

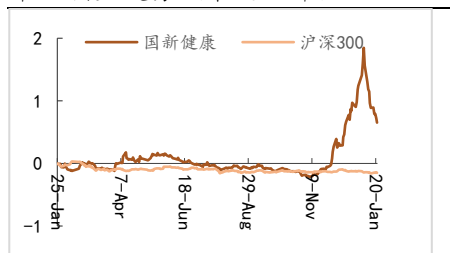
评级： 买入

核心观点

翟炜
首席分析师
SAC 执证编号: S0110521050002
zhaiwei@sczq.com.cn
电话: 13581945259

李星锦
分析师
SAC 执证编号: S0110521070001
lixingjin@sczq.com.cn
电话: 86-10-56511810

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	12.48
一年内最高/最低价 (元)	21.56/5.90
市盈率 (当前)	-54.46
市净率 (当前)	13.63
总股本 (亿股)	9.07
总市值 (亿元)	113.22

资料来源: 聚源数据

- **数字医保为体，数字医疗、数字医药为两翼。**公司制定“一体两翼、双轮驱动、数字赋能、健康生态”为核心内容的战略规划，以数字医保为体，数字医疗、数字医药为两翼构建基本盘，打造数字+医疗+保险+医药的闭环，致力于成为数字医保领航者，数字医药、数字医疗建设者，互联网健康保障服务创新者，成为一流的医疗健康保障服务公司。2021H1，公司数字医保、数字医药和数字医疗业务收入占比分别为66.2%、19.24%、14.39%。
- **DRG、DIP 加速全国覆盖，增量市场可观。**医保支付方式改革加速推进，由试点转向全国推开。2021年11月，国家医疗保障局发布了《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》加快推进 DRG/DIP 支付方式改革全覆盖，DRG/DIP 付费方式改革开启全面提速。根据采购网数据估算，二级医院端 DRG/DIP 信息系统项目单价约为 80 万元，三级医院端约为 150 万元，医保局端约为 400 万元，卫健委端约为 300 万，以 22-24 年三年建设期计算，DRG/DIP 建设所带来的增量市场规模将超百亿。
- **医保端支付方式改革领先者，收入增长可期。**国新健康作为央企控股的数字医保龙头公司，其传统医保基金监管业务如医保基金智能审核服务市占率领先。同时，公司近年来一直积极投入研发，布局 DRG/DIP 医保支付创新业务。在“十三五”试点阶段，公司 DRG 业务市场占有率保持领先，也在快速拓展 DIP 市场。DRG/DIP 建设涉及医保局、卫健委和医院端三方，公司在医保端优势明显，能够帮助医院端更加快速适应改革路径，以医保局端为抓手，有望助力公司加速切入医院端业务。同时，医疗机构将更倾向于运用精益绩效评价驱动成本控制和高质量发展，DRG/DIP 将推动粗放式向精细化纵深发展。公司在该领域率先进行布局，预计 DRG/DIP 三年高峰建设期给公司会带来显著的增量收入。
- **服务和创新业务是长期看点。DRG、DIP 后续服务费有望给公司带来持续性收入。**DRG、DIP 项目建设完成后，包括数据的动态调整、支付方式优化在内的相关需求仍将持续产生。在“建设+运营”模式下，公司仍将长期获得后期的运维等相关服务费，提供持续化的运维服务。此外，**商保直赔+PBM+慢病管理服务是未来可探索的创新服务模式。**公司商保业务持续发展，直赔快赔取得阶段性进展。国内外医疗保险模式不尽相同，目前，医保和商保的结合模式尚不清晰。公司在商保业务领域持续布局，致力于打通医保端和商保的渠道，且有医疗大数据驱动商保健康险服务与医保控费服务，协调促进患者、医生、药剂师和支付方的沟通交流。未来可能出现的医保与商保结合等业务机会下，公司具备优良的渠道能力及业务能力。
- **投资建议：**政策推进下，DRG/DIP 付费方式改革加速向全国推广，未来三年市场估算空间超百亿，公司将在医院端、企业端加大业务拓展、提

升增值服务价值，我们预计公司 21-23 年营收分别为 2.56、4.46、5.94 亿元，同比增速为 23.2%、74.5%、33.1%，归母净利润分别为-1.85、0.24、0.46 亿元。给予公司 22 年目标市值 169.69 亿元，对应目标价 18.71 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**政策效果不及预期；市场拓展情况不及预期。

盈利预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收（亿元）	2.07	2.56	4.46	5.94
营收增速（%）	59.6	23.2	74.5	33.1
净利润（亿元）	-2.43	-1.85	0.24	0.46
净利润增速（%）	-1492.1	23.7	112.9	93.6
EPS(元/股)	-0.27	-0.20	0.03	0.05
PE	-46.2	-61.2	473.1	244.4

资料来源：Wind，首创证券

目录

1 公司概况	1
1.1 股权结构：国资委为实际控制人	1
1.2 主营业务介绍	2
1.2.1 数字医保	3
1.2.2 数字医疗	4
1.2.3 数字医药	6
1.2.4 创新业务	7
1.3 财务分析	8
2 投资机会	10
2.1 DRG、DIP 加速全国覆盖，增量市场可观	10
2.2 医保端支付方式改革领先者，收入增长可期	13
2.3 服务和创新业务是长期看点	15
2.3.1 DRG、DIP 项目服务费贡献持续性收入	15
2.3.2 商保直赔+PBM+慢病管理服务是未来可探索的创新服务模式	15
2.3.3 美国联合健康的启示	17
3 盈利预测与投资建议	19
3.1 盈利预测	19
3.2 投资建议及估值	20
4 风险提示	20

插图目录

图 1 公司发展历程	1
图 2 公司股权结构	1
图 3 公司业务布局	2
图 4 公司 2020H1、2021H1 主营业务收入（万元）	3
图 5 公司 2020H1、2021H1 主营业务结构（从内向外）	3
图 6 公司 DRGs 大数据监管服务	4
图 7 公司 DRGs 医院智能管理系统	5
图 8 国家药监局综合监管服务	7
图 9 公司 2016-2021Q3 营业收入及其增速（亿元）	8
图 10 公司 2016-2021Q3 净利润（亿元）	8
图 11 公司 2016-2021Q3 扣非归母净利润及其增速（亿元）	9
图 12 公司 2016-2021Q3 毛利率及净利率	9
图 13 2020H1-2021H1 公司主营业务毛利率	9
图 14 公司 2016-2021Q3 主要费用率	9
图 15 公司 2016-2021Q3 研发支出及营收占比	10
图 16 公司 2017-2020 年研发人员及占比	10
图 17 处方流转平台模式	17
图 18 联合健康业务板块	18

表格目录

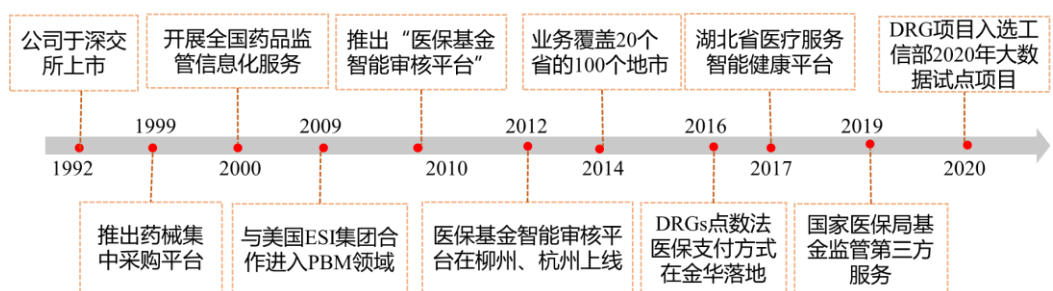
表 1 数字医保业务内容及最新进展	3
表 2 数字医疗业务内容及最新进展	5
表 3 数字医药业务内容及最新进展	6
表 4 创新业务主要内容	7
表 5 DRG、DIP 支付方式对比	10
表 6 国内医保支付改革主要政策	11
表 7 《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》主要内容	12
表 8 2022-2024 年医保端+医院端 DRG/DIP 建设市场规模测算表	12
表 9 2021 年国新健康部分 DRG/DIP 中标项目信息	13
表 10 国新健康 DRG 经典案例	14
表 11 公司分业务营收预测	19
表 12 可比公司估值比较（市盈率法，截至 2022/1/19）	20

1 公司概况

1.1 股权结构：国资委为实际控制人

国新健康成立于 1987 年，从事医保服务业务十余年，积累了丰富的产业经验，截至目前，业务覆盖 26 个省份（直辖市、自治区）的 190 余个医保统筹区，并覆盖了 20 多万个医保定点机构，服务 6 亿多参保人，覆盖医保基金规模超过 10000 亿元。公司形成了“一体两翼、双轮驱动、数字赋能、健康生态”的战略规划，以数字医保业务为体，数字医疗、数字医药为两翼构建基本盘，聚焦医保基金综合管理服务、医疗质量安全服务、药械监管服务三大业务方向，不断推动机制创新，致力于成为数字医保领航者。

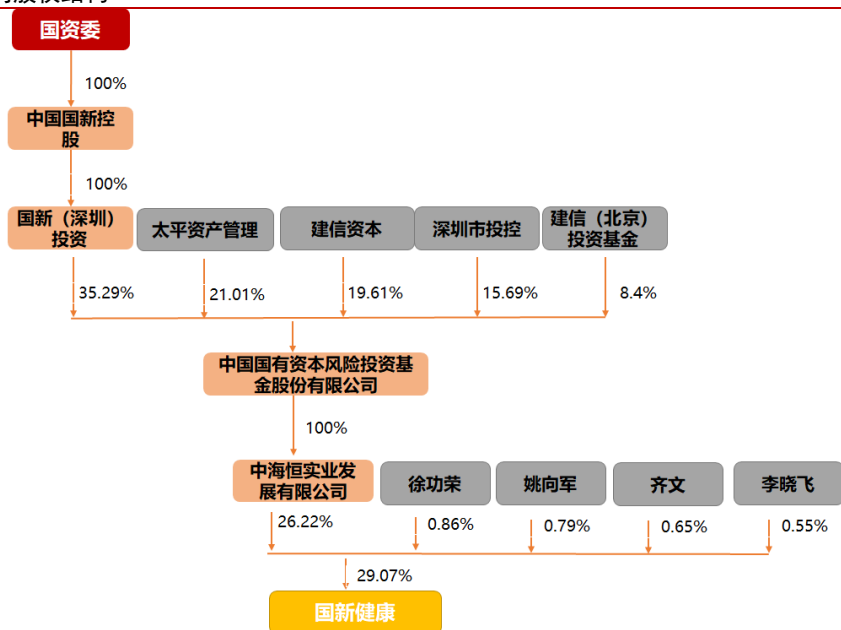
图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，首创证券

公司前十大股东除最大控股股东为中海恒实业外，均为自然人持股。最大控股股东中海恒实业发展有限公司在 2017 年被中国国有资本风险投资基金股份有限公司收购，公司最终控制人变更为国资委，由民营企业转变为国有控股企业，国企控股背景为公司发展提供背书及背景支持。

图 2 公司股权结构

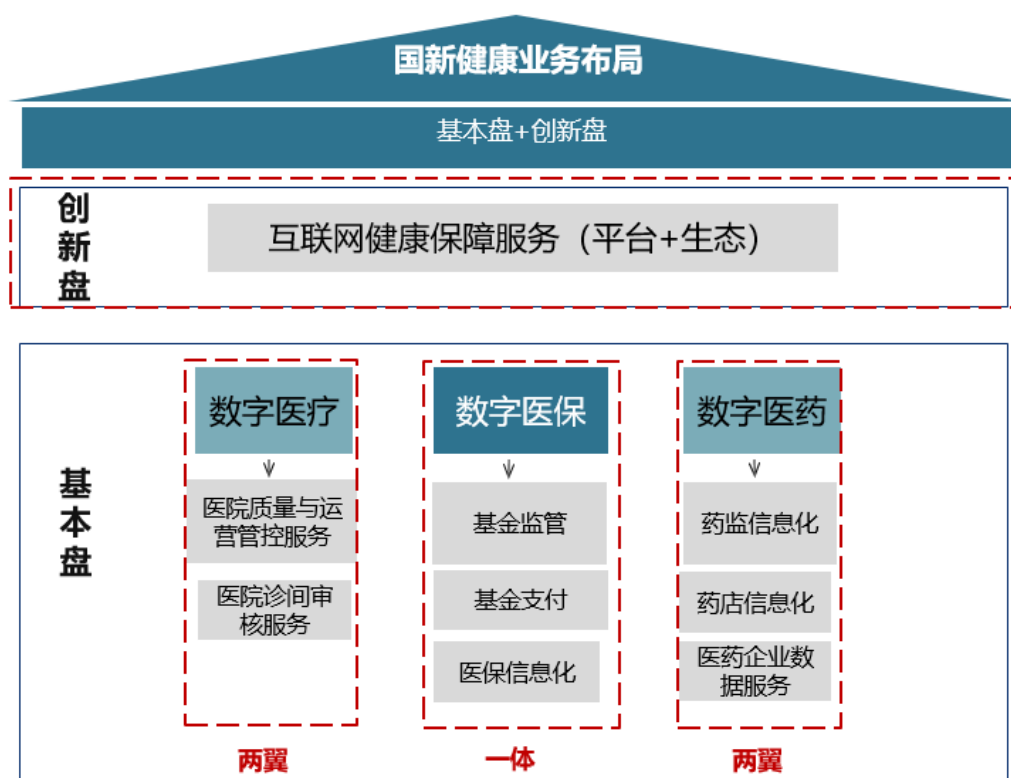


资料来源：Wind，首创证券

1.2 主营业务介绍

公司制定“一体两翼、双轮驱动、数字赋能、健康生态”为核心内容的战略规划，以数字医保为体，数字医疗、数字医药为两翼构建基本盘，聚焦医保基金综合管理服务、医疗质量安全服务、药械监管服务三大业务方向，不断推动机制创新，深入挖掘数据价值，积极开展投资合作，打造数字+医疗+保险+医药的闭环，致力于成为数字医保领航者，数字医药、数字医疗建设者，互联网健康保障服务创新者，成为一流的医疗健康保障服务公司。

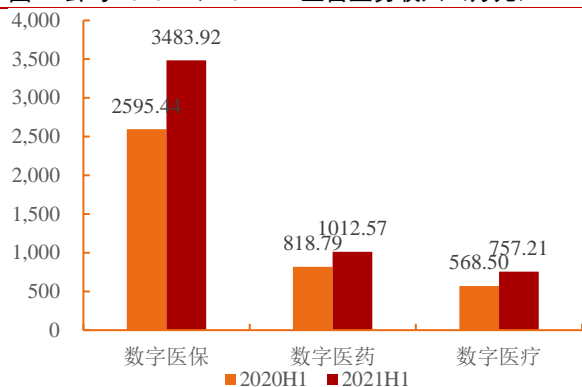
图 3 公司业务布局



资料来源：公司官网，首创证券

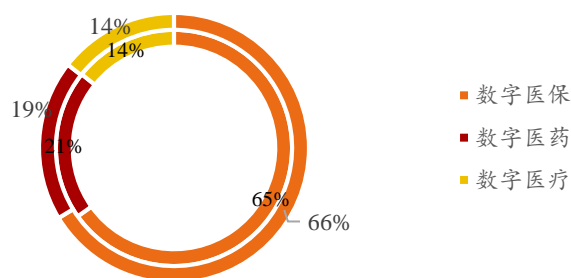
公司 2020 年数字医保、数字医药、数字医疗营业收入占比分别为 54%、27%、19%，2021 年上半年，三者收入占比分别为 66%、19%、14%，医保相关业务为公司当前主要业务。

图 4 公司 2020H1、2021H1 主营业务收入（万元）



资料来源：Wind，首创证券

图 5 公司 2020H1、2021H1 主营业务结构（从内向外）



资料来源：Wind，首创证券

1.2.1 数字医保

数字医保业务主要分为医保支付第三方服务与大数据智能监控服务，服务于医保机构结算、支付、管理全流程。公司持续打造医保领域“医保精准支付第三方服务、医保大数据智能监控服务”产品系列，积极推动产品服务体系化、商务营销专业化、交付运维标准化，使医保基金支付更加公平合理、管理更加高效科学。

公司是行业内唯一具备“DRG+DIP+APG”即住院到门诊支付方式改革综合支持能力的企业，为未来在支付方式改革领域建立综合优势奠定了基础。其中，门诊 APG 付费是公司根据国内门诊特色，以预付制支付方案为基础，创新性与人头预付制度相结合，形成模块化的门诊支付方案，实现对多样化的门诊就医过程的全覆盖管理。此外，公司持续加大医保信息化市场布局 and 拓展力度，中标贵州医保信息化智能监管子系统、广西支付方式子系统、山东 DRG 管理子系统和湖南基金监管子系统，实现了在医保信息化领域的连续突破。截至 2020 年末，公司医保端市场覆盖统筹区增长至 190 个，数字医保业务实现营业收入 1.13 亿元，同比增长 66.74%；2021 年上半年实现收入 3483.92 万元，同比增长 34.23%。

表 1 数字医保业务内容及最新进展

业务种类	业务内容及最新进展
智能审核服务	顺应国家深化医疗保障制度改革需求，通过信息化的审核引擎，结合医学药学临床知识库，依据数字化的审核规则，对医疗费用明细进行快速、标准、规范、逐单、逐项的自动审核。自 2014 年至今，国新健康已在全国 29 个省份 180 余个统筹区开展医保基金监管业务，智能审核业务已在广东、海南、广西、贵州等省份基本实现全省覆盖，并深入推进第三方服务模式。
基金监管	<p>医保大数据反欺诈</p> <p>医保大数据反欺诈系统围绕定点医药机构、医师技师、参保人等主体的欺诈风险控制目标而定义，基于海量医保结算、审核和行为数据分析，基于“四个维度，五个层次”的理念构建了低标准入院等 11 类欺诈风险识别模型，广泛覆盖目前已知的风险行为或场景。典型案例：佛山市医保大数据反欺诈系统等。</p> <p>医保信用监管体系</p> <p>基于对社会信用体系、医疗保障监管领域政策、制度的深入研究和理解，融入智能审核领域核心优势，引入大数据征信理念和评价能力，逐步建立起以医疗保障监管应用为导向，以信用监管制度为保障，以信用信息归集为基础，以信用评价指标与模型为手段的医保信用监管体系。典型案例：温州市医保基金监管信用体系建设等。</p>

门诊 APG 付费服务

根据国内门诊特色，以预付制支付方案为基础，创新性与人头预付制度相结合，形成模块化的门诊 APG 支付方案，实现对多样化的门诊就医过程的全覆盖管理，保障医保基金运行的平稳可控运行，促进门诊医疗行为的规范和合理。2021 年 1 月 14 日，国新健康服务金华医保局成功上线国内首创、全国唯一的创新项目—APG 门诊付费。

基金支付

疾病诊断相关分组 (DRGs) 付费服务

自主研发了 DRGs 疾病分组器，创新应用 PPS 点数法，并结合国家规范标准，通过科学的大数据测算制定出每一个组别的付费标准，以此对定点医疗机构进行预先支付，实现“总额预付 (PPS)、年终结算、结余留用、超支自负 (或共担)”，在全国较早完成医保基金分配从数量付费向质量付费的支付方式改革尝试。截止 2021H1 在全国累计已实施 DRG 支付方式改革地区中，已服务金华、柳州、佛山、合肥、儋州、梧州、攀枝花等 46 个地区，市场占有率保持领先。

大数据病种分值 (DIP) 付费服务

率先推出基于 DIP 分值付费产品服务体系，建立用于医保病种分值精准付费和医疗过程行为监管的 DIP 标准目录，增强医保基金使用效率。截止 2021H1 公司 DIP 业务已在淮安、宿州、镇江、邢台、阿克苏、东营、德阳等 10 余个城市开展 DIP 服务，快速拓展 DIP 市场。

省级医保信息化服务

按照国家医疗保障局相关技术规范的要求，参与各省医保信息化建设工作，在国家医保局发布版本的基础上，融合公司在医保行业的经验积累，为各省医保提供满足本地化的差异需求，各省医保信息化建设包括医保智能监管子系统、支付方式管理子系统等。

资料来源：公司年报，首创证券

图 6 公司 DRGs 大数据监管服务



资料来源：公司官网，首创证券

1.2.2 数字医疗

数字医疗业务主要分为区域医疗服务质量监管服务与医院大数据医疗运营管控业务。区域医疗服务质量监管服务方面，公司进一步优化区域医疗服务质量监管平台服务功能、提升医院监管能力；医院大数据医疗运营管控服务方面，公司形成以 DRG 分组预测预警系统、DRG 医院智能管理系统、智能病案校验系统、诊间辅助服务系统为核心的医院端新产品组合，已在浙江、广西等区域多家医院成功上线，为后续大面积推广创造了条件。除浙江、广西实现规模部署外，安徽、河南也已打造标杆医院，“多点开花”的趋势正

在形成。2020 年数字医疗业务实现收入近 4,000 万元，同比增长 119.45%；2021 年上半年实现收入 1012.57 万元，同比增长 23.67%。

表 2 数字医疗业务内容及最新进展

业务种类	业务内容及最新进展
区域医疗服务质量监管服务	区域医疗服务质量监管服务概括为“一个平台、两个体系、三个层级”，一个平台为全省医疗服务智能监管平台；两个体系指卫生主管部门的医疗服务监管系统和医疗机构的智能监控系统；三个层级指“省-市-县”三个层级逐步开展建设，最终实现有效约束医生的不合理医疗服务行为，有效评价区域内各医院、各专业科室、临床医生的服务质量，辅助卫生主管部门及医疗机构管理部门科学决策。该业务覆盖湖北全省的扩面工作有序推进中；此外，依据湖北项目经验，已成功落地佛山市医疗服务质量监管平台项目。
医院大数据医疗运营管控服务	分组智能检测预警系统 (DRG/DIP) DRG 分组智能检测预警系统是结合 DRG 付费政策实践过程中医疗机构实际需求及潜在需求，为医院用户构建的一系列数据化、标准化、智能化、信息化的智能管理支持工具。
	医院智能管理系统 (DRG/DIP) DRG 医院智能管理系统旨在辅助医院进行院内 DRG 总体管理，实现 DRG 院内管理和费用结构监控。同时，在医院原有绩效管理模式下，提供基于 DRG 考核的绩效管理及评价，不断提升在 DRG 付费改革中医院自主管理水平。
	病案质控智能管理系统 一键智能定位、精准识别、批量审核反馈病案问题，具有多维度、多层次统计分析功能，同时显示病案校正前后分组变化对比分析。协助医疗机构立足可持续长期学科发展需要，通过智能化方法和工具合理评估支付标准偏差，辅助医院精准提升病案填报质量，提升病案及各科室整体数字化、智慧化和协同管理，有效加强质控效率和智能管理水平。
	医院诊间辅助服务 基于政策规则库、临床规则库、药品规则库等知识体系，结合参保人既往就医情况，在医生处方过程中实现实时审核和事前提醒，有效控制不合理医疗行为，实现院内事前风险防控。能够有效辅助医院规范诊疗行为，提升医保基金使用效率，提高院内精准管理效果和科学管理水平。

资料来源：公司年报，首创证券

图 7 公司 DRGs 医院智能管理系统



资料来源：公司官网，首创证券

1.2.3 数字医药

数字医药主要分为药械智慧监管服务、互联网+企业服务与互联网+药店服务，公司持续提升在药监市场的卡位能力，巩固在药品医疗器械审批审评系统建设上的优势地位。

药械智慧监管服务方面，公司建立了三大监管服务体系，提供一体化协同服务，推动药械监管信息化，促进药械监管能力和服务水平的不断提升。公司先后承接国家药品监督管理局药品和器械审批系统建设项目，为国家局药品和器械审评审批业务优化工作提供优质服务，助力国家药品监督管理局互联网+政务服务改革措施的落地；此外公司在北京、新疆、浙江，逐步实现对药品生产、流通环节的风险智控，打造智慧监管平台标杆。在“2020智慧监管创新大会”上，公司服务的北京京药通、浙江药品风险预警防控、河北药品监管决策指挥平台及新疆药品智慧监管平台四个项目入选全国十大创新项目。在互联网+企业服务方面，公司医药协同平台正式上线，为目前已覆盖1万余家药店客户提供线上线下业务融合服务。

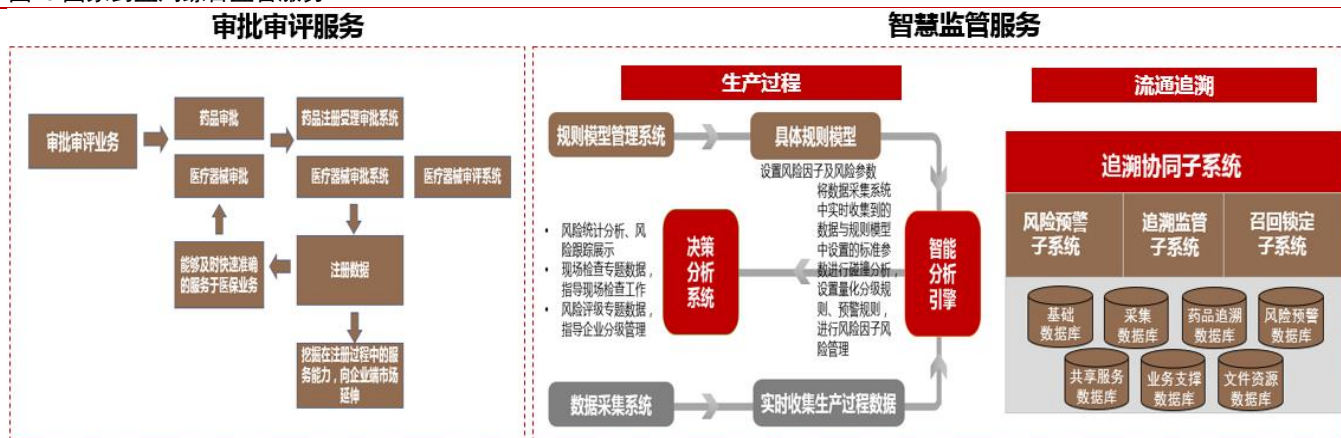
2020年，数字医药业务实现营业收入5494万元，同比增长26.38%；2021年上半年实现收入757.21万元，同比增长33.19%。

表3 数字医药业务内容及最新进展

业务种类	业务内容及最新进展
药械智慧监管服务	“互联网+电子政务” 政务资源整合服务、药械安全标准服务、数据公众服务、企业信用服务、全程电子审批服务。
	“互联网+药械监管” 药械安全执法服务、药械安全检验检测数据服务、药械安全生产质量数据服务、药械监管决策指挥服务、药械监管SOP标准服务。
	“互联网+质量追溯” 药械临床监测评价服务、药械质量数据服务、社会共治服务、药械安全预警监测服务、药械安全质量追溯服务。
互联网+企业服务	建立平台化、集约化、合规化的企业专用服务通道，实现办事信息化服务于互联网+电子政务有效衔接。同时，高度协同卫生监督机构、医疗单位、生产商、配送商等产业链上下游，实现医药供应链的数字化转型。
互联网+药店服务	药品及医疗器械进销存应用管理系统 药品及医疗器械进销存应用管理系统是一套面向药品及医疗器械零售企业的应用管理系统，涵盖了企业经营中的库存管理、销售管理、采购管理、财务管理、客户管理和协同办公等功能。
	药店智能审方服务系统 通过改造各定点药店医保刷卡系统接口，在药店营业员为参保人进行刷卡结算时调用事前审核服务，通过规则引擎进行审核，对违规及可疑的单据在电脑操作系统上给予提醒。

资料来源：公司年报，首创证券

图 8 国家药监局综合监管服务



资料来源: Wind, 首创证券

1.2.4 创新业务

公司创新业务主要包括处方流转服务、慢病管理服务、商业健康保险服务平台以及保险直付理赔服务, 借助创新业务平台赋能数字医保, 数字医疗和数字医药业务。

2021 年上半年, 公司保险直赔、快赔业务及处方流转业务取得阶段性进展, 为互联网健康保障平台业务提供拓展支撑。其中, 温州处方流转平台已支持慢病病种 14 个, 合作服务的医疗机构 213 家, 在线服务的医务人员超过 500 位, 慢病药品目录 5000 余种, 完成配送的药品超过 31000 盒。商保快赔业务已与杭州市卫健委达成战略合作, 支撑杭州市卫健委开展健康大数据应用, 将健康医疗大数据服务于居民, 解决居民在多层次医疗保障体系中面临的实际问题, 实现医疗服务领域“最多跑一次”的目标。保险直付理赔业务已与 20 多家保险公司合作, 借助超 10 万家的连锁药房、网上药房、齿科口腔、体检中心、中医保健等签约健康医疗卫生机构, 已累计服务客户超 200 万, 服务次数超 1000 万次, 服务客户单位遍布全国近 30 个省市, 服务能力覆盖全国 100% 县市。

表 4 创新业务主要内容

业务种类	主要内容
处方流转服务	处方流转平台是将医院药房承担的药品供给、药事服务等逐渐释放到以社会零售药店为主的其他药品流通渠道, 多元化地保障患者购药需求, 让医院专注于医疗服务提升而非药品销售, 促进医药分离的实现。
慢病管理服务	慢病管理综合服务平台利用互联网与大数据工具, 引入社会力量共建新型服务平台, 整合互联网门诊特殊慢性病评审、互联网+慢病管理服务、互联网+处方配送服务、医保方式改革服务及流程监督服务, 融合打造慢病管理综合服务平台。
商业健康保险服务平台	核保调查 平台汇聚了本地区医院的就诊医疗数据, 商业保险公司基于国新健康风控引擎系统返回的核保调查结论进行核保, 对参保人进行后续承保行为或拒保。

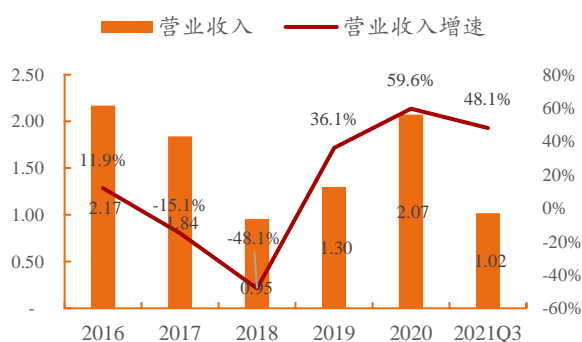
	<p>理赔调查</p> <p>平台可以提供商业保险公司的理赔调查申请，为商业保险公司控制理赔的风险。根据查询的参保人基本身份信息查询参保人在本地区的就诊医疗数据，结合国新健康的风控引擎系统，给出理赔调查结论。</p>
	<p>理赔服务</p> <p>平台提供快速理赔综合业务，解决商业保险公司理赔慢、体验差、时效低的问题。被保险人只需在移动端轻点“申请理赔”按钮，平台立即将被保险人在本地区的就诊医疗传输到商业保险公司，免去被保险人提交就诊单据的操作，被保险人可以快速获得理赔款。</p>
<p>保险直付理赔服务</p>	<p>使用健康保险第三方即时结算系统，直面健康保险用户理赔痛点，为健康保险客户提供保险直付理赔服务。</p>

资料来源：公司年报，首创证券

1.3 财务分析

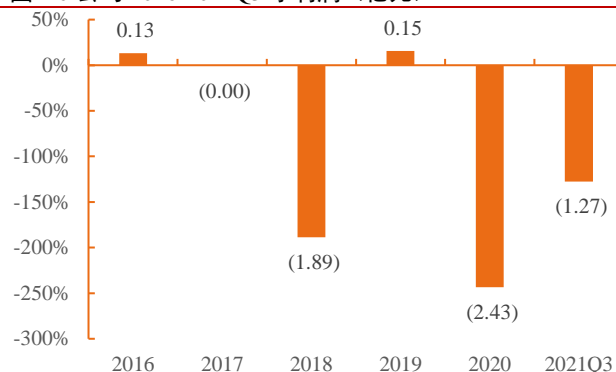
公司自 2018 年以来营业收入增速由负转正且迅速提高，受益于医保改革，主营业务收入快速稳步提升，但公司净利润波动较大且为负值，主要因公司数字医保业务毛利率为负，2019 年青岛西海岸新区管委会按规定拨付公司 1.5 亿元落地补贴，同年净利润为 1743 万元。

图 9 公司 2016-2021Q3 营业收入及其增速（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

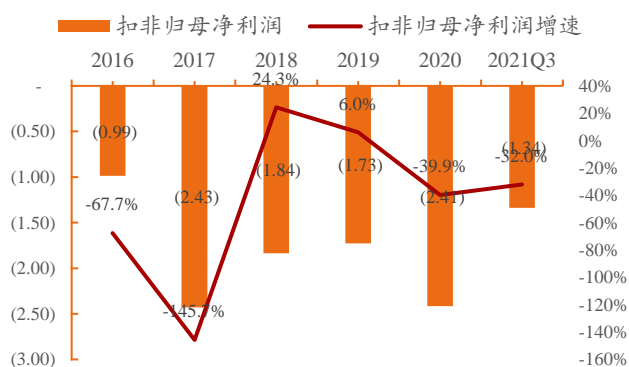
图 10 公司 2016-2021Q3 净利润（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

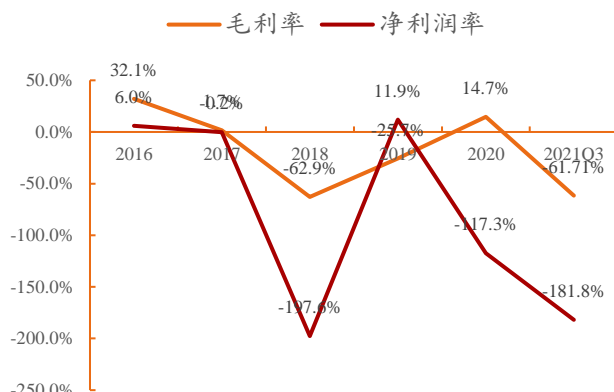
公司扣非归母净利润目前仍为负值，毛利率及净利率波动较大，且处于较低水平：主要因为公司处于业务拓展期，人员配备较大，当前人效利用率较低，导致主要业务数字医保业务毛利率为负值，拉低公司整体毛利率；另一方面当前公司费用率尤其是管理费用率偏高。预计随着公司业务规模不断扩大，人均效能提升，其毛利率和费用率将逐步回归合理水平。

图 11 公司 2016-2021Q3 扣非归母净利润及其增速（亿元）



资料来源: Wind, 首创证券

图 12 公司 2016-2021Q3 毛利率及净利率

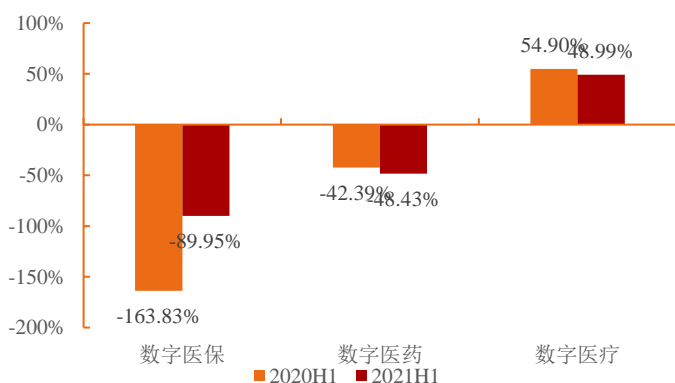


资料来源: Wind, 首创证券

公司 2021H1 数字医保业务毛利率显著改善，系上半年存续服务合同较多，收入增幅较大，同时由于成本变动较小，导致本期毛利率同比变化增幅较大；数字医药业务毛利率基本保持稳定；数字医疗业务上半年存续服务合同较多，收入增幅较大，同时，公司加大医疗业务人员等投入，导致营业成本增长较大，毛利率同比有所减少。

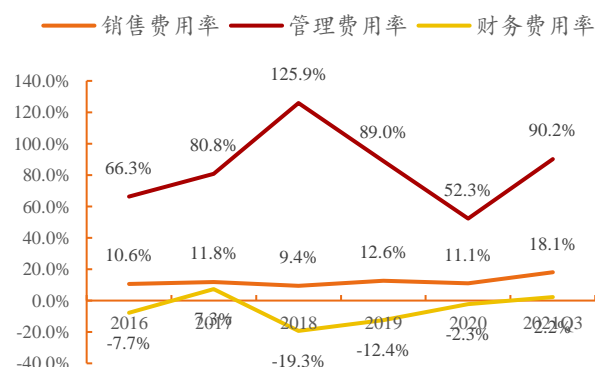
公司销售费用率总体较为稳定，居于 10-18% 区间内波动，2021Q3 因公司加强业务拓展销售费用率提升；财务费用因公司资金赚取利息收入而为负费用率，近些年来由于利率下降及公司汇率损失财务费用率呈上升态势；公司管理费用率波动较大；公司管理费用率处在较高水平，主要构成为人员薪酬、房租等，2018 年管理费用率较高主要因为 2018 年收入水平显著较低。

图 13 2020H1-2021H1 公司主营业务毛利率



资料来源: Wind, 首创证券

图 14 公司 2016-2021Q3 主要费用率

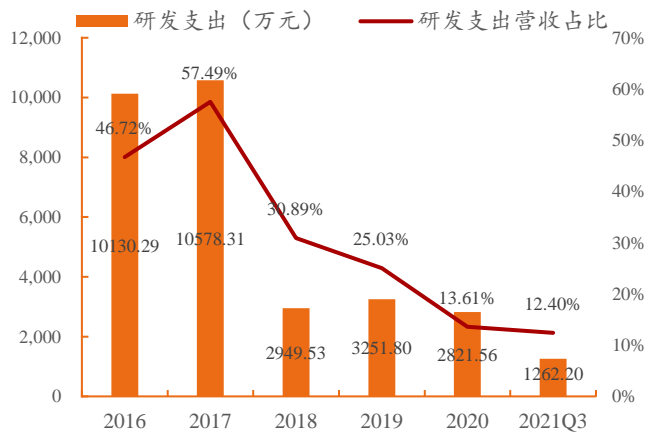


资料来源: Wind, 首创证券

公司研发支出在 2018 年后显著降低，由于公司在 2016、2017 年大量投

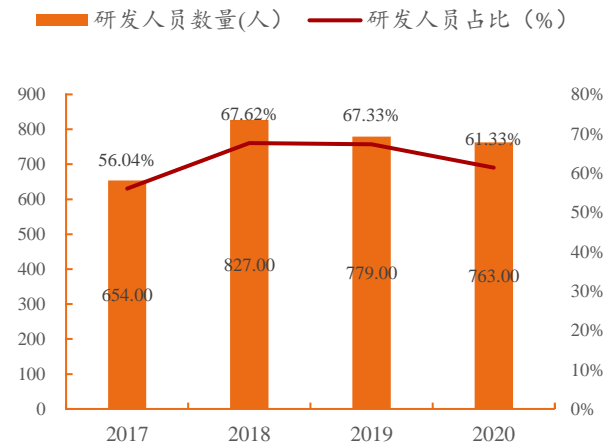
入研发医保基金决策分析系统、医药电商项目中心系统、医略系统、病种基金结算公示系统等并取得著作权，研发人员大幅增加，投入力度较高，2018年后研发投入保持稳定可持续水平；公司研发投入资本化率较高，2016-2020资本化率为 89.38%、82.76%、97.07%、82.18%、41.81%；公司研发人员数量总体保持稳定，人员占比数量较高，近三年均处于 60%以上。

图 15 公司 2016-2021Q3 研发支出及营收占比



资料来源：Wind，首创证券

图 16 公司 2017-2020 年研发人员及占比



资料来源：Wind，首创证券

2 投资机会

2.1 DRG、DIP 加速全国覆盖，增量市场可观

医保支付方式改革加速推进，由试点转向全国推开。2017 年 6 月，国务院办公厅印发《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》，医保支付是基本医保管理和深化医改的重要环节，是调节医疗服务行为、引导医疗资源配置的重要杠杆。2018 年底，国家医保局正式启动 DRG 付费准备工作。

DRG 即疾病诊断相关分组付费，关注“临床过程”和“资源消耗”两个维度，同一 DRG 组内的病例临床过程相似，资源消耗相近。相比于具备国际参考经验的 DRG，DIP 为本土化形式，基于大数据按病种分值付费，基于诊断和治疗方式分组。支付方式的改革有助于规范医疗服务、减少资源浪费，提高医保基金使用效率，进一步深化医疗卫生服务供给侧改革，推动医保支付高质量发展。

表 5 DRG、DIP 支付方式对比

	DRG	DIP
适用对象	住院患者	住院患者
分组原则	细分 DRG：诊断水平、服务水平和资源消耗水平	诊断和治疗方式
数量	376 个核心疾病诊断相关组 (ADRG)	一般超过 10,000
专家意见	以临床专家的意见为主	通过计算机系统进行分组

实施基本条件	基础代码统一；病案质量达标；诊疗流程规范；信息系统互联；管理团队精干；管理团队精干	基础代码统一；结算清单质量控制；诊疗流程规范；组织管理
---------------	---	-----------------------------

资料来源：Wind，首创证券

2019年6月，国家医保局等部门联合印发《关于印发〈按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单〉的通知》，确定了30个城市作为DRG付费国家试点城市，明确试点工作按照“顶层设计、模拟测试、实际付费”的总体部署，确保2020年模拟运行，2021年启动实际付费。2020年10月，国家医保局颁发了《区域点数法总额预算和病种分值付费试点工作方案》，试点覆盖了71个城市，要求2021年底前，全部试点地区进入实际付费阶段。目前，71个DIP试点城市均实现了实施方案、试点工作专班、宣传培训、数据质控、标准应用、系统建设等6项工作的“全覆盖”。2021年11月，国家医疗保障局发布了《关于印发DRG/DIP支付方式改革三年行动计划的通知》（以下简称“《计划》”），加快推进DRG/DIP支付方式改革全覆盖，DRG/DIP付费方式改革开启全面提速。

表 6 国内医保支付改革主要政策

发文时间	发文机构	政策内容
2017年6月	国务院	《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》：医保支付是基本医保管理和深化医改的重要环节，是调节医疗服务行为、引导医疗资源配置的重要杠杆。
2018年12月	国家医保局	《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》：各省、自治区、直辖市医保局，推荐1-2个城市（直辖市以全市为单位）作为国家试点候选城市，待综合评估后，确定国家按DRGs付费试点城市并开展后续工作。
2019年6月	国家医保局	《关于印发〈按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单〉的通知》：确定了30个城市作为DRG付费国家试点城市，明确以提升医保科学化、精细化、信息化管理服务水平为目标，确保2020年模拟运行，2021年启动实际付费。
2020年3月	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》：提出未来10年我国医疗改革重点。将从医疗体系建设、可持续筹资机制、医保支付、基金监管、药价、医疗服务等多个方面入手，着力解决医疗保障发展不平衡不充分的问题。
2020年10月	国家医保局	《区域点数法总额预算和病种分值付费试点工作方案》：试点覆盖71个城市，要求2021年底前，全部试点地区进入实际付费阶段。
2021年11月	国家医保局	《关于印发DRG/DIP支付方式改革三年行动计划的通知》：到2024年底，全国所有统筹地区全部开展DRG/DIP付费方式改革工作，到2025年底，DRG/DIP支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。

资料来源：公开资料整理，首创证券

《计划》加快推进DRG/DIP付费方式改革，2025年底基本实现全覆盖。为加快推进按疾病诊断相关分组（DRG）/病种分值（DIP）支付方式改革全覆盖，国家医保局制定了《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》。以加快建立管用高效的医保支付机制为目标，计划将分期分批加快推进，从2022到2024年，全面完成DRG/DIP付费方式改革任务，推动医保高质量发展；到2024年底，全国所有统筹地区全部开展DRG/DIP付费方式改革工作，先期启动试点地区不断巩固改革成果；到2025年底，DRG/DIP支付方式覆盖所有符合条件

的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。

表 7 《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》主要内容

项目	主要内容
工作目标：	从 2022 到 2024 年，全面完成 DRG/DIP 付费方式改革任务，推动医保高质量发展。到 2024 年底，全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 付费方式改革工作，先期启动试点地区不断巩固改革成果；到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。
统筹地区	在 2019-2021 年试点基础上，按 2022 年、2023 年、2024 年三年进度安排。以省（自治区、直辖市）为单位，分别启动不少于 40%、30%、30% 的统筹地区开展 DRG/DIP 支付方式改革并实际付费。鼓励以省（自治区、直辖市）为单位提前完成统筹地区全覆盖任务。
覆盖进度要求 (实现四个全面覆盖)	医疗机构 统筹地区启动 DRG/DIP 付费改革工作后，按三年安排实现符合条件的开展住院服务的医疗机构全面覆盖，每年进度应分别不低于 40%、30%、30%，2024 年启动地区须于两年内完成。
	病种 （原则上达到 90%） 统筹地区启动 DRG/DIP 付费改革工作后，按三年安排实现 DRG/DIP 付费医疗机构病种全面覆盖，每年进度应分别不低于 70%、80%、90%，2024 年启动地区须于两年内完成。鼓励入组率达到 90% 以上。
	医保基金 （原则上达到 70%） 统筹地区启动 DRG/DIP 付费改革工作后，按三年安排实现 DRG/DIP 付费医保基金支出占统筹区内住院医保基金支出达到 70%，每年进度应分别不低于 30%、50%、70%，2024 年启动地区须于两年内完成。鼓励超过 70% 的基金总额预算覆盖率。

资料来源：医保局，首创证券

根据应用平台及其功能的不同，国内的 DRG 信息系统主要分为三类：医保端进行 DRG 的权重测算、支付标准测算及医保支付定价，完成医保支付结算，并对 DRG 违规行为进行监管审核；卫生健康委端进行临床质量监管及医疗服务绩效评价；医院端则同时对接医保端和卫生健康委端，并提供运营管控、临床路径及诊疗方案优化等功能。因此，DRG/DIP 信息化建设涉及医保端、卫健委端以及医院端。

未来三年市场增量有望超百亿。《计划》要求 2022-2024 年，以省为单位，分别启动不少于 40%、30%、30% 的统筹地区开展 DRG/DIP 改革并实际付费；统筹区启动 DRG/DIP 付费改革后，开展住院服务的医疗机构覆盖度分别不低于 40%、30%、30%。根据采购网数据估算，二级医院端 DRG/DIP 信息系统项目单价约为 80 万元，三级医院端约为 150 万元，医保局端约为 400 万元，卫健委端约为 300 万，以 22-24 年三年建设期计算，DRG/DIP 建设所带来的增量市场规模将超百亿。

表 8 2022-2024 年医保端+医院端 DRG/DIP 建设市场规模测算表

项目	2022 年	2023 年	2024 年
启动改革统筹区数量	132	99	99
启动改革三级医院数量	480	720	990
启动改革二级医院数量	1,600	2,400	3,300
医保局端建设费用（万元）	52,800	39,600	39,600
医院端建设费用（万元）			
悲观假设	128,000	192,000	264,000
中性假设	200,000	300,000	412,500
乐观假设	272,000	408,000	561,000

局端+院端建设费用合计（万元）

悲观假设	180,800	231,600	303,600
中性假设	252,800	339,600	452,100
乐观假设	324,800	447,600	600,600

资料来源：首创证券测算

2.2 医保端支付方式改革领先者，收入增长可期

国新健康在传统医保基金监管市场市占率领先，DRG/DIP 市场提前布局。国新健康作为央企控股的数字医保龙头公司，其传统医保基金监管业务如医保基金智能审核服务市占率领先。同时，公司近年来一直积极投入研发，布局 DRG/DIP 医保支付创新业务。国新健康依托 DRGs 在国际上的应用实践，结合本土实际，自主研发了 DRGs 疾病分组器，创新应用 PPS 点数法，在 DRGs 分组的基础上，以信息化与数据服务为抓手，通过大数据测算制定出每一个组别的付费标准，并以此标准对定点医疗机构进行预先支付，实现“总额预付（PPS）、年终结算、结余留用、超支自负（或共担）”，在全国较早完成医保基金分配从数量付费向质量付费的支付方式改革尝试。

公司率先推出基于 DIP 分值付费产品服务体系，通过大数据技术建立一套用于医保病种分值精准付费和医疗过程行为监管的 DIP 标准目录，进一步提高医疗服务透明度引导医院提升运营管理水平，增强医保基金使用效率。DIP 试点强调点数法和区域总额预算结合，点数法作为国新健康的核心竞争力之一，可将多年实践过程中的优势经验融入到 DIP，为各试点地区提供优质的整体解决方案。在工信部组织开展的 2021 年大数据产业发展试点示范项目申报工作中，国新健康“全国医保按病种分值结算支付（DIP）大数据监管服务系统”被列为大数据产业发展试点示范项目，是本次行业大数据应用领域入选产品中唯一的医保领域产品。

自国家推进 DRG 试点改革以来，公司率先实现国家医保局 CHS-DRG 方案落地，并在金华、合肥、南平、佛山等五十多个地区，以及广西、贵州、浙江、山东等省份落地 DRG 项目，在“十三五”试点阶段，公司 DRG 业务市场占有率保持领先。此外，公司已为新疆阿克苏地区、德阳、邢台、宿州、东营等 10 余个试点城市提供 DIP 服务，以及成都、湛江等非试点城市，快速拓展 DIP 市场。随着 DRG/DIP 付费方式改革加速推进，公司有望凭借在医保基金监管领域积累的渠道优势以及在试点过程中积累的产品和技术优势快速扩大市场份额，带来较大的收入弹性。

表 9 2021 年国新健康部分 DRG/DIP 中标项目信息

类型	采购单位	招标项目	中标金额
医疗保障局	广西壮族自治区医疗保障事业管理中心	DRG 付费系统运行维护服务	41 万元
医疗保障局	南平市医疗保障基金管理中心	DRG 大数据监管系统服务类采购项目	78 万元
医疗保障局	汕尾市医疗保障局	汕尾市基本医疗保险按疾病诊断相关分组（DRG）点数法支付方式改革服务项目	286 万元
医疗保障局	儋州市医疗保障局	儋州市医院端 DRG 绩效考核评价管理系统项目	144.5 万元

医疗保障局	南宁市医疗保障事业管理中心	南宁市按疾病诊断相关分组 (DRG) 付费方式改革经办业务外包	81 万元
医疗保障局	河池市医疗保障局	河池市按疾病诊断相关分组 (DRG) 点数法基金结算服务项目	50 万元
医疗保障局	贵港市医疗保障局	贵港市疾病诊断相关分组 (DRG) 点数法基金结算购买服务	65 万元
医疗保障局	百色市医疗保障局	百色市按疾病诊断相关分组 (DRG) 点数法基金结算服务项目	60 万元
三级医院	山东大学第二医院	DRGs 管理软件采购	90 万元
二级医院	靖西市人民医院	靖西市人民医院 DRG 医院综合评价管理系统采购项目	168 万元

资料来源：采购网，首创证券

以金华 DRGs 点数法基金结算项目为例，改革后，医保基金支出增长率大幅下降，2018 年 7 月至 2019 年 12 月，基金支出增长率确定为 7%，实际为 6.69%（剔除谈判药、政策待遇调整影响），与改革前三年平均 14% 的增长率相比大幅下降。除医保能力改善以外，全市次均住院费用逐年下降，医疗机构管理绩效大幅提升，精细化管理能力进一步提升。2021 年 1 月，公司服务金华医保局成功上线国内首创、全国唯一的创新项目—APG 门诊付费，成为行业内唯一具备“DRG+DIP+APG”即住院到门诊支付方式改革综合支持能力的企业。

表 10 国新健康 DRG 经典案例

项目名称	合作历程	应用成效
金华 DRGs 点数法基金结算	2016 年 5 月，确定 DRGs 点数法基金结算方案，同年 7 月，正式将 DRGs 点数法应用于基金支付。2017 年 7 月，DRGs 点数法基金结算方式运行满一年，成效显著，标志着金华医保精细化管理服务体系的成熟。2018 年 7 月在全市域范围内推行。2019 年 5 月金华市成为浙江省唯一一个 DRG 付费国家试点城市。	<p>参保人：全市次均住院费用逐年下降，2020 年金华市医院次均住院费用为 9654 元（含国家谈判药），比 2016 年下降 456 元，为群众就医减负 1.7 亿元。</p> <p>医疗机构：管理绩效大幅提升，精细化管理能力进一步提升。如改革首年（2016 医保年度），7 家试点医院同原付费制度相比共实现增效节支收益 3804 余万元，2020 年全年，病组费用下降或持平的为 731 个，总费用占比为 87.72%。</p> <p>医保管理机构：医保基金支出增长率大幅下降，与改革前三年平均 14% 的增长率相比大幅下降。</p>
佛山市医疗保险住院费用 DRGs 分值付费法（点数法）实施服务项目	早在国家启动 DRG 付费国家试点工作之前，佛山市就已实施国新健康 DRGs 点数法，在医保支付方式改革方面取得了良好的成效。2019 年 6 月，公司以 1068 万元的金额中标《佛山市医疗保险住院费用 DRGs 分值付费法（点数法）实施服务项目》。	<p>2018 年 1 月 1 日起，佛山对全市 104 家有住院业务的医疗机构试行按病组分值付费改革，共确定 DRG 分组 860 组，覆盖全市 1.2 万余个病种，入组识别率达到 100%。</p> <p>2018 年，64 家医疗机构共获得 4800 万元的点数奖励；市一医院、禅城区中心医院等 44 间医院改革效果明显并出现结余留存，总金额达 1.7 亿元，2017 年仅 13 家医疗机构出现结余。</p>

资料来源：公司官网，首创证券

DRG/DIP 建设涉及医保局、卫健委和医院端三方，公司在医保端优势明显，能够帮助医院端更加快速地适应改革路径，以医保局端为抓手，有望助

力公司加速切入医院端业务。同时，医疗机构将更倾向于运用精益绩效评价驱动成本控制和高质量发展，DRG/DIP 将推动粗放式向精细化纵深发展，对信息化技术要求提高，拓展医疗信息化市场空间。公司在该领域率先进行布局，预计 DRG/DIP 三年高峰建设期将给公司带来显著的增量收入。

2.3 服务和创新业务是长期看点

2.3.1 DRG、DIP 项目服务费贡献持续性收入

DRG、DIP 后续服务费有望给公司带来持续性收入。DRG/DIP 支付方式改革，需要医保部门与区域内医院保持密切的合作关系，双方建立常态性的协商沟通机制。DRG、DIP 项目建设完成后，包括数据的动态调整、支付方式优化在内的相关需求仍将持续产生。项目形式主要有三种，包括服务方式、信息化建设方式、信息化建设+服务方式。医保局端项目收费方式多为“信息化建设+服务”，在“信息化建设+服务”模式下，公司仍将长期获得后期的运维等相关服务费，提供持续化的运维服务，如系统的升级维护、本地化修改优化以及添加新功能等服务。公司在浙江金华和广西柳州等成熟的 DRG 项目已收取年化服务费。金华、柳州年化服务费分别在 200 万元、100 万元左右，按照 330 个地级市测算，预计建设完成后医保局端每年服务费整体市场规模约为 5-6 亿元。

医院端服务费方面，公司积极推进院端服务费模式，假设院端未来同样采取“信息化建设+服务”模式，按照二级医院年化服务费 50 万元，三级医院 100 万元左右测算，医院端每年服务费整体市场规模约为 80-100 亿元。

门诊支付方式改革业内先行。除了 DRG、DIP 住院支付方式改革，公司在门诊支付方式改革上同样具备先发优势。自 2017 年起即开始门诊 APG 付费的相关研究，并与金华市医保部门合作，于 2021 年 1 月，共同推出了全国首创、唯一的 APG 点数法门诊付费模式。根据国内门诊特色，以预付制支付方案为基础，与人头预付制度相结合，形成模块化的门诊 APG 支付方案，实现对多样化的门诊就医过程的全覆盖管理，以保障医保基金运行的平稳可控运行，促进门诊医疗行为的规范和合理。金华门诊 APG 点数法付费改革，覆盖门诊按病种（病组）支付，与家庭医生签约、医共体建设等政策衔接紧密，在门诊支付方式改革领域具备先发优势。

2.3.2 商保直赔+PBM+慢病管理服务是未来可探索的创新服务模式

保险赔付作为体现保险保障服务的重要体现环节，长期以来一直存在保险理赔难、理赔慢的问题，而商业健康保险由于其产品医疗保障服务特性，其出险理赔的频次远远高于商业保险其它类别的产品。在国际上，很多发达国家的健康保险都推行的是“直付理赔”服务模式。被保险人在医院就医过程中，不需要先向医院支付现金，再去保险公司理赔，医疗服务费用直接由保险公司对医院进行结算。针对国内保险赔付痛点，公司通过商业保险健康服务平台与保险直付理赔服务，为健康保险客户提供保险快赔直赔服务。

公司商保业务持续发展，直赔快赔取得阶段性进展。公司的商业健康保险服务平台主要提供核保调查、理赔调查、理赔服务等，汇聚了本地区医院

的就诊医疗数据，商业保险公司基于国新健康风控引擎系统返回的核保调查结论进行核保，对参保人进行后续承保行为或拒保；提供商业保险公司的理赔调查申请，为商业保险公司控制理赔的风险。根据查询的参保人基本身份信息查询参保人在本地区的就诊医疗数据，结合国新健康的风控引擎系统，给出理赔调查结论；以及快速理赔综合业务，解决商业保险公司理赔慢、体验差、时效低的问题。

2021年4月，国新健康商保快赔业务与杭州市卫健委达成战略合作，签署《商业保险理赔直达服务合作备忘录》，支撑杭州市卫健委开展健康大数据应用，通过国新健康的商业保险快速理赔核心系统，将健康医疗大数据服务于居民，双方还将通过国新健康数据中台能力的提升、快赔直赔业务保险支付通道的卡位、处方流转业务医药服务能力及服务网络的解决，在商业保险领域逐步形成产品设计、两核运营、医药服务的全场景综合服务能力。合作的快赔项目已于2021年7月正式投产上线，为杭州市老年人意外健康险的被保险人提供快速理赔服务。

截至2021年上半年末，保险直付理赔业务已与20多家保险公司合作，借助超10万家的连锁药房、网上药房、齿科口腔、体检中心、中医保健等签约健康医疗卫生机构，已累计服务客户超200万，服务次数超1000万次，服务客户单位遍布全国近30个省市，服务能力覆盖全国100%县市。

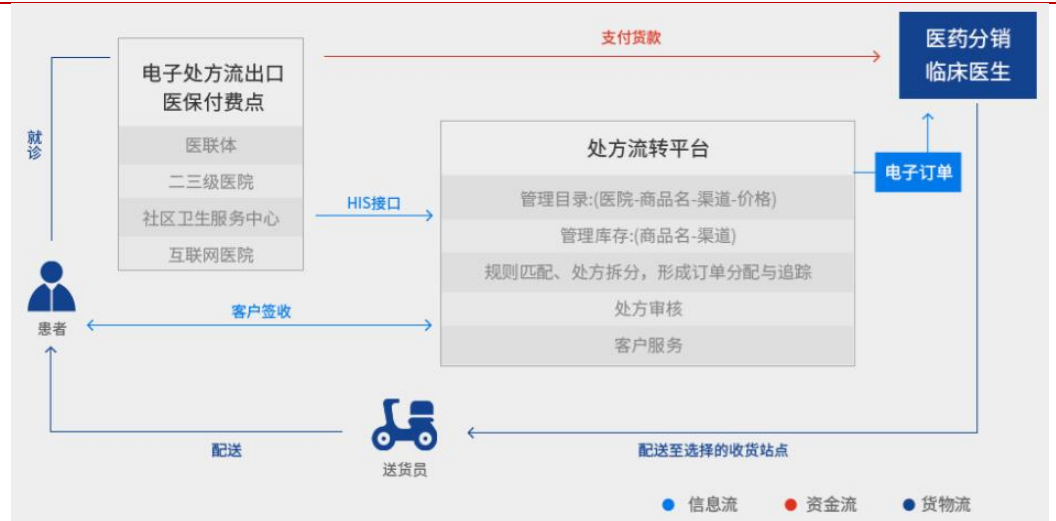
参股杭州普康企业管理合伙企业。此外，公司出资参与设立了杭州普康企业管理合伙企业，深入保险公司第三方服务领域，打造为保险公司及企业团险客户提供数字化直付理赔与健康管理的医疗健康服务平台（普康健康）。截止2020年8月底，该平台已和国内61家保险公司及地方分公司签订合同，已向170家企业级客户，总计超38万参保自然人提供超过1500家品牌的药店、体检、口腔连锁医疗机构旗下9万余家门店的直付理赔业务。

PBM、慢病管理服务等创新服务模式是未来看点。从国外商保业务发展来看，主要通过PBM（药品福利管理，Pharmacy Benefit Management）开展。PBM是医疗服务体系中的第三方服务，主要是由第三方管理组织通过协调药品企业、医院、药店、保险公司、参保人等多方关系，实现药品费用增长控制和医疗服务质量管理，主要服务内容包括药品采购、药品目录管理、处方集管理、处方审核、药品流通、健康管理等。PBM机构通过大量临床数据和个人用药史对医生处方进行审核，在对医疗服务进行监督的同时，为国家医保和商业保险公司控制过度医疗、药品滥用的现象，从而起到医疗控费的效果。其最终目标是通过介入整个医疗行为（医疗服务的前、中、后期）来协调医保自费的利用率。常见的商业模式有纯PBM模式（Express Scripts等）、保险+PBM模式（UnitedHealth等）、药房+PBM模式（CVS等）。

公司当前布局主要体现在处方流转平台。目前只是一个国内雏形，并不等同于PBM业务模式。处方流转平台是将医院药房承担的药品供给、药事服务等逐渐释放到以社会零售药店为主的其他药品流通渠道，多元化地保障患者购药需求，让医院专注于医疗服务提升而非药品销售，促进医药分离的实现，破除“以药养医”的现状。2018年9月，温州市人力资源和社会保障局牵头，联合本地卫生健康委等部门印发了《关于开展温州市门诊慢性病药品第三方配送试点工作的通知》，在慢性病处方医保用药量从原来1个月放宽至3个

月的基础上，通过打造“定点医疗机构+药品配送平台+医药物流服务商”慢性处方药品配送网络，打通药品配送“最后一公里”。目前温州处方流转平台已支持慢病病种 14 个，合作服务的医疗机构 213 家，在线服务的医务人员超过 500 位，慢病药品目录 5000 余种，完成配送的药品超过 31000 盒。

图 17 处方流转平台模式



资料来源：公司官网，首创证券

慢病健康管理服务，利用互联网与大数据工具，整合互联网门诊特殊慢性病评审、互联网+慢病管理服务、医保支付方式改革服务及流程监督服务，打造慢病健康管理综合服务平台。通过慢病管理服务，实现医保线上慢性病评审、诊疗、处方、结算及药品追溯全流程监管体系等相关全链路服务。对慢病患者的指标监测、饮食运动、用药提醒、复诊用药、药品使用说明等进行全流程管理。

2.3.3 美国联合健康的启示

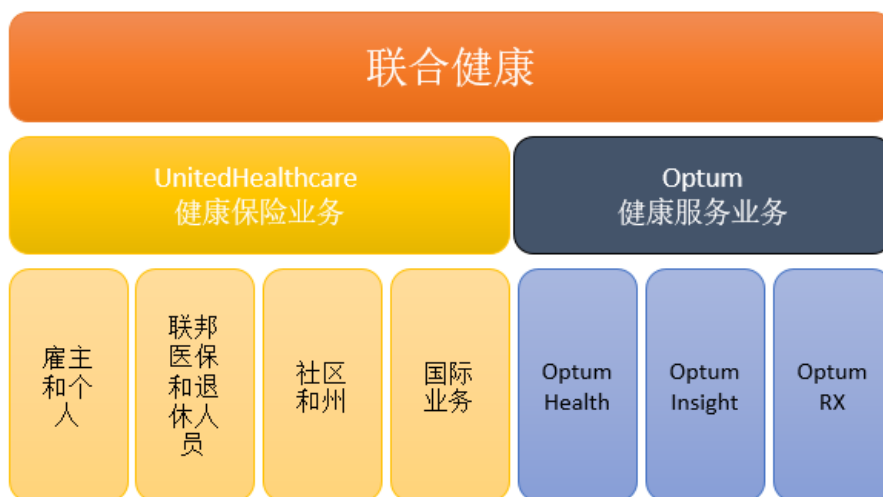
联合健康集团“保险+健康管理”商业模式标杆。联合健康集团 (UnitedHealth Group) 是一家多元化的健康和福利公司，成立于 1974 年，总部位于美国明尼苏达州的 Minnetonka，共有 75000 名员工。公司致力于提高所服务的人民和他们的社区的总体健康和福利，增强卫生系统的效能。业务涵盖健康保险业务 (United Healthcare) 与健康管理产业链 (Optum) 两大板块，通过其分支机构和部门，为全美超 7000 万人提供服务，在全美 50 个州和国际间营运，提供全面健保服务予各领域的健保业者，其中包括：个人消费者、雇主、政府、商业付款人和中介人、从医生至医院的护理提供者、制药公司及医疗设备制造商。

Optum 运营健康管理公司 (OptumHealth)、健康信息技术服务公司 (OptumInsight) 和药品福利管理公司 (OptumRx) 三个业务部门，服务于广泛的医疗保健市场，包括支付者、医疗服务提供商、雇主、政府、生命科学公司和消费者。运用在医疗服务、人口健康、医疗运营、数据和分析以及药学服务方面的独特能力，优化医疗质量、降低成本、改善消费者体验和医疗服务提供商绩效。其中 OptumHealth 专注于提供医疗服务、医疗管理、健康

和消费者参与以及医疗金融服务；OptumInsight 提供数据、分析、研究、咨询、技术和管理服务解决方案；OptumRx 提供多元化的药学护理服务。

OptumRX 是联合健康旗下的药品福利管理公司（PBM），介于保险机构、药品提供商、医院和药房之间的管理协调机构，通过超过 67000 家零售药店、多家送货上门、专业和社区健康药店的网络，满足客户便利化购药需求，同时通过整合医生诊断数据、体检数据及配药数据等各方的关键数据进行药品管理服务，帮助患者对医疗费用，尤其是药品费用进行有效管理。2015 年，公司以 128 亿美元收购第四大 PBM 公司 Catamaran，增强其药物福利管理业务。2020 年，OptumRX 在药品支出领域管理超过 1050 亿美元，其中包括 460 亿美元的特殊药品支出，2020 年联合健康 OptumRX 收入达到 875 亿元，占当年总收入的 34%。

图 18 联合健康业务板块



资料来源：联合健康年报，首创证券

联合健康两大业务板块协同发展。协同效应是联合健康在产业链布局的重要特点。一方面，UnitedHealthcare 在前端获客，为 Optum 提供稳定的业务来源。另一方面，Optum 聚焦后端前期预防、中期治疗、后期康复的全流程式健康管理服务，在健康管理、系统建设和药品服务领域的专业化发展业务 UnitedHealthcare 起到巨大推进作用，利用 Optum 的能力来帮助协调和提供患者护理，提高医疗护理的可负担性，分析成本趋势，管理药房护理服务，在提升保险公司服务能力的同时，有效降低赔付成本。同时，联合健康重点打造信息系统核心竞争力，OptumInsight 客户包括医院系统、医生、健康计划、州政府、生命科学公司等产业链多个环节，有效促进公司业务发展。

结合联合健康产业链布局特点，业务协同基础在于坚实的保险主业，在做好保险主业的基础上，进一步发展健康服务业务，且具备核心信息系统竞争优势，以及布局药品中介领域。尽管国内外医疗保险模式不同，但打造信息技术核心能力，实现医疗费用的有效控制，仍是 PBM 业务的重要目标，以布局药品行业为突破口，通过提供药品邮寄等中介服务，介入客户诊疗行为，实现降低保险公司赔付成本，分享医药行业利润。

国内外医疗保险模式不尽相同，目前，医保和商保的结合模式尚不清晰。公司在商保业务领域持续布局，致力于打通医保端和商保的渠道，且有医疗大数据驱动商保健康险服务与医保控费服务，协调促进患者、医生、药剂师和支付方的沟通交流。未来可能出现的医保与商保结合等业务机会下，公司具备优良的渠道能力及业务能力。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

盈利预测假设及其必要的解释：

公司主要业务包括数字医保、数字医药、数字医疗。各部分业务收入假设如下：

数字医保业务：数字医保业务为公司核心优势业务，主要分为医保支付第三方服务与大数据智能监控服务，服务于医保机构结算、支付、管理全流程。随着 DRG/DIP 进入全国覆盖阶段，我们估算全国将有近 6 亿元医保端项目建设需求，主要集中在 22、23 年，带动公司数字医保业务收入高速增长，预计 21-23 年公司数字医保业务营收同比增速分别为 20%、80%、26%。

数字医药业务：数字医药主要分为药械智慧监管服务、互联网+企业服务与互联网+药店服务，公司持续提升在药监市场的卡位能力，巩固在药品医疗器械审批审评系统建设上的优势地位。预计数字医药收入在未来几年将保持稳定增长，预计 21-23 年该业务营收同比增速分别为 25%、30%、25%。

数字医疗业务：数字医疗业务主要分为区域医疗服务质量监管服务与医院大数据医疗运营管控业务。医院大数据医疗运营管控服务方面，公司形成以 DRG 分组预测预警系统、DRG 医院智能管理系统、智能病案校验系统、诊间辅助服务系统为核心的医院端新产品组合。政策推动下，医院端 DRG/DIP 系统建设需求显著提升，收入弹性可观，随着公司加大医院端投入，预计未来几年将呈现营业收入快速提升的态势，预计 21-23 年该业务营收同比增速分别为 30%、120%、55%。

表 11 公司分业务营收预测

单位：亿元	2021E	2022E	2023E
数字医保	1.35	2.44	3.07
YOY	20.0%	80.0%	26.0%
数字医药	0.69	0.89	1.12
YOY	25.0%	30.0%	25.0%
数字医疗	0.51	1.13	1.75
YOY	30.0%	120.0%	55.0%
合计	2.56	4.46	5.94
YOY	23.2%	74.5%	33.1%

资料来源：Wind，首创证券

毛利率假设：

公司 2020 年整体毛利率 14.68%，数字医保、数字医药、数字医疗毛利率分别为-15.3%、39.3%、66%，未来随着数字医疗等毛利率较高业务收入占

比增加，公司整体毛利率水平有望提升，且未来三年数字医保项目收入有望快速增长以及项目服务费收入增加，预计 22、23 年数字医保业务毛利率将有所改善，预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 15%、25%、28%。

费用率假设：

随着公司各项业务规模增长，相关更新和迭代人员数量增加，预计研发费用率、销售费用率将略有提升，公司管理模式较为成熟，相关管理费用将下降。预计整体费用率将呈现出稳定且略有下降的态势。

我们预计公司 21-23 年营收分别为 2.56、4.46、5.94 亿元，同比增速为 23.2%、74.5%、33.1%，归母净利润分别为-1.85、0.24、0.46 亿元。

3.2 投资建议及估值

政策推进下，DRG/DIP 付费方式改革加速向全国推广，未来三年市场估算空间超百亿，公司未来发展空间较大，因此我们采用“终值折现估值法”。我们估算 2027 年院端年化服务费整体市场规模约 90 亿元，考虑到公司在局端的先发优势可助力公司快速切入医院端业务，我们假设院端公司未来五年市占率可达到 15%，则公司院端收入规模可达到 13.5 亿元。公司数字医保业务业内领先优势明显，随着医疗费用支付方式改革不断推进，预计公司医保业务保持年均增速 40%左右，2027 年数字医保业务收入规模将达到 13 亿元。数字医药业务年均增速预计在 45%左右，2027 年收入规模约为 7.5 亿元。

参考国内医疗信息化行业净利率，我们假设 2027 年公司净利率为 20%，则净利润约为 6.8 亿元。选取国内医疗信息化领域卫宁健康、创业慧康、久远银海、嘉和美康作为对标，给予公司 35 倍 PE 估值，公司市值约为 238 亿元，假设预期年化收益率 7%，折现后市值约为 169.69 亿元。

综上，给予公司 22 年目标市值 169.69 亿元，对应目标价 18.71 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12 可比公司估值比较（市盈率法，截至 2022/1/19）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300253.SZ	卫宁健康	15.43	0.29	0.39	0.52	52.43	39.26	29.89
300451.SZ	创业慧康	10.36	0.29	0.38	0.50	35.60	26.98	20.83
002777.SZ	久远银海	25.55	0.87	1.12	1.44	29.47	22.72	17.69
688246.SH	嘉和美康	37.50	0.60	1.31	1.91	62.29	28.56	19.59
平均值						50.11	31.60	23.43

资料来源：Wind，首创证券

4 风险提示

政策效果不及预期。受医改政策整体协调性等因素影响，支付方式改革进度不及预期。

市场拓展情况不及预期。行业政策变化、市场竞争加大等因素可能对公司业务拓展、增值业务发展形成拖累。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1030.4	812.5	855.1	919.5	经营活动现金流	-93.0	-161.9	-120.3	-97.8
现金	496.7	275.4	247.7	257.5	净利润	-242.6	-185.1	23.9	46.3
应收账款	55.3	50.2	87.6	116.6	折旧摊销	34.7	23.4	24.2	24.9
其它应收款	7.0	8.6	15.0	19.9	财务费用	3.3	-2.4	-2.6	-2.5
预付账款	1.2	1.6	2.3	2.9	投资损失	31.0	-10.0	-120.0	-135.0
存货	0.0	0.0	0.0	0.0	营运资金变动	81.5	8.4	-66.8	-48.9
其他	28.1	34.6	60.5	80.5	其它	-0.1	4.3	21.0	17.3
非流动资产	266.4	269.5	272.3	274.8	投资活动现金流	36.6	-20.0	90.0	105.0
长期投资	57.6	57.6	57.6	57.6	资本支出	-17.7	-30.0	-30.0	-30.0
固定资产	11.7	14.1	16.2	18.1	长期投资	120.6	0.0	0.0	0.0
无形资产	147.2	148.8	150.2	151.4	其他	-66.3	10.0	120.0	135.0
其他	27.9	27.9	27.9	27.9	筹资活动现金流	-142.7	-39.3	2.6	2.5
资产总计	1296.8	1082.1	1127.4	1194.3	短期借款	50.1	0.0	0.0	0.0
流动负债	332.6	295.1	316.4	336.8	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	50.1	0.0	0.0	0.0	其他	-449.4	8.4	0.0	0.0
应付账款	2.3	3.0	4.3	5.5	现金净增加额	-199.1	-221.2	-27.7	9.8
其他	-2.0	-2.6	-3.7	-4.7	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	59.6%	23.2%	74.5%	33.1%
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	-1601.2%	23.6%	113.1%	92.6%
负债合计	332.6	295.1	316.4	336.8	归属母公司净利润	-1492.1%	23.7%	112.9%	93.6%
少数股东权益	3.1	2.5	2.6	2.7	获利能力				
归属母公司股东权益	961.1	784.5	808.4	854.7	毛利率	14.7%	8.2%	25.4%	28.1%
负债和股东权益	1296.8	1082.1	1127.4	1194.3	净利率	-117.0%	-72.4%	5.4%	7.8%
利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	ROE	-25.2%	-23.6%	3.0%	5.4%
营业收入	207.4	255.6	446.0	593.8	ROIC	-24.4%	-23.8%	2.7%	5.2%
营业成本	176.9	234.7	332.8	426.7	偿债能力				
营业税金及附加	0.9	1.2	2.0	2.7	资产负债率	25.6%	27.3%	28.1%	28.2%
营业费用	23.0	35.8	35.7	47.5	净负债比率	3.9%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	16.4	35.8	40.1	59.4	流动比率	3.10	2.75	2.70	2.73
管理费用	108.4	143.1	133.8	148.4	速动比率	3.10	2.75	2.70	2.73
财务费用	-4.8	-2.4	-2.6	-2.5	营运能力				
资产减值损失	-109.0	-2.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.16	0.24	0.40	0.50
公允价值变动收益	11.0	10.0	20.0	35.0	应收账款周转率	5.46	4.85	6.48	5.82
投资净收益	-30.1	0.0	100.0	100.0	应付账款周转率	73.33	88.81	91.36	87.51
营业利润	-241.7	-184.6	24.2	46.6	每股指标(元)				
营业外收入	0.0	0.2	0.0	0.0	每股收益	-0.27	-0.20	0.03	0.05
营业外支出	1.2	0.8	0.0	0.0	每股经营现金	-0.10	-0.18	-0.13	-0.11
利润总额	-242.8	-185.2	24.2	46.6	每股净资产	1.07	0.86	0.89	0.94
所得税	0.5	0.5	0.2	0.1	估值比率				
净利润	-243.3	-185.7	24.0	46.5	P/E	-46.2	-61.2	473.1	244.4
少数股东损益	-0.7	-0.6	0.1	0.1	P/B	11.67	14.43	14.01	13.25
归属母公司净利润	-242.6	-185.1	23.9	46.3	EV/EBITDA	-45.60	-67.58	241.60	160.26
EBITDA	-242.4	-163.6	45.8	69.0					
EPS (元)	-0.27	-0.20	0.03	0.05					

分析师简介

翟炜，北京大学硕士，曾就职于中科院信工所，方正证券、国金证券等，2021年5月加入首创证券，负责计算机、通信等行业研究。

李星锦，厦门大学数学与应用数学学士，美国杜兰大学金融硕士，从事计算机、通信方向研究，2年证券从业经历。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券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，投资者应当考虑到首创证券及/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。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级		
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上 增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现	