

投资评级 优于大市 维持

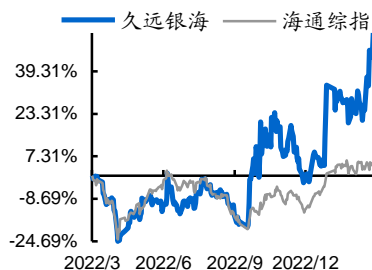
医疗医保进入业绩发力期

股票数据

03月23日收盘价(元)	24.64
52周股价波动(元)	11.90-26.26
总股本/流通A股(百万股)	408/399
总市值/流通市值(百万元)	10059/9826

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	32.2	23.3	64.9
相对涨幅(%)	33.8	26.7	59.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@haitong.com

证书: S0850516050002

分析师: 杨林

Tel: (021) 23154174

Email: yl11036@haitong.com

证书: S0850517080008

联系人: 杨昊翊

Email: yhy15080@haitong.com

投资要点:

- 疫情下营收保持稳定。**公司披露 2022 年年报。2022 年公司实现营收 12.83 亿元, 同比下降 1.79%; 归母净利润 1.84 亿元, 同比下降 15.71%; 扣非净利润 1.70 亿元, 同比下降 16.24%; 经营性净现金流 0.37 亿元, 同比下降 81.44%。2022 年, 受经济波动等多重因素影响, 公司项目实施及验收周期延长, 相应实施成本增加。考虑到受政府部门预算管理制度的约束, 人力资源和社会保障、医疗医保、智慧城市、民政及住房金融等业务信息化市场具有一定的季节性特征, 系统验收更多集中在 2022 年下半年, 公司第四季度经营业绩受到较大影响, 导致全年营业收入和利润较上年下降。2022 年公司毛利率 55.24%, 同比下降 0.87pct; 销售费用率 13.43%, 同比提升 0.96pct; 管理费用率 9.84%, 同比下降 0.14pct; 研发费用率 13.55%, 同比提升 0.93pct。
- 医疗医保营收维持增长。**分业务板块来看, 医疗医保业务 2022 年实现收入 6.14 亿元, 同比提升 3.07%, 实现毛利率 57.86%, 同比下降 1.67pct; 智慧城市与数字政务实现收入 6.09 亿元, 同比下降 4.71%, 实现毛利率 54.43%, 同比下降 0.97pct。
- 承建医保信息平台, 拓展医疗医保市场。**2022 年, 公司中标国家医保局运维标第 4 包, 承担国家医保信息平台的跨省异地就医管理子系统、支付方式管理子系统、基础信息管理子系统、医保业务基础子系统、业务中台等 6 个子系统运维工作。全国统一医保信息平台于 2022 年年初基本建成并投用, 公司承建的 22 个省份医保信息平台上, 10 余个省份已通过国家医保局终验, 其余省份的平台验收工作正按计划有序推进。通过此轮医保建设, 公司服务医保用户数量及定点医疗机构数量均比历史同期有较大增加, 公司在医保信息化领域的领先优势和项目交付能力得到巩固和进一步认同。
- 研发投入加大, 信创体系完善。**2022 年公司持续提升研发投入, 达 2.46 亿元, 同比上升 17.85%, 研发投入占营收比例为 19.18%。公司开展云计算、大数据、数据要素流通、人工智能、中台、微服务、区块链、低代码、分布式、数据库、信息安全、信创等方向的基础技术研究并实现技术突破, 使公司技术产品体系更趋完善, 有力支撑行业产品研发和实施。在信创方面, 公司依托自主可控实验室, 已完成自主可控芯片、操作系统和数据库的行业级应用测评和方案, 并在数字政务、医疗医保领域落地应用。形成了包括 Ta+3 构件化集成平台、银海云平台 (PaaS)、应用支撑平台、MDLife·移动应用开发平台、视界·大数据平台、见智·人工智能平台等较成熟的国产行业应用中间件产品及银海可信集成客户端产品。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1306	1283	1672	2095	2567
(+/-)YoY(%)	13.2%	-1.8%	30.4%	25.3%	22.6%
净利润(百万元)	219	184	282	407	504
(+/-)YoY(%)	17.1%	-15.7%	53.1%	44.5%	23.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.54	0.45	0.69	1.00	1.23
毛利率(%)	56.1%	55.2%	55.7%	57.4%	58.0%
净资产收益率(%)	15.4%	11.9%	15.5%	18.3%	18.4%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测与投资建议。我们认为，随着医疗信息化、数字政务等业务项目不断落地，公司有望在 2023 年迎来发展机遇，特别是医疗医保业务有望实现快速增长。我们预计，公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.82/4.07/5.04 亿元，对应 EPS 分别为 0.69/1.00/1.23 元，我们采用 PE 和 PS 两种方法对公司进行估值。

(1) PE 估值法：根据可比公司 PE，给予久远银海 2023 年动态 PE40-45 倍，对应 6 个月合理价值区间为 27.60-31.05 元。

表 1 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR(21-24E)	2023PEG
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
卫宁健康	300253.SZ	11.36	244.0	0.17	0.25	0.35	65.2	45.1	32.6	25.5%	1.77
创业慧康	300451.SZ	10.10	156.5	0.27	0.37	0.46	38.1	27.6	21.8	20.2%	1.37
嘉和美康	688246.SH	45.51	62.7	0.47	0.86	1.20	96.8	52.8	37.8	49.5%	1.07
平均							66.7	41.8	30.8	31.7%	1.40
久远银海	002777.SZ	24.64	100.6	0.45	0.69	1.00	54.0	35.3	24.4	23.1%	1.53

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：久远银海采用海通证券盈利预测，其他公司采用 Wind 一致预期，股价为 2023 年 03 月 23 日收盘价。

(2) PS 估值法：根据可比公司 PS，给予久远银海 2023 年动态 PS7.0-7.5 倍，对应 6 个月合理价值区间为 28.69-30.74 元。

表 2 可比公司 PS 估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS (倍)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
卫宁健康	300253.SZ	11.36	244.0	31.47	39.24	49.09	7.8	6.2	5.0
创业慧康	300451.SZ	10.10	156.5	20.78	25.87	31.99	7.5	6.0	4.9
嘉和美康	688246.SH	45.51	62.7	6.96	10.65	13.86	9.0	5.9	4.5
平均							8.1	6.1	4.8
久远银海	002777.SZ	24.64	100.6	12.83	16.72	20.95	7.8	6.0	4.8

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：久远银海采用海通证券盈利预测，其他公司采用 Wind 一致预期；股价为 2023 年 3 月 23 日收盘价。

综上所述，结合 PE 和 PS 两种估值方法，久远银海 6 个月合理价值区间为 28.69-30.74 元，维持“优于大市”评级。

● **风险提示：**政策落地不及预期，医疗信息化建设不及预期，市场竞争加剧的风险。

表 3 公司业务分拆 (百万元)

		2022	2023E	2024E	2025E
医疗医保	营收	614.35	834.47	1126.53	1464.49
	同比 (%)	3.07	40.00	35.00	30.00
	毛利率 (%)	57.86	58.00	59.00	59.00
智慧城市与数字政务	营收	609.25	767.21	897.63	1032.28
	同比 (%)	-4.71	20.00	17.00	15.00
	毛利率 (%)	54.43	55.00	57.00	58.00
总营收	营收	1282.57	1672.20	2094.69	2567.29
	同比 (%)	-1.79	30.38	25.27	22.56
	毛利率 (%)	55.24	55.70	57.37	57.97

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1283	1672	2095	2567
每股收益	0.45	0.69	1.00	1.23	营业成本	574	741	893	1079
每股净资产	3.78	4.47	5.47	6.70	毛利率%	55.2%	55.7%	57.4%	58.0%
每股经营现金流	0.09	1.09	0.77	1.32	营业税金及附加	5	11	13	14
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.7%	0.6%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	172	234	279	349
P/E	54.62	35.67	24.69	19.98	营业费用率%	13.4%	14.0%	13.3%	13.6%
P/B	6.52	5.51	4.51	3.68	管理费用	126	167	208	255
P/S	7.84	6.02	4.80	3.92	管理费用率%	9.8%	10.0%	9.9%	9.9%
EV/EBITDA	21.11	26.55	18.65	14.33	EBIT	206	311	439	545
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-5	-13	-21	-26
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.4%	-0.8%	-1.0%	-1.0%
毛利率	55.2%	55.7%	57.4%	58.0%	资产减值损失	-20	0	0	0
净利润率	14.4%	16.9%	19.5%	19.6%	投资收益	10	12	17	20
净资产收益率	11.9%	15.5%	18.3%	18.4%	营业利润	207	336	477	591
资产回报率	7.3%	9.1%	10.8%	11.1%	营业外收支	1	0	0	0
投资回报率	11.4%	14.1%	16.4%	16.7%	利润总额	208	336	477	591
盈利增长 (%)					EBITDA	260	340	470	577
营业收入增长率	-1.8%	30.4%	25.3%	22.6%	所得税	13	28	40	50
EBIT 增长率	-17.6%	50.5%	41.2%	24.1%	有效所得税率%	6.1%	8.4%	8.4%	8.4%
净利润增长率	-15.7%	53.1%	44.5%	23.6%	少数股东损益	11	26	30	38
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	184	282	407	504
资产负债率	33.6%	35.9%	35.5%	34.6%					
流动比率	2.53	2.40	2.47	2.59	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.57	1.54	1.77	1.84	货币资金	665	1057	1320	1817
现金比率	0.84	1.00	1.03	1.20	应收账款及应收票据	524	506	844	865
经营效率指标					存货	272	421	390	598
应收账款周转天数	131.74	110.26	115.31	119.10	其它流动资产	541	552	604	619
存货周转天数	162.52	168.47	163.51	164.83	流动资产合计	2002	2537	3158	3900
总资产周转率	0.52	0.59	0.61	0.62	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	10.00	13.19	15.69	18.94	固定资产	122	131	136	135
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	167	195	228	260
					非流动资产合计	532	569	606	638
					资产总计	2534	3106	3764	4538
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	短期借款	0	0	0	0
净利润	184	282	407	504	应付票据及应付账款	145	155	217	243
少数股东损益	11	26	30	38	预收账款	0	0	0	0
非现金支出	108	29	31	32	其它流动负债	646	900	1059	1265
非经营收益	-16	-12	-17	-20	流动负债合计	791	1055	1276	1508
营运资金变动	-250	122	-137	-13	长期借款	0	0	0	0
经营活动现金流	38	447	313	541	其它长期负债	60	60	60	60
资产	-96	-66	-68	-63	非流动负债合计	60	60	60	60
投资	0	0	0	0	负债总计	851	1115	1336	1568
其他	68	12	17	20	实收资本	408	408	408	408
投资活动现金流	-28	-54	-51	-44	归属于母公司所有者权益	1543	1825	2232	2736
债权募资	0	0	0	0	少数股东权益	140	166	196	233
股权募资	0	0	0	0	负债和所有者权益合计	2534	3106	3764	4538
其他	-74	0	0	0					
融资活动现金流	-74	0	0	0					
现金净流量	-65	392	262	497					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 23 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业 电子行业
 杨林 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 利亚德,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,木林森,佳都科技,闻泰科技,创业慧康,芯海科技,航天宏图,宇瞳光学,敏芯股份,传音控股,骏成科技,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,蓝思科技,商汤-W,思维列控,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,芯原股份-U,拉卡拉,三利谱,瑞芯微,能科科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通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。