

营收增长逐季加速，现金流改善明显

买入|维持

——久远银海(002777)2020年三季度报点评

事件：

公司于10月28日晚发布《2020年第三季度报告》。前三季度，公司实现营业收入4.98亿元，同比增长0.58%，实现归母净利润8859.62万元，同比增长5.18%。

点评：

● 第三季度公司业务显著恢复，营业收入与归母净利润获较快增长

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，公司的经营活动受到一定的影响，上半年营业收入与归母净利润均发生一定程度的下降。随着国内疫情得到有效控制，公司业务逐步恢复，前三季度公司营业收入与归母净利润增速双双翻正。第三季度，公司实现营业收入1.88亿元，同比增长21.27%；实现归母净利润3082.03万元，同比增长38.07%；实现经营性现金流净额9237.71万元，同比增长252.75%，经营质量有较大的改善。

● 公司市场拓展活动逐步恢复，加大研发投入提升创新能力

从各项费用情况来看，前三季度：1)销售费用率为14.32%，同比提升1.17pct，我们认为主要原因是随着疫情逐步得到有效控制，公司市场活动逐渐恢复；2)管理费用率为14.64%，同比下降0.67pct；3)研发费用率为8.58%，同比提升0.53pct。公司持续加大研发投入，不断加强软件和运维生产过程控制，深入推进“业务中台”建设，提升在医疗医保和数字政务方面的技术服务能力。信创方面，公司依托自主可控实验室，已完成面向大部分主流国产化IT厂商的软硬件产品的对接，以及主流云厂商的基础设施及技术中台的适配，形成了包括Ta+3构建化集成平台、应用支撑平台、MDLife移动应用开发平台等较成熟的国产行业应用中间件产品。

● 医保IT业务迎来高景气周期，在新格局下抢得先机

随着疫情形势的缓解，公司的签单持续向好。医保IT方面，根据中报，公司承建的国家医保平台建设工程第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）已进入验收阶段。公司陆续中标河北、青海、广东等省级新一代医保核心业务系统，在新医保格局下的市场竞争中优势明显。根据招投标网站的数据，省市级医疗保障信息平台的建设已经逐步展开，以青海省医疗保障信息平台建设项目为例，预算金额达2.76亿元，考虑到青海省的人口数量和经济水平，我们认为全国所有省市级平台的建设市场规模有望达到百亿级别。

● 投资建议与盈利预测

省市级的新医保IT建设已经在2020年全面展开，公司医保IT业务迎来高景气周期。预测公司2020-2022年营业收入为12.01、15.16、18.91亿元，归母净利润为2.02、2.52、3.15亿元，对应EPS为0.64、0.80、1.00元/股。过去三年公司的PE主要运行在35-75倍之间，目前计算机（申万）指数PE TTM为74.6倍，考虑到新冠肺炎疫情对业务的影响，小幅下调公司2020年目标PE至50倍，对应目标价为32.00元，维持“买入”评级。

● 风险提示

省市级医保系统招投标进度低于预期；DRGs建设进度低于预期；金民工程进度低于预期；新冠肺炎疫情导致客户支付能力不足，影响现金流。

当前价/目标价：21.40元/32.00元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：49.05 / 21.0

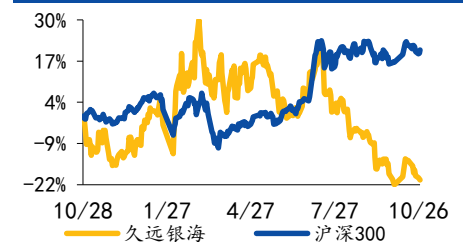
A股流通股（百万股）：272.28

A股总股本（百万股）：314.02

流通市值（百万元）：5826.73

总市值（百万元）：6720.11

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-久远银海(002777.SZ):疫情影响有限，新医保IT抢得先机》2020.08.26

《国元证券公司研究-久远银海(002777.SZ):疫情影响有限，持续成长无忧》2020.04.30

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

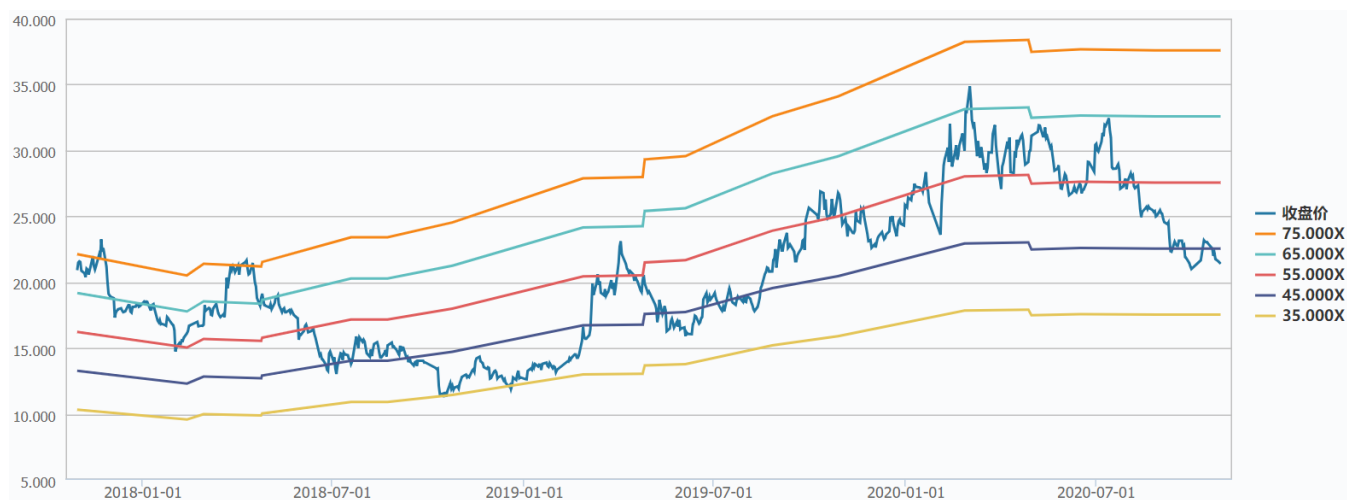
邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	864.14	1016.38	1201.41	1516.37	1890.95
收入同比(%)	25.16	17.62	18.20	26.22	24.70
归母净利润(百万元)	118.70	161.49	202.00	252.26	314.82
归母净利润同比(%)	30.73	36.06	25.08	24.88	24.80
ROE(%)	11.64	14.19	15.60	17.04	18.35
每股收益(元)	0.38	0.51	0.64	0.80	1.00
市盈率(P/E)	56.62	41.61	33.27	26.64	21.35

资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 1：久远银海过去 3 年 PE-Band



资料来源：Wind，国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1610.43	1678.99	2111.04	2497.41	3023.91
现金	760.76	802.57	823.47	1020.80	1342.38
应收账款	186.45	273.08	265.28	333.41	412.82
其他应收款	51.11	50.56	70.54	88.24	108.05
预付账款	12.31	7.94	12.60	13.87	15.79
存货	315.62	287.39	380.72	467.64	560.48
其他流动资产	284.18	257.45	558.42	573.44	584.39
非流动资产	346.29	366.39	353.57	363.74	373.97
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	94.58	93.43	95.49	97.81	100.73
无形资产	120.79	120.35	122.37	124.33	126.37
其他非流动资产	130.93	152.61	135.71	141.59	146.88
资产总计	1956.72	2045.38	2464.61	2861.14	3397.88
流动负债	715.86	746.59	989.83	1165.52	1428.40
短期借款	0.00	0.00	47.85	0.00	0.00
应付账款	68.00	95.93	86.40	112.50	143.27
其他流动负债	647.86	650.66	855.57	1053.02	1285.13
非流动负债	126.44	49.75	43.82	48.68	48.07
长期借款	75.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	51.44	49.75	43.82	48.68	48.07
负债合计	842.30	796.34	1033.64	1214.20	1476.48
少数股东权益	94.97	111.24	136.02	166.92	205.43
股本	172.54	224.30	314.02	314.02	314.02
资本公积	545.38	493.61	403.89	403.89	403.89
留存收益	301.53	419.89	577.03	762.10	998.06
归属母公司股东权益	1019.45	1137.80	1294.94	1480.02	1715.98
负债和股东权益	1956.72	2045.38	2464.61	2861.14	3397.88

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	220.74	170.69	36.69	340.71	429.44
净利润	132.47	181.33	226.78	283.16	353.33
折旧摊销	20.66	25.73	23.61	25.48	27.50
财务费用	-6.37	-7.36	-2.28	-2.82	-5.91
投资损失	0.00	-6.59	-5.62	-4.68	-3.63
营运资金变动	55.42	-51.05	-236.47	16.48	37.24
其他经营现金流	18.56	28.62	30.66	23.09	20.92
投资活动现金流	-429.72	-17.46	-21.08	-31.17	-34.90
资本支出	84.51	44.90	10.14	11.28	12.86
长期投资	44.84	0.00	7.30	4.28	2.51
其他投资现金流	-300.37	27.44	-3.64	-15.61	-19.53
筹资活动现金流	389.10	-122.44	5.30	-112.21	-72.95
短期借款	0.00	0.00	47.85	-47.85	0.00
长期借款	0.00	-75.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	12.54	51.76	89.72	0.00	0.00
资本公积增加	423.32	-51.76	-89.72	0.00	0.00
其他筹资现金流	-46.77	-47.44	-42.55	-64.36	-72.95
现金净增加额	180.11	30.79	20.90	197.33	321.59

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	864.14	1016.38	1201.41	1516.37	1890.95
营业成本	495.19	513.40	605.90	766.34	957.05
营业税金及附加	7.29	8.82	10.21	12.59	15.32
营业费用	80.59	98.30	115.94	144.81	180.02
管理费用	95.87	112.07	132.39	166.50	206.49
研发费用	44.84	85.39	125.80	152.26	182.79
财务费用	-6.37	-7.36	-2.28	-2.82	-5.91
资产减值损失	-16.65	-14.77	-10.64	-9.39	-8.21
公允价值变动收益	0.00	3.13	3.02	2.56	1.78
投资净收益	0.00	6.59	5.62	4.68	3.63
营业利润	148.62	198.21	247.57	308.90	385.25
营业外收入	5.38	0.15	0.21	0.26	0.36
营业外支出	0.42	0.55	0.45	0.47	0.51
利润总额	153.58	197.81	247.33	308.69	385.10
所得税	21.11	16.48	20.55	25.53	31.77
净利润	132.47	181.33	226.78	283.16	353.33
少数股东损益	13.77	19.84	24.78	30.90	38.51
归属母公司净利润	118.70	161.49	202.00	252.26	314.82
EBITDA	162.91	216.58	268.90	331.56	406.84
EPS (元)	0.69	0.72	0.64	0.80	1.00

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.16	17.62	18.20	26.22	24.70
营业利润(%)	23.10	33.37	24.91	24.77	24.71
归属母公司净利润(%)	30.73	36.06	25.08	24.88	24.80
获利能力					
毛利率(%)	42.70	49.49	49.57	49.46	49.39
净利率(%)	13.74	15.89	16.81	16.64	16.65
ROE(%)	11.64	14.19	15.60	17.04	18.35
ROIC(%)	29.10	100.96	60.25	82.63	122.29
偿债能力					
资产负债率(%)	43.05	38.93	41.94	42.44	43.45
净负债比率(%)	8.90	0.00	4.63	0.00	0.00
流动比率	2.25	2.25	2.13	2.14	2.12
速动比率	1.80	1.86	1.74	1.74	1.72
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.51	0.53	0.57	0.60
应收账款周转率	4.29	3.66	3.69	4.14	4.15
应付账款周转率	6.42	6.26	6.65	7.71	7.48
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.51	0.64	0.80	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.54	0.12	1.08	1.37
每股净资产(最新摊薄)	3.25	3.62	4.12	4.71	5.46
估值比率					
P/E	56.62	41.61	33.27	26.64	21.35
P/B	6.59	5.91	5.19	4.54	3.92
EV/EBITDA	35.12	26.42	21.28	17.26	14.07

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188