

中信证券研究部



杨泽原
首席计算机分析师
S1010517080002



刘雯蜀
计算机分析师
S1010518020001



丁奇
计算机分析师
S1010519120003

核心观点

定增落地，蛮牛健康及蛮牛伙伴 APP 正式发布，国寿管理层带领下公司治理和业务进展迎来阶段性里程碑。未来随着公司控制与治理持续强化、国寿集团支持持续加码，公司有望成为健康管理市场重要一极，维持“增持”评级。

定增落地，蛮牛健康与蛮牛伙伴 APP 发布，健康管理实现阶段性里程碑。国寿新管理层到位一年内，加速公司治理并引领公司向健康管理业务深化。股权层面，公司发布定增预案，全由国寿认购，交易完成后国寿持股比例将提至 24.15%。根据《日常关联交易框架协议》，未来三年，国寿预计将与公司完成关联交易 10/15.5/17.5 亿元，合计 43 亿元。业务层面，2020 年 7 月，公司健康管理业务板块 2C 端蛮牛健康 APP 和 2S 端蛮牛伙伴 APP 上线。一方面，蛮牛健康从健康筛查、管理入手，带动诊疗、医药商城付费服务，附加金融保险、居家检测全面覆盖居民生活，满足用户健康管理需求；另一方面，蛮牛伙伴通过销售赋能、客户经营、自我提升三大业务板块，科技化赋能国寿保险管理，与国寿主业形成协同。

展望未来，我们通过业内同行共性及差异化对标分析，对公司未来的发展路径、发展优势、发展空间进行了研判，得出如下三点判断：（1）对标平安系，我们认为前期集团支持对其旗下健康管理类产品成长至关重要，平安好医生在经过前期平安集团多方位重点扶植后，开始具备自身业务拓展及盈利能力，收入稳健高增并不断减亏，对平安集团依赖程度逐年下降。（2）国寿与平安作为国内保险行业两大巨头，在分销网络、代理人团队规模、客户资源等方面整体呈现均势，预计国寿集团前期支持将为万达信息健康管理业务发展带来巨大帮助。（3）相较平安大健康战略中具有平安好医生和平安医保科技两个载体，万达信息是中国人寿健康管理业务板块唯一载体，战略地位更高，结合万达信息自身的政务、医卫板块的优势（超过 100PB 的政务大数据和近 6 亿人的健康档案），我们认为万达信息有望成为未来国内千亿健康管理行业的重要一极。

风险因素：健康管理业务拓展不及预期、非公开发行及与国寿系协同不及预期。

投资建议：国寿控制力加强，蛮牛健康及蛮牛伙伴 APP 正式发布，迎来阶段性里程碑。未来预计国寿支持持续加码，公司有望成为健康管理市场重要一极。维持 2020-2022 年净利润预测为 3.07/4.18/5.64 亿元，维持“增持”评级。

万达信息	300168
评级	增持（维持）
当前价	28.37 元
总股本	1,188 百万股
流通股本	1,181 百万股
52 周最高/最低价	29.43/11.07 元
近 1 月绝对涨幅	9.45%
近 12 月绝对涨幅	104.94%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,204.68	2,124.50	2,785.69	3,596.30	4,559.37
营业收入增长率	-9%	-4%	31%	29%	27%
净利润(百万元)	232.00	-1,397.33	306.72	418.37	564.33
净利润增长率	-29%	-702%	N/A	36%	35%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.22	-1.27	0.26	0.35	0.48
毛利率%	44%	23%	39%	40%	42%
净资产收益率 ROE%	6.39%	-48.32%	9.59%	11.65%	13.67%
PE	98	-17	83	61	45
PB	7	9	8	7	6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 8 月 26 日收盘价

目录

近期进展：定增落地，蛮牛健康 APP 上线，国寿引领下实现阶段性里程碑.....	1
国寿增持引领健康管理加速推进，蛮牛健康 APP 发布迎来里程碑.....	1
蛮牛健康：覆盖全人群、全生命周期的健康管理平台.....	3
蛮牛伙伴：赋能国寿代理人，打造专业保险科技平台.....	5
未来展望：集团支持+前期资源，打造健康管理重要一极.....	7
对标平安系启示：集团前期支持对自身业务拓展能力提升至关重要.....	7
国寿&平安对比：两大保险巨头整体呈均势，国寿具有代理人优势.....	10
独特优势：国寿唯一载体+万达前期资源，助力打造健康管理重要一极.....	12
风险提示	14
投资建议	14

插图目录

图 1：蛮牛健康上线新冠速测、新冠直达和防护商城服务	2
图 2：蛮牛健康 APP 上线	4
图 3：蛮牛健康主要服务板块	4
图 4：在介入健康管理的前提下，提供专业的诊疗服务	5
图 5：与药房、互联网医院合作，提供医药商城服务	5
图 6：蛮牛伙伴 APP 上线	6
图 7：科技赋能国寿代理人	6
图 8：平安好医生按渠道划分的注册用户量明细（百万人）	8
图 9：平安好医生健康商城业务按渠道划分的 GMV（百万元）	8
图 10：平安好医生消费型医疗按渠道划分的销售额（百万元）	8
图 11：平安好医生在线医疗业务按渠道划分的销售额（百万元）	8
图 12：平安好医生收入结构（百万元）	9
图 13：2017 年平安好医生各业务板块收入结构（百万元）	9
图 14：2015-2019 平安集团及其紧密联系人购买平安好医生产品与服务的交易金额占营收比例逐年下降（亿元）	10
图 15：国寿与平安个险销售代理人数量对比（百万人）	11
图 16：国寿与平安客户数量对比（亿人）	11
图 17：国寿与平安寿险及健康险规模对比（亿元）	12
图 18：2018 年中国健康险市场份额	12
图 19：我国商业健康保险保费收入规模	13
图 20：2014-2019 年中国人寿主营业务构成	14

表格目录

表 1：国寿引领健康业务板块加速推进	2
表 2：国寿与公司关联交易预计金额和类别（亿元）	3
表 3：平安好医生各业务板块与平安集团协同情况	8
表 4：2015-2017 年平安好医生收入结构（百万元人民币，%）	9
表 5：中国人寿与中国平安对比（2019 年）	10
表 6：万达信息自有优势及主要业务成果	12

■ 近期进展：定增落地，蛮牛健康 APP 上线，国寿引领下实现阶段性里程碑

国寿增持引领健康管理加速推进，蛮牛健康 APP 发布迎来里程碑

2019 年 10 月，国寿系新管理团队正式到位。2019 年 10 月，董事会成员正式完成变更，董事会共 9 名成员，包含 6 名非独立董事，其中 3 名非独立董事出身国寿系。同时，公司高管完成变更，其中总裁、财务总监及近一半高级副总裁职位由国寿系人员担任。管理层整体高配，董事长匡涛为国寿集团投资管理部总经理，总裁胡宏伟原为国寿上海市分公司总经理。国寿于 2019 年 11 月 8 日成为公司第一大股东。

2019 年 11 月，组建健康管理业务载体蛮牛健康。新一届管理层快速进行业务战略梳理，重点打造健康管理业务。2019 年 11 月 15 日成立蛮牛健康管理服务有限公司，代表人胡宏伟为国寿系出身万达信息现任副董事长。蛮牛健康致力于成为中国最大的健康管理服务提供商及最具价值的健康管理专业平台门户，以轻资产模式，为全人群提供健康管理服务，实现健康科技与科技金融的融合。公司赋予健康管理板块两大定位，一方面，蛮牛健康作为国寿的健康管理平台，将与国寿深度协同，助力国寿保险主业发展，对保户进行全生命周期的健康管理，增强保险业务服务能力，同时助力人寿提供智能化保险产品，管控医疗费用，有效降低赔付成本；另一方面，未来蛮牛健康将借助中国人寿强大的导流能力，打造成为中小独角兽孵化平台。

疫情期间，蛮牛健康在公司及国寿众多平台下开发多样功能。蛮牛健康上线了新冠速测、新冠直达和防护商城服务，智能推荐引擎实现了针对患者个体的一站式服务精准推送，包括个性化居家防护、出行防护建议分类分级、发热门诊最优资源推荐、小区确诊病源警示等服务，实现了在市民云平台下上海、成都、海口 36 个城市推广应用，并在国寿大健康、国寿微信、国寿人寿寿险 APP、上海申康、各类微信公众号、小程序等渠道接入。

图 1：蛮牛健康上线新冠速测、新冠直达和防护商城服务



资料来源：公司官网

2020 年 7 月 16 日，2C 端蛮牛健康 APP 和 2S 端蛮牛伙伴 APP 上线，健康管理迎里程碑。经过了前期的功能测试和在浙江等地的试点，蛮牛健康（C 端）与蛮牛伙伴（A 端）正式在苹果及安卓等多个应用市场顺利上架，并于 16 日在天津上线公测。作为中国人寿战略投资万达信息后最为重要的战略布局，蛮牛健康聚焦科技化健康管理和保险精准服务，利用“互联网+”手段和人工智能技术，依托专业、权威、国家级医疗服务资源，对国寿及国寿外商业保险公司客户提供全生命周期的健康管理及医疗服务。未来，蛮牛健康将打造 A（代理人）端、B（企业）端、C（用户）端、D（医生）端的联合健康生态圈。

表 1：国寿引领健康业务板块加速推进

时间	布局情况
2019 年 10 月	国寿系新管理团队入驻万达信息：董事会 9 名成员中包含 6 名非独立董事，其中 3 名非独立董事出身国寿系；高管团队中总裁、财务总监及近一半高级副总裁职位由国寿系人员担任。
2019 年 11 月	成立蛮牛健康服务有限公司，赋予健康管理板块两大定位，一方面将作为助力国寿保险主业发展的健康管理平台，另一方面将借助国寿强大的导流能力，打造成为中小独角兽的孵化平台。
2020 年 H1	疫情期间，蛮牛健康上线新冠速测、新冠直达和防护商城等服务，在公司市民云、国寿大健康、国寿微信、国寿人寿寿险 APP 等众多平台接入服务。
2020 年 7 月	2C 端蛮牛健康 APP 和 2S 端蛮牛伙伴 APP 在苹果及安卓等多个应用市场上架，并于 16 日在天津上线公测。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

2020 年 8 月 26 日，公司发布非公开发行预案，国寿大幅增持，巩固第一大股东地位，引领公司加速发展。公司拟非公开发行股份数量不超过 9,285.05 万股，占发行前总股本的 7.84%，全部由中国人寿认购。增发后，中国人寿持股比例将由 18.21% 上升至 24.15%。本次定增募得资金将全部用于偿还银行贷款，公司前期影响加速出清。今年截至目前，公司与中国人寿累计已发生的各类关联交易的 3878.10 万元。根据公司公告，公司与国寿签订关于《日常关联交易框架协议》，计划未来三年，中国人寿预计将与公司完成关联交易

10/15.5/17.5 亿元，三年合计 43 亿元。在国寿主导和国寿团队引领下，公司步入了新的发展阶段。

表 2：国寿与公司关联交易预计金额和类别（亿元）

交易类别	第一年度预计金额上限	第二年度预计金额上限	第三年度预计金额上限
基础技术类关联交易	0.50	1.00	1.50
数字化经营管理类关联交易	1.00	1.50	2.00
医保业务领域类关联交易	1.50	2.00	3.00
客户资源开发类关联交易	1.00	1.00	1.00
健康管理类关联交易	6.00	10.00	10.00
合计	10.00	15.50	17.50

资料来源：公司公告，中信证券研究部

蛮牛健康：覆盖全人群、全生命周期的健康管理平台

依托前中后三层清晰架构，打造专业化、娱乐化、商业化、智能化、社交化蛮牛健康 APP。蛮牛健康前端为权威健康资讯及短视频应用，健康资讯紧跟当下热点，并由专业医生团队审核，短视频包括 2 万+专业医生健康科普和 1 万+各类资讯信息，涵盖医疗、运动、饮食、养生、亲子等各类资讯，以娱乐化形式展现专业化内容，带动后端收费；中端为基于 AI 和大数据的智能化的虚拟健康管家（小牛管家）；后端为涵盖健康筛查、健康计划、医疗服务、在线购药、生活检测、金融保险的专业六层构架服务，从覆盖全生命周期的健康筛查入手，介入健康管理，带动诊疗、医药商城付费服务，附加金融保险、居家检测服务全面覆盖居民生活，对客户进行一站式健康管理。

图 2：蛮牛健康 APP 上线



资料来源：蛮牛健康 APP

图 3：蛮牛健康主要服务板块



资料来源：蛮牛健康 APP

蛮牛健康六层服务体系主要涵盖以下功能：

（1）健康筛查：提供化验解读、健康体检、健康自测、档案存储等从胎儿到老年人的全生命周期健康筛查相关服务。①化验解读：上传连续三年的体检报告，蛮牛则能提供人工报告解读，分析健康数据变化趋势，及时发现疾病风险；②健康体检：对于没有体检报告的用户，蛮牛提供专业的体检服务；③健康自测：蛮牛拥有丰富的健康自测量表，覆盖六大种类，集拍照、问答、AI 等各类形式于一体，构建并发症预测模型，实现慢病精准筛查和预警，并为客户提供相应的专业医疗健康指导建议。此外，通过绑定亲人的账号，可以随时关注家人的健康状况，所有的健康数据可以通过绑定蛮牛的物联网设备实时收集，同步更新，未来蛮牛将上架更多不同的物联网设备。

（2）健康计划：在健康筛查的前提下，为用户提供各种改善计划，包括饮食计划、运动计划、专业健康服务等。对于饮食计划，蛮牛会通过结合录入的健康数据与营养目标，生成专属食谱，并可以随时进行卡路里识别；未来随着健康数据的完善，蛮牛还将推出食物风险提醒功能，判断特定食物是否有利于目前的身体状况。蛮牛针对特定人群提供专属的健康服务，目前已上线科学控糖、孕产全周期、健康心理、健康减脂四个板块，进行针对性健康管理。

（3）医疗服务：在介入健康管理的前提下，为用户提供名医问诊、轻问诊、电话问诊、在线预约、挂号、健康专家寻医问药等服务。蛮牛健康一方面积极申请互联网医院牌

照，另一方面和已经上线的互联网医院进行深度合作，让用户在线问诊、在线处方、在线配药都能通过医疗服务板块实现。

（4）医药商城：与药房、互联网医院合作，主要基于长处方、处方外配、慢病管理提供医药商城服务，涵盖中西药品、营养保健品、中药养生、医疗器械、计生用品、美妆个护、食品百货等类别，以高品质为核心为用户提供健康商城服务。

（5）生活检测：涵盖健康检测、居家环境检测、基因检测三大板块，为家庭常用物品、常见食品、血糖血压测量、免疫力、记忆力基因等提供检测产品与服务。

（6）金融服务（待上线）：医疗与保险密不可分，商业保险作为社会保障体系重要组成部分，是居民健康管理的重要支柱。该板块结合国寿集团的金融功能，包括保险、银行金融服务（惠民贷等），针对母婴安康、青少年防治等终身、寿定、增寿以及长期护理提供金融保险服务。

图 4：在介入健康管理的前提下，提供专业的诊疗服务



资料来源：蛮牛健康 APP

图 5：与药房、互联网医院合作，提供医药商城服务



资料来源：蛮牛健康 APP

蛮牛伙伴：赋能国寿代理人，打造专业保险科技平台

科技化赋能寿险管理，与保险业务形成良好的协同效应。蛮牛伙伴是万达信息为国寿代理人打造的科技化赋能产品，致力于成为中国人寿专业的保险科技平台。蛮牛伙伴聚焦科技化赋能，结合智能 AI、大数据推荐，为客户、营销员和公司提供科技化解决方案，提高代理人的展业效率，提升管理层的管理效率，推动寿险的科技化进程。

蛮牛伙伴包含销售赋能、客户经营、自我提升三大业务板块：

（1）销售赋能：通过扫一扫可识别客户保单，自动存储客户信息和保险保额，在大数据支持下，未来可以计算客户保费差额，根据差额精准推荐保险产品，并快速生成计划书，提升签单效率；对于情况特殊的客户，代理人可以使用智能核保助手，根据症状给出保险解决方案，精准推荐产品，帮助代理人优化服务，提高成单几率。

（2）客户经营：涵盖客户活动及权益、客户管理、客户日常维护三个板块。首先，代理人可以进入权益卡包或活动坊，将福利一键转发给客户，将活动客户转化为新客户；客户添加完成后，通过客户地图可以直观看到附近客户、续保客户等，并随时可以查看保单信息、用户画像、经营轨迹等；维系客户过程中，代理人可以通过圈经营分享健康管理咨询、发送节日贺卡、邀请函，或在商城购买客户的伴手礼，维护客户关系。

（3）自我提升：云课堂是帮助代理人提升的专属板块，涵盖财富管理、健康管理、心理学、情感营销等多元化系列课程，帮助代理人全面提高综合素质；产品百科涵盖国寿热销产品的详细知识，以及增员、拓客、保费开发等实用技巧，有效提升代理人的专业能力；名师讲堂支持业内大咖线上线下课程预约，在线优质内容永久回放；借助日程管理平台，代理人能够优化时间管理能力，合理安排拜访、培训日程，快速提升工作效率。

图 6：蛮牛伙伴 APP 上线



资料来源：蛮牛伙伴 APP

图 7：科技赋能国寿代理人



资料来源：蛮牛伙伴 APP

■ 未来展望：集团支持+前期资源，打造健康管理重要一极

我们通过与业内同行共性及差异化对标分析，对万达信息未来的发展路径、发展优势、发展空间进行了研判，得出如下三点判断：

（1）对标平安系，我们认为前期集团支持对旗下健康管理类产品成长至关重要，平安好医生在前期经过平安集团的重点扶植后，开始具备自身业务拓展及盈利能力，收入稳健高增，利润不断减亏，对平安集团依赖程度逐年下降。

（2）中国人寿与中国平安作为国内保险行业两大巨头，在分销网络、代理人团队规模、客户资源等方面整体呈现均势，预计国寿集团前期支持将为万达信息健康管理业务发展带来巨大帮助。

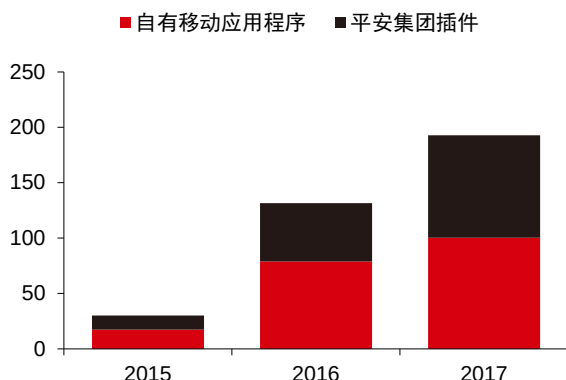
（3）相较平安集团的“大医疗健康生态圈”战略中具有平安好医生和平安医保科技两个载体，万达信息是中国人寿健康管理业务板块唯一载体，具有至关重要的战略地位，结合万达信息自身的政务、医卫板块的既有优势，我们认为万达信息有望成为未来国内健康管理行业的重要一极。

对标平安系启示：集团前期支持对自身业务拓展能力提升至关重要

我们选取平安旗下平安好医生及平安医保科技作为公司对标。中国平安是国内业务范围最为广泛的个人金融服务集团，旗下子公司包括平安寿险、平安产险、平安健康险等，涵盖金融业各个领域。平安医保科技和平安好医生是中国平安“大医疗健康战略”战略的重要组成部分。截至目前，平安医保科技覆盖全国近 30 个省、200 余个城市，为 8 亿社会公众提供服务。平安好医生、平安医保科技作为平安生态圈重要成员，与平安集团内包括平安人寿、平安产险、平安养老险等各家商业保险兄弟公司形成生态聚能、协同增值效应，从发展初期至今充分受益平安系优质资源。

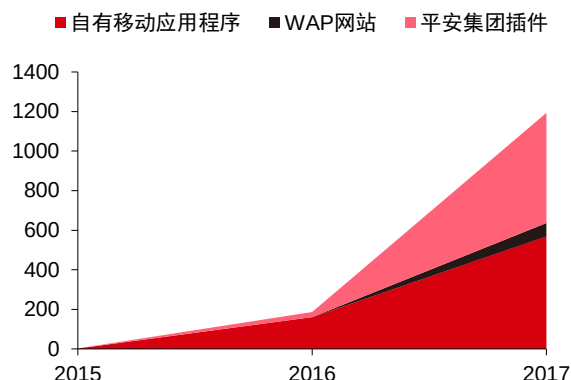
平安体系完善的分销网络与客户资源成为平安好医生初期高速发展的主要动力。平安好医生通过利用平安集团的客户网络获取大量客户资源，有效推销其医疗健康产品并迅速占领市场份额。2017 年，平安好医生与平安人寿保险合作，推出会员就医 360 计划，通过平安金管家插件向平安寿险投保人提供在线医疗、健康商城、健康管理和互动等服务；同时，平安好医生与平安集团销售代理订立转介安排，向平安集团寿险个人客户推销公司的产品及服务。对于消费型医疗业务板块，平安集团销售代理为最主要的分销渠道，2015 至 2017 年销售额占比分别为 69.36%、80.55%、67.67%。受益于交叉导流，平安好医生注册用户数迅速增长，2015 至 2017 年实现年复合增长率 152.67%。根据平安好医生 2019 年年报，截至 2019 年底，平安好医生总注册人数达到 3.15 亿人，50.8% 的客户来自平安集团插件。

图 8：平安好医生按渠道划分的注册用户量明细（百万人）



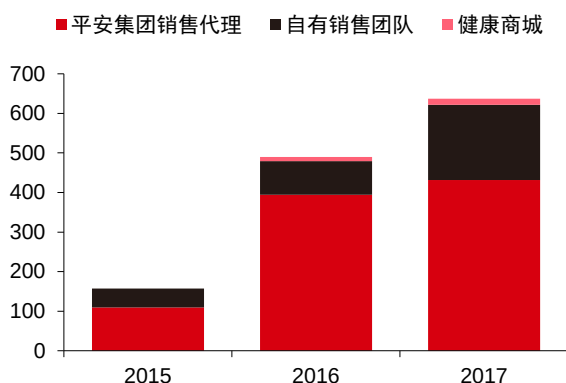
资料来源：平安好医生公告，中信证券研究部

图 9：平安好医生健康商城业务按渠道划分的 GMV（百万元）



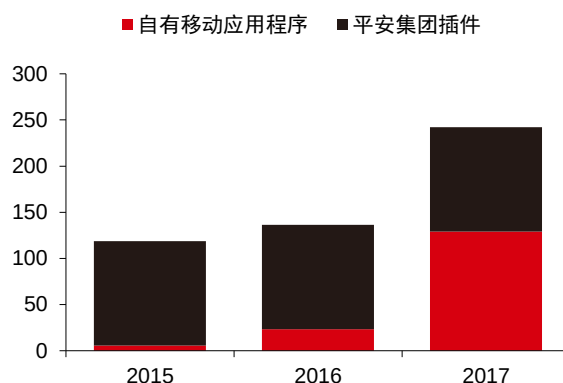
资料来源：平安好医生公告，中信证券研究部

图 10：平安好医生消费型医疗按渠道划分的销售额（百万元）



资料来源：平安好医生公告，中信证券研究部

图 11：平安好医生在线医疗业务按渠道划分的销售额（百万元）



资料来源：平安好医生公告，中信证券研究部

在线诊疗、消费型医疗、消费商城、健康管理和互动是平安好医生的四大业务板块，平安好医生与平安系兄弟公司通过业务合作进行深度协同，搭建平安医疗健康生态圈。其中，在线医疗、健康管理和互动板块主要通过平安寿险、健康险捆绑出售，增加平安保险对客户吸引力；消费型医疗和健康商城业务则主要受益于平安销售代理服务组合产品推销。根据平安好医生招股说明书，2017 年，平安好医生在线诊疗板块收入 97.1%来源于平安系客户，2015 年、2016 年该比例为 100%；对于消费型医疗、健康商城以及健康管理和互动板块，2017 年平安系客户贡献收入占比分别为 30.12%、47.85%、6.6%，可见平安好医生成长初期，各项业务板块的收入大部分来源于平安系客户。

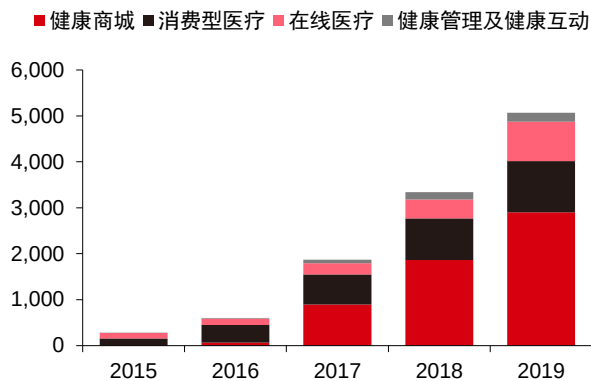
表 3：平安好医生各业务板块与平安集团协同情况

业务板块	协同情况
在线诊疗	从平安寿险、平安健康险获取客户，提供在线医疗服务和就医 360 会员计划
消费型医疗	平安集团保险代理为消费型医疗板块主要分销渠道，2017 年实现收入 4.3 亿元，占消费型医疗收入的 68%
健康商城	健康商城企业客户采购主要来自平安集团，2019 年实现收入 13.25 亿元，占健康商城总收入的 46%

健康管理和互动 作为商业保险增值服务，实现保险与医疗健康业务协同

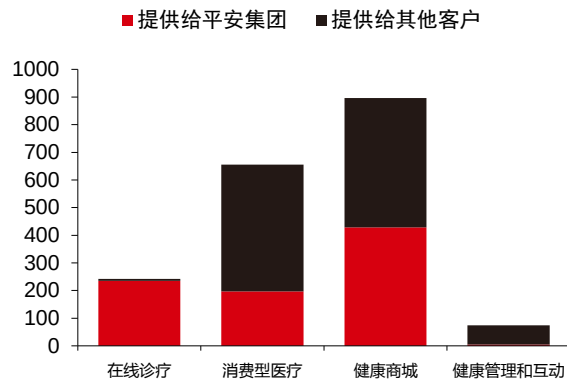
资料来源：平安好医生公告，中信证券研究部

图 12：平安好医生收入结构（百万元）



资料来源：平安好医生公告，中信证券研究部

图 13：2017 年平安好医生各业务板块收入结构（百万元）



资料来源：平安好医生公告，中信证券研究部

表 4：2015-2017 年平安好医生收入结构（百万元人民币，%）

业务板块	2015	2016	2017
在线诊疗	118.8	136.5	242.2
提供给平安集团	118.8	136.5	235.3
提供给其他客户	0	0	7
平安集团占比	100%	100%	97.1%
消费型医疗	154.6	388.1	655.4
提供给平安集团	106.7	102.2	197.4
提供给其他客户	47.9	285.9	458.3
平安集团占比	69%	26.3%	30.12%
健康商城	1.9	63.1	896.1
提供给平安集团	0	6.5	428.7
提供给其他客户	1.9	56.6	467.4
平安集团占比	0%	10.3%	47.85%
健康管理和互动	3.4	13.8	74.3
提供给平安集团	0	4.1	4.9
提供给其他客户	3.4	9.7	69.4
平安集团占比	0%	29.7%	6.6%
合计	278.7	601.5	1868.0
提供给平安集团	225.5	249.3	865.9
提供给其他客户	53.2	352.2	1002.1
平安集团占比	80.9%	41.4%	46.4%

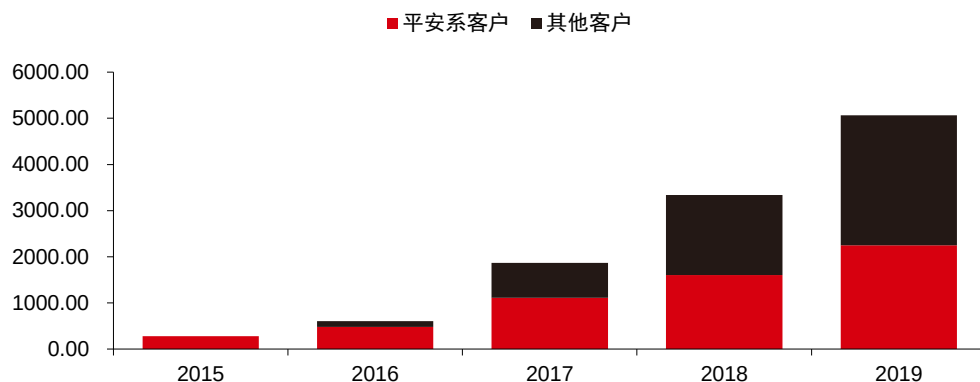
资料来源：平安好医生公告，中信证券研究部

平安系商业保险公司与平安好医生合作进行业务拓展，实现保险与医疗健康协同整合，打造医疗健康生态圈，助力平安好医生实现业务自主。2018 年 3 月，平安好医生与平安健康险达成合作，向平安健康险保险部分投保人提供安康和安享增值服务组合，提供在线

咨询、药物及医院挂号等增值服务组合，为平安好医生与商业保险公司接轨、拓展商业保险业务打下坚实基础，进而助力平安好医生未来与更多健康险公司深度合作，将公司提供的健康管理服务附加于保险产品之中，构建覆盖全生命周期的健康管理生态。

平安好医生业务形成一定规模后，对平安集团依赖程度逐年下降，自身业务拓展能力开始展露。平安好医生成立初期，其收入几乎全部来源于平安集团采购。根据平安好医生招股说明书，2015 年、2016 年及 2017 年平安集团（包括但不限于平安寿险、平安产险、平安银行及平安健康险）分别贡献给平安好医生的收益占平安好医生总收益的 80.9%、41.4%及 46.4%，2019 年降至 39.7%；而平安集团及其紧密联系人购买平安好医生产品与服务的交易金额分别占平安好医生营业总收入的 100%、79.47%及 59.33%，2019 年这一比例降至 44.35%。可见，随着平安好医生业务生态逐渐完善，规模不断壮大，对平安系的依赖程度逐渐下降，自身业务拓展能力开始展露，2019 年实现业务收入规模 51.82 亿，减亏 24.25%，未来有望逐渐扭亏为盈，最终实现业务自主。

图 14：2015-2019 平安集团及其紧密联系人购买平安好医生产品与服务的交易金额占营收比例逐年下降（亿元）



资料来源：平安好医生公告，中信证券研究部

国寿&平安对比：两大保险巨头整体呈均势，国寿具有代理人优势

中国人寿与中国平安作为国内保险行业两大巨头，在分销网络、代理人团队规模、客户资源等方面整体呈现均势，国寿在代理人人数上具有较明显优势。中国人寿是国内最大的人寿保险公司，拥有齐全的分销网络，客户基础深厚广泛。**国寿庞大的客户群体与完善的地推网络，有望显著助力蛮牛健康业务拓展。**

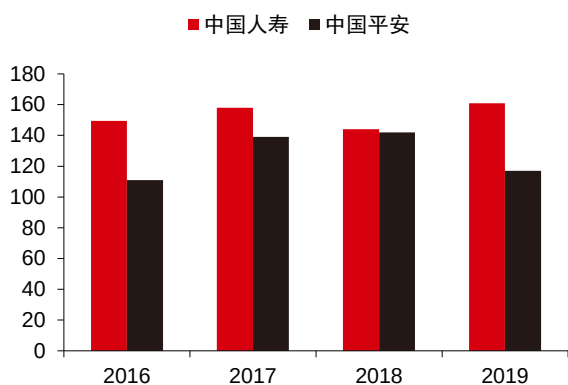
表 5：中国人寿与中国平安对比（2019 年）

项目	中国人寿	中国平安
个险渠道销售人员	161 万	117 万
营业网点	2,068 家	3,300 家
客户规模	3.03 亿（个人和团体保险单）	2 亿（个人客户数）
控股或参股公司	40 个	93 个
寿险及健康险规模	5,522 亿元	7,575 亿元
健康险市场份额（2018）	15%	17%
寿险市场份额（2018）	20%	15%

资料来源：各公司公告，Wind，前瞻网，中信证券研究部

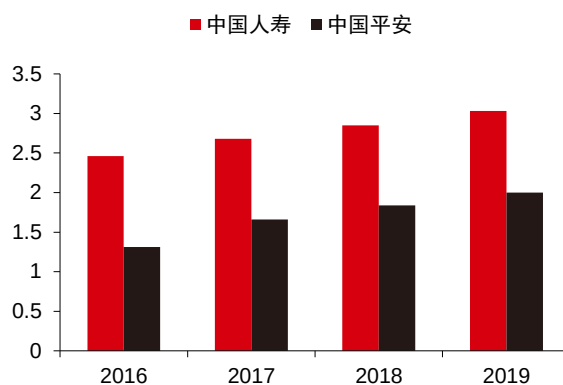
销售代理人规模方面，国寿具有明显优势。截至 2019 年，平安集团个险销售代理人数量达 117 万，同比减少 17.7%；国寿销售队伍则稳步扩张，2019 年个险渠道销售队伍人力达 161 万，同比增长 12.1%，队伍质态持续改善，月均有效销售人力同比增长 34.9%。利用大规模、高质量的销售代理队伍，国寿有望助力蛮牛健康以低获客成本获取大量客户资源，更加迅速实现业务拓展。

图 15：国寿与平安个险销售代理人数量对比（百万人）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 16：国寿与平安客户数量对比（亿人）

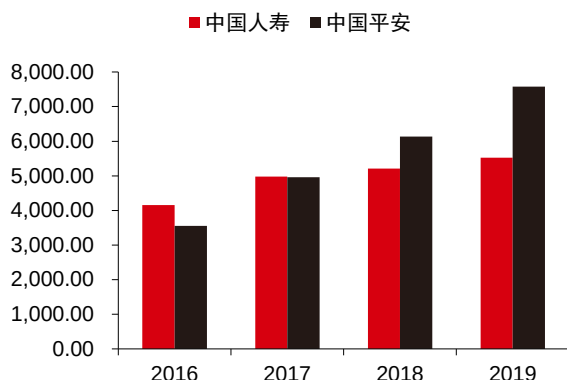


资料来源：各公司公告，中信证券研究部；注：中国平安为个人客户数量，中国人寿为个人和团体保单数量

寿险及健康险规模方面，近几年国寿实现稳步增长，2019 年实现寿险及健康险收入 5522 亿元，2016 年至 2019 年年复合增长率达 10%；相比而言，平安集团寿险及健康险保费收入增长更加迅速，2019 年实现收入 7575 亿元，2016 年至 2019 年年复合增长率高达 28.7%。

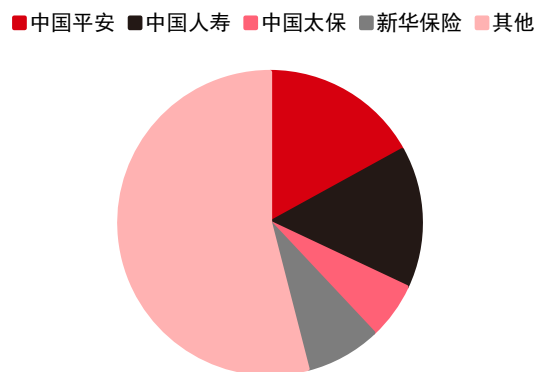
国寿与平安在寿险及健康险市场份额方面势均力敌，二者均为寿险市场、健康险市场龙头企业。据前瞻网统计数据，2018 年，中国平安、中国人寿健康险市场份额分别为 17%、15%，其次为新华保险与中国太保，分别占比 8%、6%；国寿在寿险市场份额方面略胜一筹，2018 年占比约 20%，中国平安为 17%左右。

图 17：国寿与平安寿险及健康险规模对比（亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 18：2018 年中国健康险市场份额



资料来源：前瞻网，中信证券研究部

独特优势：国寿唯一载体+万达前期资源，助力打造健康管理重要一极

万达信息是中国人寿健康管理业务板块重要载体，具有至关重要的战略地位。在平安集团的“大医疗健康生态圈”战略中，平安好医生和平安医保科技均立足于平安集团，且涉及医疗健康领域，在业务上存在重合；万达信息作为国寿打造中国人寿科技平台也是打造国有身份和市场化机制混合所有制改革的重要载体，对中国人寿健康管理业务具有较高唯一性，是国寿生态健康管理平台，是国寿逐步补强市场化、打造保险+健康管理的重要拼图，未来有望更多获得国寿集团鼎力支持。

万达信息前期在技术、数据、客户等方面的自身优势积累，将助力其健康管理板块深入发展。万达信息自成立 20 多年来，在大政务、大医卫领域积累了坚实的 IT 能力、丰富的居民政务数据和健康档案数据。一方面，万达信息坐拥市民云、健康云等城市级入口，可以为蛮牛健康进行导流及推广；另一方面，公司多年来帮助各级政府建立了超过 100PB 的几乎覆盖 100% 政府相关部门的业务系统的大数据和近 6 亿人的健康档案，日前，万达信息在国家医疗保障局组织的数据中心机房和通信基础设施租用项目招标活动中，成功中标，中标金额 3630 万元。未来通过技术、数据、资源整合，可以为国寿代理人提供获客及审核服务，通过大数据手段为人寿提供智能化保险服务，同时将健康管理附于保险产品，提升附加值，打造具有高附加值的商业保险产业链闭环。

表 6：万达信息自有优势及主要业务成果

业务板块	细分领域	公司优势及成果
医疗健康	医疗	公司是区域卫生领域领导者，服务全国 6 亿人群，业务遍布全国 23 个省/直辖市、近 200 余个地市、1000 余个区县；公司承建的医院系统覆盖了 50 余家三级医院、近百家二级医院、1500 余家社区、近万家社区卫生服务站
	医保	公司建设的实时结算、异地结算、医保控费等业务系统已覆盖全国 10 多个省市、30 多个地市、100 余个统筹区域，服务覆盖人群达 3.5 亿
	医药	公司承建了全国级药品临床试验管理平台，以及省级核心平台上海市招采采购一体化平台。上海市阳光采购平台对接了全国近 6500 家医药企业、上海本地 1500 余家医疗机构，月均交易额超过 50 亿元
	健康管理	建成国内首个城市级医疗健康服务的互联网总入口“健康云”，截至 2020 年 2 月，“健康云”实现上海市 16 个区 243 个社区全覆盖，总注册用户达 1033 万，总注册医生达 3.8 万。“健康云”模式正从上海扩展至多地，北京、四川、湖南、宁夏已开始投入建设，浙江台州已进入运营

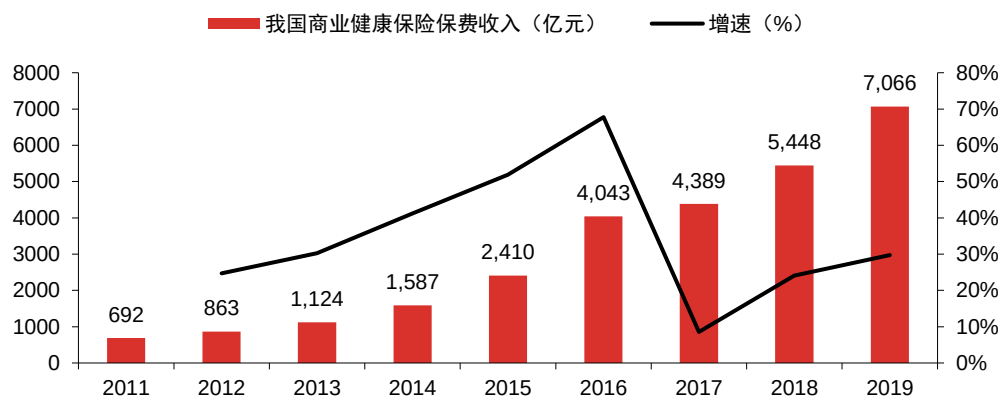
智慧城市	政务管理	建设上海“一网通办”总门户，通过整合各部门碎片化、条线化政务服务事项前受理功能，建设全市政务服务统一受理平台。目前已对接 42 个委办单位、16 个行政服务中心、220 个街道社区、2000 余项服务事项，并持续在全国推广
	市民云	“市民云 APP”是城市智慧服务的总入口、“一网通办”的移动端，包括政务服务、生活服务及社区服务。2019 年，“市民云”平台已在上海、海口、成都、长沙等城市落地运行，覆盖人口达 8000 万。2019 年底，上海“随申办市民云”注册用户已超过 1600 万，成为全国首个千万级用户的公共服务平台

资料来源：公司公告，中信证券研究部

健康管理业务空间广阔，万达信息有望成为未来重要一极。“商业健康保险+健康管理”的协同发展模式已经成为市场未来的发展趋势，在提升保险产品附加值、增强客户黏性的同时，健康管理服务能够改善客户健康状况，降低风险，与国寿保险主业形成良性互动。

近年来，我国商业健康保险的业务规模快速增长，根据中国保险行业协会，2019 年我国实现商业健康保险保费收入 7066 亿，2011 年至 2019 年复合增长率达 33.7%。据银保监会预测，2025 年国内商业健康险规模将超过 2 万亿，健康险逐渐成为保险公司增长新动力。同时，银保监会于 2019 年 11 月发布新健康保险管理办法，鼓励开发多样的健康保险产品，将健康保险产品包含健康管理服务成本比例上限由原来净保险费的 12%提升至净保险费的 20%，进一步促进健康管理和保险产品的融合创新。

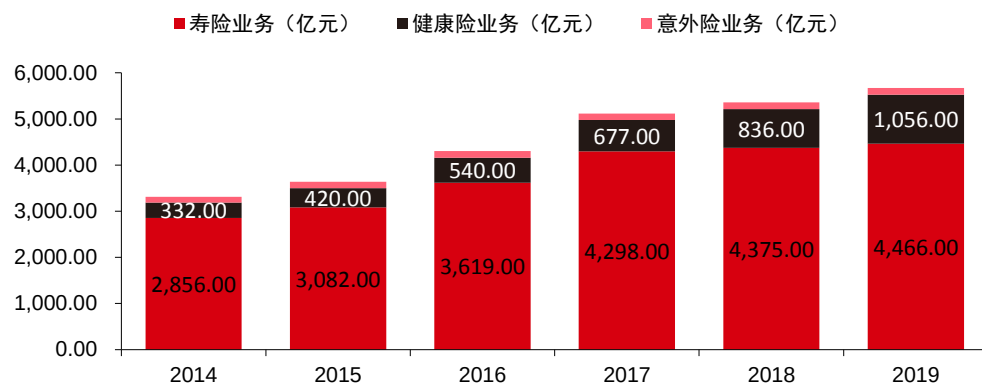
图 19：我国商业健康保险保费收入规模



资料来源：中国保险行业协会，中信证券研究部

2019 年，国寿实现健康险保费收入 1056 亿元，同比增长 26.32%，2016 年至 2019 年复合增长率达 25.05%。若以健康险净保费的 20%投入健康管理计算，当前国寿健康管理成本最多可投入 211.2 亿。健康管理服务采购需求随着保险收入规模的扩大同步增长，未来随着公司健康管理板块与国寿合作深入，预计国寿的直接采购将成为万达信息全新的业务增量，助力公司业绩稳步增长。

图 20：2014-2019 年中国人寿主营业务构成



资料来源：Wind，中信证券研究部

风险提示

1. 健康管理业务拓展不及预期，
2. 非公开发行以及与国寿系协同不及预期。

投资建议

国寿系新任管理层持续推动公司向健康管理深入发展，蛮牛健康及蛮牛伙伴 APP 正式发布，迎来阶段性里程碑，未来国寿管理层将继续强化公司控制和公司治理。随着健康管理业务加速推进，未来蛮牛健康作为国寿唯一的健康管理平台，预计国寿将加大对蛮牛健康的支持力度，公司依托国寿支持及公司自有资源有望打造“保险+健康管理”生态闭环，成为健康管理市场重要一极。维持 2020-2022 年净利润预测为 3.07/4.18/5.64 亿元，维持“增持”评级。

利润表						资产负债表					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,205	2,125	2,786	3,596	4,559	货币资金	1,045	1,622	1,870	2,288	3,147
营业成本	1,224	1,639	1,696	2,142	2,655	存货	1,143	535	594	750	929
毛利率	44.50%	22.86%	39.12%	40.45%	41.77%	应收账款	1,530	1,324	1,678	2,301	2,835
营业税金及附加	13	10	14	18	22	其他流动资产	430	452	500	569	638
销售费用	104	140	139	176	214	流动资产	4,148	3,934	4,642	5,908	7,550
营业费用率	4.71%	6.58%	5.00%	4.90%	4.70%	固定资产	380	432	499	590	708
管理费用	375	343	440	557	693	长期股权投资	91	99	139	139	139
管理费用率	16.99%	16.15%	15.80%	15.50%	15.20%	无形资产	740	835	885	955	1,045
财务费用	155	180	118	140	171	其他长期资产	2,461	2,315	2,372	2,529	2,739
财务费用率	7.04%	8.48%	4.24%	3.89%	3.75%	非流动资产	3,672	3,680	3,894	4,213	4,631
投资收益	55	10	52	51	49	资产总计	7,820	7,614	8,398	9,781	11,591
营业利润	250	(1,406)	329	454	618	短期借款	2,635	2,933	3,342	4,198	5,311
营业利润率	11.33%	-66.20%	11.82%	12.63%	13.55%	应付账款	383	508	521	664	821
营业外收入	9	17	20	22	24	其他流动负债	368	294	349	336	337
营业外支出	2	1	1	1	1	流动负债	3,386	3,736	4,212	5,199	6,470
利润总额	257	(1,391)	348	475	641	长期借款	622	238	238	238	238
所得税	31	12	40	55	74	其他长期负债	157	729	729	729	729
所得税率	12.21%	-0.85%	11.56%	11.56%	11.56%	非流动性负债	779	966	966	966	966
少数股东损益	(7)	(5)	1	2	2	负债合计	4,165	4,702	5,178	6,165	7,436
归属于母公司股东的净利润	232	(1,397)	307	418	564	股本	1,099	1,140	1,188	1,188	1,188
净利率	10.52%	-65.77%	11.01%	11.63%	12.38%	资本公积	1,098	1,602	1,554	1,554	1,554
						归属于母公司所有者权益合计	3,633	2,892	3,198	3,592	4,129
						少数股东权益	22	20	22	23	26
						股东权益合计	3,655	2,912	3,220	3,616	4,155
						负债股东权益总计	7,820	7,614	8,398	9,781	11,591

现金流量表					
(百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	257	-1,391	348	475	641
所得税支出	-31	-12	-40	-55	-74
折旧和摊销	218	304	51	60	74
营运资金的变化	-603	178	-393	-718	-624
其他经营现金流	233	1,087	66	89	122
经营现金流合计	72	167	25	-166	107
资本支出	-544	-410	-165	-220	-280
投资收益	55	10	52	51	49
其他投资现金流	26	3	-99	-159	-212
投资现金流合计	-463	-397	-212	-328	-442
发行股票	24	1,193	0	0	0
负债变化	7,558	8,659	409	856	1,113
股息支出	-39	-27	0	-24	-28
其他融资现金流	-7,987	-9,016	-118	-140	-171
融资现金流合计	-444	809	291	692	915
现金及现金等价物净增加额	-834	579	248	418	859

主要财务指标					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-8.73%	-3.64%	31.12%	29.10%	26.78%
营业利润增长率	-26.3%	-663%	N/A	37.93%	36.00%
净利润增长率	-28.9%	-702%	N/A	36.40%	34.89%
毛利率	44.50%	22.86%	39.12%	40.45%	41.77%
EBITDA Margin	28.35%	-43%	18.25%	18.25%	18.70%
净利率	10.52%	-65.8%	11.01%	11.63%	12.38%
净资产收益率	6.39%	-48.3%	9.59%	11.65%	13.67%
总资产收益率	2.97%	-18.4%	3.65%	4.28%	4.87%
资产负债率	53.26%	61.75%	61.66%	63.03%	64.15%
所得税率	12.21%	-0.85%	11.56%	11.56%	11.56%
股利支付率	11.85%	0.00%	7.95%	6.60%	4.85%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场监管局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。