

久远银海（002777.SZ） 医疗民政双轮驱动，有望受益于信息化建设持续增长

2020 年 10 月 25 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
陈宝健（分析师）
应璘（联系人）

chenbaojian@kysec.cn

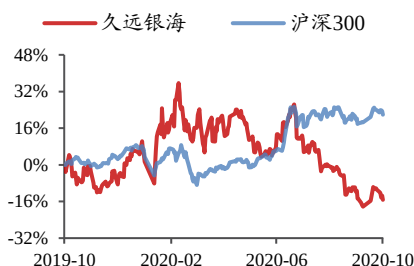
yingying@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790120100007

日期	2020/10/23
当前股价(元)	21.75
一年最高最低(元)	52.75/20.73
总市值(亿元)	68.3
流通市值(亿元)	62
总股本(亿股)	3.14
流通股本(亿股)	2.72
近 3 个月换手率(%)	65.6

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 国内领先智慧民生服务商，受益于医保平台建设和“金民工程”

久远银海凭借丰富的大型平台构建经验和持续更迭的产品技术，一方面陆续中标国家级/省级医保平台的建设，受益医保信息化，另一方面成功承接民政部信息中心金民工程一期项目建设，有望在后续的金民工程试点中凭借先发优势自上而下参与省级政务信息化建设，因而我们认为公司未来发展路径清晰，业绩确定性较强。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 1.93/2.62/3.41 亿元，EPS 为 0.61/0.84/1.09 元/股，当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 35/26/20 倍，相较于行业内其他公司估值较低，首次覆盖给予“买入”评级。

● 医保信息化和政务信息化市场需求大，DRGs、金民工程利好相关产业发展

1) 在医疗医保领域，随着医保局三合一地承接支付职能、定价职能和监督职能，医保信息业务系统将加速建立，一方面，医保业务系统迁移或新建将刺激医保 IT 系统的投入，医保信息系统有望进入全国性更新升级期；另一方面，新型医保基金管理系统的加速发展，带来新建需求。例如，DRGs 付费体系的落地，就将给医疗信息化带来超百亿的市场规模。

2) 在民政信息化领域，一方面“互联网+政务”的建设与维护在信息技术持续更迭中将保持稳定增长，另一方面，金民工程的加快普及将使得民政信息化建设在 2021 年迎来高峰期，我们预计 2021 年金民工程带来的民政信息化需求在 49 亿元左右，利好相关产业发展。

● 深耕政务信息化多年，先发优势明显，业务结构持续优化

久远银海业务范围主要涵盖医疗医保、智慧城市和数字政务三大领域，业务占比 80%以上且不断提高，承接了多项国家级信息化平台搭建项目，业务经验丰富，先发优势明显。公司研发实力强劲，产品线齐全，能够及时根据市场需求变化进行产品更迭，产品力强。随着公司产品结构的优化和标准化程度的提升，公司整体毛利有望稳步上升，带来盈利改善。

风险提示：信息化招标工作恢复不及预期的风险、人才竞争加剧风险

财务摘要和估值指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	864	1,016	1,218	1,633	2,101
YoY(%)	25.2	17.6	19.8	34.1	28.7
净利润(百万元)	119	161	193	262	341
YoY(%)	30.7	36.1	19.5	36.0	29.9
毛利率(%)	42.7	49.5	49.4	50.1	50.2
净利率(%)	13.7	15.9	15.8	16.1	16.2
ROE(%)	11.9	14.5	15.3	18.3	19.9
EPS(摊薄/元)	0.38	0.51	0.61	0.84	1.09
P/E(倍)	57.5	42.3	35.4	26.0	20.0
P/B(倍)	6.7	6.0	5.3	4.7	4.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 财务&订单：营收和业绩稳定增长，持续中标省级医保平台建设	3
1.1、 财务：2015-2019 年公司营收和业绩稳健增长	3
1.2、 订单：国家和省市级医保订单持续中标	4
2、 行业：信息化普及和政务职能变更，推动政务信息化需求释放	5
3、 公司：深耕政务信息化市场多年，业务结构持续优化	11
4、 盈利预测与投资建议	14
4.1、 核心假设	14
4.2、 盈利预测与投资建议	14
5、 风险提示	14
附：财务预测摘要	15

图表目录

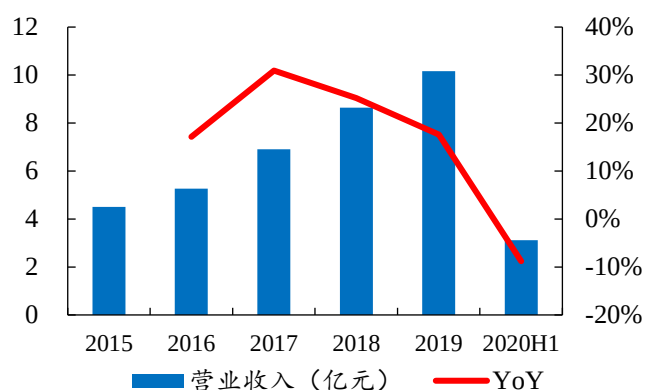
图 1： 2020H1 久远银海收入略有下滑	3
图 2： 2020H1 久远银海归母净利润略有下滑	3
图 3： 2017-2020H1 久远银海毛利率和净利率稳步提升	3
图 4： 2018-2020H1 久远银海研发费用率持续增加	3
图 5： 久远银海主营业务稳定	4
图 6： 久远银海主要业务毛利率稳步提升	4
图 7： 久远银海产品聚焦三大行业	4
图 8： 2018-2020H1 久远银海分业务营收增速分化	4
图 9： 我国政务信息化已发展至第四阶段	5
图 10： 我国电子政务发展迭代	7
图 11： 2018-2024E 预计我国电子政务软件市场稳定增长	7
图 12： 医保局组建对医疗信息化的市场拉动	8
图 13： DRGs 付费改革的市场规模测算（单位：万元）	9
图 14： 政务信息化建设内容总体架构图（以深圳市为例）	10
图 15： 久远银海民政信息化产品线丰富	12
图 16： 2014 年以来久远银海技术持续创新	13
图 17： 久远银海毛利率提升明显	13
图 18： 2018-2020H1 医疗医保业务毛利率波动上升	13
表 1： 久远银海参与国家级/省级医保建设订单汇总	5
表 2： 十八大以来政府推进“政务信息化”重要政策梳理	6
表 3： 国家医保局医疗保障信息平台建设工程中标情况	8
表 4： 截止至 2020 年 6 月关于 DRGs 付费改革政策	9
表 5： DRGs 付费改革给医疗信息化带来的市场规模预测（单位：万元）	9
表 6： 金民工程一期带来的民政信息化规模测算（单位：亿元）	11
表 7： 久远银海承接的国家级政务信息化项目	11
表 8： 民政部信息中心金民工程（一期）项目中标情况（总额 9251 万）	12
表 9： 久远银海 PE 低于行业可比公司平均水平（截止 2020.10.23 收盘）	14

1、财务&订单：营收和业绩稳定增长，持续中标省级医保平台建设

1.1、财务：2015-2019 年公司营收和业绩稳健增长

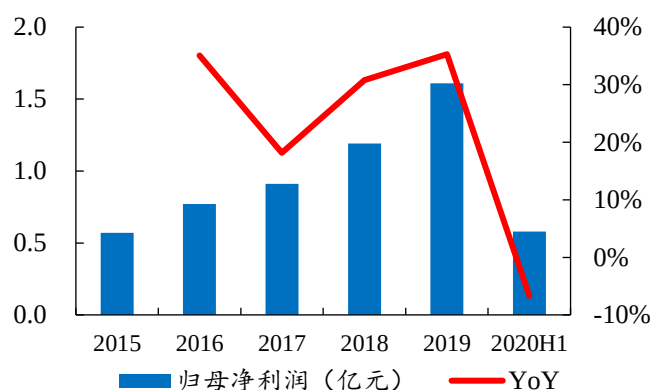
公司主营民生信息化领域软件产品、运维服务和系统集成，产品覆盖医疗医保、智慧城市、数字政务三大领域。2015-2019 年公司营收稳定增长，4 年 CAGR 达 22.58%，归母净利润平均增速近 30%。2020 年上半年公司实现营收 3.11 亿元，同比下降 8.8%，归母净利润 0.58 亿元，同比下降 6.68%，整体业务虽受疫情影响有所下滑，但根据公司半年报数据，上半年公司经营活动净现金流-0.98 亿元，同比增长 34.75%，合同负债还原到预收账款口径同增 15.7%，凸显公司业务实力。

图1：2020H1 久远银海收入略有下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

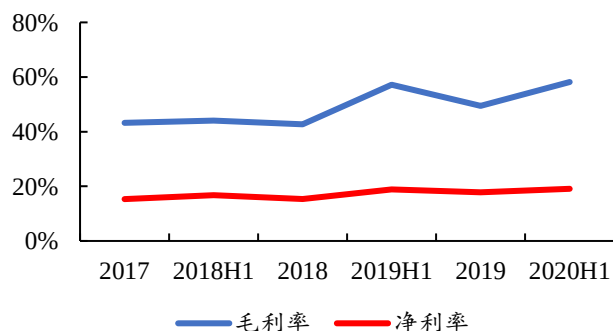
图2：2020H1 久远银海归母净利润略有下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

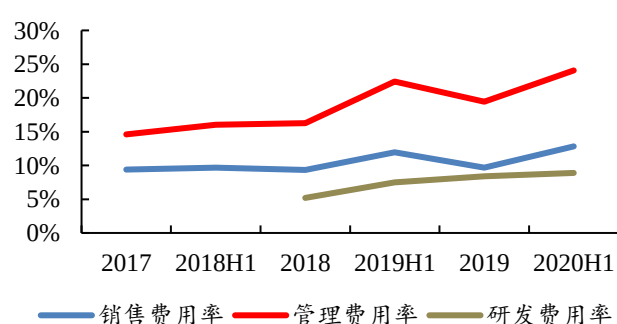
毛利率波动提升，净利率稳定增长。2017-2020H1，公司毛利率和净利率都持续提升，2020 年上半年毛利率 58.18%，较 2019 年同期 57.14%，提升 1.04pct，净利率 19.09%，较 2019 年同期小幅增长 0.2 pct。**费用端**，近几年公司销售费用和管理费用小幅上涨，主要是公司规模扩大、市场拓展和人员增加所致。同时，公司近几年持续研发新产品，研发投入和开发支出（研发资本化金额）都较大，为公司持续承接业务、提高技术实力奠定了良好的基础。

图3：2017-2020H1 久远银海毛利率和净利率稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

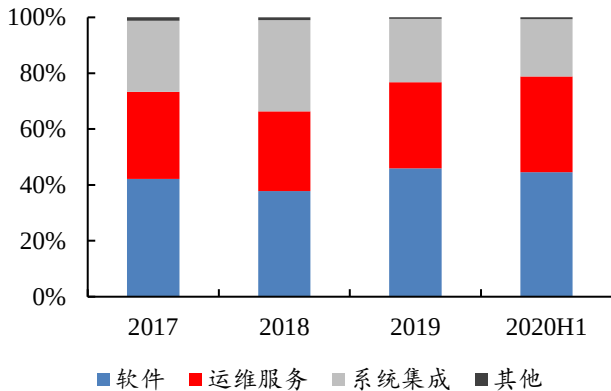
图4：2018-2020H1 久远银海研发费用率持续增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

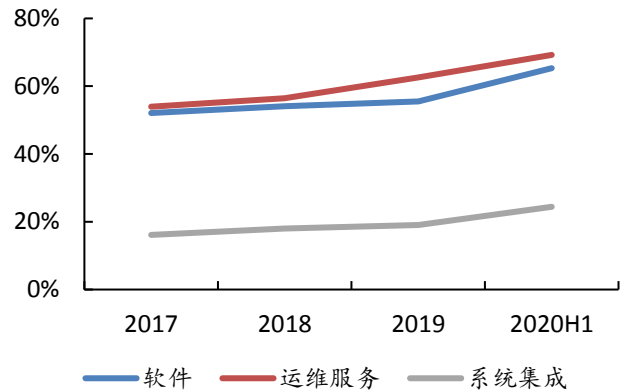
主营业务稳定，产品毛利稳步提升。公司是智慧民生服务商，主要产品为软件、运维服务和系统集成，三大产品收入占比 98%，主营业务稳定。从毛利的角度来看，受益于公司生产效率提高和产品创新，系列产品的毛利率都稳步提升。

图5：久远银海主营业务稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

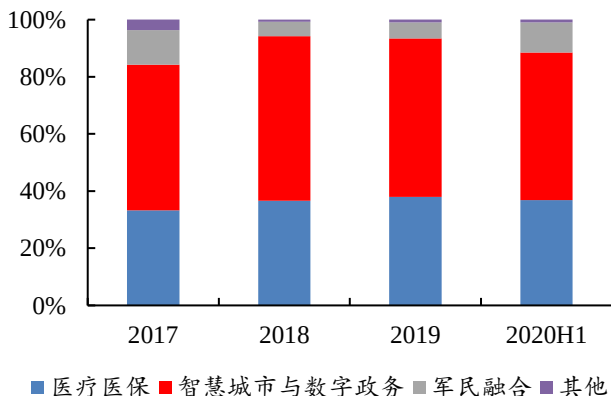
图6：久远银海主要业务毛利率稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

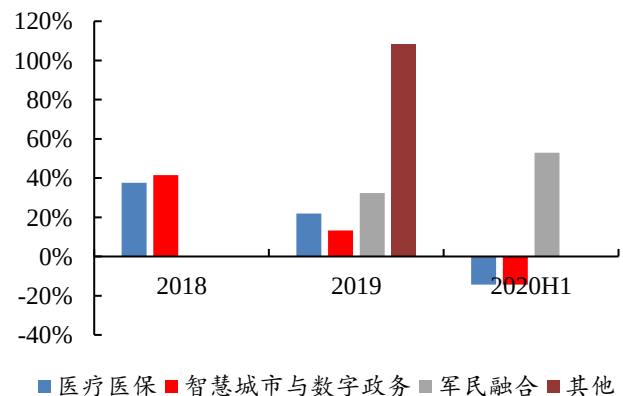
分行业来看，公司业务主要聚焦于医疗医保、智慧城市和数字政务三大客户群，业务收入合计占比 80%以上。2018-2019 年，三大业务的平均增速在 25%以上，2020 年上半年受疫情影响，收入增速转负。整体来看，公司软件与服务类产品在医疗市场和政务市场的竞争力都持续增强，核心技术和解决方案的能力受市场认可。

图7：久远银海产品聚焦三大行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2018-2020H1 久远银海分业务营收增速分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、订单：国家和省市级医保订单持续中标

在医保医疗信息化的逐步推进中，公司深度参与新时代医保信息化建设。从 2018 年起，公司就开始参与省级医疗医保项目的承建和开发，陆续在云南省和吉林省承建医保大数据和医保平台项目建设，2019 年，公司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，在国家级医保平台建设中担任核心角色，成功获得先发优势，为公司在新医保格局下参与市场竞争奠定了良好基础。2020 年上半年，公司以国家级平台项目建设经验和良好的品牌力和产品力陆续中标河北、青海、广东、贵州、海南等新医保信息平台建设，为公司后续的发展提供了持续的推动力。

表1: 久远银海参与国家级/省级医保建设订单汇总

时期	级别	中标订单
2020	省级	河北、青海、广东等省级新一代医保核心业务系统
2019	国家级	国家医保局医疗保障信息平台建设工程第8包和第2包
	省级	新疆区域医保融合支付平台项目
	省级	四川基层医疗机构医保结算平台
2018	省级	吉林省医保局大数据平台
	省级	云南省部分省市医保 DRGs 平台

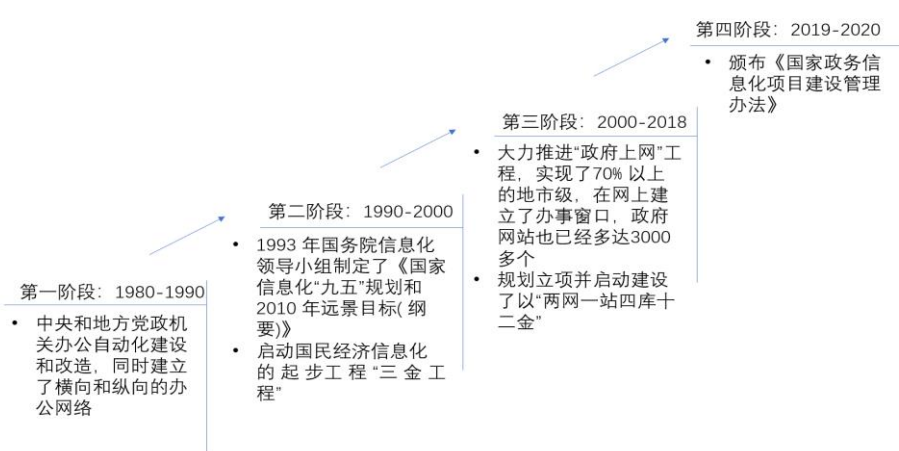
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2、行业：信息化普及和政务职能变更，推动政务信息化需求释放

一方面，随着大数据的普及和科技的发展，利用信息化手段改进政府行政方式、创新政务流程已经成为政府提高工作效率和管理水平的必经之路；另一方面，在我国政府从“管理型政府”向“服务型政府”的转变过程中，提高政务活动的公开性和透明度，更好的实现便民和与民沟通也要求全面推进数字政府建设。

行业需求 1): 在政务信息化领域，2020 年《国家政务信息化项目建设管理办法》正式实施，对国家政务信息系统的规划、审批、建设、共享和监管作出规定，促进了政务信息化建设的标准化，将进一步释放政务信息化建设需求。从 20 世纪 80 年代起，我国的政务信息化就拉开了帷幕，期间经历了办公自动化的初级阶段、“政府上网”工程推进的发展阶段和“两网一站四库十二金”建设的整体框架构建阶段，对政务信息化有着越来越高的迭代要求。而随着《国家政务信息化项目建设管理办法》的颁布与实施，我国的政务信息化也步入了新的台阶，国家层面加强了政务信息化工程的统筹和管控，对政务信息系统的规划、审批、建设、共享和监管作出进一步规定，促进政务信息化建设的标准化，将进一步释放政务信息化建设需求。

图9: 我国政务信息化已发展至第四阶段



资料来源:《国家政务信息化项目建设管理历程和发展趋势》、王学光、开源证券研究所

表2: 十八大以来政府推进“政务信息化”重要政策梳理

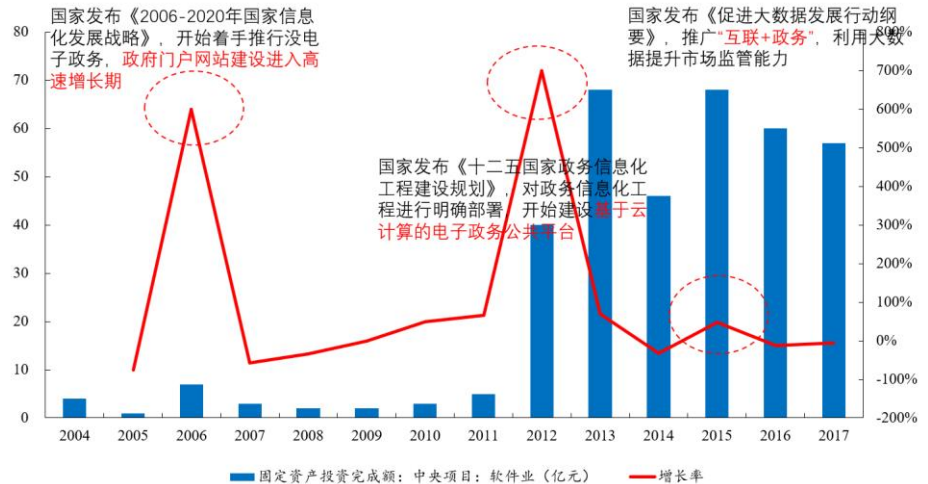
时间	机构	政策/文件	主要内容
2020.01	国务院办公厅	《国家政务信息化项目建设管理办法》	对国家政务信息系统的规划、审批、建设、共享和监管作出规定
2018.06	国务院办公厅	《国务院办公厅关于印发进一步深化“互联网+政务服务”推进政务服务“一网、一门、一次”改革实施方案的通知》	进一步深化“互联网+政务服务”，充分运用信息化手段解决企业和群众反映强烈的办事难、办事慢、办事繁的问题；加快推进政务服务“一网通办”和企业群众办事“只进一扇门”、“最多跑一次”
2017.08	五部门	政务信息系统整合共享实施方案	包括三部分内容：工作目标、重点任务和加强组织领导和工作保障。其中的工作目标是：2017 年年底前，围绕制约“放管服”改革深入推进的“信息孤岛”问题，初步实现各部门整合后的政务信息系统统一接入国家数据共享交换平台。……在完成阶段性 4 个目标的基础上，逐步拓展政务信息系统共享范围，深化信息资源应用，进一步支撑“放管服”改革，提升政府治理能力
2016.12	国务院	国务院关于印发“十三五”国家信息化规划的通知	统筹发展电子政务：建立国家电子政务统筹协调机制，完善电子政务顶层设计和整体规划，统筹共建电子政务公共基础设施，加快推进国家电子政务内网建设和应用，支持党的执政能力现代化工程实施，推进国家电子政务内网综合支撑能力提升工程
2016.07	中共中央办公厅、国务院办公厅	《国家信息化发展战略纲要》	持续深化电子政务应用，着力解决信息碎片化、应用条块化、服务割裂化等问题，以 信息化推进国家治理体系和治理能力现代化
2015.07	国务院	国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见	支持“互联网+”相关平台建设和应用示范， 加大政府部门采购云计算服务的力度 ，探索基于云计算的政务信息化建设运营新机制
2014.11	国务院办公厅	国务院办公厅关于促进电子政务协调发展的指导意见	促进电子政务协调发展的主要目标是：利用 5 年左右时间， 统一规范的国家电子政务网络全面建成 ；网络信息安全保障能力显著增强；信息共享、业务协同和数据开放水平大幅提升； 服务政府决策和管理的信息化能力明显提高 ；政府公共服务 网上运行全面普及；电子政务协调发展环境更加优化

资料来源：政府官网、开源证券研究所

根据智研咨询，我国电子政务软件市场规模在 2024 年将达 233 亿元。在政府提高信息化水平覆盖，建设数字型政府的过程中，将会对计算机软件市场产生巨大的需求。从存量市场来看，2018 年开始的政府机构改革过程中，新机构的设立和冗余机构的裁撤都对政府政务信息化范围的扩大和更新带来了巨量需求；而在增量市场中，信息技术的发展和数字经济的深化都要求政府不断地更迭信息化服务，我国电

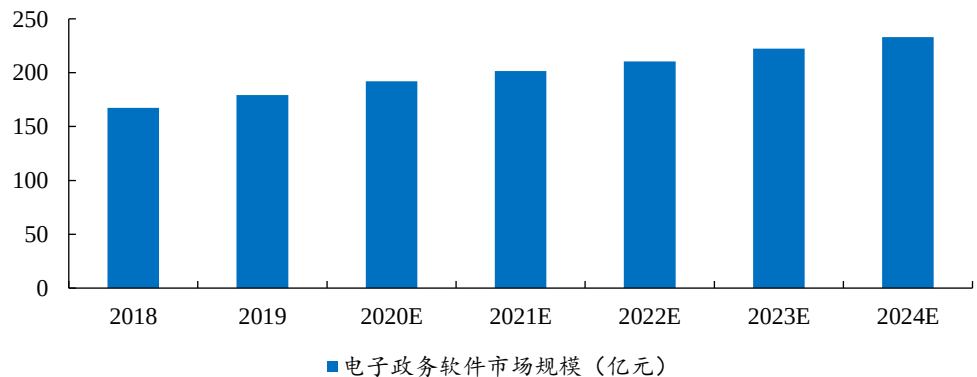
电子政务的建设过程能够很好的说明这一点：从政府门户网站的建立、到建设云服务电子政务平台、再到推广“互联网+政务”，电子政务信息化在信息技术的发展下产生了巨幅的增量需求。因此，我们认为，未来电子政务软件市场将保持稳定增长，根据智研咨询，到 2024 年，我国的电子政务软件市场规模将达到 233 亿元，年均增长率 5.67%。

图10: 我国电子政务发展迭代



数据来源：国家统计局、政府官网、开源证券研究所

图11: 2018-2024E 预计我国电子政务软件市场稳定增长

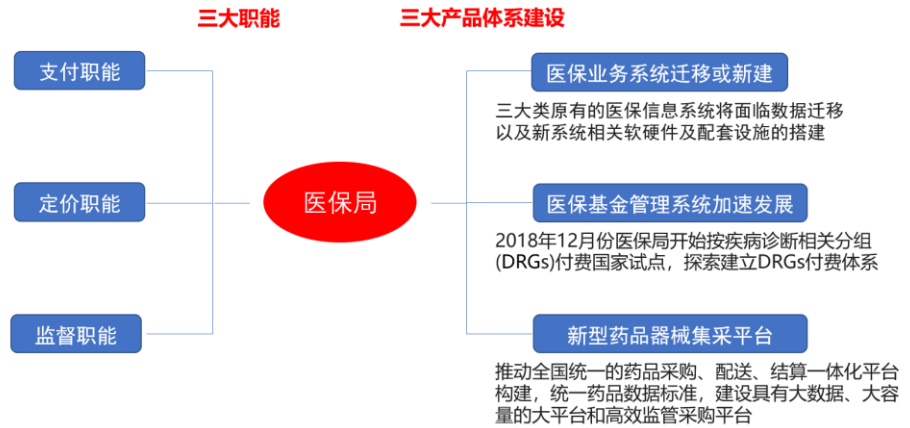


数据来源：智研咨询、开源证券研究所

行业需求 2)：在医疗信息化领域，2020 年 6 月，国家医疗保障局办公室印发了医疗保障疾病诊断相关分组(CHS-DRG)细分组方案(1.0 版)的通知，意味着 DRGs 付费体系即将建立，医保基金管理系统将加速建设。一直以来，我国医保体系都面临着老龄化加速和医保收支不堪重负的困境，为了更好的管理医保基金，减少不必要的诊疗行为，2018 年国家医保局挂牌成立。医保局成立后，三合一地承接了支付职能、定价职能和监督职能，体现三保合一、三医联动。**根据医保局的工作职责，医保业务系统将加速建立。**对应于医保局的三大职责，医保信息系统的数据迁移和相关配套设施的搭建、DRGs 付费体系和医保基金管理系统的加速建立，都驱动着医保信息系统的升级换代，刺激医保信息化建设投入增加。

一方面，医保业务系统迁移或新建刺激医保 IT 系统的投入，医保信息系统有望进入全国性更新升级期；另一方面，新型医保基金管理系统加速发展，带来新建需求。例如，DRGs 付费体系的落地，就给医疗信息化带来巨量市场规模。

图12：医保局组建对医疗信息化的市场拉动



资料来源：医信邦、开源证券研究所

表3：国家医保局医疗保障信息平台建设工程中标情况

分包	建设项目	中标商名称	中标金额
第1包	内部统一门户子系统、内部控制子系统	东软集团股份有限公司	259 万元
第2包	跨省异地就医管理子系统	四川久远银海软件股份有限公司	199 万元
第3包	支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	创智和宇信息技术股份有限公司	83 万元
第4包	药品和医用耗材招标采购子系统	厦门海西医药交易中心有限公司	168 万元
第5包	公共服务子系统、信用评价管理子系统	易联众信息技术股份有限公司	268 万元
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	上海金仕达卫宁软件科技有限公司	328 万元
第7包	宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	平安医疗健康管理股份有限公司	207.35 万元
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	易联众信息技术股份有限公司、四川久远银海软件股份有限公司和创业慧康科技股份有限公司的联合体	100 万元
第9包	应用系统集成服务	东华软件股份公司	81.8 万元

资料来源：中国政府采购网、开源证券研究所

DRGs 付费改革的深化，将给医疗信息化带来百亿市场需求。政策要求孵化行业需求，根据健康界的调研数据，随着 DRGs 政策的逐渐深化和明晰，未来 1-3 年（至 2022 年），开展按照 DRGs 付费的医院数量将占到 60.8%，DRGs 付费有望成为医保付费的主要手段。**在医院端**，根据国家卫健委发布的《2019 年我国卫生健康事业发展统计公报》，截至 2019 年末，我国共有三级医院 2749 个、二级医院 9687 个，而根据公开招投标信息，DRGs 系统建设费用为二级医院约 50 万元，三级医院约 180 万元，未来 3 年内（至 2023 年），随着 DRGs 的全面铺开和普及，预计将给医疗信息化带来 80 亿的市场规模需求。**而在医保局端**，根据中国采招网数据，地市级医保局建设 DRGs 系统费用约 200 万元-300 万元，全国共有 32 个省级医保局和 293 个地市级医保局，若假设建设总周期为 5 年，那么到 2025 年，DRGs 在医保局端和医院端的铺设将带来超百亿的市场规模。

表4: 截止至 2020 年 6 月关于 DRGs 付费改革政策

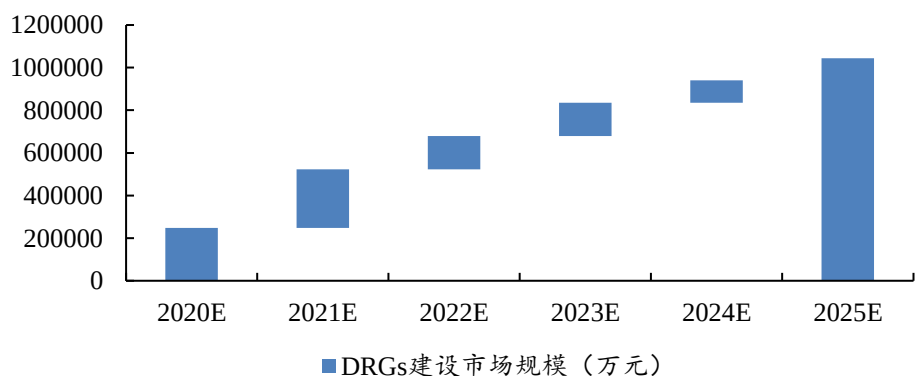
时间	机构	政策/文件	主要内容
2020.06	国家医疗保障局办公室	医疗保障疾病诊断相关分组（CHS-DRG）细分组方案（1.0 版）	应用统一的 CHS-DRG 分组体系，共 618 组；规范基础数据使用和采集工作；稳妥推进模拟运行；完善试点配套政策
2019.06	国家医保局、财政部、国家卫生健康委、国家中医药管理局	《关于印发按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知》	要求各试点城市及所在省份要在国家 DRG 付费试点工作组的统一领导下，按照“顶层设计、模拟测试、实际付费”三步走的思路，确保 2020 年模拟运行，2021 年启动实际付费
2018.12	国家医疗保障局办公室	《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》	通过 DRGs 付费试点城市深度参与，共同确定试点方案，探索推进路径，制定并完善全国基本统一的 DRGs 付费政策、流程和技术标准规范，形成可借鉴、可复制、可推广的试点成果
2017.06	国务院办公厅	关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见	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，各地要选择一定数量的病种实施按病种付费，国家选择部分地区开展按疾病诊断相关分组（DRGs）付费试点，鼓励各地完善按人头、按床日等多种付费方式

资料来源：政府官网、开源证券研究所

表5: DRGs 付费改革给医疗信息化带来的市场规模预测（单位：万元）

	总数目 (个)	建设单价 (万 元)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
建设覆盖度			30%	50%	65%	80%	90%	100%
医保局端	325	200	19500	32500	42250	52000	58500	65000
医院端								
三级医院	2749	180	148446	247410	321633	395856	445338	494820
二级医院	9687	50	145305	242175	314827.5	387480	435915	484350
合计 (万 元)	12761		313251	522085	678710.5	835336	939753	1044170

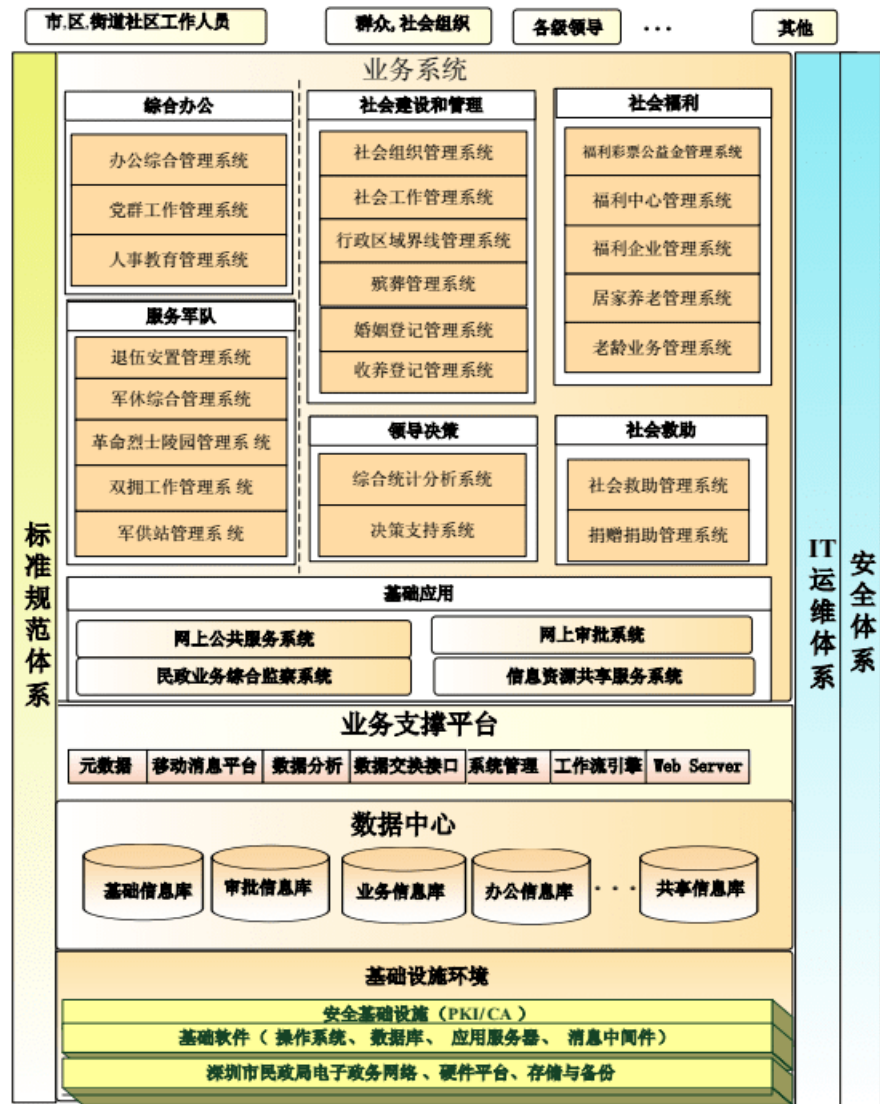
资料来源：《2019 年我国卫生健康事业发展统计公报》、中国政府采购网、开源证券研究所

图13: DRGs 付费改革的市场规模测算（单位：万元）


数据来源：《2019 年我国卫生健康事业发展统计公报》、中国政府采购网、开源证券研究所

行业需求 3): 民政信息化领域,随着金民工程一期第一批试点的成功推行,2020年7月,金民工程一期第二批试点正式开启,预计将带来民政和人社新一轮建设需求。金民工程试点要求建立“互联网+民政服务”平台,以解决民政统计数据与业务数据“两张皮”的问题,提高民政服务规范化、标准化水平。**就建设内容来看**,社会救助、养老服务、儿童福利、社会事务等业务系统都需要实现互联网+,系统建设内容广泛;**就试点范围而言**,第1批试点9个省(自治区、直辖市),第二批试点10个省(区、市),全国试点范围已过半;**就建设时间来看**,计划要求第1批试点地区于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,第2批试点地区于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,开展非试点地区应用推广,实现全行业全覆盖应用。受疫情影响,第二批试点省市整体推后,不过随着试点名单的出台和各省市的加紧建设,预计金民工程信息化将在2021年迎来高峰期。

图14: 政务信息化建设内容总体架构图(以深圳市为例)



资料来源:《深圳市民政信息化建设“十三五规划”架构设计》、深圳市民政局

不同地区的金民工程系统模式不同,大体上可以分三类:1)“统一应用+内部交换”模式,根据民政部信息中心的招标结果,该模式的投资额在1亿/省左右;2)“统

一应用+统一数据交换平台”模式，由于要更迭现有的平台和业务系统、建设数据交换平台，投资额会稍高，预计在 2 亿/省；3）“自建应用+接口调用”模式，由于需要各省市自己建设网络平台并调用接口，建设成本较高，预计在 3 亿/省。因此，结合金民工程已经公布的第二批试点名单和实际建成时间，预计 2021 年金民工程带来的民政信息化需求在 49 亿元，而剩下的省市未来还将带来 26 亿（2×13）的增量空间。

表6：金民工程一期带来的民政信息化规模测算（单位：亿元）

部署模式	应用模式	数据交换模式	试点城市	预计投资 金额	合计
全国物理大集中	统一应用	内部交换	陕西、西藏、新疆	1 亿	
部省两级	统一应用	统一数据交换平台	江苏、福建、青岛、天津、内蒙古、河南、甘肃、湖北	2 亿	
	自建应用	接口调用	上海、浙江、江西、广东、北京、山东、重庆、云南、宁夏、新疆生产建设兵团	3 亿	49 亿

资料来源：政府官网、中国政府采购网、开源证券研究所

3、公司：深耕政务信息化市场多年，业务结构持续优化

公司从创立之初就深耕政务信息化领域，以人社项目作为其切入市场的着力点，沿着“人社-公积金-民政-医疗-医保”的发展脉络，在政务信息化领域承接了大量国家级、省市级的项目，拥有丰富的政府项目建设经验，逐渐成长为体系化的智慧民生解决方案提供者。

竞争力 1：公司参与国家级别政务平台的建设，有望凭借先发优势自上而下参与省级政务信息化建设。

2017 年起，公司陆续承接了数个国家级人社政务平台的建设，积累了丰富的大型平台建构经验，并在 2019 年的金民工程一期招标过程中，凭借强大的技术实力和深耕政务信息化的成熟经验成功中标“应用支撑平台开发集成项目”，成为国家级政务平台的开发者。

表7：久远银海承接的国家级政务信息化项目

时间	国家级项目
2019	民政部“金民工程一期”应用支撑平台
2018	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
	民政部居民家庭经济状况核对信息系统 2.0 版
2017	全国城乡居民人社公共服务平台
	人社部宏观决策支持系统
	养老保险精算平台
	信息化项目管理系统

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表8: 民政部信息中心金民工程（一期）项目中标情况（总额 9251 万）

中标项目子包	中标金额（万元）	中标方
应用支撑平台开发集成项目	1277	四川久远银海软件股份有限公司
社会救助业务系统项目 01 包	790	上海速连信息科技有限公司
社会救助业务系统项目 02 包	897	太极计算机股份有限公司
公共服务与决策支持系统项目 01 包	1041	东软集团股份有限公司
公共服务与决策支持系统项目 02 包	1081	北京久其软件股份有限公司
社会福利与慈善业务系统项目 01 包	1077	万达信息股份有限公司
专项社会事务管理业务系统项目 01 包	717	中科恒远股份有限公司
专项社会事务管理业务系统项目 02 包	880	深圳市永兴元科技股份有限公司
标准规范建设项目	169	北京科迪智标信息技术有限公司
网络安全等级保护测评和咨询项目	258	公安部第三研究所
金民工程一期系统集成项目	676	新晨科技股份有限公司
监理项目	388	北京赛迪工业和信息化工程监理中心有限公司

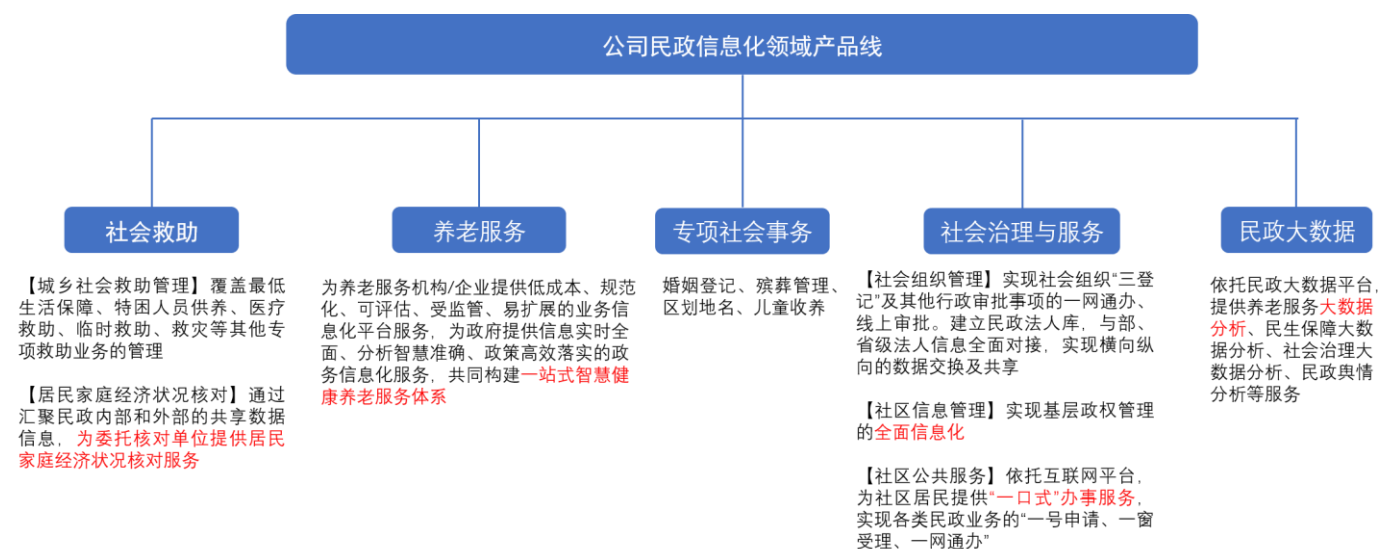
资料来源：中国采招网、开源证券研究所

金民工程是全国性大型政务信息化改造工程，民政部信息中心的构建在很大程度上能给地方民政厅（局）提供样板经验。依托上述重大项目的建设，公司的行业深度理解能力及行业创新能力进一步提升，有望凭借先发优势和国家级平台业务背书，自上而下地在后续的省级民政信息化高速发展期中获取相关订单，实现快速发展。

竞争力 2: 产品线齐全，产品跟随下游需求变化。

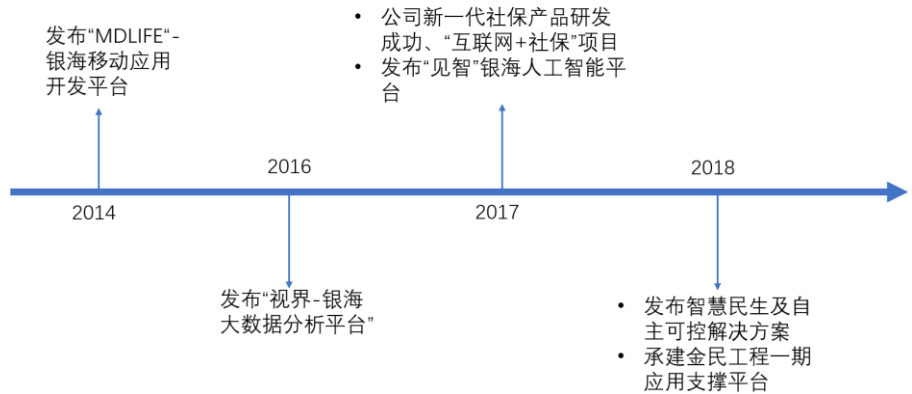
公司深耕政务信息化领域，持续推进解决方案研发和产品创新研发，以更加完整、更加成体系的解决方案及产品线助力“劳有所得、病有所医、老有所养、住有所居、弱有所扶”，助推智慧民生发展。由于技术的更迭、机构的重组和数据的复杂化等原因，政府民生对信息产品提出了更高的要求，在此背景下，公司紧跟市场拓展业务，持续扩大产品建设，推动产品创新研发，持续保持公司增长活力。

图15: 久远银海民政信息化产品线丰富



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图16：2014年以来久远银海技术持续创新



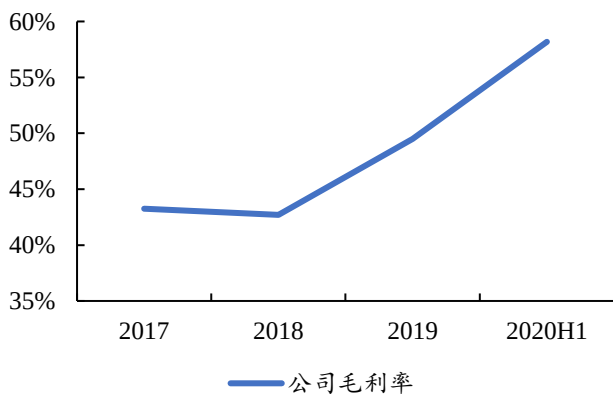
资料来源：公司公告、开源证券研究所

竞争力 3：软件和运维业务收入占比提升，产品标准化水平提升。

公司产品主要为软件、运维服务和系统集成，其中，前两项的占比持续提升，系统集成的收入占比已从 2017 年的 25% 下降为 2020 上半年的 20%，由于系统集成毛利率远低于软件和运维服务，公司在产品结构持续优化的过程中，毛利率有序抬升。

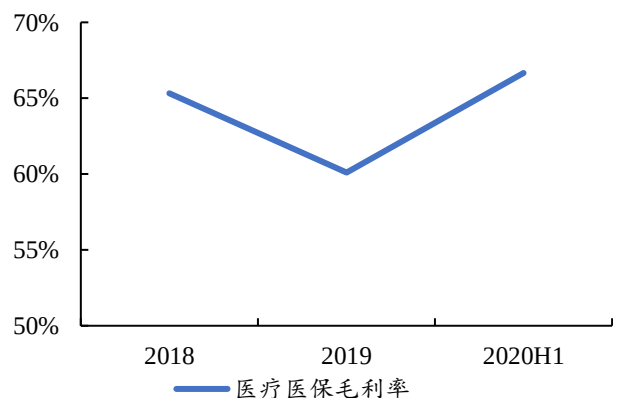
公司近些年深耕医疗医保业务领域，研制、开发和生产大量软件产品，虽然这些产品多为定制化软件，主要是针对具体实施工程项目的定点医院和定点药店定制的医疗保险支付软件产品，但一方面，这类软件通过产品配置、技术培训，就能够满足客户对产品的应用需求，具有区域性推广特点。另一方面，公司产品稳定性好，复用率高，标准化水平有所提升，也使得公司产品能够全国市场进行推广，带动医疗业务领域毛利率波动提升。

图17：久远银海毛利率提升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2018-2020H1 医疗医保业务毛利率波动上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

核心假设 1: 民政信息化和医疗信息化受益于金民工程和 DRGs 付费管理体系的开展将加快建设，前三个季度因疫情延迟的招标工作在 2020Q4 和 2021 年加速开展，2021 年处于招标建设高峰期。公司医疗医保、智慧城市和数字政务三大业务有望凭借国家级平台搭建经验优先受益。我们预计公司 2020-2022 年的收入增速分别为 19.8%、34.1%和 28.7%。

核心假设 2: 业务结构持续优化，高毛利的软件和运维业务收入占比持续提升，公司毛利率稳步增长。

核心假设 3: 随着公司业务范围的扩大和市场的加速拓展，预计期间费用率小幅上升。

4.2、盈利预测与投资建议

公司作为国内领先的智慧民生服务商，面对着国家加速民生变革，加快政务信息化和医疗信息化建设的行业机遇，正处于信息化建设和普及的爆发期，有望凭借丰富的国家级平台建设经验加速发展。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 1.93/2.62/3.41 亿元，EPS 为 0.61/0.84/1.09 元/股，当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 35/26/20 倍，相较于行业内其他公司估值较低，首次覆盖给予“买入”评级。

表9: 久远银海 PE 低于行业可比公司平均水平（截止 2020.10.23 收盘）

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300168.SZ	万达信息	285.85	2.97	4.18	5.73	96.19	68.33	49.88
300078.SZ	思创医惠	101.63	2.21	3.27	4.49	46.04	31.12	22.61
002368.SZ	太极股份	157.08	4.8	6.64	8.89	32.74	23.65	17.66
	行业平均	181.52	3.33	4.70	6.37	58.32	41.03	30.05
002777.SZ	久远银海	68.3	1.93	2.62	3.41	35.40	26.03	20.04

数据来源：Wind、开源证券研究所（万达信息、思创医惠、太极股份来源为 Wind 一致预期）

5、风险提示

1) 信息化招标工作恢复不及预期的风险。下半年疫情发展仍存在不确定性，考虑医疗信息化项目实施需要实地完成，如果疫情存在反复，仍会对公司招标和实施产生影响，进而影响全年业绩目标的达成。

2) 人才竞争加剧的风险。人才竞争的加剧可能使得公司面临人才短期或人才成本大幅提升的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1610	1679	2070	2493	3073
现金	761	803	1009	1143	1471
应收票据及应收账款	189	275	281	464	495
其他应收款	51	51	71	92	118
预付账款	12	8	16	16	26
存货	316	287	436	521	707
其他流动资产	281	256	256	256	256
非流动资产	346	366	381	418	456
长期投资	0	0	-1	-1	-1
固定资产	95	93	107	142	177
无形资产	149	162	164	167	169
其他非流动资产	103	111	111	111	111
资产总计	1957	2045	2451	2911	3529
流动负债	716	747	977	1226	1535
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	68	96	101	159	174
其他流动负债	648	651	877	1066	1360
非流动负债	126	50	53	62	67
长期借款	75	0	3	12	17
其他非流动负债	51	50	50	50	50
负债合计	842	796	1030	1288	1601
少数股东权益	95	111	135	170	212
股本	173	224	314	314	314
资本公积	545	494	404	404	404
留存收益	302	420	550	737	985
归属母公司股东权益	1019	1138	1286	1454	1716
负债和股东权益	1957	2045	2451	2911	3529

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	221	171	285	281	471
净利润	132	181	217	297	383
折旧摊销	21	26	31	37	45
财务费用	-6	-7	-7	-8	-7
投资损失	0	-7	-1	-2	-2
营运资金变动	55	-51	46	-43	55
其他经营现金流	19	29	-1	-1	-1
投资活动现金流	-430	-17	-44	-72	-79
资本支出	85	45	15	38	38
长期投资	-45	0	1	0	0
其他投资现金流	-390	27	-28	-34	-40
筹资活动现金流	389	-122	-34	-75	-65
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	-75	3	9	5
普通股增加	13	52	90	0	0
资本公积增加	423	-52	-90	0	0
其他筹资现金流	-47	-47	-38	-84	-69
现金净增加额	180	31	207	134	328

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	864	1016	1218	1633	2101
营业成本	495	513	616	815	1046
营业税金及附加	7	9	11	14	18
营业费用	81	98	116	155	200
管理费用	96	112	134	180	231
研发费用	45	85	110	147	189
财务费用	-6	-7	-7	-8	-7
资产减值损失	17	-15	0	0	0
其他收益	19	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	1	1	1
投资净收益	0	7	1	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	149	198	240	333	428
营业外收入	5	0	4	2	3
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	154	198	244	335	431
所得税	21	16	27	38	48
净利润	132	181	217	297	383
少数股东损益	14	20	24	35	42
归属母公司净利润	119	161	193	262	341
EBITDA	156	199	248	340	437
EPS (元)	0.38	0.51	0.61	0.84	1.09

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.2	17.6	19.8	34.1	28.7
营业利润(%)	23.1	33.4	21.2	38.6	28.7
归属于母公司净利润(%)	30.7	36.1	19.5	36.0	29.9
获利能力					
毛利率(%)	42.7	49.5	49.4	50.1	50.2
净利率(%)	13.7	15.9	15.8	16.1	16.2
ROE(%)	11.9	14.5	15.3	18.3	19.9
ROIC(%)	10.3	13.5	14.4	17.7	19.5
偿债能力					
资产负债率(%)	43.0	38.9	42.0	44.2	45.4
净负债比率(%)	-57.3	-60.6	-67.6	-66.7	-72.8
流动比率	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0
速动比率	1.4	1.8	1.7	1.6	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	5.3	4.4	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.51	0.61	0.84	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.54	0.91	0.89	1.50
每股净资产(最新摊薄)	3.25	3.62	4.09	4.63	5.47
估值比率					
P/E	57.5	42.3	35.4	26.0	20.0
P/B	6.7	6.0	5.3	4.7	4.0
EV/EBITDA	40.2	29.7	23.2	16.7	12.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn