

**投资评级：强烈推荐（首次）**
**报告日期：2019年09月02日**
**市场数据**

目前股价	14.64
总市值（亿元）	237.83
流通市值（亿元）	192.71
总股本（万股）	162,449
流通股本（万股）	131,632
12个月最高/最低	16.76/9.63

**分析师**

分析师：周伟佳 S1070514110001

☎ CFA, ACCA 0755-83516551

联系人（研究助理）：李雪薇

S1070118060010

☎ 021-31829697

✉ lixuewei@cgs.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 乘行业政策春风，传统、创新业务并驾齐驱

## ——卫宁健康（300253）公司深度报告

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入	1937	2597	3436
(+/-%)	34.6%	34.1%	32.3%
净利润	412	501	626
(+/-%)	36.0%	21.6%	24.8%
摊薄 EPS	0.25	0.31	0.39
PE	58	47	38

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 投资建议：**卫宁健康自成立以来一直专注于医疗健康信息化领域，业务覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域，是国内医疗健康信息行业具有竞争力的整体产品、解决方案与服务供应商。公司当前业务主要分为传统医疗信息化以及创新业务两个部分，两部分相互补充相互促进。传统医疗信息化主要包括针对医疗机构以及区域卫生的智慧医院以及智慧卫生产品，包含软件产品、技术服务以及部分硬件销售；创新业务则由“云医、云险、云药、云康”+创新业务平台来构成，提供整体智慧健康业务。未来随着医疗信息化行业各项政策的陆续落地与实施，公司在传统业务领域有望凭借扎实的客户基础以及完善的产品布局深度受益行业发展；在创新业务领域，互联网医疗将接入医保支付，4朵云以及创新业务平台的协同效应将加速显现，并在药、医、险、康领域全面发展。考虑到公司在医疗信息化行业的整体地位以及近年来行业政策的推动，我们预计公司2019-2021年将实现营业收入19.37、25.97、34.36亿元，实现净利润4.12、5.01、6.26亿元，对应EPS分别为0.25、0.31、0.39元，参考9月1日收盘价，对应PE分别为57.66X、47.43X以及38.00X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- 受益政策推动，传统医疗信息化业务迈入快车道：**自2018年以来，医疗信息化政策频繁出台，从相关标准的制定到针对医疗机构的考核都对医疗机构信息化部分领域提出了明确的要求，其中电子病历等级评价政策将二级医院、三级医院明确纳入考核范围，DRGs试点也将逐步启动，医保信息平台招投标的进行等都将极大地推动医疗信息化行业在未来3年内保持快速增长。公司作为医疗信息化的龙头企业之一，有望凭借丰富的产品线布局、深厚的客户基础以及同创新业务的协同深度受益此轮行业发展，传统医疗信息化业务高速增长确定性逐步加强。
- 创新业务开展顺利，收入、利润有望得到改善：**2018年6月，阿里巴巴蚂蚁金服通过全资子公司上海云鑫入股公司5.03%的股份，同时通过增资取得卫宁互联网（创新服务平台）30%股权。通过双方的强强联合、优势

互补，互联网+医疗业务布局已见成效，并在 2018 年取得高速发展，其中，纳里健康、卫宁互联网、钥世圈（不并表）营收同比增加 70.8%、620.1%、151.4%。盈利方面，创新业务带来的业绩亏损继续收窄，2019 年上半年，由于第三方支付公司返点费率大幅下调、项目结算滞后以及投入加大等因素，创新业务公司净利润出现短期波动，但业务正在稳步推进中，2019 年 H1 纳里健康共新签医疗合作项目 110 余个，钥世圈营收大幅增长，卫宁科技中标国家医保局及中保信重要平台项目。2019 年 8 月底，医保局出台《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》，互联网医疗将接入医保支付，政策将极大的推动互联网医疗、远程医疗进入快速、健康、规范的发展轨道，未来收入、利润情况有望得到明显改善。

- **风险提示：**医疗信息化政策、互联网医疗政策落不及预期风险；创新业务拓展不及预期风险；订单落地不及预期风险。

## 目录

1. 核心观点.....	6
2. 医疗信息化龙头，近 5 年净利润复合增长率 30%以上.....	7
2.1 进入行业二十余载，外延+内生扩大业务布局.....	7
2.2 收入稳健增长，软件、服务业务占比提升.....	10
2.3 研发高投入，支撑未来业绩发展.....	13
2.4 预收账款、在手订单高速增长，验证行业逻辑.....	15
3. 传统业务：医疗信息化迈入快车道，19、20 年将保持快速增长.....	16
3.1 传统业务布局广泛，智慧医院+智慧卫生瞄准全行业.....	16
3.2 行业政策推动，电子病历、医联体等带动行业增速.....	17
3.3 在手订单充足，行业政策催化或将于下半年落地.....	23
4. 创新业务或迎来拐点，看好长期发展.....	25
4.1 云医：短期以平台建设为主，长期看平台服务.....	27
4.2 云险：卫宁科技主导，参建国家级医保平台树立标杆效应.....	29
4.3 云药：钥匙圈主导，打开处方流转市场空间.....	31
5. 业绩情况与预测.....	33
6. 风险提示.....	33
附：盈利预测表.....	34

## 图表目录

图 1:	智慧医院产品体系 .....	6
图 2:	智慧卫生产品体系 .....	6
图 3:	公司业务布局 .....	7
图 4:	公司发展历程 .....	8
图 5:	公司“4+1”创新业务布局 .....	9
图 6:	近 5 年营业收入情况 .....	10
图 7:	近 5 年净利润情况 .....	10
图 8:	公司近 5 年主营业务结构划分 (亿元) .....	11
图 9:	公司 2018 年收入结构 .....	11
图 10:	公司 2019 年 H1 收入结构 .....	11
图 11:	近 5 年半年度营业收入情况 .....	12
图 12:	近 5 年半年度归母净利润情况 .....	12
图 13:	公司 2015-2019 年 H1 研发投入 .....	13
图 14:	公司 2015-2019 年 H1 研发支出资本化金额及资本化率 .....	14
图 15:	公司预收账款情况 .....	15
图 16:	2018-2019 分季度在手订单数量占比 (个) .....	15
图 17:	2018-2019 分季度在手订单金额占比 (亿元) .....	15
图 18:	传统业务主要产品 .....	16
图 19:	智慧医院产品体系 .....	17
图 20:	智慧卫生产品体系 .....	17
图 21:	全国三级公立医院绩效考核 2019 年主要事件 .....	19
图 22:	2019 年医联体试点工作节点 .....	21
图 23:	各级医院近三年累计信息化投入金额 .....	22
图 24:	2017-2018 年平均信息化投入 (万元) (按床位数) .....	22
图 25:	2017-2018 年度信息化投入预算比较 .....	22
图 26:	2017-2018 年不同等级医院预算比例对比 .....	22
图 27:	2009-2018 年中国医疗信息化行业市场规模 (亿元, %) .....	22
图 28:	分季度订单金额 (亿元) .....	23
图 29:	分季度订单数量 (个) .....	23
图 30:	2018 年医院端和公共卫生端订单金额及占比 (亿元, %) .....	23
图 31:	卫宁健康创新业务布局情况 .....	25
图 32:	卫宁健康云医板块 .....	27
图 33:	纳里健康云医院总体平台架构 .....	28
图 34:	纳里健康基础功能 .....	28
图 35:	云险收入模式 .....	29
图 36:	钥世圈核心商业模式 .....	31
图 37:	药联体服务平台 .....	32
图 38:	处方共享平台 .....	32
表 1:	公司近年主要投资 .....	8
表 2:	公司创新业务收入及净利润 (万元) .....	10

表 3:	公司创新业务板块主要公司经营情况 (万元)	12
表 4:	医疗信息化研发投入对比	13
表 5:	应收账款周转率对比	14
表 6:	2018 年通过各项标准名单	17
表 7:	传统医疗行业相关政策梳理	18
表 8:	电子病历市场空间估算	20
表 9:	部分千万级以上订单	24
表 10:	公司电子病历相关订单	24
表 11:	各板块实施主体	26
表 12:	纳里健康平台主要功能	28
表 13:	国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目	30
表 14:	分业务营业收入预测表 (单位: 万元)	33

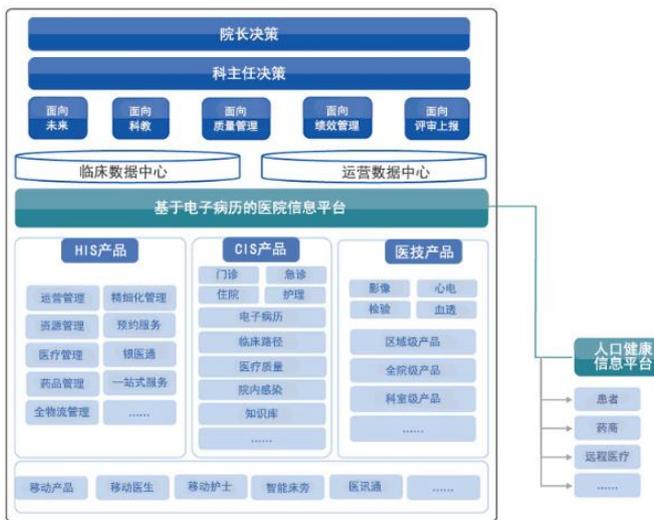
# 1. 核心观点

卫宁健康自成立以来一直专注于医疗健康信息化领域，自主研发出了适应不同应用场景的产品与解决方案，业务覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域，是国内医疗健康信息行业具有竞争力的整体产品、解决方案与服务供应商。

公司当前业务主要分为传统医疗信息化以及创新业务两个部分，两部分相互补充相互促进。传统医疗信息化主要包括针对医疗机构以及区域卫生的智慧医院以及智慧卫生产品，包含软件产品、技术服务以及部分硬件销售；创新业务则由“云医、云险、云药、云康”+创新业务平台组成，提供整体智慧健康业务。

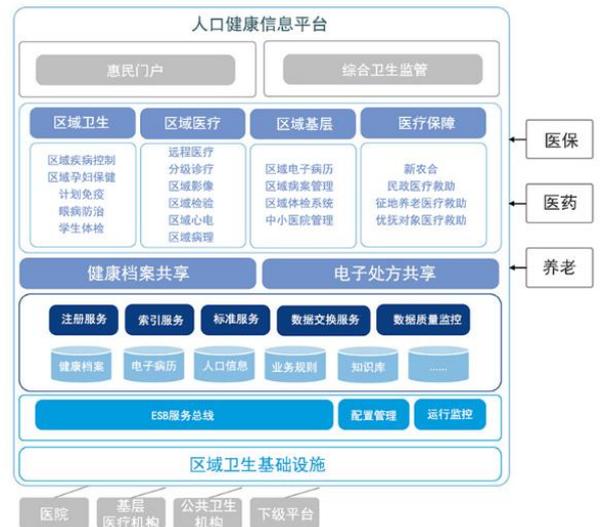
受益政策推动，传统医疗信息化业务迈入快车道。自 2018 年以来，医疗信息化政策频繁出台，从相关标准的制定到针对医疗机构的考核都在部分领域提出了明确的要求，其中电子病历等级评价政策将二级医院、三级医院明确纳入考核范围，DRGs 试点也将逐步启动，医保信息平台的招投标等都将极大的推动医疗信息化行业在未来 3 年内保持快速增长。公司作为医疗信息化的龙头企业之一，有望凭借丰富的产品线布局、深厚的客户基础以及同创新业务的协同深度受益此轮行业发展，传统医疗信息化业务高速增长确定性逐步加强。

图 1: 智慧医院产品体系



资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 2: 智慧卫生产品体系



资料来源：公司官网，长城证券研究所

创新业务进展顺利，收入、利润有望得到改善。2018 年 6 月，阿里巴巴蚂蚁金服通过全资子公司上海云鑫入股公司 5.03% 的股份，同时通过增资取得卫宁互联网（创新服务平台）30% 股权。通过双方的强强联合、优势互补，互联网+医疗业务布局已见成效，2018 年取得高速发展，其中，纳里健康、卫宁互联网、铜世圈营收同比增加 70.8%、620.1%、151.4%；盈利方面，创新业务带来的业绩亏损继续收窄。2019 年 H1，由于第三方支付公司返点费率大幅下调、项目结算滞后以及投入加大等因素，创新业务公司净利润均出现短期波动，但业务进展顺利，2019 年上半年纳里健康共新签医疗合作项目 110 余个，铜世圈营收大幅增长，卫宁科技中标国家医保局及中保信重要平台项目，2019 年 8 月底，医保局出台《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》，互联网医疗将接入

医保支付，政策将极大的推动互联网医疗、远程医疗进入快速、健康、规范的发展轨道，未来收入、利润情况有望得到明显改善。

考虑到公司在医疗信息化行业的整体地位以及近年来行业政策的推动，我们预计公司2019-2021年将实现营业收入19.37、25.97、34.36亿元，实现净利润4.12、5.01、6.26亿元，对应EPS分别为0.25、0.31、0.39元，参考9月1日收盘价，对应PE分别为57.66X、47.43X以及38.00X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

## 2. 医疗信息化龙头，近5年净利润复合增长率30%以上

### 2.1 进入行业二十余载，外延+内生扩大业务布局

卫宁健康成立于1994年，自成立以来一直专注于医疗健康信息化领域，自主研发出了适应不同应用场景的产品与解决方案，业务覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域，是国内医疗健康信息行业具有竞争力的整体产品、解决方案与服务供应商。截至2019年6月底，公司已累积为全国6,000多家医疗机构提供过产品和服务，其中包括400多家三级医院。创新业务已对接2,500多家医疗机构，树立了全国互联网医院标杆——邵逸夫互联网医院，并在浙江省打造了全国首个“服务+监管”一体化互联网医院平台，是客户行业覆盖最广的公司之一。

根据服务对象的不同，公司目前产品主要分为智慧医院、智慧卫生以及智慧健康三个板块。智慧医院主要是针对各医疗机构提供全面的数字化医院产品及解决方案；智慧卫生则主要面向公共区域卫生，提供基于规范化的基础平台及应用服务；智慧健康主要通过四朵云（云医、云险、云药、云康）对接四大服务（医疗服务、保险服务、药品服务、患者服务），共同打造创新服务平台。

图3：公司业务布局



资料来源：公司官网，长城证券研究所

内生式增长+外延式扩张加快主营业务布局，扩大综合优势，提高市场占有率。近年来，公司连续收购天津津微首佳、北京宇信网景、深圳医点通、浙江万鼎、杭州东联、山西导通、上海天健等多家医疗信息化业务相关企业，不断拓展业务版图。此外，在继续巩固上海总部优势的同时，相继在北京、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、四川等地设立子/分公司，并在山东、江西、广西、福建、重庆、浙江等地设有办事处，已形成完善的市场营销网络。

图 4：公司发展历程



资料来源：公司官网，长城证券研究所

表 1：公司近年主要投资

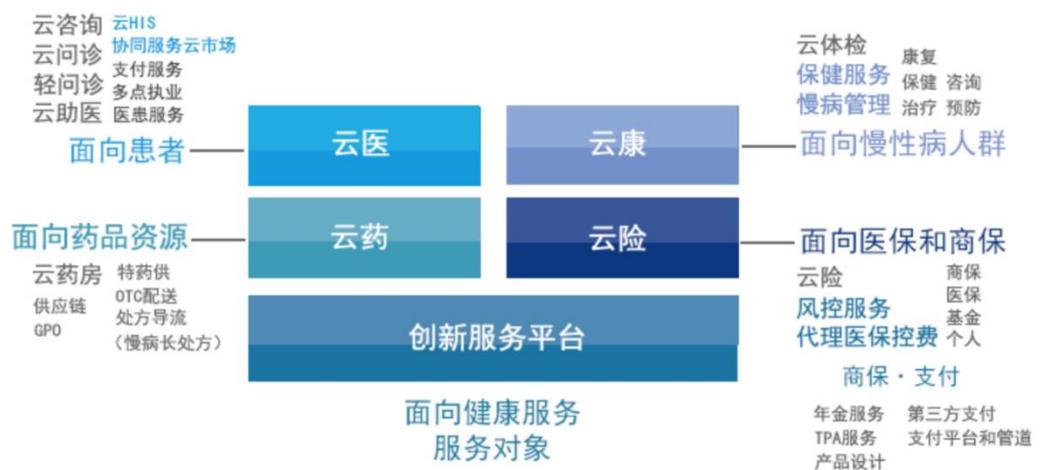
时间	公司名称	收购价格 (万元)	股权比例	商誉余额 (万元)	主营业务
2016.06	天津津微首佳软件有限公司 (现更名为天津卫宁)	14,406.93	100%	5,571.10	医疗卫生信息化应用软件研发、销售和技术服务，已形成了一套覆盖整个医疗信息化建设的完整产品线，为天津区域近百家医疗机构提供全方位服务。
2016.02	北京宇信网景信息技术有限公司	7,400	100%	2,012.17	宇信网景自 2001 年成立以来，始终致力于开发面向公共卫生和区域医疗信息化领域的软件产品和解决方案等。其主营业务方向包括社区卫生生及区域医疗相关软件开发业务、政府卫生行业相关系统集成业务、社区卫生及区域医疗相关的 IT 服务以及其他政府相关行业信息建设业务。
2015.12	合肥汉思信息技术有限公司	4,335	51%	3,735.62	产品包括医院信息管理系统 (HIS)、电子病历系统 (EMR)、检验信息管理系统 (LIS)、医学影像存档和通讯系统 (PACS)、区域平台综合管理系统、医疗办公自动化系统 (HOA)、新农合系统、门诊一卡通系统等软件产品，以及在安徽省内医院信息化系统市场占据领先地位。
2015.11	深圳市医点通互联网技术股份有限公司 (现更名为深圳卫宁中天)	3,000	90%	2,790.92	提供全面的数字化医院信息系统解决方案，目前在数字化医疗领域拥有超过 60 项自主知识产权的软件产品。
2015.02	浙江万鼎信息技术有限公司	3,250	92.76%	1,878.44	公司产品以杭州市场为核心逐步辐射至全浙江区域，用户遍布杭州、绍兴、宁波、嘉兴等浙江省 50 多个县市。
2015.02	杭州东联软件	4,000	100%	2,839.66	杭州东联成立于 1999 年，一直专注于县市级以上医院应用软件产品的

	有限公司				研发和服务，是国内较早从事医院信息系统研究、开发、销售及服务的软件企业之一，经过十多年的发展，已拥有一支高素质、精专业的研发、销售和服务团队。
2014.12	上海天健源达信息科技有限公司（现已转卖）	2,000	51%	-	上海天健自 2011 年成立以来，专业从事医疗卫生信息化业务，定位于区域性的医疗信息系统开发与服务，目前拥有国家高新技术企业、双软企业认证等资质。
2014.06	山西导通信息科技有限公司（更名为山西卫宁）	28,300	100%	24,258.25	山西导通成立于 2000 年，自成立以来，专注于医疗信息化业务，深耕山西区域市场。

资料来源：公司公告，长城证券研究所

2016 年起，公司确立传统+创新的“双轮驱动”的发展战略，目前主要业务分为传统医疗卫生信息化业务和创新的互联网+医疗健康业务。传统业务主要包括面向各级医院、医疗机构的智慧医院产品及解决方案，以及面向公共卫生领域的区域医疗、区域公卫等区域平台增值服务及拓展应用；创新业务主要包括“4+1”战略，即云医、云药、云险、云康以及创新服务平台，致力于为医院、患者、公卫等领域提供互联网+模式下的医疗健康云服务。其中，“云医”主要通过纳里健康平台，布局医疗机构及医联体，建立充分和完善的医院、医生、患者等多方联接；“云险”以医疗支付为主线，构建统一支付平台以及保险风控体系为核心，解决医疗场景中遇到的自费、商保、医保支付问题；“云药”持续打造一个融“处方流转、药险联动、B2B 赋能、健康服务”于一体的“药联体”；“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；“创新服务平台”主要通过卫宁互联网，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。截至 2019 年 6 月底，创新业务已对接 2,500 多家医疗机构，相比 2018 年底的 2,000 家增加近 500 余家。

图 5：公司“4+1”创新业务布局



资料来源：公司官网，长城证券研究所

未来公司将继续通过打造传统业务与创新业务的双轮驱动模式实现业务的拓展和可持续发展。在传统医疗卫生信息化领域，医疗卫生信息化利好政策不断，以电子病历、互联互通和区域医联体建设为重点的医疗卫生信息化将迎来投资建设高峰期，公司有望凭借

多年的行业积累、完备的产品体系以及完善的服务网络继续扩大综合优势提高市场占有率，不断巩固和提高传统医疗卫生信息化产品等级和项目建设规模。在创新领域，公司将通过“4+1”发展战略积极开拓互联网+医疗健康业务发展，也将通过传统业务庞大的用户群体和对用户业务及医疗健康服务业的深度理解，使得传统业务紧密衔接创新业务，联动发展。

## 2.2 收入稳健增长，软件、服务业务占比提升

公司近年来营业收入持续稳定增长，软件销售及技术服务占比持续提升。公司 2015-2018 年分别实现营业收入 7.53、9.54、12.04 以及 14.39 亿元，同比增长分别为 53.26%、26.73%、26.12%、19.52%，其中 2015 年增速较快主要是由于上海天健、津微首佳等合计 4 家公司并表所致。2018 年收入增速略有下滑主要是公司主动减少部分毛利率相对较低且收款账期较长的硬件销售业务所致。

公司 2015-2018 年分别实现净利润 1.61、5.25、2.30 以及 3.07 亿元，同比增长分别为 30.89%、226.09%、-56.19% 以及 33.48%，2016 年净利润波动较大主要是因为当年卫宁科技引入战略投资者中国人寿后，公司持有股权稀释为 50%，计量产生投资收益 3.47 亿元，占利润总额的 59%。2017 年净利润负增长主要也是受 2016 年投资收益大幅增加所致，若扣除其影响，同比增长 29.21%。可以看出，公司近年来净利润保持 30% 左右的高速增长，高于同行业的平均增长速度，侧面印证了产品实力的持续提升以及市场份额的持续扩大。

2019 年上半年，公司实现营业收入 6.70 亿元，同比增长 22.44%；实现净利润 1.46 亿元，同比增长 29.84%。传统业务继续保持稳定增长，新增千万级订单近 20 个，截止 6 月底公司预收款为 1.55 亿元，同比增长 46.06%，也侧面反映高速增长订单。

图 6：近 5 年营业收入情况



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 7：近 5 年净利润情况



资料来源：Wind，长城证券研究所

创新业务短期拖累业绩增长，中长期仍然值得期待。公司近年创新业务处于初期投入阶段，2019 年 H1，卫宁科技、卫宁互联网、铜世圈和纳里健康分别实现营收 339.33 万元、921.79 万元、8,385.39 万元、1,072.80 万元，合计实现营收 1.07 亿元；由于项目结算滞后、第三方支付公司返点费率大幅下调 75%、承接国家重要项目投入加大等原因，2019 年上半年，创新业务公司净利润存在短期亏损，考虑到公司业务进展顺利，虽然短期财务承压，但随着互联网医疗接入医保支付等政策的推动，中长期业绩仍值得期待。

表 2：公司创新业务收入及净利润（万元）

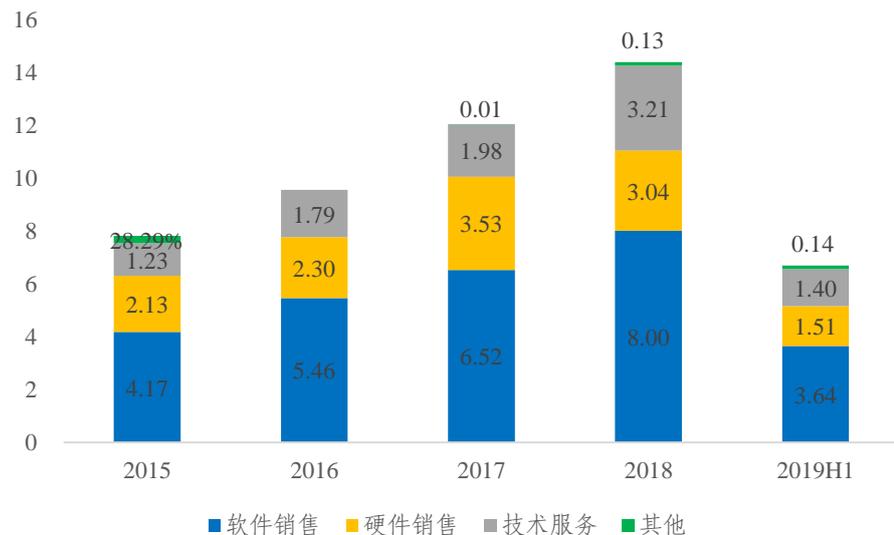
表 2: 公司创新业务收入及净利润 (万元)

公司	营业收入		
	2017	2018	2019H1
卫宁科技 (持股 50%)	882.85	1,232.20	339.33
卫宁互联网 (单体, 持股 70.00%)	261.68	1,884.34	921.79
钥世圈 (持股 34.62%)	3,477.11	8,742.85	8,385.39
纳里健康	3,230.03	5,517.86	1,072.80
<b>合计</b>	<b>7,851.67</b>	<b>17,377.25</b>	<b>10,719.31</b>
公司	净利润		
	2017	2018	2019H1
卫宁科技 (持股 50%)	-2,558.85	-3,256.14	-2,503.01
卫宁互联网 (单体, 持股 70.00%)	2.59	5.2	-361.85
钥世圈 (持股 34.62%)	-734.87	-927.18	-521.00
纳里健康	-1,270.01	-986.29	-1,423.48
<b>合计</b>	<b>-4,561.14</b>	<b>-5,164.41</b>	<b>-4,809.34</b>

资料来源: Wind, 长城证券研究所

从收入结构上来看, 主要包括软件销售、技术服务和硬件销售三块, 随着公司自有软件产品销售的增加以及客户软件维护意识的增强, 公司近年来软件销售和技术服务所占比重也随之增加, 软件销售收入占比 2015 年到 2019 年 H1 分别为 55.43%、57.20%、54.16%、55.61%、54.33%, 占比维持稳定; 技术服务 2015 年到 2019 年 H1 收入占比分别为 28.24%、24.09%、29.30%、22.34%、20.90%; 硬件销售占比明显下降, 占比由 2015 年的 28.29% 降至 2019 年 H1 的 22.54%。软件产品随着未来创新业务, 特别是基于互联网+健康服务的快速发展, 这一占比有望持续提升, 并带动公司整体毛利率水平增长。

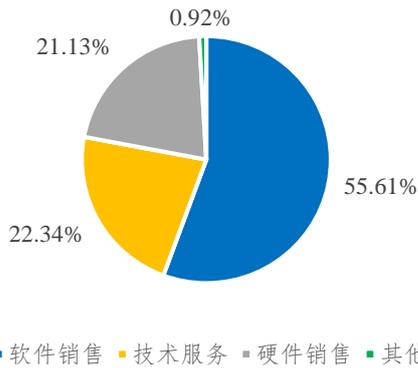
图 8: 公司近 5 年主营业务结构划分 (亿元)



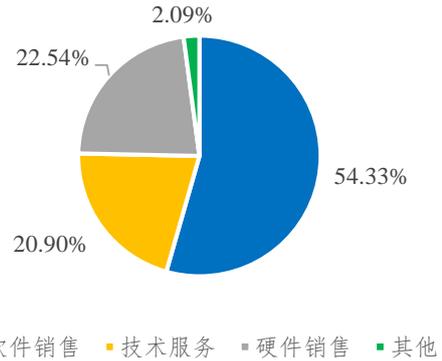
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 9: 公司 2018 年收入结构

图 10: 公司 2019 年 H1 收入结构



资料来源: Wind, 长城证券研究所

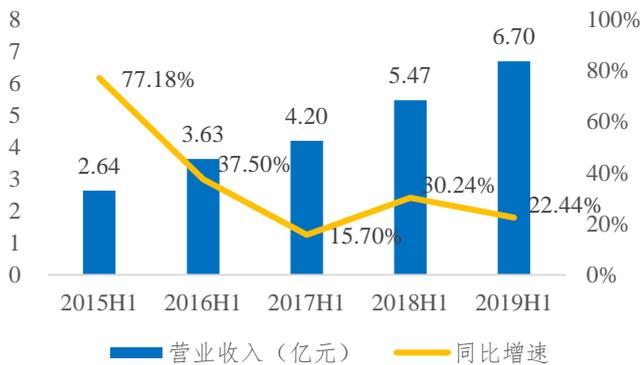


资料来源: Wind, 长城证券研究所

### ■ 2019年H1持续快速增长，传统医疗订单不断攀升，创新业务值得期待

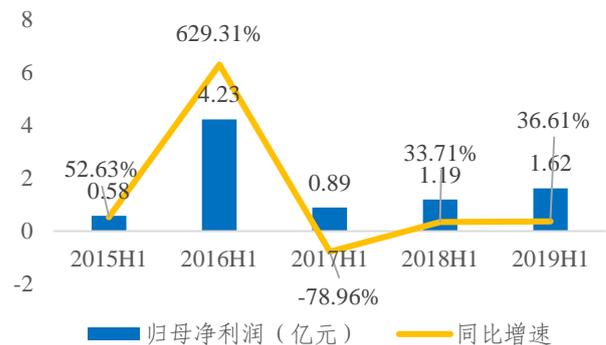
2019年H1公司实现营业收入6.70亿元，同比增长22.44%；归属于上市公司股东的净利润1.62亿元，同比增长36.61%，扣非归母净利润1.28亿元，同比增长15.06%。得益于公司持续深化“双轮驱动”战略布局，传统的医疗卫生信息化业务订单同比快速增长，同时创新的互联网+医疗健康业务持续有序推进。公司核心产品软件销售及技术服务业务实现营收5.04亿元，同期增长23.27%，占营业收入的比例达到75.32%。

图 11: 近 5 年半年度营业收入情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 12: 近 5 年半年度归母净利润情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

创新业务方面，各公司受不同因素影响减亏较为明显。纳里健康实质上业务保持持续增长态势，但因集团内部结算滞后等原因，导致上半年报表收入同比下降，同时小幅减亏；2019年1月，纳里健康与阿里健康深度合作，全国首个“服务+监管”一体化的互联网医院平台在浙江省正式上线；云药方面，铂世圈收入保持高速增长，亏损额阶段性有所加大；云险方面，卫宁科技收入保持一定增长，亏损额短期有所加大，但市场竞争力方面有所提升，2019年以来陆续中标了中国保险信息技术管理有限责任公司（中国信保）重要平台项目和国家医疗保障局重要平台项目等。虽然创新业务短期财务承压，但业务数据进展良好，后续有望持续发力，中长期表现仍然值得期待。

表 3: 公司创新业务板块主要公司经营情况 (万元)

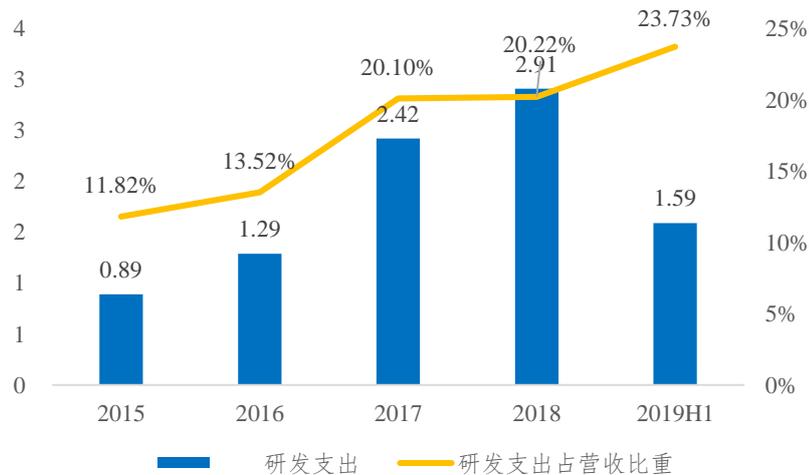
公司	卫宁持股 比例	营业收入			净利润		
		2019H1	2018H1	增长率	2019H1	2018H1	增长率
卫宁互联网(单体)	70.00%	921.79	902.24	2.17%	-361.85	-3.37	-10,637.39%
纳里健康	69.37%	1,072.80	1,332.53	-19.49%	-1,423.48	-1,340.30	-6.21%
钥世圈	34.62%	8,385.39	2,835.49	195.73%	-521.00	-319.67	-62.98%
卫宁科技	50.00%	339.33	324.12	4.69%	-2,503.01	-2,200.23	-13.76%
合计		10,719.31	5,394.38	98.71%	-4,809.34	-3,863.57	-24.48%

资料来源：公司 2019 年半年报，长城证券研究所

## 2.3 研发高投入，支撑未来业绩发展

近 5 年公司研发一直保持高投入，由 2015 年的 8,924.70 万元已经增加到 2019 年 H1 的 1.59 亿元，研发投入占营业收入的比例由 11.82% 提升到 23.73%。研发人员由 2015 年的 714 人增加到 2018 年的 1,543 人，占公司总员工数量比重由 30.28% 增加到 36.38%，这一系列数据表明公司近年对研发的高度重视。截止 2018 年底，创新业务相关的子公司研发人员就达到 600 余人，其中纳里健康近 300 人，卫宁科技 200 余人，互联网相关业务也增长到 100 多人。

图 13: 公司 2015-2019 年 H1 研发投入



资料来源：Wind，长城证券研究所

公司注重研发，投入金额、投入占比行业领先。通过对比医疗信息化行业主要龙头公司 2019 年 H1 研发投入可以看出，卫宁健康的研发投入金额达到 1.59 亿元，处于行业领先地位。此外，公司注重加强本地化研发，加快产品交付和市场化的速度，追求产品的柔性生产，使得其在提供能满足新政需求的全产品体系的同时，还实现产品模块化，缩短项目周期。公司 2016-2018 年应收账款周转率分别为 1.50、1.44、1.35，通过对比可以看出低于行业平均水平，主要是公司产品模块化并且项目实施周期短等因素导致。

表 4: 医疗信息化研发投入对比

代码	简称	2019年H1		
		研发投入金额(亿元)	研发投入占比	研发投入同比增长
300253	卫宁健康	1.59	23.75%	19.95%
300451	创业慧康	0.95	15.45%	32.24%
300096	易联众	0.70	26.01%	45.42%
300078	思创医惠	0.65	8.99%	12.72%
300550	和仁科技	0.19	10.33%	25.21%
002777	久远银海	0.47	13.68%	6.15%
603990	麦迪科技	0.28	23.48%	1.04%

资料来源:公司公告、长城证券研究所

表 5: 应收账款周转率对比

代码	简称	应收账款周转率			
		2016年	2017年	2018年	2019年H1
300253	卫宁健康	1.50	1.44	1.35	0.53
300451	创业慧康	2.05	3.03	2.51	0.91
300096	易联众	1.21	0.94	1.03	0.34
300078	思创医惠	2.21	1.95	1.88	0.86
300550	和仁科技	1.77	1.62	1.54	0.57
002777	久远银海	6.88	6.08	5.30	1.52
603990	麦迪科技	1.92	1.58	1.35	0.51

资料来源:公司公告、长城证券研究所

公司研发投入资本化比例逐年递增。2015-2019年H1资本化比例分别为36.16%、34.59%、54.41%、49.40%、44.11%，17、18年提升较大主要是来自智慧医疗信息系统三期（资本化开始时间为2017年1月）、基于互联网的家庭医生签约管理（资本化开始时间为2016年7月）等项目，其2018年资本化金额分别为12,361.02万元和2,010.36万元。2019年H1公司通过研发转化的无形资产为2.45亿元，截止2019年6月通过内部研发形成的无形资产达3.35亿元，占无形资产余额的95.79%，当期已摊销1,186.79万元。

图 14: 公司 2015-2019 年 H1 研发支出资本化金额及资本化率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

## 2.4 预收账款、在手订单高速增长，验证行业逻辑

伴随着行业的快速发展，公司订单增多，随之预收账款也呈现高速增长的态势。在相关政策密集出台以及大力推动之下，医疗信息化行业持续高景气，公司 2018 年底预收账款为 2.05 亿元，同比增长 112.78%，相较于 2017 年的 24.84% 增速有较大幅度的提升；此外，2019 年 H1 预收账款 1.55 亿元，同比增长 46.06%，**2019 年 H1 预收账款持续维持高增速**。此外，截止 2019 年 6 月底，公司存货达到 1.77 亿元，其中包含发出商品 1.20 亿元，也将一定程度增厚公司 2019 年业绩。

图 15: 公司预收账款情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

另外，2018 年以来公司在手订单持续增长。据剑鱼标讯公开数据（不完全统计，仅做趋势性分析），公司 2018 年公开中标的订单金额为 6.7 亿元，年报披露全年整体订单增速超过 40%，2019 年截至 6 月底订单金额已超 5.6 亿元，2019 年上半年订单总额已经达到 2018 年全年订单总额的 83.6%，其中包括多个千万级大订单。随着下半年投标的集中进行，预计公司全年订单数目及金额将会有更快的提升。

图 16: 2018-2019 分季度在手订单数量占比 (个)

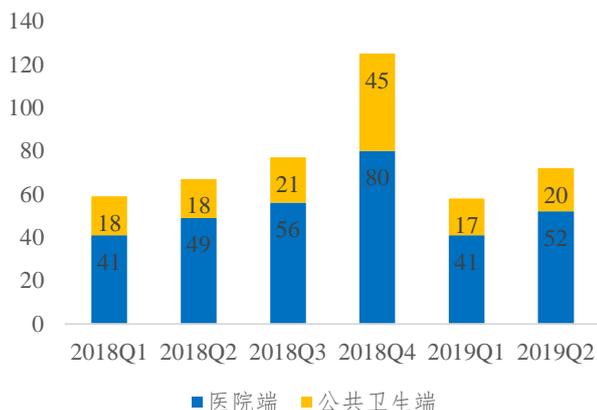
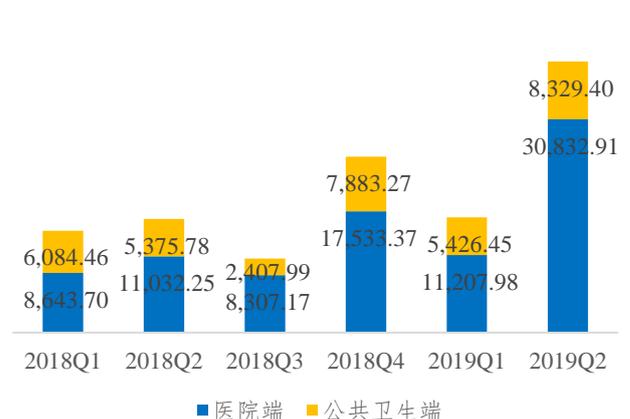


图 17: 2018-2019 分季度在手订单金额占比 (亿元)



资料来源：剑鱼标讯，长城证券研究所

资料来源：剑鱼标讯，长城证券研究所

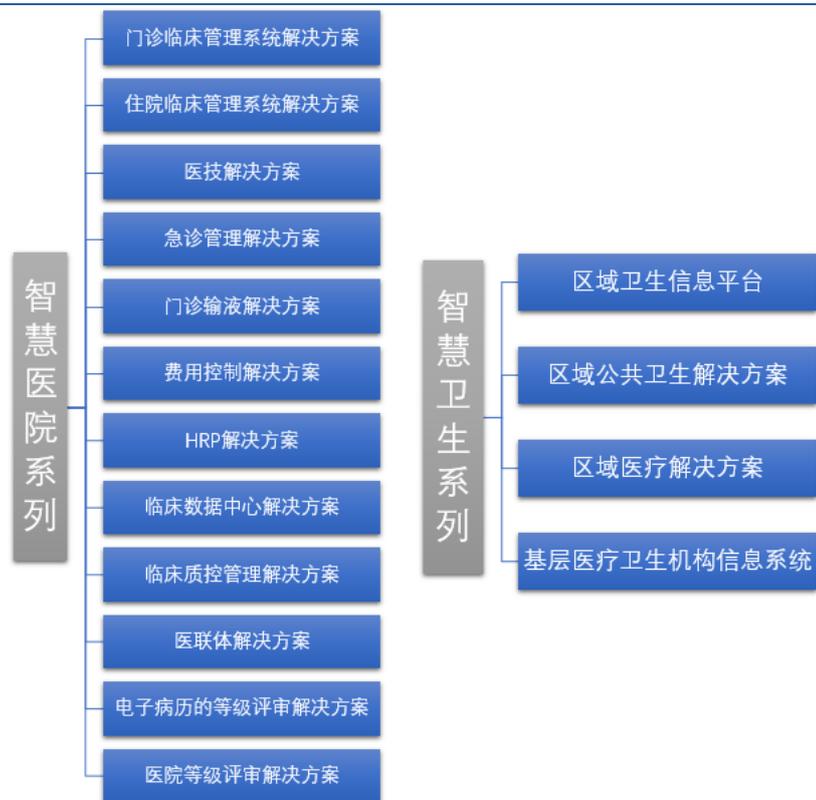
可以看出近年来行业内大额订单呈高速增长态势，一方面说明医疗信息化的建设意识加强、整体投入加速推动了行业景气度持续提升；另一方面也说明目前的信息化建设水平逐步提高，信息化需求也在多样化、深度化。未来，行业集中度将会进一步提升，具备全面行业解决方案的厂商优势将进一步凸显，深度受益行业发展。

### 3. 传统业务：医疗信息化迈入快车道，19、20 年将保持快速增长

#### 3.1 传统业务布局广泛、智慧医院+智慧卫生瞄准全行业

公司目前传统医疗信息化业务稳步拓展，布局广泛且产品线丰富。经过 20 余年的发展，公司在医疗信息化领域已经拥有了包括智慧医院、智慧卫生等领域在内的上百个细分产品线，为医院客户提供优秀的数字化产品解决方案，为区域医疗机构提供监管、信息共享等信息化产品。

图 18：传统业务主要产品

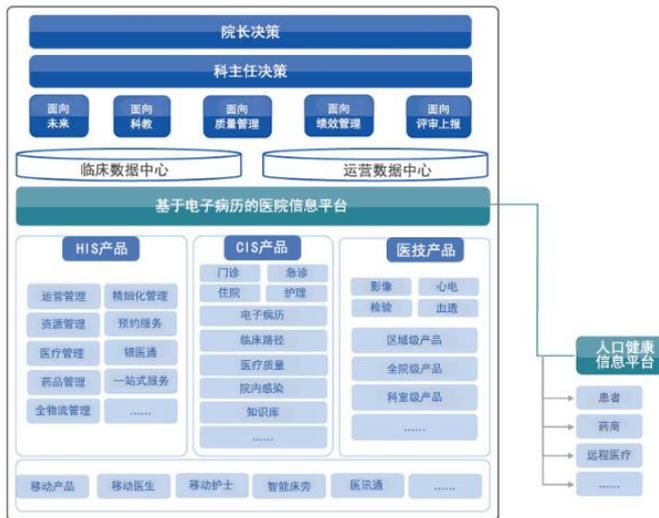


资料来源：公司官网，长城证券研究所

目前传统医疗信息业务的产品线中，智慧医院产品线以基于电子病历的医院信息平台为主线，聚焦医院数据积累、规范化管理信息、医院医疗质量监管、移动互联服务等需求，重点打造医院内部的全面智慧化，涵盖患者就医流程优化、临床业务智能辅助、管理决

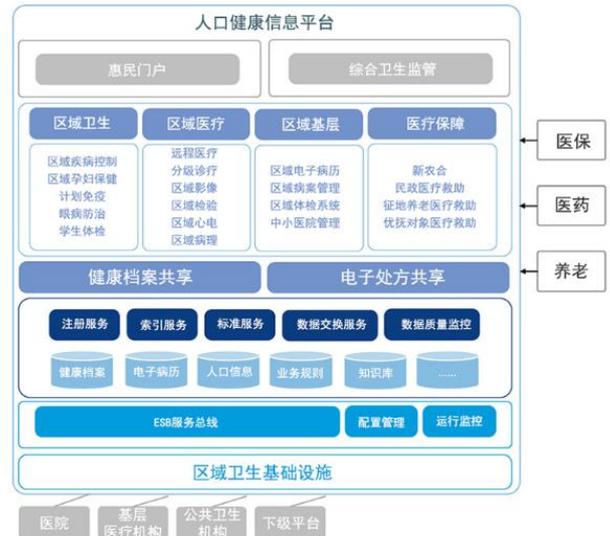
策全面精细等维度。智慧卫生产品线聚焦区域卫生、区域医疗、区域基础、医疗保障等领域，通过健康档案贡献和电子处方共享等方式建立起能够实现互联互通的人口健康信息服务体系。

图 19: 智慧医院产品体系



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

图 20: 智慧卫生产品体系



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

作为医疗信息业的龙头企业，公司拥有数量众多且优质的客户资源。2018 年公司医共体集团化管理平台在山西省落地，下沉县域内优势资源，实现资源共享，打造富有特色的县域综合医改“山西模式”。与此同时，在 JCI、HIMSS、国家医疗健康信息互联互通标准化成熟度测评以及电子病历系统功能应用水平分级评价等方面，公司助力多家医疗机构完成了示范项目的实施，得到了客户及行业同仁的高度认可。2019 年 1 月，公司又助力长沙市妇幼保健院通过 HIMSS EMRAM（住院和急诊）六级评审，截至目前卫宁健康已助力 8 家国内大型三甲医院通过 HIMSS 等级评审；我国目前通过电子病历五级以上的高级别医院累计 84 家，卫宁健康承建其中 17 家，占比高达 20%。

表 6: 2018 年通过各项标准名单

标准名称	机构名称
JCI	上海中医药大学附属龙华医院、上海市浦东医院、上海天佑医院
HIMSS7	长沙市妇幼保健院、上海中医药大学附属龙华医院、上海交通大学附属儿童医院
HIMSS6	广东省阳江市人民医院、上海市浦东医院、上海市第七人民医院、淮安市第一人民医院
互联互通五级乙等	上海交通大学附属儿童医院、上海中医药大学附属龙华医院
互联互通四级甲等	重庆市南川区人民医院、安徽医科大学第一附属医院、福建省立医院、南京市六全区卫生和计划生育局、盐城市盐都区卫生健康委员会、内蒙古自治区人民医院、上海中医药大学附属第七人民医院、浙江省中医院
电子病历五级评价	上海市徐汇区大华医院、上海市浦东新区人民医院、上海交通大学附属儿童医院、张家港市第一人民医院、温州医科大学附属第一医院

资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

### 3.2 行业政策推动，电子病历、医联体等带动行业增速

## ■ 医疗信息化政策密集出台支持行业发展

从 2018 年 3 月卫健委设立以来，我国医疗信息化领域的政策不断出台，自 4 月国务院出台“互联网+健康”的指导意见起，有关传统医疗机构 IT 建设以及互联网+医疗等领域的政策陆续落地。

在传统医疗信息化业务方面，主要是明确医疗信息化建设的目标与任务，包括：1) 明确电子病历分级管理评价目标（《关于进一步推进以电子病历为核心的医疗机构信息化建设的通知》等）；2) 深化医保付费改革，开展 DRGs 付费试点（《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》）；3) 推动医联体建设，鼓励处方流转（《关于促进医药产业健康发展的指导意见》等）。

表 7: 传统医疗行业相关政策梳理

时间	颁布单位	政策文件	主要内容
2019 年 4 月	卫健委	《关于印发全国基层医疗卫生机构信息化建设标准与规范（试行）的通知》	针对二级及以上医院的临床业务、医院管理等工作，覆盖医院信息化建设的主要业务和建设要求，从软硬件建设、安全保障、新兴技术应用等方面规范了医院信息化建设的主要内容和要求。
2019 年 1 月	国务院	《国务院办公厅关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》	明确电子病历成为医院信息化建设的重点核心。提高病案首页质量，三级公立医院要加强以电子病历为核心的信息化建设，按照国家统一规定规范填写病案首页，加强临床数据标准化、规范化管理。
2018 年 12 月	国家医保局	《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》	按照“顶层设计、模拟测试、实施运行”三步走的工作部署，通过 DRGs 付费试点城市深度参与，共同确定试点方案，探索推进路径，制定并完善全国基本统一的 DRGs 付费政策、流程和技术标准规范，形成可借鉴、可复制、可推广的试点成果。工作要求各省积极推动和参与 DRGs 付费国家试点工作，建立健全付费国家试点工作机制，指导拟申报国家试点的城市做好调查摸底、数据收集等前期准备和申报工作。
2018 年 12 月	卫健委	《关于印发电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）及评价标准（试行）的通知》	提出到 2020 年所有二级医院也要达到分级评价 3 级以上。
2018 年 8 月	卫健委	《关于进一步推进以电子病历为核心的医疗机构信息化建设的通知》	文件明确要求持续推进以电子病历为核心的医疗机构信息化建设，提出到 2019 年，地方各级卫生健康行政部门辖区内所有三级医院要达到电子病历应用水平分级评价 3 级以上，即实现医院内不同部门间数据交换；到 2020 年，达到分级评价 4 级以上，即医院内实现全院信息共享，并具备医疗决策支持功能，三级医院要实现院内各诊疗环节信息互联互通，达到医院信息互联互通标准化成熟度测评 4 级水平。
2019 年 4 月	卫健委	《关于启动 2019 年全国三级公立医院绩效考核有关工作的通知》	强调全国没有参加国家卫生健康委电子病历应用功能水平分级标准评估的三级公立医院要在 2019 年 6 月底前完成电子病历应用功能水平分级标准评估，评估结果将纳入 2019 年绩效考核（已参加的医院评估结果将直接纳入）。全国所有三级公立医院要在 2019 年 12 月底前完成 2019 年度的电子病历应用功能水平分级标准评估工作，评估结果纳入 2020 年绩效考核。

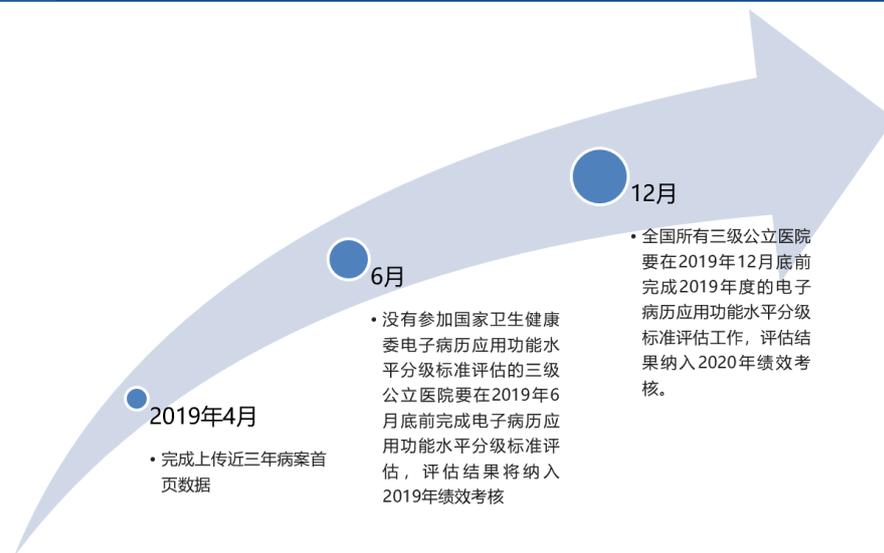
资料来源：卫健委，国务院，医保局，长城证券研究所

## ■ 电子病历或将是信息化相关政策中最早落地的政策之一

电子病历是实现医院内外数据互联互通的核心，是临床信息系统的核心，同样也是区域医疗信息化的关键。2018年8月，国家卫健委印发《关于进一步推进以电子病历为核心的医疗机构信息化建设的通知》，提出到2019年，所有三级医院要达到电子病历应用水平分级评价3级以上，即实现医院内不同部门间数据交换；到2020年，达到分级评价4级以上，即医院内实现全院信息共享，并具备医疗决策支持功能，三级医院要实现院内各诊疗环节信息互联互通，达到医院信息互联互通标准化成熟度测评4级水平。2018年12月，国家卫健委印发《关于印发电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）及评价标准（试行）的通知》，提出到2020年所有二级医院也要达到分级评价3级以上。电子病历政策针对三级医院、二级医院明确了2020年的建设时间，为智慧医院建设提供了明确的建设方向及评价要求。

2019年4月，卫健委发布《关于启动2019年全国三级公立医院绩效考核有关工作的通知》明确国家卫生健康委和国家中医药局将于2019年6月1日正式开放全国三级医院绩效考核信息系统，所有三级公立医院可直接上传医院绩效考核数据。《通知》指出，要规范使用2011年修订版住院病案首页，并使用统一的上传接口标准。所有三级公立医院要在2019年4月底完成上传2016年、2017年、2018年病案首页数据，9月完成上传2019年1月~8月的病案首页数据，9月后每月完成上传前1个月的病案首页数据，2020年1月15日前完成上传2019年全年病案首页数据，另外强调，全国没有参加国家卫生健康委电子病历应用功能水平分级标准评估的三级公立医院要在2019年6月底前完成电子病历应用功能水平分级标准评估，评估结果将纳入2019年绩效考核（已参加的医院评估结果将直接纳入）。全国所有三级公立医院要在2019年12月底前完成2019年度的电子病历应用功能水平分级标准评估工作，评估结果纳入2020年绩效考核。该政策进一步保证了三级医院，特别是公立医院电子病历建设的高完成度。

图 21: 全国三级公立医院绩效考核 2019 年主要事件



资料来源：《关于启动2019年全国三级公立医院绩效考核有关工作的通知》，长城证券研究所

截至2018年9月，据卫健委发布的全国医疗卫生机构统计数据显示，全国一共有32,120家医院，其中三级医院2,460个，二级医院8,714个。据卫计委答《中国日报》有关采访表示，截至2018年一季度，全国7,880个二级及以上公立医院中86.8%已完成规范化的电子病历的建设。根据2018中华医院信息网络大会相关数据，三级医院过去一年电子病历的应用水平已从平均1.58级增长到2.11级，二级医院从0.67级增长到0.83级，但是

距离最终要求达到互联互通标准化成熟度 3、4 级还差距较大，预计 19、20 年基于电子病历的重点信息化建设将迎来高峰期。

根据市场调研以及我们的测算，中性假设下仅电子病历政策所带来的市场规模将超过 300 亿元，其中三级医院贡献约 200 亿的市场，二级医院贡献 100 亿市场。由于电子病历的 4 级以及 4 级以下评审由省级完成，较 5 级以上国家评审的周期会大大缩短，我们估算电子病历的建设高峰期将在 2019H2 以及 2020 年到达。

**关键假设：**三级医院（即达到 4 级水平）电子信息化投入估计 800-1000 万元，完成率预计 80%-100%；二级医院（即达到 3 级水平）电子信息化投入单体预计 500-800 万元，完成率预计 10%-30%。

表 8: 电子病历市场空间估算

三级医院	单价 (万元)	数量 (个)	完成率 (%)	金额 (亿元)	二级医院	单价 (万元)	数量 (个)	完成率 (%)	金额 (亿元)	总计(亿元)
乐观	1000	2460	100	246.00	乐观	800	8714	30	209.14	<b>455.14</b>
中性	900	2460	90	199.26	中性	650	8714	20	113.28	<b>312.54</b>
保守	800	2460	80	157.44	保守	500	8714	10	43.57	<b>201.01</b>

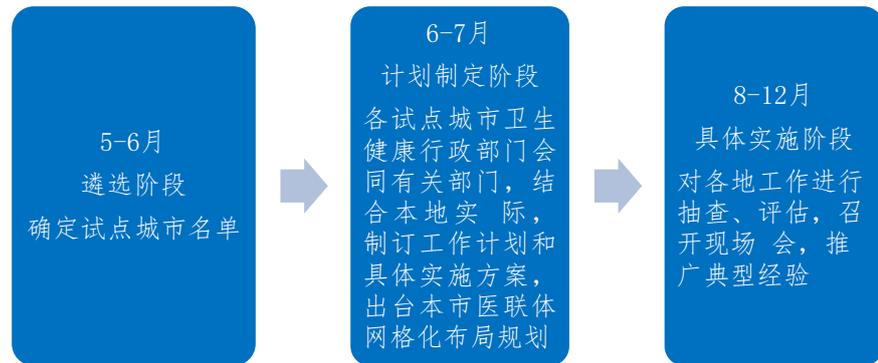
资料来源：产业调研，长城证券研究所

在创新医疗信息化方面，互联网+医疗业务获得政策支持。自 2015 年起，国务院与卫健委加速出台各项政策助力互联网医疗体系发展，包括 1) 推进分级诊疗制度建设（《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》）；2) 推动互联网+医疗建设，明确互联网诊疗运行、管理与监管规范（《互联网诊疗管理办法（试行）》等）；3) 推动医保对接在线支付，异地就医直接结算（《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》）。相关基于医疗、医药、医保的“三医联动”政策的展开会在未来持续推动创新业务的进一步增长。目前已有多样政策推动医改，“互联网医院”、“处方外流”、“健康管理”“DRGs 控费”等多个领域政策推动试点放开。

#### ■ 医联体政策出台有望推动业绩增长

近期，国家中医药管理局联合印发《关于开展城市医疗联合体建设试点工作的通知》（以下简称《通知》），要在 100 个试点城市全面启动医联体网格化布局与管理，形成以城市三级医院牵头、基层医疗机构为基础，康复、护理等其他医疗机构参加的医联体管理模式。《通知》中重点提出将统一信息平台，即推进医联体内各级各类医疗卫生机构信息系统的互联互通，实现电子健康档案和电子病历的连续记录，统一医联体内药品、医用耗材编码，逐步实现医联体内医疗卫生信息有效共享。

图 22: 2019 年医联体试点工作节点



资料来源: 《关于启动 2019 年全国三级公立医院绩效考核有关工作的通知》，长城证券研究所

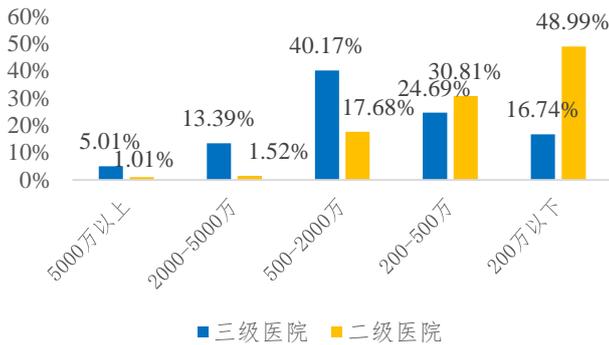
从《通知》要求中可以看出，城市医疗集团主要以城市三级医院为主体核心，自上而下带动区域网格内医疗机构统一开展业务，而在信息化系统建设中，短期内主要的增量市场为医联体新平台建设。预计三级医院信息化系统建设的主导话语权增加，而原来主要做三级医院的信息化厂商将具备天然先发优势，并且区域内各医疗机构的电子病历和健康档案将会首先实现互联互通，在上述两个系统建设占优的厂商业务增量也将有所体现。医联体统一建设意味信息化系统市场格局将进一步改善，公司未来的业绩发展预计会出现较明显的增长趋势。

#### ■ 医疗信息化本身投入偏低，上升空间较大

医疗信息化投入差距明显，未来增长空间较大。我国医疗信息化行业近年来保持稳定高速增长，但与发达国家相比仍存在差距，市场存在较大提升空间。根据公开数据，2016 年底国内医疗行业每年实际的投入只占医院年收入的 0.8% 左右，而发达国家和地区的水平基本在 3-5% 之间，可以看出仍然存在 4-6 倍的差距。此外，根据世界银行的数据显示，2014 年全世界平均卫生费用支出占 GDP 比重 9.9%，我国为 5.5%，美国高达 17.1%。虽然目前 2016-2018 年连续三年我国医疗卫生总费用占 GDP 的比例已达到 6.2%，但与全球平均水平仍存在差距。卫生部组织研究发布的《“健康中国 2020” 战略研究报告》提出“到 2020 年，主要健康指标基本达到中等发达国家水平”，其中包括到 2020 年，卫生总费用占 GDP 的比重达到 6.5%-7.0%，未来我国医疗卫生支出在国民经济中的重要性将得到进一步提升。

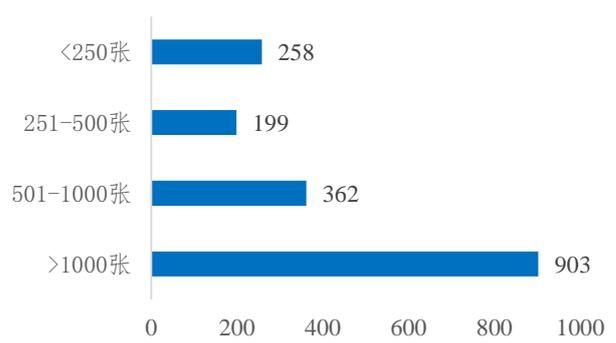
根据 CHIMA 发布的《2017-2018 年度中国医院信息化状况调查报告》显示，医院近三年信息化建设累计投入金额差异较大，其中三级医院信息化建设累计投入主要分布在 500-2,000 万元之间，而三级以下医院的信息化建设投入集中分布在 200 万元以下。床位数大于 1,000 张的医院 2017-2018 年度信息化建设平均投入金额为 903 万元，床位数在 501-1000 张之间的医院信息化投入为 362 万元。总体而言，三级医院的累计投入明显高于二级医院。据调查显示，三级及三级以下医院的信息化投入阻碍因素排在第一位的均为缺乏信息化资金支持，未来随着电子病历、公立医院绩效考核等强制性政策的推出，信息化投入程度有望提高。

图 23: 各级医院近三年累计信息化投入金额



资料来源: CHIMA, 长城证券研究所

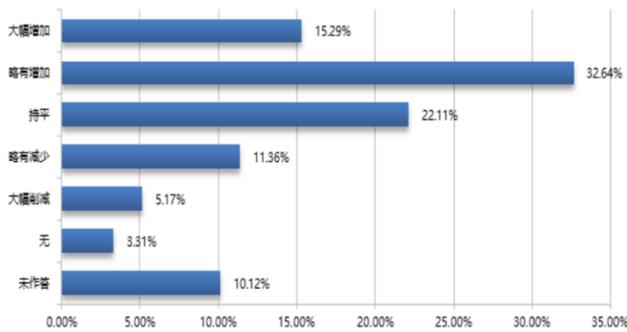
图 24: 2017-2018 年平均信息化投入 (万元) (按床位数)



资料来源: CHIMA, 长城证券研究所

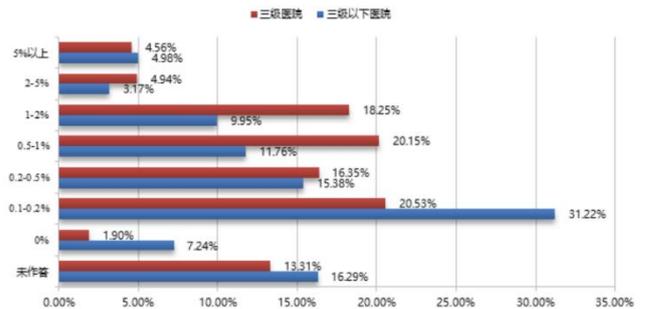
此外,从信息化投入预算占比角度来说,整体预算投入保持稳定增长,但占比仍然偏低。据 CHIMA,2018 年度共有 47.93% 的医院表示预算存在不同程度的增加;从预算比例来看,三级医院预算比例在 0.1-0.2% 区间的居多,占比 20.53%;0.5%-1% 区间位居第二,占比 20.15%。相较于发达国家的 3-5% 比例仍具有很大的增长空间。

图 25: 2017-2018 年度信息化投入预算比较



资料来源: CHIMA, 长城证券研究所

图 26: 2017-2018 年不同等级医院预算比例对比



资料来源: CHIMA, 长城证券研究所

总结来说,伴随着行业政策的持续推动以及医疗信息化投入的不断加入,当前医疗信息化行业处于高速发展阶段,市场空间较大。据前瞻经济研究院数据,2009-2017 年,我国医疗信息化行业市场规模逐年递增,且增速保持在 20% 以上的较高水平。2017 年我国医疗信息化市场规模为 448 亿元,同比增长 17.59%;未来几年,我国医疗信息化规模将持续增长,到 2023 年,我国医疗信息化规模或将突破 1,000 亿元。

图 27: 2009-2018 年中国医疗信息化行业市场规模 (亿元, %)



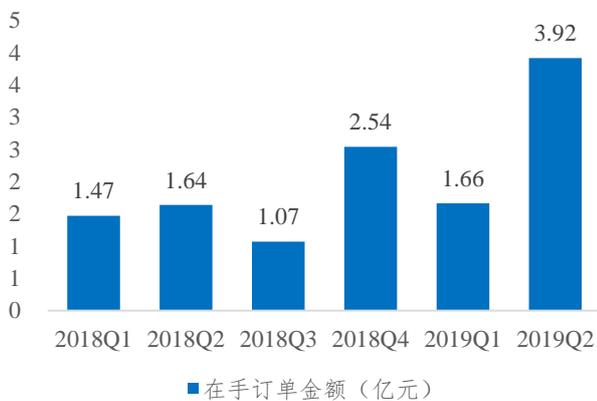
资料来源：前瞻经济研究院，长城证券研究所

### 3.3 在手订单充足，行业政策催化或将于下半年落地

在手订单充足，2019年H1订单高速增长验证行业进入快车道逻辑。根据在第三方招标网站剑鱼标讯的订单统计（不具有全面性，仅做趋势性分析），公司2018年全年在手订单总计325个，订单总额达到了6.73亿元（2018年年报披露订单金额增速超过40%）。2019年，截至6月底公司在手订单总计130个，订单总额达到5.58亿元。其中，2019年Q1卫宁健康中标订单金额为1.66亿元，同比增速为12.94%；2019年Q2订单中标金额3.92亿元，同比增长138%，呈爆发式增长。医疗信息化行业季节性明显，医院以及公共区域多于上半年做预算下半年集中招标，故第三、四季度将成为订单集中落地期，公司订单有望继续保持高增长，支撑未来业绩。

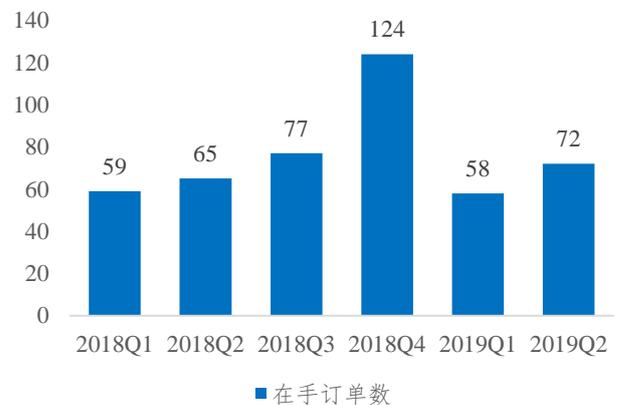
截至2019年6月底，公司已有千万级以上订单14个，而在17、18年全年千万级以上订单分别仅为8和7个（统计到的公司千万级订单相较于行业内其他厂商较少主要是由于公司主要客户，特别是医疗机构多半采取非公开或分项目招标所致）。2019年1月到6月，公司分别中标合肥市滨湖医院智慧医院软硬件采购项目和铜陵市全民健康信息平台项目，订单金额高达3,998万元和3,789.68万元，嘉定区江桥医院智慧医院信息系统建设，订单金额3,555.56万元，以及莱州市人民医院、莱州市中医医院智慧医院及莱州市全民健康信息平台建设信息化服务项目，订单金额5,619.25万元。在医疗机构和公共区域卫生领域均有大额订单落地，验证了公司在传统医疗领域的绝对优势。

图 28: 分季度订单金额（亿元）



资料来源：剑鱼标讯，长城证券研究所

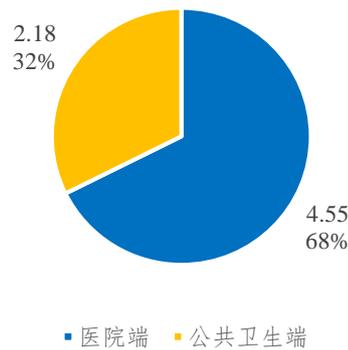
图 29: 分季度订单数量（个）



资料来源：剑鱼标讯，长城证券研究所

大额订单数量、占比双双提升，公司产品竞争优势持续增强。从订单结构来看，医院端订单占据较大比重，2018年医院端订单金额达4.55亿元，占比68%；公共卫生端订单金额达到2.18亿元，占比32%。2019年H1医院端订单金额达到4.20亿元，公共卫生订单金额达到1.38亿元。从客户数来说，2018年医院端的客户有226个，公共卫生端的客户有102个；2019年H1医院端的客户有93个，公共卫生端的客户有37个。

图 30: 2018年医院端和公共卫生端订单金额及占比（亿元，%）



资料来源: 剑鱼标讯, 长城证券研究所

可以看出, 受益于医疗信息化行业的高速发展, 公司的电子病历相关订单的金额和大额订单的数量均在快速增长, 电子病历等行业利好政策将使得医院以及公共卫生等领域的客户对信息化投入的重视程度越来越高, 持续提升行业高景气度。

表 9: 部分千万级以上订单

中标日期	项目名称	中标金额 (万元)
2019/6/26	淮安市洪泽区人民医院电子病历 5 级信息系统项目	1,683.11
2019/6/13	嘉定区江桥医院智慧医院信息系统建设	3,555.56
2019/6/4	兴县人民医院迁址新建项目医疗智能信息系统工程	2,541.20
2019/6/3	上海市政府	1,438.27
2019/5/21	莱州市人民医院、莱州市中医医院智慧医院及莱州市全民健康信息平台建设信息化服务项目	5,619.25
2019/5/8	天津市儿童医院两院区一体信息化系统项目	1,798.00
2019/4/29	铜陵市全民健康信息平台项目	3,789.68
2019/4/8	合肥市滨湖医院智慧医院软硬件采购	3,998.00
2019/2/21	黑龙江中医药大学附属第一医院互联网数字化智慧医院信息升级改造建设项目	1,975.00
2019/1/15	迪庆藏族自治州人民医院信息化建设软硬件购置项目	2,184.10
2019/1/7	奉贤区家医和社区综管信息化建设	1,065.00

资料来源: 剑鱼标讯, 长城证券研究所

电子病历政策催化效果将逐步显现, 驱动 2019-2020 年医疗信息化行业高增长。从电子病历中标情况来看, 自 2018 年 8 月发布电子病历等级评价要求以来, 医院涉及电子病历的采购项目已开始逐渐增多。根据以往经验, 医院的年度采购预算基本在上半年制定, 下半年开始招标, 预计基于评价等级的电子病历的升级、改造项目将在 19 年下半年集中招标, 带动整体行业订单增速。目前我国电子病历的 4 级等级评价主要在省内进行, 验收周期相较 5 级 (国家统一验收) 会大大缩短, 三级医院大概率将于 2020 年集中参加测评, 故电子病历带来的业绩兑现高峰或将主要于 2020 年实现。

表 10: 公司电子病历相关订单

中标日期	项目名称	中标金额
2019/6/26	淮安市洪泽区人民医院电子病历 5 级信息系统项目	1,683.11
2018/5/30	上海市静安区市北医院电子病历应用水平升级改造项目	949.5
2018/6/5	隆福医院以电子病历为核心的业务系统升级改造项目	163.6
2018/6/6	上海市金山区中西医结合医院医院信息系统四级电子病历模块及系统集成项目	418
2018/6/20	上海市金山区亭林医院五级电子病历项目	885.59
2018/12/21	上海市肺科医院电子病历无纸化建设及系统标准化接口改造项目	397.88
2018/12/28	江西省人民医院采购电子病历及单病种系统等项目	163
2019/1/16	海口市中医医院电子病历系统及财务软件项目	135

资料来源：剑鱼标讯，长城证券研究所

## 4. 创新业务或迎来拐点，看好长远期发展

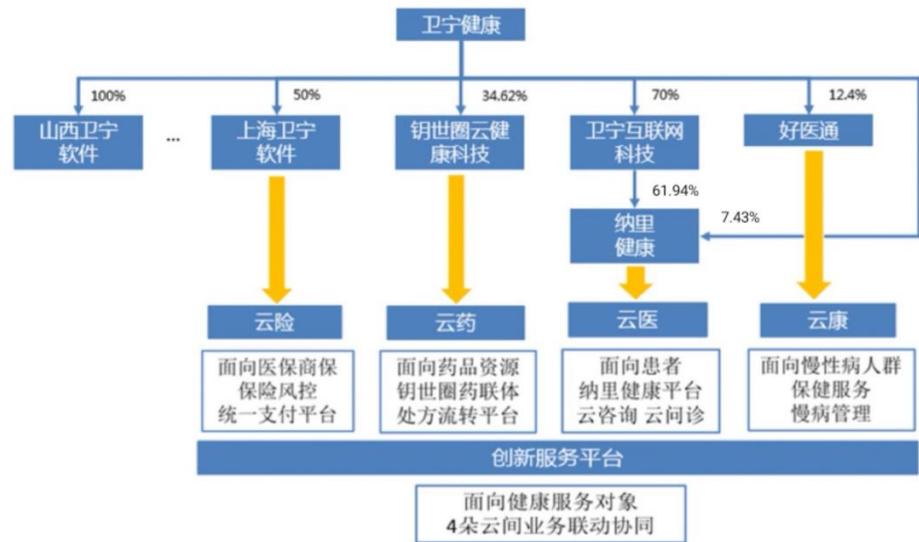
在传统医疗信息化业务稳步拓展的情况下，公司积极推动互联网+业务，2016 年正式提出双轮驱动发展战略，主要践行“4+1”战略——云医、云药、云险、云康+创新服务平台。公司通过参股公司钥世圈布局云药业务，打造融“处方流转、药险联动、B2B 赋能、健康服务”于一体的“药联体”平台；通过“钥健康”、“企健网”门户平台，双向对接上游保险机构及其各险种、下游各连锁药店以及医疗终端，既丰富了商业健康险服务内容，推动健康险理赔服务自动化，帮助发展线下药房业务。

通过卫宁科技控股子公司纳里健康平台，面向医疗机构及医联体，以及身边医生着眼基层卫生服务领域，布局云医业务，结合分级诊疗、家庭医生签约、公共卫生、健康管理、医疗保险、人工智能等新业态，建立充分和完善的医院、医生、患者等多方联接。2019 年 1 月，纳里健康与阿里健康深度合作，以技术手段支撑全国首个“服务+监管”一体化的互联网医院平台在浙江省正式上线。

通过卫宁科技的医疗支付与保险业务，布局云险业务。以医疗支付为主线，构建统一支付平台以及保险风控体系为核心，解决医疗场景中遇到的自费、商保、医保支付问题。目前已成为多家医院接入多种支付渠道：如支付宝、微信、银联云闪付、百度小程序、银行 APP 等。另外通过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。

通过参股公司好医通布局云康业务。“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，好医通布局“互联网+体检”，已连接 1,500 多家医院及体检中心，年体检服务超 32 万人次，服务企业客户超 6,500 多家。

图 31: 卫宁健康创新业务布局情况



资料来源：公司官网，企查查，长城证券研究所

盈利模式初步探索成功，创新子公司 2019 年有望迎来业绩拐点。目前四朵云、+1 平台的盈利模式各有不同：

- “创新服务平台”主要通过卫宁互联网实施主体来完成，收入来源主要依靠平台建设费、支付返佣费等；2019 年 H1 卫宁互联网单体报表实现营业收入 921.79 万元，同比增长 2.17%，净利润-361.85 万元，同比下降-10,637.39%，收入微增长主要系第三方支付公司返点费率下调 75%等原因。
- 云医板块，以纳里健康为实施主体，收入来源主要包括问诊服务费等；2019 年 H1，纳里健康实现营业收入 1,072.80 万元，同比下降 19.49%，净利润-1,423.48 万元，同比下降 6.21%。因项目结算滞后等原因，导致 2019 年 H1 纳里健康收入同比下降（其中第二季度收入同比基本持平）。
- 云险板块，一块是卫宁付，解决在医疗场景中涉及的自费、医保、商保等的支付环节；另外一块是卫宁科技，主要是给医院做医保控费。2019 年 H1，卫宁科技（不并表）实现营业收入 339.33 万元，同比增长 4.69%，净利润-2,503.01 万元，同比下降 13.76%。虽因投入加大导致报告期内仍然亏损，但市场竞争力方面有所提升，今年以来陆续中标了中国保信重要平台项目和国家医疗保障局重要平台项目等。
- 云药板块，公司主要依靠参股公司钥世圈（不并表），其目前以药房导流费为主要营收；2019 年 H1 钥世圈实现营业收入 8,385.39 万元，同比增长 195.73%，呈高速增长态势，净利润-521.00 万元，同比下降 62.98%，由于利润基数小，属于正常波动。
- 云康板块，依靠公司参股的好医通，同时也在与腾讯、阿里合作去开拓 C 端客户，帮助公立医院体检中心去吸引企业用户和个人用户。

表 11: 各板块实施主体

板块	实施主体	2019年H1收入 (万元)	2019年H1净利润 (万元)	持股比例	并表情况
创新服务平台	卫宁互联网	921.79	-361.85	70%	并表
云医	纳里健康	1,072.80	-1,423.48	69.37%*	并表(孙公司)
云险	卫宁科技 (金仕达)	339.33	-2,503.01	50%	参股、不并表
云药	钥世圈	8,385.39	-521.00	34.62%	参股、不并表
云康	好医通	-	-	12.40%	参股、不并表

资料来源：企查查，各公司官网，长城证券研究所

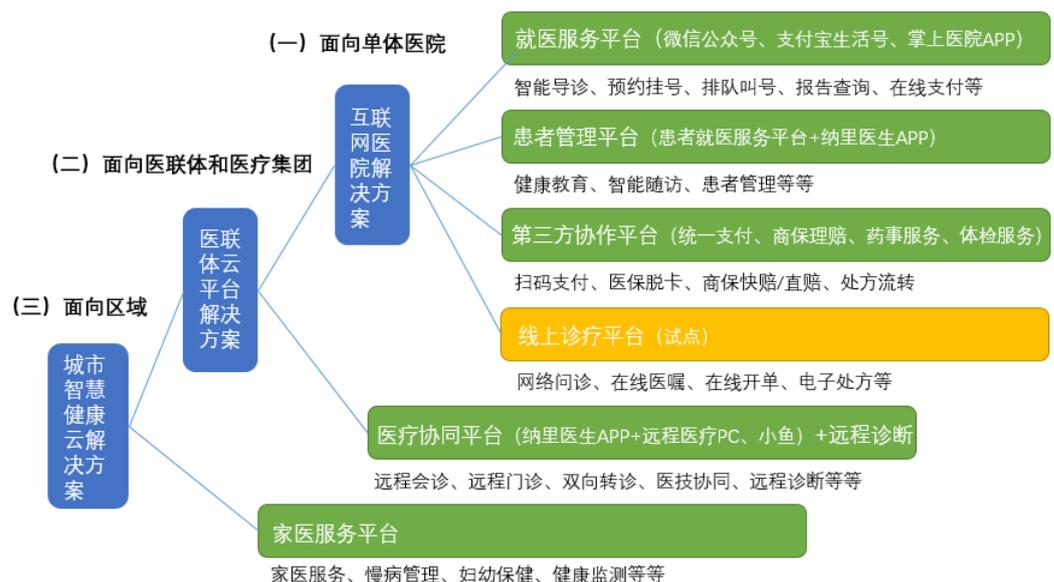
\*通过卫宁健康集团以及卫宁互联网科技合计持股69.37%。

可以看出，目前负责各创新业务的子公司、参股公司业务整体有序推进，随着未来各业务板块规模的进一步拓展和商业模式的成功探索及落地，创新业务有望整体实现盈利，由拖累整体业绩向增厚公司业绩转变，同时，传统、创新业务的协同效应也将进一步显现，推动双轮业务齐头并进。

#### 4.1 云医：短期以平台建设为主，长期看平台服务

云医板块方面，互联网医院全面解决方案目前分为三个层级。第一个层级面向单体医院的互联网医院解决方案，目的是为医院打造自己的互联网医院，有别于互联网医院在线诊疗平台的微医，互联网医院直接为医生和患者搭建沟通平台而不通过医院实体，通过就医服务平台、患者管理平台、第三方协作平台和线上诊疗试点平台完成一系列不通过医院的就诊过程。该层次业务目前公司通过提供相关技术和医院的运营手段，扩大业务的辐射范围。第二个层级面向医联体和医疗集团的医联体云平台解决方案，通过多种软件协作的医疗协同平台，该层次目前已有多个实施的项目，包括邵逸夫医院等，其中的远程会诊、双向转诊等技术已经相对完善。第三个层级是面向区域的城市智慧健康云解决方案，通过与家庭医生服务平台联动达到覆盖更大人群的目的，为更多家庭提供家庭医疗服务。

图 32: 卫宁健康云医板块



资料来源：公司调研资料，长城证券研究所

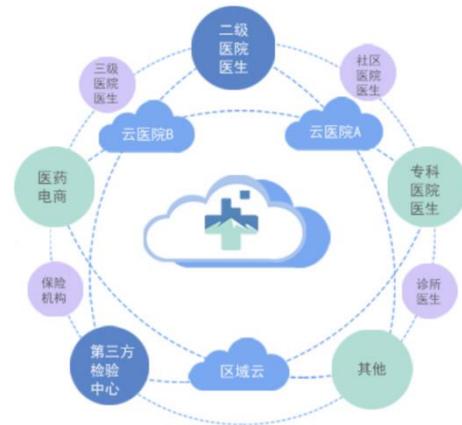
“云医”业务主要通过纳里健康平台，布局医疗机构及医联体，以及“身边医生”布局基层卫生服务领域，结合分级诊疗、家庭医生签约、公共卫生、健康管理、医疗保险、人工智能等新业态，建立充分和完善的医院、医生、患者等多方联接。

图 33: 纳里健康云医院总体平台架构



资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 34: 纳里健康基础功能



资料来源：公司官网，长城证券研究所

纳里健康接入医疗机构数量、服务患者次数均有显著提升。2019年上半年，纳里健康共新签医疗合作项目 110 余个，累计签约医疗合作项目超 300 余个，遍及北京、四川、江西、湖南、河北、山东、河南、广西、广东、安徽等地。截至 2019 年 6 月底，纳里健康平台已累计接入国内医疗机构 2,500 余家，注册医护人员超 20 万名，远程医疗超 200 万人次，服务患者超 2 亿人次。其中，浙江省内平台活跃医生 8,600 余名，覆盖省内 11 个地市 82 个县（市、区）的 210 家医疗机构，转诊、会诊等核心业务总量已突破 110 万单，有效实现“首诊在社区、大病去医院、康复回社区”的分诊格局。因项目结算滞后等原因，2019 年上半年，纳里健康实现营业收入 1,072.80 万元，同比下降 19.49%，净利润-1,423.48 万元，同比下降 6.21%。

表 12: 纳里健康平台主要功能

功能	简要介绍
预约门诊	建立统一的预约平台，通过 App 服务或预约网站，患者不但能预约基层医院的医生，还能通过基层医院医生的帮助预约大型医院的专家，在常规预约基础上，实现去大型医院就诊前的分诊和亚专科的专病专治，提高就医效率。
双向转诊	通过医生工作桌面 pc 端或移动端 App 服务，实现基层医院医生与大型医院专科医生根据病情有效双向转诊，省去了自行去大型医院看病的一大堆烦恼和环节，包括选医生、排队、挂号、缴费、候诊、重复检查等。
移动会诊	通过医生工作桌面 pc 端或移动端 App 服务，基层医生遇到疑难病例，可以在线邀请大型医院专家在手机端进行会诊，让远程医疗触手可及，既提高基层医疗的服务质量，更提升了基层医生的医疗服务能力和水平。
健康咨询	大型医院医生和基层医院医生利用碎片化时间直接通过医生工作桌面 pc 端或移动端 App 接受患者的健康咨询和问诊，放大优质医疗资源的服务能力，提高医生的医疗服务能力和品牌。
远程门诊	远程联合门诊是指基层医生在接诊病人时利用互联网远程视频的方式和另一名专家医师沟通，联合对病人进行诊治的一种门诊。通过云平台，双方医师各自依据自己的时间安排对开展远程联合门诊的时间段进行

	排班，医生或者患者自己通过平台实现对远程联合门诊的预约，通过时间资源的匹配确定远程联合门诊接诊的医生，地点、时间和需要就诊的远端专家医生。
医技联动	大型医院可以将检验检查设备资源放平台上共享，各医院、各院区医生或基层医院医生根据资源情况、帮助病人预约选择方便的时间和地点检查，病人往返一次就可以完成检查，医院检查后将报告通过云平台返回给申请医生，实现正真意义的检查协同，提高的医院医疗资源的利用率。
慢连处方、医药联动	根据慢性病长处方政策，医生开完长处方以后将电子处方数据自动导入到云平台中，复诊病人、老慢病人通过平台向医生远程咨询，医生根据病人的病情发展情况进行线上续方或长处方的继续用药确认，病人远程支付后（支付给处方机构）可选择附近药店取药或使用药品物流配送。

资料来源：公司官网，长城证券研究所

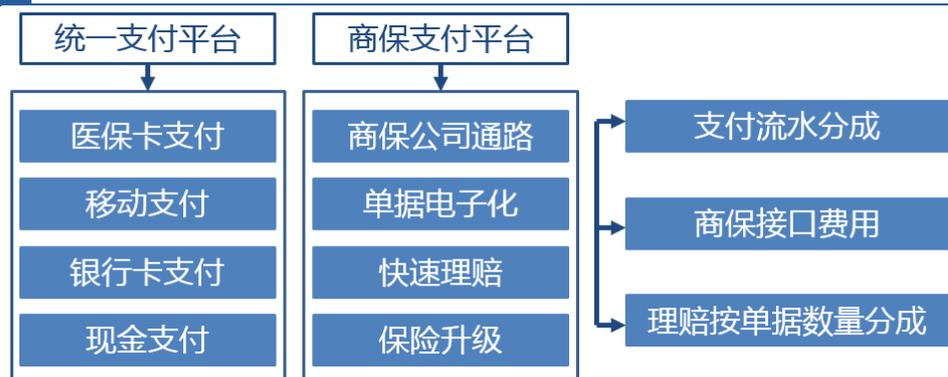
与阿里健康展开深度合作，全国首个“服务+监管”一体化的互联网医院平台正式上线，示范效应值得期待。2019年1月，纳里健康与阿里健康深度合作，全国首个“服务+监管”一体化的互联网医院平台：浙江省互联网医院正式上线。互联网医院平台一方面为患者提供线上医疗服务，为医疗机构提供互联网医院、互联网诊疗建设的基础设施，同时将对医疗机构开展的互联网诊疗活动进行事前、事中、事后监管，形成机构协作、资源共享、数据互通的机制。

“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的出台，将推动远程医疗和互联网诊疗进入一个规范有序全面发展的新里程。8月30日，国家医保局发布《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》。意见明确，公立医疗机构提供“互联网+”医疗服务，价格包括了一个项目的完整费用，并按照属地化原则，由公立医疗机构或其所在地区的省级医疗保障部门制定。此外，意见指出定点医疗机构提供的“互联网+”医疗服务，与医保支付范围内的线下医疗服务内容相同，且执行相应公立医疗机构收费价格的，经相应备案程序后，纳入医保支付范围并按规定支付。一旦互联网医疗正式接入医保，我们预计线上诊疗由于其具有高效性、快捷性等特点将会在诊疗频数、范围上有较大突破，传统信息化厂商有望率先充分受益线下向线上转移的行业机会。医疗信息化厂商有望凭借深厚的医院资源受益线下医疗向线上医疗逐步转移的行业红利。

## 4.2 云险：卫宁科技主导，参建国家级医保平台树立标杆效应

“云险”以医疗支付为主线，构建统一支付平台以及保险风控体系为核心，解决医疗场景中遇到的自费、商保、医保支付问题，为客户打造统一多渠道的支付服务、商保快速理赔服务以及企业年金的保险升级服务。

图 35: 云险收入模式



资料来源：长城证券研究所

自 2017 年投入运营以来，已在上海、贵州、安徽、江苏、重庆、广西、四川、广东、湖北、天津、浙江、湖南、青海、内蒙古、山西、山东、云南、福建、北京、河南等地近 1,000 家医疗机构**投放支付设备 12,000 多台**，交易金额超 80 亿元，交易笔数超过 5,000 万笔。同时，已为多家医院接入多种支付渠道：如支付宝、微信、银联云闪付、百度小程序、银行 APP 等。

此外，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，目前已接入中国平安、太保安联、泰康产险等多家保险公司以及上海保交所、众安科技等多家保险平台，已经接入上海中医药大学附属龙华医院、上海市第六人民医院、上海市第七人民医院等数十家大型医院，并向江浙沪京等多个保险业务的重点地区快速拓展。

主要定位为商保公司及医保部门提供保险智能风控和数据+AI 服务的上海金仕达卫宁软件科技有限公司业务拓展也在持续推进，虽因投入加大导致 2019 年 H1 仍然亏损，但市场竞争力方面有所提升，**2019 年以来陆续中标了中国保险信息技术管理有限责任公司(中国信保)重要平台项目和国家医疗保障局重要平台项目**，具有示范作用，为后续提速发展奠定了坚实的基础。

**国家医疗保障局医疗保障信息平台建设以云平台建设为核心，带来广阔的市场空间：**1) 由于顶层平台的建设将为省级及各级政府树立标杆，有望自上而下带动各级医保平台投资，省级及各级政府有望加大平台投入；2) 为实现高效便捷的跨省数据互联互通及医保异地结算，有望出现大量各省及各级医保平台的软件采购、实施和接口互通的市场需求；3) 为实现医保端数据的互通，提高结算系统间的对接效率，亦有望带来软件采购、实施和接口互通的市场需求。

截至 2019 年 5 月 7 日，国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程相关项目的中标结果全部公布，东软集团、卫宁健康、创业慧康、易联众、久远银海、东华软件等医疗信息化行业龙头公司中标，项目招标金额共计 9,643.59 万元。

**表 13: 国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目**

包	名称	中标金额 (万元)	中标单位
第 1 包	内部统一门户子系统、内部控制子系统	259	东软集团
第 2 包	跨省异地就医管理子系统	199	久远银海
第 3 包	支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	83	创智和宇
第 4 包	药品和医用耗材招采管理子系统	168	厦门海西医药交易中心
第 5 包	公共服务子系统、信用评价管理子系统	268	易联众
<b>第 6 包</b>	<b>基金运行及审计监管系统、医疗保障智能监管子系统</b>	<b>328</b>	<b>卫宁金仕达</b>
第 7 包	宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	207.35	平安医疗
第 8 包	基础信息管理子系统、医保业务基础子系统、应用支付平台子系统	100	易联众、创业慧康、久远银海
第 9 包	应用系统集成	81.8	东华软件

资料来源：剑鱼标讯，长城证券研究所

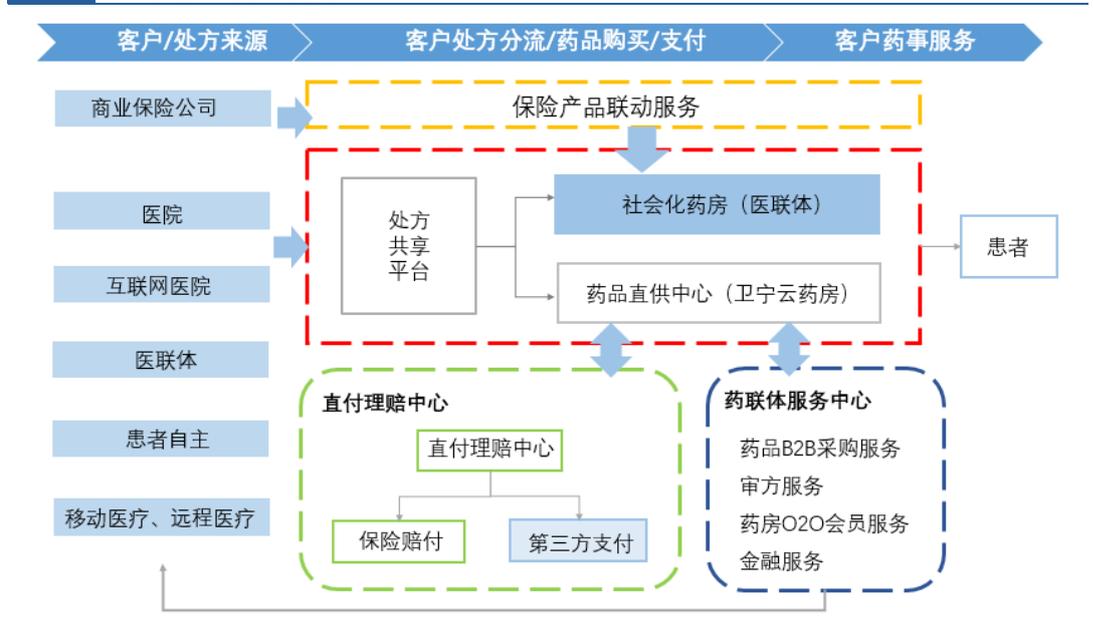
另一方面，互联网医疗政策推进，DRGs 发展可期。关于 DRGs 的发展推进已经持续十余年，早在 2017 年作为国务院公布的 2017 年 70 项医改重点工作之一，DRGs 收付费改革第一次上升到国家战略层面。2018 年 12 月 10 日，中国医保局发布关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知指出，加快推进按疾病诊断相关分组（DRGs）付费国家试点，探索建立 DRGs 付费体系，决定组织开展 DRGs 国家试点申报工作。在控制医保费用方面 DRGs 具有明显作用，例如美国采用 DRGs 支付系统后，美国 65 岁以上的老人住院率每年下降 2.5%，平均住院天数也从 1980 年的平均 102 天缩短为 1987 年的 8.9 天。医疗费用增速也从 16%-18% 下降到了 7%-8%。DRGs 的发展与医疗信息化的实施将给商业保险公司提供医疗数据与统一的收费标准，能够帮助保险公司降低保险赔付成本，通过推出各类医疗保险，对于商业保险发展提供关键助力，未来 DRGs 也同样具有广阔的市场空间。

因第三方支付公司返点费率大幅下调等原因，2019 年上半年，卫宁互联网单体报表实现营业收入 921.79 万元，同比增长 2.17%，净利润-361.85 万元，同比下降 10,637.39%；因承接国家重要项目投入加大等原因，卫宁科技实现营业收入 339.33 万元，同比增长 4.69%，净利润-2,503.01 万元，同比下降 13.76%。

### 4.3 云药：钥匙圈主导，打开处方流转市场空间

“云药”持续打造一个融“处方流转、药险联动、B2B 赋能、健康服务”于一体的“药联体”，推动钥匙圈云药平台与公司医疗健康业务的搭载与延伸。

图 36：钥匙圈核心商业模式



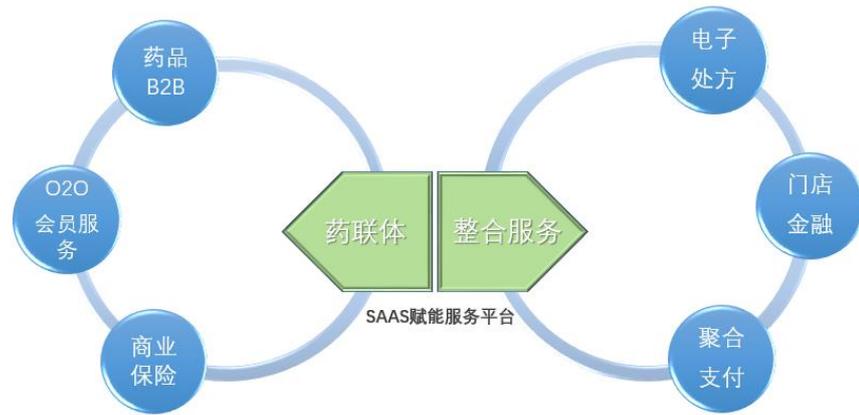
资料来源：公司调研资料，长城证券研究所

#### ■ “处方” + “保险” 双轮驱动 “云药” 新格局

截至 2019 年 6 月底，“药联体”合作成员逾 7 万家，用户分布于全国 30 个省市；合作保险公司达 50 余家，管理保费金额超 35 亿元，依托“药联体”等平台，整体交易额累计超过 4.5 亿元，并在全国范围内进行业务推广等。目前钥匙圈研发的处方共享平台作为

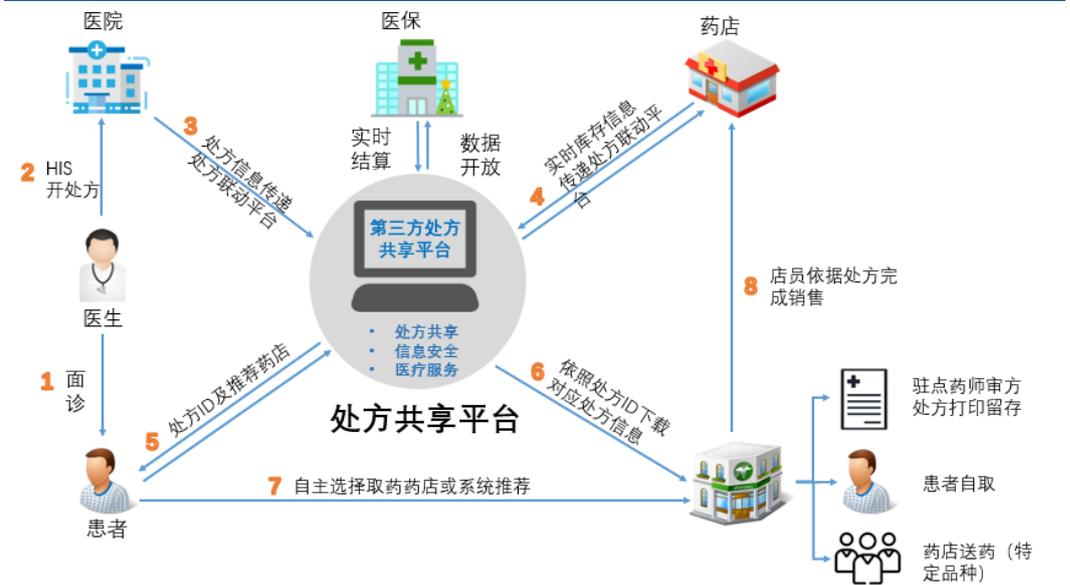
卫宁 HIS 系统在云药的衍生互联网平台，拥有连接医院端 HIS 处方共享平台、面向所有社会药房的 SaaS 服务平台以及面向 C 端的卫宁云药房三个板块，协同形成了卫宁云药的解决方案，与医院 HIS 系统有序衔接并且面向所有医药流通企业和药房开放，显示出公司处方共享平台 + 医联体模式的完整性。

图 37: 药联体服务平台



资料来源: 公司调研资料, 长城证券研究所

图 38: 处方共享平台



资料来源: 公司调研资料, 长城证券研究所

另一方面，通过“钥健康”、“企健网”门户平台，双向对接上游保险机构及其各险种、下游各连锁药店以及医疗终端，既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了线下药房业务的发展；在天津、杭州等多地试点运行药品社会化供应工作的基础上，持续向全国范围全面推进以“互联网+药联体+处方流转”为核心的互联互通工作，建立和运营基于一站式用药服务的健康服务新模式，与上海、黑龙江、江苏、浙江等多个地方区域、多家医院签订了处方流转合作推进战略，并相继落实；完成与“如医平台”的整合，进一步强化在“药联体”及“互联网+医疗健康”方向的规模覆盖及专业能力。

2019 年上半年，铂世圈实现营业收入 8,385.39 万元，同比增长 195.73%，呈高速增长态势，净利润-521.00 万元，同比下降 62.98%，由于净利润基数小，属于正常变动。

## 5. 业绩情况与预测

我们对公司 2019-2021 年业绩进行了分拆预测，假设条件与分拆预测结果如下：

(1) 软件销售：主要包括传统医疗信息化的核心软件产品的销售，面向区域卫生以及各类医疗机构等。预测该业务受益于医疗信息化政策（特别是电子病历政策）的加速落地以及市场集中度进一步提升，收入增速将在电子病历集中落地的 19、20 年保持高速增长，随后保守估计下回归稳定行业增速，在 2019-2021 年收入增速分别为 45%、40%、30%。

(2) 技术服务：主要依托于自有软件销售的后续服务，未来随着客户基础的增大以及软件维护意识的增强，预计公司在 2019-2021 年收入增速基本保持与软件销售同步，分别为 50%、45%、40%。

(3) 硬件销售：公司在 2018 年根据市场情况进行了阶段性的策略调整，在市场总体需求旺盛的前提下，主动减少部分毛利率相对较低且收款账期较长的硬件销售业务，预测在 2019-2021 年收入同比下降分别为 8%、8%、5%。

**表 14：分业务营业收入预测表（单位：万元）**

业务分类		2018A	2019E	2020E	2021E
主	软件销售	80,013.83	116,020.05	162,428.07	219,277.90
	增速%	22.73%	45.00%	40.00%	35.00%
营	技术服务	32,144.67	48,217.01	69,914.66	97,880.52
	增速%	62.16%	50.00%	45.00%	40.00%
业	硬件销售	30,396.96	27,965.20	25,727.99	24,441.59
	增速%	-13.81%	-8.00%	-8.00%	-5.00%
其	其他业务	1,320.68	1,452.75	1,670.66	2,004.79
	增速%	1388.93%	10.00%	15.00%	20.00%
他	合计	<b>143,876.14</b>	<b>193,655.01</b>	<b>259,741.38</b>	<b>343,604.80</b>

注：以上 2019-2021 年数据均为在公司定期报告、公司公开披露的机构调研纪要的基础上进行假设测算而得出的结果，仅供投资者参考。

资料来源：公司定期报告，公司公开披露的机构调研纪要，长城证券研究所

考虑到公司在医疗信息化行业的整体地位以及近年来行业政策的推动，我们预计公司 2019-2021 年将实现营业收入 19.37、25.97、34.36 亿元，实现净利润 4.12、5.01、6.26 亿元，对应 EPS 分别为 0.25、0.31、0.39 元，参考 9 月 1 日收盘价，对应 PE 分别为 57.66X、47.43X 以及 38.00X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

## 6. 风险提示

医疗信息化政策、互联网医疗政策落不及预期风险，创新业务拓展不及预期风险，订单落地不及预期风险。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1203.76	1438.76	1936.55	2597.41	3436.05	<b>成长性</b>					
营业成本	574.61	690.61	862.31	1105.32	1433.15	营业收入增长	26.1%	19.5%	34.6%	34.1%	32.3%
营业费用	155.83	200.84	268.95	356.85	468.43	营业成本增长	31.9%	20.2%	24.9%	28.2%	29.7%
管理费用	225.89	118.08	166.68	227.46	300.90	营业利润增长	-50.3%	20.5%	40.2%	24.4%	23.6%
研发费用	0.00	147.21	225.25	341.08	485.57	利润总额增长	-56.1%	20.8%	40.3%	24.4%	23.7%
财务费用	3.94	8.02	21.55	63.31	110.62	净利润增长	-55.8%	32.4%	36.0%	21.6%	24.8%
其他收益	95.08	120.12	156.15	187.38	224.86	<b>获利能力</b>					
投资净收益	-18.70	-8.09	-9.74	-10.29	-9.87	毛利率(%)	52.3%	52.0%	55.5%	57.4%	58.3%
营业利润	257.40	310.28	435.01	541.15	668.82	销售净利率(%)	19.1%	21.3%	21.5%	19.5%	18.4%
营业外收支	-1.18	-0.76	-0.82	-1.08	-0.87	ROE(%)	8.6%	9.4%	11.4%	12.4%	13.5%
利润总额	256.22	309.52	434.19	540.07	667.96	ROIC(%)	14.1%	15.2%	17.8%	16.9%	17.7%
所得税	26.48	2.69	18.05	34.16	36.22	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	0.70	3.52	3.72	4.45	5.87	销售费用/营业收入	12.9%	14.0%	13.9%	13.7%	13.6%
净利润	229.04	303.31	412.43	501.46	625.87	管理费用/营业收入	18.8%	8.2%	8.6%	8.8%	8.8%
						研发费用/营业收入	0.0%	10.2%	11.6%	13.1%	14.1%
<b>资产负债表</b>						财务费用/营业收入	0.3%	0.6%	1.1%	2.4%	3.2%
						投资收益/营业利润	-7.3%	-2.6%	-2.2%	-1.9%	-1.5%
流动资产	1710.15	2066.82	3545.00	4858.03	6261.54	所得税/利润总额	10.3%	0.9%	4.2%	6.3%	5.4%
货币资金	482.05	514.65	1547.28	2075.30	2745.36	应收账款周转率	1.43	1.34	0.00	0.00	0.00
应收账款	965.35	1188.68	1594.14	2172.84	2821.05	存货周转率	5.98	5.35	5.66	5.51	5.58
应收票据	124.25	142.09	203.97	264.57	355.94	流动资产周转率	0.74	0.76	0.69	0.62	0.62
存货	100.40	157.87	146.65	254.87	258.40	总资产周转率	0.34	0.36	0.38	0.39	0.41
非流动资产	2002.15	2170.49	2337.11	2590.31	2916.75	<b>偿债能力</b>					
固定资产	371.31	435.37	495.32	607.72	784.42	资产负债率(%)	28.4%	22.7%	37.8%	45.0%	49.2%
资产总计	3712.30	4237.32	5882.11	7448.34	9178.29	流动比率	1.79	2.34	1.66	1.48	1.41
流动负债	956.46	882.25	2140.68	3274.09	4431.17	速动比率	1.64	2.09	1.56	1.38	1.34
短期借款	190.00	151.14	1228.68	2170.93	3028.36	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
应付款项	206.76	197.00	332.73	340.85	528.99	EPS	0.14	0.19	0.25	0.31	0.39
非流动负债	96.86	80.53	80.53	80.53	80.53	每股净资产	1.60	1.93	2.16	2.43	2.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.09	0.01	0.15	0.02	0.24
负债合计	1053.32	962.78	2221.22	3354.62	4511.70	每股经营现金/EPS	0.67	0.04	0.60	0.08	0.62
股东权益	2658.99	3274.53	3658.27	4091.09	4663.97	<b>估值</b>					
股本	1607.59	1621.87	1624.49	1624.49	1624.49	PE	103.84	78.41	57.66	47.43	38.00
留存收益	793.46	1072.53	1444.68	1896.97	2461.72	PEG	4.46	3.29	-7.71	1.58	1.40
少数股东权益	62.86	140.35	144.06	148.52	154.39	PB	9.16	7.59	6.77	6.03	5.27
负债和权益总计	3712.30	4237.32	5882.11	7448.34	9178.29	EV/EBITDA	84.29	70.83	48.11	37.34	29.42
						EV/SALES	19.63	16.39	12.19	9.25	7.05
<b>现金流量表</b>						EV/IC	8.25	7.13	4.97	3.93	3.21
						ROIC/WACC	1.51	1.63	1.90	1.90	2.04
经营活动现金流	79.79	123.89	246.16	40.08	388.03	REP	5.47	4.38	2.61	2.06	1.57
其中营运资本减少	-118.10	-322.41	-246.42	-593.86	-433.79						
投资活动现金流	-249.06	-250.30	-221.50	-317.92	-405.90						
其中资本支出	161.66	167.19	181.68	269.20	341.90						
融资活动现金流	52.36	156.76	-50.14	-146.11	-164.63						
净现金总变化	-116.91	30.36	-25.49	-423.95	-182.51						

### 研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

#### 行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>