

## 久远银海

002777

审慎增持 (维持)

医疗 IT 的少壮领军，真成长的典范老兵

2020 年 02 月 24 日

## 市场数据

市场数据日期	2020-02-24
收盘价(元)	44.01
总股本(百万股)	224.30
流通股本(百万股)	189.98
总市值(百万元)	9871.56
流通市值(百万元)	8361.11
净资产(百万元)	1060.55
总资产(百万元)	1943.59
每股净资产	4.73

## 主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	864	1078	1382	1749
同比增长	25.2%	24.8%	28.2%	26.6%
净利润(百万元)	119	155	211	277
同比增长	30.7%	30.9%	35.7%	31.6%
毛利率	42.7%	43.2%	42.8%	42.3%
净利润率	13.7%	14.4%	15.3%	15.9%
净资产收益率(%)	11.6%	13.7%	16.4%	18.7%
每股收益(元)	0.53	0.69	0.94	1.24
每股经营现金流(元)	0.98	0.56	1.22	1.33

## 投资要点

- **民生信息化领军，战略聚焦医疗大健康。**公司在民生信息化领域深耕 20 余年，近年来战略聚焦医疗大健康产业。公司股权结构较优质，其中，实控人中物院持股 38.31%、平安集团持股 8.54%、上市公司高管持股 10.6%（截止到 19 年中报）。公司财务数据健康，其中 2015 年-2018 年，公司营收复合增速为 24.3%，归母净利润复合增速为 27.8%；经营性现金流量净额/归母净利润的比例为 155%。
- **短期：医保局相继挂牌，医保 IT 拐点向上。**2018 年 5 月，国家医保局成立后，顶层设计了新一代医保信息系统。随着国家医保局信息平台建设的展开，省市级医保信息平台的招投标工作将陆续开展，短期内将释放约 20 亿医保 IT 建设市场增量。公司中标国家医保局信息化平台核心系统，优势明显。
- **中期：DRGs 逐步推广，百亿市场可期待。**北京、上海等 30 个城市已率先开展 DRGs 试点工作，未来将在全国范围内迎来推广高峰。医院端、医保端的 DRGs 信息化建设是实现精准医保控费的抓手，预计将带来百亿市场增量，其中医保局端约 20-33 亿，医院端约 74-135 亿。DRGs 系统建设在医保端和医院端的关联性强，公司有望从 DRGs 医保端建设逐步向医院端 DRGs 建设延伸。
- **长期：入局平安大健康，打开成长空间。**2018 年 2 月，公司定增引入“平安系”，入局平安“大医疗健康”生态圈。公司在医保规则库方面优势明显，凭借多年医保端的服务经验，积累了大量医保健康数据；平安则拥有丰富的医学及药品知识库，以及保险业务资源。二者优势领域高度互补，有望共拓医保控费市场和商业健康新蓝海。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.55 亿、2.11 亿、2.77 亿元，对应 EPS 分别为 0.69 元、0.94 元、1.24 元，给予“审慎增持”评级。

**风险提示：**1) 医保局 IT 需求不及预期；2) 政策落地缓慢；3) 行业竞争加剧。

## 相关报告

《业绩稳定增长，民生和军工两大主业稳健》2017-04-06

分析师：

蒋佳霖

jiangjialin@xyzq.com.cn

S0190515050002

徐聪

xucong@xyzq.com.cn

S0190516060001

团队成员：

蒋佳霖、徐聪、孙乾、吴鸣远、冯欣怡

## 目 录

1、民生信息化领军，战略聚焦医疗大健康 .....	- 4 -
1.1、背靠中物院，深耕民生信息化 20 余年.....	- 4 -
1.2、平安集团入股 8.54%，股权结构较优质 .....	- 5 -
1.3、内生持续较快增长，经营现金流较健康.....	- 6 -
2、短期：医保局相继挂牌，医保 IT 拐点向上.....	- 7 -
2.1、医保局成立，医保 IT 红利加速释放.....	- 7 -
2.2、医保局招标迎高峰，市场空间近 20 亿.....	- 9 -
3、中期：DRGs 逐步推广，百亿市场可期待.....	- 12 -
3.1、DRGs 为医保控费利器，有望逐步推广 .....	- 12 -
3.2、DRGs 推动医疗 IT 建设，百亿市场可期.....	- 16 -
4、长期：入局平安大健康，打开成长空间 .....	- 17 -
4.1、加码大健康，PPP 模式筑平安医疗生态 .....	- 17 -
4.2、入局平安大健康，掘金医保控费市场 .....	- 18 -
5、盈利预测与估值 .....	- 20 -
6、风险提示 .....	- 21 -
图 1、久远银海发展历程 .....	- 4 -
图 2、久远银海股权结构 .....	- 5 -
图 3、营业收入增长稳定 .....	- 6 -
图 4、归母净利润稳健增长 .....	- 6 -
图 5、经营性现金流量净额持续高于归母净利润.....	- 6 -
图 6、经营性现金流量/归母净利润 .....	- 7 -
图 7、国家医保局整合各项职能 .....	- 7 -
图 8、医保信息化标利好政策加速释放 .....	- 9 -
图 9、2019 年 6 月，15 项“医保业务编码标准动态维护”窗口上线试运行.....	- 9 -
图 10、国家医疗保障局医疗保障信息平台总体架构图.....	- 10 -
图 11、第八包医保业务基础子系统架构图.....	- 11 -
图 12、近五年我国医保基金收支情况 .....	- 12 -
图 13、DRGs 分组理念 .....	- 13 -
图 14、DRGs 分组思路 .....	- 13 -
图 15、平安集团整体战略布局 .....	- 17 -
图 16、平安医疗大健康战略布局 .....	- 17 -
图 17、商业健康险保费收入占比相对较低 .....	- 20 -
表 1、2017-2019H1 公司核心业务财务情况 .....	- 5 -
表 2、各省级医保局陆续挂牌 .....	- 8 -
表 3、国家医保局信息平台建设招标落地 .....	- 10 -
表 4、地方医保信息化建设释放医疗 IT20 亿市场空间.....	- 11 -
表 5、两种医保费用支付方式比较 .....	- 14 -
表 6、国家 DGRs 试点城市名单公布 .....	- 14 -
表 7、试点城市分阶段开展 DRGs 实验工作 .....	- 15 -
表 8、DGRs 市场空间测算 .....	- 16 -
表 9、平安以“P-P-P”战略打造大医疗健康闭环 .....	- 18 -

---

表 10、久远银海与平安深度合作 .....	- 19 -
表 11、公司盈利预测结果 .....	- 20 -
附表 .....	- 22 -

报告正文

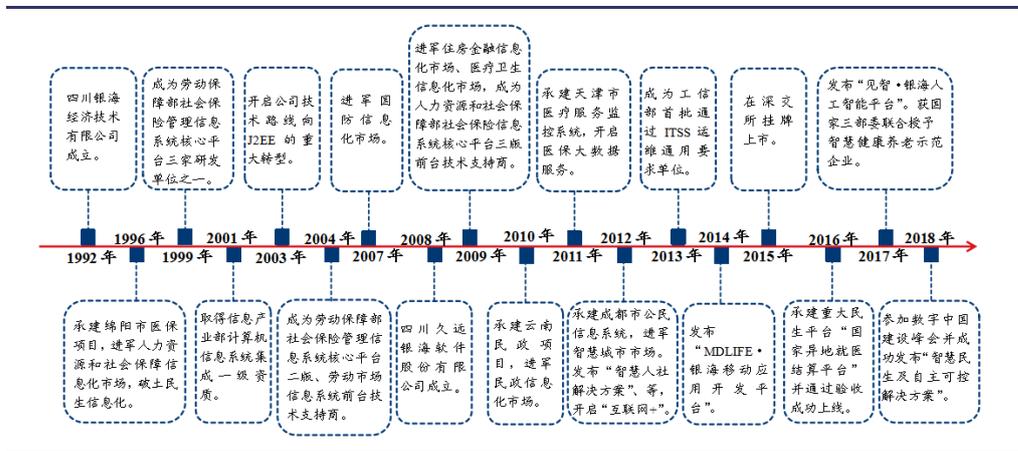
## 1、民生信息化领军，战略聚焦医疗大健康

### 1.1、背靠中物院，深耕民生信息化 20 余年

背靠中物院，深耕民生信息化 20 余年。公司成立于 1992 年，前身为四川银海经济技术有限公司，实控人为中国工程物理研究院（简称中物院），专注于民生信息化领域。1996 年，公司承建绵阳市医保项目，进入人力资源和社会保障信息化市场，破土民生信息化。2007 年，公司开始进军国防信息化市场。2009 年，公司承建成都公积金项目并收购重庆方联软件，借此分别涉足住房金融及医疗卫生信息化市场。2010 年，公司承建云南民政项目，拉开民政信息化序幕。2012 年，公司承建成都市公民信息系统，进入智慧城市领域。2015 年 12 月，公司于中小板挂牌上市。

民生信息化资源积累深厚。经过 20 余年的发展，公司业务由人社信息化逐渐拓展至其他民生信息化市场，涉及医疗医保、智慧城市和数字政务等。同时，根据 2019 年半年报数据，公司的销售网络已覆盖全国 24 个省（自治区、直辖市）、100 余个城市，为 7 万家医院药店和近 5 亿社会公众提供服务。

图 1、久远银海发展历程



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司围绕医疗大健康市场进行业务聚焦，目前主要包括两大业务板块：

1) 医疗医保：围绕医疗、医保、医药等大健康领域，助力医保经办、医保便民、医保治理、区域卫生、智慧医院、互联网医疗、健康医疗大数据、药店服务、食药监管、慢病管理、医疗健康云服务等业务的发展，下游客户为医保局、卫健委、药监局等政府机构，以及医院、药店、商业保险公司等经营主体。

2) 智慧城市与数字政务：围绕人社、民政、住房金融等民生领域，以及城市的创

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

新发展、建设运营和高效治理，助力政府治理、信息惠民，下游客户为人社局、民政局、房管局、公积金管理中心等政府机构，以及互联网企业、金融机构、商保机构等经营主体。

表 1、2017-2019H1 公司核心业务财务情况

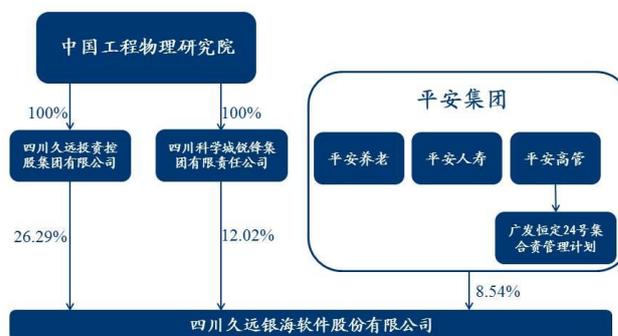
	2017	2018	2019H1
<b>医疗医保</b>			
营业收入（亿元）	2.30	3.16	1.34
营收占比（%）	33.32%	36.61%	39.2%
同比增速（%）	/	37.53%	11.19%
毛利率（%）	73.32%	65.32%	66.17%
<b>智慧城市与数字政务</b>			
营业收入（亿元）	3.52	4.98	1.84
营收占比（%）	50.95%	57.64%	53.88%
同比增速（%）	/	41.58%	10.46%
毛利率（%）	0.31	30.48%	55.07%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、平安集团入股 8.54%，股权结构较优质

**国企背景、定增引入大股东平安集团、核心高管大比例持股，有助于公司长期健康发展。**公司实际控制人为中物院，中物院创建于 1958 年，是以发展国防尖端科学技术为主，集产学研为一体的综合型研究院。中物院通过上市公司第一大股东久远集团（持股占比 26.29%）、第二大股东锐锋集团（持股占比 12.02%），共计持有久远银海 38.31% 股权，为公司的控股股东。2018 年 2 月，公司通过定增，引入平安集团旗下的平安养老、平安人寿及平安集团子公司 35 名高级管理人员成为公司战略股东，共计持有公司 8.54% 股权，位列公司第三大股东。同时，截止到 2019 年中报的披露数据，上市公司核心高管持股比例为 10.6%，比例相对较高。

图 2、久远银海股权结构



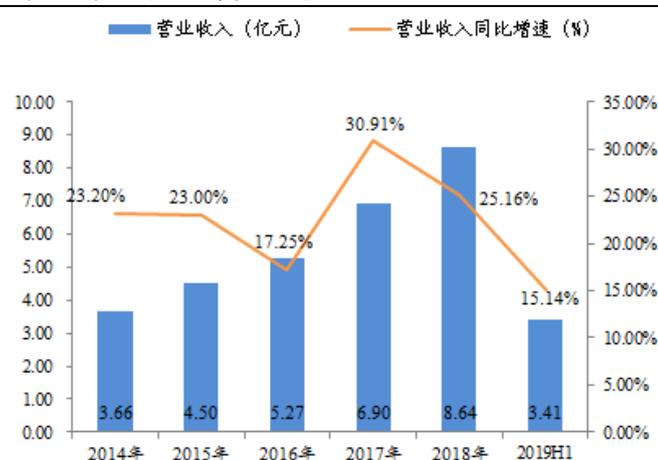
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.3、内生持续较快增长，经营现金流较健康

公司内生业绩保持较快增长态势。2015年至2018年，营收复合增速为24.3%，归母净利润复合增速为27.8%。从分项业务来看，2018年，公司与大健康相关的医疗医保业务、智慧城市与数字政务业务的收入分别为3.16亿元（占比36.61%）、4.98亿元（占比41.58%），同比增速分别为37.53%、41.58%。

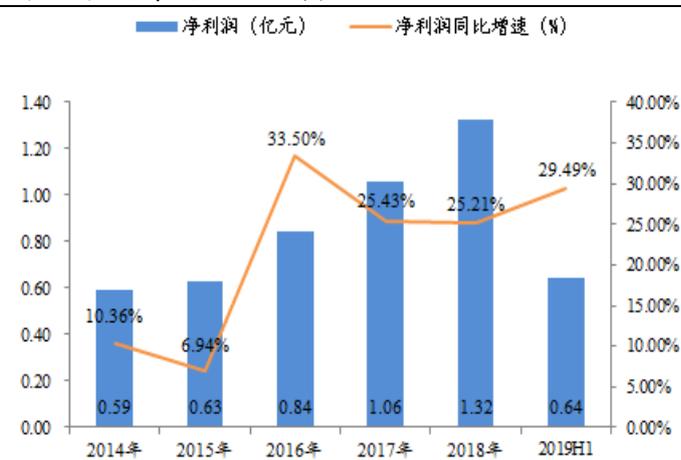
在利润率方面：公司整体毛利率基本稳定在43%左右，净利率维持在15%左右。2019年上半年，受益于公司软件业务占比上升，带动毛利率、净利率分别提升至57.14%和18.89%。

图3、营业收入增长稳定



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

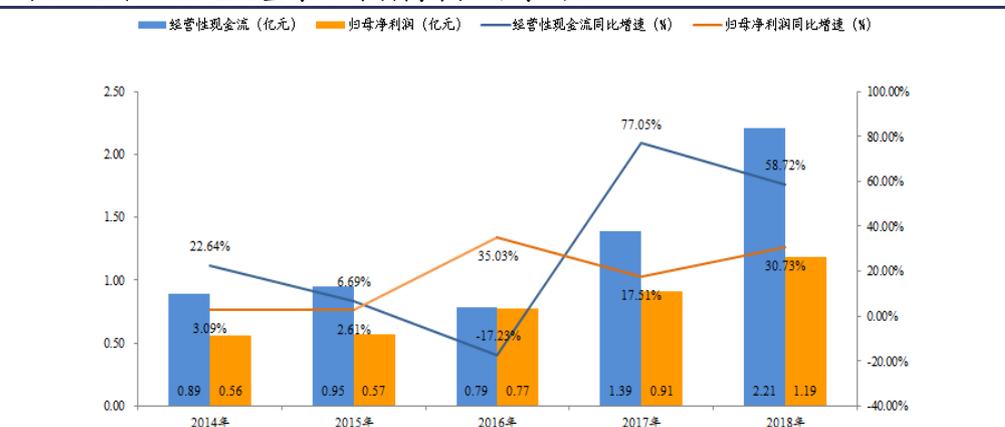
图4、归母净利润稳健增长



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

经营性现金流持续高于归母净利润，报表质量良好。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为2.21亿元，远高于同期归母净利润的1.19亿元。2015-2018年，公司经营性活动产生的现金流量净额分别是归母净利润的1.66、1.02、1.53和1.86倍，反映出公司良好的财务质量。

图5、经营性现金流量净额持续高于归母净利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 6、经营性现金流量/归母净利润



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、短期：医保局相继挂牌，医保 IT 拐点向上

### 2.1、医保局成立，医保 IT 红利加速释放

“超级支付者”国家医保局成立，终结医保碎片化管理。2018年5月31日，国家医疗保障局（简称医保局）正式挂牌。医保局作为国务院直属机构，整合了人社部城镇职工和居民的基本医疗和生育保险职责、国家卫计委新型农村合作医疗职责、国家发改委药品和医疗服务价格管理职责、民政部医疗救助职责。国家医保局成立后，各省（市）医保局筹备工作陆续展开。截至2019年12月，全国30个省（市）的医保局相继成立。“三保合一”（特指城镇职工、城镇居民、新农合三项保险合一）后，医保基金的使用将更加集中，国家医保局也相应实现了定价、采购及支付权利的统一。

图 7、国家医保局整合各项职能



资料来源：国家医保局，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、各省级医保局陆续挂牌

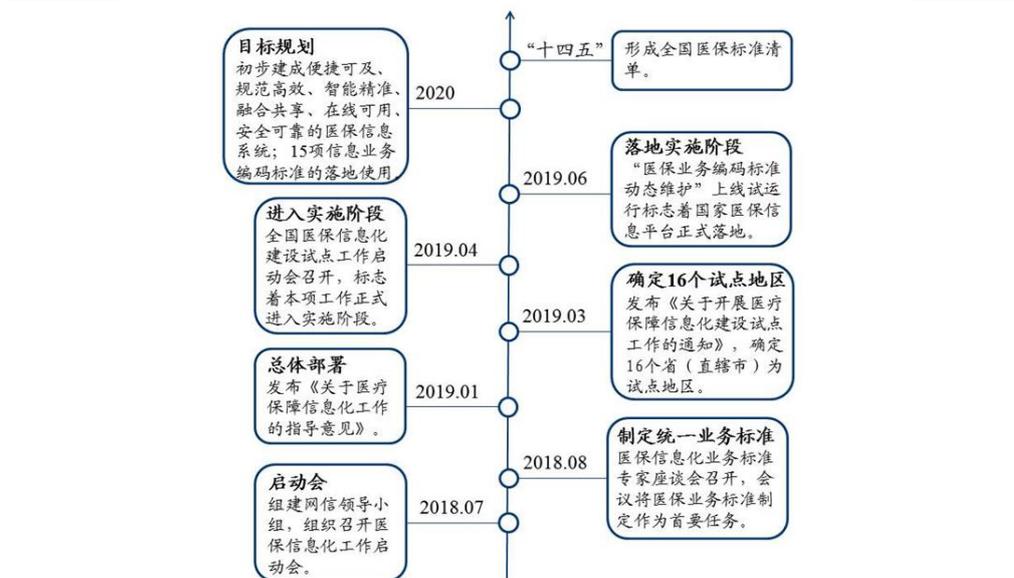
日期	省份/直辖市	级别
2018 年 10 月 24 日	重庆	正厅级医保局
2018 年 10 月 25 日	吉林	正厅级医保局
2018 年 10 月 25 日	黑龙江	正厅级医保局
2018 年 10 月 25 日	浙江	正厅级医保局
2018 年 10 月 25 日	广东	正厅级医保局
2018 年 10 月 26 日	福建	正厅级医保局
2018 年 10 月 26 日	山东	正厅级医保局
2018 年 10 月 26 日	山西	副厅级医保局
2018 年 10 月 31 日	湖南	副厅级医保局
2018 年 11 月 1 日	江苏	正厅级医保局
2018 年 11 月 1 日	甘肃	副厅级医保局
2018 年 11 月 5 日	河北	副厅级医保局
2018 年 11 月 6 日	海南	正厅级医保局
2018 年 11 月 9 日	四川	正厅级医保局
2018 年 11 月 10 日	内蒙古	副厅级医保局
2018 年 11 月 11 日	辽宁	正厅级医保局
2018 年 11 月 12 日	宁夏	副厅级医保局
2018 年 11 月 13 日	陕西	正厅级医保局
2018 年 11 月 14 日	江西	正厅级医保局
2018 年 11 月 15 日	广西	副厅级医保局
2018 年 11 月 20 日	贵州	正厅级医保局
2018 年 11 月 26 日	河南	正厅级医保局
2018 年 11 月 26 日	云南	副厅级医保局
2018 年 11 月 28 日	上海	正厅级医保局
2018 年 11 月 28 日	安徽	正厅级医保局
2018 年 11 月 28 日	青海	正厅级医保局
2018 年 11 月 29 日	湖北	正厅级医保局
2018 年 11 月 29 日	新疆	正厅级医保局
2018 年 11 月 30 日	天津	正厅级医保局
2018 年 11 月 30 日	北京	副厅级医保局

资料来源：国家医保局，兴业证券经济与金融研究院整理

自 2018 年 5 月国家医保局成立以来，医保信息化建设政策释放进入“快车道”。

2018 年 7 月 24 日，国家医保局在挂牌组建后仅仅 2 个月，局长胡静林牵头组建了网信领导小组并召开的医保信息化工作启动会，明确医保信息化工作的总体思路。2019 年 3 月，国家医保局发布《关于开展医疗保障信息化建设试点工作的通知》，确定 16 个省（直辖市）为医疗保障信息化建设试点地区。同时提出 2020 年底前，试点地区要基本完成省级医疗保障信息平台建设并与国家平台对接运行，实现 15 项信息业务编码标准落地使用。2019 年 4 月，全国医保信息化建设试点工作启动会召开，标志着医保信息化建设工作进入实施阶段。

图 8、医保信息化标利好政策加速释放



资料来源: 国家医保局, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2019年6月, 15项“医保业务编码标准动态维护”窗口上线试运行



资料来源: 国家医保局, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、医保局招标迎高峰, 市场空间近 20 亿

国家医保信息平台招标落地, 为各地推广树立标准。受国家医保局 3 大职能整合的影响, 不仅原有的三保数据需要迁移、整合, 相应的数据端口也要进行改造。根据自身的业务需求以及最新的信息技术, 国家医保局顶层设计了新一代医保信息系统。2019 年 3 月下旬, 国家医保局发布公开招投标公告, 本次信息平台招标包括: 业务应用软件项目、基础云平台建设和集成采购项目、总集成和相关服务采购项目、工程监理服务采购项目、工程机房及通信基础设施采购项目五大部分。

2019年5月7日，国家医保局信息平台建设项目完成所有中标公司公示。随着国家医保局信息平台建设的展开，省市级医保信息平台的招投标工作将陆续开展。

图 10、国家医疗保障局医疗保障信息平台总体架构图



资料来源：中国政府采购网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、国家医保局信息平台建设招标落地

招标项目	中标厂商	金额(万元)
<b>国家医保局医保信息平台建设工程业务应用软件采购项目</b>		<b>1694.2</b>
第一包 内部统一门户子系统、内部控制系统	东软集团	259.0
第二包 跨省异地就医管理子系统	久远银海	199.0
第三包 支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	创智和宇	83.0
第四包 药品和医用耗材招采管理子系统	厦门海西医药交易中心	168.0
第五包 公共服务子系统、信用评价管理子系统	易联众	268.0
第六包 基金运行及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统	卫宁健康	328.0
第七包 宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	平安医保科技	207.4
第八包 基础信息管理系统、医保业务基础子系统、应用支撑平台子系统	易联众/久远银海/创业惠康	100.0
第九包 应用系统集成服务	东华软件	81.8
<b>国家医保局医保信息平台建设工程基础云平台建设和集成采购项目</b>		<b>4456.1</b>

第一包 公共服务区基础云平台建设和集成	中国电信	1796.1
第二包 核心业务区基础云平台建设和集成	中软科技	2660.0

资料来源：中国政府采购网，兴业证券经济与金融研究院整理

**地方医保信息化建设平台需求释放，预计市场空间超 20 亿。**2019 年 8 月，国家医保局在全国医保信息化建设培训中提出要求，2019 年底前完成省级信息平台设计、立项等前期建设工作，2020 年底前完成相关信息化建设任务，2021 年各地完成项目验收工作。根据调研情况，地方医保建设进度略有延迟，将在 2020 年迎来招投标高峰。结合省市两级医保局近期招标数据，假设省级医保局信息平台建设费用大约为 200-500 万；地级市医保信息平台直接承载辖区内医保数据处理任务，建设费用更高，大约为 500-800 万；由此估算全国医保信息平台建设市场空间将近 20 亿元。

**表 4、地方医保信息化建设释放医疗 IT20 亿市场空间**

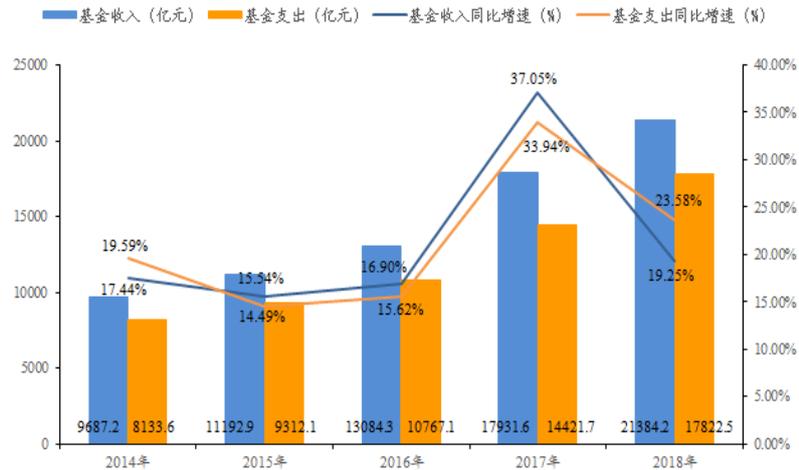
	数量（个）	平均项目费用（万元）	市场空间测算
省级医保局	31	200-500	约 20 亿
地市级医保局	333	500-800	

资料来源：中国政府采购网，兴业证券经济与金融研究院整理

**公司中标国家医保信息化平台核心系统，有望充分享受行业成长红利。**久远银海中标国家医保局信息平台建设应用软件项目第 2 包及第 8 包。第 2 包即跨省异地就医管理子系统，旨在支撑城镇职工医保和城乡居民医保（含新农合）的跨省异地就医住院结算；第 8 包属于国家医保信息化平台核心系统，是整个国家医保局信息系统中台，建设内容包括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。第 8 包建设旨在规范全国统一医疗保障经办标准，汇聚全国数据，有助于打破信息孤岛、推进服务均等、实现大数据对治理能力的推动，会对医保支付、医保定价、医保监管三大医保核心职能的履行发挥基础性作用。此次国家医保局标杆式项目的承建，有助于公司抢占更多省级及地市级医保 IT 建设浪潮中的市场份额，实现医保信息化业务的高速增长，充分享受行业成长红利。

**图 11、第八包医保业务基础子系统架构图**





资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

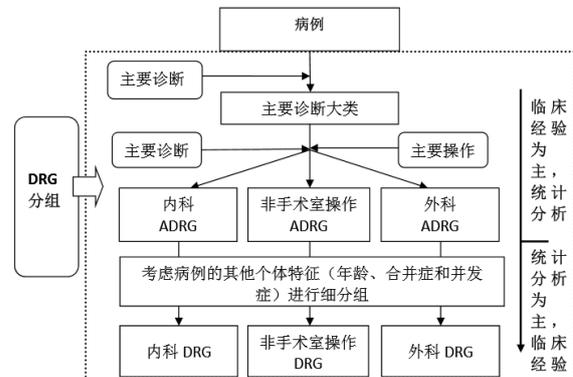
为缓解医保费用压力，国家逐步推行 DRGs 支付方式。DRGs (Diagnosis Related Groups, 即疾病诊断相关分组)，是指根据病人的年龄、性别、住院天数、临床诊断、病症、手术、疾病严重程度，以及合并症与并发症及转归等因素把病人分入 500-600 个诊断相关组，这一过程中主要以统计分析寻找分类节点，考虑资源消耗的相似性；然后根据分类结果合理指定相关组的医疗保障标准，并结合预付制的支付方式，给予医疗机构定额预付款，进行医保费用控制。

图 13、DRGs 分组理念



资料来源：国家医保局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、DRGs 分组思路



资料来源：国家医保局，兴业证券经济与金融研究院整理

作为国际主流支付方式，DRGs 在医保控费领域优势明显。1980 年代以前，国际大多国家实行传统的按项目付费模式。在传统按项目付费模式下，医保支出费用由医院端主导，医院和医生有动力增加医疗项目以提高医疗费用，易引发过度医疗问题。以美国为例，1983 年美国开始实施按病种付费的医保支付方式改革，由此转向 DRGs 为主流的买方主导的预算控制方式；到 1997 年，美国 Medicare 计划

住院费用中按病种支付的比例已达到 66%。此后，德国，澳大利亚等发达国家先后引进并完成 DRGs 的普遍实行。目前世界上共有 30 多个国家已经实施或正在实施按病种付费制度，DRGs 已成为国际主流付费方式。在 DRGs 付费模式下，医疗保险机构在医疗服务发生之前，根据某病种的预付费标准向医院支付费用，超出部分由医院承担，迫使医院为获得利润主动降低成本，减少诱导性医疗费用支付，有利于医保费用控制。

表 5、两种医保费用支付方式比较

	项目付费	DRGs 付费
付费方式	属于后付费制，按医疗服务项目付费	属于预付费制，按疾病诊断组打包付费
优点	医患双方操作较方便、收费透明	科学有效进行医保控费，提高医疗透明度
缺点	医院和医生有增加医疗项目以提高医疗费用的动机，容易引发过度医疗问题	病种分类、费用计算复杂，可能出现推诿患者情况
使用国家	中国	美国、德国、澳大利亚

资料来源：互联网资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、国家 DGRs 试点城市名单公布

省（区、市）	试点城市
北京市	北京市
天津市	天津市
河北省	邯郸市
山西省	临汾市
内蒙古自治区	乌海市
辽宁省	沈阳市
吉林省	吉林市
黑龙江省	哈尔滨市
上海市	上海市
江苏省	无锡市
浙江省	金华市

安徽省	合肥市
福建省	南平市
江西省	上饶市
山东省	青岛市
河南省	安阳市
湖北省	武汉市
湖南省	湘潭市
广东省	佛山市
广西壮族自治区	梧州市
海南省	儋州市
重庆市	重庆市
四川省	攀枝花市
贵州省	六盘水市
云南省	昆明市
陕西省	西安市
甘肃省	庆阳市
青海省	西宁市
新疆维吾尔自治区	乌鲁木齐市
新疆生产建设兵团	乌鲁木齐市（兵团直属、十一师、十二师）

资料来源：国家医保局，兴业证券经济与金融研究院整理

**表 7、试点城市分阶段开展 DRGs 实验工作**

阶段顺序	阶段名称	时间节点	内容
第一阶段	顶层设计阶段	2019 年 9 月底前	国家医疗保障局会同财政部、国家卫生健康委、国家中医药局成立 DRGs 付给国家试点工作组。工作组该阶段工作如下： 1. 确定试点城市； 2. 完成国家 DRG 分组规范框架及相关基础标准； 3. 制定试点城市开展国家试点的配套文件； 4. 开展 DRG 付费试点分组规范培训，指导试点城市掌握分组的基本原理和方法，协助其完成 DRG 分组。
第二阶段	模拟运行阶段	2019 年 9 月 - 2020 年 12 月	试点城市进入模拟运行期间。该期间内，国家医保局按月收集各地数据，利用数据不断修正和完善 DRG 分组规范和标准。同时，国家试点工作组将组织开展模拟运行督导和评估，具备条件的试点城市，备案后可启动实际付费。

第三阶段	实际付费阶段	2020年12月-2021年12月	符合条件的试点城市启动DRG实际付费。此外，国家医疗保障局等将会提出完善DRG付费体系和下一步推广方案。
------	--------	-------------------	--

资料来源：国家医保局，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、DRGs 推动医疗 IT 建设，百亿市场可期

医院端、医保端的信息化建设是实现 DRGs 精准控费的重要抓手。2019 年 12 月 10 日，国家医保局发布《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》，要求在试点地区，**医院端需要：**1) 较强的病案编码人员队伍及健全的病案管理制度；2) 可以提供分组必须的近三年的完整、规范、标准化的医疗相关数据；3) 具备对 HIS 系统接口进行改造的能力，与医保经办系统及分组器实现数据互传。**医保端需要：**1) 医保信息系统具有相对统一的医保药品、诊疗项目和耗材编码；2) 能够提供近三年的完整、规范、标准化医保结算数据；3) 具备安装 DRGs 分组器的硬件网络环境和运维能力，支持与医疗机构信息系统、DRGs 分组器互联互通，保证数据传输的及时性、完整性和准确性。

“医保端+医院端”的 DRGs 建设对应百亿市场空间。一方面 DRGs 核心产品 DRG 分组器的建设将产生直接的医疗 IT 建设需求，另一方面 DRGs 建设还需要其他系统做支撑，比如区域医疗医保平台、病案数据采集系统、DRGs 付费监管系统等间接信息化建设需求。结合近期招标数据及调研信息，**医保端 DRGs 建设方面：**地市级医保局 DRGs 系统建设费用约为 600-1000 万，对应医保局端市场规模 20-33 亿。**医院端 DRGs 建设方面：**三级医院建设费用约为 100-150 万，二级医院建设费用约 50-100 万，根据国家卫计委 2019 年 11 月 30 日最新数据，我国共有三级医院 2681 家，二级医院 9478 家，以此测算，医院端 DRGs 市场规模将达到 74-135 亿。未来 2-3 年 DRGs 相关信息化建设将迎来建设高峰，总体市场空间将接近百亿。

表 8、DGRs 市场空间测算

	数量(个)	费用	市场空间
医保端	333	600-1000 万	20-33 亿
医院端			
三级医院	2681	100-150 万	27-40 亿
二级医院	9478	50-100 万	47-95 亿

资料来源：招标网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司卡位医保端 DRGs 建设，有望逐步延伸至医院端 DRGs 建设。公司在医保信息化领域深耕多年，积累了大量医保端 IT 项目建设经验。根据 2018 年年报，公司在报告期内确保全国 10 余个省（自治区、直辖市）、近 100 个地级以上城市医保核心业务经办系统的稳定运行，在医保业务方面拥有较高的市占率，未来在 DGRs 医保端建设方面竞争优势明显。与公司原先医保信息化业务相比，DRGs 系统建设在医保端和医院端的关联性更强，凭借对医保端业务的理解，公司未来有望向医院端 DRGs 建设延伸。

## 4、长期：入局平安大健康，打开成长空间

### 4.1、加码大健康，PPP 模式筑平安医疗生态

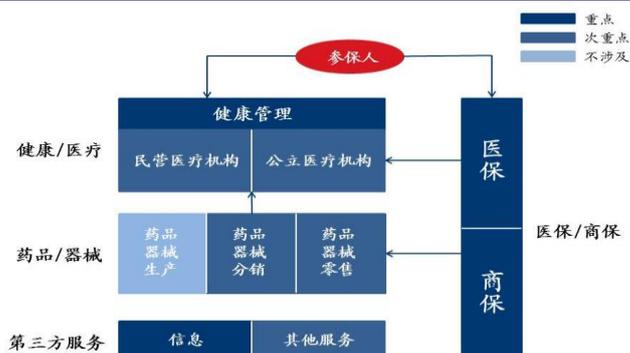
中国平安开启“3.0”时代，“大医疗健康”成为布局重点。2016 年平安集团提出开始探索平安的 3.0 时代，聚焦“大金融资产”和“大医疗健康”，加快推进“1 个目标-2 个聚焦-2 个模式-N 个支柱”，持续推进“开放平台+开放市场”。大医疗健康产业将是平安集团未来资源集中的重点发展方向，肩负着整体平安战略的重心。大医疗健康产业布局重点放在健康管理和医疗信息（大数据）方面，医疗机构投资和药品器械分销作为次重点，暂不涉及药品生产。

图 15、平安集团整体战略布局



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、平安医疗大健康战略布局



资料来源：雷锋网，兴业证券经济与金融研究院整理

三线并举打造大医疗健康闭环。平安集团的大医疗健康板块整体呈现“三个 P”的战略定位，涵盖患者（Patient）-医疗服务提供方（Provider）-医疗费用支付方（Payment）三方。在医疗服务提供端，平安好医生将线上线下医疗资源相结合，面向 C 端患者用户提供一站式全流程健康医疗服务，并实现线上引流；万家医疗制定万家诊所认证标准，对接服务线下 B 端基层医疗机构，将诊所、药店、体检

中心等纳入统一平台，把握患者的线下入口。在医疗费用支付端，平安寿险、平安健康险和平安养老险是商业保险的直接支付载体；平安医保科技则以智慧医保系统为核心，打造“智慧医保云平台”，依托领先业内的人工智能、区块链和云等核心技术和强大的医学知识库，构建“科技+生态”的高竞争壁垒，服务全面覆盖医保、商保、医疗服务提供方、药企和参保人等医疗健康生态圈参与方。

**表 9、平安以“P-P-P”战略打造大医疗健康闭环**

战略定位	布局平台	业务进展
患者端 (patient)	平安好医生	通过自主研发的 AI 辅助诊疗系统为用户提供涵盖 7x24 小时在线咨询、转诊、挂号、在线购药及 1 小时送药等医疗服务及多元化的一站式会员服务类产品，稳居中国互联网医疗健康领域第一入口。截至 2019 年 12 月 31 日，平安好医生累计注册用户数 3.15 亿，日均咨询量达 72.9 万次。
医疗服务提供 端 (Provider)	万家医疗  平安寿险、健康险、 养老险	主要聚焦于包括二、三级医院和社区门诊在内的基层医疗机构，为其提供系统+标准+服务的模式。2018 年 10 月，平安好医生收购万家医疗，借此布局线下网络，完善线上线下服务闭环，为用户提供一体化的服务。  为个人和企业客户提供高端医疗保险。参与政府医疗保障体系建设，打造“智慧医保”管理服务系统。
支付端 (Payment)	平安医保科技	以“智慧医保”一体化平台为业务核心，服务医保管理机构和参保人。截至 2019 年 9 月 30 日，公司成功中标国家医保局宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统建设项目，已为超过 200 个城市的医保管理机构提供医保精细化管理和参保人服务，覆盖参保人数超 8 亿人。

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4.2、入局平安大健康，掘金医保控费市场

**战略合作到战略入股，久远银海入局平安大健康生态圈。**2016-2017 年，公司先后与平安养老、平安人寿、平安医疗健康签署相关协议。2016 年 7 月，公司与平安养老签署《战略合作框架协议》，公司主要协助平安人寿在社保方面的线上线下业务开展，平安养老主要则协助公司承建社保业务的信息化服务。2016 年 9 月，公司与平安人寿签订《战略合作框架协议》，合作开展商业保险体系现代化解决方案研发和推广，在商业医疗保险、企业和职业年金、商业养老保险的基金精算与决策领域开展深度合作。2017 年 12 月，平安医保科技委托久远银海建设甘肃省卫计委人口健康信息平台及电子健康档案系统项目，合同总金额为 383 万元。2018

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

年 2 月，公司向平安养老、平安资管及包含平安医疗健康董事长高菁在内的平安集团子公司 35 名高级管理人员非公开发行股份，该事项已于 2018 年 2 月完成，“平安系”成为公司第三大股东。从战略合作到“平安系”的战略入股，双方后续合作有望不断深化。

表 10、久远银海与平安深度合作

时间	合作对象	合作内容
2016 年 7 月	平安养老	1) 公司协助平安养老在政府主导下积极参与社保的线上线下服务业务，平安养老协助公司承建社保业务的信息化服务； 2) 合作开展社会保险治理体系现代化解决方案研发和推广； 3) 医疗保险治理体系现代化解决方案研发和推广； 4) 在社会基本医疗保障与商业保险的医疗控费、基金精算与决策、参保人服务及大健康、社商服务平台、“互联网+”等领域开展长期战略合作。
2016 年 9 月	平安人寿	1) 公司协助平安人寿在政府主导下积极开展各项商业保险线上线下服务业务，平安人寿协助公司承建社保业务的信息化服务； 2) 合作开展商业保险体系现代化解决方案研发和推广； 3) 在商业医疗保险的费用控制领域开展长期战略合作； 4) 在商业医疗保险、企业年金和职业年金、商业养老保险的基金精算与决策领域开展深度合作；
2017 年 12 月	平安医疗健康	平安医疗健康委托久远银海建设甘肃省卫计委人口健康信息平台及电子健康档案系统项目，合同金额 383 万元。
2018 年 7 月	平安好房	1) 技术合作。双方在智慧房产、住房公积金平台的技术领域，充分利用平安好房的平台运营经验和公司的技术开发实力，合力打造智慧房产整体解决方案和技术平台。 2) 项目资源。双方发挥各自优势，共享市场资源，共同拓展优质客户。实现技术研发与市场营销相融合，为实现新项目落地，双方相互提供充分支持。 3) 商业模式。依托于平安好房住房生态互联网一站式服务的平台基础和公司在公积金等住房金融领域的业务沉淀，围绕“住有所居”民生保障，共同挖掘和发现新的商业模式。并借助双方在各自领域的优势，探索一起打造和运营面向住房消费领域的互联网+公共服务平台。 4) 其他方面。双方在适合时机可以探索在云服务、征信服务、资本运作、产业投资、人才培养、品牌宣传等方面开展紧密合作。

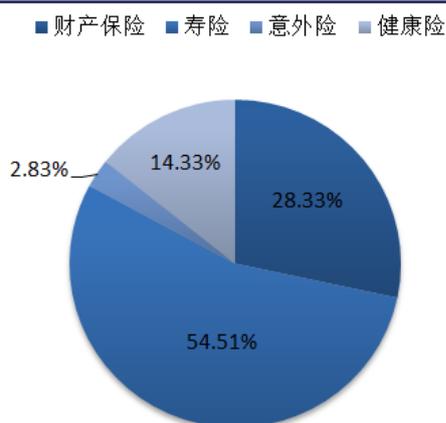
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**优势领域高度互补，双方短期将聚焦医保控费市场。**平安集团旗下的平安医保科技在医保控费技术能力方面已位列行业第一梯队，凭借人工智能、区块链、生物识别、大数据等现代科技技术建立了诸如精准人群健康风险画像、个人医疗费用识别、人群风险分层管理等多个数据应用模型，拥有丰富的医学及药品知识库。截至 2019 年 9 月 30 日，平安医保科技已为超过 200 个城市的医保管理机构提供医保精细化管理和参保人服务，覆盖参保人数超 8 亿人。久远银海为国内医保信息化龙头，熟悉医保部门各项医保规则的信息化实现，在医保规则库方面优势明

显。二者优势领域高度互补，短期有望共拓医保控费市场。

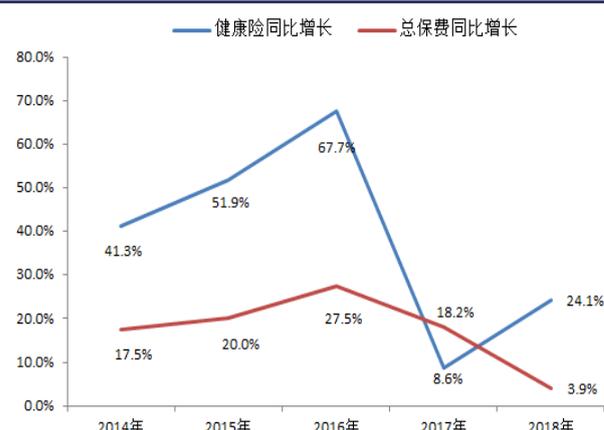
**双方长期有望拓展商业险等新领域。**随着《“健康中国”2030规划纲要》的出台，全民健康成为一项重要的国家战略，商业健康险作为社保的重要补充，未来将成为新的蓝海市场。中国目前商业健康险收入规模虽小但增速很高。2018年，中国健康险保费收入5448.13亿元，仅占总保费收入14.33%；但从增速来看，2013-2018年商业健康险保费收入复合增速为27.98%，远高于保险市场17.16%的整体复合增速。由于我国商保市场发展起步晚，相关数据积累较为匮乏，商业健康保险产品很难做到精算定价，精算数据库较为薄弱。久远银海凭借多年医保端的服务经验，积累了大量医保健康数据，这将为平安商业险的产品定价提供有力的数据支撑。平安在海量数据的基础上，通过大数据挖掘，有望实现商保定价模型的精准建模，实现产品的差异化设计，发展前景广阔。

图 17、商业健康险保费收入占比相对较低



资料来源：中国保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、商业健康险保费收入持续增长



资料来源：中国保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5、盈利预测与估值

假设公司 2019-2021 年营业收入增速为 24.8%、28.2%、26.6%，净利润增速为 30.9%、35.7%、31.6%。看好公司在医保信息化行业的优势地位，医疗信息化政策红利释放、医保局相继挂牌、DRGs 建设等有望驱动公司医保业务订单加速落地，对其核心财务指标进行预测如下：

表 11、公司盈利预测结果

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	864	1078	1382	1749
同比增长	25.2%	24.8%	28.2%	26.6%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

净利润(百万元)	119	155	211	277
同比增长	30.7%	30.9%	35.7%	31.6%
毛利率	42.7%	43.2%	42.8%	42.3%
净利率	13.7%	14.4%	15.3%	15.9%
每股收益(元)	0.53	0.69	0.94	1.24
每股经营现金流(元)	0.98	0.56	1.22	1.33
市盈率	83.2	63.5	46.8	35.6
市净率	9.7	8.7	7.7	6.6

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理，截止 2020 年 2 月 24 日收盘

预计公司 2019~2021 年归母净利润分别为 1.55 亿、2.11 亿、2.77 亿元，对应 EPS 分别为 0.69 元、0.94 元、1.24 元，给予“审慎增持”评级。

## 6、风险提示

- 1) 医保局 IT 需求不及预期。
- 2) 政策落地缓慢。
- 3) 行业竞争加剧。

## 附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1610	1768	2123	2532
货币资金	761	779	933	1096
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	186	233	298	377
其他应收款	51	64	82	103
存货	316	390	504	643
<b>非流动资产</b>	346	412	453	506
可供出售金融资产	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	48	48	48	48
固定资产	95	87	79	71
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	121	181	241	300
<b>资产总计</b>	1957	2179	2576	3038
<b>流动负债</b>	716	859	1063	1311
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	68	84	108	139
其他	648	775	955	1172
<b>非流动负债</b>	126	80	104	103
长期借款	75	75	75	75
其他	51	5	29	28
<b>负债合计</b>	842	938	1167	1414
股本	173	224	224	224
资本公积	545	494	494	494
未分配利润	247	348	486	666
少数股东权益	95	109	123	137
<b>股东权益合计</b>	1114	1241	1409	1624
<b>负债及权益合计</b>	1957	2179	2576	3038

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	119	155	211	277
折旧和摊销	21	22	22	22
资产减值准备	17	16	22	27
无形资产摊销	14	14	14	14
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2	-10	-11	-14
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	14	14	14	14
营运资金的变动	55	-10	-18	-25

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	864	1078	1382	1749
营业成本	495	612	790	1009
营业税金及附加	7	9	12	15
销售费用	81	100	123	154
管理费用	96	152	191	231
财务费用	-6	-10	-11	-14
资产减值损失	17	17	17	17
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	149	197	261	339
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	154	197	261	338
所得税	21	27	36	46
净利润	132	170	225	292
少数股东损益	14	14	14	14
<b>归属母公司净利润</b>	119	155	211	277
<b>EPS(元)</b>	0.53	0.69	0.94	1.24

## 主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	25.2%	24.8%	28.2%	26.6%
营业利润增长率	23.1%	32.8%	32.4%	29.6%
净利润增长率	30.7%	30.9%	35.7%	31.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	42.7%	43.2%	42.8%	42.3%
净利率	13.7%	14.4%	15.3%	15.9%
ROE	11.6%	13.7%	16.4%	18.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.0%	43.1%	45.3%	46.5%
流动比率	2.25	2.06	2.00	1.93
速动比率	1.80	1.60	1.52	1.44
<b>营运能力</b>				
资产周转率	53.1%	52.1%	58.1%	62.3%
应收帐款周转率	429.1%	419.0%	424.1%	421.7%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.53	0.69	0.94	1.24

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经营活动产生现金流量	221	126	273	298	每股经营现金	0.98	0.56	1.22	1.33
投资活动产生现金流量	-430	-74	-74	-74	每股净资产	4.54	5.05	5.73	6.63
融资活动产生现金流量	389	-34	-45	-62					
现金净变动	180	19	154	162	估值比率(倍)				
现金的期初余额	577	761	779	933	PE	83.2	63.5	46.8	35.6
现金的期末余额	757	779	933	1096	PB	9.7	8.7	7.7	6.6

## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn