

久远银海(002777)

报告日期: 2023年04月06日

领军智慧民生行业，医疗数据要素+AI 双轮驱动

——久远银海深度报告

投资要点

智慧民生 IT 龙头，三大战略保驾护航

久远银海 1992 年起源于中国工程物理研究院，2008 年正式成立，2015 年深交所挂牌上市，2018 年引入中国平安战投开拓医保和医疗信息服务创新业务。公司深耕智慧民生领域二十余年，聚焦医疗医保、数字政务、智慧城市三大战略方向，市场覆盖 29 个省份、228 个城市、16 万家医疗医药机构，为约 7 亿社会民众提供服务，在民生信息化领域的市场占有率位居行业前列。公司面向政府部门以及行业生态主体，以信息化、云服务和激活数据要素潜能，助力“健康中国”行动和“数字中国”建设。

政策助力，医疗数据要素潜能有望激活

2022 年《数据二十条》新政发布，进一步完善了数据产权界定、数据市场体系建设等制度和政策，正式开启了数据要素市场化大时代。2023 年 1 月 12 日，全国医疗保障工作会议强调大数据赋能医保领域改革。医保、社保数据对商保、药企金融保险等产业赋能力度强。公司具备行业领先的项目承接率和城市覆盖率，在医疗保险领域深耕多年，客户渠道丰富，预计未来公司在该领域具有较强的行业壁垒和持续性。

AI 技术注入提升公司数据要素价值

公司目前已在 AI 技术的机器视觉、自然语言等领域具备底层技术研发能力，2018-2022 年公司的研发费用逐年增加，2022 年约 1.738 亿元。我们认为公司有能力运用 AI 技术进一步改进和完善当前项目的服务质量，并挖掘数据要素的潜在收益。

数字经济催化智慧城市与数字政务茁壮发展

数字政务和智慧城市是数字经济的重要组成部分，“十四五”期间相关政策的推动我国政务信息化和数字化全面提升。2022 年人社市场累计覆盖全国 21 个省份，实现黑龙江省市场新突破。公司围绕“做大做强智慧城市”核心战略，积极融入新型智慧城市建设新赛道，以数字化链接社会治理和城市服务。在社保卡一卡通应用、住房公积金、住房金融等数字政务领域，实现新的突破。

盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 15.36/18.09/21.30 亿元，同比增速 19.80%/17.72%/17.77%；2023-2025 年归母净利润分别为 2.42/3.38/3.76 亿元，同比增速 31.25%/39.68%/11.30%，对应 2024 年 P/E 41.04 倍，首次覆盖予以“增持”评级。

风险提示

市场竞争加剧、新开拓市场的持续增长、提供的产品服务不能及时满足政策变化的要求。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1282.57	1536.49	1808.76	2130.22
(+/-) (%)	-1.79%	19.80%	17.72%	17.77%
归母净利润	184.17	241.73	337.64	375.80
(+/-) (%)	-15.71%	31.25%	39.68%	11.30%
每股收益(元)	0.45	0.59	0.83	0.92
P/E	75.23	57.32	41.04	36.87

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 增持(首次)

分析师: 刘雯蜀

执业证书号: s1230523020002

liuwenshu03@stocke.com.cn

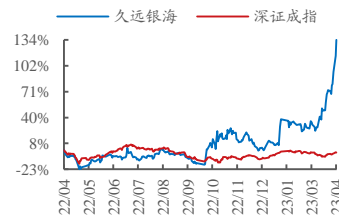
研究助理: 郑毅

zhengyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 33.94
总市值(百万元)	13,855.36
总股本(百万股)	408.23

股票走势图



相关报告

1 《依托传统政务业务，成就山东数据要素市场开拓者——山大地纬深度报告》 2023.03.08

投资案件

● 关键假设

- 1)数据要素产业化大时代正在开启
- 2)公司在医疗信息化领域继续维持优势地位
- 3)公司持续推进 AI+医疗信息化进程

● 我们与市场的观点的差异

【市场担忧—医保领域数据要素市场变现或不及预期】

市场担忧数据要素下游应用场景众多，医保领域数据要素市场变现或不及预期

我们认为数据要素的核心在于流通和变现，而非一味存储：数据要素的流通和变现高度取决于下游应用领域对于数据的需求，然而数据要素下游领域众多，医疗领域作为政策利好与实际市场需求兼备的应用场景，拥有成熟医疗数据要素商业模式者最容易实现快速跑马圈地，或将在数据要素领域率先变现起飞。

久远银海深耕医疗，具备数据要素源头优势：公司在医保医疗领域深耕多年，公司医疗健康行业市场已覆盖全国 20 个省份，承接了 1200 多家医疗机构的信息化建设，承担国家医保信息平台 6 个子系统运维工作，熟悉政务及医保医疗的数据要素资源及相关业务，而其下游应用行业中与医疗保险结算关系密切，具有成熟渠道的优势；

【市场担忧—AI 助力医保医疗以及数据要素业务能力有限】

市场担忧各类 AI 技术对于医保医疗领域加持有限，或难以与数据要素形成共鸣

我们认为 AI 助力医疗行业数字化进程：我们认为 AI 发展对医疗行业数字化转型的发展有重要作用，AI 技术可以持续赋能医疗体系建设，链接上下级医疗机构，实现医疗资源优化配置，通过平台及系统建设，优化供应链管理、患者管理等环节，提升传统医疗机构的管理效率。

久远银海高研发投入打造数字医疗：公司目前已在 AI 技术的机器视觉、自然语言等领域具备底层技术研发能力。我们认为，针对数据要素的价值提升以及 AI 技术的百花齐放，公司有能力和运用 AI 技术进一步改进和完善当前项目的服务质量，同时挖掘数据要素的潜在收益。

【市场担忧—公司传统政务业务增速或不及市场预期】

市场担忧传统政务业务或缺乏创新，未来增速不及预期

数字健康正当时：在近年来国家政策的推动下，统一化、标准化的医保信息化平台建设发展迅速。传统的基础硬件和基础信息平台建设已经不能满足当前医保系统的需要。更深层次的技术整合，包括创新应用开发、数据治理、平台运维升级等，正逐步扩大中国医保信息系统市场规模。后者的加速开展，是带动当前市场的持续性动力。

久远银海渠道打造医保护城河：久远银海具备行业领先的项目承接率，覆盖省份及城市数量大。由于医保系统的信息化体系较为复杂，并且公司深耕医疗保

险服务多年、客户资源渠道丰富，我们认为久远银海在该服务渠道有望持续深耕。

- **股价上涨的催化因素**

数据二十条开启数据要素产业化大时代；
医疗领域作为政策利好与实际市场需求兼备的应用场景，拥有成熟医疗数据要素商业模式者最容易实现快速跑马圈地；
公司三大战略稳步推进，在民生信息化领域市场覆盖率高。

- **风险提示**

市场竞争加剧、新开拓市场的持续增长、提供的产品服务不能及时满足政策变化的要求。

正文目录

1 背靠中物院，专注数字化推动健康中国	6
1.1 智慧民生 IT 龙头，股权结构合理	6
1.2 主营业务稳健发展，医疗医保和智慧城市与数字政务营收贡献大	7
2 医疗数据要素市场提速& AI 助力医疗行业数字化进程发展	9
2.1 医保信息化不断深化 全国落地试点成效明显	9
2.2 AI 持续加码医疗赛道	12
2.3 数据要素尚处萌芽阶段，医疗方向有望率先起飞	13
3 数据要素与 AI 共振，久远银海持续领军医保医疗信息化平台	16
3.1 成熟渠道打造数据要素&传统业务发展态势持续向好	16
3.2 AI 技术注入提升公司数据要素价值	18
4 数字经济催化智慧城市与数字政务茁壮发展	19
5 盈利预测与估值	20
5.1 盈利预测	20
5.2 投资建议与估值	21
6 风险提示	22

图表目录

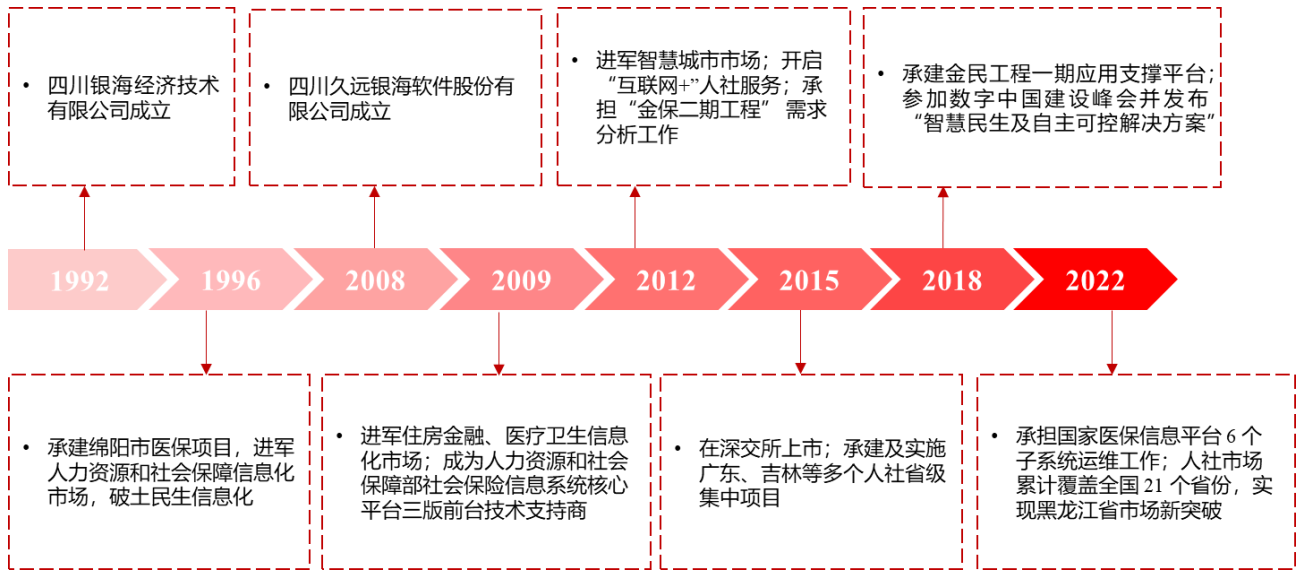
图 1: 公司历史沿革.....	6
图 2: 股权结构	7
图 3: 公司营业收入结构 (按行业分)	8
图 4: 公司营收及增速.....	8
图 5: 公司归母净利润及增速.....	8
图 6: 公司研发投入金额及占比.....	9
图 7: DRG/DIP 支付方式改革预计进程节点.....	11
图 8: 中国医疗保障信息系统解决方案市场规模.....	11
图 9: 中国医疗科技政策发展三个阶段.....	12
图 10: 医疗大数据平台架构及应用.....	13
图 11: 数据要素产业链参与者.....	14
图 12: 中国健康险保费收入预测情况 (亿元)	15
图 13: 2021 年中国 Top 6 医疗保障信息系统厂商市场份额	17
图 14: 公司 5 年内研发投入及占比.....	18
图 15: 银海互联网医疗大数据.....	19
表 1: 公司营收预测拆分 (单位: 亿元)	21
表 2: 公司估值对比.....	21
表附录: 三大报表预测值.....	23

1 背靠中物院，专注数字化推动健康中国

1.1 智慧民生 IT 龙头，股权结构合理

- **聚焦智慧民生，助力健康中国：**公司成立于1992年，前身为四川银海经济技术有限公司。2008年四川久远银海软件股份有限公司成立。2015年公司在深交所挂牌上市。公司聚焦医疗医保、数字政务、智慧城市三大战略方向。面向政府部门以及行业生态主体，以信息化、云服务和激活数据要素潜能，助力“健康中国”行动和“数字中国”建设，主营业务包括了民生信息化领域软件产品、系统集成和运维服务等模块。公司是多个政府部门的信息化战略合作伙伴，并承建了一系列国家部委和省市软件开发、数据中心建设与运维等信息平台项目。

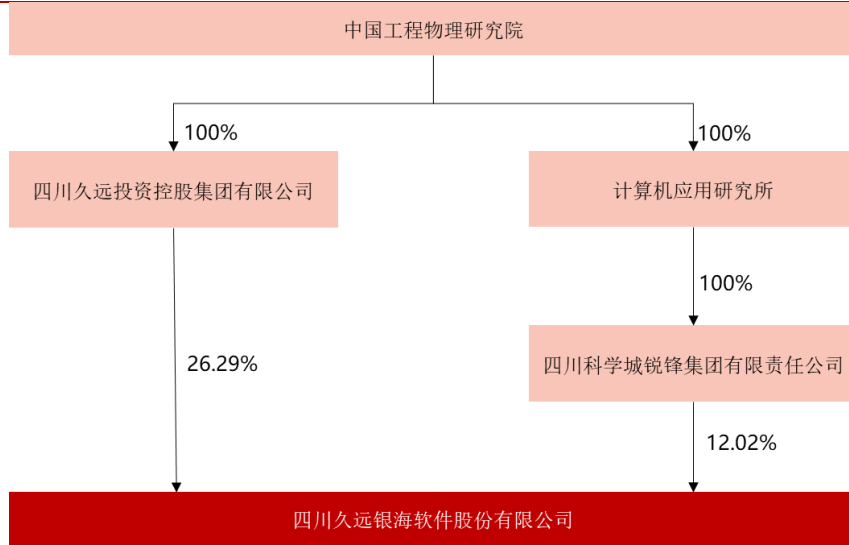
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

- **中物院控股，战略引入平安：**截至2022年末，中国工程物理研究院通过其全资子公司四川久远投资控股集团有限公司间接持股26.29%，并且通过计算机应用研究所全资子公司四川科学城锐锋集团有限责任公司间接持股12.02%，合计持股比例达38.31%，是四川久远银海软件股份有限公司的实际控制人。

图 2: 股权结构



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

1.2 主营业务稳健发展，医疗医保和智慧城市与数字政务营收贡献大

■ 1) 医疗医保：主要分为医疗保障和医疗健康两个部分。

医疗保障方面，公司承担国家医保信息平台的系统运维工作。重点打造“医保+”产品，积极推进医保应用改革，在多个省份上线“一码通”和“一次付”，并且开启了医保智慧服务新模式，实现了处方流转、在线支付结算、送药上门一体化服务产品。

医疗健康方面，公司承接了 1200 多家医疗机构信息化建设，打造智慧医疗产品并已在多个省市落地应用。助力实现全民健康，建造全民大数据信息平台、承建医疗监管系统，保证医疗标准化、规范化。

医疗医保业务营收逐年上升，2022 年实现营收 6.14 亿，同比增长 3.07%，占比 47.90%。

■ 2) 智慧城市与数字政务：

智慧城市：公司积极进入智慧城市建设赛道，旨在实现线上社会服务，增强民众服务体验。在社会治理方面，持续深化创新“城市运行管理、市域社会治理、社区智能网格、基层一表通享”系列产品，深度参与智慧蓉城建设。

在城市服务方面，打造以数据要素价值转换为核心的城市服务引擎、供需平台、融智载体，推动了城市数据资源共享，全面提升了城市服务体验、服务效率和服务质量。

数字政务：人力资源和社会保障方面，公司创新人力管理模式，建设智慧人才一体化平台，以信息化建设有效促进就业创业。同时，公司着力拓展社保卡应用场景，助力提升公共服务质量。

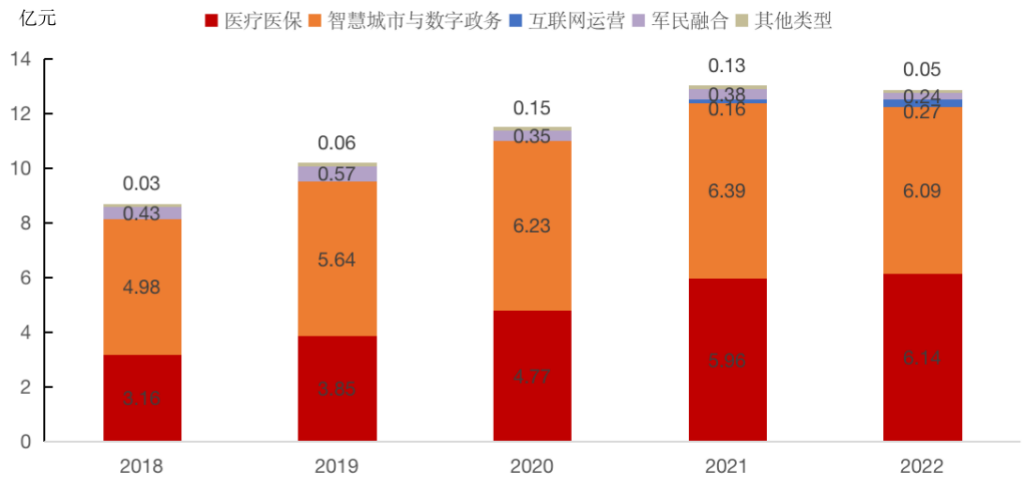
住房金融方面，研发电子信息档案共享平台，实现线上贷款审批，并且打造房屋信息共享平台，提供家装、金融等服务，提高房产交易安全性。

民政方面，公司持续拓展“大数据+”民政数据智能化服务创新，积极布局养老服务平台+运营服务平台+运营服务新模式，不断深化大救助、大养老、大未保、大慈善、新福彩等融合场景打造，提升产品服务能力。

智慧城市与数字政务业务 2022 年实现营收 6.09 亿，同比下降 4.71%，占比 47.5%。

- **3) 互联网运营:** 公司开展大数据、移动互联网、云计算、开发运维、区块链、物联网等方向技术研发，持续开发平台，满足客户高效化、安全化的办公需求。互联网运营业务 2022 年实现营收 0.27 亿，同比增长 70.19%，占比 2.13%。
- **4) 军民融合:** 公司依托“平台+应用”，以大数据、自主可控等技术为科研院所、军工企业提供智慧院所、智能制造等信息化服务。军民融合业务目前聚焦在信创领域，推进自主可控工程实验室建设，已具备了面向主流国产化基础设施和技术环境的适配能力。军民融合业务 2022 年实现营收 0.24 亿元，占比 1.87%。

图 3: 公司营业收入结构 (按行业分)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

- **经济波动导致营收和归母净利润受到影响:** 2018 年到 2021 年，公司营业收入和归母净利润均呈现逐年递增态势，营收从 2018 年的 8.64 亿增长到 2021 年的 13.06 亿；归母净利润从 2018 年的 1.19 亿提升至 2021 年 2.19 亿。

2022 年受到经济波动等因素的影响，公司项目实施及验收周期延长，相应实施成本增加，导致 2022 年营业收入和利润较上年下降。2022 年实现营收 12.83 亿，同比下降 1.79%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比下降 15.71%。

图 4: 公司营收及增速

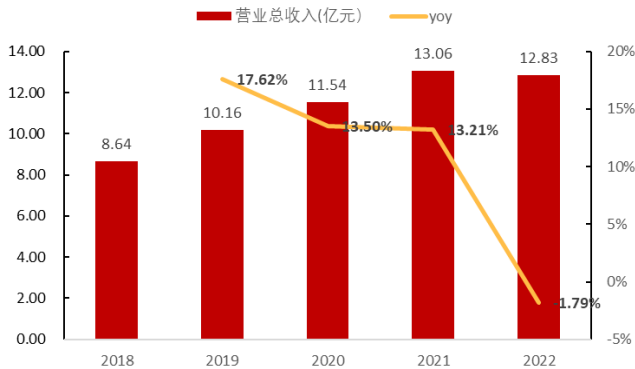
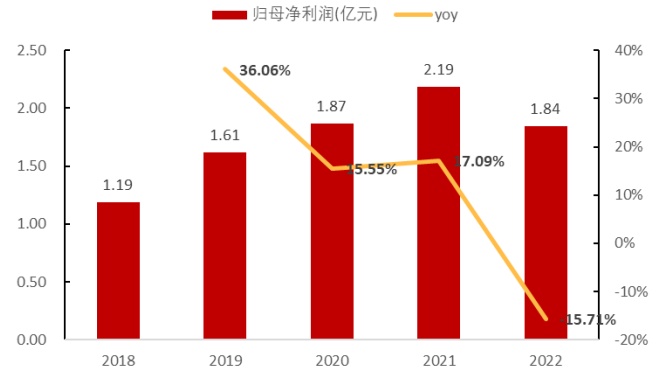


图 5: 公司归母净利润及增速

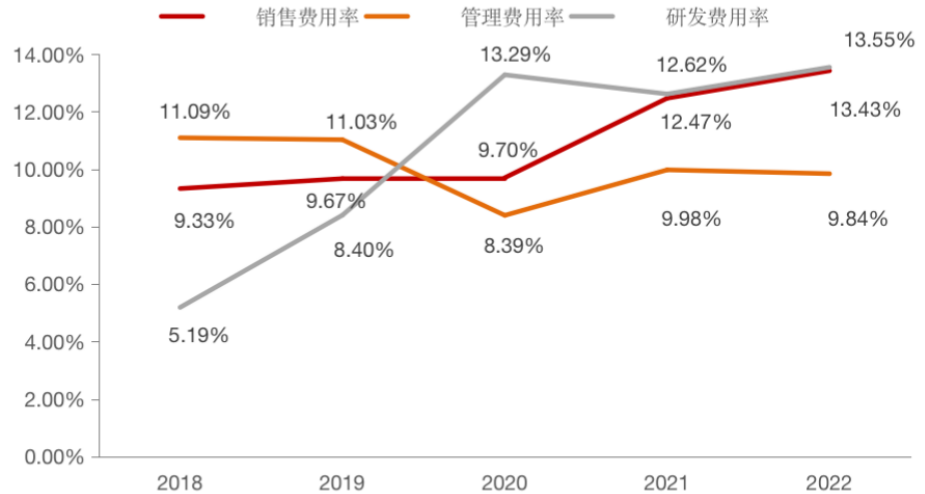


资料来源: wind, 浙商证券研究所

资料来源: wind, 浙商证券研究所

- **研发投入持续增多**：公司近年在医疗医保、人社等方面持续增大研发投入，2018 年到 2022 年，研发费用率从 5.19% 上升至 13.55%。管理费用率稳中有降，从 2018 年的 11.09%，降至 2022 年的 9.84%。销售费用率稳定上涨，2022 年为 13.43%。

图 6: 公司研发投入金额及占比



资料来源: wind, 浙商证券研究所

2 医疗数据要素市场提速& AI 助力医疗行业数字化进程发展

医保信息化持续提速，各类创新应用开发、数据治理、平台运维升级等层出不穷，数字化发展为医保行业持续增砖添瓦。

同时，AI 发展对医疗行业数字化转型的发展有重要作用，AI 技术可以持续赋能医疗体系建设，链接上下级医疗机构，实现医疗资源优化配置，通过平台及系统建设，优化供应链管理、患者管理等环节，提升传统医疗机构的管理效率。

叠加，当下数据要素政策刺激，医疗领域作为政策利好与实际市场需求兼备的应用场景，在 AI 技术的扶持下，或将成为当下主要变现场景，深度挖掘医疗数据要素市场价值。

2.1 医保信息化不断深化 全国落地试点成效明显

在近年来国家政策的推动下，统一化、标准化的医保信息化平台建设发展迅速。传统的**基础硬件和基础信息平台建设已经不能满足当前医保系统的需要。**

更深层次的技术整合，包括创新应用开发、数据治理、平台运维升级等，正逐步扩大中国医保信息系统市场规模。后者的加速开展，是带动当前市场的持续性动力。

综上，鉴于医保行业具备用户需求高、数据体量大、与已成熟的第三方支付系统关联度密切的特点，**我们认为医保行业的会成为医疗科技信息化、数字化发展和整合的首要赛道。**

- **统一化医保信息平台的缺失及支付方式不合理加大医保工作的难度**

统一化的医疗保险管理难度大，各地呈现分化模式：国家医保局成立前，职工医保、居民医保、价格管理和药品招采等分别由不同部门进行管理，各地相关部门也自行建设医保系统，呈现散点化、碎片化的管理模式。

由于该模式存在诸多问题，包括业务编码不统一、异地就医数据不互认导致的报销困难、个人医疗信息查询与个人医保转移接续困难等。

统一化医保信息标准及信息平台的缺失，使得医保工作难以高效展开，医疗资源难以合理分配，监管行为难以深入进行。

医保费用不规范、不透明，医保骗保案件屡见不鲜：中国传统的医保支付方式是按项目付费，即根据诊疗过程中用到的所有药品、医疗服务项目、医用耗材等。

该模式虽然做到了个体差异性，但过于繁杂，使得医保赔付的效率过低，并且在一定程度上刺激过度医疗、过度检查，甚至出现一系列医保基金骗保案件，包括重复收费、超标准收费、分解项目收费、超医保限定支付范围结算、串换诊疗项目和药品耗材进销存不符等。

这些支付漏洞导致医疗费用快速增加、医疗资源不合理分配、有限的医保资金不能被最佳利用。

- **多地医保服务不统一的问题需要统一化的医保信息平台：**国家医保局宣布，截至 2022 年 5 月 17 日，全国统一的医保信息平台已全面建成，覆盖全国 31 个省份和新疆生产建设兵团全域，为 13.6 亿参保人提供医保服务。

针对医保行业痛点频发的现象，为增强全国各地医保系统的管理效率，完善统一的医保监管体系，大力发展医保支付的高效新模式，近 10 年里，医保服务行业大力发展包括云计算、大数据、物联网、区块链等技术，将医保信息服务系统从散点式的信息化状态，向细分领域、区域化信息互通平台过渡，再到如今加快一体化、标准化平台。

中央及地方发布多个文件，为医保数据标准化以及信息化建设的发展保驾护航。2021 年 8 月，国家医保局提出建立医保数据与商业保险数据共享机制打造“保险+健康+服务”生态闭环。

- **DRG/DIP 的新型付费方式提升支付合规性、高效性：**

相比于传统按项目付费的医保支付方式，DRG 的支付方式按照患者的患病类型、严重程度、治疗方案等因素，将病人分为临床案件与资源消耗相似的诊断组，以组为单位确定支付标准；

DIP 是利用大数据比对，按照“疾病诊断+治疗方式”组合作为付费单位，医保部门根据每年应支付的医保基金总额确定每个病种的付费标准。两种支付方式都是通过打包定价的方式，有助于在保证医疗质量的同时促使医疗机构控制成本，引导医疗资源使用合理化，有望改善传统按项目支付的弊端。

2021 年 11 月国家医保局发布《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》指出，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（原则上达到 90%）、医保基金全覆盖（原则上达到 70%）。

DRG/DIP 支付方式改革的快速推进，标志着加速医保信息平台建设的决心，新一代信息技术与医疗信息化建设的深层次融合是医保行业的大势所趋。

图 7: DRG/DIP 支付方式改革预计进程节点



资料来源：国家医保局、浙商证券研究所

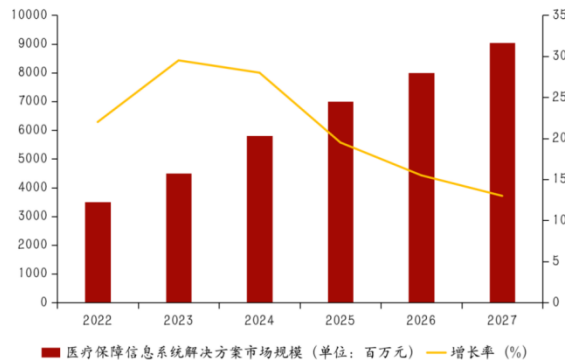
■ 政策落地、技术支持推动医保信息系统解决方案行业发展，预计 2027 年市场规模大幅增长：

鉴于医保行业中各地信息不对称、不统一，以及支付模式低效的行业痛点，国家大力推行全国统一医保信息服务平台，并深化 DRG/DIP 的新型付费方式的改革。由此可鉴，医保信息系统解决方案市场行业乘政策之风发展迅速，有较大的发展空间，利于厂商快速布局，抢占市场空间。

从 2019 年开始，国家级、省级和市级医保信息平台以及各类医保信息系统开展建设，各级医保信息系统相继建成，截至 2022 年 5 月全国统一的医疗保障信息平台已基本建立。

IDC 发布的《中国医保信息系统市场预测，2023-2027》显示，医保信息化市场规模 2022-2027 年 CAGR 预计为 21%，医保信息系统解决方案的市场规模在 2023 年将达到 45.1 亿元人民币，到 2027 年市场规模将达到 90.8 亿元人民币。

图 8: 中国医疗保障信息系统解决方案市场规模



资料来源：IDC 中国、浙商证券研究所

2.2 AI持续加码医疗赛道

我们认为 AI 发展对医疗行业数字化转型的发展有重要作用，AI 技术可以持续赋能医疗体系建设，链接上下级医疗机构，实现医疗资源优化配置，通过平台及系统建设，优化供应链管理、患者管理等环节，提升传统医疗机构的管理效率。

- **“AI+医疗”产业链布局广：**人工智能技术的发展分为计算智能、感知智能、认知智能，需要依托算力、算法、通信等多方面的支持。中国的人工智能发展正处于从感知智能向认知智能过渡的阶段。

目前 AI 在医疗领域的应用包括医疗卫生应用、医疗卫生供应和医疗卫生消费。具体的产业集中在医学影像、医疗机器人、药物研发、精准医疗、健康管理、公共服务、医院管理、医疗报销和包括医疗大数据、算法与框架及硬件的基础设施支持。

算法模型尚处于优化阶段，行业主要面向医院、保险公司、互联网医疗、制药企业等产业。技术融合的同时，AI 医疗所面临的困难也逐层出现。数据孤岛、数据结构化不足、数据标准不统一等数据问题使得 AI 的算法训练优化难以高效进行。

随着近年来医疗科技政策的不断发展深化，医院、医保、远程医疗等各个环节的信息化进程正在加速推进。医疗作为一个政策导向型行业，数字化和信息化发展的前期政策驱动性很强。

目前，医疗科技政策主要集中在深化新场景、新技术的应用，推动医疗高质量发展。鉴于 AI 技术具备深度学习的优势，我们相信未来的医疗科技可以形成以用户需求为中心、以提高运营效率为目的全通链信息化场景。

图 9：中国医疗科技政策发展三个阶段

中国医疗科技政策发展的三个阶段

政策萌芽期 (2011-2015)

初步规范医疗科技行业的发展，主要呈现散点状态，侧重制定通用标准与准则。2013年10月《关于加快推进人口健康信息化建设的指导意见》明确指出至“十二五”末，基本实现各级各类卫生计生机构的信息网络安全互联。

政策发展期 (2016-2020)

初步涉及云计算、大数据、物联网、区块链等，侧重为医疗科技细分领域制定规则。2018年7月《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》指出要在全行业开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动，鼓励有条件的医疗机构推进“智慧药房”建设。

政策纵深期 (2021-至今)

集中发布多项政策，主要集中深化新场景、新技术应用，推动医疗体系高质量发展。2021年11月《关于公布5G+医疗健康应用试点项目的通知》指出要培育可复制、可推广的5G智慧医疗健康新产品、新业态、新模式，确定了987个5G+医疗健康应用试点项目。

资料来源：艾瑞咨询、浙商证券研究所

- **OpenAI 持续催化医疗信息化进程：**Open AI 发布的 ChatGPT 系统推动了 AI 技术的进一步发展。目前，ChatGPT 已经开始与企业对接，据同花顺财经报道，微软推出的新版 Bing 中已经内嵌 ChatGPT，第三方数据公司 data.ai 显示，就在微软宣布其新的

Edge 浏览器和必应搜索引擎集成 ChatGPT 的一天后，2023 年 2 月 9 日，新版 Bing 软件的全球下载量增加了 10 倍。

随后，各大互联网巨头相继推出自研的人工智能产品。2023 年 3 月 21 日，百度文心大模型首个落地医药行业的产品 GBI-Bot 正式发布。这款医药垂类对话机器人使用了百度灵医智惠在医疗健康行业的技术积累，实现了文心大模型与 GBI 专业数据库的有机结合。

百度具有知识图谱构建能力，可将优质病历、诊断指南、专家共识、科研成果等知识信息由阅读级转换到计算、决策级。再基于 AI 中台技术，百度由此形成了千亿级参数的医疗健康大模型。

图 10: 医疗大数据平台架构及应用



资料来源：百度智能云官网、浙商证券研究所

2.3 数据要素尚处萌芽阶段，医疗方向有望率先起飞

数据要素市场仍然处于产业化大时代的萌芽阶段，数据交易形式百舸争流。

我们认为，在当下数据确权、可交易数据种类、交易通道等诸多问题待定的情况下，**拥有全产业链布局的能力的数据要素企业具备更高的发展确定性。**

从近期的政策来看，我们认为当下已经从“数据要素逐步推广”发展至“数据要素需要变现”，因此站在当前时点来看，数据要素的核心在于流通以及变现，而非单一地存储。

我们认为医疗领域是政策催化与实际市场需求兼备的应用场景。因此，拥有成熟医疗数据要素商业模式者最容易实现**快速跑马圈地**，医疗领域或将近期在数据要素市场率先变现起飞。

■ **市场参与方式各式各样，贯穿始末者方得始终：**

数据要素市场中参与者众多，位于产业链各环节的参与者的方式各式各样，均不相同。**位于行业上游的数据供方**基于数据资源优势向产业链输送有价值的**数据产品**，相关参与者基于**技术优势**对数据进行采集、处理及存储，**数据处理商、数据库开发商**等或将

抢占先机;

行业中游的参与者协助构建交易通道，区块链技术商、IT 基础设施建设者、交易所投资者将成为交易市场中坚力量;

行业下游的数据需方基于各类场景实现数据应用; 同时数据安全、信息安全服务商将贯穿产业链整体，为数据要素市场赋能，数商生态逐步扩大。

虽然数据要素市场中参与方式众多且参与形式各不相同，但我们认为，能够在市场发展的前期建设中参与进来的企业，并且能够随着市场建设的逐步完善持续获益的企业才能够具备恒久发展的动力，在大浪淘沙中突出重围。

否则单一的参与方式极有可能带来的仅仅是 IT 业务营收的短期增长，难以改变其在数据要素市场发展中的商业模式，因此无法持续续航。综上，我们认为参与方需要能够贯穿数据要素市场始末。

图 11: 数据要素产业链参与者



资料来源: 浙商证券研究所

- **数据要素流通才是王道，下游落地方向或以医疗、金融为主:** 数据要素的核心在于流通和变现，而非一味存储，但是其流通和变现的核心在于寻找到合适的变现场景。目前，数据要素应用领域颇多，比如金融、农业、贸易、供应链、能源、医疗以及文化艺术领域均能贡献商业价值。

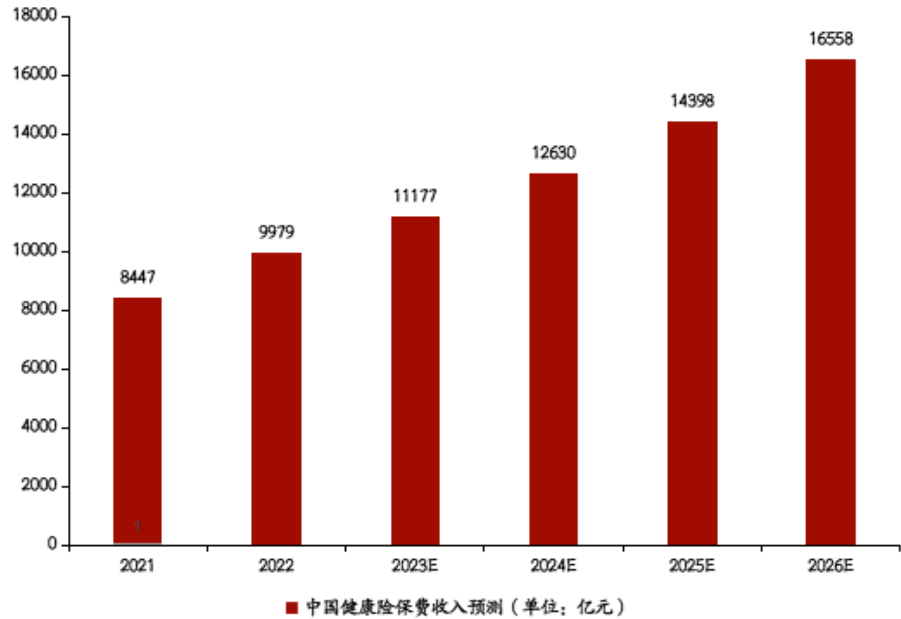
但是由于医疗和金融类企业支付能力强、对数据需求急迫。同时，伴随技术不断进步，过于基于数据来源，数据安全等系列问题，已经可以通过区块链、隐私计算等手段逐个击破，因此，我们认为医疗和金融或将更快落地数据要素。

医保大数据将成为医保改革重点发展方向: 2023年1月12日，全国医疗保障工作会议于北京召开，会议提出“把大数据赋能作为医保改革发展的重要借力点，最大程度发挥全国统一医保信息平台作用，更安全更有序的用好医保大数据”。

此外医保、社保数据对相关产业（例如商保、药企金融保险）等赋能力度较强，当前商业健康险渗透率相对其他车险等险种渗透率低，而伴随医疗改革与中国经济的发展，据前瞻产业研究院估计，参照发达国家情况，未来商业健康险不仅赔付比例有望翻倍，且保费密度也有较大增长空间。

然而在这个过程中如何实现快速便捷的核保并降低运营成本是目前的一大问题，伴随公共医疗数据的开放与数据要素技术的成熟，数据要素有望高度赋能商业医保核保运营，解决以上痛点，并与商业医疗保险一起充分享受市场红利。

图 12：中国健康险保费收入预测情况（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

杭州已推出相关政策优先支持医疗要素场景变现：2023年2月杭州推出公共授权运营实施方案，具备专业资质以及满足技术、安全的数据要素厂商有望受益。杭州市发布《杭州市公共数据授权运营实施方案(试行)》，向全社会公开征求意见。

新提出的《方案》是《浙江省公共数据条例》的配套性政策，旨在解决公共数据授权运营所涉及到的定价、分配等系列问题并在2025年前，形成20个以上有价值、可推广的数据产品和服务，发布一批典型应用案例，《方案》指出了包括医疗、金融保险、商贸物流、工业制造、社会治理、生态环保、教育、体育、文旅、科研等10个落地方向。

基于此，医疗健康、金融保险、商贸物流以及工业制造领域或率先基于政府数据开放的种类以及鼓励推动的场景应用较多而快速发展，因此该类领域的的数据要素厂商有望更快获益。

- **医疗领域数商领先受益：**拥有各领域专业资质以及满足技术安全要求的数据要素厂商有望成为各应用领域的加工使用主体，同时享有数据产品或者数据服务的收益。

医疗领域医疗健康、金融保险、商贸物流以及工业制造领域或率先基于政府数据开放的种类以及鼓励推动的场景应用较多而快速发展，因此该类领域的的数据要素厂商有望更快获益。

3 数据要素与 AI 共振，久远银海持续领军医保医疗信息化平台

医疗保障行业作为一个数据积累旺盛的赛道，伴随着 AI 性能的提升，数据端的深入学习与信息挖掘可以完善公司承接医保信息平台的用户需求解析与匹配，在智能化进程中提升公司承接平台的结算效率。

3.1 成熟渠道打造数据要素&传统业务发展态势持续向好

久远银海在医保医疗领域深耕多年，公司医疗健康行业市场已覆盖全国 20 个省份，承接了 1200 多家医疗机构的信息化建设，承担国家医保信息平台 6 个子系统运维工作，熟悉政务及医保医疗的数据要素资源及相关业务，而其下游应用行业中与医疗保险结算关系密切，公司具有成熟渠道优势；

与医保领域的数据要素相关公司对比，我们认为公司这一商业模式的核心竞争力需要考量供需两个方面：

- 1、**是否具备供方数据的渠道优势：**我们认为数据要素市场中，最大的数据增量源自于政府对于医保局数据的逐步开放，因此单纯为下游保险和医疗企业做 IT 的公司可能具备下游应用领域的优势，但是数据要素的市场核心源自于数据的供方，因此只有能够把控住数据源头的数据服务商才能够长久地运营该模式。
- 2、**下游数据需方对于数据的需求是否具备持续性：**我们认为，由于众多医疗医保 IT 领域公司的主要服务对象为医院 IT 建设等场景，而这些场景对于个人数据的需求程度不如医疗保险等与业务开拓直接挂钩的场景，因此这一需求的强弱与时间长短直接决定了该业务模式盈利的持续性。

■ **渠道优势打造医保 IT 护城河：**根据 IDC 发布《中国医疗保障信息系统市场份额，2021：全面上线新医保平台》报告显示，依据占有率数值，2021 年中国 Top6 医疗保障信息系统厂商依次为东软集团、久远银海、易联众、创智和宇、山大地纬、用友网络。久远银海医保信息化市场份额位居行业第二，与东软集团和易联众处于行业领先地位。

2021 年，东软集团参与了国家医保平台和全国 24 个省级医保平台建设，承担了国家医保平台在全国 200 多个医保统筹城市的建设；

易联众参与了 20 个省级医保平台建设项目的部分系统；

山大地纬参与了山东和浙江 2 个省份全国统一的医保信息平台建设项目。

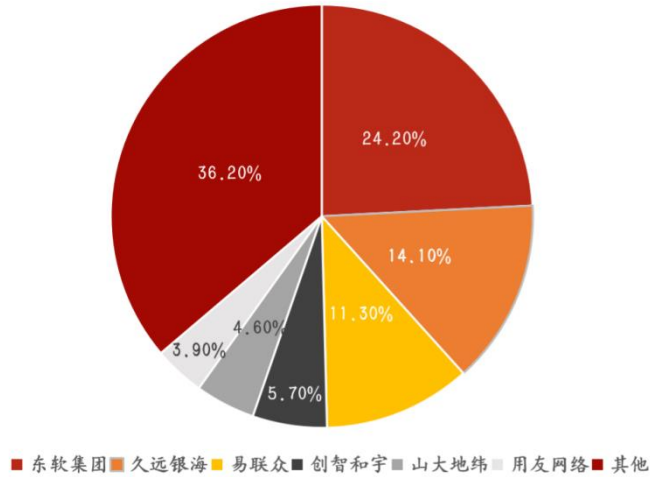
截至 2023 年 3 月，久远银海为承建了 22 个省份的医保信息平台，为近 100 个地级以上城市提供医保核心业务经办系统；

根据国家统计局，2021 年末全国地级以上城市 297 个，按城市覆盖率计算，久远银海的目前约为 30%。在支付方改革方面，久远银海持续积极投入，参与了成都、昆明、曲靖、舟山、宿迁等多个地市 DRG/DIP 改革试点；积极参与医院端 DRG 建设，目前产品已经覆盖 10 个省。

由此可见，久远银海具备行业领先的项目承接率，覆盖省份及城市数量大。由于医保系统的信息化体系较为复杂，并且公司深耕医疗保险服务多年、客户资源渠道丰富，我们认为久远银海在该服务渠道具备较强的行业壁垒和持续性。

与此同时，覆盖率高、粘性大的项目特质使得公司增加了数据要素积累的源头，其未来的资产价值较为突出，具备广阔的增值空间。

图 13：2021 年中国 Top 6 医疗保障信息系统厂商市场份额



资料来源：IDC 中国、浙商证券研究所

- **渠道奠定数据要素源头优势：**久远银海依托过去医保支付改革、医保基金监管以及医保便民服务的技术积累与渠道积累，辅以中标中央层级数据平台建设的高屋建瓴优势，加之在全国各地医疗医保 IT 建设积累的 G 端资源，实现应用场景端资源与之前 G 端资源的共振。
- **非脱敏数据持续或在医保医疗领域更具实用价值：**以医保直赔快赔为例，商业保险需要的是客户历史过往身体健康状况、病史、用药史类的数据，特别是支撑医保报销结算的底层数据（该类数据完全可支持商业健康险的联网报销），因此，从实用性上来看，基础数据具有更大意义与适用性，而在数据交易所中交易的清洗后的数据或难以达到同样的效果。
- 我们认为，以久远银海医保+数据流转系统为底层交易链路的全国医保支付结算数据网络已初具雏形，而基于目前处在数据要素发展初期，只有在某一区域打造行之有效的商业模式，才有望实现跨区域增长。

基于此，公司有望将在天津、山西、云南等地打造的医保直赔快赔运营新模式复制到不断扩大的医保+全国医保支付结算数据网络上的各个城市。

久远银海所打造的医保数据交易链路模式会逐步向平台过渡，真正从项目制软件公司转型为具备自有数据交易平台的数据要素流通平台公司。

3.2 AI 技术注入提升公司数据要素价值

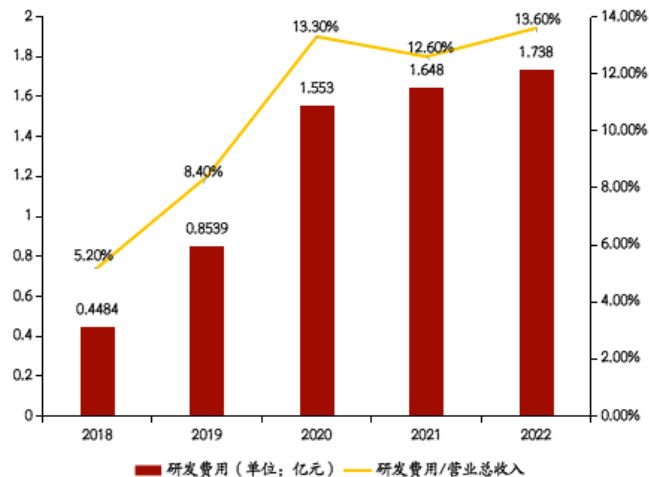
久远银海持续高研发投入打造医疗 IT 行业竞争壁垒，同时不断布局 AI 进程，有望将 AI 技术与医疗行业深度绑定，并基于此为数据要素后续发展提供更多有效支撑，深度挖掘医疗数据要素价值。

- **公司高研发投入打造行业技术基础：**2018 年至 2022 年，公司的研发费用逐年增加，2022 年为 1.738 亿元，占营业收入的比重近 13.6%。

公司重视研发项目主要包括医保便民服务平台、医保基金精算与医保服务治理解决方案、数字政务与智慧城市行业基础研究等。

项目技术旨在利用大数据和 AI 技术深度挖掘医保医疗领域相关的数据，帮助优化医保健康保障资源的配置，同时研发自主可控、性能可靠的企业级应用软件，重复发挥数据要素所带来的潜在价值。

图 14: 公司 5 年内研发投入及占比



资料来源：公司财报、浙商证券研究所

- 公司研发的“见智·人工智能行业应用平台”在人脸识别、OCR、影像识别、视频理解、自然语言处理、知识图谱等方面完成了 AI 技术研发和应用，并通过与三甲医院的合作，孵化出医学影像识别、临床辅助决策、智能医嘱管理等临床领域的 AI 产品。

公司目前已经布局 AI，并且未来会逐步探索与华为 AI 盘古、百度文心一言等人工智能大模型的潜在合作。我们认为，针对数据要素的价值提升以及 AI 技术的百花齐放，公司有潜力运用 AI 技术进一步改进和完善当前项目的服务质量，并挖掘数据要素的潜在收益。

图 15: 银海互联网医疗大数据



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

4 数字经济催化智慧城市与数字政务茁壮发展

数字政务和智慧城市是数字经济的重要组成部分，“十四五”期间相关政策的推动我国政务信息化和数字化全面提升。公司围绕“做大做强智慧城市”核心战略，积极融入新型智慧城市建设新赛道，以数字化链接社会治理和城市服务。2022年人社市场累计覆盖全国21个省份，实现黑龙江省市场新突破。在社保卡一卡通应用、住房公积金、住房金融等数字政务领域，实现新的突破。

- **社保卡一卡通商业模式:** 公司依托社保卡覆盖面广、实名制和金融卡优势，重点打造以一卡通系统为核心载体的补助发放数据流通平台。该模式下久远银海承建并从省财政部与各地级市财政部获取结算端 IT 建设费用，通过该系统实现省市财政部对农民与低保户的发放，在系统持续运营过程中还可收取软件运维费用。
- 该项目自 2021 年开始持续建设，已经中标四川省省财政部+21 个地级市一卡通业务，并且在广东、遂宁、荆州进一步拓展社会保障卡居民服务“一卡通”建设项目，并且在遂宁正式启用。而在应用场景上拓展了西藏惠民惠农阳光工程项目，并继续推进四川省、天津市惠民惠农资金“阳光审批、阳光发放、阳光监督”工程。未来公司将进一步研发并落地以社会保障卡为载体的创新应用，探索包括社会保障、待遇发放、养老助残、惠民惠农、城市生活、交通服务以及金融服务等多卡合一和一卡通用等场景和服务的落地，实现其从补助发放的数据要素交易平台到更广阔的数据交易中心的蜕变。
- **住房金融商业模式:** 公司持续深耕住房金融领域，在住房公积金领域，目前市场覆盖近 60 个城市中心。凭借在公积金管理机构数字化项目中积累的渠道优势。

同时，子公司新疆银海鼎峰公司按照“企业主建、政府主用、社会共享”的理念，建设和运营“互联网+政务+产业融合”的行业互联网生态平台“安居广厦”，覆盖新

房、物业、二手房、家居、家装五大领域，融合家装、家居、金融、购房政务协同等服务。截止2022年12月，平台注册用户已超98万人，入驻楼盘高达640余个，入驻机构900余家，入驻物业公司930余家，覆盖乌鲁木齐市4038个小区，累计处理物业投诉达到40132条。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

- **医疗医保：**2022年受疫情、宏观经济等综合因素的影响，医疗医保信息化支出增速放缓，部分项目的交付验收延期至2023年开展。2022年该业务板块的营收为6.14亿元，增速为3.07%。受益于医保信息化投入进入正常周期，加上2022年延期交付的部分项目，预计2023年医疗医保业务增速将接近2021年25%的增速水平，2024-2025年业务增速将趋于稳定。由此，我们预测2023-2025年公司医疗医保收入增速分别为25%、20%、20%，对应营收分别为7.68亿元、9.22亿元和11.06亿元。

智慧城市与数字政务：2020年至2022年，智慧城市与数字政务的营业收入分别为6.23亿元、6.39亿元和6.09亿元，现已与医疗医保共同成为公司两大核心业务。政府端财政支出状况改善，2023年整个行业业务增速回暖。目前市场对数字政务的需求较高，且该业务具备较强的粘性，市场监管、工会、人大政协等行业的发展空间较大。同时，随着数字经济政策的不断出台，久远银海的该业务收入会受到催化，预计该业务板块的营业收入增速会大幅增长，但会小于公司长耕的医疗医保收入增速。由此，我们预测2023-2025年公司智慧城市与数字政务业务收入将稳定增长，增长率分别为15%、15%、15%，对应营收分别为7.01亿元、8.06亿元和9.27亿元。

其它业务：久远银海的其他业务包括互联网运营业务、军民融合、计算机应用服务等。2021年和2022年，公司其他业务的营收分别为0.67亿元和0.57亿元，增速分别为34.9%和-15.46%。2022年的疫情对该部分营收增速的稳定性冲击较大，但在公司医保和人社信息化领域创新业务拓展的背景下，公司将会聚焦于核心业务上，预计该部分的增速会恢复到一个稳定的状态，我们预测2023-2025年公司其它业务收入将维持20%左右的增速，对应营收分别为0.68亿元、0.82亿元和0.98亿元。

- **费用率：**销售费用率方面，2020-2022年分别为9.70%、12.47%、13.43%，考虑到未来公司业务增长需持续拓展新区域、新客户，预计2023-2025年的销售费用率分别为11.87%、12.59%、12.63%；管理费用率方面，2020-2022年的管理费用率分别为8.39%、9.98%、9.84%，由于整体费率方面均保持相对稳定的增长路径，所以我们预测2023-2025年的管理费用率分别为9.41%、9.74%、9.66%；研发费用率方面，2020-2022年的研发费用率分别为13.29%、12.62%、13.55%，公司保持较大的研发投入力度，预计2022-2024年研发费用率分别为13.14%、13.10%、13.26%。

表1: 公司营收预测拆分(单位: 亿元)

业务领域	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入	12.83	15.36	18.09	21.30
YOY	-1.79%	19.80%	17.72%	17.77%
医疗医保	6.14	7.68	9.22	11.06
YOY	3.07%	25.00%	20.00%	20.00%
营收占比	47.90%	49.98%	50.95%	51.91%
智慧城市与数字政务	6.09	7.01	8.06	9.27
YOY	-4.71%	15.00%	15.00%	15.00%
营收占比	47.50%	45.60%	44.55%	43.50%
其他业务	0.57	0.68	0.82	0.98
YOY	-15.46%	20.00%	20.00%	20.00%
营收占比	4.41%	4.42%	4.51%	4.59%

资料来源: 公司招股书、浙商证券研究所

注: 其他业务指公司报表中除了医疗医保、智慧城市与数字政务业务以外其他业务之和, 具体包括: 军民融合、互联网运营、其它类型、其它业务。

5.2 投资建议与估值

- 估值方面, 使用市盈率对公司进行估值。可比公司以行业相关性为标准, 选取了创业惠康、卫宁健康、云赛智联、易华录、深桑达, 五家可比公司收入皆以软件产品开发为主, 业务不仅围绕数字经济发展运行, 亦皆是我国数据要素市场迈入成熟期阶段的最直接受众, 前两者主要围绕医保医疗业务布局, 而后三者则主要围绕包含医保医疗数据的数据交易平台布局, 结合可比公司的财务数据, 最终得到 2022/2023/2024 年可比公司的平均 PE 为 134.23/78.64/50.41 倍。
- 考量政策与行业趋势共同推进的效果、公司长期耕耘智慧民生领域形成的渠道优势, 首次覆盖予以“增持”评级。

表2: 公司估值对比

股票代码	公司名称	市值(亿)	营业收入(亿)			PE(2023E)	PE(2024E)	PE(2025E)
			2023E	2024E	2025E			
300451.SZ	创业惠康	165.00	20.78	25.87	31.99	40.16	29.10	23.00
300253.SZ	卫宁健康	302.40	31.31	39.35	49.58	85.18	57.47	41.07
600602.SH	云赛智联	160.70	52.26	60.61	69.19	72.40	59.16	49.31
300212.SZ	易华录	309.60	20.17	25.32	37.06	339.17	143.17	64.88
000032.SZ	深桑达A	406.37	471.17	551.37	664.13		104.32	73.80
	均值					134.23	78.64	50.41
002777.SZ	久远银海	115.61	15.36	18.09	21.30	57.32	41.03	36.87

资料来源: Wind、截至(2023/04/05)、浙商证券研究所

6 风险提示

- **市场竞争加剧的风险：**随着国家对民生信息化领域的重视和投入逐年增加，市场规模不断扩大，市场环境的逐步成熟，国内外越来越多的企业开始涉足该领域，市场竞争程度不断加剧。新竞争者的进入，将会使公司面临更严峻的市场竞争风险。
- **新开拓市场的持续增长风险：**公司通过特色化和差异化的服务将现有的竞争优势复制到新兴民生领域已取得一定成果，但是，公司在上述领域的竞争优势、行业地位和经营经验仍显不足。未来，能否在上述新开拓市场保持快速增长，对公司的综合能力提出了更高要求和挑战，公司将面临新开拓市场的持续增长风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2002	2397	2771	3235
现金	665	941	1151	1421
交易性金融资产	0	101	34	45
应收账款	524	538	662	778
其它应收款	52	61	72	85
预付账款	14	18	20	23
存货	272	359	373	445
其他	475	378	461	438
非流动资产	532	494	502	498
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	122	124	121	113
无形资产	167	165	167	167
在建工程	0	0	0	0
其他	243	205	215	218
资产总计	2534	2891	3273	3733
流动负债	791	891	914	976
短期借款	0	0	0	0
应付款项	145	168	184	222
预收账款	0	0	0	0
其他	646	723	730	754
非流动负债	60	60	61	61
长期借款	0	0	0	0
其他	60	60	61	61
负债合计	851	951	975	1037
少数股东权益	140	155	175	198
归属母公司股东权	1543	1785	2122	2498
负债和股东权益	2534	2891	3273	3733

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	38	372	147	283
净利润	195	256	358	399
折旧摊销	42	29	30	32
财务费用	(5)	(11)	(15)	(18)
投资损失	(10)	(8)	(9)	(10)
营运资金变动	(86)	192	(198)	(72)
其它	(99)	(86)	(20)	(48)
投资活动现金流	(28)	(102)	46	(30)
资本支出	12	(10)	(5)	(1)
长期投资	(2)	(1)	1	(0)
其他	(38)	(92)	49	(29)
筹资活动现金流	(74)	7	17	18
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(74)	7	17	18
现金净增加额	(65)	277	209	270

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1283	1536	1809	2130
营业成本	574	775	818	959
营业税金及附加	5	10	11	12
营业费用	172	182	228	269
管理费用	126	145	176	206
研发费用	174	202	237	283
财务费用	(5)	(11)	(15)	(18)
资产减值损失	55	(14)	(1)	24
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	10	8	9	10
其他经营收益	16	17	17	17
营业利润	207	273	381	424
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	208	273	381	425
所得税	13	17	23	26
净利润	195	256	358	399
少数股东损益	11	15	21	23
归属母公司净利润	184	242	338	376
EBITDA	240	290	397	438
EPS (最新摊薄)	0.45	0.59	0.83	0.92

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-1.79%	19.80%	17.72%	17.77%
营业利润	-40.43%	31.70%	39.64%	11.28%
归属母公司净利润	-15.71%	31.25%	39.68%	11.30%
获利能力				
毛利率	55.24%	49.56%	54.77%	55.00%
净利率	15.24%	16.69%	19.81%	18.72%
ROE	11.39%	13.35%	15.94%	15.05%
ROIC	11.88%	13.66%	16.07%	15.14%
偿债能力				
资产负债率	33.59%	32.91%	29.80%	27.77%
净负债比率	1.32%	0.75%	0.97%	0.89%
流动比率	2.53	2.69	3.03	3.31
速动比率	2.19	2.29	2.62	2.86
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.57	0.59	0.61
应收账款周转率	2.73	2.95	3.11	2.99
应付账款周转率	4.38	4.94	4.65	4.72
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.59	0.83	0.92
每股经营现金	0.09	0.91	0.36	0.69
每股净资产	3.78	4.37	5.20	6.12
估值比率				
P/E	75.23	57.32	41.04	36.87
P/B	8.98	7.76	6.53	5.55
EV/EBITDA	23.46	44.70	32.42	28.80

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>