

万达信息 (300168) \计算机

智慧医卫领先厂商受益医保等数据要素变革

投资要点:

深耕智慧医卫、政务，国寿入主促经营好转

公司形成了“3+2”的业务架构，传统优势板块包含智慧医卫、智慧政务和ICT，处于行业领先地位，战略板块为健康管理和智慧城市。2019年11月，国寿成为公司第一大股东，参与治理，公司经营情况好转。2023年1月，公司完成定增发行，国寿增持显示战略投资定位。

数据要素市场建设进入落地阶段

“数据二十条”初步构建我国数据基础制度，各地方陆续出台相关细则，数据要素市场建设进入落地阶段。公共数据是数据资源的重要组成部分，授权运营有望成为开放共享的重要方式，带来数据治理、运营平台等建设需求，打通新的数据要素流通商业模式。

有望深度受益健康医疗等领域的数据要素变革

公司智慧医卫业务形成了全线产品和解决方案，布局数据应用领域，拥有两个相关国家级创新平台，承建全国首个落地的省级三医联动信息化项目，与宁数科创成立合资健康大数据平台。公司深度参与上海等城市数字化，搭建城市互联网入口，有望受益于地方数据要素建设。

盈利预测、估值与评级

基于公司以上变化以及参考2022年业绩预告，我们将公司2022-2024年营收预测由35.09/40.98/48.64亿元调整至32.44/39.84/49.92亿元，对应增速分别为-7.65%/22.79%/25.31%，归母净利润由-0.55/0.87/1.67亿元调整至-3.05/0.96/3.04亿元，对应增速分别为-540.12%/131.48%/216.96%，EPS分别为-0.26/0.07/0.21元/股，CAGR为63.76%。考虑到数据要素市场建设进入落地阶段，数据产品和服务市场广阔，公司智慧医卫、智慧政务等业务有望深度受益，参考可比公司2023年平均PS为7.95倍，我们给予公司2023年PS为8倍，目标价22元，维持“买入”评级。

风险提示: 政策落地不及预期，产品和技术不及预期，行业竞争加剧风险

投资评级:

行业: 计算机应用

投资建议: 买入 (维持评级)

当前价格: 14.57元

目标价格: 22元

基本数据

| | |
|----------------|-------------|
| 总股本/流通股本 (百万股) | 1,443/1,183 |
| 流通A股市值 (百万元) | 17,240 |
| 每股净资产 (元) | 1.04 |
| 资产负债率 (%) | 82.41 |
| 一年内最高/最低 (元) | 15.60/7.25 |

股价相对走势



分析师: 孙树明

执业证书编号: S0590521070001

邮箱: sunsm@glsc.com.cn

分析师: 黄楷

执业证书编号: S0590522090001

邮箱: huangk@glsc.com.cn

联系人: 姜青山

邮箱: jiangqs@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《万达信息 (300168) \计算机行业定增完成有利公司长期发展》2023.01.12
- 2、《万达信息 (300168) \计算机行业中国人寿拟认购定增，显示对公司认可及信心》2022.12.02
- 3、《万达信息 (300168) \计算机行业万达信息点评》2022.04.29

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 3,008 | 3,513 | 3,244 | 3,984 | 4,992 |
| 增长率 (%) | 41.60% | 16.78% | -7.65% | 22.79% | 25.31% |
| EBITDA (百万元) | -831 | 483 | 83 | 414 | 672 |
| 净利润 (百万元) | -1,292 | 69 | -305 | 96 | 304 |
| 增长率 (%) | 7.57% | 105.36% | -540.12% | 131.48% | 216.96% |
| EPS (元/股) | -0.89 | 0.05 | -0.26 | 0.07 | 0.21 |
| 市盈率 (P/E) | -17.43 | 325.15 | -60.79 | 234.69 | 74.04 |
| 市净率 (P/B) | 15.38 | 14.48 | 18.02 | 6.77 | 6.21 |
| EV/EBITDA | -32.69 | 35.99 | 300.59 | 55.48 | 34.18 |

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023年4月11日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

“数据二十条”初步构建我国数据基础制度，各地方陆续出台相关细则，数据要素市场建设进入落地阶段，医疗健康等领域数据有望通过授权运营等方式开放共享。公司深耕智慧医卫、智慧政务，布局数据要素应用，有望受益健康医疗等数据要素变革，打通新的商业模式。

不同于市场的观点

1、市场认为：数据要素市场受短期事件驱动。

我们认为：数据要素是数字经济深化发展的核心引擎，由于其不同于传统生产要素的特点，有望催生新兴的产业链，成为长期投资主线。

2、市场认为：公司业绩恢复存在较大不确定性。

我们认为：行业层面，在疫情影响减弱、政策推动等因素下，政务信息化、医疗信息化行业建设有望加速。公司层面，一方面业务交付效率有望恢复，实施成本有望下降；另一方面有望受益于医疗健康等数据要素变革，打通新的商业模式。

核心假设

智慧医卫板块受政策和需求驱动，有望持续实现快速增长。医疗健康领域数据要素变革有望打通新的商业模式。

智慧政务板块受益政务大数据一体化、公共数据授权运营等带来的数据治理、系统建设等机遇，公司拥有深厚政务信息化行业经验和标杆案例，深度参与城市数字化。

互联网运营板块公司将持续汇聚资源，提升市民云、健康云、蛮牛健康服务能力，拓展覆盖城市和人群。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-2024年营业收入分别为32.44/39.84/49.92亿元，对应增速分别为-7.65%/22.79%/25.31%，归母净利润分别为-3.05/0.96/3.04亿元，对应增速-540.12%/131.48%/216.96%，EPS分别为-0.26/0.07/0.21元/股，3年CAGR为63.76%。考虑到数据要素市场建设进入落地阶段，数据产品和服务市场广阔，公司智慧医卫、智慧政务等业务有望深度受益，参考可比公司2023年平均PS为7.95倍，我们给予公司2023年PS为8倍，目标价22元，维持“买入”评级。

投资看点

数据要素市场建设进入落地阶段，公共数据授权运营模式有望打通新的商业模式。

公司深耕智慧医卫、智慧政务，布局数据要素应用，有望受益健康医疗等数据要素变革，打通新的商业模式。

疫情影响减弱、政策推动等影响下，医疗信息化、政务信息化领域建设有望加速。公司业务增长、毛利率等经营情况有望恢复，与国寿在多领域有望加强协同。

正文目录

| | | |
|-----|----------------------------------|----|
| 1. | 智慧医卫、政务领先厂商 | 5 |
| 1.1 | 深耕智慧医卫、政务 | 5 |
| 1.2 | 创新业务占比提升 | 7 |
| 1.3 | 国寿作为第一大股东深度参与治理 | 8 |
| 1.4 | 经营情况逐步好转 | 8 |
| 2. | 数据要素迎来大发展时代 | 13 |
| 2.1 | 数据要素市场建设进入落地阶段 | 13 |
| 2.2 | 公共数据授权运营有望带来多方面建设需求 | 16 |
| 2.3 | 医疗健康有望成为重点应用场景 | 18 |
| 3. | 有望深度受益健康医疗等领域数据要素变革 | 19 |
| 3.1 | 探索健康医疗大数据应用 | 19 |
| 3.2 | 有望受益地方数据要素建设 | 21 |
| 3.3 | 与国寿多领域协同 | 22 |
| 4. | 盈利预测、估值与投资建议 | 24 |
| 4.1 | 盈利预测 | 24 |
| 4.2 | 估值与投资建议 | 25 |
| 5. | 风险提示 | 26 |
| 5.1 | 政策落地不及预期 | 26 |
| 5.2 | 产品和技术不及预期 | 26 |
| 5.3 | 行业竞争加剧风险 | 26 |

图表目录

| | | |
|--------|-------------------------|----|
| 图表 1: | 万达信息发展历程 | 5 |
| 图表 2: | 万达信息业务架构 | 6 |
| 图表 3: | 万达信息营收构成 | 7 |
| 图表 4: | 万达信息毛利构成 | 7 |
| 图表 5: | 万达信息主要股权结构 | 8 |
| 图表 6: | 万达信息营收及增速情况 | 9 |
| 图表 7: | 万达信息归母净利润情况 | 10 |
| 图表 8: | 万达信息毛利率情况 | 10 |
| 图表 9: | 万达信息管理、销售、财务费用率情况 | 11 |
| 图表 10: | 万达信息研发投入情况 | 11 |
| 图表 11: | 万达信息研发费用构成 | 11 |
| 图表 12: | 万达信息员工总人数和人均创收情况 | 12 |
| 图表 13: | 万达信息应收账款情况 | 12 |
| 图表 14: | 万达信息经营性净现金流情况 | 12 |
| 图表 15: | 我国数字经济持续较快发展 | 13 |
| 图表 16: | 数据要素相关国家政策 | 14 |
| 图表 17: | 各地方相继出台数据要素相关细则等 | 14 |
| 图表 18: | 我国数据要素市场规模情况 | 15 |
| 图表 19: | 我国数据交易市场规模情况 | 15 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 20: 数据要素市场概况..... | 15 |
| 图表 21: 全国一体化政务大数据体系..... | 16 |
| 图表 22: 公共数据授权运营平台架构..... | 17 |
| 图表 23: 万达信息三医联动框架..... | 20 |
| 图表 24: 万达信息与宁数科创合资成立健康大数据科技有限公司..... | 21 |
| 图表 25: 蛮牛健康架构..... | 23 |
| 图表 26: 万达信息业务拆分及预测..... | 24 |
| 图表 27: 万达信息可比公司估值..... | 25 |
| 图表 28: 万达信息盈利预测和估值..... | 25 |

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用, 未经许可, 不得外传。

1. 智慧医卫、政务领先厂商

1.1 深耕智慧医卫、政务

国内领先的智慧城市整体解决方案提供商之一。万达信息股份有限公司成立于1995年12月，2011年在深交所创业板上市，2019年11月中国人寿成为万达信息的第一大股东。公司成立二十多年来，历经信息化时代、互联网时代和当前的数字化转型时代，长期深耕行业软件产品研发、系统集成服务和城市运营服务领域，积累了大量丰富的行业经验和众多成功的典型案例，对智慧医卫、智慧政务、ICT业务、智慧城市、健康管理等行业的业务需求和应用场景具有深刻的洞察力和理解力。

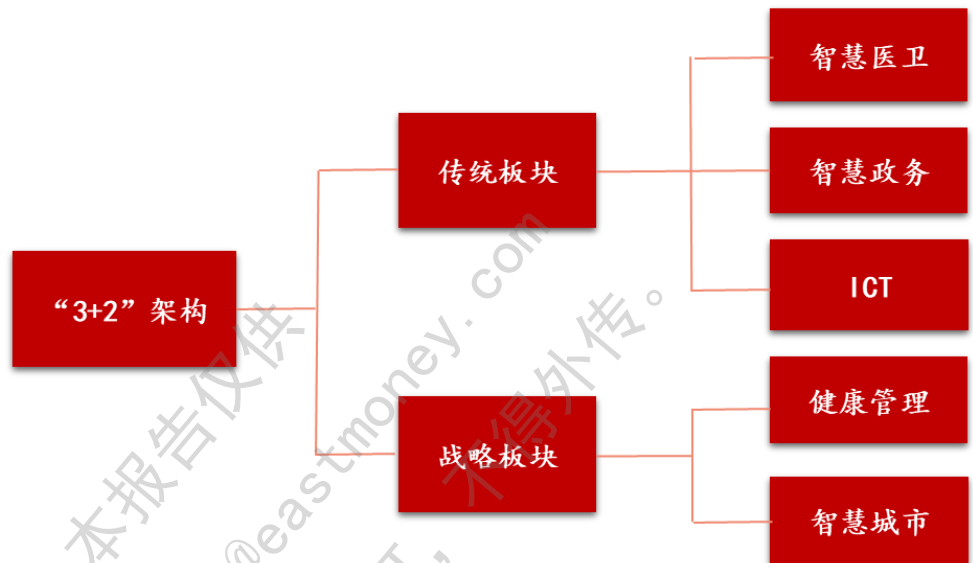
图表 1: 万达信息发展历程



来源：公司官网，国联证券研究所

公司形成了“3+2”的业务架构。2020年，公司开始转型升级，定位为互联网化科技型公司，在原有业务基础上规划“3+2”业务架构。“3”是传统板块，包含智慧医卫板块、智慧政务板块和ICT（Information & Communication Technology）业务板块；“2”是战略板块，即健康管理板块和智慧城市板块。

图表 2: 万达信息业务架构



来源: Wind, 国联证券研究所

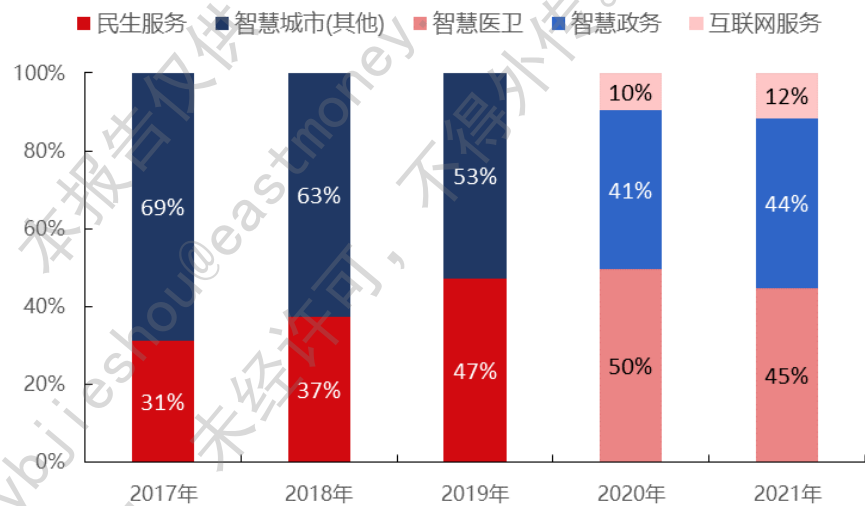
传统板块: (1) **智慧医卫:** 历经二十余年发展, 公司智慧医卫形成了覆盖医疗保障、药品管理、区域卫生、公共卫生、医疗服务、基层卫生等领域的全线产品和解决方案。(2) **智慧政务:** 在深耕上海行业市场的基础上, 打造以“物联、数联、智联”为特征的数字底座, 搭建数据驱动的数字城市基本框架, 构建城市数据中枢体系, 以“一网通办”“一网统管”建设强化精细高效的政务服务、企业服务能力和数字治理综合能力, 助力城市数字化转型。(3) **ICT 业务:** 通过信息技术应用创新、云计算、大数据、人工智能、网络安全、数字园区等创新技术驱动和升级业务革新, 通过提升项目管理应用能力, 挖掘海量信息数据资源价值, 利用系统集成支持业务决策和运行, 赋能客户数字化转型驱动业务运营, 将数字资源转变为战略资产。

战略板块: (1) **智慧城市业务 (市民云):** 公司智慧城市业务主要以市民云为载体, 搭建可信的“互联网+城市服务”平台。市民云是城市服务的总入口, 为个人提供智能、可信的个性化服务, 包括政务服务、公共服务、生活服务及社区服务。(2) **健康管理业务:** 蛮牛健康基于 AI 及大数据技术, 搭建健康筛查、健康计划、医疗服务、健康商城、生活检测、金融保险六层架构, 提供全流程健康管理和精准保险科技服务。健康云以居民电子健康档案和电子病历数据为核心, 构建新型的医防融合的慢病管理和健康管理体系框架, 逐步拓展建设成为统筹卫生健康信息惠民资源, 为居民提供统一的“互联网+健康服务”的总入口平台。

1.2 创新业务占比提升

智慧医卫、智慧政务贡献公司主要营收，互联网服务营收占比提升。智慧医卫、智慧政务是公司的传统优势业务，营收贡献大致等同，2021 年营收占比分别为 45%、44%。创新业务持续赋能收入增长，互联网服务占比呈提升趋势。

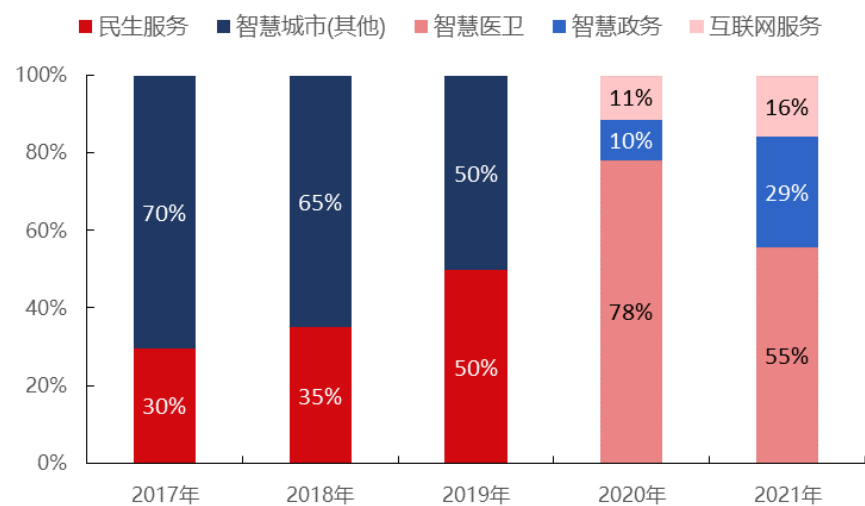
图表 3: 万达信息营收构成



来源: Wind, 国联证券研究所

智慧政务毛利贡献恢复，创新业务毛利占比提升。受宏观环境、内部经营等原因影响，2019-2020 年公司整体毛利率下降，特别是 2020 年智慧政务领域的毛利率明显下降，传统板块内部毛利贡献结构出现变化。随着 2021 年公司智慧政务、智慧医卫毛利率恢复，智慧政务毛利贡献有所恢复。创新业务实现持续发展，毛利占比提升。

图表 4: 万达信息毛利构成



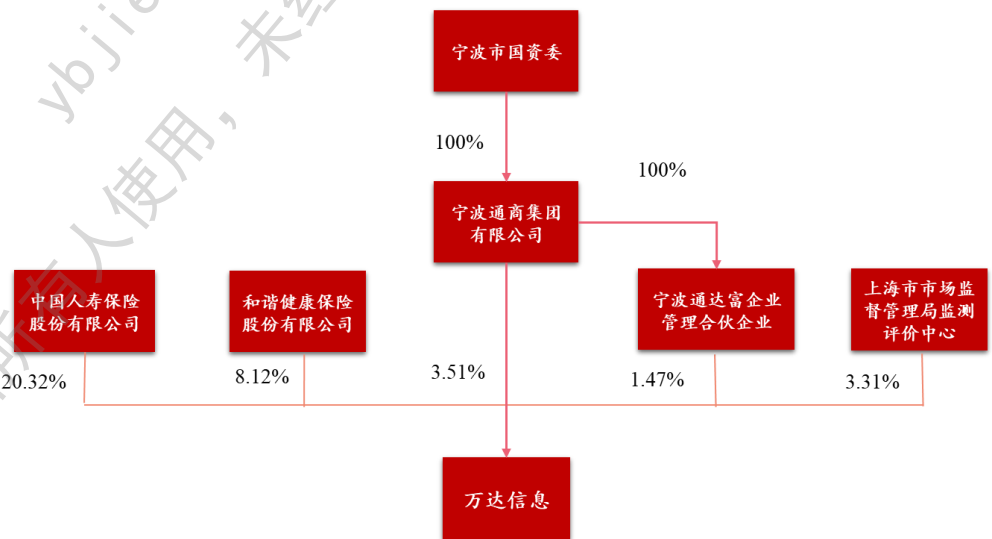
来源: Wind, 国联证券研究所

1.3 国寿作为第一大股东深度参与治理

公司完成定增发行。2023年1月11日，公司发布《万达信息股份有限公司向特定对象发行股票之发行情况报告书》，本次发行最终获配发行对象共计12名，发行价格为7.74元/股，发行股票数量为2.56亿股，募集资金总额为19.78亿元。其中中国人寿保险股份有限公司获配6.00亿元，宁波通商集团及其全资子公司宁波通达富企业管理合伙企业分别获配3.92亿元和1.65亿元。

中国人寿保险股份有限公司为公司第一大股东。公司第一大股东为中国人寿保险股份有限公司，定增后持股比例从18.17%提升至20.32%。和谐健康保险股份有限公司持股8.12%，为公司第二大股东。宁波国资委旗下宁波通商集团有限公司及其全资子公司宁波通达富企业管理合伙企业分别持股3.51%和1.47%。

图表 5: 万达信息主要股权结构 (截至 2023 年 1 月 19 日)



来源: Wind, 国联证券研究所

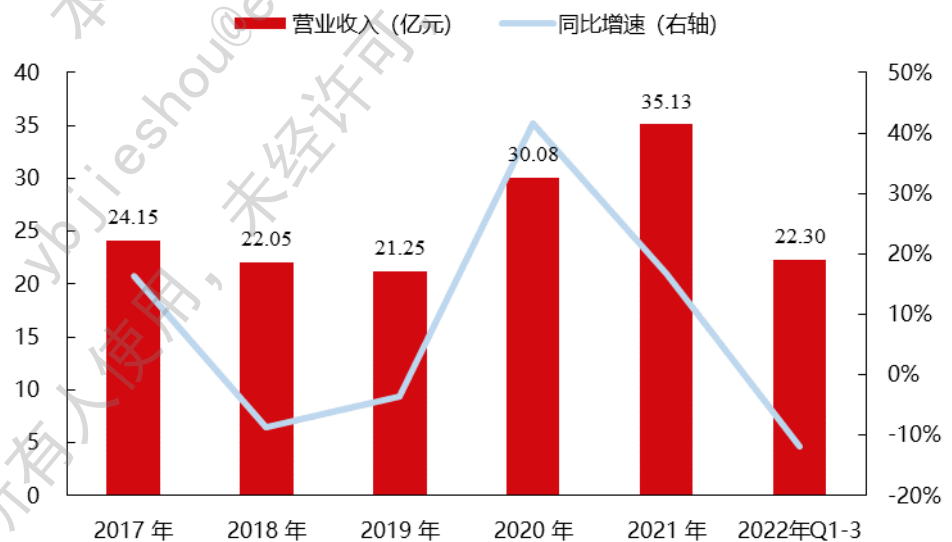
董事会、高管相当比例来自国寿。2019年10月15日，公司完成董事会、监事会完成换届选举，匡涛先生任公司董事长，胡宏伟任公司副董事长、总裁。目前，公司董事会6名非独立董事中，4名董事具有国寿背景，1名董事具有和谐健康保险背景；管理层11人中，5人具有国寿背景，1人具有和谐健康保险背景。

1.4 经营情况逐步好转

国寿入主后营收呈增长趋势。2019年11月，国寿成为公司第一大股东，公司与国寿共同面向“健康中国时代”和“智慧中国时代”的到来积极布局，致力打造“金融+科技”的生态圈。2019年，受国内经济增速下行，软件及信息技术行业竞争加剧，

叠加公司内部出现非常规的经营风险，管理层频繁调整，原第一大股东资金占用，现金流阶段性紧张等因素综合影响，公司业绩出现较大幅度下滑。2020年，公司在经营活动受疫情影响的情况下，积极调整策略，努力巩固既有业务的同时推动信创业务的落地，加强市场拓展和开发重点客户，推动存量项目的实施及合同验收，营业收入较上年同期实现大幅增长。2021年，公司深入推进“3+2”发展战略，保持稳定的新签合同规模，传统业务充足的在手合同奠定发展根基，创新业务持续赋能收入增长。2022年受上海疫情影响，公司部分项目实施及验收工作基本停滞，整体收入确认进度放缓，前三季度实现营收22.30亿元，同比下降11.83%。

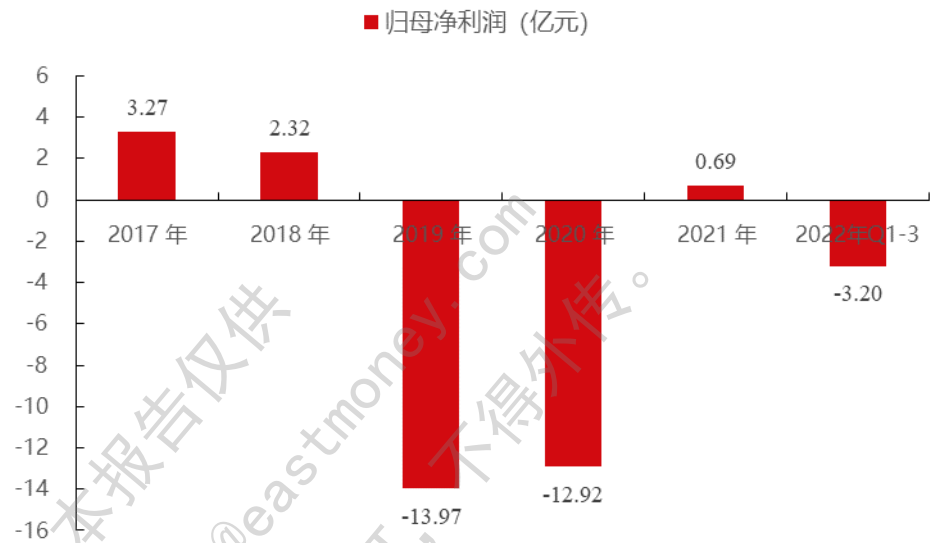
图表6: 万达信息营收及增速情况



来源: Wind, 国联证券研究所

疫情等因素对公司利润造成影响。2019年，受经济增速下行、行业竞争加剧、管理层频繁调整、原第一大股东资金占用等内外情况影响，公司众多项目出现减值迹象，共计提存货减值7.84亿元，毛利率较上年出现21.64 pct的下降。2020年，新冠疫情的突发和反复对公司的生产经营产生了重大负面影响，部分项目投入超出预期，共计提存货减值3.72亿元，毛利率较上年出现7.01 pct的下降。2021年，公司坚持“扩规模、增收入、降成本、提效能”的经营目标，持续提升整体运营能力，稳步改善利润水平，实现归母净利润0.69亿元。2022年，受上海疫情影响，公司部分项目实施及验收工作基本停滞，整体收入确认进度放缓，但项目人工成本支出相对刚性，前三季度归母净利润亏损3.20亿元。

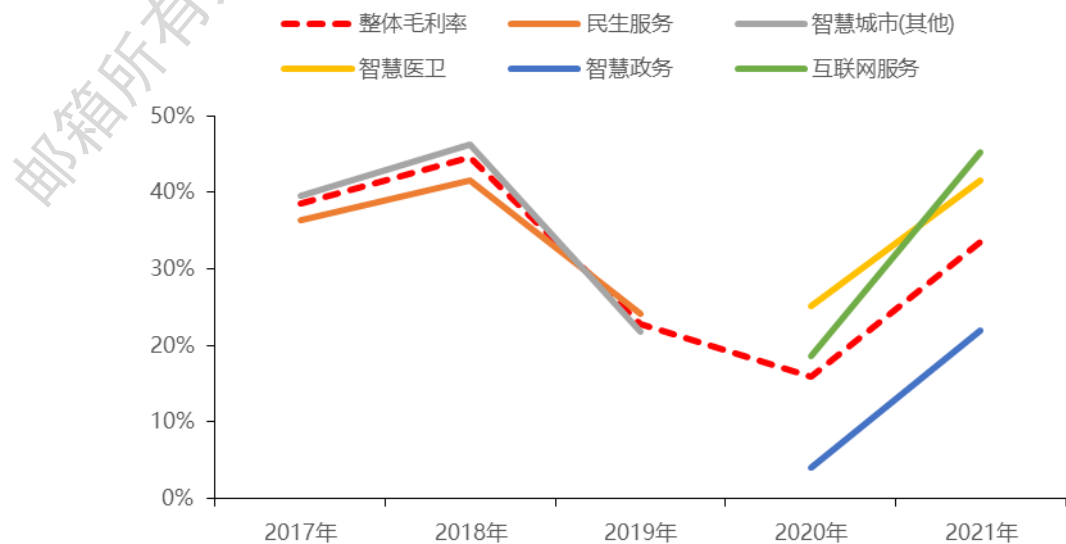
图表 7: 万达信息归母净利润情况



来源: Wind, 国联证券研究所

毛利率实现恢复。2019年,受宏观环境、内部经营等因素影响,公司毛利率出现明显下降。但随着公司持续提升整体运营能力,稳步改善利润水平,2021年公司整体毛利率实现恢复,较上年同比增长17.64 pct。

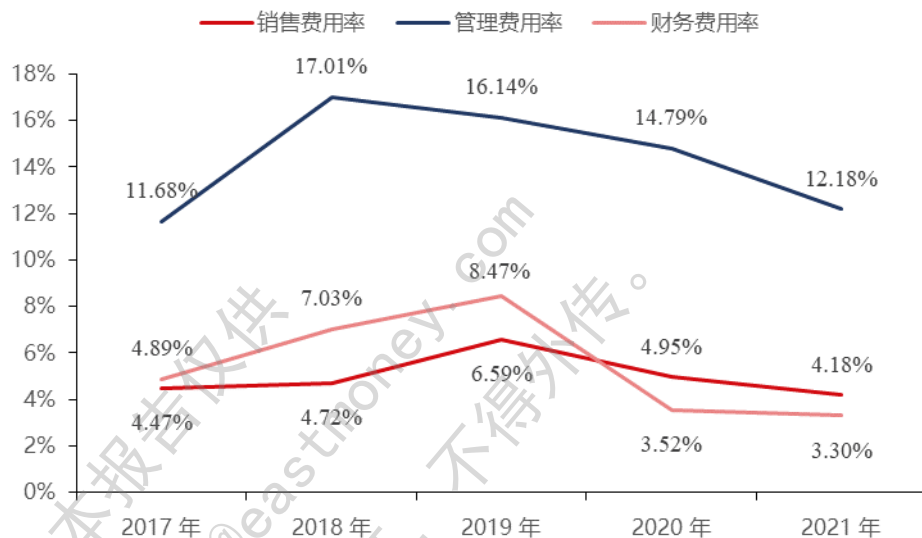
图表 8: 万达信息毛利率情况



来源: Wind, 国联证券研究所

管理、销售、财务费用率呈下降趋势。国寿入主后,公司经营逐步回到正轨,营收规模实现增长,并提升整体运营能力,2020-2021年公司管理、销售、财务费用率整体呈下降趋势。

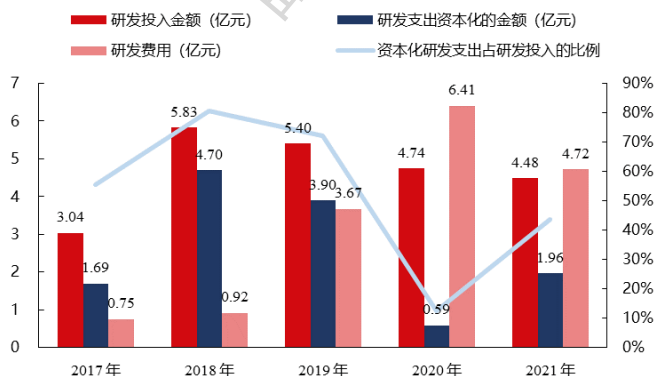
图表 9: 万达信息管理、销售、财务费用率情况



来源: Wind, 国联证券研究所

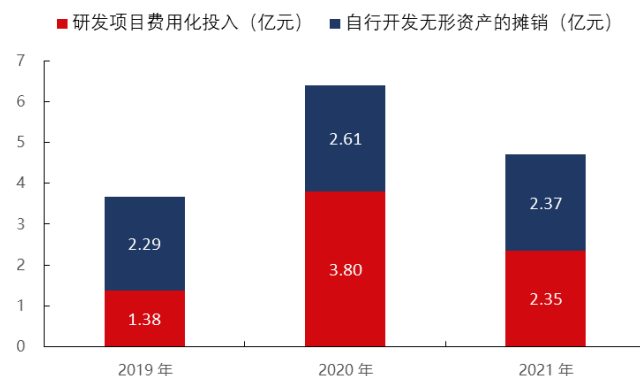
持续进行研发投入。公司历来重视研究开发的投入,保持了对核心行业产品的研发力度,为公司未来的业务扩展奠定扎实的基础。2020年,公司开始转型升级,坚定迈出适应智慧城市、健康管理发展互联网化转型的重要一步,研发投入重点调整为战略创新业务和产品化项目,这部分投入以费用化为主,导致研发投入结构的改变,进而导致当年研发费用明显增加。2021年在保持研发投入规模平稳的基础上,公司重点投入前次募投资本化项目,研发费用比率同比下降。

图表 10: 万达信息研发投入情况



来源: Wind, 国联证券研究所

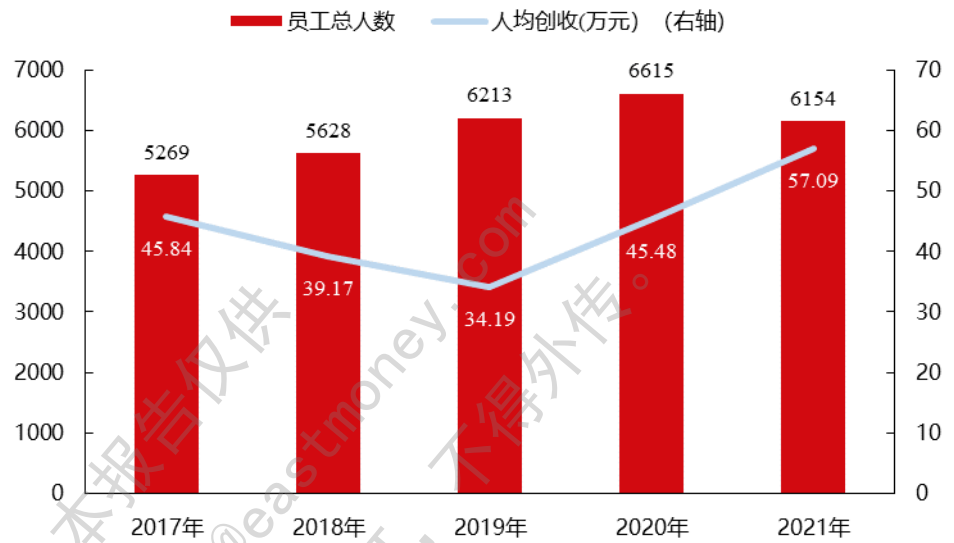
图表 11: 万达信息研发费用构成



来源: Wind, 国联证券研究所

人均创收呈上升趋势。随着公司经营情况逐步回到正轨,公司人均营收从 2019 年的 34.19 万元提升至 57.09 万元。2021 年,公司提升运营效率,员工总人数同比下降 461 人。

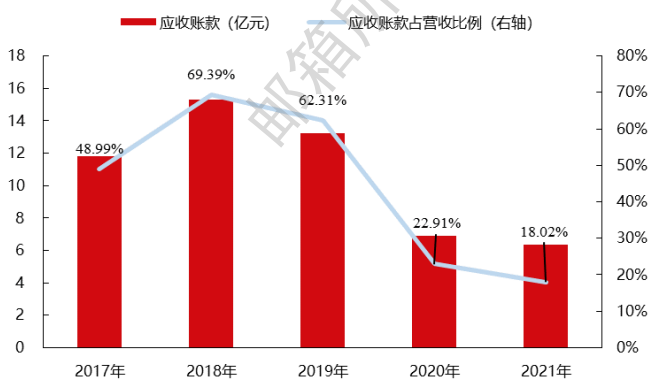
图表 12: 万达信息员工总人数和人均创收情况



来源: Wind, 国联证券研究所

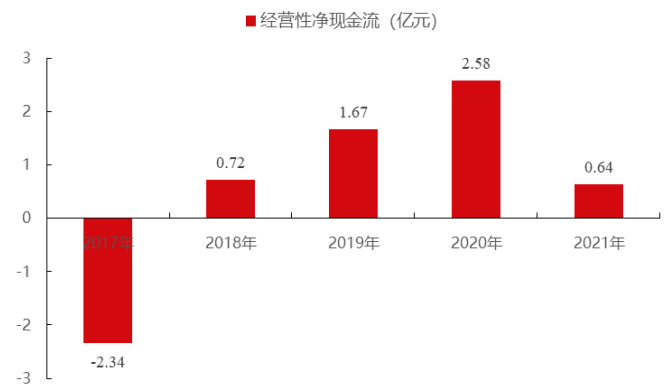
应收账款、经营性现金流情况较为健康。2020年,公司应收账款从上年的13.24亿元下降至6.89亿元,占营收比例也从62.31%下降至22.91%。2018-2021年公司经营性净现金流持续为正,2021年公司购买商品、接受劳务支付的现金与支付给职工以及为职工支付的现金增加导致同比下降。

图表 13: 万达信息应收账款情况



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 万达信息经营性净现金流情况



来源: Wind, 国联证券研究所

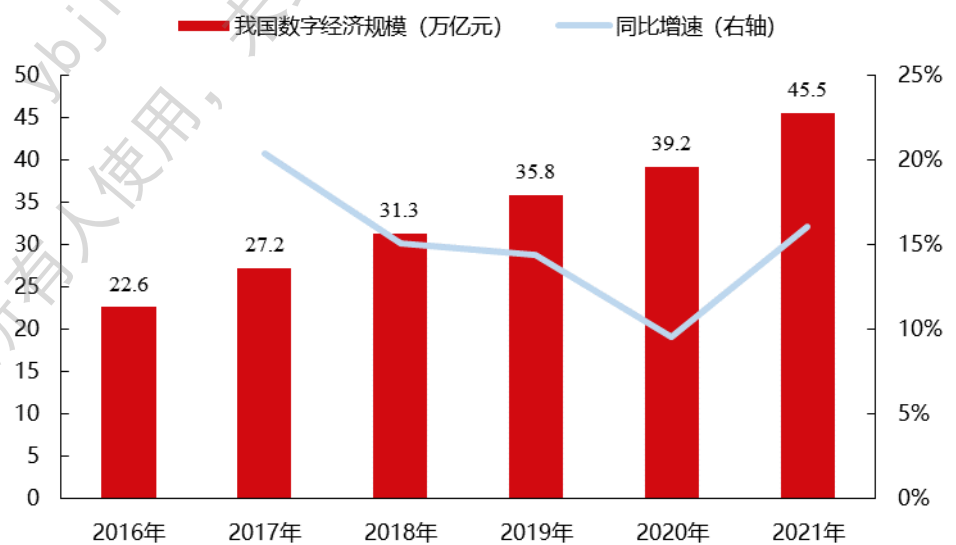
2. 数据要素迎来大发展时代

2.1 数据要素市场建设进入落地阶段

数据被明确为生产要素。2020年4月9日，中共中央、国务院印发《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，分类提出了土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素领域改革的方向，明确了完善要素市场化配置的具体举措。数据作为一种新型生产要素首次正式出现在官方文件中。

数据资源是数字经济的关键要素。2021年12月12日，国务院发布《“十四五”数字经济发展规划》，指出数字经济是继农业经济、工业经济之后的主要经济形态，是以数据资源为关键要素，以现代信息网络为主要载体，以信息通信技术融合应用、全要素数字化转型为重要推动力，促进公平与效率更加统一的新经济形态。数据对提高生产效率的乘数作用不断凸显，成为最具时代特征的生产要素，是数字经济深化发展的核心引擎。

图表 15: 我国数字经济持续较快发展



来源:《中国数字经济发展报告(2022)》, 国联证券研究所

数据要素具有不同于传统生产要素的特性, 驱动数字经济持续增长。传统生产要素如土地、劳动、资本等, 其数量增长受供给侧规模收益递减规律和需求侧单个产品需求增长有限性约束, 要素投入数量增长无法促进可持续的经济增长。而数据要素具有非竞争性、可复制性、零边际成本和数据开发应用所具有的强外溢性, 预计将呈现出规模收益递增的增长促进效应, 驱动数字经济持续增长。

“数据二十条” 构建数据基础制度。2022年12月19日, 中共中央、国务院发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》。《意见》指出数据基础制度建设事关国家发展和安全大局, 并从数据产权、流通交易、收益分配、安全治理四方面提出 20 条政策举措, 初步搭建了我国数据基础制度体系。

图表 16: 数据要素相关国家政策

| 发布时间 | 文件 | 发布机构 | 相关内容 |
|------------|---------------------------|----------|---|
| 2020/4/9 | 《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》 | 中共中央、国务院 | 加快培育数据要素市场 : 推进政府数据开放共享, 提升社会数据资源价值, 加强数据资源整合和安全保护。 |
| 2022/10/28 | 《全国一体化政务大数据体系建设指南》 | 国务院 | 2023 年底前, 全国一体化政务大数据体系初步形成 , 基本具备数据目录管理、数据归集、数据治理、大数据分析、安全防护等能力, 数据共享和开放能力显著增强, 政务数据管理服务水平明显提升。 |
| 2021/12/12 | 《“十四五”数字经济发展规划》 | 国务院 | 数字经济是继农业经济、工业经济之后的主要经济形态, 是以 数据资源为关键要素 , 以现代信息网络为主要载体, 以信息通信技术融合应用、全要素数字化转型为重要推动力, 促进公平与效率更加统一的新经济形态。到 2025 年, 数据要素市场体系初步建立。 |
| 2022/12/9 | 《企业数据资源相关会计处理暂行规定(征求意见稿)》 | 财政部 | 企业内部使用的数据资源 , 符合无形资产准则规定的定义和确认条件的, 应当确认为无形资产; 企业日常活动中持有、最终目的用于出售的数据资源 , 符合存货准则规定的定义和确认条件的, 应当确认为存货。 |
| 2022/12/19 | 《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》 | 中共中央、国务院 | 建立保障权益、合规使用的 数据产权制度 ; 建立合规高效、场内外结合的数据要素 流通和交易制度 ; 建立体现效率、促进公平的数据要素 收益分配制度 ; 建立安全可控、弹性包容的 数据要素治理制度 。 |
| 2023/2/27 | 《数字中国建设整体布局规划》 | 中共中央、国务院 | 要夯实数字中国建设基础, 一是打通数字基础设施大动脉, 二是 畅通数据资源大循环 。 |
| 2023/3/16 | 《党和国家机构改革方案》 | 中共中央、国务院 | 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, 由国家发展和改革委员会管理。 |

来源: 中国政府网, 国联证券研究所

数据要素市场建设进入落地阶段。2023 年 1 月 1 日, 国家发改委在《求是》上发表《加快构建中国特色数据基础制度体系, 促进全体人民共享数字经济发展红利》文章, 鼓励有条件的地方和行业在机制、路径、模式探索等方面开展先行先试, 积累实践经验; 进一步完善数据产权界定、数据市场体系建设等制度和政策。上海、深圳、杭州等地相继出台数据要素相关细则、实施办法等, 助推数据要素市场落地建设。

图表 17: 各地方相继出台数据要素相关细则等

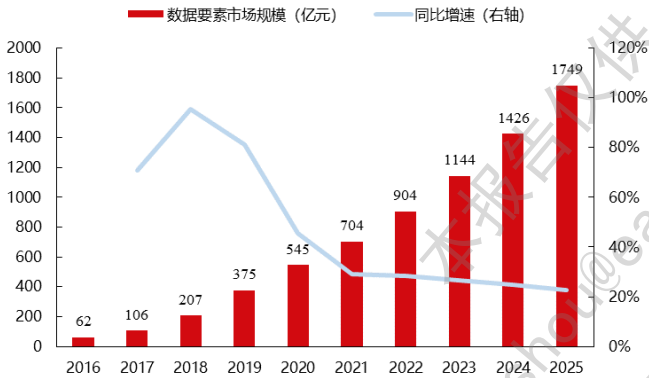
| 地区 | 发布时间 | 文件 |
|----|------------|------------------------------|
| 上海 | 2022/12/31 | 《上海市公共数据开放实施细则》 |
| | 2023/3/11 | 《上海市公共数据共享实施办法(试行)》 |
| 深圳 | 2023/2/20 | 《深圳市数据产权登记管理暂行办法》(征求意见稿) |
| | 2023/3/2 | 《深圳市数据交易管理暂行办法》 |
| | 2023/3/2 | 《深圳市数据商和数据流通交易第三方服务机构管理暂行办法》 |
| 杭州 | 2023/2/17 | 《杭州市公共数据授权运营实施方案(试行)》 |

来源: 各地政府网站, 国联证券研究所

2025 年我国数据要素市场规模有望超过 1700 亿元。根据国家工信安全中心测

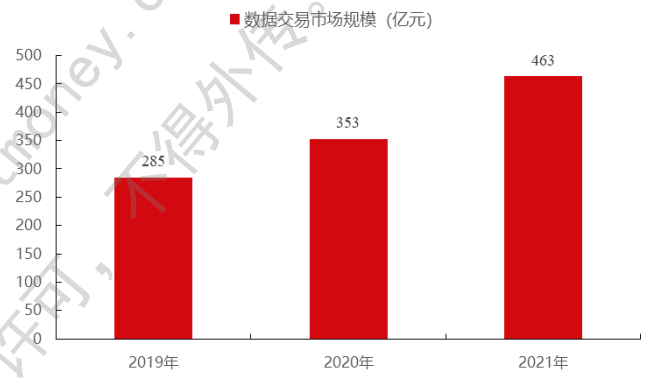
算，2020 年我国数据要素市场规模达到 545 亿元，“十三五”期间市场规模复合增速超过 30%；“十四五”期间，我国数据要素市场规模有望突破 1749 亿元，整体上进入高速发展阶段。根据中研普华产业研究院统计，2021 年我国数据交易市场规模为 463 亿元，同比增长 31.16%。

图表 18: 我国数据要素市场规模情况



来源：国家工业信息安全发展研究中心，国联证券研究所

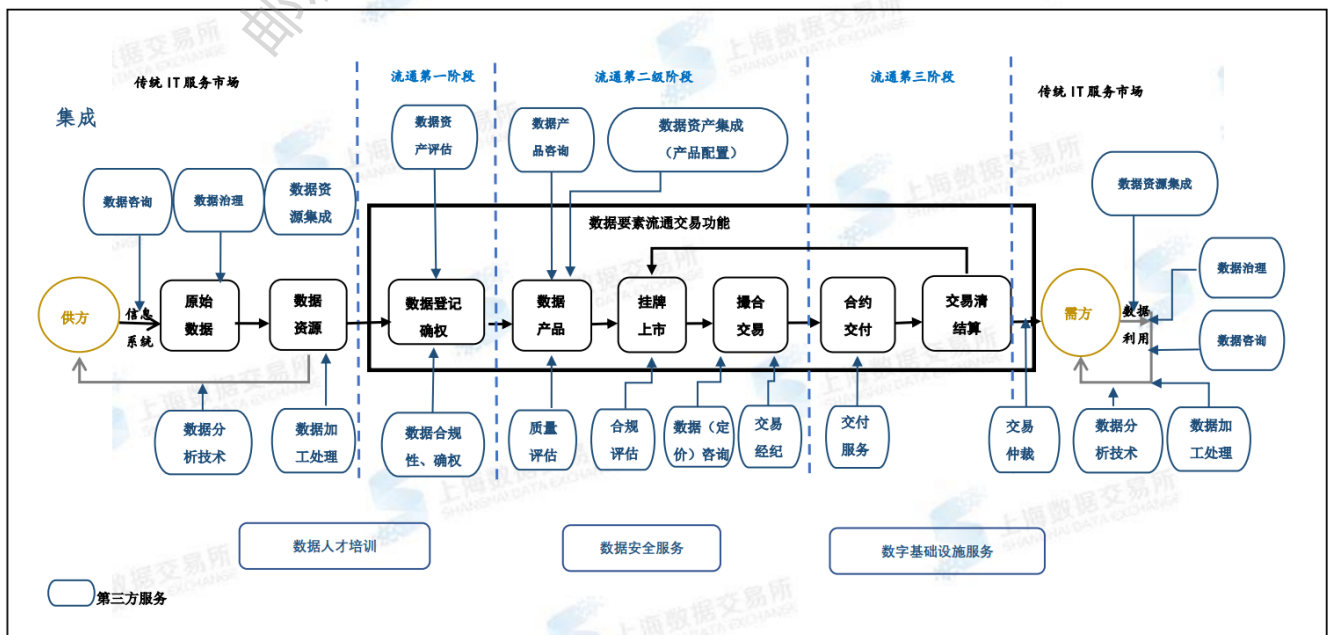
图表 19: 我国数据交易市场规模情况



来源：中研普华产业研究院，国联证券研究所

数据要素流通环节亟待发展。数据要素市场涉及环节众多，包括数据采集、数据分析、数据加工、数据确权、数据质量评估、数据定价、数据交付、数据治理、数据安全等。经过数年乃至十数年的发展，行业数字化取得了相当的进展，传统 IT 服务市场已较为成熟，但跨行业、跨公司的数据要素流通仍有较大发展空间，新兴 IT 服务市场迎发展机会。

图表 20: 数据要素市场概况



来源：《全国数商产业发展报告（2022）》，国联证券研究所

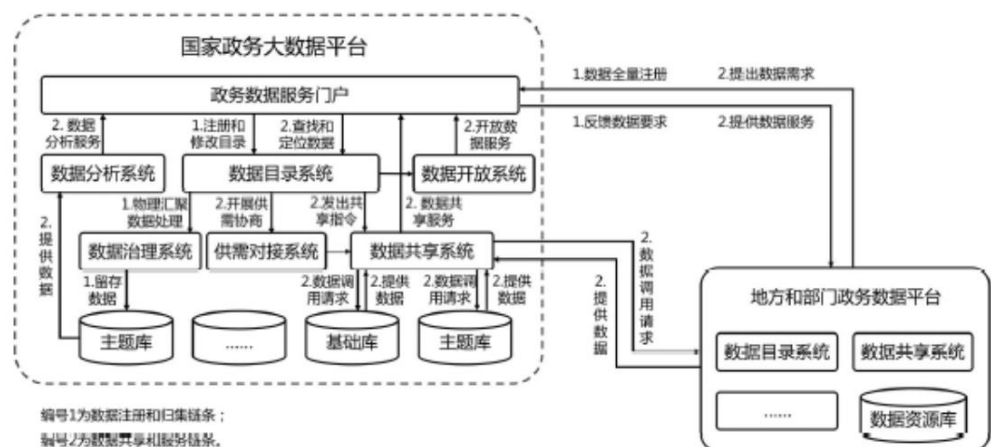
2.2 公共数据授权运营有望带来多方面建设需求

公共数据的定义。《浙江省公共数据条例》于2022年3月1日起正式施行，是全国首部以公共数据为主题的地方性法规公共数据。《条例》所称公共数据，是指本省国家机关、法律法规规章授权的具有管理公共事务职能的组织以及供水、供电、供气、公共交通等公共服务运营单位，在依法履行职责或者提供公共服务过程中收集、产生的数据。根据本省应用需求，税务、海关、金融监督管理等国家有关部门派驻浙江管理机构提供的数据，属于本条例所称公共数据。

公共数据作为数据资源的重要组成部分。公共数据关乎国民经济发展中生产生活的各个方面，在提升政府治理能力、改善和保障民生服务、培育经济发展新动能等方面发挥着不可或缺的赋能加持作用，蕴藏着重大的经济和社会价值，必将伴随制度红利的释放迎来价值再提升再创造的战略机遇。

国家明确要推进公共数据开放共享。《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》指出，要推进政府数据开放共享，研究建立促进企业登记、交通运输、气象等公共数据开放和数据资源有效流动的的制度规范。《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》提出推进实施公共数据确权授权机制，对各级党政机关、企事业单位依法履职或提供公共服务过程中产生的公共数据，加强汇聚共享和开放开发，强化统筹授权使用和管理，推进互联互通，打破“数据孤岛”。推动用于公共治理、公益事业的公共数据有条件无偿使用，探索用于产业发展、行业发展的公共数据有条件有偿使用。

图表 21: 全国一体化政务大数据体系

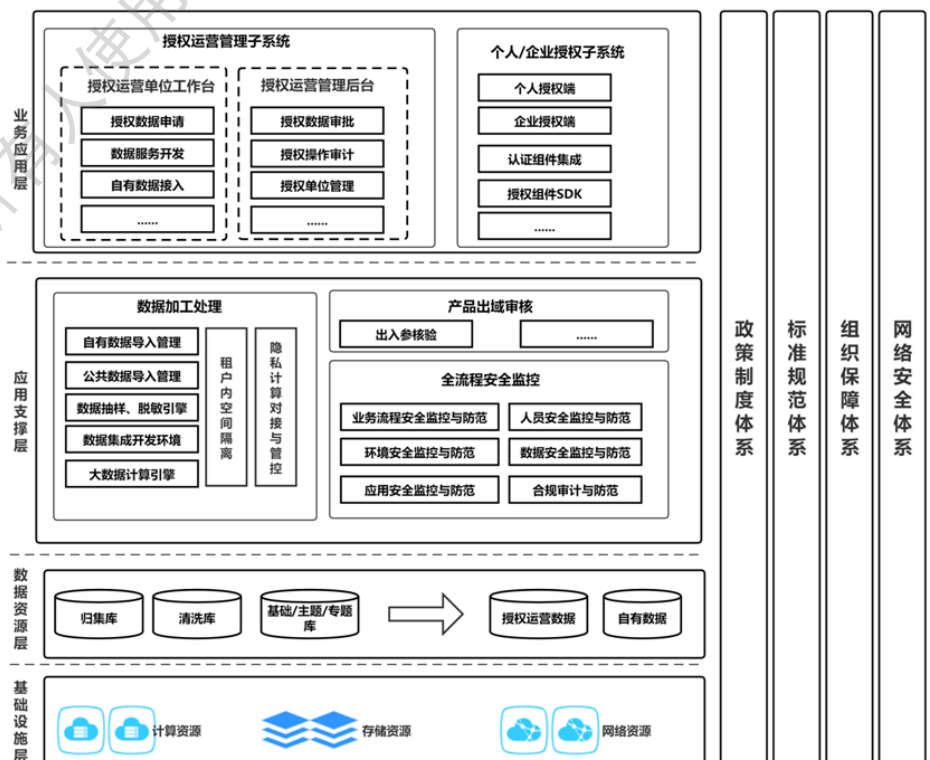


来源：《全国一体化政务大数据体系建设指南》，国联证券研究所

授权运营是公共数据开放共享的重要方式。公共数据开放利用大致有三种方式：一是平台（网站）开放利用；二是协议开放利用；三是授权运营。随着公共数据从以开放为中心到以开放和利用为中心的转变，平台（网站）开放利用与协议开放利用都无法为市场主体提供高价值的数据开放和高品质的数据供给，公共数据授权运营制度作为一种创新性的公共数据社会化、市场化利用方式应运而生。授权运营一方面，以公共数据运营平台为载体，确保高价值的数据利用风险可控；另一方面，给公共数据“提质”，为市场主体提供高品质的数据利用供给。

授权运营有望带来多方面建设需求。授权运营方式对于公共数据治理提出了新的要求，有望带来五个方面的建设需求。一是进一步增强各部门自身数据治理水平的需求；二是加强公共数据共享交换系统建设的需求；三是建设授权运营平台的需求，为加工使用主体提供加工处理授权运营公共数据服务的特定安全域；四是基于公共数据授权运营模式开发数据产品或服务的需求；五是加强数据安全、隐私保护的需求。

图表 22：公共数据授权运营平台架构



来源：《杭州市公共数据授权运营实施方案（试行）》，国联证券研究所

2.3 医疗健康有望成为重点应用场景

国家重视医疗健康领域的的数据建设。2022年5月20日，国务院办公厅发布《“十四五”国民健康规划》，提出促进全民健康信息联通应用，构建权威统一、互联互通的全民健康信息平台，完善全民健康信息核心数据库，推进各级各类医疗卫生机构统一接入和数据共享。探索建立卫生健康、医疗保障、药监等部门信息共享机制，通过全国一体化政务服务平台，实现跨地区、跨部门数据共享。研究制定数据开放清单，开展政府医疗健康数据授权运营试点。“2023年3月23日，中共中央、国务院发布了《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》，提出发挥信息技术支撑作用，加强健康医疗大数据共享交换与保障体系建设；建立跨部门、跨机构公共卫生数据共享调度机制和智慧化预警多点触发机制；推进医疗联合体内信息系统统一运营和互联互通，加强数字化管理。

在数据要素相关政策出台的推动下，医保数据应用有望加速。2021年8月，国家医保局提出打造“保险+健康”服务生态闭环，依法依规探索商业健康保险信息平台与全国统一的医疗保障信息平台信息共享机制，强化医疗健康大数据应用，助推保险精算创新发展。2023年1月12日，全国医疗保障工作会议提出“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，更安全更积极更有序地用好医保大数据。”数据要素相关政策的陆续出台，医保数据应用的路径、场景逐渐清晰。

医疗健康数据具有广泛应用场景。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；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；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。

美国是健康医疗大数据领域的先行者。2014年，美国联邦政府的国家卫生信息技术协调办公室（ONC）发布了《美国联邦政府医疗信息化战略规划：2015—2020》，明确了实现健康医疗数据共享的目标，提出增强医疗服务能力、提高公众和社区的健康水平、推动医学知识研究与创新等三项应用目标。美国健康医疗数据公司的服务减轻了医保支出，并提升了医疗效果。如Health Catalyst支持UnityPoint Health使用

高价值数据和人口健康分析，在降低成本的同时改善患者的治疗效果，在过去 10 年内平均每年节省 3100 万美元，患者平均住院时间减少 25%。

3. 有望深度受益健康医疗等领域数据要素变革

3.1 探索健康医疗大数据应用

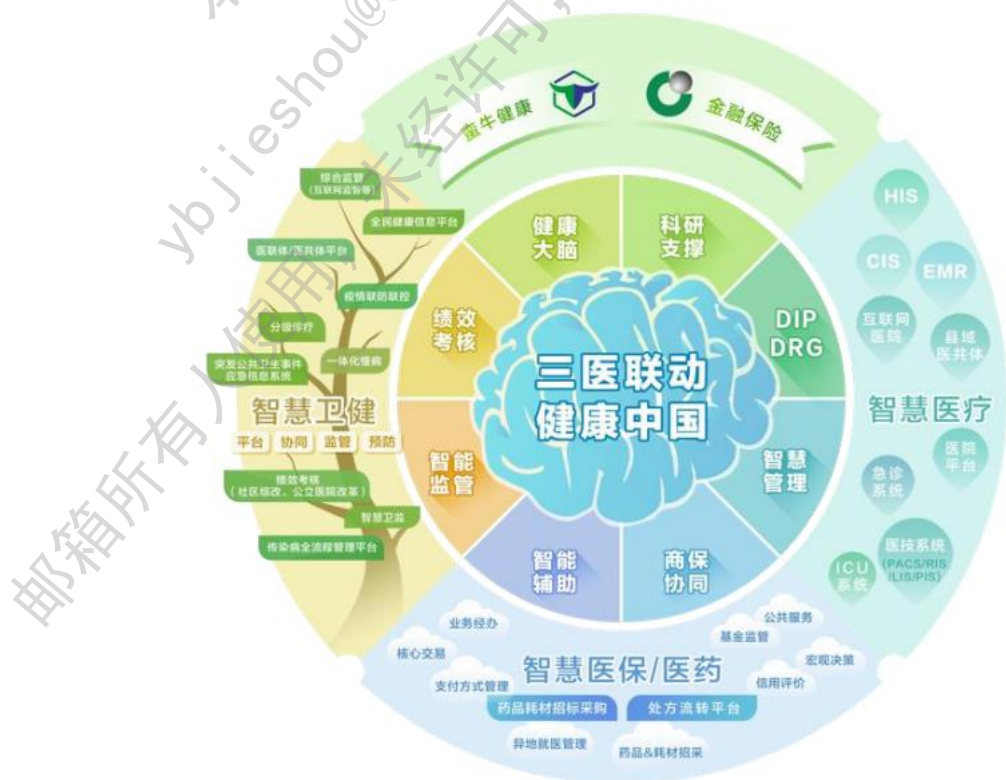
深耕智慧医卫，具备全线产品能力。公司智慧医卫业务历经二十余年发展，形成了覆盖医疗保障、药品管理、区域卫生、公共卫生、医疗服务、基层卫生等领域的全线产品和解决方案。截至 2022 年年中，公司智慧医卫业务已覆盖全国 30 个省/自治区/直辖市，120 多个地市，1000 多个区县，涉及二、三级医疗机构 200 多家，社区卫生服务中心和乡镇卫生院 1000 多家，社区（村）卫生室（站）1 万余家，累计为 6 亿多人提供卫生健康和医保服务。

- **智慧卫健：**2022 年上半年，作为智慧卫健行业的领导者，公司持续巩固传统业务，成功拓展乌鲁木齐、广西崇左、四川绵阳、东营垦利区，业务范围涉及疫情防控、区域全民健康信息平台、卫生监督执法、院内 公共卫生信息化管理、医共体等多个领域；另一方面加快数字化转型业务的储备与拓展，深化上海市便捷就医数字化转型应用场景的探索与落地，加快推进在浙江互联互通互认、江苏中医药智慧管理的业务转化。
- **智慧医保/医药：**2022 年上半年，重点围绕三大领域推动市场布局：（1）医保标准信息化方面，助力上海、浙江、广东、广西、安徽、重庆等省级国家医保平台系统落地和验收；（2）支付制度改革方面，在广州、上海、潍坊、营口等 15 个地市的 DIP 业务项目的基础上，新增了齐齐哈尔、大庆、铁岭、商洛和永州等 10 个地市的 DIP 服务，继续市场占有率处于领先地位；（3）在服务商保方面，协同中国人寿为相关地市医保管理部门提供智能监管和支付改革等技术服务，通过“医保科技+经办服务”线上线下相结合的一体化专业技术服务模式，完成海南、黑龙江、河北、辽宁、新疆等 5 个省 10 个地市的医保飞行检查工作。
- **智慧医疗：**公司开展国家区域医疗中心信息化建设，中标河南省儿童医院郑州儿童医院国家儿童区域医疗中心信息化建设项目；在智慧医院的建设方

面不断拓宽拓深，中标复旦大学附属儿科医院安徽省儿童医院智慧医院建设项目。

公司承建的海南三医联动项目是全国首个正式落地的省级三医联动信息化项目。2020年12月21日，公司中标海南省“三医联动一张网”项目，中标金额为1.90亿元，建设内容包括基础设施、应用系统、三医联动平台与外部平台对接、数据治理和部署实施。2022年6月30日，“三医联动一张网”项目在全省卫生健康、医保、药监等部门和试点医院开始使用，截至2022年12月，已实现65家二级以上公立医院数据采集，数据合计约19亿条，为1000多万名海南居民建立了“三医”健康档案。

图表 23: 万达信息三医联动框架



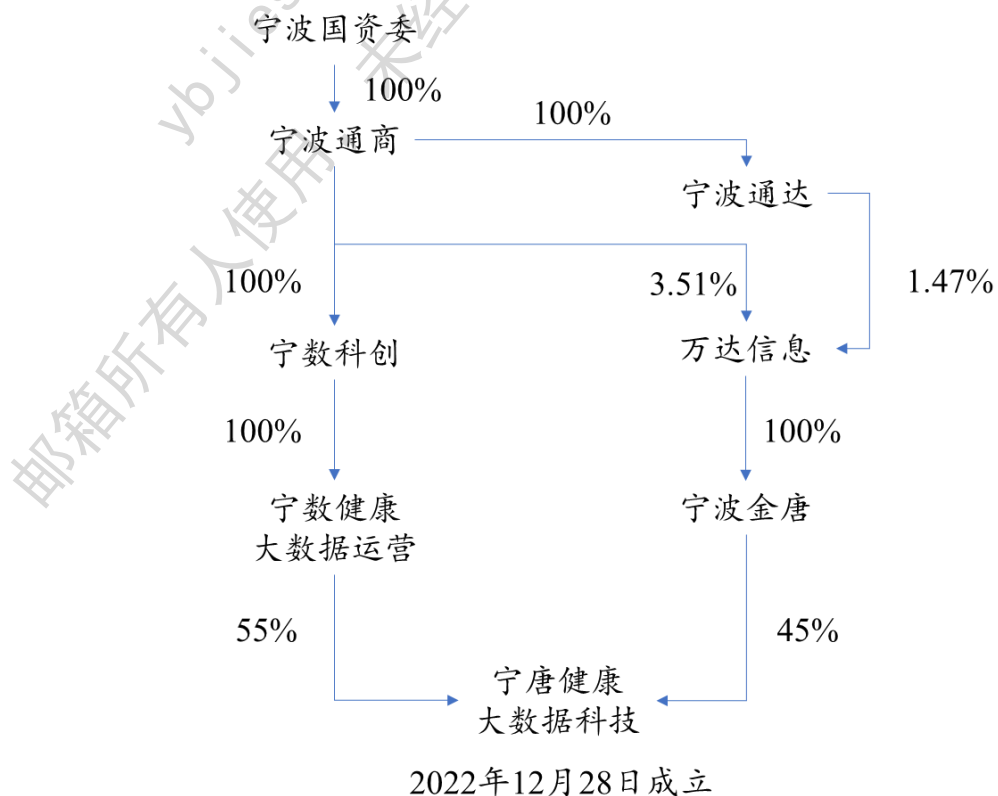
来源: Wind, 国联证券研究所

公司具有健康医疗大数据应用领域的研究、应用经验。公司拥有多个国家级创新平台，是国家级企业技术中心、国家卫生信息共享技术及应用工程技术研究中心依托单位、医疗大数据应用技术国家工程实验室的联合建设单位之一、国家技术创新示范企业。此外，公司与宁波市鄞州区疾病预防控制中心、北京大学等高校达成战略合作协议，在数据平台建设开发、数据治理与管控、数据分析利用、多学科研究与人才培养等方面进行了广泛而深入的合作，2022年7月由宁波市鄞州区疾控中心牵头、万

达信息参与的《区域人群健康大数据平台的建设与应用》项目，荣获 2021 年度浙江省科学技术进步三等奖。

公司与宁数科创合资成立健康大数据公司。在 2023 年 1 月发行完成的公司定增中，宁波通商集团及其全资子公司宁波通达富企业管理合伙企业分别获配 3.92 亿元和 1.65 亿元，分别持股 3.51% 和 1.47%。宁波通商集团全资子公司浙江宁数科创集团有限公司于 2022 年 3 月注册成立，定位为宁波市数字新基建和数字产业的投资运营者、城市运营数据资产的授权经营者、产业数字化和国资国企数字化转型的赋能者。2022 年 12 月 28 日，宁数科创全资子公司宁数健康大数据运营有限公司与万达信息全资子公司宁波金唐软件有限公司合资成立浙江宁唐健康大数据科技有限公司，分别持股 55% 和 45%。公司有望深度参与宁波市健康大数据应用。

图表 24: 万达信息与宁数科创合资成立健康大数据科技有限公司



来源：Wind，国联证券研究所

3.2 有望受益地方数据要素建设

上海市不断推进数据要素建设。2022 年 7 月 12 日，上海市政府发布《上海市数字经济发展规划》，明确上海将以数据为关键要素，以推动数字技术与实体经济深度融合为主线，围绕数字新产业、数据新要素、数字新基建、智能新终端等重点领域，

加快数字经济发展布局。2022年9月29日，上海数据集团有限公司正式揭牌成立，定位为以数据为核心业务的具有功能保障属性的市场竞争类企业，是上海市一体化城市大数据资源基础治理的支撑主体。2023年1月3日，上海数据交易所正式运营。上海数据要素建设不断推进。

公司深度参与上海等城市数字化，有望受益数据要素建设。2018年全国两会期间，上海率先提出“一网通办”改革，同年10月17日“一网通办”总门户正式上线运行。2022年上半年，上海“一网通办”平台实际办件网办比例达到80%，“随申办”月活用户数突破1400万。公司是上海“一网通办”平台总集成、核心系统承建方和APP运营方，“一网通办”相关成果已在云南、海南、山东、湖南、辽宁等多个省市落地，向全国复制推广，深度参与上海等城市数字化，有望受益数据要素建设。

公司搭建城市服务互联网入口，进入金融增值业务领域。公司智慧城市业务主要以市民云为载体，搭建可信的“互联网+城市服务”平台。“市民云”（APP名称因省市地区各异）是城市服务的总入口、是城市数字化转型的核心平台，为个人、企业、政府等提供数字生活、数字经济、数字治理等方面的智能、可信的移动互联网服务。截至2022年6月底，市民云签约城市数达28个，注册用户数达1.35亿。智慧城市（市民云）中心积极进入金融增值业务领域，电子钱包及支付功能已成功对接多家持牌机构；上海医保个人账户惠民保业务“沪惠保”在随申办市民云实现投保、理赔全流程打通；景德镇市民交通出行场景“扫码乘车”服务在智慧瓷都APP上线使用。

3.3 与国寿多领域协同

国寿将重点打造六大国寿。《中国人寿保险股份有限公司“十四五”发展规划纲要》指出“十四五”时期将充分调动一切积极因素，聚焦突破，重点打造六大国寿，分别是先锋国寿、幸福国寿、长青国寿、活力国寿、数字国寿、安全国寿。中国人寿总裁苏恒轩表示，中国人寿要贯彻新发展理念，融入新发展格局，在服务实体经济、健康中国战略、老龄化人口战略、以及国家区域发展战略、促进共同富裕等方面，能够在行业内发挥先锋模范作用。

蛮牛健康赋能保险公司。蛮牛健康是中国人寿成为万达信息第一大股东后首个重点孵化的战略项目，已打造形成以蛮牛伙伴（A端）、蛮牛员福（B端）为核心的保险科技能力，提升以蛮牛健康（C端）、蛮牛医生（D端）为核心的健康管理能力。作为全生命周期、全流程的健康管理服务云平台，蛮牛健康基于AI及大数据技术，搭建健

康筛查、健康计划、医疗服务、健康商城、生活检测、金融保险六层架构，提供全流程健康管理和精准保险科技服务。截至 2022 年 6 月底，蛮牛健康 APP 累计注册用户数近 159 万人，蛮牛伙伴 APP 累计注册用户数超 13 万人。

图表 25: 蛮牛健康架构



来源：公司官网，国联证券研究所

公司与国寿协同开拓养老市场。公司从 2014 年成立养老云团队以来，参与民政部金民工程全国养老服务管理系统（一期）建设以及上海、宁夏、江苏、贵州等多个省级养老政府监管平台建设，协助当地政府搭建养老服务体系。同时为数百个中小型养老护理企业提供 SaaS 化的信息服务，助力养老服务企业的数字化转型。目前多个险资企业都已经在积极布局养老服务产业，通过“保险+康养”的服务生态方式，参与各地方养老服务体系的建设。公司积极参与国寿长护险业务的落地，协助国寿获得徐州、邢台、湘潭等多个城市的长期护理保险运营服务，协助中国人寿开拓养老市场，为积极探索“保险+健康+服务”的中国式养老服务商业模式提供帮助。

公司在智慧医保方面与国寿协同。公司在医保支付制度改革、基金监管、公共服务、政商一体化、长护保险、团体或个人保险等方面拥有产品和业务创新，与中国人寿协同实现了在 22 个省级公司、75 个地市的广泛覆盖。

公司中标国寿人力资源系统建设项目。2020 年 12 月，公司成功中标中国人寿新一代人力资源系统项目建设，合同金额 1777 万，业务覆盖核心人力资源的组织管理、人事管理、干部管理等模块。公司未来有望更多助力“数字国寿”的打造。

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

核心假设：

- (1) **智慧医卫**：受政策和需求驱动，医疗信息化行业有望持续快速发展。公司智慧医卫板块历经二十余年发展，形成了覆盖医疗保障、药品管理、区域卫生、公共卫生、医疗服务、基层卫生等领域的全线产品和解决方案。随着疫情影响减弱，公司智慧医卫业务增长、毛利率情况有望迎来恢复；医疗健康领域的要素变革有望为公司打通新的商业模式。
- (2) **智慧政务**：十四五规划强调要建设数字政府，加强公共数据开放共享、推动政务信息化共建共用、提高数字化政务服务效能。在政策推动下，我国政务信息化市场规模不断增长。公司拥有深厚政务信息化行业经验和标杆案例，有望受益于政务大数据一体化、公共数据授权运营等机遇，业务增长、毛利率有望迎来恢复。
- (3) **互联网服务**：市民云、健康云持续聚合相关资源，增强服务能力，拓展覆盖城市和人群。蛮牛健康聚焦健康管理业务，深入布局专病管理、营养管理等关键场景，为用户及行业客户提供更优质的全流程健康管理和精准保险科技服务。

图表 26：万达信息业务拆分及预测

| | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 智慧医卫 | 营业收入（百万元） | 1,488.91 | 1,569.65 | 1,412.69 | 1,695.23 | 2,119.03 |
| | 同比增速（%） | / | 5.42% | -10% | 20% | 25% |
| | 毛利率（%） | 25.08% | 41.63% | 35% | 38% | 40% |
| 智慧政务 | 营业收入（百万元） | 1,228.77 | 1,531.46 | 1,378.31 | 1,653.98 | 1,984.77 |
| | 同比增速（%） | / | 24.63% | -10% | 20% | 20% |
| | 毛利率（%） | 4.04% | 22.01% | 18% | 20% | 22% |
| 互联网服务 | 营业收入（百万元） | 289.83 | 410.88 | 451.97 | 632.76 | 885.86 |
| | 同比增速（%） | / | 41.76% | 10% | 40% | 40% |
| | 毛利率（%） | 18.64% | 45.29% | 40% | 45% | 45% |
| 其他 | 营业收入（百万元） | 0.76 | 1.12 | 1.45 | 1.89 | 2.46 |
| | 同比增速（%） | / | 48.12% | 30% | 30% | 30% |
| | 毛利率（%） | -41.60% | 4.60% | 5% | 5% | 5% |

来源：Wind，国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

加强数据要素流通是未来发展大趋势，我们认为数据产品或服务的生产环节具有较大发展空间。公司拥有智慧政务、智慧医卫两大传统优势业务，具备政务数据治理经验和医卫领域信息化建设经验，与第一大股东国寿多领域协同，有望深度受益于医疗健康等领域的数据要素变革，打通新的商业模式。

结合公司所处行业与竞争情况，我们选取久远银海、卫宁健康、创业慧康作为可比公司。

图表 27: 万达信息可比公司估值

| 股票代码 | 证券简称 | 市值 (亿元) | 营业收入 (亿元) | | | PS (倍) | | | CAGR-3 |
|-----------|------|------------|-----------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|
| | | | 2022A/E | 2023E | 2024E | 2022A/E | 2023E | 2024E | |
| 002777.SZ | 久远银海 | 169.50 | 12.83 | 16.87 | 20.52 | 13.22 | 10.05 | 8.26 | 16.58% |
| 300253.SZ | 卫宁健康 | 294.88 | 31.31 | 39.35 | 49.58 | 9.42 | 7.49 | 5.95 | 21.71% |
| 300451.SZ | 创业慧康 | 163.30 | 20.78 | 25.87 | 31.99 | 7.86 | 6.31 | 5.11 | 18.98% |
| 行业平均 | | | | | | 10.16 | 7.95 | 6.44 | |
| 300168.SZ | 万达信息 | 210.27 | 32.44 | 39.84 | 49.92 | 6.48 | 5.28 | 4.21 | 12.42% |

来源: Wind, 国联证券研究所; 股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价; 可比公司数据取自 Wind 一致预期

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 32.44/39.84/49.92 亿元，对应增速分别为-7.65%/22.79%/25.31%，归母净利润分别为-3.05/0.96/3.04 亿元，对应增速-540.12%/131.48%/216.96%，EPS 分别为-0.26/0.07/0.21 元/股，3 年 CAGR 为 63.76%。考虑到数据要素市场建设进入落地阶段，数据产品和服务市场广阔，公司智慧医卫、智慧政务等业务有望深度受益，参考可比公司 2023 年平均 PS 为 7.95 倍，我们给予公司 2023 年 PS 为 8 倍，目标价 22 元，维持“买入”评级。

图表 28: 万达信息盈利预测和估值

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 3,008 | 3,513 | 3,244 | 3,984 | 4,992 |
| 增长率 (%) | 41.60% | 16.78% | -7.65% | 22.79% | 25.31% |
| EBITDA (百万元) | -831 | 483 | 83 | 414 | 672 |
| 归母净利润 (百万元) | -1,292 | 69 | -305 | 96 | 304 |
| 增长率 (%) | 7.57% | 105.36% | -540.12% | 131.48% | 216.96% |
| EPS (元/股) | -0.89 | 0.05 | -0.26 | 0.07 | 0.21 |
| 市盈率 (P/E) | -17.43 | 325.15 | -60.79 | 234.69 | 74.04 |
| 市净率 (P/B) | 15.38 | 14.48 | 18.02 | 6.77 | 6.21 |
| EV/EBITDA | -32.69 | 35.99 | 300.59 | 55.48 | 34.18 |

来源: 公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价

5. 风险提示

5.1 政策落地不及预期

《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》中指出，要促进数据高效流通使用、赋能实体经济，统筹推进数据产权、流通交易、收益分配、安全治理，加快构建数据基础制度体系。如果数据要素相关政策落地不及预期，将会影响行业的发展速度。

5.2 产品和技术不及预期

在研项目需要大数据、人工智能、物联网等新兴技术的支撑，需要对相关领域的技术成果加以应用。如果公司不能迅速适应市场变化，提供适应最新技术路线的产品和解决方案，将对公司的盈利与市场份额产生部分程度的影响。

5.3 行业竞争加剧风险

随着云计算、大数据、人工智能以及物联网等技术的快速发展，催生出大量新技术、新应用和新商业模式，给市场带来了诸多不确定因素。市场参与者将面临更多挑战，需要在新产品或技术的研发、运营服务等方面不断适应市场的变化，保证技术和市场优势。

财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 单位:百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 1,382 | 1,211 | 324 | 398 | 499 | 营业收入 | 3,008 | 3,513 | 3,244 | 3,984 | 4,992 |
| 应收账款+票据 | 1,116 | 1,511 | 1,253 | 1,430 | 1,723 | 营业成本 | 2,531 | 2,336 | 2,321 | 2,724 | 3,309 |
| 预付账款 | 36 | 21 | 26 | 32 | 40 | 税金及附加 | 8 | 12 | 11 | 14 | 18 |
| 存货 | 771 | 854 | 827 | 933 | 1,088 | 营业费用 | 149 | 147 | 146 | 171 | 205 |
| 其他 | 390 | 339 | 366 | 448 | 560 | 管理费用 | 1,086 | 900 | 892 | 956 | 1,136 |
| 流动资产合计 | 3,695 | 3,937 | 2,796 | 3,241 | 3,910 | 财务费用 | 106 | 116 | 127 | 77 | 35 |
| 长期股权投资 | 58 | 70 | 75 | 80 | 85 | 资产减值损失 | -410 | -16 | -32 | -20 | -25 |
| 固定资产 | 388 | 412 | 348 | 284 | 219 | 公允价值变动收益 | 12 | 34 | 15 | 15 | 15 |
| 在建工程 | 3 | 3 | 2 | 2 | 1 | 投资净收益 | -47 | 13 | 12 | 12 | 12 |
| 无形资产 | 598 | 374 | 500 | 734 | 943 | 其他 | 31 | 29 | 33 | 40 | 38 |
| 其他非流动资产 | 2,236 | 2,349 | 2,504 | 2,433 | 2,380 | 营业利润 | -1,286 | 62 | -225 | 90 | 330 |
| 非流动资产合计 | 3,283 | 3,208 | 3,429 | 3,533 | 3,629 | 营业外净收益 | 12 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| 资产总计 | 6,978 | 7,145 | 6,225 | 6,774 | 7,539 | 利润总额 | -1,275 | 58 | -228 | 87 | 327 |
| 短期借款 | 2,807 | 2,916 | 2,454 | 650 | 680 | 所得税 | 11 | 15 | 6 | 7 | 23 |
| 应付账款+票据 | 547 | 457 | 559 | 579 | 612 | 净利润 | -1,286 | 43 | -234 | 80 | 304 |
| 其他 | 1,952 | 1,807 | 1,524 | 1,845 | 2,294 | 少数股东损益 | 6 | -26 | 70 | -16 | 0 |
| 流动负债合计 | 5,306 | 5,180 | 4,537 | 3,074 | 3,586 | 归属于母公司净利润 | -1,292 | 69 | -305 | 96 | 304 |
| 长期带息负债 | 33 | 279 | 237 | 190 | 139 | 财务比率 | | | | | |
| 长期应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 其他 | 153 | 147 | 147 | 147 | 147 | 成长能力 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 186 | 426 | 384 | 337 | 286 | 营业收入 | 41.60% | 16.78% | -7.65% | 22.79% | 25.31% |
| 负债合计 | 5,492 | 5,606 | 4,921 | 3,411 | 3,872 | EBIT | 3.45% | 114.91% | -158.24% | 260.77% | 122.01% |
| 少数股东权益 | 22 | -16 | 54 | 38 | 38 | EBITDA | 8.38% | 158.09% | -82.87% | 401.10% | 62.15% |
| 股本 | 1,188 | 1,188 | 1,188 | 1,443 | 1,443 | 归母净利润 | 7.57% | 105.36% | -540.12% | 131.48% | 216.96% |
| 资本公积 | 2,189 | 2,218 | 2,218 | 3,941 | 3,941 | 获利能力 | | | | | |
| 留存收益 | -1,913 | -1,851 | -2,156 | -2,060 | -1,756 | 毛利率 | 15.85% | 33.49% | 28.46% | 31.62% | 33.71% |
| 股东权益合计 | 1,486 | 1,539 | 1,304 | 3,363 | 3,667 | 净利率 | -42.74% | 1.23% | -7.23% | 2.01% | 6.09% |
| 负债和股东权益总计 | 6,978 | 7,145 | 6,225 | 6,774 | 7,539 | ROE | -88.21% | 4.45% | -24.39% | 2.89% | 8.38% |
| | | | | | | ROIC | -24.80% | 3.71% | -3.69% | 3.90% | 8.58% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债 | 78.70% | 78.47% | 79.05% | 50.36% | 51.36% |
| | | | | | | 流动比率 | 0.70 | 0.76 | 0.62 | 1.05 | 1.09 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.50 | 0.55 | 0.39 | 0.66 | 0.69 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 2.70 | 2.34 | 2.61 | 2.81 | 2.92 |
| | | | | | | 存货周转率 | 3.28 | 2.74 | 2.81 | 2.92 | 3.04 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.43 | 0.49 | 0.52 | 0.59 | 0.66 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | -0.89 | 0.05 | -0.26 | 0.07 | 0.21 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.18 | 0.03 | 0.02 | 0.25 | 0.38 |
| | | | | | | 每股净资产 | 1.01 | 1.08 | 0.87 | 2.30 | 2.51 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | -17.43 | 325.15 | -60.79 | 234.69 | 74.04 |
| | | | | | | 市净率 | 15.38 | 14.48 | 18.02 | 6.77 | 6.21 |
| | | | | | | EV/EBITDA | -32.69 | 35.99 | 300.59 | 55.48 | 34.18 |
| | | | | | | EV/EBIT | -23.24 | 99.68 | -244.83 | 140.84 | 63.38 |

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695