

久远银海 (002777)

民生信息化领军企业，数据要素应用迎变革 买入 (首次)

2023年03月24日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005
021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

研究助理 张文佳

执业证书: S0600122080015
zhangwenjia@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 1,283 | 1,590 | 1,902 | 2,276 |
| 同比 | -2% | 24% | 20% | 20% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 184 | 230 | 279 | 337 |
| 同比 | -16% | 25% | 21% | 21% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.45 | 0.56 | 0.68 | 0.82 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 54.62 | 43.77 | 36.06 | 29.88 |

关键词: #新需求、新政策

投资要点

- 智慧民生领军企业。**久远银海 1992 年起源于中国工程物理研究院，是国内最早涉足劳动保障领域的企业之一，是国家劳动保障部社保核心平台三家开发单位之一，此后一直专注于民生信息化领域，随着相关政策发展，将业务领域拓展到医保、社保信息化领域，2018 年公司引入中国平安战投开拓医保和医疗信息化创新业务场景。公司主要面向政府和行业客户提供软件开发以及后续运维服务，2022 年公司医疗医保业务营收占比 48%，智慧城市与数字政务业务占比 47.5%。
- 民生数据潜在价值有望释放。**随着“数据二十条”发布和国家数据局设立，数据要素发展进入新篇章。我们认为本次数据要素市场发展最大的边际变化来自于公共数据开放开发，探索用于产业发展、行业发展的公共数据有条件有偿使用。民生数据，尤其是医保、社保数据对推动产业发展的潜在价值非常大，医保、社保数据能够为商保公司的一站式结算、核保与理赔流程降本增效，**根据我们测算，仅医保商保融合支付这一场景，假设医院和商保渗透率为 30%的情况下就有望打开 126 亿元的新市场空间。**随着数据要素试点后续推进，民生数据有望为药企市场调研、银行普惠贷款等提供有效帮助，数据价值将进一步释放。
- 公司在民生信息化领域市占率高，有望率先受益。**公司为全国百余个地级及以上城市人社部门开发核心业务系统，为全国 10 余个省份近 100 个地级及以上城市提供医保核心业务经办系统，人社和医保信息化在全国市场份额均占到 30%左右。公司目前已经在天津等地开展医保商保融合支付等试点工作，我们预计未来随着公共数据放开相关政策推进，公司依托医保信息化领域高市占率和标杆项目，有望快速拓展市场。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.30/2.79/3.37 亿元，同比增速 25%/+21%/+21%。公司当前处于历史估值相对低位，传统业务有望稳健增长。此外，医保、人社数据价值大，具备大健康等创新业务场景拓展潜力，我们认为公司将充分受益于未来医保和人社数据要素市场发展。我们看好公司作为行业领军企业在医保数据要素领域的潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**政策推进不及预期；行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 24.64 |
| 一年最低/最高价 | 11.90/26.26 |
| 市净率(倍) | 6.52 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 9,826.38 |
| 总市值(百万元) | 10,058.81 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 3.78 |
| 资产负债率(% ,LF) | 33.59 |
| 总股本(百万股) | 408.23 |
| 流通 A 股(百万股) | 398.80 |

相关研究

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 智慧民生领军企业，聚焦医保和社保信息化 | 4 |
| 2. 民生数据要素市场迎来变革机遇 | 8 |
| 2.1. 数据要素市场化进入新篇章，公共数据逐步放开运营 | 8 |
| 2.2. 民生数据潜在价值有望释放，公司有望率先受益 | 10 |
| 3. 医保信息化市场稳健增长，公司市占率领先 | 13 |
| 3.1. 医保范围扩大、支付方式改革，带动医保信息化市场持续增长 | 13 |
| 3.2. 公司深耕多年，市占率高 | 14 |
| 4. 盈利预测与投资评级 | 15 |
| 5. 风险提示 | 17 |

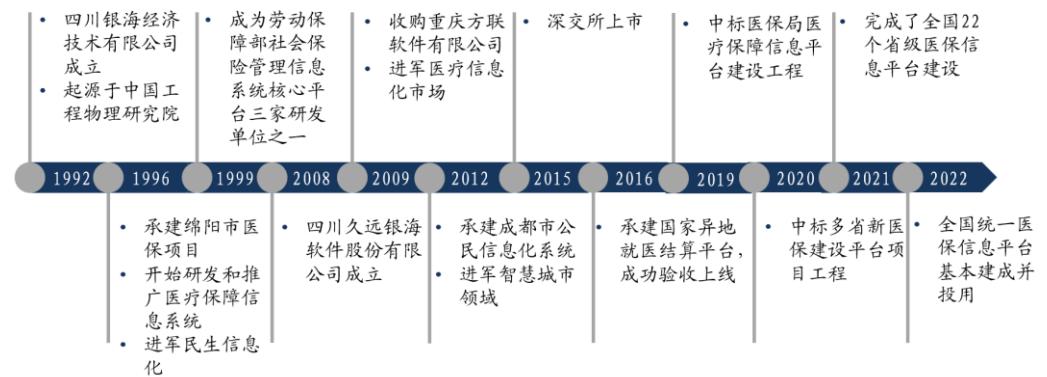
图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司发展历程 | 4 |
| 图 2: 公司股权结构图 (截至 2023 年 3 月 20 日) | 4 |
| 图 3: 久远银海营收结构 (亿元) | 5 |
| 图 4: 公司业务板块和用户情况 | 5 |
| 图 5: 久远银海医疗医保业务概况 | 6 |
| 图 6: 久远银海数字政务业务概况 | 7 |
| 图 7: 公司 2019-2022 年营收及同比增速 | 7 |
| 图 8: 公司 2020-2022 年分业务毛利率 | 7 |
| 图 9: 公司 2019-2022 年归母净利润及同比增速 | 8 |
| 图 10: 国家数据局设立 | 8 |
| 图 11: 健康险理赔流程 | 11 |
| 图 12: 健康险索赔材料 | 11 |
| 图 13: 久远银海医保融合支付平台 Hipay | 12 |
| 图 14: 中国医疗保障信息系统解决方案市场规模, 2022-2027 | 13 |
| 图 15: 公司医保信息化总体规划 | 14 |
| 图 16: 公司人社信息化总体解决方案 | 15 |
| 图 17: 久远银海 PE-Band (2018 年 3 月 23 日-2023 年 3 月 23 日) | 17 |
| 表 1: 各地开展公共数据放开运营试点 | 9 |
| 表 2: 医保商保融合支付潜在市场规模 (以 2021 年数据测算) | 12 |
| 表 3: 医保信息系统的构成 | 13 |
| 表 4: 公司盈利预测 (单位: 亿元) | 16 |

1. 智慧民生领军企业，聚焦医保和社保信息化

聚焦智慧民生，以医保和社保信息化为核心主业。久远银海 1992 年起源于中国工程物理研究院，是中国工程物理研究院发展“军转民”事业在 IT 领域的重点支柱性企业。公司是国内最早涉足劳动保障领域的企业之一，是国家劳动保障部社保核心平台三家开发单位之一，此后一直专注于民生信息化领域，随着相关政策需要，将业务领域拓展到医保、社保信息化领域。

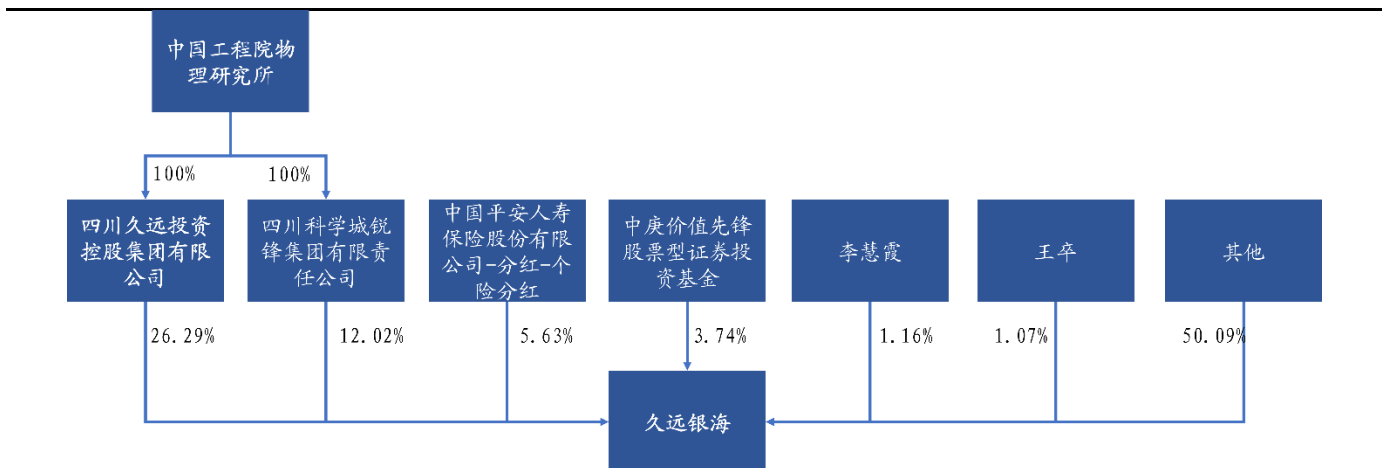
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

中国工程物理研究院为实控人。截至 2023 年 3 月 20 日，中国工程物理研究院为公司实控人，合计间接持股公司 38%，国资背景为公司开展社保和医保相关信息化服务提供了有力支撑。

图2：公司股权结构图（截至 2023 年 3 月 20 日）

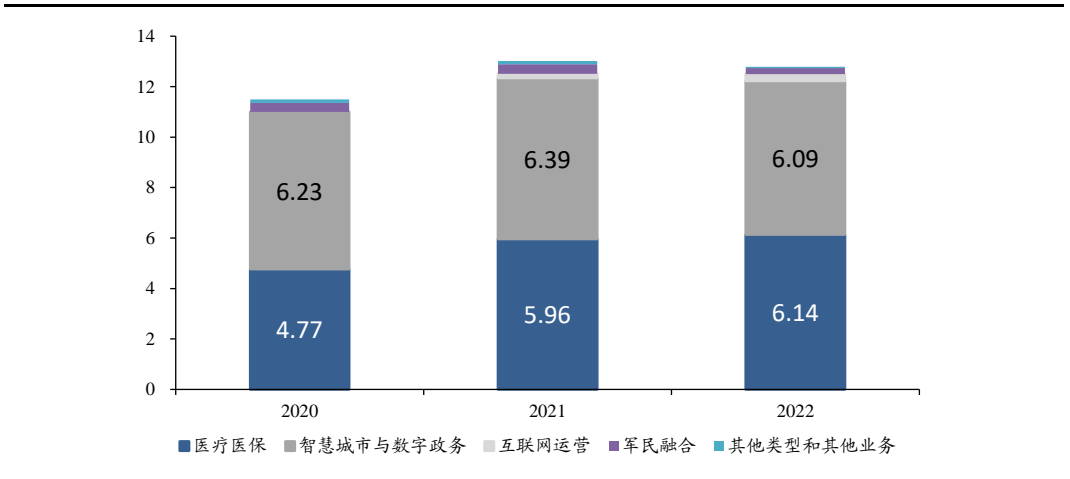


数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司主业聚焦医疗医保和数字政务。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，围绕医疗健康、医疗保障、人力资源与社会保障、住房金融、民政，以及工会、智慧城市、市场监管、人大政协等领域开展业务。2022 年公司医疗医保业务营收占比 48%，智慧城市与数字政务业务占比 47.5%，主要业务模式以软件开发为主，2022 年营收占比 60%，其次为运维服务，2022 年营收占比 30%。

图3: 久远银海营收结构 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 公司业务板块和用户情况



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

医疗医保业务主要包括以下两类:

医疗保障: 主要包括国家医保信息平台的软件开发和运维工作，以及医保便民服务、支付方改革、医保基金监管、长期护理险等场景应用。基于传统业务，公司持续拓展创新行业，贯彻“医保+”战略，加强商业保险和医疗机构的业务融合与创新。

医疗健康：主要承担医疗机构的信息化建设，面向政府客户、医疗服务机构、群众及各类行业生态主体，提供智慧医院、医共体信息平台、全民健康信息平台、互联网医疗、价值医疗等全栈式、一体化、生态型信息化解决方案、产品及服务。

图5：久远银海医疗医保业务概况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数字政务主要包含以下几类：

人力资源和社会保障：紧跟人力资源和社会保障网络安全和信息化工作总体要求，承担养老保险全国统筹省级信息系统建设、智慧就业信息平台、人社大数据和人社监管、社保卡一卡通应用等。

住房金融：完成新一代智慧公积金“1+2+3+3+6”的整体解决方案梳理和软件产品迭代，更好的匹配了公积金“十四五发展”和数字化转型要求，为住有所居的国家住房市场体系和住房保障系统智慧赋能。

民政：依托金民工程软件总集和民政数据资源中心、部省数据交换的建设经验和实力，持续拓展“大数据+”民政数据智能化服务创新，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。

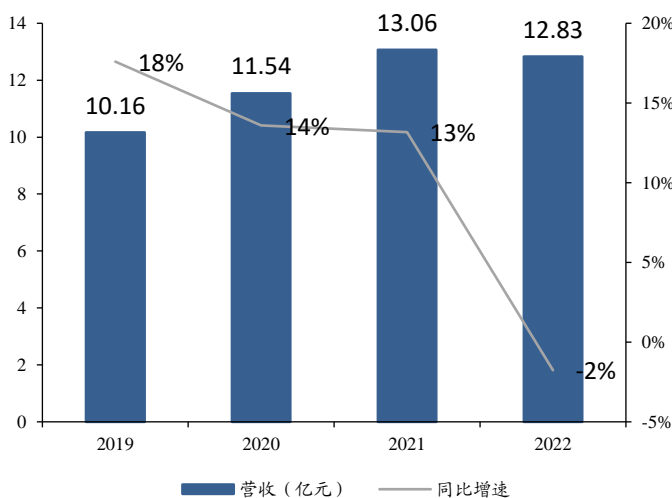
图6: 久远银海数字政务业务概况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

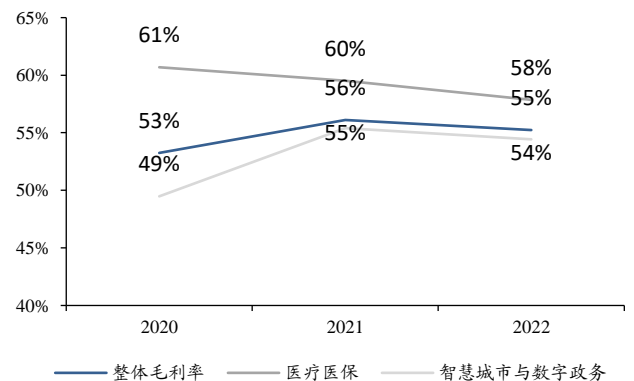
疫情短期影响公司业绩，毛利率稳中有升。从2019年开始，国家级、省级和市级医保信息平台以及各类医保信息系统开展建设，并开展DRG/DIP支付方式改革试点，医保信息化建设进入新周期。公司2019-2021年业绩稳健增长，毛利率稳中有升。2022年由于疫情影响财政相关支出以及项目实施交付节奏，公司业绩短期承压，未来随着医保范围持续扩大，新医保平台持续落地，以及数据要素创新业务场景拓展，公司业绩有望持续提升。

图7: 公司2019-2022年营收及同比增速



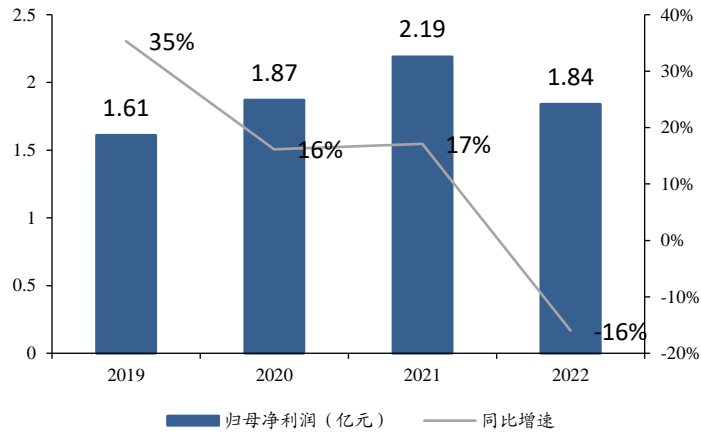
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8: 公司2020-2022年分业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9: 公司 2019-2022 年归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 民生数据要素市场迎来变革机遇

2.1. 数据要素市场化进入新篇章, 公共数据逐步放开运营

国家数据局设立, 数据要素发展进入新篇章。国务院机构改革方案出炉, 新组建国家数据局, 负责协调推进数据基础制度建设、统筹数据资源整合共享和开发利用, 统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等, 由发改委管理, 并将网信办、发改委此前承担的部分职责划入国家数据局管理。有了高级别行政机构单独牵头引领, 我们预计数据要素发展将进入全面加速阶段。

图10: 国家数据局设立



数据来源: 新京报, 东吴证券研究所整理

各地密集开展公共数据开放运营试点。例如此前杭州已经明确了推进节奏：目标2023 年底前，发布首批授权的公共数据资源目录，完成公共数据授权运营平台搭建；2025 年底前，形成 20 个以上有价值、可推广的数据产品和服务。此外要求建立公共数据授权运营机制，公共数据按政府指导价采用有条件有偿方式进行授权，授权运营协议的有效期为 3 年，并明确了收益如何分配：数据产品或者数据服务的收益，由加工使用主体自行收取，我们预计未来各地都将开展试点，确定当地的确权授权平台和运营机制。

表1: 各地开展公共数据开放运营试点

| | 杭州 | 上海 | 广东 | 四川 |
|---------|--|--|---|--|
| 数据资源建设 | 建设完善人口、法人、宏观经济、自然资源和空间地理等基础数据库。持续完善资源目录体系，确保数据要素规范化、标准化采集与动态更新，实行“一数一源一标准”。 | 市经济信息化部门应当结合本市经济社会发展的实际需要，制定公共数据开放年度计划，明确年度开放重点、重点项目建设、开放质量要求、产业生态培育等重点工作任务。 | 加快数据资源“一网共享”体系建设，推进公共数据资源汇聚，扩大高质量数据供给。构建涵盖数据资源组织管理、数据汇聚、数据服务和数据安全保障在内的数据资源“一网共享”体系。 | 省数据管理机构应当会同有关部门建立和完善人口、法人、自然资源和空间地理、社会信用信息、电子证照等基础数据库，以及宏观经济、政务服务、社会治理、生态环境、民生保障等跨地区、跨部门、跨层级主题数据库。 |
| 开放数据的范围 | 优先支持与民生紧密相关、行业增值潜力显著和产业战略意义重大的信用、交通、 医疗 、 卫生 、就业、社保、地理、文化、教育、科技、资源、农业、环境、安监、金融、质量、统计、气象、企业登记监管等领域开展公共数据授权运营。 | 本市公共数据采取分级分类开放机制。对公共数据根据分级分类指南分为多个级别，并根据级别的组合划入三类开放。 | 推动全省 3768 个单位全面汇聚业务数据库、电子证照、空间地理、监控视频、物联感知等多类型政务数据，发布 9.12 万个数据资源目录，建立全省标准统一、动态管理的公共数据资源目录。 | 政务部门和公共服务组织应当依据公共数据目录，将本单位公共数据汇聚至省、市（州）数据资源中心；依照法律、行政法规规定未能汇聚的数据，应当经本级数据管理机构确认，并以适当方式进行数据共享和开放。 |
| 数据授权 | 公共数据授权基本模式是“原始数据不出域、数据可用不可见”，主要以模型、核验等数据产品或服务对外提供。 | 对列入有条件开放类的公共数据，数据开放主体应当通过开放平台在相应数据页面列明申请材料。 | 国内首创公共数据资产凭证、个人和法人数字空间，为数据资产进入二级数据要素市场流通提供可信载体和授权用数新途径。 | 政务部门和公共服务组织需要获取无条件共享公共数据的，可以通过共享平台直接获取；需要获取有条件共享公共数据的，应当通过共享平台向本级数据管理机构提出共享申请，并列明理由、依据、用途等。 |
| 运营 | 鼓励符合条件的市场化主体共同参与开发利用，挖掘公 | 本市鼓励对开放公共数据进行价值挖掘和开发利用，支持数据利用主 | 通过合规登记规则，明确数据资源持有权益、数据加 | 县级以上地方各级人民政府可以在保障国家秘密、国家安全、 |

| | | | | |
|----|---|---|---|--|
| 收益 | <p>共数据潜在价值，激发数字创新创业创造。授权运营协议的有效期为3年。</p> | <p>体对开放数据进行实质性加工和创造性劳动后形成的数据产品依法进入流通交易市场，依法保护数据利用主体在数据开发中形成的相关财产权益。</p> | <p>工使用权益和数据产品经营权益，确保数据产品和服务合法合规，保障数据资产权益。</p> | <p>社会公共利益、商业秘密、个人隐私和数据安全的前提下，授权符合规定安全条件的法人或者非法人组织开发利用政务部门掌握的公共数据，并与授权运营单位签订授权运营协议。</p> |
| | <p>数据加工处理由加工使用主体承担开放域公共数据基础设施的资源消耗，以及数据脱敏、模型发布、结果导出服务等费用。 数据产品或者数据服务的收益，由加工使用主体自行收取。</p> | <p>市大数据中心应当依托市大数据资源平台建设开放平台。数据开放主体应当通过开放平台开放公共数据，原则上不再新建独立的开放渠道。已经建成的开放渠道，应当按照有关规定进行整合、归并，将其纳入开放平台。</p> | <p>通过数据经纪人管理规则，探索行业数据空间建设，丰富数据流通新模式，释放数据流通价值。</p> | <p>省数据管理机构会同相关部门建立数据交易管理制度，规范数据交易行为，建立资产评估、登记结算、交易撮合、争议解决等数据要素市场运营体系。</p> |

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

2.2. 民生数据潜在价值有望释放，公司有望率先受益

民生数据，尤其是医保、社保数据对推动产业发展的潜在价值非常大，我们以医保数据为例：

2023年2月，《杭州市公共数据授权运营实施方案（试行）》（征求意见稿）发布，其中提到公共数据的重点场景应用在健康领域：

- 1) 如疾病智能筛查诊断场景，通过融合医院诊疗数据，促进如疾病自动筛查、辅助诊断（CDSS）、智能医疗培训等医疗人工智能技术的加速发展以及规模化应用；
- 2) 普惠健康险场景，通过融合保险数据、诊疗数据、医保数据、健康数据等，设计普惠创新的医疗保险，提供更加精准的保险定价、投保核保、理赔等服务；
- 3) 健康管理场景，通过融合医疗、健康管理（手环、手机健康APP等）、消费等数据，对个人健康进行综合建模，形成慢病管理、疾病预防、健康产品推送等综合应用。

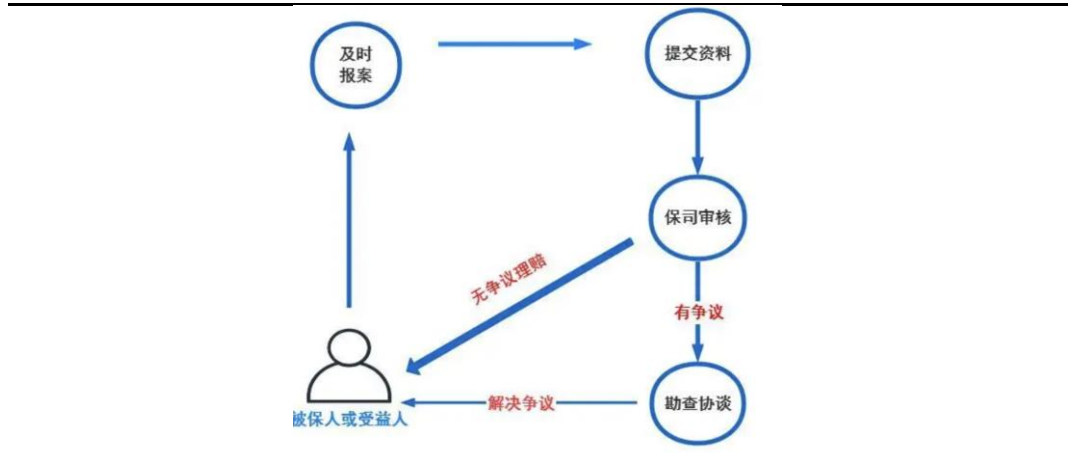
医疗医保数据有望为商保、药企、金融等场景赋能。

商保：根据新华网2021年文章，长期以来，我国医疗服务存在支付方单一的问题，商业健康险渗透率不到5%，需求空间非常大，但却面临着投保人健康数据缺失、投后

健康管理配套资源与服务不足等诸多痛点。

以健康险理赔流程为例，商业健康险理赔流程一般需要报案、提交资料、保司审核、结案四个步骤，并需要提供病历、疾病诊断书、医疗费用发票、检查报告等一系列证明材料。而在投保前的核保工作流程同样复杂，整个过程要经过核保员的调查、体检医师调查、核保员审核三个阶段。

图11: 健康险理赔流程



数据来源：慧择保险网，东吴证券研究所

图12: 健康险索赔材料

| 健康保险索赔材料介绍 | | |
|-------------------------------------|------------------------------|----------------|
| 险种 | 医疗险 | 重疾险 |
| 特定索赔材料 | 病历、疾病诊断书 医疗费用发票原件、费用明细清单等 | 病历、疾病诊断书、检查报告等 |
| 通用索赔材料 | 索赔申请书、保险合同、受益人有效身份证 | |
| 发生事故需要及时报案，提交理赔资料前建议先致电保司咨询，索要资料清单。 | | |

数据来源：慧择保险网，东吴证券研究所

有望通过医保商保融合支付等形式提升参保人体验，降低理赔和核保成本以及经营风险。《“健康中国 2030”规划纲要》提出，健全以基本医疗保障为主体、其他多种形式补充保险和商业健康保险为补充的多层次医疗保障体系，到 2030 年全民医保体系成熟定型。目前部分城市，如天津、武汉，已经开始试点医保和融合融合支付，参保患者仅需通过刷入社保卡，诊疗后的结算过程全部自动通过数据传输与保险公司的系统完成对接，几秒钟内就可以同步完成社保报销和商业医疗保险部分的理赔。

以人保健康天津分公司为例，在天津展开的试点保障公司能够通过真实有效的诊

疗数据，避免票据、就诊资料造假等骗保行为，还降低了运营成本。未来人保健康还考虑切入药企、药店，深耕健康管理服务和健康科技环节，拓展大健康领域的应用。

我们以**医保和商保融合支付场景**为例测算市场规模。假设一家商保公司接入一家医院试点，愿意为接入平台支付给第三方信息化平台服务商每年 20 万元的服务费。我们根据我国卫生健康事业发展统计公报测算 2021 年国内二甲以上医院数量大约为 8114 个；根据前瞻产业研究院 2021 年统计，我国从事健康保险业务的保险公司主要有 86 家，我们按照医院和商保公司不同的渗透率情况测算市场规模，在医院 30% 渗透率，商保公司 30% 渗透率的情况下，仅**医保商保融合支付这一场景**就有望打开 126 亿元的新市场空间，并且未来有望随着试点推进，渗透率提升，市场空间进一步扩大。

表2: 医保商保融合支付潜在市场规模 (以 2021 年数据测算)

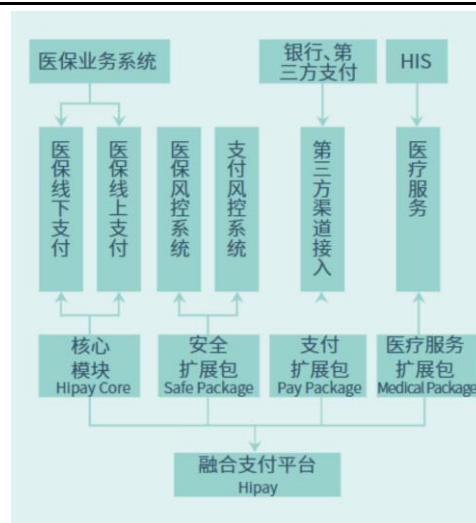
| | | | |
|--------------------|-----------|------------|------------|
| 二甲以上医院数量 (个) | 8114 | 8114 | 8114 |
| 医院渗透率 | 20% | 30% | 40% |
| 提供健康险公司数量 (个) | 86 | 86 | 86 |
| 商保公司渗透率 | 20% | 30% | 40% |
| 服务费 (万元) | 20 | 20 | 20 |
| 潜在市场规模 (亿元) | 56 | 126 | 223 |

数据来源: 国家统计局, 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

此外，未来如果开放**医保数据授权运营**，医保数据能够为药企市场调研、银行普惠贷款等提供有效帮助。以银行普惠贷款为例，目前主要由申请贷款公司自行提供参保情况等数据，开放医保或社保相关数据将有效降低审核成本。

久远银海此前已经参与**天津等地商保医保融合支付探索**。公司已经为全国 10 余个省份近 100 个地级以上城市提供医保核心业务经办系统，并在天津等地开始探索商保医保的融合支付等新模式。我们预计未来随着公共数据放开相关政策推进，公司具备天津等地标杆项目，有望快速拓展市场。

图13: 久远银海医保融合支付平台 Hipay



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3. 医保信息化市场稳健增长，公司市占率领先

3.1. 医保范围扩大、支付方式改革，带动医保信息化市场持续增长

按功能性质划分，我国医保信息系统主要分为医疗保险业务管理、医疗保险财务管理、医管监督管理、综合查询和系统维护五个部分。医保数据标准化和信息化建设是医疗保障工作的基石，自 2018 年医保局成立以来，先后印发多个文件，指导全国开展医保信息化和标准化建设工作。

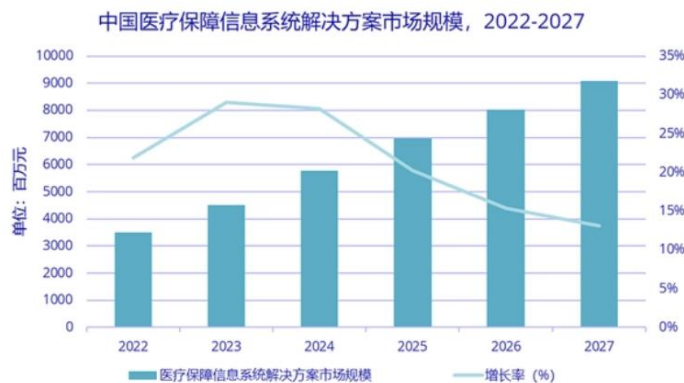
表3: 医保信息系统的构成

| 系统名称 | 系统功能 |
|----------|---|
| 医疗保险业务管理 | 单位个人档案管理、单位个人缴费审核、个人账户管理、个人索赔、年检处理、IC卡管理等 |
| 医疗保险财务管理 | 报表分析、财务管理等 |
| 医管监督管理 | 定点医疗机构的定点资格审查、各定点机构消费数据审核、各定点机构的数据通信与交换 |
| 综合查询 | 领导查询、用户查询、政策咨询、网上信息发布 |
| 系统维护 | 系统参数设置、政策参数调整 |

数据来源:《医学信息学杂志》，华经产业研究院，东吴证券研究所

新医保平台持续落地，医保信息化市场规模 2022-2027 年 CAGR 21%。 IDC 预测，医保信息系统解决方案的市场规模在 2023 年将增长 29.0%，达到 45.1 亿元人民币；2022-2027 年预计市场规模年复合增长率将达到 21.0%，到 2027 年市场规模将达到 90.8 亿元人民币。2023 年 1 月全国医疗保障工作会议召开，明确将在扩大保障范围、医保基金监管、异地就医、医保谈判、医保目录调整方面持续发力，此外《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》发布，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。未来 DRG/DIP 支付方式改革将持续推进，有望带动医保信息化支出持续提升。

图14: 中国医疗保障信息系统解决方案市场规模，2022-2027

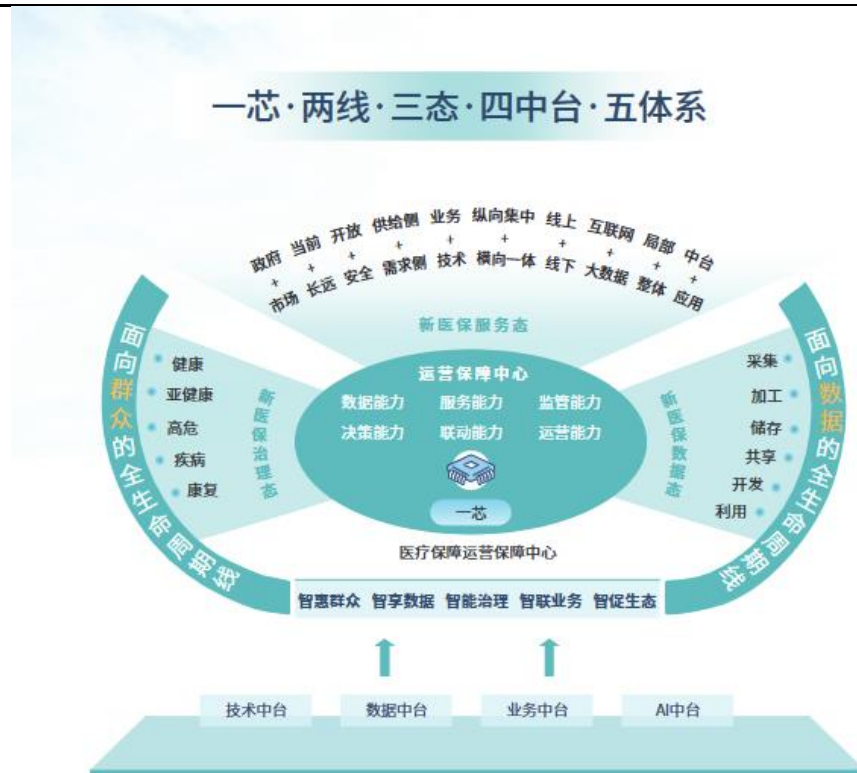


数据来源: IDC, 东吴证券研究所

3.2. 公司深耕多年，市占率高

医保信息化方面，公司占据全国约 30%左右的市场份额（按地级市数量计算）。久远银海深耕医保行业多年，一方面积极参与到新建系统的竞争中，同时也在支持市级医保系统开展运维与升级等工作，将传统系统迁移到新型医保系统平台上去，并且在新型医保的核心系统上发力竞争，截至 2023 年 3 月，公司为全国 10 余个省份近 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，我们测算公司已经占据约 30%左右的市场份额。

图15：公司医保信息化总体规划



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

人社信息化方面，全国共有百余个地级及以上城市人社部门使用银海核心业务系统，我们测算久远银海占据全国约 30% 的市场规模（按地级市数量计算）。我们预计随着金民工程试点以及一期项目展开，公司未来市占率有望进一步提升。

图16: 公司人社信息化总体解决方案



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

医保和人社信息化体系复杂，行业 know-how 深，公司在医保和人社信息化深耕多年，市占率高，将有助于公司未来拓展数据要素创新业务市场。

4. 盈利预测与投资评级

核心假设：我们对公司医疗医保、智慧城市与数字政务、其他业务分别进行盈利预测。

医疗医保：由于 2022 年财政、疫情等综合原因导致医疗医保信息化支出增速放缓，部分项目交付验收延迟到 2023 年开展，随着医保信息化投入进入正常周期，叠加 2022 年延迟开展和交付的部分项目，2023 年医疗医保业务增速有望加快，2024-2025 年业务增速将回到正常增长轨道上，我们预计公司医疗医保业务 2023-2025 年营收增速分别为 25%、20%、20%，毛利率稳定在 58% 左右。

智慧城市与数字政务业务：受到政府端财政支出影响，我们认为行业 2023 年增速将迎来回暖，公司作为行业领军企业有望充分受益，我们预计公司智慧城市与数字政务业务 2023-2025 年营收增速分别为 25%、20%、20%，毛利率稳定在 55%。

其他业务：我们认为随着公司医保和人社信息化领域创新业务场景拓展，公司将进一步聚焦在核心主业上，我们预计 2023-2025 年其他业务将维持在 10% 左右的自然

增速。

表4: 公司盈利预测 (单位: 亿元)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 医疗医保 | 4.77 | 5.96 | 6.14 | 7.68 | 9.21 | 11.05 |
| yoy | | 25% | 3% | 25% | 20% | 20% |
| 毛利率 | 61% | 60% | 58% | 58% | 58% | 58% |
| 营收占比 | 41% | 46% | 48% | 48% | 48% | 49% |
| 智慧城市与数字政务 | 6.23 | 6.39 | 6.09 | 7.61 | 9.14 | 10.96 |
| yoy | | 3% | -5% | 25% | 20% | 20% |
| 毛利率 | 49% | 55% | 54% | 55% | 55% | 55% |
| 营收占比 | 54% | 49% | 47% | 48% | 48% | 48% |
| 其他业务 | 0.50 | 0.67 | 0.56 | 0.62 | 0.68 | 0.75 |
| yoy | | 34% | -16% | 10% | 10% | 10% |
| 毛利率 | 34% | 36% | 39% | 39% | 39% | 39% |
| 营收占比 | 4% | 5% | 4% | 4% | 4% | 3% |
| 总营收 | 11.54 | 13.06 | 12.83 | 15.90 | 19.02 | 22.76 |
| yoy | | 13% | -2% | 24% | 20% | 20% |
| 毛利率 | 53% | 56% | 55% | 56% | 56% | 56% |

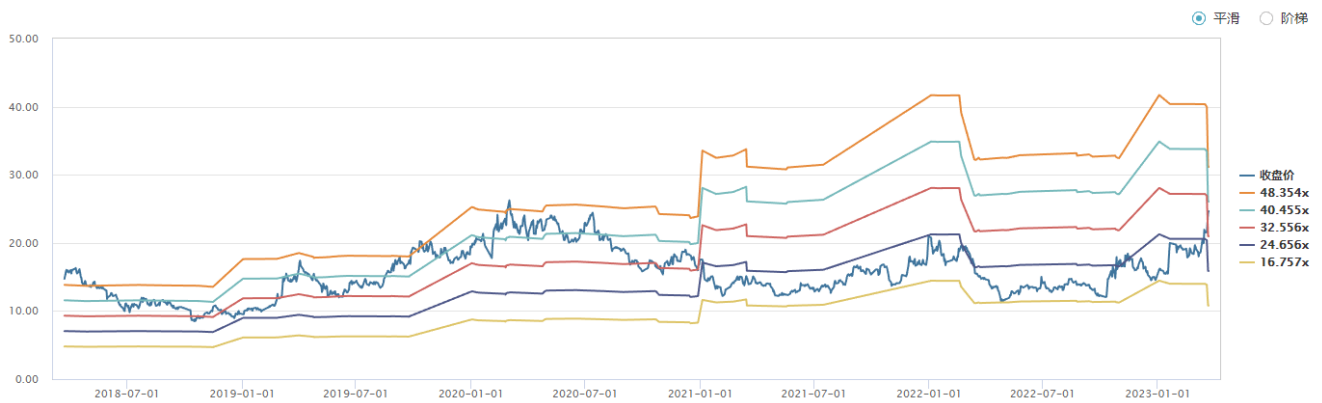
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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所有业务之和, 具体包括: 军民融合、互联网运营、其他类型、其他业务。

盈利预测: 基于以上假设, 我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 15.90/19.02/22.76 亿元, 同比增速 24%/20%/20%; 2023-2025 年归母净利润分别为 2.30/2.79/3.37 亿元, 同比增速 25%/+21%/+21%。

投资评级: 从公司 2018 年 3 月 23 日-2023 年 3 月 23 日 PE-Band 来看, 公司当前仍然处于历史估值相对低位。医保、人社数据价值大, 具备大健康等创新业务场景拓展潜力, 我们认为随着公共数据放开运营相关政策进一步落地, 公司作为医保和人社信息化龙头有望率先受益。我们看好公司作为行业领军企业在医保数据要素领域的发展潜力, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图17: 久远银海 PE-Band (2018年3月23日-2023年3月23日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) **政策推进不及预期。**政策推进受到国内外经济、社会形势的影响,发展情况可能不及预期。
- 2) **行业竞争加剧。**医疗信息化和创新业务市场空间广阔,可能吸引更多公司参与行业竞争。

久远银海三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 2,002 | 2,434 | 2,923 | 3,459 | 营业总收入 | 1,283 | 1,590 | 1,902 | 2,276 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 665 | 1,048 | 1,185 | 1,574 | 营业成本(含金融类) | 574 | 702 | 839 | 1,003 |
| 经营性应收款项 | 538 | 472 | 791 | 769 | 税金及附加 | 5 | 11 | 13 | 16 |
| 存货 | 272 | 385 | 377 | 541 | 销售费用 | 172 | 223 | 266 | 319 |
| 合同资产 | 33 | 32 | 41 | 51 | 管理费用 | 126 | 156 | 186 | 223 |
| 其他流动资产 | 494 | 496 | 528 | 523 | 研发费用 | 174 | 239 | 285 | 341 |
| 非流动资产 | 532 | 554 | 580 | 598 | 财务费用 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 16 | 16 | 19 | 23 |
| 固定资产及使用权资产 | 145 | 158 | 169 | 171 | 投资净收益 | 10 | 11 | 13 | 16 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 167 | 182 | 203 | 222 | 减值损失 | -55 | -13 | -12 | -12 |
| 商誉 | 30 | 28 | 26 | 23 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 12 | 12 | 12 | 12 | 营业利润 | 207 | 274 | 332 | 401 |
| 其他非流动资产 | 178 | 173 | 171 | 169 | 营业外净收支 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 2,534 | 2,987 | 3,503 | 4,057 | 利润总额 | 208 | 274 | 332 | 401 |
| 流动负债 | 791 | 994 | 1,205 | 1,391 | 减:所得税 | 13 | 23 | 28 | 33 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 11 | 11 | 11 | 11 | 净利润 | 195 | 251 | 305 | 368 |
| 经营性应付款项 | 145 | 139 | 210 | 217 | 减:少数股东损益 | 11 | 21 | 26 | 31 |
| 合同负债 | 471 | 652 | 756 | 886 | 归属母公司净利润 | 184 | 230 | 279 | 337 |
| 其他流动负债 | 164 | 190 | 227 | 277 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.45 | 0.56 | 0.68 | 0.82 |
| 非流动负债 | 60 | 60 | 60 | 60 | EBIT | 206 | 276 | 331 | 397 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 260 | 319 | 378 | 445 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 55.24 | 55.83 | 55.88 | 55.93 |
| 租赁负债 | 12 | 12 | 12 | 12 | 归母净利率(%) | 14.36 | 14.45 | 14.66 | 14.79 |
| 其他非流动负债 | 48 | 48 | 48 | 48 | 收入增长率(%) | -1.79 | 24.00 | 19.61 | 19.64 |
| 负债合计 | 851 | 1,054 | 1,265 | 1,452 | 归母净利润增长率(%) | -15.71 | 24.79 | 21.37 | 20.71 |
| 归属母公司股东权益 | 1,543 | 1,773 | 2,052 | 2,388 | | | | | |
| 少数股东权益 | 140 | 161 | 187 | 217 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 1,683 | 1,934 | 2,238 | 2,606 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 2,534 | 2,987 | 3,503 | 4,057 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 38 | 451 | 209 | 451 | 每股净资产(元) | 3.78 | 4.34 | 5.03 | 5.85 |
| 投资活动现金流 | -28 | -67 | -72 | -62 | 最新发行在外股份(百万股) | 408 | 408 | 408 | 408 |
| 筹资活动现金流 | -74 | 0 | 0 | 0 | ROIC(%) | 11.84 | 13.80 | 14.37 | 14.88 |
| 现金净增加额 | -65 | 383 | 137 | 389 | ROE-摊薄(%) | 11.94 | 12.96 | 13.60 | 14.10 |
| 折旧和摊销 | 53 | 44 | 47 | 48 | 资产负债率(%) | 33.59 | 35.27 | 36.10 | 35.77 |
| 资本开支 | -96 | -76 | -82 | -73 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 54.62 | 43.77 | 36.06 | 29.88 |
| 营运资本变动 | -250 | 154 | -141 | 39 | P/B(现价) | 6.52 | 5.67 | 4.90 | 4.21 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

