值 (亿元)	一致性预期 PE (倍)			
			TTM	2020E	2021E	2022E
300253.SZ	卫宁健康	424.84	120.45	79.28	56.90	42.79
002065.SZ	东华软件	363.89	61.95	31.83	25.02	21.71
300168.SZ	万达信息	267.44	-17.24	85.06	60.69	47.59
300451.SZ	创业慧康	193.74	62.51	48.57	36.86	28.27
300078.SZ	思创医惠	116.94	82.97	45.15	32.40	24.49
同行业平均		254.00	273.37	62.13	57.98	42.37
002777.SZ	久远银海	91.48	58.00	41.05	30.30	23.14

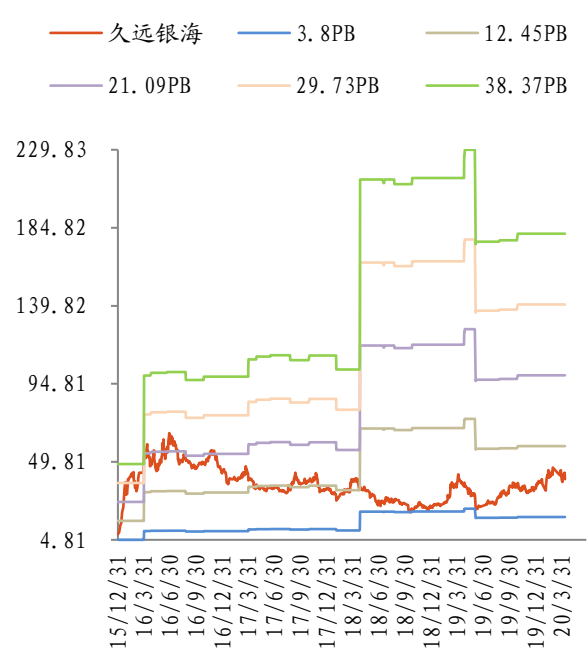
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 33：历史 PE (TTM) 区间（2020-06-23）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 34：历史 PB 区间（2020-06-23）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 4.3 绝对估值

图表 35：DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
Beta 权益	1.10	TV 增长率	2.00%
无风险利率 Rf	2.13%	实际税率	10.76%

市场收益 $R_m$	5.31%	WACC	5.46%
风险溢价	3.18%	企业值	15717.71 百万
股票贴现率 $K_e$	5.63%	股票价值	15578.26 百万
债务利率 $K_d$	4.50%	每股价值	49.61 元

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

#### 4.4. 投资建议

公司专注于智慧民生和军民融合领域，发力医疗医保、数字政务、智慧城市、军民融合四大战略方向，受益于医保 IT 系统建设和金民工程推进，公司有望持续保持行业领先地位，获得高增长，看好公司发展及在行业的竞争力。预计公司 20/21/22 年营业收入分别为 12.93/16.62/20.62 亿元，归母净利润分别为 2.21/2.90/3.70 亿元，EPS 分别为 0.71/0.92/1.18 元，对应市盈率分别为 41/32/24 倍。参考行业平均估值水平和公司历史估值水平，给予 2020 年 55 倍 PE，对应 6 个月目标价 38.71 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 5. 风险提示

- ◆ 医保IT建设不及预期；
- ◆ 金民工程建设不及预期；
- ◆ 行业竞争加剧风险。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1678.99</b>	<b>2340.24</b>	<b>3013.07</b>	<b>3822.30</b>
货币资金	802.57	1278.02	1742.03	2311.09
应收及预付	282.64	324.56	426.52	532.41
存货	287.39	407.72	497.11	609.65
其他流动资产	306.39	329.94	347.41	369.15
<b>非流动资产</b>	<b>366.39</b>	<b>303.52</b>	<b>220.26</b>	<b>124.62</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	93.43	65.36	23.26	-22.91
在建工程	0.00	-0.99	-2.47	-3.55
无形资产	120.35	92.21	50.00	-0.62
其他长期资产	152.61	146.94	149.47	151.69
<b>资产总计</b>	<b>2045.38</b>	<b>2643.76</b>	<b>3233.33</b>	<b>3946.92</b>
<b>流动负债</b>	<b>746.59</b>	<b>1005.57</b>	<b>1268.96</b>	<b>1566.12</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	599.92	833.10	1042.69	1288.98
其他流动负债	146.67	172.47	226.27	277.14
<b>非流动负债</b>	<b>49.75</b>	<b>49.75</b>	<b>49.75</b>	<b>49.75</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	49.75	49.75	49.75	49.75
<b>负债合计</b>	<b>796.34</b>	<b>1055.32</b>	<b>1318.71</b>	<b>1615.87</b>
实收资本	224.30	314.02	314.02	314.02
资本公积	493.61	493.61	493.61	493.61
留存收益	419.89	641.36	931.56	1301.75
归属母公司股东权益	1137.80	1448.99	1739.20	2109.39
少数股东权益	111.24	139.45	175.42	221.66
<b>负债和股东权益</b>	<b>2045.38</b>	<b>2643.76</b>	<b>3233.33</b>	<b>3946.92</b>

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1016.38</b>	<b>1292.95</b>	<b>1662.02</b>	<b>2062.35</b>
营业成本	513.40	640.99	813.79	998.21
税金及附加	8.82	11.20	14.34	17.84
销售费用	98.30	122.83	157.89	195.92
管理费用	112.07	142.22	182.82	226.86
研发费用	85.39	122.83	166.20	206.24
财务费用	-7.36	-4.01	-6.39	-8.71
资产减值损失	-14.77	0.81	1.22	1.69
公允价值变动收益	3.13	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.59	3.89	6.09	8.08
资产处置收益	0.05	0.06	0.08	0.10
其他收益	10.81	18.15	23.49	27.88
<b>营业利润</b>	<b>198.21</b>	<b>279.79</b>	<b>364.24</b>	<b>463.74</b>
营业外收入	0.15	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.55	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>197.81</b>	<b>279.79</b>	<b>364.24</b>	<b>463.74</b>
所得税	16.48	30.12	38.06	47.31
<b>净利润</b>	<b>181.33</b>	<b>249.68</b>	<b>326.18</b>	<b>416.43</b>
少数股东损益	19.84	28.21	35.97	46.24
<b>归属母公司净利润</b>	<b>161.49</b>	<b>221.47</b>	<b>290.20</b>	<b>370.19</b>
EBITDA	224.13	225.94	286.57	372.91

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>170.69</b>	<b>291.17</b>	<b>332.97</b>	<b>419.17</b>
净利润	181.33	249.68	326.18	416.43
折旧摊销	25.73	-26.93	-40.40	-44.38
营运资金变动	-51.05	73.18	54.57	56.98
其它	14.67	-4.76	-7.39	-9.86
<b>投资活动现金流</b>	<b>-17.46</b>	<b>94.57</b>	<b>131.05</b>	<b>149.88</b>
资本支出	-44.75	90.68	124.95	141.81
投资变动	-9.30	0.00	0.00	0.00
其他	36.59	3.89	6.09	8.08
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-122.44</b>	<b>89.72</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	89.72	0.00	0.00
其他	-122.44	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>30.79</b>	<b>475.45</b>	<b>464.01</b>	<b>569.05</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>757.28</b>	<b>802.57</b>	<b>1278.02</b>	<b>1742.03</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>788.07</b>	<b>1278.02</b>	<b>1742.03</b>	<b>2311.09</b>

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	17.62	27.21	28.55	24.09
营业利润增长	33.37	41.16	30.18	27.32
归属母公司净利润增长	36.06	37.14	31.04	27.56
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	49.49	50.42	51.04	51.60
净利率	17.84	19.31	19.63	20.19
ROE	14.19	15.28	16.69	17.55
ROIC	14.56	14.21	15.29	16.08
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	38.93	39.92	40.78	40.94
净负债比率	63.76	66.44	68.88	69.32
流动比率	2.25	2.33	2.37	2.44
速动比率	1.85	1.91	1.97	2.04
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.50	0.49	0.51	0.52
应收账款周转率	3.72	4.17	4.07	4.04
存货周转率	3.54	3.17	3.34	3.38
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.51	0.71	0.92	1.18
每股经营现金流	0.54	0.93	1.06	1.33
每股净资产	3.62	4.61	5.54	6.72
<b>估值比率</b>				
P/E	50.28	41.30	31.52	24.71
P/B	7.14	6.31	5.26	4.34
EV/EBITDA	22.30	34.83	25.84	18.33

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。