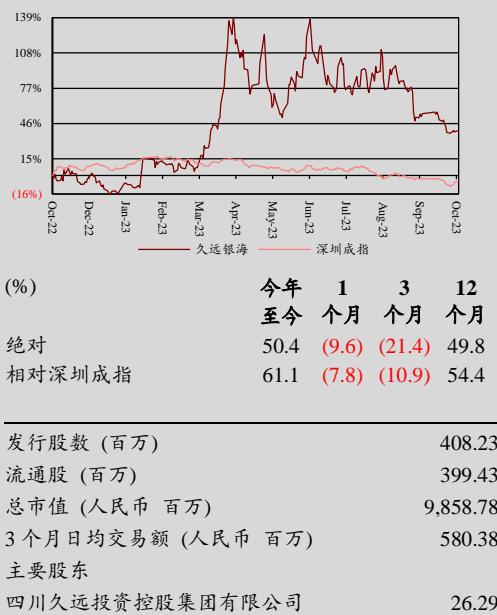


002777.SZ
买入
原评级：买入
市场价格：人民币 24.15
板块评级：强于大市
股价表现


资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年10月30日收市价为标准

相关研究报告

《久远银海》20230829

《久远银海》20230322

《久远银海》20221027

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机：IT服务II

证券分析师：杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

证券分析师：王屹熙

(8610)66229321

xiaolian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090002

久远银海

Q3 短期承压，持续挖掘数据要素市场价值

公司2023年前三季度实现营收8.03亿元(+21.71%)、归母净利1.14亿元(-8.69%)、扣非净利1.02亿元(-11.71%)。营收快速增长，项目实施成本增加导致利润端短期承压。公司持续深耕智慧医疗、数字政府、智慧城市，加快探索数据要素各类应用场景，持续挖掘业务价值。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **Q3毛利率承压，控费效果显著。**2023Q3实现营收2.85亿元(+19.95%)、归母净利0.29亿元(-34.03%)、扣非净利0.25亿元(-40.26%)，营收增长主要得益于医保、人社、公积金等行业软件和运维服务收入增长。Q3单季毛利率47.29%(同比-11.39pct,环比-4.31pct)和净利率11.37%(同比-5.88pct,环比-8.34pct)明显下滑，前三季度整体毛利率49.58%(-9.82pct)，主要系公司项目实施、验收及销售回款周期延长、项目实施成本增加较大，导致综合毛利率下降。前三季度销售/管理/研发费用率为13.07%/10.50%/10.19%，分别同比下滑2.10pct/2.44pct/0.98pct，整体费用率33.27%(-5.38pct)，控费效果显著。
- **积极探索数据要素市场，紧抓数字经济。**公司从事的智慧医疗、智慧医保、数字政务、新型智慧城市等领域均为国家数字经济发展战略的重要组成部分，公司在多个相关领域具备深厚的业务基础：(1)公司全力支撑全国23个省份医保信息平台运维工作，医疗健康业务已覆盖全国20个省份，2,800多家医院。(2)人社业务累计覆盖全国21个省份，承建了人社部就业管理信息系统等12项民生信息化工程。(3)智慧城市方面，公司持续深度参与智慧城市、青白江区智慧治理等项目，持续打造以数据要素价值释放为核心的城市服务方案。我们认为，公司在相关领域具备深厚的业务积累和覆盖广度深度，数据要素相关项目将持续体现。
- **持续深耕医保市场，创新医保服务。**国家医保局陆续发布《国家医疗保障局数据安全管理办办法》、《关于印发加强网络安全和数据保护工作指导意见的通知》、《关于加强医疗保障基金使用常态化监管的实施意见》等相关政策，充分赋能医保数据要素、便民服务、支付改革等智慧医保服务。公司是国家医保信息平台的核心业务系统和跨省异地就医平台开发商，截至上半年，公司的支付方式改革产品覆盖全国19个省份，医保智能审核产品覆盖全国116个医院，持续开展医保专业化智能化创新应用。

估值

- 维持2023~2025年归母净利润为2.56/3.37/4.22亿元、EPS为0.63/0.83元和1.03元的预测，对应PE分别39/29/23倍。维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 宏观环境影响；政府预算不及预期；市场竞争加剧。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	1,306	1,283	1,616	1,939	2,292
增长率(%)	13.2	(1.8)	26.0	20.0	18.2
EBITDA(人民币 百万)	257	231	323	413	500
归母净利润(人民币 百万)	219	184	256	337	422
增长率(%)	17.1	(15.7)	38.9	31.7	25.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.54	0.45	0.63	0.83	1.03
市盈率(倍)	45.1	53.5	38.5	29.3	23.3
市净率(倍)	6.9	6.4	5.7	4.9	4.2
EV/EBITDA(倍)	31.3	24.0	27.3	21.3	16.0
每股股息(人民币)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
股息率(%)	0.7	0.7	0.6	0.8	0.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E	年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,306	1,283	1,616	1,939	2,292	净利润	233	195	272	358	449
营业收入	1,306	1,283	1,616	1,939	2,292	折旧摊销	39	54	58	60	51
营业成本	573	574	706	828	977	营运资金变动	(460)	(107)	270	(356)	416
营业税金及附加	10	5	11	12	13	其他	390	(105)	(7)	6	(3)
销售费用	163	172	209	249	283	经营活动现金流	202	38	593	68	913
管理费用	130	126	154	183	207	资本支出	(90)	(96)	(4)	(6)	(5)
研发费用	165	174	220	261	310	投资变动	310	(2)	1	1	1
财务费用	(5)	(5)	(4)	(3)	(5)	其他	(397)	69	8	10	9
其他收益	18	16	17	17	16	投资活动现金流	(177)	(28)	5	5	5
资产减值损失	(22)	(20)	(21)	(20)	(20)	银行借款	0	0	75	0	0
信用减值损失	(25)	(36)	(30)	(33)	(32)	股权融资	(87)	(82)	(57)	(75)	(94)
资产处置收益	0	0	0	0	0	其他	26	8	3	4	5
公允价值变动收益	0	0	(2)	0	(1)	筹资活动现金流	(62)	(74)	21	(71)	(88)
投资收益	13	10	9	10	10	净现金流	(36)	(65)	618	1	829
汇兑收益	0	0	0	0	0						
营业利润	254	207	293	383	481						
营业外收入	1	1	1	1	1						
营业外支出	0	0	1	0	1						
利润总额	254	208	293	383	481						
所得税	21	13	21	26	32						
净利润	233	195	272	358	449						
少数股东损益	15	11	16	21	27						
归母净利润	219	184	256	337	422						
EBITDA	257	231	323	413	500						
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.54	0.45	0.63	0.83	1.03						

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E	年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,961	2,002	2,777	3,090	3,976	盈利能力					
货币资金	700	665	1,283	1,285	2,114	息税前利润增长率(%)	13.2	(1.8)	26.0	20.0	18.2
应收账款	417	521	537	808	737	营业收入增长率(%)	7.2	(18.3)	41.6	30.5	25.5
应收票据	3	3	4	4	5	归属母公司净利润增长率(%)	17.1	(15.7)	38.9	31.7	25.4
存货	246	272	359	385	491	息税前利润增长率(%)	7.4	(18.8)	50.1	33.0	27.5
预付账款	15	14	19	22	25	息税折旧前利润增长率(%)	11.3	(10.0)	39.8	27.9	21.1
合同资产	25	33	29	49	40	EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	17.1	(15.7)	38.9	31.7	25.4
其他流动资产	554	494	545	537	564						
非流动资产	473	532	475	400	343	偿债能力					
长期投资	2	2	2	2	2	资产负债率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
固定资产	134	122	108	93	79	净负债权益比	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(0.5)	(0.8)
无形资产	194	250	242	222	194	流动比率	2.4	2.5	2.3	2.6	2.4
其他长期资产	143	158	124	83	68	营运能力					
资产合计	2,434	2,534	3,252	3,490	4,319	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
流动负债	820	791	1,217	1,173	1,646	应收账款周转率	3.5	2.7	3.1	2.9	3.0
短期借款	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.8	9.8	10.9	10.7	10.9
应付账款	117	145	153	211	209	费用率					
其他流动负债	703	646	1,065	961	1,436	销售费用率(%)	12.5	13.4	12.9	12.8	12.3
非流动负债	64	60	137	136	136	管理费用率(%)	10.0	9.8	9.5	9.4	9.0
长期借款	0	0	75	75	75	研发费用率(%)	12.6	13.5	13.6	13.5	13.5
其他长期负债	64	60	62	61	61	财务费用率(%)	(0.4)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
负债合计	884	851	1,354	1,309	1,782	每股指标(元)					
股本	314	408	408	408	408	每股收益(最新摊薄)	0.5	0.5	0.6	0.8	1.0
少数股东权益	129	140	156	177	204	每股经营现金流(最新摊薄)	0.5	0.1	1.5	0.2	2.2
归属母公司股东权益	1,422	1,543	1,742	2,004	2,333	每股净资产(最新摊薄)	3.5	3.8	4.3	4.9	5.7
负债和股东权益合计	2,434	2,534	3,252	3,490	4,319	每股股息	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
						估值比率					
						P/E(最新摊薄)	45.1	53.5	38.5	29.3	23.3
						P/B(最新摊薄)	6.9	6.4	5.7	4.9	4.2
						EV/EBITDA	31.3	24.0	27.3	21.3	16.0
						价格/现金流 (倍)	48.7	262.4	16.6	145.9	10.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	233	195	272	358	449
折旧摊销	39	54	58	60	51
营运资金变动	(460)	(107)	270	(356)	416
其他	390	(105)	(7)	6	(3)
经营活动现金流	202	38	593	68	913
资本支出	(90)	(96)	(4)	(6)	(5)
投资变动	310	(2)	1	1	1
其他	(397)	69	8	10	9
投资活动现金流	(177)	(28)	5	5	5
银行借款	0	0	75	0	0
股权融资	(87)	(82)	(57)	(75)	(94)
其他	26	8	3	4	5
筹资活动现金流	(62)	(74)	21	(71)	(88)
净现金流	(36)	(65)	618	1	829

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	13.2	(1.8)	26.0	20.0	18.2
营业利润增长率(%)	7.2	(18.3)	41.6	30.5	25.5
归属于母公司净利润增长率(%)	17.1	(15.7)	38.9	31.7	25.4
息税前利润增长率(%)	7.4	(18.8)	50.1	33.0	27.5
息税折旧前利润增长率(%)	11.3	(10.0)	39.8	27.9	21.1
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	17.1	(15.7)	38.9	31.7	25.4
盈利能力					
息税前利润增长率(%)	16.7	13.8	16.4	18.2	19.6
营业利润率(%)	19.4	16.2	18.2	19.7	21.0
毛利率(%)	56.1	55.2	56.3	57.3	57.4
归母净利润率(%)	16.7	14.4	15.8	17.4	18.4
ROE(%)	15.4	11.9	14.7	16.8	18.1
ROIC(%)	22.0	15.0	29.2	28.9	63.2
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(0.5)	(0.8)
流动比率	2.4	2.5	2.3	2.6	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.5	2.7	3.1	2.9	3.0
应付账款周转率	11.8	9.8	10.9	10.7	10.9
费用率					
销售费用率(%)	12.5	13.4	12.9	12.8	12.3
管理费用率(%)	10.0	9.8	9.5	9.4	9.0
研发费用率(%)	12.6	13.5	13.6	13.5	13.5
财务费用率(%)	(0.4)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.5	0.5	0.6	0.8	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.5	0.1	1.5	0.2	2.2
每股净资产(最新摊薄)	3.5	3.8	4.3	4.9	5.7
每股股息	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	45.1	53.5	38.5	29.3	23.3
P/B(最新摊薄)	6.9	6.4	5.7	4.9	4.2
EV/EBITDA	31.3	24.0	27.3	21.3	16.0
价格/现金流 (倍)	48.7	262.4	16.6	145.9	10.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371