

## 公司研究

## 新万达，新起点

## ——万达信息（300168.SZ）跟踪报告

## 要点

**智慧健康和智慧城市领先厂商，转型升级为互联网化科技型公司：**公司成立于1995年12月，是国内领先的智慧城市和智慧健康整体解决方案提供商，2019年，中国人寿成为公司第一大股东。依托在医疗卫生和智慧城市领域积累下来的技术基础、行业基础、客户基础，公司逐步转型升级为互联网化科技型公司，近年来陆续推出市民云、健康云和蛮牛健康多款互联网产品，2020年市民云和健康云分别实现约0.8亿和1.2亿元的收入，蛮牛健康也在2020年实现当年研发、当年上线、当年创造收入，上述创新业务未来有望成为公司的主要增长点。

**蛮牛健康有望为公司带来第二增长极：**银保监会预计2020-2025年中国商业健康保险19%的年均增长率，空间巨大，同时健康管理服务模式有望成为行业新趋势。蛮牛健康是人寿入主后首个重点孵化的战略项目，主要聚焦科技化的健康管理和保险精准服务，为全人群提供全周期、全流程的健康管理服务。自上线以来，用户总数及注册用户数快速提高，截至3月15日，C端用户总数上升至357.78万，A端用户数上升至34.89万。2020年实现收入破千万，公司预计2021年有望实现3亿收入。受益于行业的快速发展、中国人寿及万达信息等股东的协同助力及公司的卡位优势，蛮牛健康未来有望成为公司的第二增长极。

**国寿入股，公司经营改善明显：**由于原公司大股东面临较大的股权质押风险，国寿集团于2018年12月通过纾困基金的形式受让其5%股权，后续又通过二级市场和可转债等方式累计增持公司股份至17.81%，成为公司的第一大股东。国寿入股之后，对公司历史问题和经营问题逐一解决，并且不久就推出蛮牛健康这个战略新业务，公司经营改善明显。

**订单和收入持续向好，新会计准则和历史因素处理造成利润亏损：**公司预计2020年收入为28-32亿元，同增约32%-51%，实现归母净利润为亏损11亿元-13亿元，利润亏损主要是受新会计准则和历史因素处理影响。考虑到目前在手合同较多且新签合同占比较高，2021年有望迎来盈利拐点；此外，随着传统业务的稳健增长和战略创新业务的快速增长，公司长期成长性值得期待。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到2020年订单和创新业务拓展超预期，上调公司20-22年营业收入分别至30.03、39.95和48.15亿元，考虑到新会计准则和历史因素影响，下调20-22年归母净利润预测分别为-11.18、2.64和3.67亿元（21-22年较之前预测分别下调了30.89%和21.58%）。看好公司作为医疗信息化领先企业，且国寿入主为公司带来的新动能和创新业务发力带来的业绩增长。

**风险提示：**与国寿协同不及预期；市民云、蛮牛健康、健康云等创新业务拓展不及预期；行业竞争加剧导致毛利率降低。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,205	2,125	3,003	3,995	4,815
营业收入增长率	-8.73%	-3.64%	41.35%	33.04%	20.52%
净利润（百万元）	232	-1,397	-1,118	264	367
净利润增长率	-28.95%	-702.30%	-20.00%	-123.57%	39.10%
EPS（元）	0.21	-1.23	-0.98	0.23	0.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.39%	-48.32%	-46.14%	9.81%	12.02%
P/E	69	NA	NA	63	45
P/B	4.4	5.7	6.8	6.2	5.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-25

当前价：14.53元

## 作者

分析师：姜国平

执业证书编号：S0930514080007

021-52523857

jianggp@ebsecn.com

分析师：万义麟

执业证书编号：S0930519080001

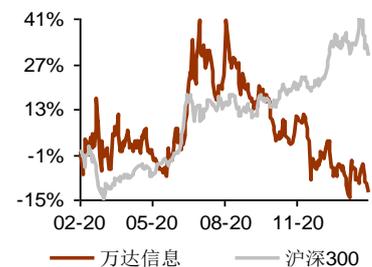
021-52523859

wanyilin@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	11.88
总市值(亿元):	172.56
一年最低/最高(元):	13.85/30.50
近3月换手率:	57.53%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.48	-27.58	-64.12
绝对	-22.17	-30.31	-30.91

资料来源：Wind

# 目 录

<b>1、智慧健康和智慧城市领先厂商，转型升级为互联网化科技型公司</b> .....	<b>4</b>
1.1、公司概况 .....	4
1.2、依托医疗卫生和政务业务优势，转型升级为互联网化科技型公司 .....	4
<b>2、国寿入股，公司经营改善明显</b> .....	<b>7</b>
<b>3、蛮牛健康有望为公司带来第二增长极</b> .....	<b>9</b>
<b>4、订单和收入持续向好，新会计准则和历史因素处理造成利润亏损</b> .....	<b>11</b>
<b>5、投资建议</b> .....	<b>14</b>
<b>6、风险分析</b> .....	<b>14</b>

## 图目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司医保信息化覆盖了全国 10 多个省市、30 多个地市、100 余个统筹区域.....	5
图 3: 公司市民云产品注册用户数情况.....	6
图 4: 市民云已上线的 8377 项服务分布情况.....	6
图 5: 蛮牛健康发展历程.....	7
图 6: 公司股权结构 (截至 2020 年 12 月 15 日) .....	8
图 7: 蛮牛健康“164 体系”——一个开放平台、六层业务架构、四种产品形态 .....	10
图 8: 蛮牛健康自成立以来加速拓展 .....	11
图 9: 公司近年来营收稳健增长.....	12
图 10: 受历史遗留问题处理, 19-20 年公司净利润出现亏损.....	12
图 11: 公司盈利能力情况.....	13
图 12: 国寿入股以来, 公司经营性现金流明显改善.....	13

## 表目录

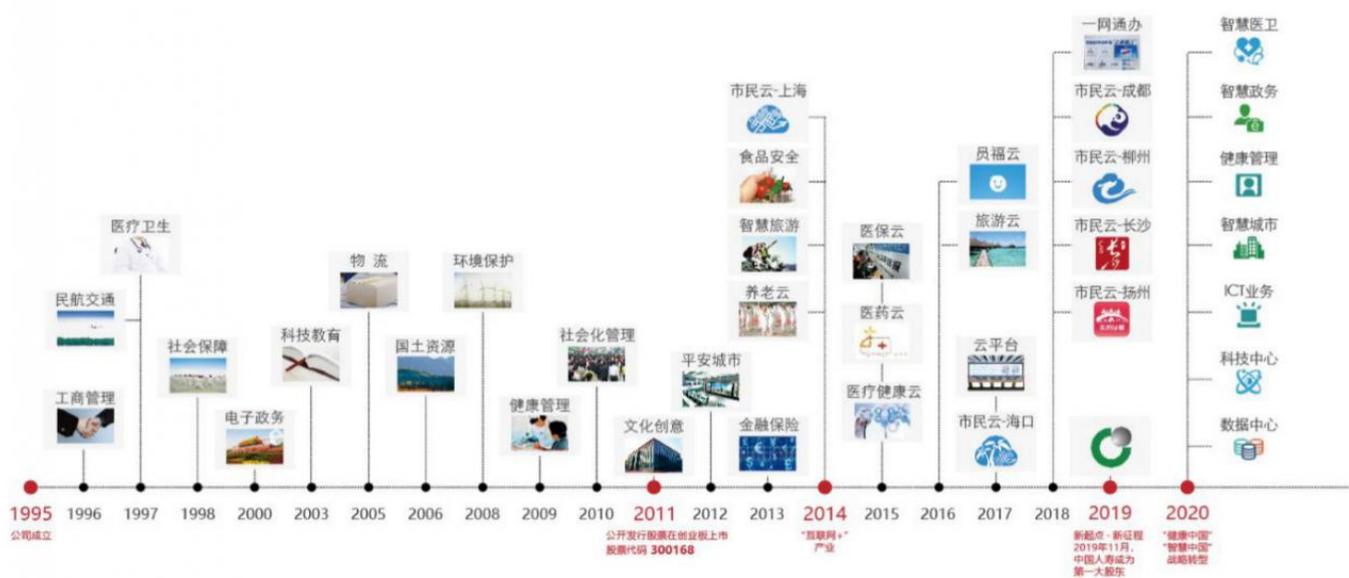
表 1: 国寿累计耗资 28.5 亿入股万达信息 .....	8
--------------------------------	---

# 1、智慧健康和智慧城市领先厂商，转型升级为互联网化科技型公司

## 1.1、公司概况

公司成立于 1995 年 12 月，一直致力以公共服务为核心的城市信息化领域，前身是科委下面的上海市计算机软件实验室，后来转变成事业单位，2011 年在创业板上市，2019 年，中国人寿成为公司的第一大股东。经过 20 年的发展，公司业务领域不断增加，现已成为国内领先的智慧城市整体解决方案提供商，业务领域涵盖医疗卫生、智慧政务、健康管理和智慧城市公共平台等多个领域的建设与运营。其中，卫生健康、民生保障、智慧城市公共平台等公司业务服务全国 8 亿人口。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网

## 1.2、依托医疗卫生和政务业务优势，转型升级为互联网化科技型公司

中国人寿战略投资万达信息以来，依托现有的在医疗卫生和政务领域的行业领先地位和客户基础，公司转型升级为互联网化科技型公司，与中国人寿全方位深度协同。公司作为未来中国人寿的科技板块，以科技创新能力为底层技术支撑，基于科技中台进行跨业务、跨行业知识萃取以及新产品开发，开展前沿技术与示范应用，在原有基础上规划“3+2”架构。其中，“3”基于传统业务，包含大政务、大医卫以及信创板块；“2”是战略项目，即智慧城市板块和健康管理板块。传统优势业务与创新业务紧密联系，互相联动赋能。传统优势业务为公司打造健康管理、智慧城市两大创新板块和升级为互联网化科技型公司奠定了坚实的技术基础、行业基础、客户基础。

**大政务：**主要给政府相关部门提供信息化解决方案。核心产品：数字政务（上海市“一网通办”）、市场监管、民生保障、智慧教育、城市安全等等。公司在上海市深耕细作，政务事业群和城市安全事业群在上海市的市场占有率均达到了

50%左右，同时将上海经验逐渐推广至全国市场。其中“一网通办”产品已陆续在上海各区的项目中落地，同时在全国行政服务中心的拓展上也取得了一定的成绩，湖南省、青岛崂山、潍坊等项目正在实施推进中。民生保障领域，公司积极探索新型创新业务开拓，推动行业发展和运营模式转型，完成了人社一体化业务中台产品规划、设计并率先在江苏省研发落地。此外，公司在广东、江西、重庆、四川等省市的人社重点项目也都顺利上线。2020年中标金额达到了12.8亿，同比增长32%，地域范围从上海走向全国，业务类型也在单纯信息化建设的进程增加了运营的服务。

**大医卫：**公司自1997年进入医疗卫生领域以来，经过20多年的发展和积累，已在“医疗、医保、医药”三医领域建立了全方位的软件和数据平台服务能力，奠定了坚实的用户基础，为6亿多人提供医疗健康服务。2020年公司大医卫业务新签订单10.6亿元，同比增长59%。

1) 医疗卫生：主要依托以前收购的上海复高（在上海的三甲医院里有较高市占率）和宁波金唐（主要面向中小型医院和医共体）。覆盖医院信息平台、平台化HIS、结构化电子病历、平台化HRP、多院区管理的数据中心、统一的知识和权限管理以及医疗大数据分析等应用，以支持分级诊疗、“三医联动”、“互联网+医疗健康”等稳定扩展。

2) 医保：是公司的传统强项业务。1998年，开始涉足中国医疗保险制度改革和医保信息化建设。2001年，承建并在上海落地了全国首个省级医保基金实时结算平台，2012年入围了国家级医疗服务监控系统核心公司名单，截至目前，公司建设的实时结算、异地结算、医保控费等业务系统覆盖了全国10多个省市、30多个地市、100余个统筹区域，服务了全国3.5亿人群。公司在宁波承建的医保监管系统得到了国务院的肯定，医保监控已成功推广至全国近百个统筹区域。同时，公司充分利用大数据资源与服务方面的优势，在坚持数据使用的合法性、安全性与合规性的原则下，积极开拓与各大保险公司在保险产品的开发营销、保险核保和理赔等方面开展紧密合作，打通医疗管理部门与各大商业机构的数据鸿沟，以不断拓展公司在企业端和个人端的用户基础，优化用户结构，通过探索型的商业模式增加可持续性的现金流收入。

图2：公司医保信息化覆盖了全国10多个省市、30多个地市、100余个统筹区域



资料来源：公司官网

3) 医药：公司承建了全国级的全国药品临床试验管理平台，以及省级核心平台上海市招采配用一体化平台（4+7 带量采购平台）。公司积极实施向公众服务的医药云平台，链接医院、药店和患者，优化患者购药流程，实现处方外配、网上购药、线上比价、在线支付和药品追溯等功能，在为医院、药店、患者提供智慧互联服务的同时，有助于公司拓展用户和优化收入结构。

**信创 (ICT)**：公司自 2009 年起主持和参与了多项核高基课题，并以此为契机深度介入信创领域，成为公司重要发展战略。目前该领域主要包括信息技术应用创新、数字园区、信息安全、云计算服务四大板块，此外，公司基于云计算、大数据、物联网等新兴技术，正加速向 ICT 综合解决方案提供商转型。公司孵化了基于新一代数字平台智慧园区解决方案、等保 2.0 一体化信息安全解决方案、智能化运维机器人解决方案、面向大型客户云计算服务解决方案等创新，助力 ICT 业务落地。公司依托国寿集团协同优势，打开信创业务新局面，先后陆续中标湖南省、四川省相关重大信创项目。2020 年 ICT 业务新签合同 10.3 亿，同比增长 107%。

**战略业务之智慧城市**：以市民云为主体的一站式“互联网+城市服务”平台。“市民云 APP”作为城市智慧服务的总入口、“一网通办”的移动端，是集成市民的出生、教育、就业、就医、养老等全生命周期服务的超级 APP，包括政务服务、生活服务及社区服务。“随申办市民云”是全国第一个突破千万注册用户的公共服务类 APP。2020 年市民云实现约 8000 万的运营收入，2020 年新拓展城市 12 个，累计落地 20 个城，覆盖人口 1.2 亿，用户突破 7168 万，同比增长了 232%。超 70% 用户会在 3 天内再次启动，超 60% 活跃用户连续使用天数在 3 天以上。在市民云已落地覆盖的大中城市里，已上线来自 1218 个机构的累计 8377 项服务，其中政务服务占比 59%，生活服务占 41%。市民云主要围绕商业化变现进行探索，在政府购买服务、企业购买服务、提供金融保险等增值服务方面，都取得了初步成效。此外，与广发银行业务合作取得进展；市民云已经在数字工会、数字社区等领域进行落地尝试，这些将在 2021 年呈现效果。市民云 2021 年计划新拓展城市 15 个，合计达到城市 35 个；注册用户数预计达 9000 万~1 亿；收入破亿、力争翻番，提高增值服务占比。市民云在全国的快速布局增强了公司从智慧城市建设者到运营者升级转型市场影响，为公司成为连接人和服务的“互联网+”第四极龙头企业夯实基础。

图 3：公司市民云产品注册用户数情况

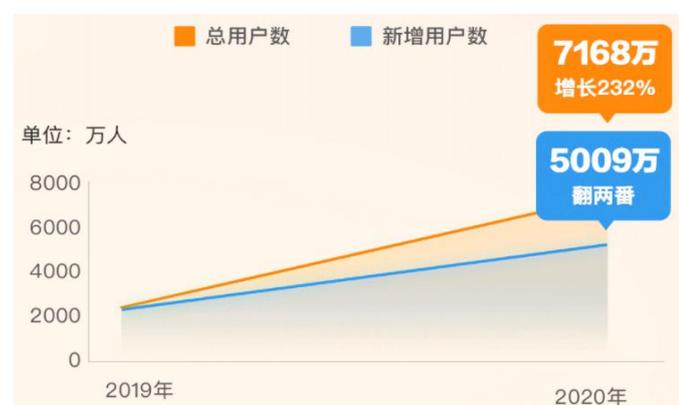


图 4：市民云已上线的 8377 项服务分布情况



**战略业务之健康管理：**公司健康管理主要是依托健康云和健康管理两款产品。

1) 健康云：2015 年底，公司的“互联网+医疗健康”服务平台“健康云”正式落地启动城市运营。平台目前已经建设成为政府提供公共卫生服务、医疗健康管理服务等“互联网+医疗健康”公共服务的统一应用入口，成为有效链接服务对象（居民）和服务提供者（社区医生、医疗机构、公共卫生机构等），支撑公众开展自我健康管理的线上服务管理工具，成为政府整合卫生、教育、体育、环保等各相关部门社区健康服务以及优质社会健康服务资源的转介/链接、应用和管理平台。健康云平台上线以来，取得了良好的社会效益，2020 年新拓城市 48 个，目前已累计覆盖上海、台州、宁波、义乌、温州、北京等 55 个城市，接入互联网医院 10 家，拓城速度加快；平台新增用户数 1971 万，同比增长 511%，累计用户数 2636 万，同比增长 308%；收入方面，2020 年实现约 1.2 亿，同比翻番。2021 年计划新拓展城市 35 个，累计覆盖城市达 90 个；平台注册用户数达 4000 万；健康云线上互联网医院拓展至 50 家。

2) 蛮牛健康：作为中国人寿入主公司后首个重点孵化的战略项目，“蛮牛健康”是新一代的“全生命周期健康管理平台”，着力打造健康筛查、健康计划、医疗服务、健康商城、生活检测、金融保险六层健康服务体系，为用户建立全程全方位的健康管理。用户群体包括：A 端“蛮牛伙伴”保险业务员端。B 端“蛮牛员福”是给国寿 4 亿团险用户服务，包含 100 万家企业级用户，做企业福利管理，C 端“蛮牛健康”是给个人用户使用。D 端“蛮牛医生”是医生端。2020 年 7 月份蛮牛健康在天津试运行，10 月 16 号在北京向全国发布 1.0 版本，自上线以来，C 端的用户总数及注册用户数快速提高，截至 3 月 15 日，C 端用户总数上升至 357.78 万，与 2 月 15 日相比，环比增长 33.59%；注册用户数上升至 63 万，与 2 月 15 日相比，环比增长 21.04%。A 端用户数上升至 34.89 万，与 2 月 15 日相比，环比增长 13.63%；注册用户数上升至 10.08 万，与 2 月 15 日相比，环比增长 15.23%。2020 年收入破千万。

图 5：蛮牛健康发展历程



资料来源：公司资料

## 2、国寿入股，公司经营改善明显

**国寿集团入股成为公司实际控制人。**由于上市公司前实控人史一兵面临较大的股权质押风险，国寿集团于 2018 年 12 月通过纾困基金的形式受让其 5% 股权。

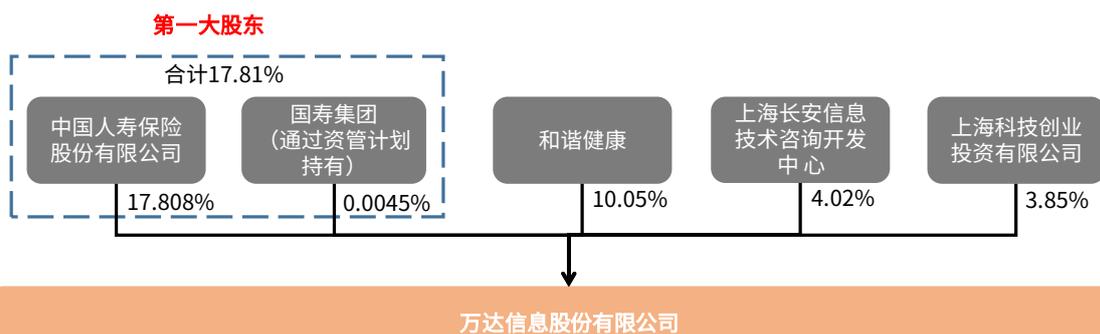
在完成首笔投资之后，基于对上市公司的业务看好以及自身科技转型的需要，自2019年起，中国人寿集团及其一致行动人通过二级市场购买、协议受让等方式增持万达信息股票，目前已经成为第一大股东，中国人寿集团及其一致行动人合计持有公司 2.12 亿股股票，占总股本的 17.81%。

表 1: 国寿累计耗资 28.5 亿入股万达信息

时间	增持	资金 (亿元)
2018 年 12 月	中国人寿通过旗下的中国人寿资产管理公司设立的专项纾困资管计划“凤凰系列”获得 5.0025% 股权	6.325
2019 年 3 月	中国人寿通过二级市场集中竞价增持 0.54% 股权	0.87
2019 年 4 月	中国人寿通过二级市场集中竞价及大宗增持 4.44% 股权	7.77
2019 年 8 月	中国人寿通过二级市场集中竞价增持 2.7234% 股权	3.55
2019 年 9 月	中国人寿通过二级市场集中竞价及大宗增持 2.1628% 股权	3.16
2019 年 10 月	中国人寿通过二级市场集中竞价增持 0.4017% 股权	0.64
2019 年 11 月	中国人寿通过二级市场及可转债转换股票增持 3.4159% 股权	6.23
合计耗资		28.5

资料来源：公司官网

图 6: 公司股权结构 (截至 2020 年 12 月 15 日)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

**公司经营改善明显：**国寿入股之后，人寿集团提名 3 名国寿系董事以及 1 名监事参与上市公司治理和公司实际经营。新一届董事会和管理层上任后，在原大股东非经营性占用资金爆出后，积极拜访各大银行，稳定和新增银行信贷，化解了公司的短期流动性风险；狠抓回款，清理旧账，增强了公司自我造血功能；积极处置历史投资问题项目，堵住风险漏洞，防止更大损失；同时，还采取多种措施积极督促原大股东归还占款；在稳定人才队伍上，公司开展了“鲲鹏展翅计划”，推行了薪酬激励和内部创业支持，公司经营改善明显。

**与国寿全方位深度协同：**自 2019 年 11 月国寿成为第一大股东以来，万达信息与中国人寿在全国 30 个省、直辖市、自治区开展协同销售活动超过 500 次，业务领域主要涵盖智慧城市、医疗卫生服务、信创服务、政务服务、健康管理服务等。2019 年 11 月至 2020 年 12 月末，由中国人寿推介等协同新增业务金额 6.09 亿元，其中，销售合同 14 份，金额为 3.84 亿元，已中标尚未签订合同项目 2 个，金额为 2.25 亿元。此外，万达信息与中国人寿直接签订销售合同及已中标合同金额合计已达到 8,528.71 万元。2020 年 10 月 16 日，与中国人寿签署了《战略合作协议》，双方同意三年上限为 43 个亿的关联交易。2021 年，在国寿协同深化的背景下，公司在金融领域信创的能力有望提高。如果未来公司能拿

到大股东国寿的信创项目，也意味着在金融行业有了标杆案例。积累了行业经验之后，公司就能持续开拓其他省份、其他行业的信创项目。2021年，在国寿协同深化的背景下，智慧政务的增长也非常受益。借助当地国寿分公司的力量，推进当地的销售，对公司拓展全国业务是非常有利的。

随着“健康中国”和“智慧中国”时代的到来，投资万达信息是国寿的战略性和布局，万达信息将是“科技国寿”战略的重要承载者，万达信息可以助力国寿保险金融主业发展，打造“金融+科技”的生态圈。考虑到万达信息之于国寿的重要战略地位，国寿未来有望还将不断加大对万达信息发展的支持。

### 3、蛮牛健康有望为公司带来第二增长极

**健康险市场空间巨大，健康管理服务模式有望成为新趋势：**根据卫健委的数据，2019年全国基本医保基金总收入达2.3万亿元，其中商业健康险的保费收入为7000多亿元。2020年1月份，中国银保监会等部门联合发布的《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》中提出，未来六年，中国的商业健康保险要保持19%的年均增长率，力争到2025年，商业健康保险市场规模超2万亿元。2019年11月，中国银保监会正式颁布了新修订的《健康保险管理办法》，新《管理办法》的重要亮点在于新增《健康管理服务与合作》章节，促进健康险和健康管理服务的融合发展，将健康保险产品包含健康管理服务成本比例上限提升至净保险费的20%（此前为12%），大幅提高的健康管理服务比例，将促进保险+服务的模式的发展。

蛮牛健康是公司旗下持股70%的子公司，成立于2019年11月，总部位于上海，是中国人寿入主万达信息后首个重点孵化的战略项目。蛮牛健康聚焦科技化的健康管理和保险精准服务，利用“互联网+”手段，基于AI及大数据技术，提供覆盖**健康筛查、健康计划、医疗服务、健康商城、生活检测、金融保险**等六大体系的全程健康管理和保险服务，实现健康科技和科技金融的结合。蛮牛健康致力于成为中国专业的健康管理服务提供商及领先的健康管理平台，实现线上与线下服务融合，为全人群提供**全周期、全流程的健康管理服务**。

#### 蛮牛健康是“一六四”的架构：

“一”是一个开放平台。公司不会自建医生团队或医助团队，因为成本很高资产配得很重。现在类似这样的创业公司也很多，公司完全可以拼长板的方式，把这些优秀的创业企业的功能整合在蛮牛健康上。蛮牛健康是一个开放的平台，同时也是一个资本孵化的平台。

“六”是六层架构。第1层筛查（包括从胎儿开始到老年人的全生命周期的筛查），第2层干预（以筛查为前提下的介入，包含了各种改善计划、运动计划、饮食计划、睡眠计划、用药计划等等），第3层医疗（互联网诊疗、在线预约问诊、挂号、健康专家的寻医问药等等这些功能都会加载在上面，最近互联网医院和社区医院纷纷上线），第4层健康商城（基于处方、慢病管理来做健康商城服务，包含医药商城、保健品商城以及与健康相关的可穿戴设备、智能穿戴设备等等），第5层检验检测（主要是针对居家的检验检测），第6层金融保险（结合中国人寿的金融功能，提供包括保险、银行的惠民贷等等金融服务在内的金融保险服务）。这样六层架构，能够给中国人寿以及未来保险行业客户、其他客户甚至提供全生命周期、全人群覆盖的健康管理服务。

“四”是四端联动。因为万达信息和国寿之间会有深度的协同，公司专门为国寿以及未来保险同业开发A端“蛮牛伙伴”，A端是保险业务员端。B端“蛮牛员福”是给国寿4亿团险用户服务，包含100万家企业级用户，做企业福利

管理。C 端“蛮牛健康”是给个人用户使用。D 端“蛮牛医生”是医生端，学习美国 Livongo 这家公司的方式做慢病管理。

图 7：蛮牛健康“164 体系”——一个开放平台、六层业务架构、四种产品形态



资料来源：公司资料

**蛮牛健康四个发展步骤：**1.0 版本是蛮牛的基础能力版本，即 2020 年 10 月 16 日发布的版本。这些基础能力有一部分是由蛮牛自身建立起来的，有一部分来自于万达信息之前在医疗健康领域的积累，也有一部分来自蛮牛合作伙伴提供的服务。截至目前，蛮牛已有 63 家服务供应商和 107 家货品供应商，可以做 63 种健康筛查，能够买到 28,000 多种药品（其中包括 120 种肿瘤靶向药）。2021 年有望上线 2.0 跟 3.0 版本。2.0 版本就是健康照护版本，针对心血管隐患的中年人及七八十岁的居家老人等重点人群，依托科技手段，通过穿戴式设备人体体征数据的采集以及后台的人工干预，对这些人提供健康照护服务。3.0 版本是 3.0 慢病管理版，将建立心血管家、肠管家、肺管家、肿瘤管家等，组织专家医生对有这方面需求的客户提供慢病长期管理。4.0 版本是全生命周期全流程版本。

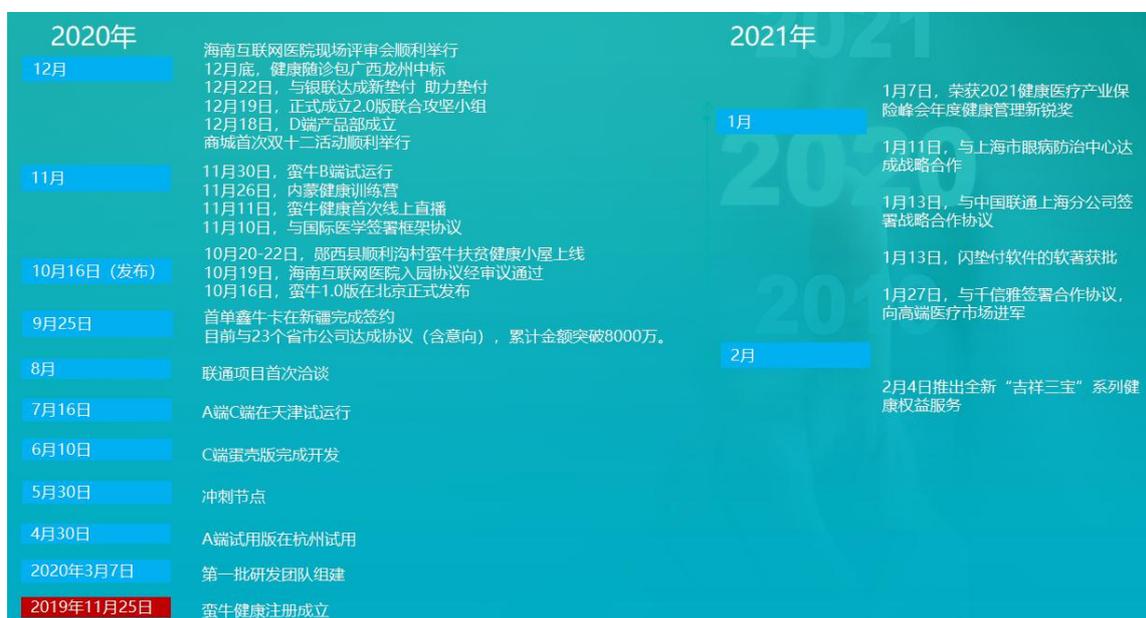
**蛮牛健康两个战略阶段：**首先“+互联网”，给中国人寿以及万达信息传统信息化加互联网，实现营收快速增长，为公司贡献毛利。其次，“互联网+”，载体就是即将发布的蛮牛 2.0 版本，通过在线运营实现在线转化。

**蛮牛健康目前主打四大主销产品类型：**健康权益、蛮牛商城、医保科技、培训服务。健康权益：权益服务（家庭医生、绿通、医疗费垫付、吉祥三宝）、健康筛查（中医 AI 检测、健康自测、脑卒中筛查）、问诊挂号、体检服务、基因检测、生命银行、癌症早筛、健康关爱卡；蛮牛商城：重疾特药、OTC 药品、保健品，健康小屋、可穿戴设备，还有大量的生活用品；医保科技：专属客户线上保险服务平台、专业专项健康管理会员服务平台、产品定向渠道供应链服务平台、企业人员管理与保险协同互动运营平台；培训服务：以直接面授、视频、直播等形态提供各类专业培训及关联企划，帮助各级营销机构强化专业素养，提升业务能力，并直接大量获客。

**蛮牛健康实现当年研发，当年上线，当年创收。**2020 年 7 月份蛮牛健康在天津试运行，10 月 16 号在北京向全国发布 1.0 版本，自上线以来，C 端的用户总数及注册用户数快速提高，截至 3 月 15 日，C 端用户总数上升至 357.78 万，与 2 月 15 日相比，环比增长 33.59%；注册用户数上升至 63 万，与 2 月 15 日相比，环比增长 21.04%。A 端用户数上升至 34.89 万，与 2 月 15 日相比，环

比增长 13.63%；注册用户数上升至 10.08 万，与 2 月 15 日相比，环比增长 15.23%。2020 年实现收入破千万。

图 8：蛮牛健康自成立以来加速拓展



资料来源：公司资料

目前蛮牛健康收入分为以下几部分：1) 会员卡的权益服务类收入；2) 蛮牛商城的销售收入；3) 健康小屋收入；4) 培训收入。其中，会员收入 (权益卡) 占整体收入的大部分。现在蛮牛健康 2020 年底已签合同 4000 多万，在途合同金额就将近 1 亿。根据公司公告，2021 年，蛮牛健康全年预期保守实现 3 亿收入、中性预期实现 5 亿收入、乐观全年实现 7 亿收入。受益于行业的快速发展、中国人寿及万达信息等股东的协同助力及公司的卡位优势，蛮牛健康未来有望成为公司的第二增长极。

## 4、订单和收入持续向好，新会计准则和历史因素处理造成利润亏损

国寿入股之前，受商业模式和公司治理等因素影响，公司有应收账款、存货、长期应收账款等占收入比重较高及前大股东占款等导致的现金流差、资产负债率高等问题，此外，原大股东质押质押率较高，公司历史遗留问题较大。

自 2019 年 10 月国寿成为第一大股东以来，新管理层上任后对各个历史遗留问题做了针对性处理，并对公司管理做了重新改革，使得公司重新回到正轨。如在原大股东非经营性占用资金爆出后，积极拜访各大银行，稳定和新增银行信贷，化解了公司的短期流动性风险；狠抓回款，清理旧账，增强了公司自我造血功能，公司经营性现金流也有 2019 年三季度开始转正，公司应收账款、长期应收账款占收入比例也在 2019 年和 2020 年前三季度不断下降；积极处置历史投资问题项目，堵住风险漏洞，防止更大损失；采取多种措施积极督促原大股东归还占款，2019 年 12 月 26 日，公司收到原第一大股东上海万豪投资归还了全部的非经营性占款 3 亿元；发行可转债解决现金流问题；对于部分历史存货的可变现净值低于账面价值做减值处理。

2019 年公司业绩大幅亏损主要是三方面因素：1、部分存货的可变现净值低于账面价值，公司计提存货跌价准备约 7.18 亿元。2、受管理层调整导致的人员配置效率降低、人力成本提升和历史订单周期较长的影响，公司成本明显上升，营业成本同比增加约 4.56 亿元，毛利额较 2018 年下降约 5.19 亿元。3、新业务的拓展导致各项费用有所增加。

**新会计准则和历史因素处理造成利润亏损：**公司预告 2020 年收入在 28 亿和 32 亿之间，同比增幅约为 31.80%~50.62%，实现归母净利润为亏损 11 亿元~13 亿元，具体原因和分析如下：

2020 年在收入大幅增长的情况下仍然出现大幅亏损的原因：1、由于受新冠疫情反复影响，工程设备交付延迟、工期延长以及部分客户需求发生较大变化，造成项目投入超出预期，使得部分存货的可变现净值低于账面价值，拟计提存货跌价准备约 4 亿元。2、组织架构调整和战略转型咨询费用增加导致管理费用增加。3、历史合同和新会计准则确认问题导致毛利下滑，具体如下：

1) 受到新会计准则影响，对于软件开发和集成类合同，收入确认方法从时段法变更为时点法，涉及到上千个以前年度签订未执行完毕的合同，要转回当年收入同时结转当期成本，该部分存量合同的历史包袱较重，收入占比约 70%，成本占比远超收入比重，其中：a、2020 年已经计提减值的合同，剩余收入只能覆盖剩余成本，对本报告期的毛利贡献为 0，不能产生新增毛利额贡献，这部分合同占全部收入的比重约为 21%；b、2020 年以前签的但是未计提减值的合同，这部分合同很多属于签订时间 3 到 5 年还没有验收完工，但是在今年的强管理措施推动下验收确认营业收入，实质上是延迟工期的。因为人工及其他费用逐年上涨，现在的人工费用和 3 年前是不可同日而语的，造成的实质影响就是现在的人工投入远超计划，这部分合同仅有微利，这部分占全部收入的比重约近 50%。所以在整个报告期的营业收入中，由于存量合同确认的收入占比高达 70%，这部分收入的成本较高，毛利不高，因此只有微利或者不盈利。

2) 2020 年新签的合同，包含软件开发、运营维护和集成三大类合同，在本报告期确认收入的合同毛利率相比去年是有质的飞跃，基本上达到预期的水平，比 19 年同期提升 10 多个百分点，特别是其中的软件开发类合同毛利率达到历史新高。这部分合同占全部收入的比重不到 30%。

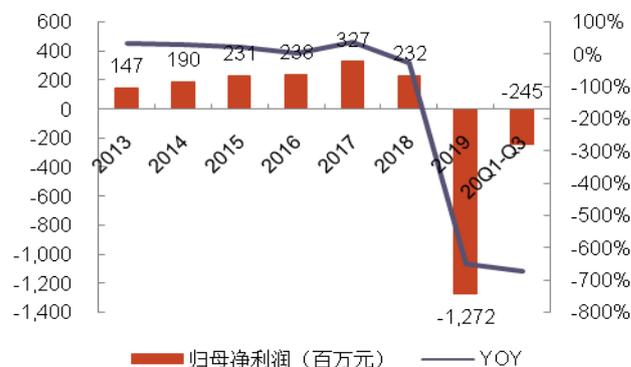
综上 2019 年和 2020 年业绩大幅亏损主要是因为新会计准则和历史因素处理，属于偶发性影响，随着历史遗留问题逐步解决及未来 2020 年及以后年份新签合同确认收入占比逐步提升，公司盈利能力有望回升到正常水平。

图 9：公司近年来营收稳健增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 10：受历史遗留问题处理，2019-2020 年公司净利润出现亏损



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 11: 公司盈利能力情况



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 12: 国寿入股以来, 公司经营性现金流明显改善



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所  
注: 2020 年为根据公司业绩预告和公告预测数据

**经营改善明显:** 虽然主要受历史因素影响, 公司出现亏损, 但新管理层直面公司的困难和挑战, 明确了“开源、节流、止血、降杠杆、化风险”的基本管理思路, 稳定客户; 狠抓回款, 清理旧账, 增强公司自我造血能力, 强化与国寿之间的优势互补、资源共享、业务协同, 公司经营改善明显: 1、经营现金流指标持续改善, 全年累计收回款项 33 亿元, 同比增幅 23%, 创近年新高, 从而实现 2020 年经营性现金净流入同比大幅增长超过 50%; 2、财务费用明显下降, 公司近十年对外投资性现金支出约 50 亿, 收回投资性现金仅 10 亿元, 导致负债融资规模高企, 财务费用持续增加, 2019 年达到峰值 1.8 亿元, 占营业收入比高达 8%, 2020 年公司通过加强资金计划管理, 优化负债结构, 缩短回款周期等措施多管齐下, 提高资金使用率, 使得 2020 年财务费用同比大幅下降约 40%, 占营业收入比重 3%, 逐步回归正常水平。3、资产质量明显增强, 2020 年公司在加强项目管理的同时, 重点推进旧账清收和疑难合同的验收工作, 公司应收账款和长期应收账款占收入比重持续降低, 应收账款及其他应收款信用减值损失同比呈现较大幅度下降, 应收账款周转率大幅改良, 存货周转天数也大幅下降。

**订单和收入持续向好, 静待业绩转暖:** 公司公告 2020 年实现营业收入为 28-32 亿元, 同比增长约 31.80%~50.62%, 其中市民云、健康云、蛮牛健康和信创是公司收入的主要增长点; 2020 年新签合同 38.98 亿元, 同比增长 40%; 截至 2020 年年末, 公司在手合同达到 42 亿元, 此外, 受益于 2020 年开展的合同清收行动, 验收了大批有疑难杂症的旧账合同, 留下的在手合同基本上都是在正常项目执行计划内的, 其中 72% 以上的合同是 2020 年新签, 这部分毛利率较高, 在手合同盈利能力强, 为 2021 年业绩释放奠定基础。

此外, 2021 年以来, 公司新签订单和到款在 2020 年大幅增长的基础上继续向好。截至 3 月 15 日, 新签订单金额 2.91 亿, 同比增长 11.5%; 到款 3.37 亿, 同比增长 50.35%。分业务来看, 传统业务中, 智慧医卫、智慧政务订单增长明显; 创新业务中, 蛮牛健康、健康云、市民云都势头不错, 其中健康云新签订单已达到 4300 万, 市民云新签订单已达到 1150 多万, 蛮牛健康自 2 月 11 日上线新春活动以来, C 端的用户总数及注册用户数快速提高。

考虑到目前在手合同中 2020 年新签合同占比较高, 2021 年有望迎来盈利拐点; 此外, 随着传统业务的稳健增长和战略创新业务的快速增长, 公司长期成长性值得期待。

## 5、投资建议

考虑到公司 2020 年订单和创新业务拓展超预期,上调公司 20-22 年营业收入分别至 30.03、39.95 和 48.15 亿元(原值分别为 24.37、29.22 和 35.11 亿元),考虑到新会计准则和历史因素影响,下调 20-22 年归母净利润预测分别为 -11.18、2.64 和 3.67 亿元(原值分别为 2.73、3.82 和 4.68 亿元)。看好公司作为医疗信息化领先企业,且国寿入主为公司带来的新动能和创新业务发力带来的业绩增长。

## 6、风险分析

**与国寿协同不及预期。**国寿入股之后对公司历史遗留问题做了针对性处理,并对公司管理做了重新改革,对公司 2019 年以来的经营改善有很大的助力,与国寿的协同作用对公司的业务开展也有很大的促进作用,有协同不及预期的风险。

**市民云、蛮牛健康、健康云等创新业务拓展不及预期。**公司创新业务属于新产品,公司在传统业务领域积累的优势在拓展创新业务的过程中会有一定程度的不匹配,创新业务有拓展不及预期的风险。

**行业竞争加剧导致毛利率降低。**公司近来来毛利率波动较大,竞争加剧对导致毛利率进一步降低。

**市场整体的系统性风险。**外围扰动等因素导致市场系统性调整,计算机板块受情绪影响较明显,存在同步调整风险。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,205	2,125	3,003	3,995	4,815
营业成本	1,224	1,639	2,493	2,496	2,960
折旧和摊销	211	291	312	343	386
税金及附加	13	10	30	18	29
销售费用	104	140	210	212	255
管理费用	375	343	505	499	602
研发费用	92	367	369	439	515
财务费用	155	180	101	114	137
投资收益	55	10	0	12	12
营业利润	250	-1,406	-1,117	272	391
利润总额	257	-1,391	-1,113	294	418
所得税	31	12	9	29	50
净利润	225	-1,402	-1,122	264	368
少数股东损益	-7	-5	-4	1	1
归属母公司净利润	232	-1,397	-1,118	264	367
EPS(按最新股本计)	0.21	-1.23	-0.98	0.23	0.32

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	72	167	250	371	626
净利润	232	-1,397	-1,118	264	367
折旧摊销	211	291	312	343	386
净营运资金增加	162	-947	-335	774	263
其他	-533	2,220	1,391	-1,009	-390
投资活动产生现金流	-463	-397	-599	-696	-758
净资本支出	-543	-409	-599	-708	-770
长期投资变化	91	99	0	0	0
其他资产变化	-11	-86	-	12	12
融资活动现金流	-444	809	528	720	101
股本变化	68	40	48	0	0
债务净变化	-943	398	-20	835	240
无息负债变化	-83	139	347	50	198
净现金流	-834	579	180	396	-31

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	44.5%	22.9%	17.0%	37.5%	38.5%
EBITDA 率	25.7%	38.0%	5.2%	18.4%	18.9%
EBIT 率	15.8%	23.8%	-5.2%	9.8%	10.9%
税前净利润率	11.6%	-65.5%	-37.0%	7.4%	8.7%
归母净利润率	10.5%	-65.8%	-37.2%	6.6%	7.6%
ROA	2.9%	-18.4%	-15.0%	3.1%	3.9%
ROE (摊薄)	6.4%	-48.3%	-46.1%	9.8%	12.0%
经营性 ROIC	4.4%	8.6%	-2.8%	5.1%	6.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	53%	62%	67%	69%	67%
流动比率	1.22	1.05	0.76	0.81	0.84
速动比率	0.89	0.91	0.76	0.80	0.80
归母权益/有息债务	1.06	0.76	0.64	0.58	0.62
有形资产/有息债务	1.70	1.46	1.44	1.41	1.48

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	7,820	7,614	7,469	8,618	9,421
货币资金	1,045	1,622	1,802	2,197	2,167
交易性金融资产	10	10	10	20	20
应收帐款	1,530	1,324	1,321	1,671	1,950
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	169	152	150	192	222
存货	1,143	535	21	48	221
其他流动资产	51	64	73	83	91
流动资产合计	4,148	3,934	3,598	4,432	4,893
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	91	99	99	99	99
固定资产	380	432	713	976	1,216
在建工程	41	8	51	83	107
无形资产	740	835	819	845	911
商誉	983	922	922	922	922
其他非流动资产	25	25	25	25	25
非流动资产合计	3,672	3,680	3,870	4,186	4,528
总负债	4,165	4,702	5,029	5,914	6,352
短期借款	2,635	2,933	3,554	4,289	4,430
应付账款	383	508	808	799	947
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	10	9	13	18	21
其他流动负债	0	25	43	63	79
流动负债合计	3,386	3,736	4,704	5,489	5,827
长期借款	622	238	138	238	338
应付债券	0	541	0	0	0
其他非流动负债	157	179	179	179	179
非流动负债合计	779	966	325	425	525
股东权益	3,655	2,912	2,439	2,704	3,069
股本	1,099	1,140	1,188	1,188	1,188
公积金	1,244	1,752	2,354	2,380	2,417
未分配利润	1,288	-97	-1,215	-978	-651
归属母公司权益	3,633	2,892	2,423	2,686	3,050
少数股东权益	22	20	16	17	19

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4.71%	6.58%	7.00%	5.30%	5.30%
管理费用率	16.99%	16.15%	16.80%	12.50%	12.50%
财务费用率	7.04%	8.48%	3.37%	2.86%	2.84%
研发费用率	4.16%	17.29%	12.30%	11.00%	10.70%
所得税率	12%	-1%	-1%	10%	12%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.07	0.15	0.22	0.33	0.55
每股净资产	3.30	2.54	2.13	2.36	2.68
每股销售收入	2.01	1.86	2.63	3.51	4.22

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	69	NA	NA	63	45
PB	4.4	5.7	6.8	6.2	5.4
EV/EBITDA	34.4	25.1	135.5	29.7	24.2
股息率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		
A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------