

卫宁健康 (300253)

医疗信息化行业劲旅突围，“4+1”战略进军医疗大数据

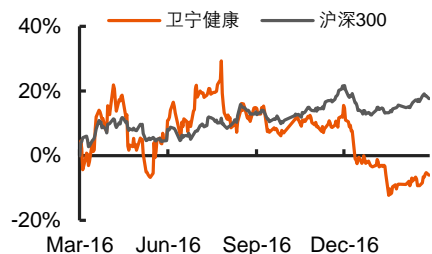
推荐 (首次)

现价: 19.06 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.winning.com.cn
大股东/持股	周炜/15.52%
实际控制人/持股	周炜/15.52%
总股本(百万股)	840
流通 A 股(百万股)	600
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	160.14
流通 A 股市值(亿元)	114.31
每股净资产(元)	2.70
资产负债率(%)	25.80

行情走势图



证券分析师

张冰 投资咨询资格编号
S1060515120001
010-56800144
ZHANGBING660@PINGAN.COM.CN

研究助理

张峥青 一般从业资格编号
S1060116100031
021-38643824
ZHANGZHENGQING769@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **医疗卫生信息化行业持续景气：**随着国家推动开展的医院电子病历应用等级评审和互联互通测试的深入，各级各类医疗卫生机构展开了新一轮的医疗信息化建设。预计市场空间在 5000 亿元左右。预计公司医疗卫生信息化业务营业收入将继续保持 30%左右的年增速。
- **精准布局医疗大数据，卡位优势明显：**公司以现有的 4000 多家医疗卫生机构用户为依托，通过“4+1”战略，进入医疗健康服务、患者服务、药品服务和保险服务 4 个蓝海市场，市场空间达万亿。四项业务分工明确又相互协同。随着这几块业务推进，公司市值有望达到 500 亿元。
- **引入战略股东中国人寿，联手进军健康险市场：**中国人寿是国内最大的商业保险公司之一，境内寿险业务市场份额 27.02%。联手中国人寿后，公司能优先占有中国人寿相应的商保控费市场，扩大商保理赔直付业务，提升竞争优势。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2016-2018 年营业收入规模约为 9.64 亿元、12.53 亿元和 16.28 亿元，对应 EPS 分别为 0.60 元、0.28 元和 0.36 元，对应卫宁健康 2017 年 2 月 27 日的收盘价 19.06 元，PE 分别为 32 倍，68 倍和 53 倍。另外，公司 2016 年非公开发行股票价格为 22.86 元，与现价倒挂，现价折价率为 16.6%，存在非常大的安全边际。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**政策风险、新技术新需求带来的不确定性风险、医疗卫生信息化业务不及预期。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	491	753	964	1,253	1,628
YoY(%)	40.9	53.3	27.9	30.0	30.0
净利润(百万元)	121	153	502	236	303
YoY(%)	50.1	26.1	229.4	-53.1	28.5
毛利率(%)	54.7	54.1	55.1	55.6	56.1
净利率(%)	24.6	20.2	52.1	18.8	18.6
ROE(%)	15.5	15.4	29.7	12.9	14.7
EPS(摊薄/元)	0.14	0.18	0.60	0.28	0.36
P/E(倍)	132.4	105.0	31.9	68.0	52.9
P/B(倍)	20.9	15.8	9.4	8.7	7.7

正文目录

一、卫宁健康概况	4
1.1 行业领先的老牌医疗卫生信息化厂商	4
1.2 进军医疗大数据，卡位优势明显	6
二、医疗大数据行业迎来快速发展期	7
2.1 消除信息孤岛，释放医疗数据潜在价值	7
2.2 政策助推，医疗大数据迎来行业爆发点	9
三、双轮驱动布局全产业链	12
3.1 深耕医疗卫生信息化业务，夯实医疗大数据基础环节	12
3.2 数据分析环节多点开花，“4+1”战略打开成长想象空间	14
3.3 引入战略股东中国人寿，联手进军健康险市场	17
四、投资建议	18
五、风险提示	18

图表目录

图表 1	公司的医疗信息系统产品	4
图表 2	公司的人口健康信息平台	5
图表 3	卫宁健康营业收入及增速（亿元）	6
图表 4	卫宁健康净利率及增速（亿元）	6
图表 5	卫宁健康销售毛利率	6
图表 6	卫宁健康研发投入及增速（百万元）	6
图表 7	公司的“4+1”战略布局	7
图表 8	医疗大数据的三个环节	9
图表 9	医疗大数据发展的三个阶段	9
图表 10	中国健康服务产业规模	9
图表 11	医疗大数据建设的重点任务和重大工程	10
图表 12	电子病历应用水平分级标准	10
图表 13	全国医院数量	11
图表 14	医疗大数据的应用方向	12
图表 15	卫宁健康卫生行政机构用户分布	13
图表 16	卫宁健康的跨境远程医疗服务平台	14
图表 17	现在的就医状况及分级诊疗的就医状况	15
图表 18	纳里健康的分级诊疗综合解决方案	15
图表 19	用“钥匙卡”买药时的消费流程	16
图表 20	卫宁科技产品功能	17
图表 21	卫宁健康盈利预测	18

一、 卫宁健康概况

1.1 行业领先的老牌医疗卫生信息化厂商

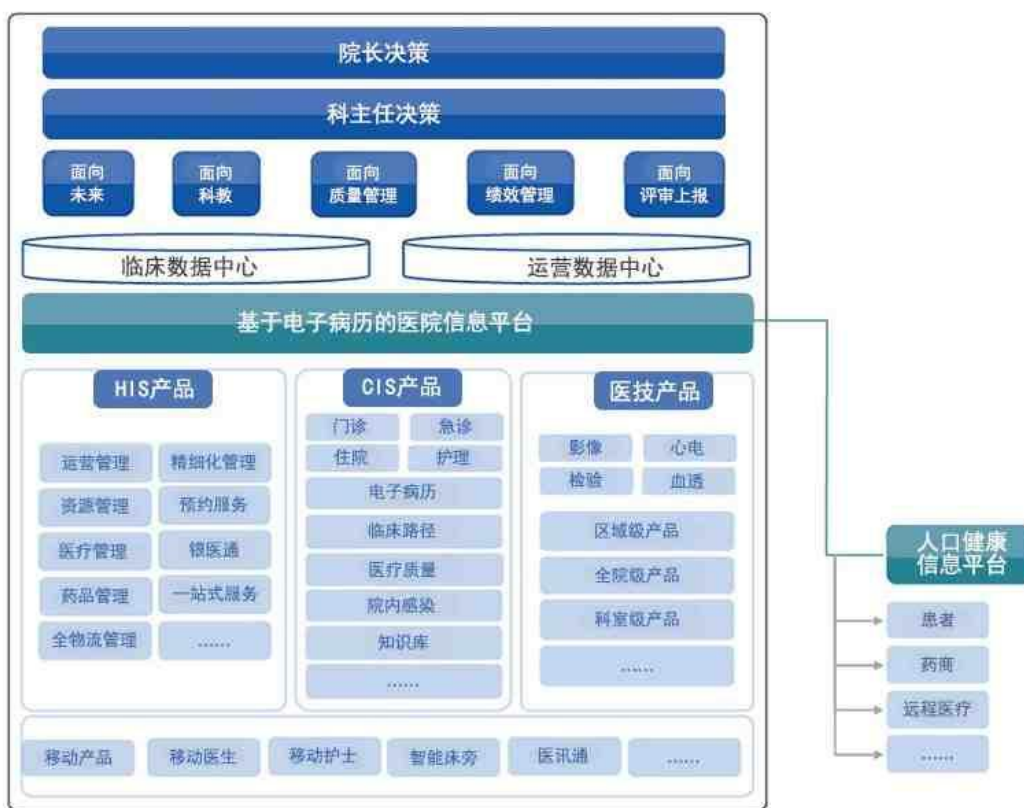
卫宁健康原名卫宁软件（上海金仕达卫宁软件有限公司），成立于 1994 年，是国内首家医疗卫生信息化行业的上市公司。公司现阶段采用“双轮驱动”模式，一是传统的医疗卫生信息化业务，另一个是创新的互联网+健康服务业务。

传统的医疗卫生信息化业务是公司目前业务收入的主要来源，服务内容覆盖医疗信息系统的全生命周期，可以分为面向医院的医疗信息系统和面向政府的人口健康信息平台。

医疗信息系统的客户是医院、卫生院等医疗机构，主要包括医院信息系统（HIS）、临床信息系统（CIS）和医技产品。

- HIS 系统是以经济核算为主轴，记录人流、物流、财流数据，以医院各级管理人员为服务对象，实现医院管理信息化，提高医院管理效益。
- CIS 系统是以处理临床信息为主的管理系统，以医务人员为服务对象，提高医疗质量。
- 医技产品记录整理各种影像、心电、检验、血透数据，还可以实现这些数据在科室、全院、区域间共享。同时这些数据都集成在电子病历中，汇集到人口健康信息平台上，实现医疗信息的互联互通。

图表1 公司的医疗信息系统产品



资料来源：公司网站，平安证券研究所

人口健康信息平台的客户是政府，平台基于国家 46312 卫生信息化整体框架要求设计建设，可以实现医疗信息的互联互通，消除信息孤岛。为国家实现到 2020 年建成国家医疗卫生信息分级开放应用平台所服务。

图表2 公司的人口健康信息平台

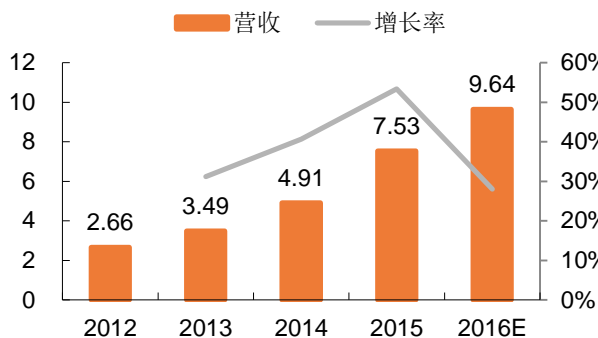


资料来源：公司网站，平安证券研究所

从公司刚刚公布的 2016 年业绩预告来看，近 5 年公司的营业收入和净利润得到了持续增长，营业收入从 2012 年的 2.66 亿元增长至 2016 年的 9.64 亿元，年复合增长率为 38%。净利润从 2012 年的 0.53 亿元增长至 2016 年的 5.02 亿元，剔除卫宁科技及纳里健康投资收益影响后，净利润达到 1.85 亿元，年复合增长率为 37%，已经成为医疗卫生信息化领域的领军企业。而且公司的毛利率非常高，近 5 年的毛利率都在 50%以上。

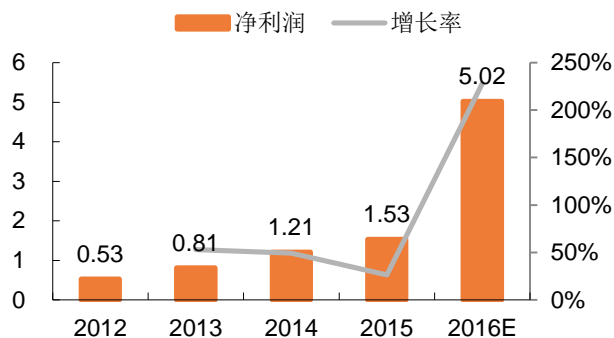
同时公司研发投入保持较快的增长，从 2011 年的 0.19 亿元增长至 2015 年的 0.89 亿元，复合增长率为 47.12%，每年研发投入占营业收入的比例达到 10%以上。较大的研发投入，保证了公司在技术上的领先。

图表3 卫宁健康营业收入及增速（亿元）



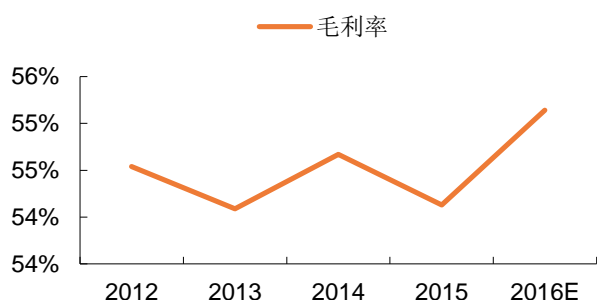
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 卫宁健康净利率及增速（亿元）



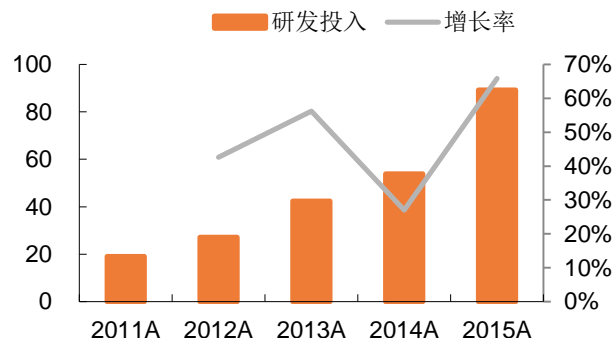
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 卫宁健康销售毛利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 卫宁健康研发投入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

当前医疗卫生信息化行业的特点是“大行业小公司”，全国各地存在着数量众多的中小公司，彼此竞争，目前还没有形成绝对的龙头。随着行业的发展，技术实力不强、营销能力不足的公司将会被淘汰，行业也会进行重组整合。卫宁健康作为行业领先的企业，拥有提供整体解决方案的能力，丰富的技术和人才储备以及专业的营销能力和服务体系。在全国 29 个省市自治区拥有各类医疗卫生机构用户 4000 多家，其中三级以上医院客户 200 余家。我们认为公司会在未来通过并购、合资、合作等方式，进一步扩大市场规模和用户数量。

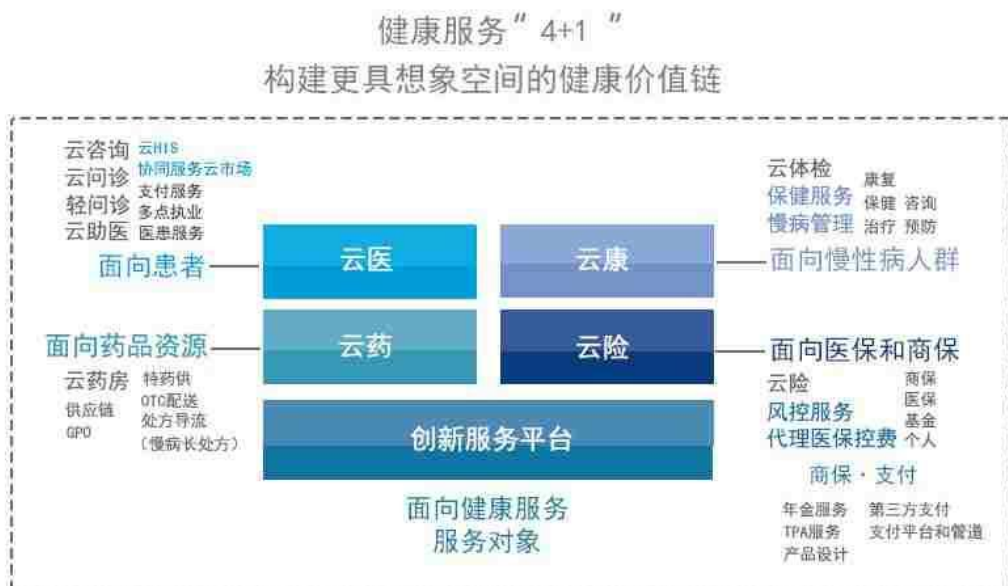
1.2 进军医疗大数据，卡位优势明显

公司积极布局健康服务领域，“4+1”战略（云医、云药、云险、云康+创新服务平台）推动互联网+模式下的健康服务业务的发展，顺应当前健康服务业向互联网化、大数据化发展的趋势。

- 云医——医疗健康服务：以分级诊疗为核心，集移动智慧医疗为一体，涵盖医疗机构、医生、患者等需求，具有咨询预约、会诊转诊、电子处方、检验检查协同、远程联合门诊、患者管理、医教协同、在线诊断等当前互联网医疗业务全部领域的核心功能。
- 云药——药品服务：业务涉及药品、药事、药品物流及其相关领域，通过互联网+手段，实现医疗+药品，保险+药品的联动服务。目前已建立连接药品服务和保险服务的“钥匙卡”平台，为健康保险的被保险人提供理赔直付服务，推广统一的健康保险理赔标准规范，推动健康保险产业集约化、规模化发展。

- 云险——保险服务：积极对接各类健康险厂商，开展多方合作，并且在不断探索自主开展保险业务的可能。其中在医保控费及其衍射业务领域，引入中国人寿作为卫宁科技的战略股东。
- 云康——患者服务：推出如“孕乐宝”、“康信”等产品，另外还进一步拓展个人健康服务、慢病管理服务以及康复保健服务与药事服务及保险服务的对接。

图表7 公司的“4+1”战略布局



资料来源：公司网站，平安证券研究所

医疗卫生信息化行业经过 20 年的发展，特别是大型三级医院、区域卫生信息平台的数据中心积累了大量的数据，这些数据具有数据量大、数据类型多、蕴含巨大价值、要求实时性强等大数据特点，是典型的大数据中心。

如何用好这些大数据成为了行业未来发展的方向，也是国家现阶段大力推进的事情。通过对医疗大数据的分析挖掘，会给分级诊疗、医保控费、传染病预测等健康服务行业、公共卫生行业带来深刻的变革。2016 年 10 月 25 日，国务院印发的“健康中国 2030”规划纲要指出，健康服务业总规模在 2020 年超过 8 万亿，在 2030 年达到 16 万亿元。

卫宁健康作为最早的一批医疗信息化厂商，深耕医疗卫生信息化行业，拥有丰富的行业经验的技术储备，以及大量的医疗机构用户。并且通过“4+1”战略，布局互联网+健康服务领域，已经占据了医疗大数据的关键入口，卡位优势明显。

二、 医疗大数据行业迎来快速发展期

2.1 消除信息孤岛，释放医疗数据潜在价值

近年来，随着新医改的推动，医疗信息化作为支撑医疗卫生体制改革的“四梁八柱”之一，在医改的深化和智慧城市的建设中，步入发展的黄金时期。自 2009 年新医改方案正式公布起，医疗卫生信息化

“十二五”规划、“3521 工程”、基层医疗信息系统建设指导意见等实质性政策也接踵而至。预计 2016 年投资将达到 340 亿，2020 年我国医疗信息化规模将超过 870 亿元。

但是目前国内大多数医院都采用“孤岛式”结构的信息技术配置模式，医疗信息系统的应用软件和硬件资源捆绑在一起建设。当医院为满足某些业务的新需求时，不仅需要同时购置系统所需的软硬件设施，还需要投入大量人力物力对它们进行运行和维护。据不完全统计，国内三级医院数据中心的服务器数量多达数十台，甚至上百台。

这种“孤岛式”的建设模式带来了很多困难。

- 第一，这些系统需要不同的相互独立的软硬件平台，使得医院自身的医疗信息系统管理变得繁重而复杂。
- 第二，大的医疗信息系统建设投入巨大，基层医院没有足够的资金来建设自己的医疗信息系统，也没有足够的专业人员来维护和运营它们。
- 第三，各区县、各医院之间的医疗信息系统缺乏统一的标准和接口，无法互联互通，使得有价值的医疗数据无法共享，限制了医疗数据的二次利用。

建立在“互联网+健康医疗”基础上的医疗大数据，能有效消除信息孤岛，实现医疗数据的互联融合、开放共享。而且通过大数据技术分析，还能实现医疗数据的二次利用，挖掘出潜在的价值。例如通过将医生处方和医疗专家库医学指导比较，系统可提醒医生避免出错，如药品不良反应、过度使用抗生素等，帮助医生降低医疗风险。

所谓大数据是指在允许的时间里，无法用常规软件对数据进行抓取、管理和处理的数据集合。具有 5V 特点：Volume（大量）、Velocity（高速）、Variety（多样）、Value（价值）、Veracity（真实性）。医疗数据大体可以分为 3 种：结构化数据、半结构化数据和非结构化数据。其中，大量的数据属于业务过程中产生的文档等非结构化数据。

医疗大数据可以分为三个环节：数据采集、数据存储、数据分析。

- 数据搜集来源有电子病历、电子健康档案、可穿戴智能设备和医疗移动应用产生的数据资源等。其中电子病历（EMR）是最核心的医疗数据。
- 数据存储主要通过跨医院、跨区域的医疗云实现，将医疗数据存储于云端，使得各类医疗卫生机构都能便捷快速的共享和获取这些数据。
- 数据分析则是通过大数据技术分析，实现医疗数据的二次利用，发现它在临床诊断、疾病监测与预防、药物研发、保费制定等多领域的应用价值。

三个环节逐层递进，数据采集是数据存储共享的基础，而只有完成了前两个环节，才能真正实现大数据的分析。

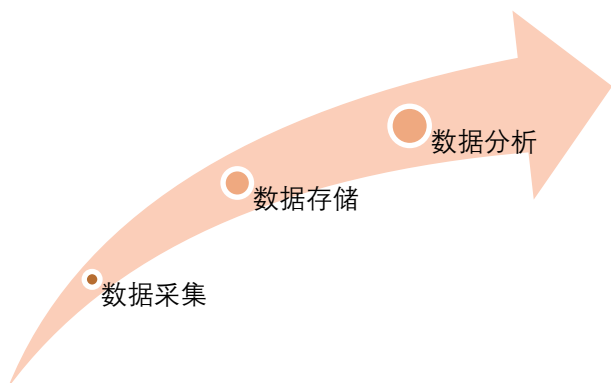
由于医疗大数据的特点，因此医疗大数据行业的发展一般有三个阶段：

第一阶段：完善以电子病历 EMR 为核心的医院信息系统的建设。

第二阶段：建设跨医院的区域卫生信息平台。

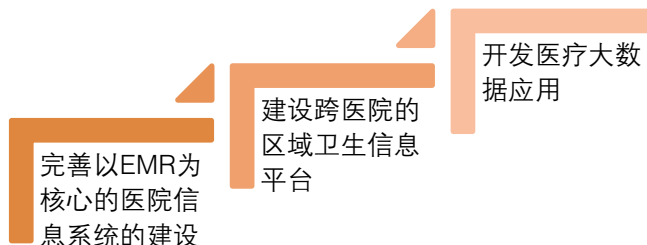
第三阶段：开发医疗大数据应用。

图表8 医疗大数据的三个环节



资料来源：平安证券研究所

图表9 医疗大数据发展的三个阶段

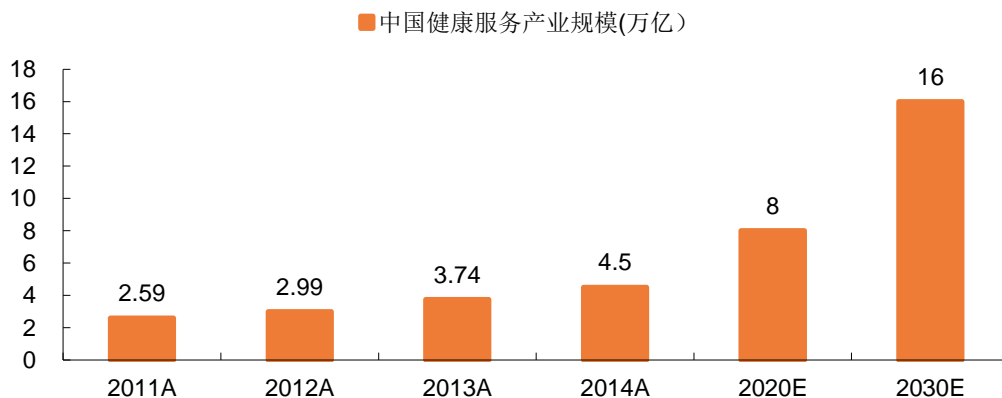


资料来源：平安证券研究所

2.2 政策助推，医疗大数据迎来行业爆发点

2016年6月24日，国务院办公厅印发《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》，意见指出到2017年底，实现国家和省级人口健康信息平台以及全国药品招标采购业务应用平台互联互通，基本形成跨部门健康医疗数据资源共享共用格局。到2020年，建成国家医疗卫生信息分级开放应用平台；基本实现城乡居民拥有规范化的电子健康档案和功能完备的健康卡。2016年10月25日中共中央、国务院又印发了《“健康中国2030”规划纲要》，纲要明确提出到2020年健康服务业总规模达到8万亿，到2030年达到16万亿，行业前景极其广阔。

图表10 中国健康服务产业规模



资料来源：中投顾问产业研究中心，平安证券研究所

未来几年，中国将在医疗大数据的数据采集、存储、分析三个环节全面建设。在数据采集和存储这两个基础环节，将建设和完善以居民电子健康档案、电子病历、电子处方等为核心的基础数据库，覆盖全生命周期的预防、治疗、康复和健康管理的一体化电子健康服务。建设统一权威、互联互通的人口健康信息平台，全面建成互通共享的国家、省、市、县四级人口健康信息平台。推动健康医疗大数据资源共享开放，消除数据孤岛。

在数据分析环节，则鼓励创新，深化医疗大数据应用，如推进健康医疗行业治理大数据应用，运用大数据深化医药卫生体制改革评估监测、健全医院评价体系、加强医疗机构监管。如推进健康医疗临床和科研大数据应用，构建临床决策支持系统、加强人口基因信息安全管理、创新药物研发。如推进公共卫生大数据应用，及时掌握和动态分析全人群疾病发生趋势及全球传染病疫情信息等国际公共卫生风险，提高突发公共卫生事件预警与应急响应能力。

图表11 医疗大数据建设的重点任务和重大工程

数据采集	数据存储	数据分析
<ul style="list-style-type: none"> 建设和完善以居民电子健康档案、电子病历、电子处方等为核心的基础数据库。 覆盖全生命周期的预防、治疗、康复和健康管理的 一体化电子健康服务。 	<ul style="list-style-type: none"> 建设统一权威、互联互通的人口健康信息平台。 推动健康医疗大数据资源共享开放。 	<ul style="list-style-type: none"> 推进健康医疗行业治理大数据应用。 推进健康医疗临床和科研大数据应用。 推进公共卫生大数据应用。 培育健康医疗大数据应用新业态。

资料来源：国务院办公厅，平安证券研究所

电子病历（EMR）也叫基于计算机的病人记录（CPR）。它使用电子设备（计算机、健康卡等）保存、管理、传输和重现的数字化的病人的医疗记录，取代手写纸张病历。

美国的电子病历的分级标准是 HIMSS 的 8 级标准，国内的电子病历的分级标准是卫生部制定的 8 级标准。到 2015 年底，美国 70% 的医院到了 5 级以上。而截至 2015 年 8 月，国内电子病历应用水平 5 级以上医院只有 18 家，其中 7 级医院 1 家，6 级医院 5 家，比例只有万分之六。

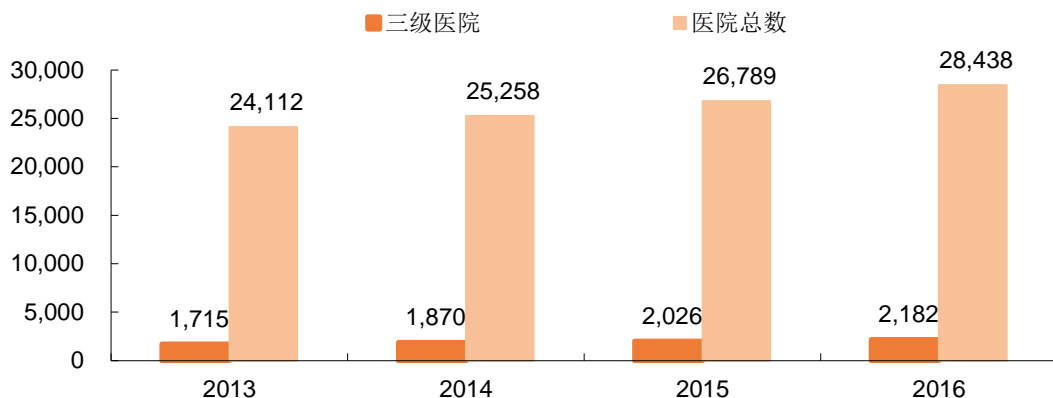
图表12 电子病历应用水平分级标准

等级	标准
0 级	未形成电子病历系统。
1 级	部门内初步数据采集。
2 级	部门内数据交换。
3 级	部门间数据交换，初级医疗决策支持。
4 级	全院信息共享，中级医疗决策支持。
5 级	统一数据管理，各部门系统数据集成，基本建立以电子病历为基础的医院信息平台。
6 级	全流程医疗数据闭环管理，高级医疗决策支持。
7 级	完整电子病历系统，区域医疗信息共享。

资料来源：卫生部，平安证券研究所

截至 2016 年 8 月底，全国医疗卫生机构数达 99 万个，其中医院 2.8 万个（三级医院 2182 家）。平均建设一个 5 级电子病历系统，需要 1000 万元，假设仅将所有三级医院都达到电子病历应用水平 5 级以上，市场规模就达到 200 多亿元。如果 70% 的医院达到电子病历应用水平 5 级以上，市场规模就达到 2000 亿元。再加上 90 多万个基层医疗机构，市场规模估计超 5000 亿。

图表13 全国医院数量



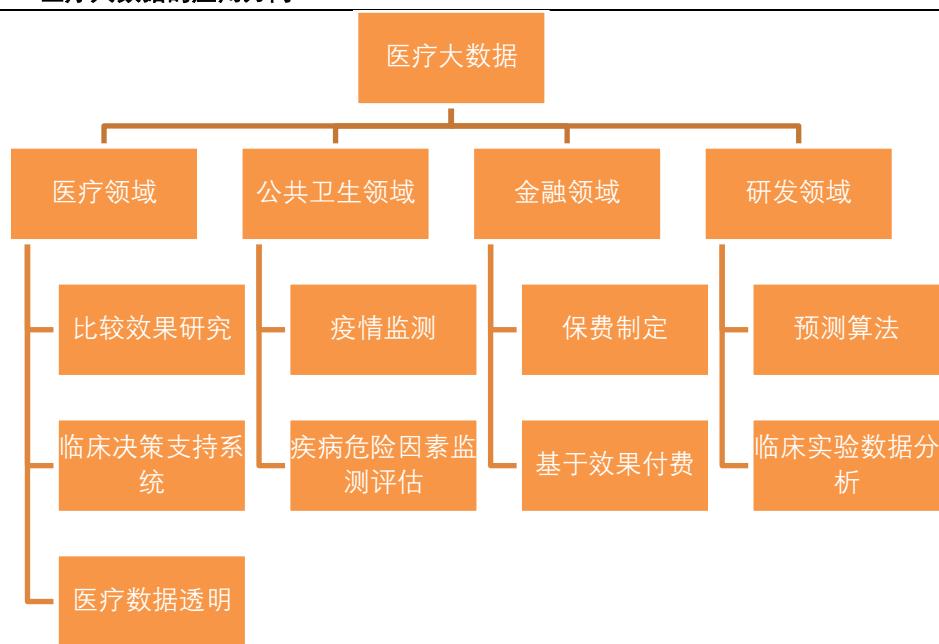
资料来源：卫计委，平安证券研究所

在区域卫生信息平台这一块，按照国家卫计委发布的“46312 规划”以及一系列鼓励性政策，全国将建立国家、省、市、县四级健康数据平台，平均市级机构预算约 3000 万元，全国共有 600 多个城市，市场空间近 200 亿元，再加上其他三级平台，后期市场空间巨大。

而健康医疗大数据应用发展将带来健康医疗模式的深刻变化，提升健康医疗服务效率和质量，扩大资源供给。麦肯锡在一份报告中估计，医疗大数据技术将为美国节省 12-17% 的医疗成本，以目前美国 2.6 万亿美元医疗开支计算，相当于节省 3000-4500 亿美元。

医疗大数据将给医疗、公共卫生、金融和研发领域创造价值。比如医疗领域的比较效果研究，可以通过全面分析病人特征数据和疗效数据，然后比较多种干预措施的有效性，可以找到针对特定病人的最佳治疗途径。比如公共卫生领域，完善疾病敏感信息预警机制，及时掌握和动态分析全人群疾病发生趋势。金融领域可以制定更合理的保费，以及更快、更精准的医疗事故鉴定和索赔。研发领域可以加快新药的研发，通过分析临床试验数据和病人记录可以确定药品更多的适应症和发现副作用。

图表14 医疗大数据的应用方向



资料来源：平安证券研究所

三、双轮驱动布局全产业链

3.1 深耕医疗卫生信息化业务，夯实医疗大数据基础环节

卫宁健康拥有完善医疗卫生信息化产品。针对医疗机构用户，能提供基于电子病历的医院信息平台整体解决方案，内部全面覆盖支撑医院各类业务及日常管理，外部支撑区域化信息共享及协同业务。针对卫生行政机构，能提供省-市-县多层次的区域卫生信息平台。医疗卫生信息化业务覆盖了数据采集和存储这两个医疗大数据的基础环节。

医院信息系统这一块，公司在全国 29 个省市自治区拥有各类医疗卫生机构用户 4000 多家，其中三级医院客户 200 余家，市场占有率 10%左右。随着医疗体制改革，医疗信息化行业将进一步飞速发展，行业肯定会进行横向、上下游兼并收购及延伸发展。公司较高的市场占有率，广泛的用户群体，以及全国的布局，有利于增强其在行业兼并收购中的竞争力。仅 2015 年年初至今，公司已经收购、参股了浙江万鼎、杭州东联、合肥汉思、梦天门、医点通、津微首佳、宇信网景等 7 家医疗信息化行业公司。随着国家推动开展的医院电子病历应用等级评审和互联互通测试的深入，各级各类医疗卫生机构展开了新一轮的医院信息化建设。

区域卫生信息平台这一块，公司在全国拥有近 50 家卫生管理机构用户，覆盖省-市-县不同层级的卫生管理机构，涉及医疗管理、医保管理、妇幼保健、疾病防控、血液管理等。参考 IDC 等研究机构的行业发展研究报告，目前医疗卫生信息化行业的年复合增长率为 14.53%，预计 2017 年市场总份额为 336.35 亿元，其中区域卫生信息化和公共卫生信息化异军突起。按照国家卫计委发布的“46312 规划”以及一系列鼓励性政策，全国将建立国家、省、市、县四级健康数据平台。平均市级机构预算约 3000 万元，全国共有 600 多个城市，因此我们估计市场空间近 200 亿元，再加上其他三级平台，后期市场空间巨大。

图表15 卫宁健康卫生行政机构用户分布



资料来源：公司网站，平安证券研究所

公司每年投入大量的资金进行研发，以保证其在行业里领先的技术水平。2016年上半年已累计投入5754.53万元，占营业收入的15.83%，预计2016年全年将达到1.3亿元，取得了诸多进展。

医院信息化：

- 传统业务中增加了诊前预检服务，缩短病人就诊时间，提高医院服务效率；
- 实现慢病自助抄方服务，方便慢病病人快速配药，减少院内就诊时间；
- 微信、支付宝支付等第三方医院统一支付平台上线，实现诊间、窗口、自助机、app就医全程支付服务；
- 孕产管理全新升级，实现从社区建孕册、到助产机构建孕卡、产检、高危孕产妇登记、随访、住院分娩、产后回访的全流程闭环服务；
- 实现不良事件完善管理，包括医疗、护理、药品、输血、器械、院感等不良事件；
- 推出医生移动办公助理-医务通，用于绩效跟踪、临床信息查询、移动审批、消息推送。

医技产品：

- 以移动端远程会诊应用为突破口完善PACS+产品，利用移动智能终端实现远程影像会诊、语音/文字/视频分享交流等，打破传统方式在地域或空间上的局限性，实现从“局域网检查系统”到“互联网检查生态圈”的进化，构建互联网检查生态圈，截止目前为止，已在全国20余家医疗机构成功上线，其中三级医院近10家，关注用户已突破25,000人；
- 远程医疗服务平台产品结合大数据、移动互联网、社交网络等关键技术，推出会诊病历360视图、异地影像同步操作、移动会诊等创新功能，实现医生—患者、医生—医生、医院—医院等多方联动。在国际上，借助国家“一带一路”战略，以“跨境远程医疗服务平台”项目为契机，以新疆维吾尔自治区医疗中心为核心，构建一个完善的、开放式的“跨境远程医疗服务平台”，向上

依托乌鲁木齐地区及国内 100 家大型医疗机构作为远程会诊中心，向下为丝路带沿线 100 个国家级医疗机构的病患及医护人员提供完整交互式的远程服务系统。

图表16 卫宁健康的跨境远程医疗服务平台



资料来源：公司网站，平安证券研究所

公共卫生产品方面：

- 升级家庭医生工作平台，为家庭医生提供签约、转诊、预约、上门服务的信息化支撑；
- 研发卫生综管平台，以健康目标为核心，通过全面预算管理，按照责任目标关系规定的工作任务，给与其相应的经费拨付与资源投入，明确收入预期，通过对责任目标结果的评定，实现管理者对家庭医生的绩效考核分配的真实、准确、有效；
- 拓展卫宁云 HIS 的应用范围，实现目标用户从公立医院向民营医疗机构延伸，运营模式从项目模式向基于服务的租赁模式扩展；
- 依托医疗产品优势，响应国家医养结合政策和顺应社会养老需求，打造医养结合平台产品，大力介入养老信息化市场。

3.2 数据分析环节多点开花，“4+1”战略打开成长想象空间

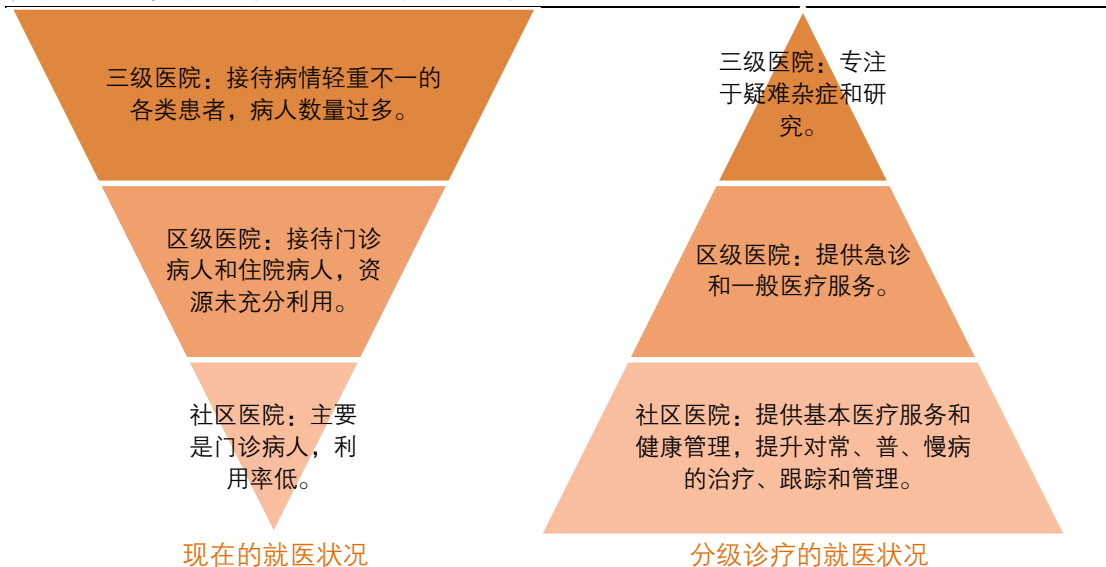
在不断夯实传统医疗卫生信息化业务的同时，公司也顺应行业发展，通过“4+1”战略积极布局健康服务业。云医、云康、云药和云险，分别涉及医疗健康服务、患者服务、药品服务和保险服务。现阶段，国家还没有开放电子病历中医疗数据的使用，因此通过大数据进行新药研发、临床决策等业务的盈利模式还比较模糊。而医保控费对电子病历中详细的医疗数据的依赖相对较小，是最能直接盈利的方向。而且云医、云康和云药本身就能为公司带来用户和大量数据，从而更好的支撑云险业务的开展，形成良好的协同效应。

云医——医疗健康服务

云医的核心业务是分级诊疗，核心平台是浙江纳里健康科技有限公司。卫宁健康及全资子公司卫宁互联网先后投资 1.3 亿元对纳里健康增资，合计持有 70% 的股权。

现阶段，三级医院接待了病情轻重不一的各类患者，使得病人数量过多，医院负担较重。而区级医院，特别是数量众多的社区医院的功能并未完全开发，利用率还比较低。纳里健康平台整合各级医疗机构及医生的资源，探索实现“大病进医院，小病在社区”的就医模式。

图表17 现在的就医状况及分级诊疗的就医状况



资料来源：平安证券研究所

纳里健康通过“互联网+医院联盟+医生”新模式，开发出兼顾医院和医生需求互联网协作应用，解决了过去医院间存在协作机制，但缺乏协作工具的问题。以“互联网+”为纽带，以各级医疗卫生机构为支撑，在线上实现机构和信息系统的整合联动，在线下提供给患者准确有效的分级诊疗服务。

图表18 纳里健康的分级诊疗综合解决方案

居民	医生	医院
<ul style="list-style-type: none"> •远程咨询、远程问诊、预约挂号、移动支付、医养护一体化服务等 •便捷：移动化、突破时空限制 •优质：协调、连续的健康 •服务高效：精准转诊，有序就医 	<ul style="list-style-type: none"> •提高医生工作效率，扩大医疗服务辐射范围 •构建医生专业圈，提升医生服务价值和品牌 •基层医生获得上级专家在线培训与指导，提高医疗服务水平和口碑 	<ul style="list-style-type: none"> •连接协作医院，轻松构建专属的医疗集团或医疗联合体 •筛选与医院定位相匹配的疑难重症、常见病 •获取上级医院双向转诊绿色通道、特需专家号源

资料来源：公司网站，平安证券研究所

目前，纳里健康平台已接入浙江、云南、湖北、内蒙古、新疆、山东、陕西、河北、广东、辽宁等地 600 多家医疗机构及各类医疗联合体或医疗集团，上线医生 20,000 多名。

我们认为分级诊疗是未来医疗的发展方向，目前仍处于起步阶段，单单远程协作、互联互通云平台等基础条件的建设，就是一个很大的市场空间。而且云医业务能为卫宁健康带来大量的医院、医生和居民用户，产生海量的数据。通过对这些数据的分析，能掌握疾病发生率，医疗费用支出率，平

均余命等统计资料，更好的实现医保控费、药品销售等诸多业务，同公司的云险、云药、云康业务产生很好的协同效果。

云康——患者服务

云康业务有“孕乐宝”、“康信”等针对孕产妇、康复病人、慢性病人等对象的产品。

比如“优孕宝”一方面借助传感设备、物联网方式对准妈妈的产前、产中、产后的健康状况进行全程监控和健康指导，另一方面通过“优孕宝”APP 的线上服务方式使准妈妈随时能查询最新的孕保知识，了解自己的健康状况，检索和查询自己的产前检查情况，反馈自己相关的健康信息给孕保医生，并能得到生育风险评估、饮食建议、胎教服务以及产后随访、婴幼儿保健等方面的指导，通过“优孕宝”能直接在线与医生进行交流，还能为准妈妈形成个性化的健康指导方案。

优孕宝已于 2015 年 10 月在江苏省卫计委计划生育研究所和江苏省人民医院展开试点，试点成功后，项目将被江苏省列为基于物联网的优生优育健康服务示范工程予以重点推广。

云药——药品服务

云药业务涉及涉及药品、药事、药品物流及其相关领域，核心平台是上海钥世圈云健康科技发展有限公司。公司通过互联网+手段，实现医疗+药品，保险+药品的联动服务，目前已建立连接药品服务和保险服务的“钥匙卡”平台。

“钥匙卡”是专注于药品福利管理和健康保险第三方服务的理赔直付工具。依托“钥匙卡理赔直付平台”这一基础设施并对接了零售药店和众多医疗服务机构，为健康保险的被保险人提供理赔直付服务，推广统一的健康保险理赔标准规范，推动健康保险产业集聚化、规模化发展。

图表19 用“钥匙卡”买药时的消费流程



资料来源：公司网站，平安证券研究所

目前，钥世圈已与上海、北京、四川、广东、云南、河南、山东等地近 10 家保险总公司、近 20 家保险分公司、100 多家连锁药房、20,000 多家连锁门店签订了合作协议，累计实现保险控盘保费总额近 3 亿元，累计发放“钥匙卡”50,000 多张。

“钥匙卡”的理赔直付业务，就是由钥世圈公司先垫付药费，然后再定期跟保险公司结算，“钥匙卡”中的个人账户金额为虚拟的用于持卡消费时的额度。通过不断扩大用户数量，就能获得跟药店以及保险公司的议价权，从而获得收益。

云险——保险服务

云险业务目前的核心在理赔风控、大数据服务保险等医疗福利管理（PBM）领域，PBM 就是基于病人的保单历史和医疗机构的诊疗历史数据对医疗服务进行有效监督，一旦医生开的处方药价太高、或者是过度治疗就发出提醒，从而控制医疗费用支出、降低医疗保险公司的医保费用支出。

云险业务的核心平台是卫宁科技。卫宁科技自成立以来一直专注于社保基金监控管理、医疗卫生行业临床医学知识库研究及开发、销售等服务。目前服务的客户数量逐渐增多，包括江苏、浙江、上海、山东、山西、广东、四川等全国多个省市医疗机构和平安养老、太平人寿、中国人保、中国人寿、中华财险等多个商业保险公司。2016 年 3 月 30 日，还引入国内最大的商业保险公司中国人寿成为卫宁科技的战略股东。

图表20 卫宁科技产品功能

医保基金支出分析控制
医保业务违规行为提醒
医保临床违规行为提醒
疑似违规行为查询申诉

资料来源：公司网站，平安证券研究所

此外，公司通过参与设立“互助家互联网财产保险相互合作社”、“金诚财产保险股份有限公司”等保险公司，不断探索自主开展保险业务的可能。

我们认为卫宁健康的四朵云，分工明确，又相互协同。云医、云康和云药为公司带来大量的患者、医院、医生用户，以及海量的医疗数据。这些数据能更好的支撑云险业务中 PBM 业务的开展。如果将云险和云药业务结合，就可以对保险公司客户的参保人指定药房，从而因为向药房提供了销售渠道而获得了议价能力。理赔直付的过程中，先垫付，再定期跟保险公司结算，从而赚取药品的差价等。通过销售药品获得收益，是目前美国 PBM 巨头之一 Express Scripts 公司的主要盈利模式。Express Scripts 公司 2015 年营业收入为 1009 亿美元，市值 619 亿美元。卫宁健康通过四朵云的布局，正逐步向这种 Express Scripts 公司的这种成熟的盈利模式靠拢，看好其未来的发展。

3.3 引入战略股东中国人寿，联手进军健康险市场

2016 年 3 月 30 日，中国人寿以人民币 19,200 万元对卫宁科技单方面增资，其中 1,200 万元计入卫宁科技的注册资本，其余 18,000 万元计入卫宁科技的资本公积。增资后，卫宁健康占卫宁科技的股权降为 50%，中国人寿持股 23.07%，卫宁科技不再纳入卫宁健康的合并财务报表。

中国人寿是全球市值最大的上市寿险公司，境内寿险业务市场份额为 27.02%。此前中国人寿与卫宁科技的合作非常紧密，其在广东、陕西、四川等省的医保控费引擎均采用卫宁科技的产品。

由于医疗费用增加、医保筹资增速放缓及人口老龄化，医保基金面临前所未有的收支压力。因此 2016 年 1 月 12 日出台的《关于整合城乡居民基本医疗保险制度的意见》提出要加强商业保险的衔接，以政府购买服务的方式委托具有资质的商业保险机构等社会力量参与基本医保的经办服务。

至 2015 年 10 月，我国商业健康险保费收入占商业保险保费收入 9%，离国际标准 30% 相距甚远。《意见》的出台，给商业保险公司打开了广阔的健康险市场空间。2015 年全国保费收入 2.4 万亿，同比增长 20%，加入健康险保费收入占比达到 30%，将有近万亿的市场规模。

但是商业健康险的前提是解决控费问题。中国人寿和卫宁健康的联手，能很好的解决各自的痛点。中国人寿获得了流行病学数据使得精算结果的可靠性大大提升；人工审核改为 PBM，提高了核保和理赔效率。卫宁健康深度绑定保险业龙头，能优先占有中国人寿相应的商保控费市场，扩大商保理赔直付业务，提升竞争优势。而且还有望整合中国人寿的行业资源，探索自主开展保险业务的可能。

四、投资建议

我们认为公司有如下看点：

1. 领先的技术水平和行业地位，以及提供整体解决方案的能力。较高的研发投入，保证了公司技术的领先。依托完备的产品线，丰富的项目经验和突出的研发实力，保证了公司进一步的扩大市场。
2. 医疗卫生信息化行业的持续景气。随着国家推动开展的医院电子病历应用等级评审和互联互通测试的深入，各级各类医疗卫生机构开展了新一轮的医院信息化建设。保证了公司传统业务的持续增长。
3. 精准清晰的医疗大数据产业链闭环。公司通过双轮驱动精准布局了医疗大数据的全产业链，而且使得各项业务之间能形成良好的协同效应。“4+1”战略，使公司进军医疗健康服务、保险服务、药品服务等市场空间巨大的蓝海市场。

我们看好公司在未来几年的发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。预计公司 2016-2018 年营业收入规模约为 9.64 亿元、12.53 亿元和 16.28 亿元，对应 EPS 分别为 0.60 元、0.28 元和 0.36 元，对应卫宁健康 2017 年 2 月 27 日的收盘价 19.06 元，PE 分别为 32 倍，68 倍和 53 倍。另外，公司 2016 年非公开发行股票价格为 22.86 元，与现价倒挂，现价折价率为 16.6%，存在非常大的安全边际。

图表21 卫宁健康盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	491	753	964	1,253	1,628
YoY(%)	40.9	53.3	27.9	30.0	30.0
净利润(百万元)	121	153	502	236	303
YoY(%)	50.1	26.1	229.4	-53.1	28.5
毛利率(%)	54.7	54.1	55.1	55.6	56.1
净利率(%)	24.6	20.2	52.1	18.8	18.6
ROE(%)	15.5	15.4	29.7	12.9	14.7
EPS(摊薄/元)	0.14	0.18	0.60	0.28	0.36
P/E(倍)	132.4	105.0	31.9	68.0	52.9
P/B(倍)	20.9	15.8	9.4	8.7	7.7

五、风险提示

- 1) 政策风险；
- 2) 新技术、新需求带来的不确定性风险；
- 3) 医疗卫生信息化业务不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	914	1420	1938	2423
现金	227	624	811	1054
应收账款	555	635	912	1099
其他应收款	70	89	118	150
预付账款	9	12	16	21
存货	42	46	67	78
其他流动资产	11	15	15	21
非流动资产	821	1212	1273	1343
长期投资	24	384	407	431
固定资产	24	74	117	155
无形资产	67	78	91	107
其他非流动资产	707	676	657	651
资产总计	1735	2632	3211	3766
流动负债	613	804	1225	1542
短期借款	150	308	648	831
应付账款	109	130	178	218
其他流动负债	353	366	399	494
非流动负债	75	75	75	75
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	75	75	75	75
负债合计	687	879	1299	1617
少数股东权益	34	52	64	76
股本	555	840	840	840
资本公积	137	81	81	81
留存收益	321	705	883	1113
归属母公司股东权益	1013	1701	1848	2073
负债和股东权益	1735	2632	3211	3766

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	79	173	19	250
净利润	161	520	247	315
折旧摊销	18	9	16	24
财务费用	-0	2	6	17
投资损失	0	-337	0	0
营运资金变动	-143	-22	-250	-106
其他经营现金流	43	0	0	0
投资活动现金流	-493	-63	-78	-95
资本支出	235	31	38	47
长期投资	-99	-360	-24	-24
其他投资现金流	-357	-392	-63	-71
筹资活动现金流	271	129	-94	-94
短期借款	147	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	337	285	0	0
资本公积增加	-106	-56	0	0
其他筹资现金流	-107	-101	-94	-94
现金净增加额	-143	238	-153	61

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	753	964	1253	1628
营业成本	345	432	556	715
营业税金及附加	9	13	16	21
营业费用	109	146	184	231
管理费用	160	202	257	326
财务费用	0	2	6	17
资产减值损失	27	29	41	54
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	337	0	0
营业利润	102	475	192	264
营业外收入	53	46	50	48
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	155	521	242	312
所得税	-7	1	-5	-3
净利润	161	520	247	315
少数股东损益	9	18	11	13
归属母公司净利润	153	502	236	303
EBITDA	174	531	265	353
EPS (元)	0.18	0.60	0.28	0.36

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	53.3	27.9	30.0	30.0
营业利润(%)	13.3	367.5	-59.6	37.7
归属于母公司净利润(%)	26.1	229.4	-53.1	28.5
获利能力				
毛利率(%)	54.1	55.1	55.6	56.1
净利率(%)	20.2	52.1	18.8	18.6
ROE(%)	15.4	29.7	12.9	14.7
ROIC(%)	12.8	25.1	9.9	11.2
偿债能力				
资产负债率(%)	39.6	33.4	40.5	42.9
净负债比率(%)	-2.1	-18.0	-8.5	-10.4
流动比率	1.5	1.8	1.6	1.6
速动比率	1.4	1.7	1.5	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	1.6	1.6	1.6	1.6
应付账款周转率	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.60	0.28	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.21	0.02	0.30
每股净资产(最新摊薄)	1.21	2.02	2.20	2.47
估值比率				
P/E	105.0	31.9	68.0	52.9
P/B	15.8	9.4	8.7	7.7
EV/EBITDA	92.3	29.8	60.2	45.1

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033