

医保 IT 延续高增长，数字政务潜力释放



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——久远银海（002777）

核心观点

❖ **智慧民生和军民融合服务商，深耕民生信息化二十余年。**公司是智慧民生和军民融合服务商，由中物院国有控股。自上市以来，公司覆盖省份从 15 个拓展至 25 个，医院药店从 1 万家拓展至 9 万家，服务社会公众从 4 亿增加至 6 亿人。公司以医疗医保和数字政务为主，向智慧城市和军民融合领域拓展。经营稳健，研发助力高增长。自上市以来，公司的营业收入和归母净利润始终保持双位数增长，年复合增长率分别为 22.6% 和 29.6%。近三年来，公司归母净利润增速不断加快、毛利率和净利率明显提升。

❖ **医疗医保：延续高增长，2020 年依旧是看点。**政策是医疗信息化行业投资的焦点，疫情是医疗信息化的催化。国家医保局的建立推动全国统一医保 IT 系统建设，未来 2-3 年，医保信息化建设浪潮将迎来高峰。久远银海中标国家医保局医疗保障信息平台建设工程第 8 包和第 2 包，5 月，国家医保信息平台第二包跨省异地就医管理子系统成功上线。国家医保局的中标为公司在后续省市级医保平台招标奠定良好基础，市占率有望继续提升。预计省市级医保平台市场建设和 DRGs 市场空间超过百亿。

❖ **数字政务：行业空间大，招标逐步开启。**数字政务行业空间大，我国数字政务发展水平全球领先。全球排名从 2003 年第 74 位提高到 2020 年第 45 位。我国电子政务市场规模保持较高增速增长，估计 2019 年市场规模近 3366 亿元。2019 年 8 月，金民工程项目试点规划开启，预计 2020H2 招标开启，2021 年开始释放业绩。久远银海是社保核心平台主研单位，参与金保工程顶层设计。数字政务和智慧城市在公司营收中占比超过 50%，毛利率明显提升，其中民政和住房金融是未来一段时间数字政务的主要看点。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 12.12、15.44、19.53 亿元，归属母公司净利润分别为 2.12、2.89、3.89 亿元，EPS 分别为 0.68、0.92、1.24 元/股，对应当前股价为 27.86 元，PE 分别为 41.26X、30.28X、22.51X，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	1016.4	1211.8	1543.5	1952.6
+/-%	17.6%	19.2%	27.4%	26.5%
归属母公司净利润（百万）	161.5	212.0	289.0	388.6
+/-%	36.1%	31.3%	36.3%	34.5%
EPS（元）	0.51	0.68	0.92	1.24
PE	54.17	41.26	30.28	22.51

资料来源：2019 年报，盈利预测截至日期：2020/07/29 川财证券研究所

风险提示：招标及建设进度不及预期；医疗医保、数字政务领域竞争加剧等。

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 公司深度

川财一级行业 | 科技行业

川财二级行业 | 计算机

报告时间 | 2020/7/30

前收盘价 | 27.86 元

分析师

方科

证书编号：S1100518070002

fangke@cczq.com

联系人

周紫瑞

证书编号：S1100119080005

zhouzirui@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦
11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道
177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、久远银海：深耕民生信息化二十余年	5
1.1 公司背景：智慧民生和军民融合服务商	5
1.2 主营业务：围绕主营拓展、探索多元营收	7
1.3 财务状况：经营稳健，研发助力高增长	9
二、医疗医保：延续高增长，2020 年依旧是看点	12
2.1 行业：信息化助力医改深入发展	12
2.3 公司：国家医保局中标助力省级医保局市占率提升	16
三、数字政务：行业空间大，招标逐步开启	18
3.1 行业：我国数字政务发展水平进入全球前列	18
3.2 公司：人社优势保持，民政和住房金融是看点	19
四、投资建议：	21
4.1 投资逻辑	21
4.2 盈利预测	22
五、风险提示	23
盈利预测	24

图表目录

图 1:	公司历史发展.....	5
图 2:	公司股权结构.....	6
图 3:	公司客户分类.....	6
图 4:	公司客户省份分布.....	6
图 5:	公司各细分业务营收情况.....	7
图 6:	医疗医保智慧城市数字政务占比超过 90%.....	7
图 7:	各地区营业收入占比变化.....	7
图 8:	营业收入地区分布情况.....	7
图 9:	公司四大主营业务具体内容.....	8
图 10:	公司营业收入和归母净利润情况.....	9
图 11:	公司毛利率、净利率情况.....	9
图 12:	智慧城市与数字政务占比超过 50%.....	9
图 13:	2019 年智慧城市数字政务毛利率提升.....	9
图 14:	软件、服务毛利率较高.....	10
图 15:	软件开发、运维服务占比提升.....	10
图 16:	公司三费情况.....	10
图 17:	公司期间费用率情况.....	10
图 18:	2019 年研发支出稳步提升.....	11
图 19:	2019 年研发人员同比增长 23.86%.....	11
图 20:	公司人均薪酬情况（万元）.....	11
图 21:	人均创收和人均创利（万元）.....	11
图 22:	中国老龄化程度加速提升.....	12
图 23:	中国人均医疗健康开支较低.....	12
图 24:	2018 年医保基金支出增速开始高于收入增速.....	12
图 25:	信息化助力医改深入发展.....	12
图 26:	医保局、药监局、卫健委三定方案.....	13
图 27:	2024 年医疗 IT 市场空间将超 1000 亿元.....	14
图 28:	中国医疗云 IT 支出及年复合增长率.....	14
图 29:	中国医疗信息化行业集中度低于美国.....	14
图 30:	医保支付 IT 支出增速较快.....	14
图 31:	跨省异地就医管理子系统四大特点.....	17
图 32:	在线政务服务用户规模及使用率.....	18
图 33:	我国电子政务市场规模.....	18
图 34:	中国在线政务服务进入全球前 50.....	18
图 35:	中国在线政务指数值逐年提升.....	18
表格 1.	医保信息化市场空间测算.....	15
表格 2.	DRGs 市场空间测算.....	15
表格 3.	9 家信息化企业中标 1600 万国家医保平台项目.....	16

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

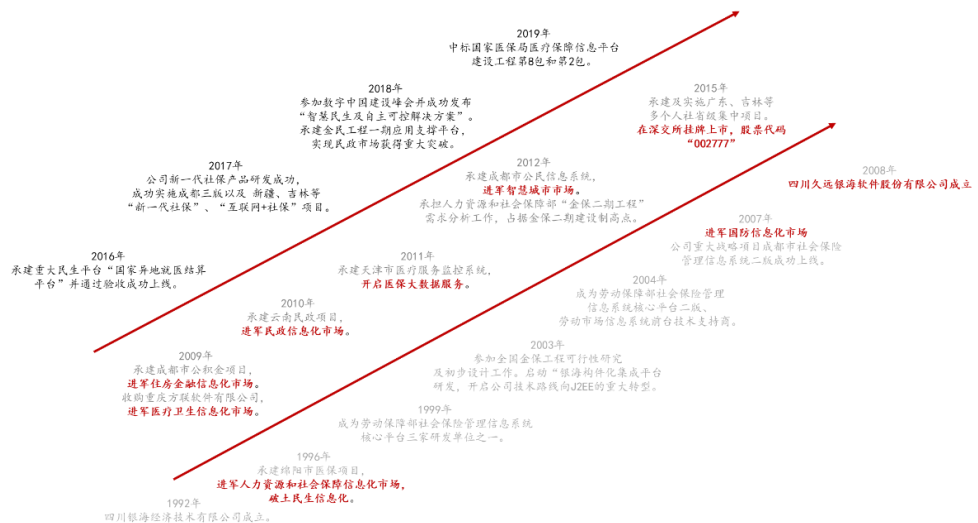
表格 4.	金民工程部署模式、应用模式、数据交换模式对照表	19
表格 5.	2019 年公司数字政务部分中标情况	19
表格 6.	2019 年公司人社业务进展	20
表格 7.	可比公司估值	22

一、久远银海：深耕民生信息化二十余年

1.1 公司背景：智慧民生和军民融合服务商

1992年，公司前身四川银海经济技术有限公司成立，2008年四川久远银海软件股份有限公司成立，2015年公司在深交所上市。公司是智慧民生和军民融合服务商，起源于中国工程物理研究院并由中物院国有控股，是中物院“军转民”支柱型企业。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，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。从成立到上市，公司不断进军民生信息化、国防信息化、住房金融信息化、医疗卫生信息化、民政信息化、医保大数据服务以及智慧城市市场。公司具备CMMI5、ITSS、信息安全服务等行业资质，参与20余项国家标准、行业标准及地方标准的制定。

图 1：公司发展历史

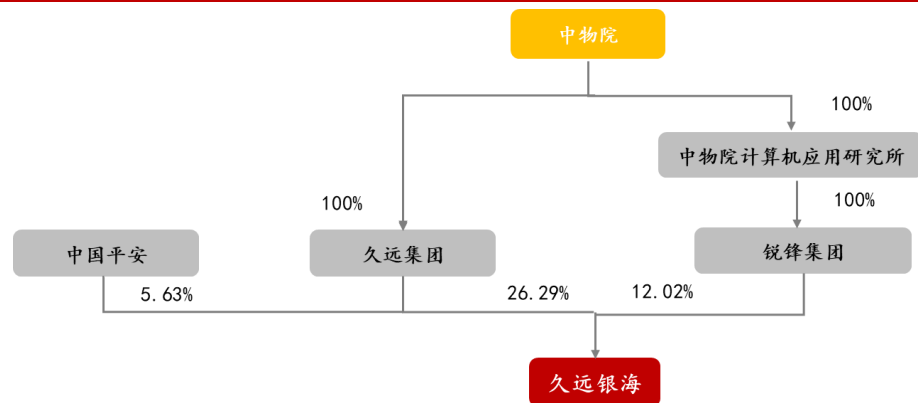


资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司实际控制人为中物院，平安为重要战略股东。公司第一大股东久远集团系中物院的全资公司，第二大股东锐锋集团系中物院全资事业单位——中物院计算机应用研究所的全资公司。久远集团和锐锋集团持有公司股份分别为26.29%和12.02%。公司是中物院发展“军转民”事业在电子信息领域的重点支柱型企业。中物院创建于1958年，是以发展国防尖端科学技术为主的集理论、实验、设计、生产为一体的综合性研究院，是专业门类齐全、先进设备与技术保障能力相配套的大型科研生产基地。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，川财证券研究所

自上市以来，公司覆盖省份从 15 个拓展至 25 个，医院药店从 1 万家拓展至 9 万家，服务社会公众从 4 亿增加至 6 亿人。2015 年，公司产品应用推广于人社部以及 15 个省市自治区，100 余个地州市，700 余个区县，12,000 余家医院药店，服务人群约为 4 亿，行业市场占有率名列前茅。2018 年，公司市场覆盖全国 23 个省（自治区、直辖市）、100 余个城市，为 7 万家医院药店和近 5 亿社会公众提供服务。2019 年公司市场覆盖全国 25 个省份、100 余个城市，为 9 万家机构和 6 亿社会公众提供服务。公司在 G 端政府客户、B 端行业用户和 C 端个人用户均有布局。

图 3：公司客户分类



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 4：公司客户省份分布

地区	省份
西南	四川、重庆、云南、贵州、西藏
西北	陕西、新疆、甘肃、青海
华东	江苏、浙江、福建、江西、安徽
华南	广东、广西、海南
华中	湖北、湖南、河南
华北	天津、河北、山西
东北	吉林、黑龙江

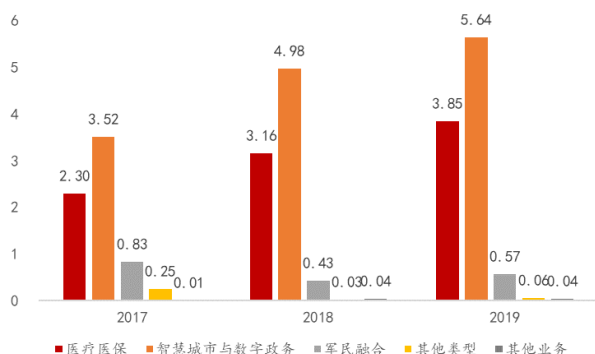
资料来源：公司官网，川财证券研究所

1.2 主营业务：围绕主营拓展、探索多元营收

聚焦 4 大战略，推进“7+4”行业发展。公司继续聚焦医疗医保、数字政务、智慧城市、军民融合四大战略方向，推进“7+4”行业发展，即医保、医疗健康、人社、住房金融、民政、智慧城市、军工 7 大主营行业，市场监管、价值医疗、退军事务、人大政协 4 大孵化行业，面向政府部门以及行业生态主体，以信息化、大数据应用、区块链和云服务能力，为民生国防赋能。

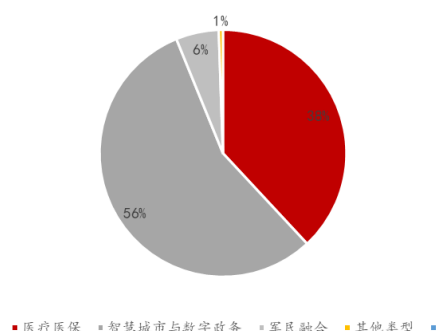
公司以医疗医保和数字政务为主，向智慧城市和军民融合领域拓展。2017 年到 2019 年，公司医疗医保、智慧城市与数字政务、军民融合近三年年复合增长率分别为 29%、27%、-17%，2019 年营业收入分别为 3.85、5.64、0.57 亿元。医疗医保、智慧城市与数字政务分别贡献 38%和 56%的营业收入，二者占比累计超过 90%。2019 年，西南地区营业收入贡献最高（48.31%），华南、华中地区营业收入增速较快，分别为 178.72%和 86.46%。西南地区营业收入占比有所降低，全国其他地区占比明显提升，辐射效应显现。

图 5：公司各细分业务营收情况



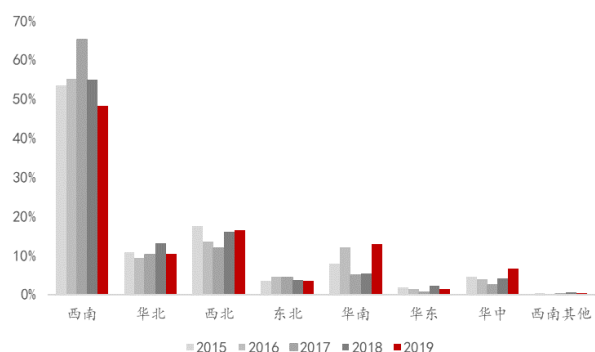
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：医疗医保智慧城市数字政务占比超过 90%



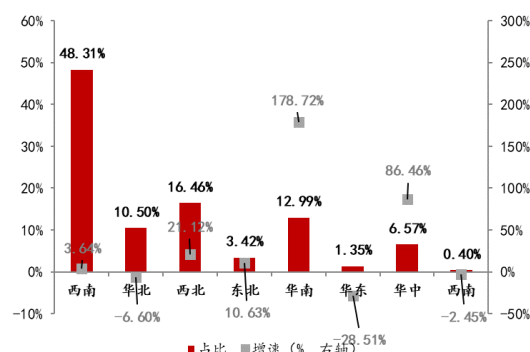
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7：各地区营业收入占比变化



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8：营业收入地区分布情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

医疗医保：公司围绕医保、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：公司围绕人社、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：公司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：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 9：公司四大主营业务具体内容

医疗医保	医保	医保核心、医保便民、医保治理服务
	医疗	区域卫生、智慧医院、互联网医疗、健康医疗大数据
	医药	药店服务、食品监管、慢病管理
数字政务	人力资源和社会保障	平台化人社、“互联网+”人社、人社大数据
	民政	社会救助、养老服务、转向社会救助、社会治理与服务、民政大数据
	住房金融	业务经办、财务核算、公共服务、综合管理、决策支持、风险防控
	工会	立体写作、信息跑路、创新管理、“互联网+”工会服务、工会大数据
智慧城市	政务信息资源共享交换平台	“天府通”市民自助服务站
	“互联网+”政务服务平台	公民信息管理系统
	“大联动、微治理”信息平台	智慧价格平台
	都市现代农业管理信息系统	政务云计算基础平台
军民融合	智慧军工	
	自主可控	
	融合发展	

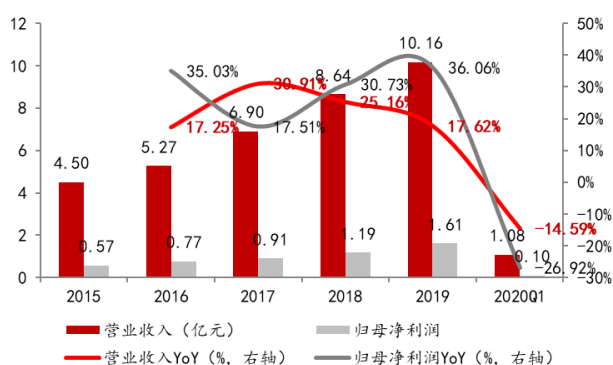
资料来源：公司官网，川财证券研究所

1.3 财务状况：经营稳健，研发助力高增长

自上市以来，公司的营业收入和归母净利润始终保持双位数增长，年复合增长率分别为 22.6% 和 29.6%。近三年来，公司归母净利润增速不断加快，连续两年在 30% 以上。2019 年，公司实现营业收入突破 10 亿元（10.16 亿元），同比增长 17.62%，实现归母净利润 1.61 亿元，同比增长 36.06%，达到上市以来增速最高点。

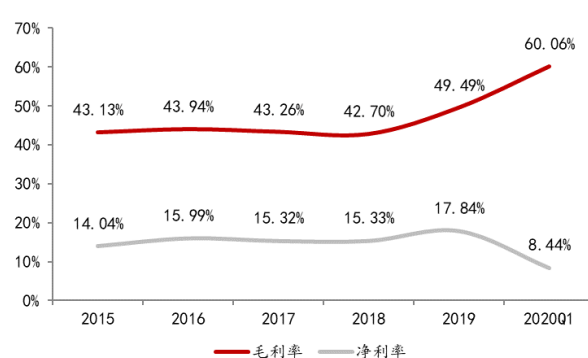
2019 年，公司毛利率和净利率明显提升，均达到上市以来最高点，毛利率为 49.49%、净利率为 17.84%。毛利率提升的主因是营收占比较高的智慧城市数字政务毛利率大幅提升，毛利率较高的软件及运维占比快速提升。公司数字政务与智慧城市的毛利率增长较快的主要原因一方面是公司生产效率提升，其次是惠民惠农财政补贴一卡通补贴监管系统等创新产品的开发应用。

图 10：公司营业收入和归母净利润情况



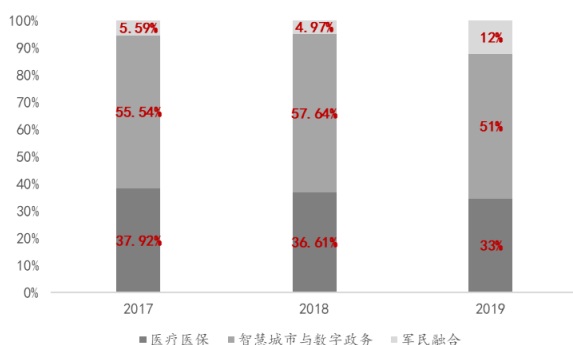
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：公司毛利率、净利率情况



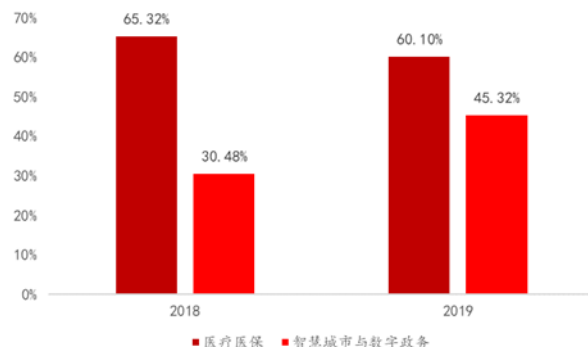
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12：智慧城市与数字政务占比超过 50%



资料来源：Wind，川财证券研究所

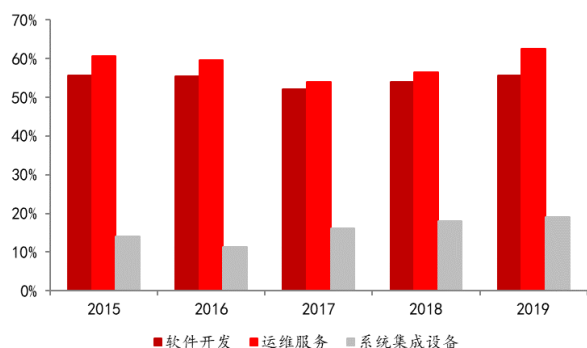
图 13：2019 年智慧城市数字政务毛利率提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

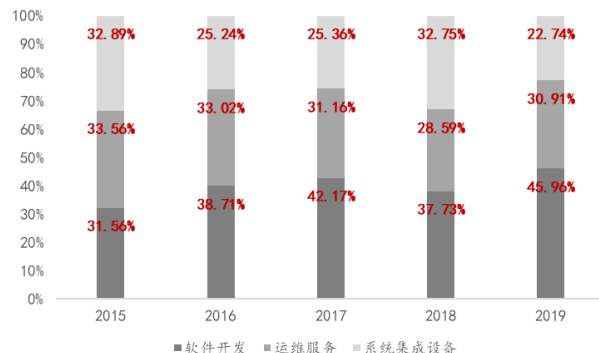
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 14：软件、服务毛利率较高



资料来源：Wind，川财证券研究所

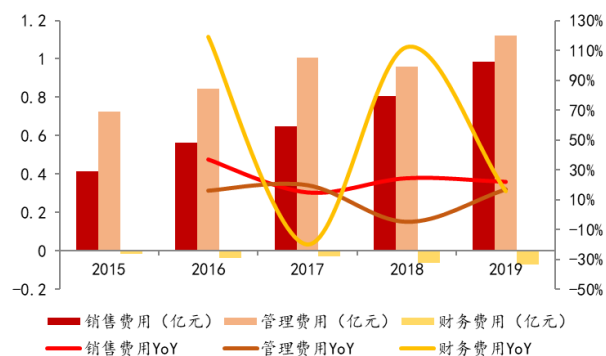
图 15：软件开发、运维服务占比提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

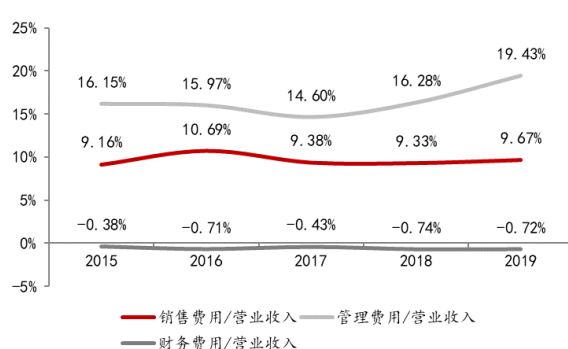
三费方面，公司管理费用率有所提升，销售费用率整体保持稳定。2019年，因公司经营规模扩大，职工工资、社保、公积金等费用增加，公司管理费用同比增长 16.90%，管理费用率从 16.28% 提升至 19.43%；因市场拓展发生的人工成本和费用较同期增加，公司销售费用同比增长 21.99%，销售费用率基本稳定在 9%-10%。

图 16：公司三费情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 17：公司期间费用率情况

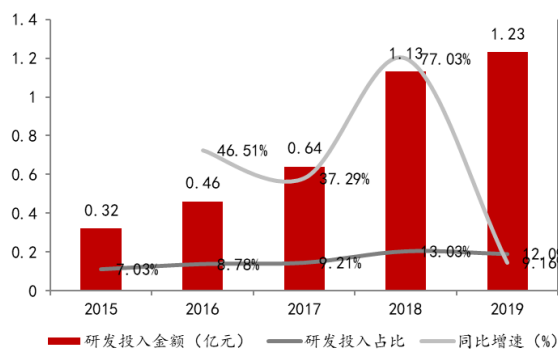


资料来源：Wind，川财证券研究所

2018 年公司进行战略升级，对组织架构进行较大调整，加大研发投入，研发投入金额同比增长 77.03%，研发支出占营业收入比例超过 13%，研发人员同比增长 34.01%。2019 年，公司研发投入稳步增长，研发人员同比增长 23.86%。公司加强软件和运维生产过程控制，深入推进“业务中台”建设，提升公司技术服务能力；同时积极进行市场拓展，扩大与医疗机构的深层次

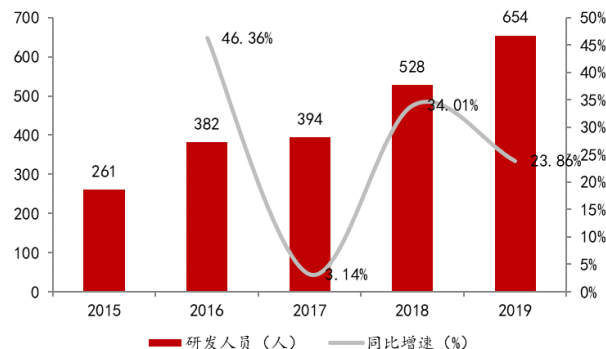
合作，持续完善拓展行业的信息化解决方案和产品线，持续提升公司创新能力和经营管理能力，实现业绩的稳定增长。

图 18：2019 年研发支出稳步提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 19：2019 年研发人员同比增长 23.86%



资料来源：Wind，川财证券研究所

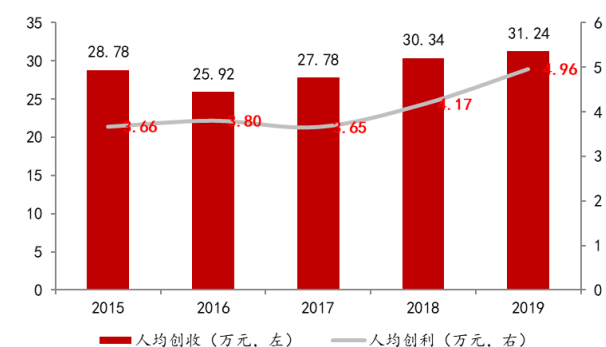
公司员工薪酬水平逐年提高，近两年来增速有所放缓，与同区域、同行业上市公司相比，公司薪酬水平仍处于较低水平。随着未来全社会平均工资水平持续上升，行业人力资源成本的上涨。2015-2016 年，公司人均创收下滑、人均创利有所提升，从 2017 年开始，公司人均创收和人均创利持续同步提升。

图 20：公司人均薪酬情况（万元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21：人均创收和人均创利（万元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司客户主要为政府部门、金融机构和军工企业，这类客户信誉普遍良好，回收风险较小。近三年，公司资产负债率分别为 55.47%、43.05%、38.93%，呈稳定下降趋势。公司流动比率、速动比率和现金比率较上市前明显提升。公司盈利能力较强，银行借款金额较小，利息保障倍数保持较高水平，具有较强的短期偿债能力。

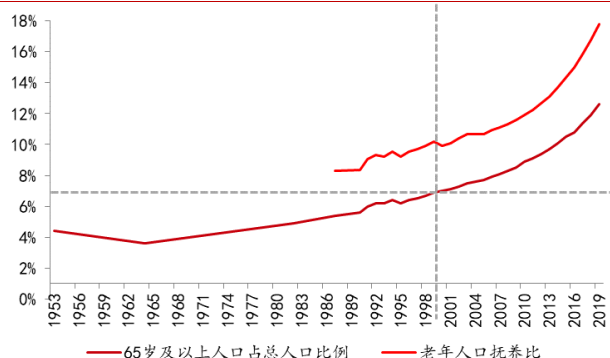
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

二、医疗医保：延续高增长，2020 年依旧是看点

2.1 行业：信息化助力医改深入发展

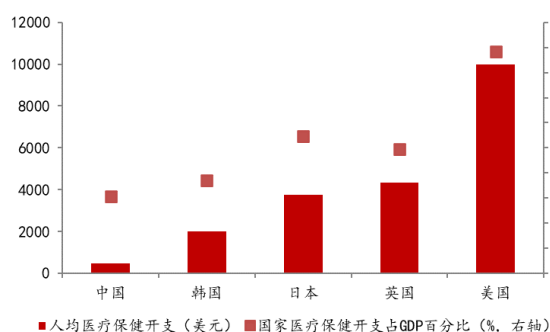
随着医疗卫生体制改革不断深化，信息化作为医改支撑依托作用越来越大，医卫信息化建设迎来新的发展阶段。长期来看，随着人口老龄化问题加剧、老龄人口的持续增长叠加其他诸如慢性病发病率走高，计划生育政策逐步放开、健康消费升级带动人均医疗健康开支进一步提升，医保“价值导向战略性购买者”定位确立，城镇医保基金的缺口逐步扩大带来医保控费需求，医疗医保信息化市场规模巨大，特别是未来 2-3 年，医保信息化建设浪潮将迎来高峰。

图 22：中国老龄化程度加速提升



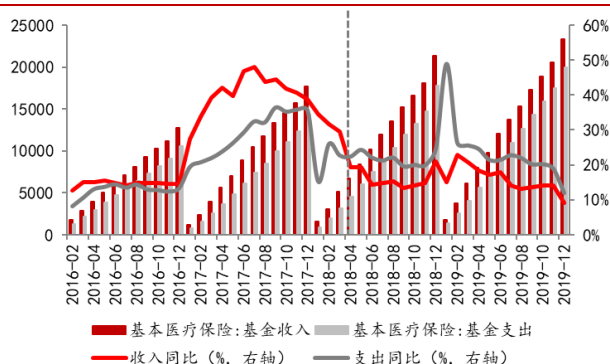
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 23：中国人均医疗健康开支较低



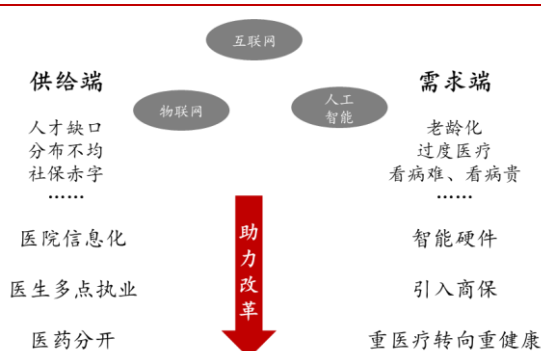
资料来源：Frost & Sullivan，六和咨询，川财证券研究所

图 24：2018 年医保基金支出增速开始高于收入增速



资料来源：人社部，川财证券研究所

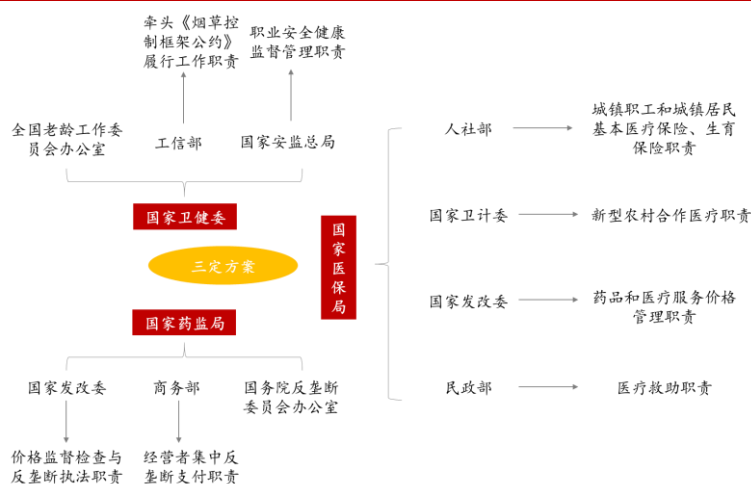
图 25：信息化助力医改深入发展



资料来源：易观，川财证券研究所

政策是医疗信息化行业投资的焦点，疫情是医疗信息化的催化。基本公共卫生服务均等化和体制机制综合改革及基本医疗保障制度建设步伐加快。2018年5月，国家医疗保障局正式挂牌，作为国务院直属机构，将政策规划、定价、监管三权合一。国家医保局要解决的问题包括异地就医、药品目录、药品采购和定价等等。国家医保局建立全国统一的医保IT系统。对公司而言，可以立足医保大数据角度帮助G端实现定价、药品采购的信息化支撑；围绕G端的业务经办服务，以及衍生到B端和C端的运营服务。

图 26：医保局、药监局、卫健委三定方案



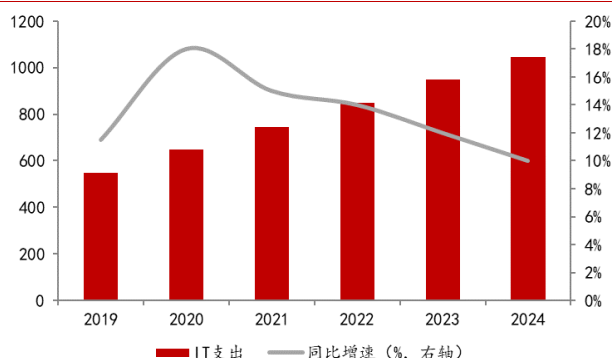
资料来源：Wind，川财证券研究所

短期来看，疫情对于医疗信息化行业的影响具有两面性。一方面，传统医疗卫生信息化业务短期内项目招投标停滞、部分客户信息化建设项目实施计划延后。另一方面，疫情推动创新的互联网+医疗健康业务，尤其是云医业务的加速发展。受新冠肺炎疫情疫情影响，2020年国家卫健委陆续发文《关于加强信息化支撑新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》、《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》、《进一步落实科学防治精准施策分区分级要求做好疫情期间医疗服务管理工作的通知》等，推进互联网医疗在疫情期间的重要作用。

政府对民生信息化的投入逐年增加，民生领域涵盖诸多领域。根据 IDC，2019 年中国医疗行业 IT 总支出是 548.2 亿元人民币，较上一年增长 11.5%，预计 2020 年医疗行业 IT 总支出将达到 650.3 亿元，到 2024 年市场规模将达到 1041.5 亿元人民币，2019 至 2024 年的年复合增长率将为 13.7%。其中医疗云值得重点关注，医疗云占比远高于金融云、制造云。根据 IDC 研究，2018 年中国医疗云 IT 总支出达到 50.5 亿元人民币，预计 2023 年将达到 168.8 亿元人民币，2018 至 2023 年的年复合增长率为 27.3%。

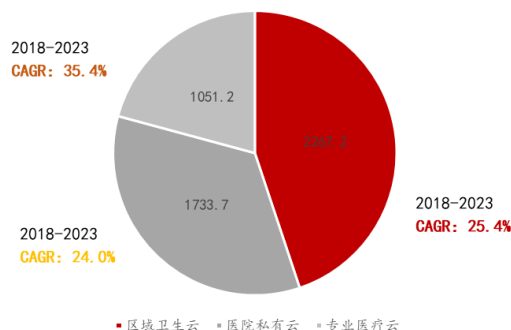
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 27：2024 年医疗 IT 市场空间将超 1000 亿元



资料来源：IDC，川财证券研究所

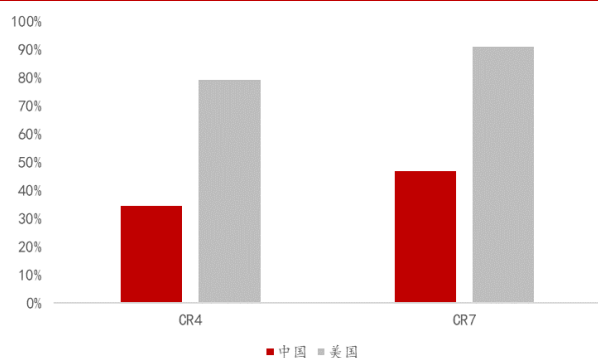
图 28：中国医疗云 IT 支出及年复合增长率



资料来源：IDC，川财证券研究所（单位：百万元）

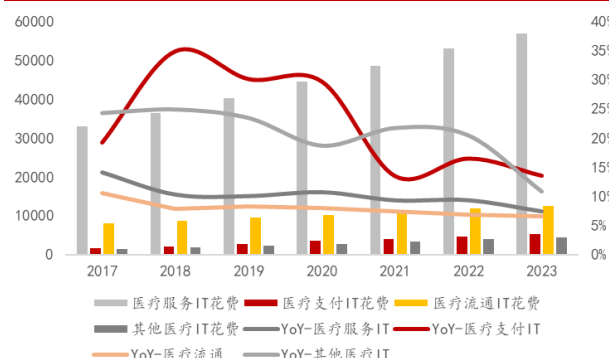
目前国内从事医疗卫生信息化的厂商众多，且区域分布较为明显，市场份额较为分散。我国医疗信息化行业市场 CR4 和 CR7 占比明显低于美国，市场集中度较低。面对不断增长的行业规模及不断深化的行业需求，行业大额订单比例在不断增加，而行业中的头部公司依靠较强的综合竞争力优势明显。同时，头部公司多为上市公司，能够借助资本市场进一步扩大市场份额及丰富自身产品线，整个行业产业集中度有进一步提升趋势。在医疗 IT 三大行业中，2017 年到 2023 年，医疗支付 IT 花费年复合增速最快，远超医疗服务 IT 和医疗流通 IT。其中 2018 年到 2020 年，医疗支付 IT 增速在 30%，主要原因在于医保局的成立带动医保系统的整合与升级。久远银海 1996 年承建医保项目，于 2016 年承建国家异地就医结算平台，形成完整的、成体系的医保解决方案及产品线。

图 29：中国医疗信息化行业集中度低于美国



资料来源：IDC，川财证券研究所

图 30：医保支付 IT 支出增速较快



资料来源：IDC，川财证券研究所整理

医保局的国家级平台预计下半年正式上线，后续省级平台招标有望开启，通过省级平台进而延伸到各市县。根据《医疗保障信息平台建设指南》，地方医保信息平台建设时间节点是：2019 年底前完成省级信息平台设计、立项等前期建设工作，2020 年底前完成相关信息化建设任务，2021 年各地完成项目验收工作。省市级医保平台市场建设将主要集中在未来两年，预计市场空间接近 20 亿元。

表格 1. 医保信息化市场空间测算

分类	等级	数量（家）	单价（万元）		市场空间（亿元）
			下限	上限	
医保局	省级	31	500	1000	8-20
	地级市	334	200	500	

资料来源：Wind，川财证券研究所

医保控费大力推广，DRGs 市场空间超过百亿。DRGs 政策主要影响三端：医院端、卫计委端、医保局端。三方都有 DRGs 的需求，每一方侧重点可能不同，医保端更倾向于医保控费，卫健委端更倾向于对医院经营情况、效率、KPI 进行相关考核，而医院端受两个部门监管影响，在控费和效率管理上都会有一些需求。医保局 DRGs 在 500 到 1000 万元，单套三级医院 DRGs 解决方案在 100 到 200 万元，单套二级医院 DRGs 解决方案在 50 到 100 万元，预计市场空间在 93 到 184 亿元。

表格 2. DRGs 市场空间测算

	数量（个）	单价（万元）		市场规模（亿元）
		下限	上限	
医保局	334	500	1000	16-30
医院端	三级	100	200	28-56
	二级	50	100	49-98
合计				93-184

资料来源：国家卫计委，Wind，川财证券研究所

2.3 公司：国家医保局中标助力省级医保局市占率提升

2019 随着国家和各省市医保局的设立及医保改革推进，医保的内涵和外延都发生很大变化。2019 年国家医保局推出 9 个包 14 个信息系统的项目招标，表明新医保信息系统建设的开启。作为行业内的领先企业，公司在 4 月中标第 2 包：“跨省异地就医管理子系统”是对 2016 年中标并成功实施的国家异地就医结算平台项目的升级改造。在 5 月中标第 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”是医保业务的核心系统，对医保支付、医保定价、医保监管三大医保核心职能的履行发挥基础性作用，包括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，该项目已进入开发阶段，将为后续各省市新医保信息化建设提供指导规范。国家医保局医疗保障信息平台建设工程第 8 包和第 2 包的成功中标和建设推进，为公司在新医保格局下参与市场竞争奠定了良好基础，有助于公司进一步提升在行业内的领先地位，助力省市级医保局市占率提升。

表格 3. 9 家信息化企业中标 1600 万国家医保平台项目

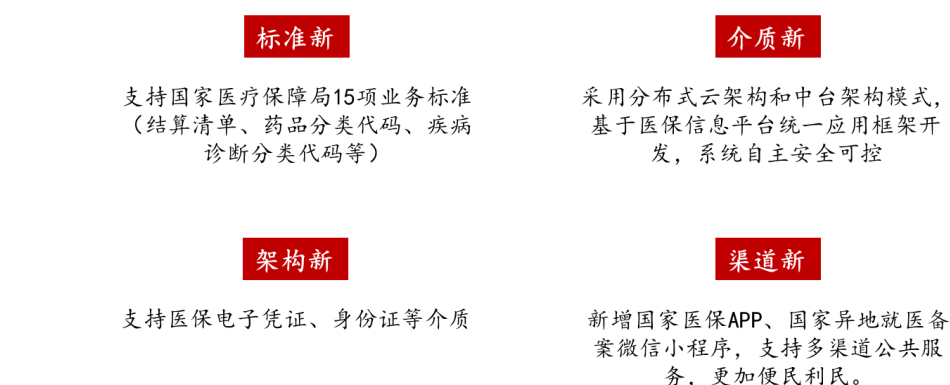
序号	项目名称	中标公司	中标金额(万元)	项目内容
第1包	内部统一门户子系统、内部控制子系统	东软集团	259	建设内部统一门户子系统，为国家医疗保障局及地方医保工作人员提供日常工作界面和工具。建设内部控制子系统，实现风险评估、管理、控制。
第2包	跨省异地就医管理子系统	久远银海	199	升级改造跨省异地就医管理子系统，支持异地门诊、异地购药，将更多的符合条件的医疗机构纳入跨省异地就医服务定点范围等。
第3包	支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	创智和宇	83	建设国家医保支付方式管理子系统，采集全国医保支付方式数据，掌握全国各地医保支付方式和详细算法。建设医疗服务价格管理子系统，实现对医疗服务项目管理、价格采集、评审、发布等功能。
第4包	药品和医用耗材招采管理子系统	厦门海西医药交易中心	168	建设国家医保药品和医用耗材招采管理子系统，为国家医疗保障局提供国家级药品和医用耗材招标采购应用支持。
第5包	公共服务子系统、信用评价管理子系统	易联众	268	建设公共服务子系统，以“互联网+医疗保障”为核心，打造全方位、立体化、多渠道的医保公共服务体系。建设信用评价子系统，采集全国信用数据，分析信用等级并对外发布。
第6包	基金运行及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统	卫宁软件	328	建设基金运行及审计监管子系统，基于全国医保业务数据、统计数据 and 基金预决算数据，实现医保基金的全过程核算分析、问题预警，全面加强基金监管。建设医疗保障智能监管子系统，建立规则库，汇聚全国数据，提升监管水平。
第7包	宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	平安医疗健康管理	207.4	建设国家医保宏观决策大数据应用子系统，实现大数据的多种主题应用。利用数据分析、图表展示等手段，实现多终端展示，监测全国医疗保障业务运行情况。
第8包	基础信息管理子系统、医保业务基础子系统、应用支撑平台子系统	易联众、久远银海、创业慧康	100	建设医保业务基础子系统，基础信息管理子系统、应用支撑平台子系统，规范全国统一医疗保障经办标准，汇聚全国数据，建设标准化的应用支撑环境，打造标准化、智能化、便捷化的医疗保障信息化体系。负责提供14个业务应用系统与1个应用支撑平台的集成服务。配合总集成商，做好应用软件开发项目管理协调和协调，提供基础设施与业务应用系统联合调试、验收等需双方共同配合的服务。
第9包	应用系统集成服务	东华软件	81.8	

资料来源：中国政府采购网，川财证券研究所

平安和公司合作领域主要在大健康领域的三医融合、精算服务。公司在社会保障领域有很强的基础，平安做的是商业保障，双方业务高度耦合。合作有助于推动 G 端和 B 端业务的发展，同时对公司发展 C 端业务也有极大推动。公司未来构建的 C 端应用将会以医保支付为着力点，方向是民生金融。盈利模式将以收取服务费和增值服务收益为主。平安从业务角度看，公司是民生信息化领域核心厂商，行业经验丰富，技术能力很强；平安在金融、医疗场景，医疗信息，医学知识库方面积累丰富，所以双方在业务层面合作很多。公司在 C 端已经有一些收入，但目前主要是“占位卡位”，公司主要的运营收入还是在 G 端、B 端体现。下一步希望通过与平安的合作，尝试来增加 C 端收入。

跨省异地就医管理子系统已上线，具有标准新、介质新、架构新、渠道新四大特点。5 月，国家医保信息平台第二包跨省异地就医管理子系统成功上线。公司是国家医保信息平台第二包承建商，跨省异地就医管理子系统是国家医保信息平台规划建设的 14 个业务子系统中第一个上线运行的子系统，截止目前，系统承载全国 32 个省份、400 多个医保统筹区、29317 家医疗服务机构，系统交易数据准确、运行状态平稳。系统上线后，超过 13.5 亿参保群众可通过线上、线下渠道直接申请异地就医备案，享受跨省异地就医直接结算服务，解决参保群众异地就业、创业、探亲、转诊的问题。

图 31：跨省异地就医管理子系统四大特点



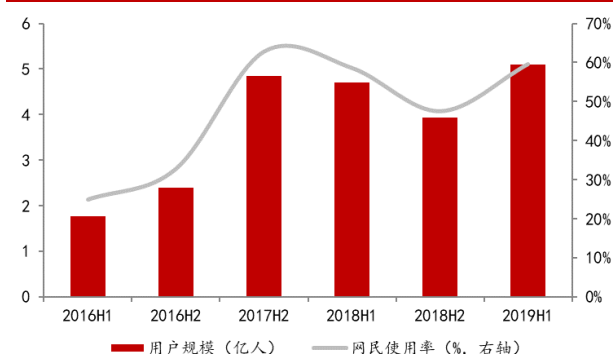
资料来源：公司官网，川财证券研究所整理

三、数字政务：行业空间大，招标逐步开启

3.1 行业：我国数字政务发展水平进入全球前列

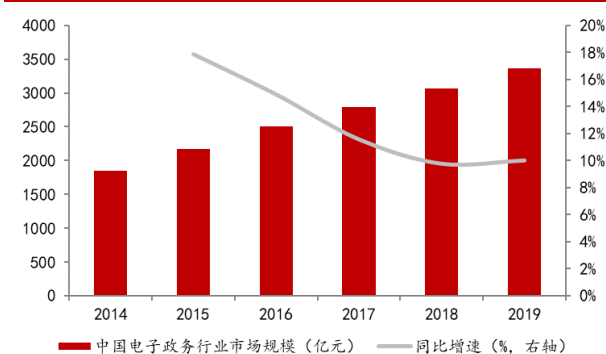
数字政务行业空间大，我国数字政务发展水平全球领先。截至2019年6月，我国在线政务服务用户规模达到5.09亿，占网民整体的59.6%。2014-2018年期间我国电子政务市场规模逐年扩张，年均复合增长率为13.48%。2018年电子政务市场规模为3060亿元，同比增长9.74%，初步估计2019年我国电子政务市场规模保持较高增速增长，市场规模近3366亿元。赛迪顾问发布的《2020 联合国电子政务调查报告》对全球193个联合国成员国电子政务发展水平进行评估，全球排名从2003年第74位提高到了2020年第45位，排名提升29个名次，达到全球电子政务发展“非常高”的等级水平。

图 32：在线政务服务用户规模及使用率



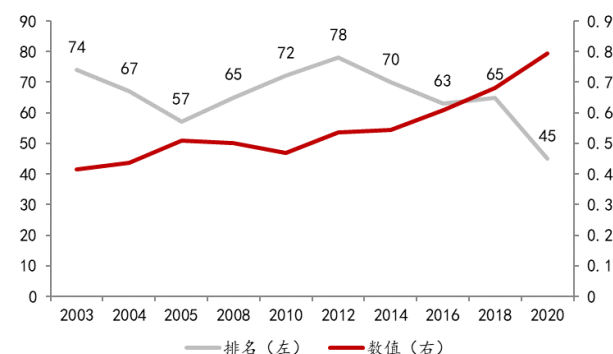
资料来源：中国互联网络信息中心，川财证券研究所

图 33：我国电子政务市场规模



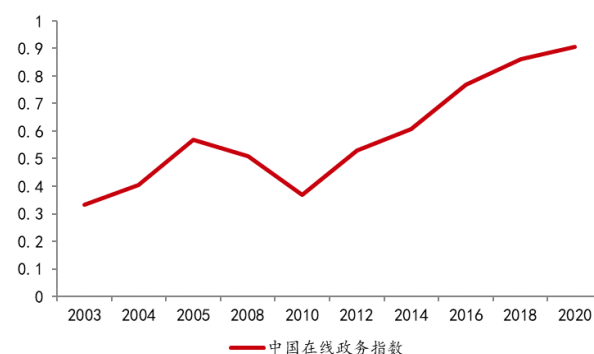
资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所整理

图 34：中国在线政务服务进入全球前 50



资料来源：赛迪顾问，川财证券研究所

图 35：中国在线政务指数值逐年提升



资料来源：赛迪顾问，川财证券研究所整理

2019年8月，民政部办公厅关于印发《金民工程一期项目试点工作方案》，公司承建“金民工程一期”应用支撑平台。通过先行先试，带动基础薄弱、应用水平落后地区信息化快速发展，与先进地区形成同频共振、纵横互联、交换共享的工作格局。金民工程各应用系统，采用两种部署模式。一是全国大集中模式，二是部省两级部署模式。对信息化水平较高省份。应用模式分为统一应用模式（统一使用金民工程建设的系统）以及自建应用模式两种类型。对于全国大集中部署模式，部省间数据交换为内部数据交换。对部省两级部署模式，分为接口调用模式和统一数据交换平台两种类型。金民工程的建设高峰应该在2020到2021年，预计2020年下半年招标开启，2021年开始释放业绩。

表格 4. 金民工程部署模式、应用模式、数据交换模式对照表

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：《金民工程一期项目试点工作方案》，川财证券研究所

3.2 公司：人社优势保持，民政和住房金融是看点

数字政务和智慧城市在公司营收中占比超过50%，毛利率明显提升，从2018年的30.48%提升至2019年的45.32%。公司数字政务业务主要包括四部分：人社、民政、住房金融、工会，未来一段时间民政和住房金融是数字政务的主要看点。

表格 5. 2019 年公司数字政务部分中标情况

	日期	中标项目	中标金额
人社	2019.12.12	四川省社会保障卡项目成都市人社智慧治理中心应用平台建设采购项目	2517万元
民政	2018.8.30	金保工程二期就业管理信息系统应用软件开发项目	160万元
	2018.5.25	民政部信息中心金民工程一期应用支撑平台开发集成项目	1277万元
	2019.5.24	四川省省级住房公积金管理中心公积金信息系统建设	417万元
住房金融	2019.2.15	西藏自治区住房资金管理中心住房公积金综合服务平台建设项目	555万元
	2019.9.18	雅安市住房公积金管理中心全国住房公积金数据平台接入及信息化建设项目	102.3万元
工会	2019.7.10	新疆维吾尔自治区总工会智慧工会平台项目	681万元
人大政协	2019.4.9	中国人民政治协商会议云南省委员会办公厅云南省政协“数字政协”建设软件开发及信息系统集成服务采购项目	810万元

资料来源：公司年报，各招标网站，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

人社：公司是社保核心平台主研单位，参与金保工程顶层设计。公司融合综合柜员制、“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“智慧”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，树立全国智慧人社新标杆。2018年，公司新承建就业管理信息系统全国统一软件、人力资源社会保障扶贫信息平台等国家级项目，并支撑着全国10余个省（自治区、直辖市）、100多个地级城市人社核心业务系统的稳定运行。2019年，公司持续深挖拓展人社市场，新增7个社保城市客户和11个就业城市客户。

表格 6. 2019 年公司人社业务进展

省份城市	项目
四川	承建了基于人社大数据的“成都人社智慧治理平台”
天津	承建了天津人社就业培训、技能鉴定、公共服务平台等项目
广东	承建潮州、汕尾等地智慧人社项目
湖北	承建了东风集团职称评定系统，该项目为公司首个人事人才B端项目
吉林	承建了长春全新社保线上线下一体化服务平台
广信	承建了广西人社就业创业、劳动仲裁、技工院校等项目
青海	承建了人社全民参保登记、大数据支撑平台、公共服务平台等项目

资料来源：公司年报，川财证券研究所

民政、工会、人大：2019年，公司在民政部以及湖北、四川、云南等地的接单项目顺利落地实施，并新拓展出山西、广西、西藏三个省级区域。接下来的2-3年是金民工程建设高峰期，一期项目快速复制从而实现规模推广，为公司带来更多的业绩增量。在工会市场，公司成功中标新疆维吾尔自治区总工会“智慧工会”信息化项目，实现工会领域省级案例重大突破。同时，公司承建湖北省总工会“互联网+工会”项目，中标“成都智慧人大”项目，并积极拓展“数字政协”项目，对延伸公司在数字政务领域的影响力具有重要意义。

住房金融：公司是住房金融行业首家“双贯标”应用开发商，业务围绕“住房+金融+科技”为主线，服务国家“住有所居”战略，为行业监管机构、机关企事业单位、金融机构及社会公众提供包括公积金核心业务系统、平台、项目运维等信息化服务。2019年，公司持续推进市场拓展，新增3个公积金核心系统城市客户和6个公积金综合服务平台城市客户，并助力43个城市接入住建部数据平台。目前公司已为全国15个省、50多个地级以上城市的住房公积金管理中心提供高质量技术服务。目前已经进入全国前三甲，预计2020年覆盖70多个城市，2022-2023年覆盖100个城市。

四、投资建议：

4.1 投资逻辑

智慧民生和军民融合服务商，深耕民生信息化二十余年。公司是智慧民生和军民融合服务商，由中物院国有控股。自上市以来，公司覆盖省份从15个拓展至25个，医院药店从1万家拓展至9万家，服务社会公众从4亿增加至6亿人。公司以医疗医保和数字政务为主，向智慧城市和军民融合领域拓展。经营稳健，研发助力高增长。自上市以来，公司的营业收入和归母净利润始终保持双位数增长，年复合增长率分别为22.6%和29.6%。近三年来，公司归母净利润增速不断加快、毛利率和净利率明显提升。

医疗医保：延续高增长，2020年依旧是看点。政策是医疗信息化行业投资的焦点，疫情是医疗信息化的催化。国家医保局的建立推动全国统一医保IT系统建设，未来2-3年，医保信息化建设浪潮将迎来高峰。久远银海中标国家医保局医疗保障信息平台建设工程第8包和第2包，5月，国家医保信息平台第二包跨省异地就医管理子系统成功上线。国家医保局的中标为公司在后续省市级医保平台招标奠定良好基础，市占率有望继续提升。预计省市级医保平台市场建设和DRGs市场空间超过百亿。

数字政务：行业空间大，招标逐步开启。数字政务行业空间大，我国数字政务发展水平全球领先。全球排名从2003年第74位提高到2020年第45位。我国电子政务市场规模保持较高增速增长，估计2019年市场规模近3366亿元。2019年8月，金民工程项目试点规划开启，预计2020H2招标开启，2021年开始释放业绩。久远银海是社保核心平台主研单位，参与金保工程顶层设计。数字政务和智慧城市在公司营收中占比超过50%，毛利率明显提升，其中民政和住房金融是未来一段时间数字政务的主要看点。

4.2 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 12.12、15.44、19.53 亿元，归属母公司净利润分别为 2.12、2.89、3.89 亿元，EPS 分别为 0.68、0.92、1.24 元/股，对应当前股价为 27.86 元，PE 分别为 41.26X、30.28X、22.51X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表格 7. 可比公司估值

代码	证券简称	收盘价	总市值	P/E			EPS		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300253.SZ	卫宁健康	23.54	502.30	94.27	67.64	50.82	0.25	0.35	0.46
300451.SZ	创业慧康	17.70	196.40	49.06	37.11	28.68	0.36	0.48	0.62
300078.SZ	思创医惠	13.02	113.20	44.26	31.87	24.71	0.29	0.41	0.53
300168.SZ	万达信息	27.79	330.03	106.03	75.95	58.14	0.26	0.37	0.48
600718.SH	东软集团	12.07	149.95	-	48.22	-	-0.02	0.25	-
300550.SZ	和仁科技	22.24	36.49	51.76	36.30	28.07	0.43	0.61	0.79
603990.SH	麦迪科技	46.97	68.67	75.71	58.99	43.39	0.62	0.80	1.08
300096.SZ	易联众	9.20	39.56	-	-	-	-	-	-
平均值			179.58	70.18	50.87	38.97			
002777.SZ	久远银海	27.86	87.49	41.26	30.28	22.51	0.68	0.92	1.24

资料来源: Wind, 川财证券研究所 (除久远银海外, 盈利预测来自 Wind 一致预期, 2020/07/29)

五、风险提示

1) 医保信息化建设、金民工程招标及建设进度不及预期：

国家级医保局平台上线后，省市级医保平台招标和建设进度不及预期。

2) 医疗医保、数字政务领域竞争加剧：

随着招标的开启，更多公司加入竞争，久远银海可能面临行业竞争加剧。

3) 公司与平安在 G 端、B 端、C 端合作进展不及预期：

目前久远银海和平安的合作是在 G 端、B 端有所体现，未来在 C 端业务拓展不及预期。

盈利预测

iu	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1016.4	1211.8	1543.5	1952.6
减:营业成本	513.4	596.2	725.7	886.1
营业税金及附加	8.8	10.6	13.5	17.0
营业费用	98.3	121.2	154.4	191.4
管理费用	197.5	230.2	290.2	363.2
财务费用	-7.4	-14.2	-11.5	-10.7
资产减值损失	-14.8	-14.8	-14.8	-14.8
加:投资收益	6.6	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	3.1	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	-42.9	0.0	0.0	0.0
营业利润	187.3	282.5	386.1	520.4
加:其他非经营损益	-0.4	1.4	1.4	1.4
利润总额	187.0	283.9	387.5	521.8
减:所得税	14.7	41.2	56.7	76.8
净利润	172.3	242.8	330.8	444.9
减:少数股东损益	19.8	30.7	41.9	56.3
归属母公司股东净利润	161.5	212.0	289.0	388.6
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	646.4	869.5	695.1	1093.0
应收和预付款项	333.2	274.3	498.2	477.8
存货	287.4	412.9	439.4	601.4
其他流动资产	255.8	255.8	255.8	255.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	46.3	46.3	46.3	46.3
固定资产和在建工程	93.4	392.5	691.5	990.6
无形资产和开发支出	196.9	192.7	188.5	184.3
其他非流动资产	10.3	8.7	7.2	7.2
资产总计	1869.8	2452.8	2822.0	3656.5
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	622.2	969.3	1035.2	1478.8
长期借款	0.0	50.0	100.0	150.0
其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	622.2	1019.3	1135.2	1628.8
股本	224.3	224.3	224.3	224.3
资本公积	493.6	493.6	493.6	493.6
留存收益	419.9	575.1	786.6	1071.1
归属母公司股东权益	1137.8	1293.0	1504.5	1789.0
少数股东权益	111.2	142.0	183.8	240.1
股东权益合计	1249.0	1435.0	1688.4	2029.1
负债和股东权益合计	1871.3	2454.3	2823.5	3658.0

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	171.8	495.9	121.4	720.8
投资性现金净流量	-17.5	-281.7	-281.7	-281.7
筹资性现金净流量	-122.4	8.8	-14.2	-41.2
现金流量净额	31.9	223.0	-174.4	397.9

财务分析和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力				
毛利率	49.5%	50.8%	53.0%	54.6%
销售净利率	17.0%	20.0%	21.4%	22.8%
ROE	14.2%	16.4%	19.2%	21.7%
ROA	9.5%	10.9%	13.3%	13.9%
成长能力				
销售收入增长率	17.6%	19.2%	27.4%	26.5%
净利润增长率	44.7%	40.9%	36.3%	34.5%
资本结构				
资产负债率	33.3%	41.6%	40.2%	44.5%
流动比率	2.4	1.9	1.8	1.6
速动比率	2.0	1.4	1.4	1.2
经营效率				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.8	1.4	1.7	1.5
业绩和估值				
EPS	0.5	0.7	0.9	1.2
BPS	3.6	4.1	4.8	5.7
PE	54.2	41.3	30.3	22.5
PB	7.7	6.8	5.8	4.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004