

2018年07月10日

证券研究报告·公司研究报告

卫宁健康(300253) 计算机

当前价: 13.12元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 携手巨头，加速推进“互联网+医疗健康”布局

## 投资要点

- **推荐逻辑:** 公司是医疗 IT 龙头，受益于行业需求提升，马太效应影响和政策驱动，公司传统主业医疗信息化有望维持高增速；公司持续推进在“互联网+医疗健康”领域的布局，积极引入战略合作伙伴，根据近期公告，公司大股东与上海云鑫创业投资有限公司（阿里巴巴旗下创投公司）签署《股权转让协议》，上海云鑫受让公司大股东合计 5.05% 的股权，并向卫宁互联网增资 1.93 亿元，同时蚂蚁金服及上海云鑫与公司签署《框架合作协议》，未来各方将以共建领先的大数据生态体系为核心，围绕“互联网+医疗健康”展开合作，各方有望形成合力，在“互联网+医疗健康”领域中取得更大的竞争优势。
- **行业维持高景气，公司传统医疗信息化业务有望维持高增速:** 公司拥有行业领先的智慧医院、智慧卫生和智慧健康产品及解决方案，在传统信息化领域积累了超过 5000 家客户，行业市占率居前。受益于医院效率提升和数据优化管理需求释放，医院信息化标准及医联体等政策推进，订单加速落地，行业维持高增速；同时随着医疗信息化建设水平提升，市场向拥有更强技术实力和渠道能力的龙头企业集中，公司有望受益于马太效应，加速成长。2018 年上半年国家组织机构改革完成，国家组建卫健委，成立医保局，发布了《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》、《全国医院信息化建设标准与规范（试行）》等政策，对“互联网+医疗”的发展给予了方向性的肯定，对医院信息化建设提出了更高的要求，进一步激发了市场活力，行业有望维持高景气。
- **创新“4+1”战略加速落地:** 公司持续加强“互联网+”创新业务领域的布局，“4+1”战略，即云医、云康、云险、云药+创新服务平台，立足于健康服务业的不同领域，引入战略合作伙伴，强强联合，逐渐形成了医疗健康生态圈闭环，部分业务链有望实现盈利。卫宁互联网作为公司“4+1”战略“互联网+医疗健康”业务的平台和孵化器，通过此次与蚂蚁金服及上海云鑫达成的股权和业务合作，有望依托其领先的大数据、人工智能、生物识别、区块链、移动支付等能力，发挥公司在医疗信息化领域的业务、产品、渠道等优势，进一步完善公司在“互联网+医疗健康”领域的生态布局。
- **盈利预测与估值:** 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.21 元、0.28 元和 0.38 元，未来三年收入年复合增速为 31.7%，归母净利润年复合增速为 36.9%。公司是医疗 IT 龙头，并与互联网巨头强强联合，考虑到行业马太效应显现，公司与互联网巨头合作有望实现在 C 端布局的突破，公司控股的互联网子公司估值有望进一步提升，公司应享受行业估值溢价。但考虑到公司目前估值已高于板块整体估值，首次覆盖，暂不给予评级。
- **风险提示:** 订单释放或不及预期的风险；合作或不及预期的风险；创新业务推进或不及预期的风险；政策风险等。

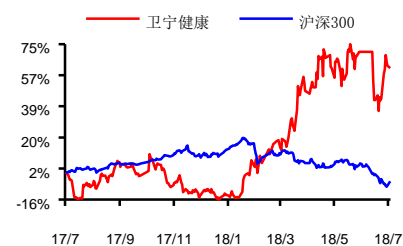
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1203.76	1577.40	2075.16	2752.21
增长率	26.12%	31.04%	31.56%	32.63%
归属母公司净利润(百万元)	229.04	331.38	453.36	610.29
增长率	-55.84%	44.68%	36.81%	34.62%
每股收益 EPS(元)	0.14	0.21	0.28	0.38
净资产收益率 ROE	8.64%	11.20%	13.47%	15.55%
PE	93	64	47	35
PB	7.97	7.14	6.26	5.36

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅  
 执业证号: S1250517050002  
 电话: 021-68415380  
 邮箱: cxya@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

## 基础数据

总股本(亿股)	16.18
流通 A 股(亿股)	11.91
52 周内股价区间(元)	6.62-13.79
总市值(亿元)	212.25
总资产(亿元)	36.36
每股净资产(元)	1.71

## 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

1 公司概况：公司是医疗信息化龙头企业.....	1
2 政策加码，行业景气向上.....	3
3 需求升级，行业马太效应显现，龙头受益.....	7
4 创新“4+1”业务助力，公司医疗健康生态闭环逐渐形成.....	10
5 盈利预测与估值.....	12
6 风险提示.....	13

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司入选 IDC2017 年全球医疗科技公司 50 强.....	2
图 3: 公司 2013 年以来营业收入（亿元）及增速.....	2
图 4: 公司 2013 年以来归母净利润（亿元）及增速.....	2
图 5: 公司 2013 年以来扣非归母净利润（亿元）及增速.....	3
图 6: 公司 2013 年以来毛利率、净利率及分产品毛利率情况（%）.....	3
图 7: 我国 2013-2018 年 3 月医疗卫生机构、医院、三级医院数量的变化情况.....	3
图 8: 医疗行业 IT 支出占总支出比重稳步增加.....	4
图 9: 医疗信息化市场规模增长迅速（亿元）.....	4
图 10: 《全国医院信息化建设标准与规范》指标体系图.....	5
图 11: 我国医疗卫生机构及对应收入情况（2016 年）.....	7
图 12: 医疗信息化的需求发展情况.....	7
图 13: 公司数字化医院产品及解决方案构架.....	9

## 表 目 录

表 1: 近期三医相关制度.....	4
表 2: 近年来医疗行业及医疗信息化相关政策.....	4
表 3: 国家相关政策的节点目标.....	6
表 4: 医保局职能的主要内容.....	6
表 5: 公司 2017 年订单额前十位订单情况.....	8
表 6: 公司在医疗大数据和 AI+ 医疗领域的研发成果.....	9
表 7: 纳里健康相关统计数据（截至 2017 年底）.....	10
表 8: 公司互联网业务子公司的融资及估值.....	12
表 9: 分业务收入及毛利率.....	12
表 10: 可比公司估值表.....	13
附表: 财务预测与估值.....	14

## 1 公司概况：公司是医疗信息化龙头企业

公司成立于 1994 年，专注于医疗信息化行业，业务涵盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域。公司始终坚持产品化路线，发展迅速，并于 2011 年上市，是行业内（专注于医疗信息化主业）最早上市的公司。

上市后公司积极借助资本市场，通过外延并购，在医疗信息化这个“大行业，小公司”的市场实现了快速拓展。公司充分发挥自身产品化部署标准化、效率高的特点，迅速整合，实现了公司规模和业绩的同步提升。公司立足于上海，在北京、山西、新疆、大庆、西安、上海、湖南、湖北、广东、安徽、江苏、浙江、云南、天津、四川等地设有子/分公司，在山东、江西、广西、福建、重庆、浙江等地设有办事处，形成较完善的市场营销网络。在国内医疗信息化市场占有相当大的份额，在全国 30 多个省市自治区拥有各类医院客户 5000 多家，其中三级以上医院客户 200 余家。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

从 2015 年开始，公司启动“双轮驱动”发展战略，在继续扩张传统的医疗卫生信息化业务的同时，探索“互联网+”业务模式，提出“4+1”战略，通过业务和股权合作的方式建立了云医、云康、云险、云药四个创新子公司，并基于传统医院 IT 开发创新服务平台，链接院内院外系统，完成了“互联网+医疗健康服务”生态的搭建。根据 IDC Health Insights 发布的 2017 年全球医疗科技公司 50 强，公司位列第 33 名，成为中国乃至亚洲唯一上榜的医疗 IT 企业。

从公司业绩看，上市以来公司收入、利润持续保持高速增长。根据 2017 年年报，公司总收入达 12 亿元，同比增长 26.1%，实现归母净利润 2.3 亿元，同比下滑 55.8%，实现扣非归母净利润 2.1 亿元，同比提升 30%，2017 年公司归母净利润下滑是由于 2016 年公司实现 3.8 亿非经常性的投资收益形成高基数导致，2017 年公司扣非归母净利润仍保持高速增长。2018 年一季度，公司实现总收入 2.1 亿元，同比提升 23%，实现归母净利润 4044.6 万元，同比提升 50%，实现扣非后归母净利润 3543 万元，同比提升 43.7%，业绩维持高增速，高于预期。

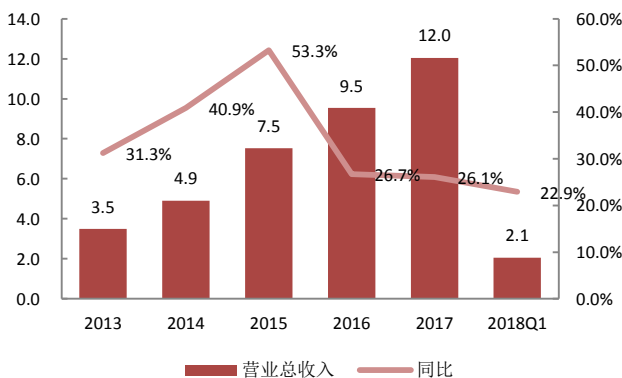
图 2: 公司入选 IDC2017 年全球医疗科技公司 50 强



数据来源: IDC Health Insights, 西南证券整理

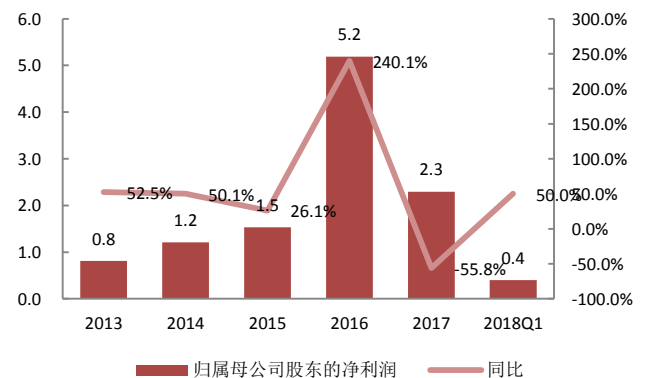
从业绩拆分看, 公司几乎 100% 的收入来自于医疗卫生信息化行业, 其中医院信息化贡献收入的 70%, 区域卫生项目贡献 30%, 创新业务中云医、云药已经形成了有望盈利的业务闭环; 分产品看, 2017 年软件销售实现 6.5 亿元, 占总收入的 54.2%, 毛利率为 65.8%, 硬件销售实现 3.5 亿元, 占总收入的 29.3%, 毛利率为 17.8%, 技术服务实现 2.0 亿元, 占总收入的 16.5%, 毛利率为 69.1%。公司 2017 年整体毛利率为 52.3%, 同比下滑约 2.1 个百分点。

图 3: 公司 2013 年以来营业收入 (亿元) 及增速

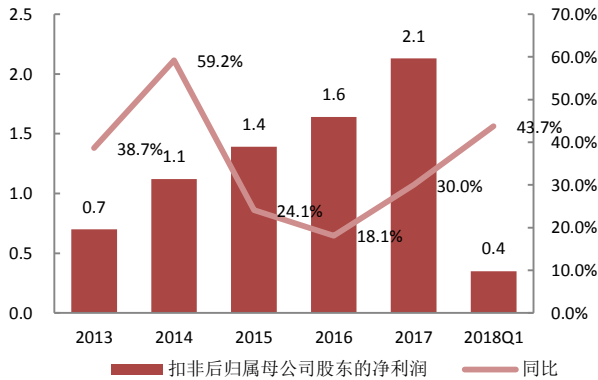


数据来源: Wind, 西南证券整理

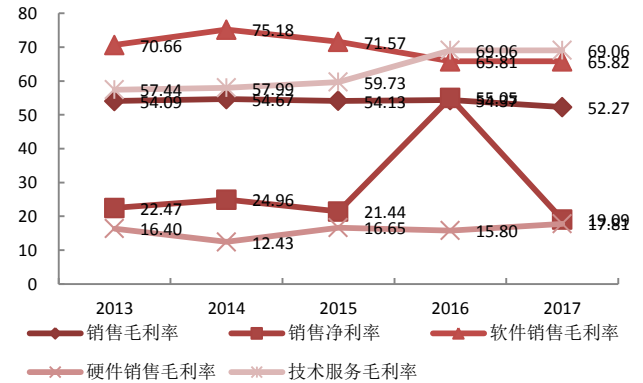
图 4: 公司 2013 年以来归母净利润 (亿元) 及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 5: 公司 2013 年以来扣非归母净利润 (亿元) 及增速**


数据来源: Wind, 西南证券整理

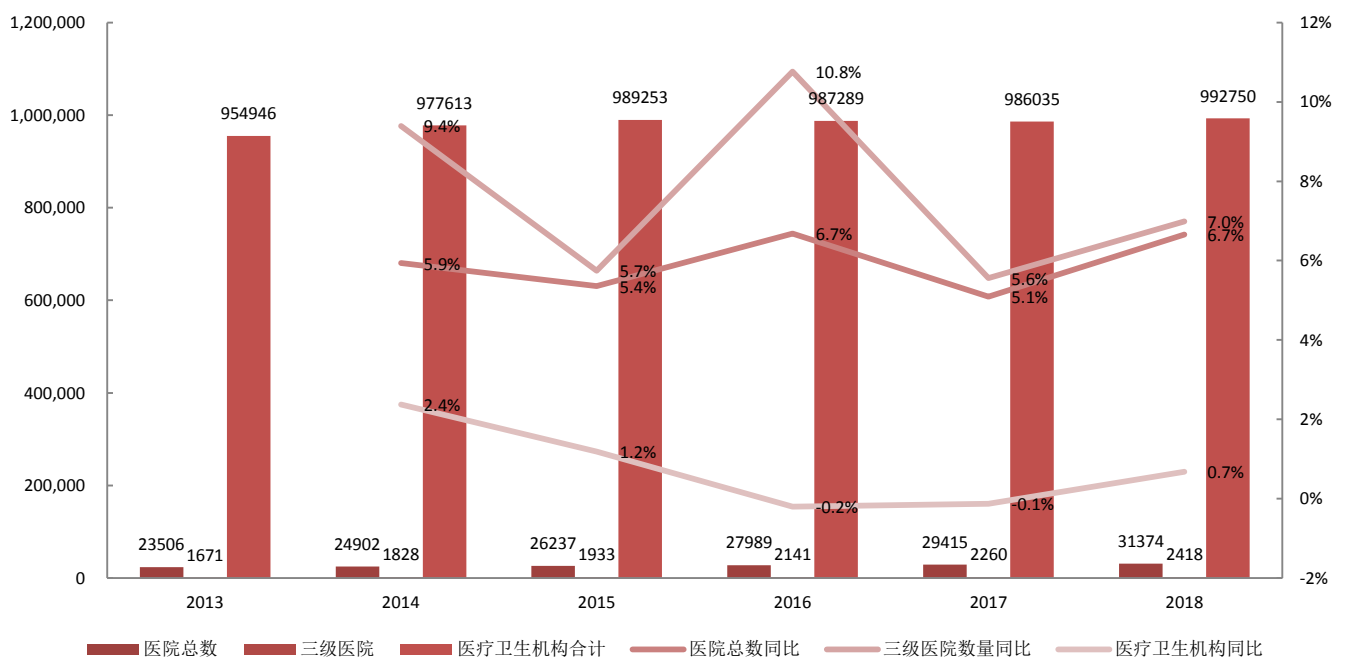
**图 6: 公司 2013 年以来毛利率、净利率及分产品毛利率情况 (%)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2 政策加码, 行业景气向上

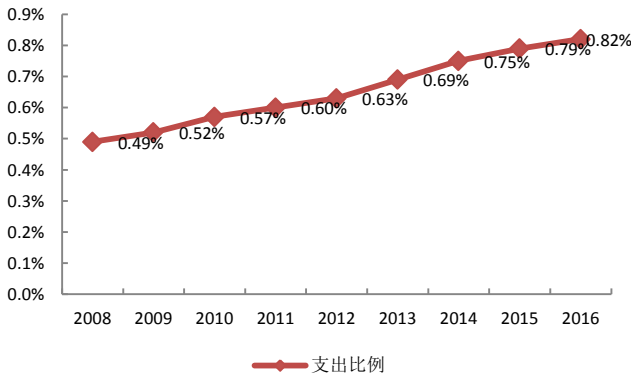
我国医疗卫生建设持续推进。截止 2018 年 3 月底, 我国医疗卫生机构数量达到 992,750 个, 较 2013 年增加了 3 万多个, 医院数量增加至 31,374 个, 较 2013 年增加了 6,904 个, 三级医院达到 2418 个, 较 2013 年增加了 680 个。医疗机构的增加直接带动了医疗信息化需求的释放。我国医疗 IT 支出在我国医疗卫生支出中的占比也稳步增加。

根据 IDC《中国医疗 IT 解决方案 2015-2019 预测与分析》报告预计, 到 2019 年医疗行业 IT 花费市场的规模将达到 425.3 亿元, 2015 至 2019 年的年复合增长率为 13.8%, 未来五年的增长速度高于中国 IT 市场的平均增速, 尤其是软件和服务都将保持较高的增长速度。

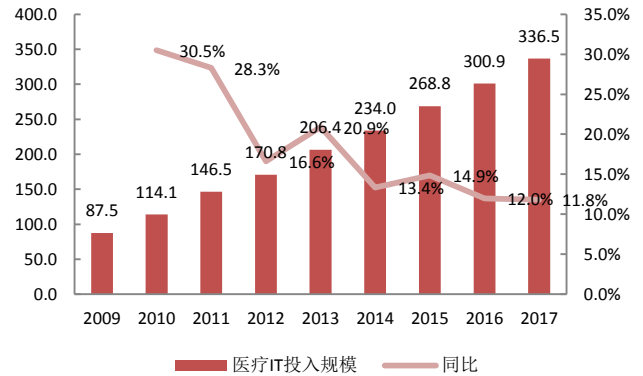
**图 7: 我国 2013-2018 年 3 月医疗卫生机构、医院、三级医院数量的变化情况**


数据来源: 卫健委官网, 西南证券整理



**图 8：医疗行业 IT 支出占总支出比重稳步增加**


数据来源：卫生部，西南证券整理

**图 9：医疗信息化市场规模增长迅速 (亿元)**


数据来源：前瞻研究院，西南证券整理

医疗制度变迁带动了医院信息化升级和区域医疗的建设。随着我国人口持续增加、老龄化加剧和城镇化发展，医疗资源错配问题加剧，国家不断调整行业政策并进行医疗机构改革力求实现医疗资源的优化配置。2017 年以来，国家推进三医联动，政策频出，带动了医疗 IT 的需求升级。

**表 1：近期三医相关制度**

	相关制度	医疗 IT 需求
医药	药品成为成本中心； 推进两票制，商业向综合服务转型。	药占比降低促进医院通过信息化手段节能增效，包括通过 BI 及“互联网+”提升管理水平，增加智能化模块提升诊断、治疗精确度和效率等； 医保控费以医疗大数据为基础，推动了医院电子病历系统建设，进而推动 drgs 发展； 医保支付方式改革推进医疗机构支付解决方案及医疗+金融发展； 分级诊疗、医联体建设带动区域医疗信息化建设需求； 处方药流转带动药店“互联网+”业务发展等。
医保	医保支付方式改革，按病种付费，发展管理式医保； 建设多层次医保体系。	
医疗	分级诊疗（预约转诊机制、医联体建设、全科医生）； 医药分家； 发展多层次医疗服务。	

数据来源：西南证券整理

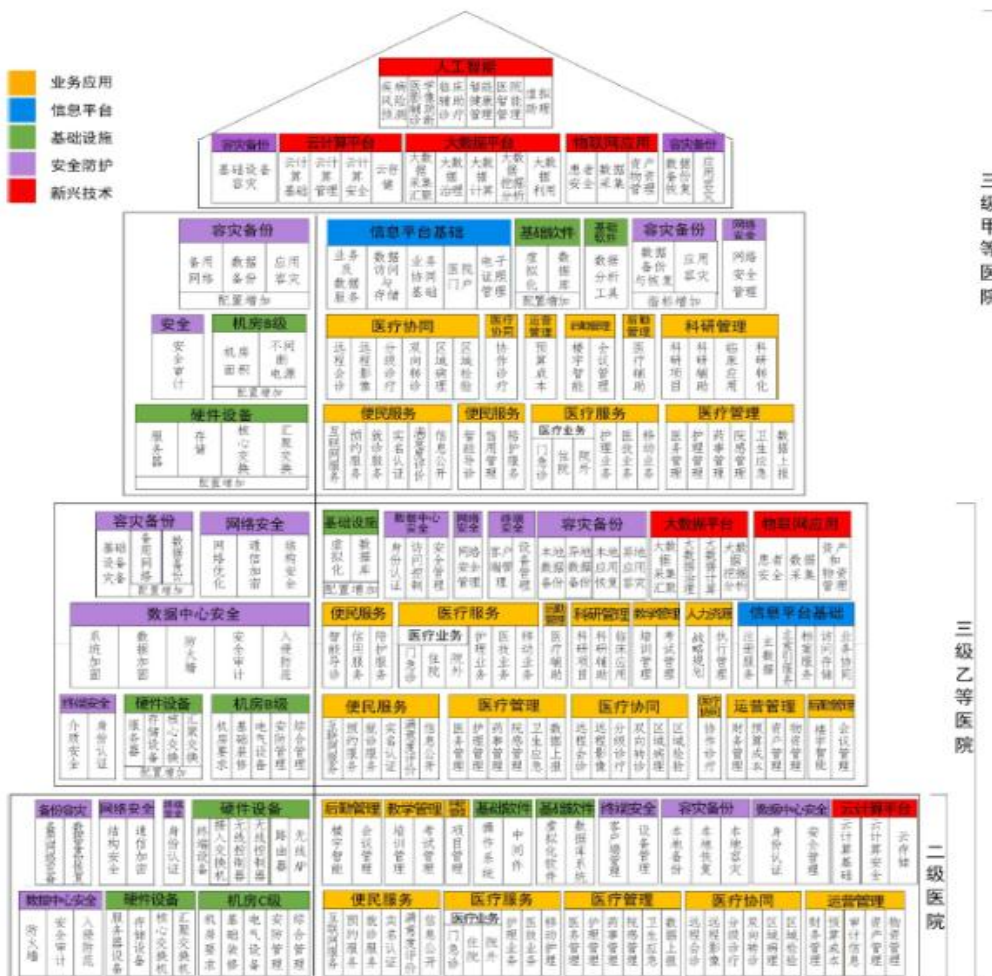
**表 2：近年来医疗行业及医疗信息化相关政策**

时间	机构	文件	内容
2018 年 4 月	国务院	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	发展“互联网+医疗服务”，允许医疗机构发展互联网医院，支持符合条件的第三方机构搭建互联网信息平台，支持第三方平台发展远程医疗；推动构建有序的分级诊疗格局；促进家庭签约服务智能化、信息化建设和应用；线上开具的处方经审核，医疗机构和药品经营企业可以委托符合条件的第三方机构配送；“互联网+保险结算”方面拓展在线结算功能；鼓励推进“互联网+”人工智能应用服务等。
2018 年 4 月	卫计委	《全国医院信息化建设标准与规范（试行）》	着眼未来 5-10 年，对二级及以上医院在业务应用、信息平台、基础设施、安全防护和新兴技术进行技术标准设定。不同级别的医院需要满足各级相对的具体要求。
2017 年 5 月	卫计委	《关于做好 2017 年家庭医生签约服务工作的通知》	在全国 85% 以上的地市开展家庭医生签约服务工作，签约服务人群覆盖率达到 30% 以上，重点人群签约服务覆盖率达到 60% 以上。
2017 年 5 月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务》	要求 2017 年 9 月底前全面推开公立医院综合改革，所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）。协调推进管理体制、医疗价格、人事薪酬、药品流通、医保支付方式等改革。逐步提高医疗服务收入在医院总收入中的比例。

时间	机构	文件	内容
2017年4月	国务院办公厅	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	三级公立医院要全部参与并发挥引领作用，综合医改试点省份每个地市以及分级诊疗试点城市至少建成一个有明显成效的医联体。
2017年1月	卫计委	《“十三五”全国人口健康信息化发展规划》	到2017年，覆盖公共卫生、计划生育、医疗服务、医疗保障、药品供应、行业管理、健康服务、大数据挖掘、科技创新等全业务应用系统的人口健康信息和健康医疗大数据应用服务体系初具规模，实现国家人口健康信息平台与32个省级平台互联互通，初步实现基本医保全国联网和新农合跨省异地就医即时结算，基本形成跨部门健康医疗大数据资源共用共享的良好格局。
2016年10月	国务院	《“健康中国2030”规划纲要》	以“共建共享，全年健康”为战略主题，提出了到2020年、2030年和2050年我国全民健康水平发展的战略目标。
2016年6月	国务院	《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》	将健康医疗大数据应用发展纳入国家大数据战略布局，并从夯实应用基础、全面深化应用、规范和推动“互联网+健康医疗”服务、加强保障体系建设等四个方面部署了14项重点任务和重大工程
2015年	国务院	《城市公立医院综合改革试点的指导意见》	2017年，我国将破除以药补医，个人卫生支出占卫生总费用的比例将降低到30%以下，试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到30%左右；百元医疗收入（不含药品收入）中消耗的卫生材料降到20元以下。

数据来源：西南证券整理

图 10: 《全国医院信息化建设标准与规范》指标体系图



数据来源：《全国医院信息化建设标准与规范（试行）》，西南证券整理



**表 3：国家相关政策的节点目标**

		2017	2020	2030
公立医院改革	医药分家	全部取消药品加成		
	药占比	前 4 批试点城市公立医院药占比降低到 30%		
	付费方式	各地选择一定数量的病种实施按病种付费	医保支付方式改革覆盖所有医疗机构及医疗服务	
分级诊疗	预约转诊机制	前 4 批试点城市预约转诊量达到 20% 以上		
	医联体建设	基本搭建医联体制度框架, 三级公立医院要全部参与	全面推进医联体建设, 所有二级公立医院和政府办基层医疗卫生机构全部参与医联体	
	全科医生		城乡每万名居民拥有 2-3 名合格的全科医生	城乡每万名居民拥有 5 名合格的全科医生
	信息化建设	前 4 批试点城市 60% 以上基层医院与上级医院建立远程医疗信息系统	达成《全国医院信息化建设标准与规范（试行）》对二级及以上医院的相关要求（2018 年起未来 5-10 年）	
社会办医		社会力量办医能力明显增强		

数据来源：西南证券整理

2018 年 3 月，国务院机构改革方案通过，国家组建卫健委和医保局，这也是深化医疗改革的重要内容。这次改革将医保支付相关职能统一到医保局，与医疗服务监管、老龄化等与国民健康保障、医疗服务体系建设相关的职能归属卫健委，解决了之前医疗、医保、医药各领域分离监管的复杂局面，有利于三医联动更好的推进。卫健委和医保局的设立有望自上而下推进医疗数据体系建设，提升医疗信息化水平。

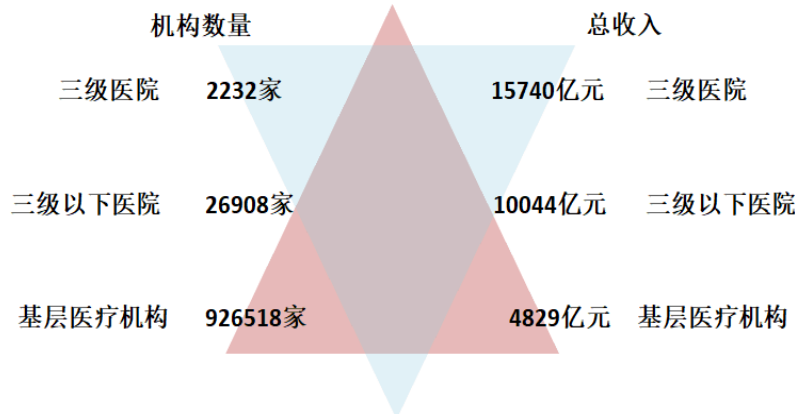
**表 4：医保局职能的主要内容**

职责	内容
医疗保险管理	整合了人力资源和社会保障部的城镇职工和城镇居民基本医疗保险、生育保险职责，国家卫生和计划生育委员会的新型农村合作医疗职责，民政部的医疗救助职责。
医药价格管理	整合了国家发展和改革委员会的药品和医疗服务价格管理职责，主要组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准。
药品和医用耗材招标采购管理	制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施。
保险基金监管	监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台。
医疗服务行为监管	监督管理纳入医疗保险范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等。

数据来源：西南证券整理

我国医疗信息化建设起步较晚，与美国等发达国家相比，建设水平仍有待提高。与美国相比较，中国单个医院的医疗 IT 建设也有很大提升空间：美国的医疗机构主要是大型医院+clinic 模式，目前美国医院 IT 建设投资约占总收入的 1%，在国内，三级医院投资占比约为 0.3%，二级医院投资占比约为 0.5%，一级医院因收入规模小，占比约在 1%，且考虑到我国医疗机构收入结构呈倒金字塔形，我国医疗机构 IT 投入仍有待提升。

图 11：我国医疗卫生机构及对应收入情况（2016 年）

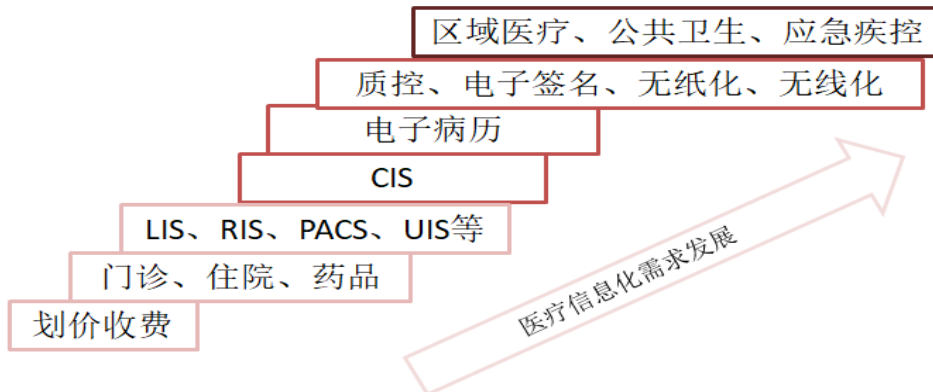


数据来源：Wind，西南证券整理

### 3 需求升级，行业马太效应显现，龙头受益

我国医疗信息化是由需求驱动发展起来的。在国际医疗信息化产业发展实践中，医疗信息化普遍经历三个发展阶段：医院管理信息化（HIS）阶段、临床医疗管理信息化（CIS）阶段和区域公共医疗管理信息化（GMIS）阶段。

图 12：医疗信息化的需求发展情况



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

基于我国医院资源分布不均的现实，不同地区、不同级别的医疗机构信息化发展水平差别巨大。目前仍有 60%的医疗机构信息系统仍处于财务管理为主的阶段，这些机构主要是基层卫生机构，30%的医疗机构进入了以业务为主的临床医疗管理信息化阶段，10%进入了全院级别临床医疗管理信息系统整合阶段。随着我国分级诊疗的推进和医联体的建设，少数地区/集团目前正在进行 GMIS 系统的建设。

在医院管理信息化（HIS）阶段，医院主要以采购单个软件进行医院的资源管理和进行系统集成为目的，对服务响应速度要求较高，所以医疗信息化行业形成了较强的地域性特征，市场分散，且单个订单额较小，大部分在几十万到百万级别；

在临床医疗管理信息化（CIS）阶段，医院以管理医院诊疗流程和病患诊疗数据为目的，要求实现医院信息化整体部署和各科室数据打通，对提供商的院级 IT 整体构架能力和产品线的丰富度提出了较高的要求，订单额提升，千万级别的订单越来越多，且订单向优秀的供应商倾斜，市场趋于集中。

**表 5：公司 2017 年订单额前十位订单情况**

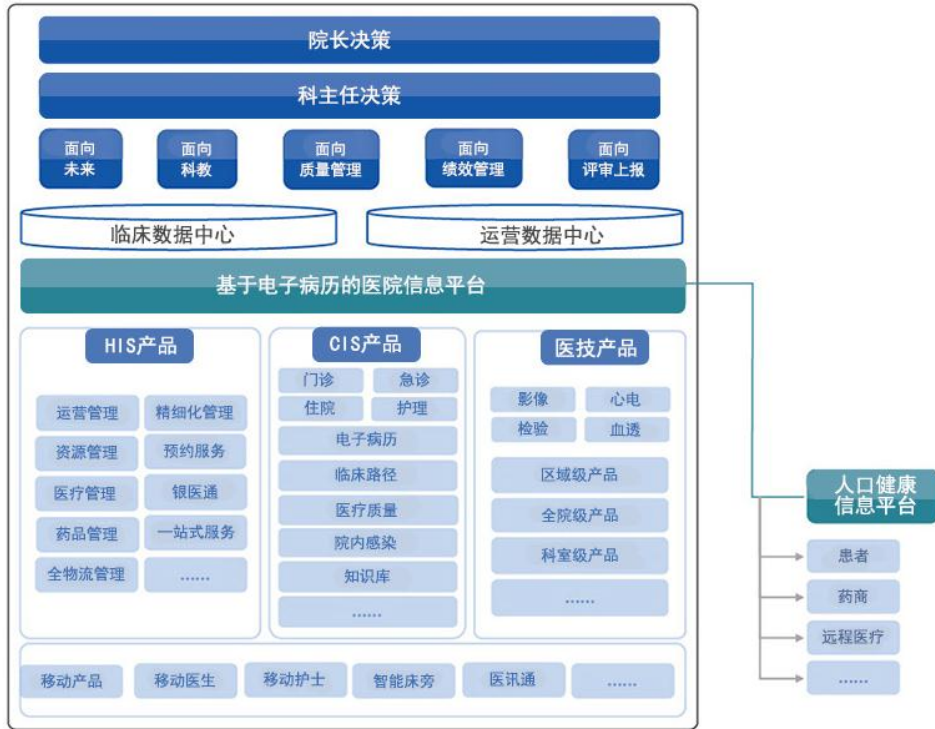
医院类项目 Top10		区域类项目 Top 10	
安徽省安庆市立医院	3265	天津市河西区卫生和计划生育委员会	1300
天津海滨人民医院	2447	江苏句容市卫生和计划生育委员会	1210
上海市黄浦区卫生和计划生育委员会	2186	浙江浦江县委卫生和计划生育局	950
江苏省南通市通州区人民医院	2063	安徽中医药大学第一附属医院	890
中山大学附属第三医院粤东医院	1890	广西南宁市卫生和计划生育委员会	880
湖南省邵阳市中心医院	1701	江苏扬州市江都区卫生和计划生育委员会	870
安徽省肥东县人民医院	1693	天津中医药大学第一附属医院	810
江苏省盱眙县人民医院	1670	贵州省卫生和计划生育委员会	670
黑龙江省晋商联盟医院集团	1660	贵阳市南明区卫生和计划生育局	660
山西省交城县人民医院	1498	中国电信股份有限公司宿州分公司	660

数据来源：招标网，西南证券整理

区域公共医疗管理信息化（GMIS）的实现需要以 CIS 系统建设为基础。GMIS 是实现分级诊疗，优化医疗资源配置和提升居民健康管理水平的重要途径，IT 建设以实现区域医疗数据互联互通为核心，并打通诊疗、保险、卫生、医疗供应链等环节，以实现区域级的资源调配和快速响应。GMIS 对提供商的数据平台建设、数据打通以及渠道能力有较高的要求，订单额更大，有区域医疗信息化建设经验的行业标杆企业在招投标中更有优势，同时，供应商在进行区域医疗平台建设时，有可能在当地取得更多医院信息化订单，进一步促进医疗信息化市场集中的趋势。

公司是以 HIS 系统起家，经过 24 年的发展，形成了智慧医院、智慧卫生和智慧健康系列解决产品和方案。2017 年 10 月，公司提出智慧医院平台建设模型，同时编制《卫宁健康产品家族三年发展纲要 2018-2020》，基于此构建“智慧医院 2.0”，“区域卫生 3.0”，“互联网+2.0”一系列产品与解决方案。在医院信息化领域，公司着力打造以智慧医疗平台、以临床为中心医护一体的数字化业务，场景化设计的用户体验，进一步提升存量用户的医疗信息化应用能级，同时不断开拓新用户，赋能医疗新老用户在医疗服务质量、医疗安全、精细化管理等多方面全面提升；在区域卫生领域，公司在拓展新用户的同时，打造了一批典型的样板用户，如湖南分级诊疗与基层卫生、贵州基层远程会诊、天津/安徽/江苏中医馆、浙江精神卫生、广西南宁智慧健康、北京东城智慧养老、安徽宿州健康脱贫等项目，在集团医院、医联体、县乡一体化建设中形成了完善的解决方案，并持续研究创新运营模式以成为新的业绩增长点。

图 13：公司数字化医院产品及解决方案构架



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司在拓展客户数量的同时，注重标杆客户的形成。2017年，公司承建的张家港区域卫生信息平台通过了2016年度国家医疗健康信息互联互通标准化成熟度测评五级乙等，为全国首家通过五级测评的单位；上海市第六人民医院、上海市第七人民医院、江苏省淮安市第一人民医院通过HIMSS EMRAM六级测评；山西同煤集团总医院通过电子病历六级评测，安徽医科大学第一附属医院、上海普陀区利群医院、上海普陀区人民医院通过电子病历五级评测。随着国家对医疗信息化要求和投入提升，基于公司的客户群和技术能力，公司有望积累更多标杆项目。

另外，公司持续加强在医疗大数据和人工智能领域的探索。2017年初，公司成立人工智能（AI）实验室，旨在探索、应用医疗健康领域的新兴的人工智能研究，通过整合公司医疗信息系统和人工智能技术的专长，研发易用、安全、可靠和可扩展的智能医疗健康数据分析算法、模型和系统。为实现不同临床信息系统数据共享和临床科研的需要，在已有临床数据中心（CDR）的基础上构建了服务临床科研的大数据平台。公司拥有庞大的客户基础和良好的客户关系，未来有望在医疗数据及AI技术领域与医院继续深化合作，在国内医疗信息化领域维持领先优势。

表 6：公司在医疗大数据和 AI+ 医疗领域的研发成果

领域	应用
医疗大数据平台	临床科研数据中心及大数据平台 临床科研探索性分析平台
自然语言处理	电子病历后结构化 相似病历检索与辅助诊断

领域	应用
	影像报告智能录入与自动生成
医学数据挖掘	相似病历分析 医疗事件序列数据分析
医学影像处理	基于深度学习及影像组学的骨龄标记识别评估 基于弱监督深度学习的胸片 14 种疾病筛查 影像组学分析应用

数据来源：公司公告，西南证券整理

按照使用公司核心产品的客户统计，公司客户数量超过 5000 家，其中三级医院客户超过 200 家，其余大部分客户为二级医院。按照全国医院数量统计，公司市占率约为 17%，且考虑到公司在“互联网+”业务及平台上的布局，公司的医疗健康生态闭环优势将逐步形成，受益于马太效应，公司行业领先地位和影响力将得到进一步的稳固和提升。

## 4 创新“4+1”业务助力，公司医疗健康生态闭环逐渐形成

公司坚持双轮驱动策略，在发展传统医疗信息化业务的同时，持续加强在创新业务方面的投入，目前已经形成了云医、云康、云险、云药+创新服务平台医疗健康生态的搭建，并完成了业务闭环，部分业务有望实现盈利。

**云医：**通过 O2O 模式，实现向 C 端的服务。业务通过“纳里健康”运营，公司通过母公司和全资子公司卫宁互联网科技总计持有纳里健康 70% 的股权，纳里健康持有“身边医生”100% 的股权。纳里健康主要针对分级诊疗、家庭医生签约等新模式，开展“云医院”服务，实现医院（联盟）、医生、第三方和患者数据的互通互联和实时交互。目前公司已经探索出线上有偿问诊、处方流转等业务闭环，有望实现盈利。

截至 2017 年底，“纳里健康”覆盖至全国 24 个省、直辖市及自治区，对接医疗机构超过 1,500 家，连接 20 多万名医生和 350 多万名患者，服务患者超 1,000 万人次。布局基层卫生服务的“身边医生”已在上海、深圳、北京、江苏、武汉、南宁等地覆盖的基层卫生机构超过 1,200 家。

表 7：纳里健康相关统计数据（截至 2017 年底）

注册数量	2016 年	2017 年
医院	382	1,500+
基层医疗卫生机构	14	1,200+（上海、深圳、北京、武汉、南宁）
医生	8,449	200,000+
患者	153,959	3,500,000+
日活量	874	90,000+

数据来源：公司公告，西南证券整理

根据国务院 4 月发布的《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，国家鼓励医疗机构发展互联网医院，优化互联网家庭签约服务。《全国医院信息化建设标准与规范（试行）》对二级及以上医院落地线上服务功能提出了明确要求，目前三级医院已经实现了基本的线下



诊疗和线上服务的结合，未来几年，三级医院互联网服务内容将继续深化，二级医院将实现基本业务功能的覆盖，互联网业务空间巨大。公司具有庞大的公立医院客户基础，为持续开拓云医院业务提供了强大的支撑。

**云药：**主要通过公司直接持股 34.6%的上海钥世圈云健康科技发展有限公司开展业务，国药健康是钥世圈的参股企业。目前钥世圈的主要闭环业务是与商业保险对接，为药店导流获取佣金。钥世圈的“钥匙卡”平台，一方面对接上游的保险机构及其各险种，另一方面对接下游的各连锁药店以及医疗终端，丰富了商业健康险服务内容，推动了健康险理赔服务自动化水平，又通过导流等方式帮助线下药房业务的发展。截止 2017 年底，累计实现保险控盘保费达 25 亿元，自有药房 60 多家，合作药房 60,000 多家，用户分布于全国 30 个省市，平台整体交易额达 2.5 亿元，销售增长率超过 100%。

长期看，除了目前有望盈利的商保导流业务，公司有两个主要业务方向：一是面向 B 端，公司与国药合作，通过院内+院外结合的方式，实现面向医疗服务机构的社会化集团采购，进行供应链管理；二是面向 C 端，公司基于庞大的医院客户群体，实现处方流转+医药电商+直送+在线结算联动的模式，打通药品服务的最后一公里。

**云险：**通过公司持股 50%的卫宁科技（上海金仕达卫宁软件科技有限公司）开展业务，中国人寿在卫宁科技中持股 23.08%。云险以医疗支付为主线，通过“卫宁付”构建统一支付平台，为客户打造统一多方支付渠道的支付服务（医保+商保+自费）、商保快速理赔的数字化理赔服务以及企业年金的保险升级服务。截至 2017 年底，卫宁科技已在上海、贵州、安徽、江苏、重庆、广西、四川、广东、湖北、天津等地 600 多家医疗机构投放支付设备 9,000 多台，交易金额 29 亿元，交易笔数超过 1,800 万笔。

同时，公司积极布局医疗+金融服务，完善医疗+保险服务链路，打通商保直付通路让保险覆盖更多的诊疗业务，接入企业客户建立医院黄金客户的服务模式，为医疗机构、医疗保障机构、患者提供便捷支付、快速理赔、保险升级的一站式医疗健康支付服务解决方案。随着医保控费的推进和商保模式的探索，未来卫宁科技有望在医疗+支付+金融领域获得更高的渗透率，探索出更多盈利模式。

**云康：**实现线上线下一体化的居民保健+慢病管理+就医导医+体检服务，目前已推出多款健康管理产品，针对不同患者人群提供定向性健康管理服务。主要通过公司参股 12.4%的医通健康（上海好医通健康信息咨询有限公司）和参股 4.88%的贴心医生（中康尚德健康管理（北京）有限公司）开展业务。医通健康布局“互联网+体检”，截至 2017 年底，已连接 900 多家医院及体检中心，年体检服务达几十万人次，服务过的企业客户达 5,900 多家。

**+1 平台：**是公司互联网+业务的平台和孵化器，推动公司互联网+模式下的医疗健康云服务创新业务的发展，整合 4 朵云间业务资源、数据资源、服务资源，实现 4 朵云间业务联动、协同以及输出。

公司在进行创新业务模式探索的同时，积极引入资本加快互联网业务的布局。目前公司控股/参股的卫宁科技、钥世圈等公司在一级市场均取得融资，估值提升。未来公司也会持续引入资本，扩大在互联网+医疗领域的影响力。

**表 8：公司互联网业务子公司的融资及估值**

公司	估值	融资情况
卫宁科技	8.3 亿	2016 年 6 月，引入了中国人寿 1.92 亿元战略投资，投资后估值达到人民币 8.32 亿元。 卫宁初始投资 2600 万元，本轮融资后卫宁所持股权市值为 4.16 亿，增值 16 倍。
钥世图	4.7 亿	2017 年 8 月，完成了由知中投资（苏泊尔产业投资）领投，卫宁健康、千骥资本追加投资的新一轮共计 7000 万融资，投后估值 4.7 亿。 公司 2015 年 7 月成立，卫宁初始投资 916.22 万元（占比 45.811%）。截止目前卫宁所持股权市值 1.627 亿（占比 34.6177%），增值 17.76 倍。
医通健康	6 亿	2017 年 12 月，完成了由元璟资本领投、晨兴资本、一方集团跟投的 B 轮融资，投资后估值为人民币 6 亿元。 卫宁初始投资 2565 万，本轮融资后卫宁所持股权增值 2.62 倍。

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司持续推进在“互联网+医疗健康”领域的布局，积极引入战略合作伙伴，根据近期公告，公司大股东与上海云鑫创业投资有限公司（阿里巴巴旗下创投公司）签署《股权转让协议》，上海云鑫受让公司大股东合计 5.05% 的股权，并向卫宁互联网增资 1.93 亿元，同时蚂蚁金服及上海云鑫与公司签署《框架协议》，未来各方将以共建领先的大数据生态体系为核心，围绕“互联网+医疗健康”展开合作。基于公司在大健康领域的布局，结合蚂蚁金服及其关联方的资源和能力，各方有望形成合力，在“互联网+医疗健康”领域中取得更大的竞争优势。

## 5 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：考虑医疗信息化行业持续景气，假设未来三年公司软件销售订单增速稳中有升，分别为 35%、35%、36%，随着公司产品化继续深化，毛利率稳中有升，未来三年毛利率分别为 65.8%、66.8% 和 66.8%。

假设 2：硬件销售和软件销售同趋势变化，假设未来三年公司硬件销售订单增速分别为 30%、31% 和 32%，毛利率维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 9：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
软件销售	收入	652.0	880.1	1188.2	1615.9
	增速	19.4%	35.0%	35.0%	36.0%
	毛利率	65.8%	65.8%	66.8%	66.8%
硬件销售	收入	352.7	458.5	600.6	792.8
	增速	53.4%	30.0%	31.0%	32.0%
	毛利率	17.8%	18.0%	18.0%	18.0%
技术服务	收入	198.2	237.9	285.5	342.5
	增速	11.0%	20.0%	20.0%	20.0%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	毛利率	69.1%	69.1%	69.1%	69.1%
其他业务	收入	0.9	0.9	0.9	0.9
	增速	-	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%
合计	收入	1203.8	1577.4	2075.2	2752.2
	增速	26.1%	31.0%	31.6%	32.6%
	毛利率	52.3%	52.4%	53.0%	53.0%

数据来源：西南证券

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.21 元、0.28 元和 0.38 元，未来三年收入年复合增速为 31.7%，归母净利润年复合增速为 36.9%。公司是医疗 IT 龙头，并与互联网巨头强强联合，考虑到行业马太效应显现，公司与互联网巨头合作有望实现在 C 端布局的突破，公司控股的互联网子公司估值有望进一步提升，公司应享受行业估值溢价。但考虑到公司目前估值已高于板块整体估值，首次覆盖，暂不给予评级。

**表 1：表 10：可比公司估值表**

代码	简称	股价 (元)	每股收益 (元)					市盈率			
		2018/7/6	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	
行业均值 (整体法)							53.23	39.58	30.53	22.84	
行业中值							54.99	37.11	27.62	21.11	
300078.SZ	思创医惠	9.18	0.16	0.28	0.36	0.45	57.38	32.79	25.50	20.40	
002065.SZ	东华软件	9.23	0.21	0.31	0.37	0.50	43.95	29.77	24.95	18.46	
300550.SZ	和仁科技	34.49	0.41	0.79	1.16	1.60	84.12	43.66	29.73	21.56	
600718.SH	东软集团	12.61	0.85	0.41	0.50	0.61	14.84	30.76	25.22	20.67	
603990.SH	麦迪科技	33.14	0.63	0.80	1.05	1.37	52.60	41.43	31.56	24.19	
300168.SZ	万达信息	21.27	0.32	0.36	0.46	0.67	66.47	59.08	46.24	31.75	

数据来源：西南证券整理

## 6 风险提示

- 订单释放或不及预期的风险；
- 合作或不及预期的风险；
- 创新业务推进或不及预期的风险；
- 政策风险等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1203.76	1577.40	2075.16	2752.21	净利润	229.74	332.38	456.36	615.29
营业成本	574.61	751.04	975.76	1293.02	折旧与摊销	27.10	51.58	51.58	51.58
营业税金及附加	16.18	20.51	26.98	35.78	财务费用	3.94	-8.10	-15.17	-23.47
销售费用	155.83	179.82	234.49	311.00	资产减值损失	48.07	30.00	25.00	20.00
管理费用	225.89	242.92	325.80	440.35	经营营运资本变动	-116.48	-68.56	-210.82	-273.50
财务费用	3.94	-8.10	-15.17	-23.47	其他	-112.59	-30.00	-25.00	-20.00
资产减值损失	48.07	30.00	25.00	20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>79.79</b>	<b>307.29</b>	<b>281.95</b>	<b>369.91</b>
投资收益	-18.70	0.00	0.00	0.00	资本支出	-4.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-244.18	4.31	-1.00	-1.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-249.06</b>	<b>4.31</b>	<b>-1.00</b>	<b>-1.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>257.40</b>	<b>361.22</b>	<b>502.30</b>	<b>675.52</b>	短期借款	-50.00	-190.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.18	-1.00	-1.00	-1.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>256.22</b>	<b>360.22</b>	<b>501.30</b>	<b>674.52</b>	股权融资	267.51	0.00	0.00	0.00
所得税	26.48	27.84	44.94	59.23	支付股利	-54.69	-24.15	-34.95	-47.81
净利润	229.74	332.38	456.36	615.29	其他	-110.46	-46.93	15.37	23.67
少数股东损益	0.70	1.00	3.00	5.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>52.36</b>	<b>-261.08</b>	<b>-19.57</b>	<b>-24.14</b>
归属母公司股东净利润	229.04	331.38	453.36	610.29	<b>现金流量净额</b>	<b>-116.91</b>	<b>50.52</b>	<b>261.37</b>	<b>344.76</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	482.05	532.56	793.94	1138.70	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1112.08	1406.88	1862.94	2476.64	销售收入增长率	26.12%	31.04%	31.56%	32.63%
存货	100.40	140.27	178.32	238.03	营业利润增长率	-50.28%	40.33%	39.06%	34.49%
其他流动资产	15.63	13.53	17.80	23.60	净利润增长率	-56.28%	44.68%	37.30%	34.83%
长期股权投资	544.11	544.11	544.11	544.11	EBITDA 增长率	-46.65%	40.31%	33.12%	30.62%
投资性房地产	66.56	66.56	66.56	66.56	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	468.08	429.43	390.78	352.13	毛利率	52.27%	52.39%	52.98%	53.02%
无形资产和开发支出	697.26	684.49	671.72	658.95	三费率	32.04%	26.29%	26.27%	26.45%
其他非流动资产	226.14	226.99	227.83	228.68	净利率	19.09%	21.07%	21.99%	22.36%
<b>资产总计</b>	<b>3712.30</b>	<b>4044.81</b>	<b>4753.99</b>	<b>5727.40</b>	ROE	8.64%	11.20%	13.47%	15.55%
短期借款	190.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.19%	8.22%	9.60%	10.74%
应付和预收款项	473.18	669.40	863.87	1138.16	ROIC	14.69%	18.84%	23.83%	28.19%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.96%	25.66%	25.96%	25.57%
其他负债	390.14	408.20	501.49	633.13	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1053.32</b>	<b>1077.60</b>	<b>1365.37</b>	<b>1771.29</b>	总资产周转率	0.34	0.41	0.47	0.53
股本	1607.59	1615.88	1615.88	1615.88	固定资产周转率	5.51	4.48	6.62	10.02
资本公积	380.05	371.76	371.76	371.76	应收账款周转率	1.44	1.45	1.47	1.47
留存收益	793.46	1100.68	1519.10	2081.58	存货周转率	5.98	6.24	6.13	6.21
归属母公司股东权益	2596.13	2903.35	3321.76	3884.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.69%	—	—	—
少数股东权益	62.86	63.86	66.86	71.86	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2658.99</b>	<b>2967.21</b>	<b>3388.63</b>	<b>3956.11</b>	资产负债率	28.37%	26.64%	28.72%	30.93%
负债和股东权益合计	3712.30	4044.81	4753.99	5727.40	带息债务/总负债	18.04%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.79	2.13	2.25	2.32
					速动比率	1.68	1.99	2.11	2.17
					股利支付率	23.88%	7.29%	7.71%	7.83%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.14	0.21	0.28	0.38
					每股净资产	1.65	1.84	2.10	2.45
					每股经营现金	0.05	0.19	0.17	0.23
					每股股利	0.03	0.01	0.02	0.03
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	288.43	404.69	538.71	703.63					
PE	92.56	63.98	46.76	34.74					
PB	7.97	7.14	6.26	5.36					
PS	17.61	13.44	10.22	7.70					
EV/EBITDA	70.83	50.02	37.09	27.90					
股息率	0.26%	0.11%	0.16%	0.23%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn