

立足产品，双轮驱动

2019 年 11 月 27 日

【投资要点】

- ◆ **全国布局，深耕医疗信息化。**公司从 1994 年成立就专注于医疗信息化领域，依托于华东地区医疗信息化业务发展；2014 年开始公司先后并购宇信网景、山西导通、浙江万鼎等公司，通过地方厂商开始全国化布局；2015 年公司确立了“传统医疗信息化”和“创新互联网+医疗健康”的双轮驱动战略；2017 年公司确立了智慧医院、智慧卫生、智慧健康三大产品体系，同年，公司成为中国及亚洲地区唯一一家上榜 IDC 全球医疗科技公司。我们认为公司长期专注于医疗信息化领域，并通过地方医疗信息化厂商并购实现全国布局，公司的行业龙头地位不断稳固。
- ◆ **电子病历评级助推传统医疗信息化高景气。**卫健委先后下发面向智慧医疗的电子病历 (EMR) 分级评级目标以及面向智慧服务的分级评估标准。根据 CHIMA 对于医院分级评价的渗透率调查，以及对相关订单价估算和涉及的医疗机构数量，我们测算二级医院 EMR 升级将带动 224 亿元市场规模，三级医院 EMR 升级和互联互通标准化成熟度测评将分别带动 247 亿元和 233 亿元市场规模，整个分级评价将带动 704 亿元市场规模，医疗信息化行业将维持高景气，助推公司在传统医疗信息化领域高速发展。
- ◆ **互联网助推医疗创新业务新发展。**根据 AMC 模型，我国当前互联网医疗在政策的推动下进入高速发展期，卫宁健康适时把握互联网医疗的发展，确立“云医”、“云险”、“云药”、“云康”以及“+1 互联网平台”打造互联网创新业务。“云医”打造互联网医院平台，“云险”打造医疗支付平台，“云药”打造处方共享平台，“云康”打造健康管理平台，“+1 互联网平台”整合四朵云业务。公司互联网医疗创新业务按照既定战略进行，我们认为将在 2020 年进入业绩拐点，实现盈亏平衡，甚至盈利，从而形成公司新的利润增长点。

增持 (首次)

东方财富证券研究所

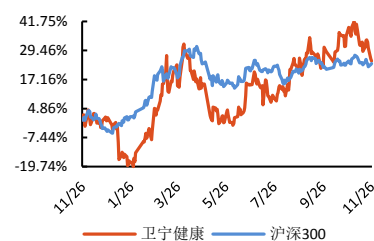
证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：马建华

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	25239.48
流通市值 (百万元)	20252.71
52 周最高/最低 (元)	17.56/9.64
52 周最高/最低 (PE)	87.19/55.70
52 周最高/最低 (PB)	9.14/5.12
52 周涨幅 (%)	24.91
52 周换手率 (%)	576.38

相关研究

- 《业绩表现超预期，创新业务稳步发展》
2019.10.29
- 《传统业务稳步发展，创新业务持续推进》
2019.09.03

【投资建议】

预计公司19/20/21年营业收入分别为18.70/24.46/32.18亿元，归母净利润分别为4.10/5.60/7.65亿元，EPS分别为0.25/0.34/0.47元，对应市盈率分别为62/45/33倍。公司是国内医疗信息化行业龙头，随着电子病历评级等政策推动，行业维持高景气；公司积极把握互联网发展趋势，稳步推进互联网医疗创新业务，我们看好公司未来的发展前景，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1438.76	1870.38	2446.07	3217.77
增长率(%)	19.52	30.00	30.78	31.55
EBITDA（百万元）	347.24	535.17	695.61	919.86
归母净利润（百万元）	303.31	409.61	559.61	765.45
增长率(%)	32.42	35.05	36.62	36.78
EPS(元/股)	0.18	0.25	0.34	0.47
市盈率(P/E)	83.21	61.62	45.10	32.97
市净率(P/B)	8.05	7.27	6.35	5.39
EV/EBITDA	71.69	46.16	34.98	26.02

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 电子病历政策推进不及预期风险；
- ◆ 行业竞争加剧风险；
- ◆ 创新业务发展不及预期风险。

正文目录

1. 双轮驱动，领军医疗信息化	5
1.1. 专注医疗信息化	5
1.2 双轮战略，三大产品	6
1.3 小步快跑稳增长	8
2. 深耕传统医疗信息化	9
2.1. 大单增加，准确把握市场趋势	9
2.2. 市场下沉，成就全国性行业龙头	10
2.3. 分级评价，卡位百亿级市场	12
2.4. 区域医疗，带来行业新增量	15
3. 拥抱互联网，开拓创新	17
3.1. 政策推动互联医疗进入高速发展期	17
3.2. 四朵云发力创新业务	18
3.2.1. 云医：打造互联网医院平台	18
3.2.2. 云险：打造统一的医疗支付平台	20
3.2.3. 云药：打造一体化处方共享平台	21
3.2.4. 云康：打造健康管理平台	22
4. 盈利预测与估值	24
4.1 盈利预测	24
4.2 相对估值	25
4.3 绝对估值	25
4.4. 投资建议	26
5. 风险提示	26

图表目录

图表 1：卫宁健康发展沿革	5
图表 2：卫宁健康股权结构	5
图表 3：卫宁健康双轮战略	6
图表 4：卫宁健康产品家族	7
图表 5：公司营收与归母净利润（亿元）	8
图表 6：公司扣非归母净利润（亿元）	8
图表 7：公司产品结构	8
图表 8：公司分产品毛利率	8
图表 9：公司研发投入（百万）及占营收比例	9
图表 10：公司费率情况	9
图表 11：中国医院信息化投入情况	10
图表 12：卫宁健康近 1 年订单及 500 万以上订单占比	10
图表 13：医院业务信息化建设不同地区建设情况	11
图表 14：医院在选择软件供应商时看重因素不同年度对比	11
图表 15：卫宁健康全国化布局	12
图表 16：EMR 分级评价 2019-2020 年目标	12
图表 17：智慧医院服务 5 类 17 级分类标准	13
图表 18：医院信息化分级评价市场估算	14
图表 19：卫宁健康医院等级评审解决方案	14
图表 20：我国医疗信息化发展历程	15
图表 21：城市医联体模式	15
图表 22：县域医共体模式	15

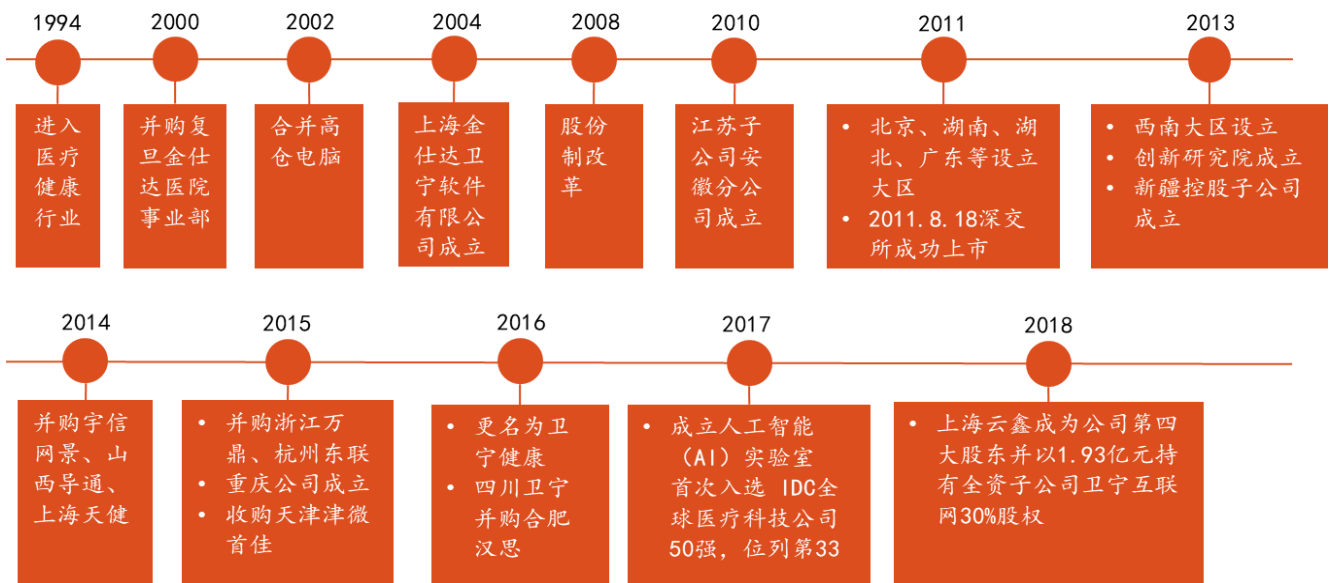
图表 22: 区域卫生信息化参与情况.....	16
图表 23: 医疗机构与社区医院数据共享方式对比.....	16
图表 24: 卫宁健康 2019 年 GMIS 部分中标情况.....	16
图表 25: 中国互联网医疗 AMC 模型.....	17
图表 26: 2013-2018 年互联网医疗市场规模与移动医疗市场规模.....	18
图表 27: 纳里健康云医院平台总体架构.....	18
图表 28: 纳里健康云医院平台基础功能.....	18
图表 29: 邵医（纳里）健康云 3.0.....	19
图表 30: 浙江省“服务+监管”互联网医院平台.....	19
图表 31: 纳里健康营收与净利润.....	19
图表 32: 卫宁付解决方案.....	20
图表 33: 卫宁付数字化理赔平台.....	20
图表 34: 卫宁互联网（单体）营收与净利润.....	20
图表 35: 卫宁科技中标国家医保局项目.....	21
图表 36: 卫宁科技营收与净利润.....	21
图表 37: 钥世圈云药平台.....	22
图表 38: 钥世圈营收与净利润.....	22
图表 39: 医通健康业务板块.....	23
图表 40: 健康体检市场规模.....	23
图表 41: 健康体检人次.....	23
图表 42: 公司各项业务营收及增速预测.....	24
图表 43: 盈利预测关键财务数据.....	24
图表 44: 卫宁健康同行业估值比较（2019-11-26）.....	25
图表 45: 历史 PE（TTM）区间.....	25
图表 46: 历史 PB 区间.....	25
图表 47: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设.....	25

1. 双轮驱动，领军医疗信息化

1.1. 专注医疗信息化

卫宁健康创立于 1994 年，是国内专注于医疗信息化的领军企业，公司服务内容覆盖医疗信息系统的全生命周期，广泛应用于医疗机构、区域卫生、公共卫生、健康服务等领域。2017 年，卫宁健康位列 IDC 全球医疗科技公司第 33 名，是中国及亚洲地区唯一一家上榜的医疗科技企业。

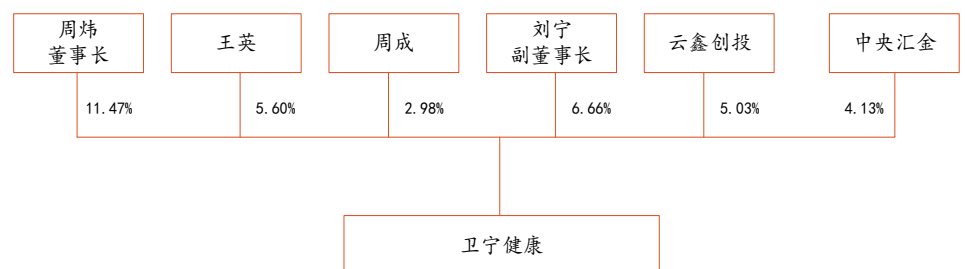
图表 1：卫宁健康发展沿革



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

云鑫入股，深化互联网医疗合作。2018 年 6 月 15 日，云鑫创投以股份购买方式获得公司 5.05% 股份，成为公司第四大单一股东，截止到 2019 年三季度云鑫创投持股 5.03%，周炜与其妻王英及其子周成为一致行动人，合计持有公司 20.05% 股份。云鑫创投为蚂蚁金服旗下全资子公司，云鑫创投的入股将形成资本+业务层面深度利益共同体，有利于卫宁健康的互联网+医疗健康创新业务发展。

图表 2：卫宁健康股权结构

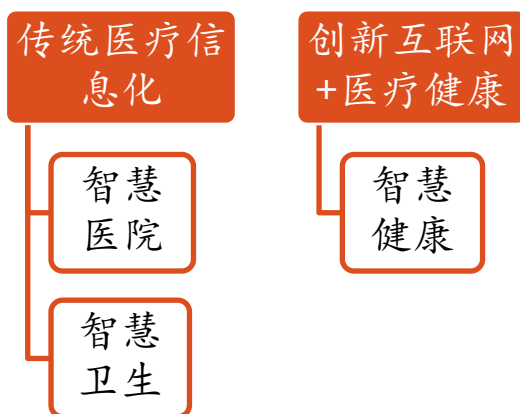


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

1.2 双轮战略，三大产品

公司确立传统的医疗卫生信息化业务和创新的互联网+医疗健康双轮驱动战略。传统的医疗卫生信息化业务是基础，公司将通过内生式发展和外延式扩张的方式，持续强化其优势；创新的互联网+医疗健康业务是提升，公司将通过传统业务庞大的用户群体和对用户业务及健康服务业的深度理解，加之线上线下联动结合互联网的実施，推进“云医”、“云药”、“云险”、“云康”和“互联网创新服务平台”协同发展战略，现已形成“4+1”互联网+医疗健康生态格局。

图表 3：卫宁健康双轮战略



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

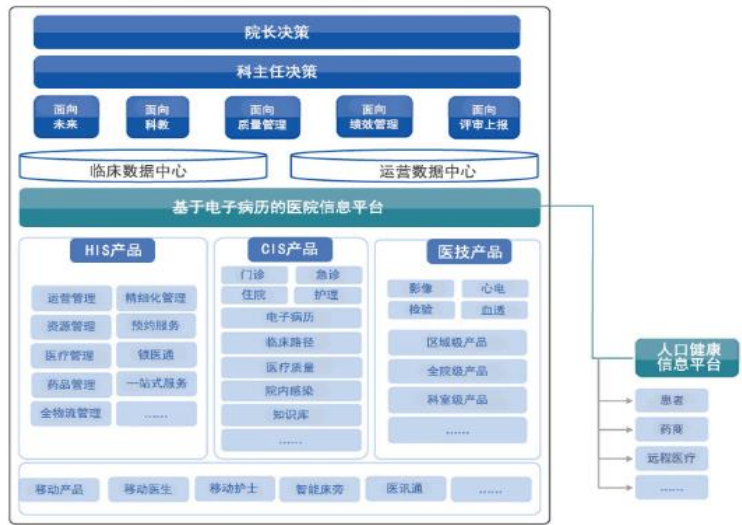
公司围绕《卫宁健康产品家族三年发展纲要 2018-2020》确立了智慧医院、智慧卫生、智慧健康三大产品体系。智慧医院，致力于提供数字化医院产品及解决方案，实现内部全面覆盖支撑医院各类业务及日常管理，外部支撑区域化信息共享及协同业务，目前公司产品研发进入“智慧医院 2.0”阶段。智慧卫生，基于国家 46312 卫生信息化整体框架要求，聚焦基于规范化的基础平台及应用服务，不断推动区域医疗、区域公卫等区域平台增值服务及拓展应用，为 2020 年实现互联互通的人口健康信息服务体系奠定坚实基础，目前公司产品研发进入“区域卫生 3.0”阶段。智慧健康，公司通过四朵云（云医、云险、云药、云康）对接四大服务（医疗服务、保险服务、药品服务、患者服务），并通过创新服务中心整合四朵云实现创新业务，实现与医疗服务提供者（医院、医生）与支付方（医保、商保）及药品生产、流通企业共同合作打造医疗行业新的闭环生态系统。

图表 4：卫宁健康产品家族

产品体系	产品方案	产品展示
------	------	------

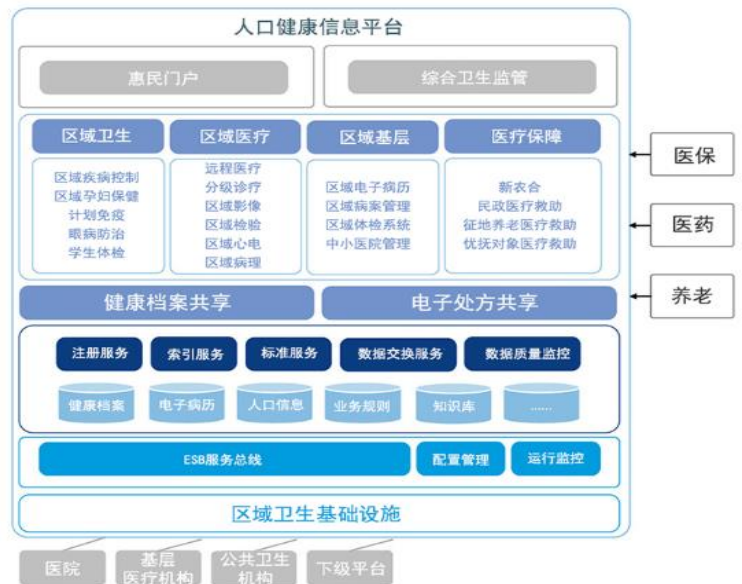
智慧医院

门诊临床管理系统解决方案、住院临床管理系统解决方案、医技解决方案、急诊管理解决方案、门诊输液解决方案、费用控制解决方案、HRP 解决方案、临床数据中心解决方案、临床质控管理解决方案、医联体解决方案、电子病历的等级评审解决方案、医院等级评审解决方案



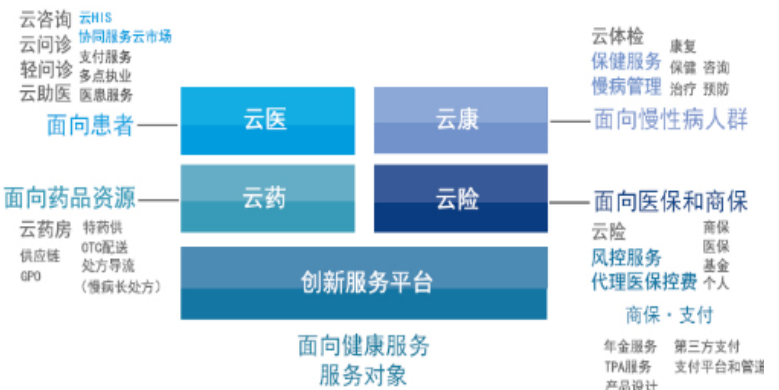
智慧卫生

区域卫生信息平台、区域公共卫生解决方案、区域医疗解决方案、基层医疗卫生机构信息系统



智慧健康

云医：跨院医疗服务资源的汇聚、整合和输出，盘活医疗服务资源，实现医院、医生、患者用户的聚集和细分；
云险：风控+PBM+第三方理赔直付创立商业健康险理赔服务的新模式；
云药：个人医药电商+处方平台+直送+在线结算模式打通药品服务最后一公里；
云康：线上线下一体化的人群保健+慢病管理+就医导医；
创新服务平台：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。

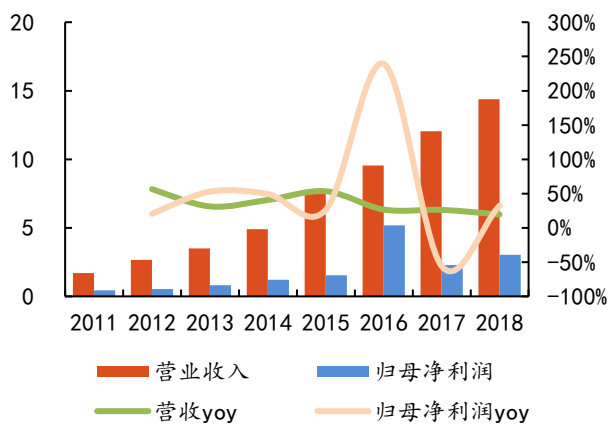


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所整理

1.3 小步快跑稳增长

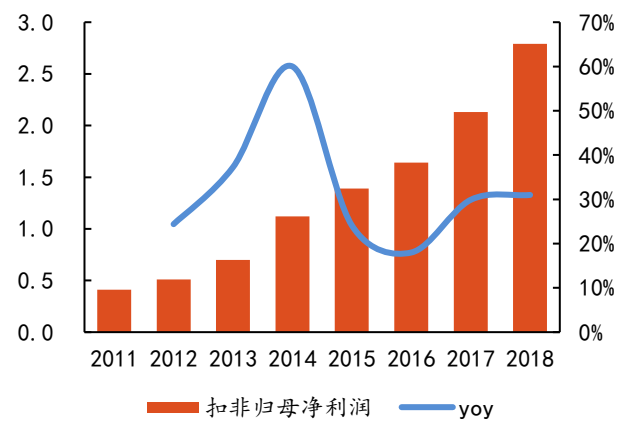
经营稳健，扣非归母净利润增速近年提升。公司自 2011 年上市以来，营收和归母净利润都实现稳步增长，公司营收从 2011 年的 1.70 亿元增长至 2018 年的 14.39 亿元，CAGR+35.68%，2019 前 3Q 公司实现营收 11.98 亿元，yoy+29.50%。公司归母净利润从 2011 年的 0.44 亿元增长至 2018 年的 3.03 亿元，CAGR+31.74%，2019 前 3Q 公司归母净利润 2.73 亿元，yoy+41.73%。公司 2016 年归母净利润同比增长 226.09%，主要系上海卫宁科技引入战略投资者中国人寿，卫宁健康持股比例由 65% 被动稀释到 50%，丧失控制权，按公允价值计量产生投资收益 3.47 亿元，2017 年公司净利润同比大幅下滑主要系 2016 年投资收益导致基数过高所致。公司扣非归母净利润从 2011 年的 0.41 亿元增长至 2018 年的 2.79 亿元，CAGR+31.51%，公司扣非净利润增长较为平稳，近三年公司扣非归母净利润增速加快，增速快于营收增速。

图表 5：公司营收与归母净利润（亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

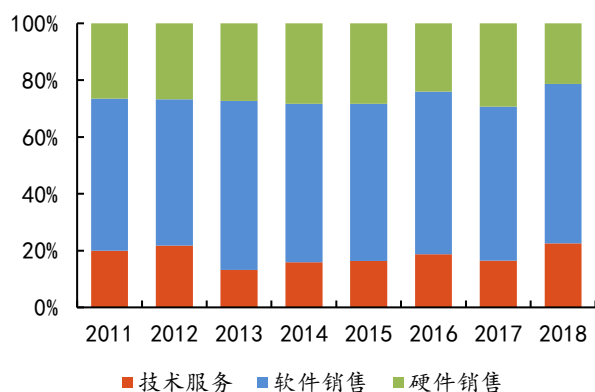
图表 6：公司扣非归母净利润（亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

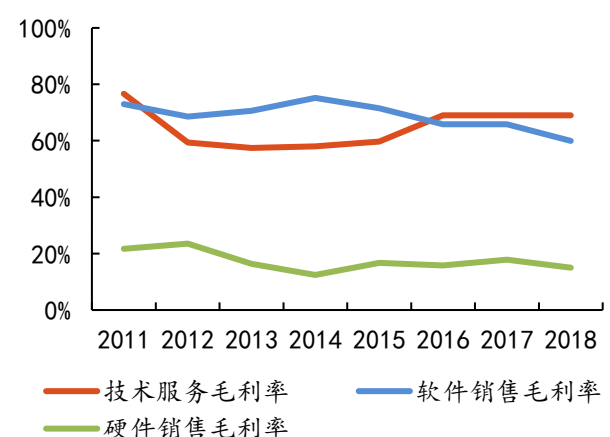
高毛利产品比重提升。公司产品以软件销售占比最大，2018 软件销售占比达 56%；硬件销售占比逐渐降低，由 2011 年的 26% 降至 2018 年的 21%。从产品毛利率来看，技术服务和软件销售毛利率较高，毛利率都维持在 60% 以上，硬件销售毛利率偏低，在 20% 以下。

图表 7：公司产品结构



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

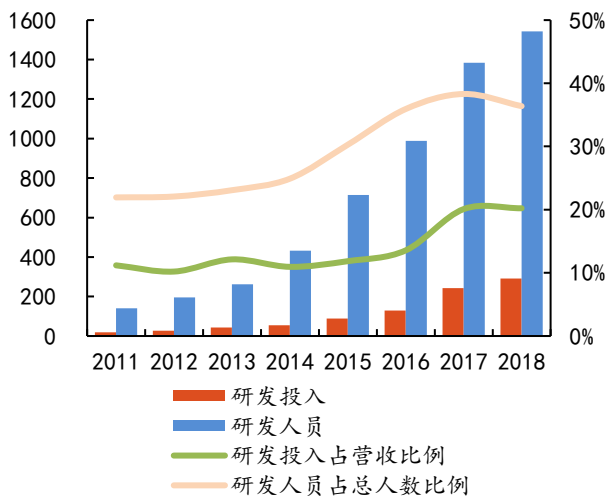
图表 8：公司分产品毛利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

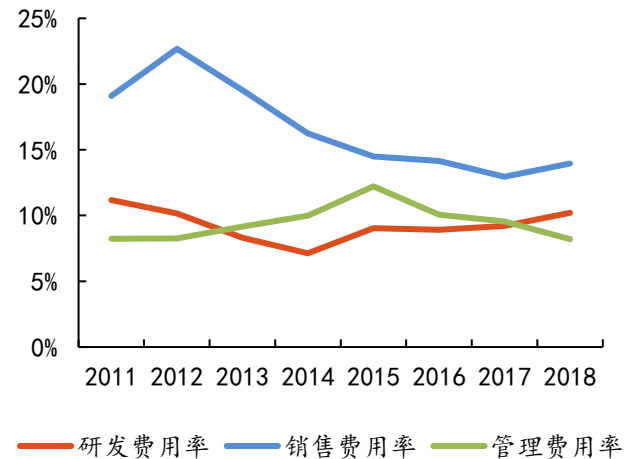
加大研发，扩张业务。公司重视研发，公司的研发人员自上市以来大幅增长，从2011年的140人增长至2018年的1384人，研发人员占总人数比重由2011年的21.94%增长至36.38%。研发投入从2011年的0.19亿元增长至2018年的2.91亿元，研发投入占营收比重从2011年的11.19%增长到2018年的20.22%，2019年前3Q公司研发投入2.60亿元，yoy+28.95%，占营收比例为21.68%。伴随着研发投入的增加，公司的研发费用也在扩张，与此同时，公司对管理费用则加强管控，2018年公司管理费用率为8.20%，为上市以来最低，预计2019年管控将持续得到加强。销售费用率近年来有所回升，主要是公司加大对传统业务的区域拓展以及对创新业务的支持。

图表 9：公司研发投入（百万）及占营收比例



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 10：公司费率情况



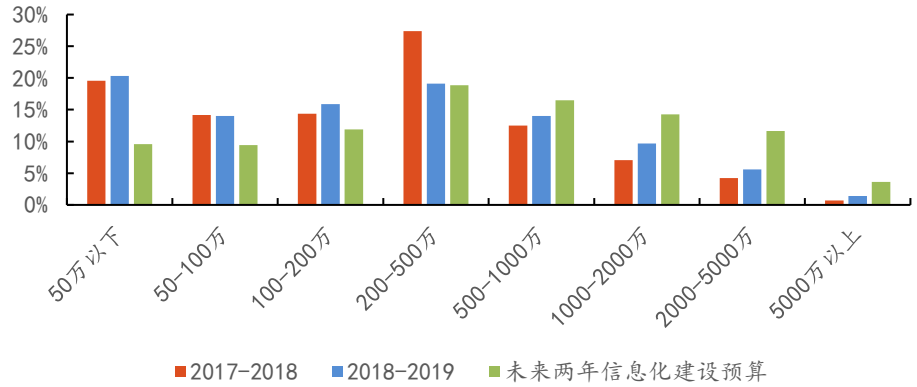
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2. 深耕传统医疗信息化

2.1. 大单增加，准确把握市场趋势

医院信息化投入加大，市场需求旺盛。根据 CHIMA 发布的报告《中国医院信息化状况调查（2018-2019 年度）》显示，三级医院 2018-2019 年度信息化投入均值为 1019.20 万元，三级以下医院投入均值为 240.08 万元；未来两年信息化建设投入三级医院均值为 1667.69 万元，三级以下医院均值为 496.69 万元。医院信息化同比方面，我们对 CHIMA 的数据做调整，剔除了未作答部分，对医院信息化投入比重新测算，整体上来看，2018-2019 年度医院信息化投入明显加大，仅医院信息化投入在 200-500 万下滑较大，下降了 8.24pct；500 万以上投入增长较明显；针对未来两年的医院信息化建设预算方面，500 万以上的投入预期则明显加大，医院在医疗信息化方面投入意愿加大，医院需求端的积极投入将有望维持行业的高景气发展。

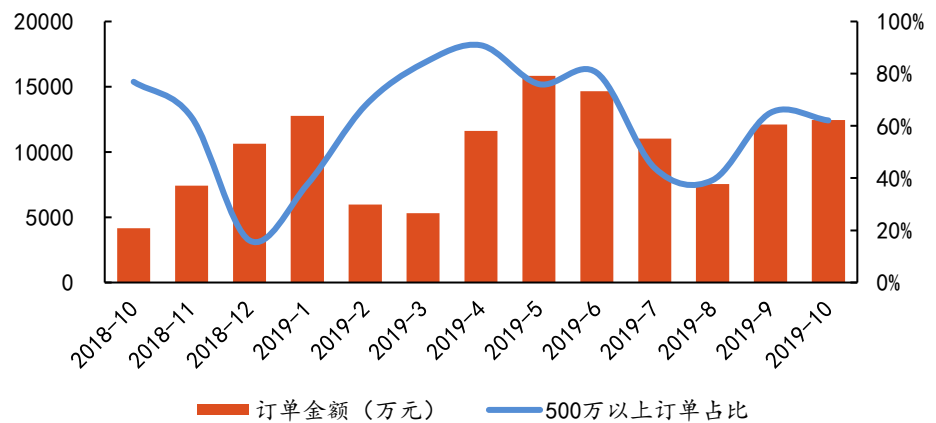
图表 11：中国医院信息化投入情况



资料来源：CHIMA，东方财富证券研究所

卫宁健康准确把握 500 万以上订单需求。通过对各大招标网有关卫宁健康的订单进行汇总统计，公司在 500 万以上订单进行发力，订单金额占比维持在高位。近一年卫宁健康 500 万以上订单金额占比超过 60%，各月份 500 万以上订单占比相对较均衡。

图表 12：卫宁健康近 1 年订单及 500 万以上订单占比

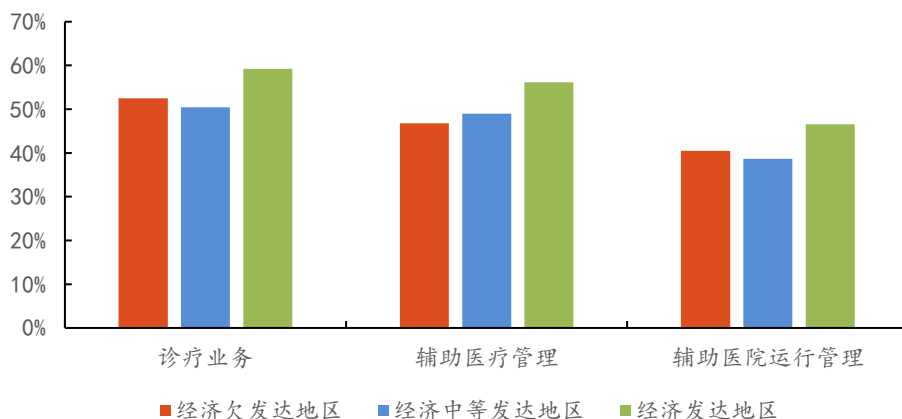


资料来源：医信邦，剑鱼标讯，东方财富证券研究所

2.2. 市场下沉，成就全国性行业龙头

中等发达和欠发达地区医疗信息化有待进一步提升。CHIMA 通过诊疗业务信息化建设、辅助医疗管理信息化建设、辅助医院运行管理信息化建设、医疗协同信息化建设以及数据应用信息化建设来反映医院业务信息化建设情况。我们对 CHIMA 的数据进行处理，剔除了无显著性检验指标和未展开指标，并对余下指标取均值。经济发达地区的建设具有明显领先优势，诊疗业务信息化比中等发达和欠发达地区分别领先 8.75pct、6.73pct；辅助医疗管理信息化比中等发达和欠发达地区分别领先 7.19pct、9.29pct；辅助医院运行管理信息化比中等发达和欠发达地区分别领先 7.32pct、6.10pct。目前我国医疗信息化的地区发展不均，欠发达地区的医疗信息化仍有待进一步提升。

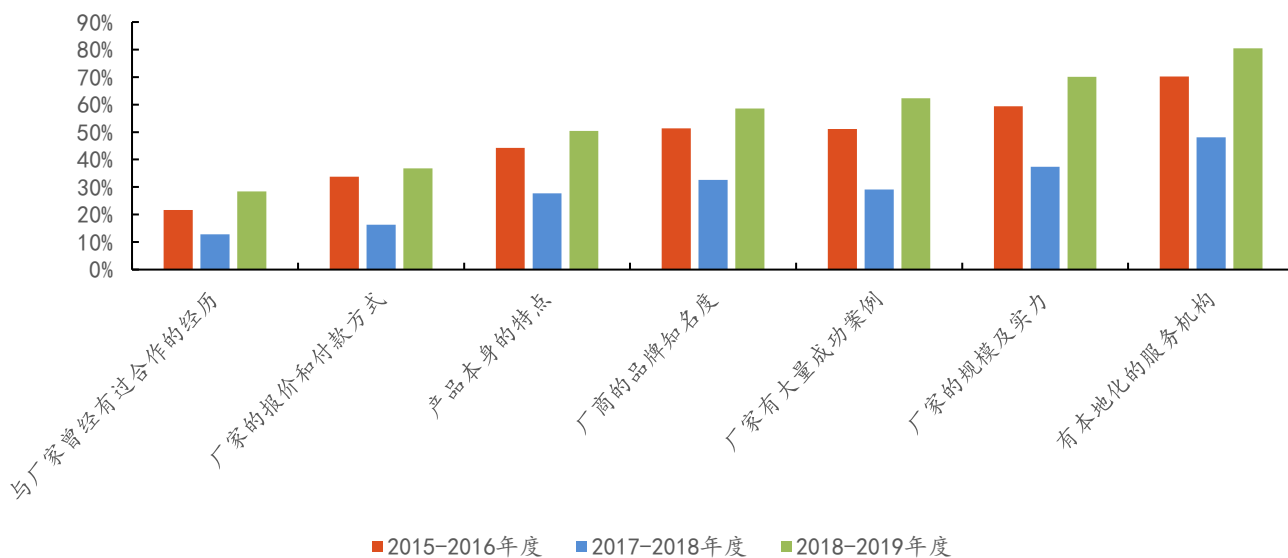
图表 13：医院业务信息化建设不同地区建设情况



资料来源：CHIMA，东方财富证券研究所

本地化是医院选择软件厂商首要因素。医院在选择软件供应商时最看重的因素是该供应商是否拥有本地化的服务机构，占比达 80.14%，近三年该因素一直位居首位。其次是厂商的规模及实力，再次是厂商有大量成功案例，厂商的品牌知名度排第四位。

图表 14：医院在选择软件供应商时看重因素不同年度对比

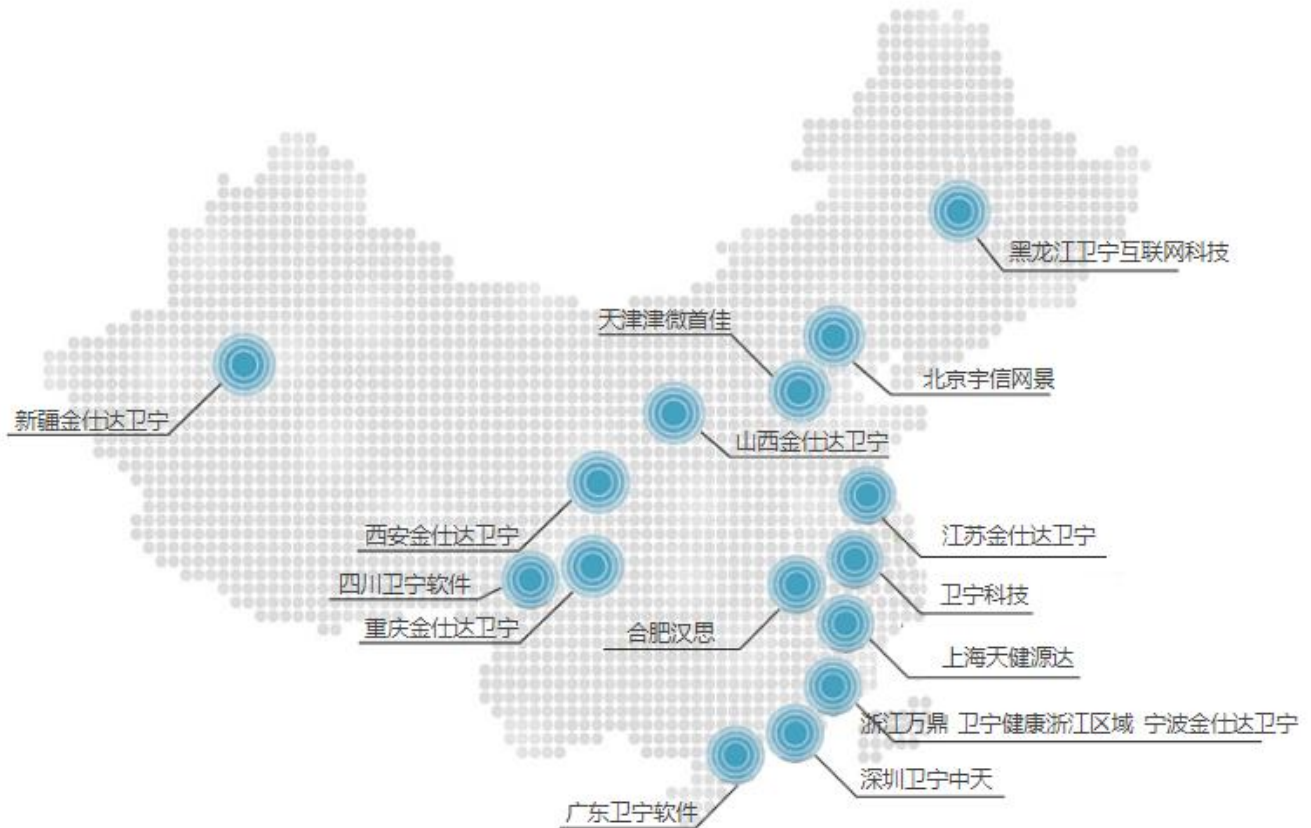


资料来源：CHIMA，东方财富证券研究所

异地并购，进行全国化布局。近年来，公司先后并购北京宇信网景、山西导通、上海天健、浙江万鼎、杭州东联、天健津微佳等医疗信息化业务公司，公司通过异地并购优秀的医疗信息化公司实现业务版图的扩张，公司在巩固上海总部的同时，实现了对北京、山西、新疆、陕西、上海、湖南、湖北、广东、安徽、江苏、浙江、天津、四川等地的扩张，公司在扎根好经济发达地区后稳步向中等经济发达地区迈进。目前，公司服务的医疗机构数量超 6000 家，数量众多且优质的客户资源，使公司在推广新技术、应用新产品、提升新型增值服务时能被市场迅速接受。公司通过区域化经营、集中式管理以及本地化服务相结合的模式，为广大用户提供高效的本地化一站式贴切服务，未来公司有望

成为全国性的医疗信息化龙头企业。

图表 15：卫宁健康全国化布局



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

2.3. 分级评价，卡位百亿级市场

政策推动从“智慧医疗”到“智慧服务”开展分级评价。智慧医院的框架范围应该包括面向医务人员的“智慧医疗”、面向患者的“智慧服务”以及面向医院的“智慧管理”，目前，已确立了“智慧医疗”和“智慧服务”相关分级评估，未来有望从国家层面确立医院“智慧管理”相关分级评估，将会不断实现智慧医院的纵深发展。

智慧医疗主要以电子病历（EMR）工作为核心。早在 2010 年卫生部颁发了《卫生部关于电子病历试点工作的通知》以推行 EMR，2018 年，卫健委先后发布了《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工作的通知》和《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》，确立了 EMR 分级评价目标，通过 EMR 分级评价从国家层面推行电子病历。

图表 16：EMR 分级评价 2019-2020 年目标

时间	目标
2019 年	三级医院要达到分级评价 3 级以上，即实现医院内不同部门间数据交换
2020 年	三级医院要达到电子病历分级评价 4 级以上，二级医院要达到 3 级以上； 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；

资料来源：卫健委，东方财富证券研究所

智慧服务方面，卫健委于 2019 年 3 月发布《关于印发医院智慧服务分级评估标准体系（试行）的通知》对应用信息系统提供智慧服务的二级及以上医院进行智慧服务分级评估，建立医院智慧服务分级评估标准体系（Smart Service Scoring System, 4S），并建立 5 类 17 级分类标准。

图表 17：智慧医院服务 5 类 17 级分类标准

序号	类别	业务项目	应用评估
1	诊前服务	诊疗预约	应用电子系统预约的人次数占总预约人次数比例
2		急救衔接	具备急救衔接机制和技术手段并有应用
3		转诊服务	应用信息系统转诊人次数占总转诊人次数比例
4	诊中服务	信息推送	应用信息技术开展信息推送服务
5		标识与导航	具备院内导航系统
6		患者便利保障服务	具备患者便利保障系统并有应用
7	诊后服务	患者反馈	电子调查人次占全部调查人次比例
8		患者管理	应用电子随诊记录的随诊患者人次数占总随诊患者人次比例
9		药品调剂与配送	具有药品调剂与配送服务系统并有配送应用
10		家庭服务	具有电子记录的签约患者服务人次占总签约患者服务人次比例
11		基层医师指导	应用信息系统开展基层医师指导
12	全程服务	费用支付	具备电子支付系统功能并有应用
13		智能导医	有智能导医系统功能并有应用
14		健康宣教	有健康宣教系统并有应用
15		远程医疗	具备远程医疗功能并有应用
16	基础与安全	安全管理	应用身份认证的系统占全部系统的比例
17		服务监督	具有服务监督机制并有监督记录

资料来源：卫健委，东方财富证券研究所

积极开拓，争抢分级评价百亿级市场。根据国家卫健委 2019 年 11 月份公布的最新数据，我国三级医院 2653 家，二级医院 9368 家，一级医院 10953 家，未定级医院 10615 家。我们通过对各大招标网订单的梳理，估算二级医院 EMR 评级达到三级以上单价在 250 万元左右；三级医院二级医院 EMR 评级达到四级以上单价在 1000 万元左右；互联互通 4 级水平单价在 1000 万元左右。根据 CHIMA 的市场调查，二级医院 EMR 三级以上渗透率为 4.31%；三级医院 EMR 四级以上渗透率为 6.88%；三级医院互联互通标准化成熟度测评四级及以上渗透率 12.18%。由此获得二级医院 EMR 升级将带动 224 亿元市场规模，三级医院 EMR 升级和互联互通标准化成熟度测评将分别带动 247 亿元和 233 亿元市场规模。

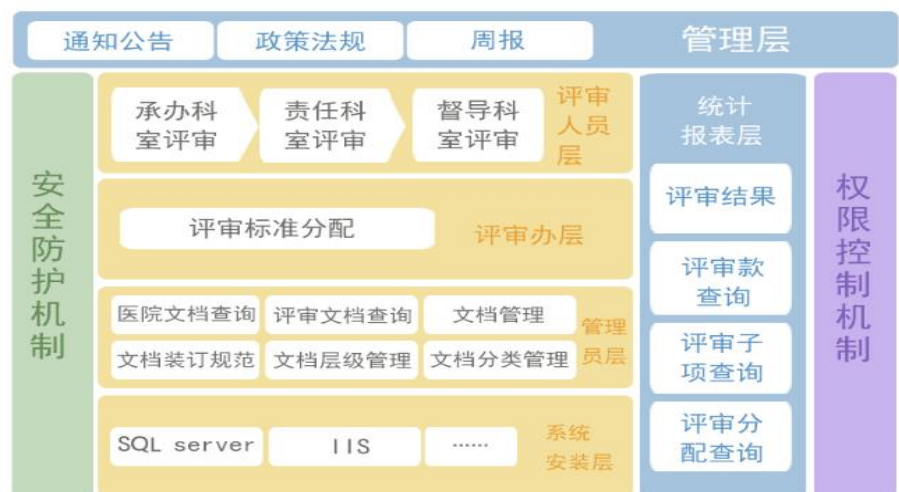
图表 18：医院信息化分级评价市场估算

		三级医院	二级医院
医院数量		2653	9368
电子病历分 级评价	三级以 上升级	单价（万元）	—
		三级以上渗透率	—
		市场潜在规模（亿元）	224
	四级以 上升级	单价（万元）	1000
		四级以上渗透率	6.88%
		市场潜在规模（亿元）	247
互联互通标 准化成熟度 测评	四级成 熟度	单价（万元）	1000
		四级及以上渗透率	12.18%
		市场潜在规模	233
总市场潜在规模（亿元）		480	224

资料来源：卫健委，CHIMA，医信邦，剑鱼标讯，东方财富证券研究所

公司自 2015 年 4 月完成上海市儿童医院、上海市第六人民医院顺利通过国家卫计委卫生信息互联互通标准化成熟度测评四级，成为国家卫计委首批通过测试的医院（首批试点包括上海市 3 家医院）。到 2018 年公司先后助力上海中医药大学附属龙华医院、上海市浦东医院、上海天佑医院通过 JCI 认证，助力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通过 HIMSS7 级评审，助力广东省阳江市人民医院、上海市浦东医院通过 HIMSS6 级评审，助力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通过互联互通四级甲等评审，助力上海市徐汇区大华医院通过电子病历五级评价。公司在等级评审中不断突破，做行业龙头有望乘行业东风获得快速发展。

图表 19：卫宁健康医院等级评审解决方案

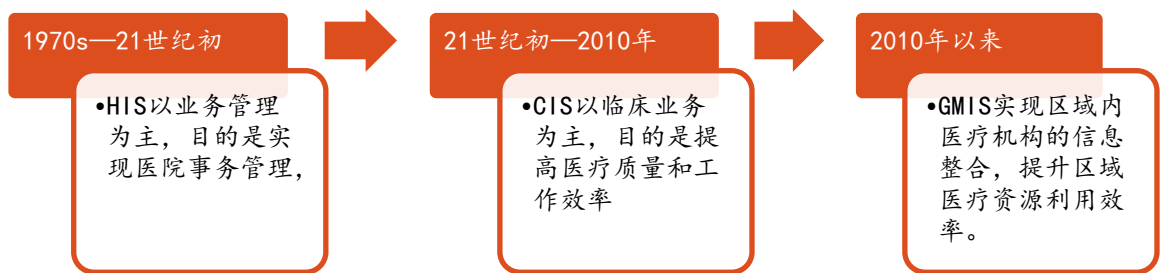


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

2.4. 区域医疗，带来行业新增量

GMIS 实现从院内到院外的区域性互联互通。狭义的医疗信息化即医院信息化，我国医院自 20 世纪 70 年代便开始探索计算机应用于业务中；从 90 年代开始，随着 Noble 网和 FoxPro 数据库的盛行，医院开始了信息化建设，建立起面向人财物管理的“医院综合管理信息系统”。经过近三十年的发展，我国医院信息化系统经历了从 HIS（医院管理系统）到 CIS（临床信息化系统）的纵深发展。HIS 是以业务管理为主，目的是实现医院事务管理，CIS 是以临床业务为主，目的是提高医疗质量和工作效率。GMIS（区域医疗系统）是在成熟的 HIS 和 CIS 的基础上发展，目的是实现区域内医疗机构的信息整合，提升区域医疗资源利用效率，GMIS 的发展完成了由医院信息化到医疗信息化的广域扩展。

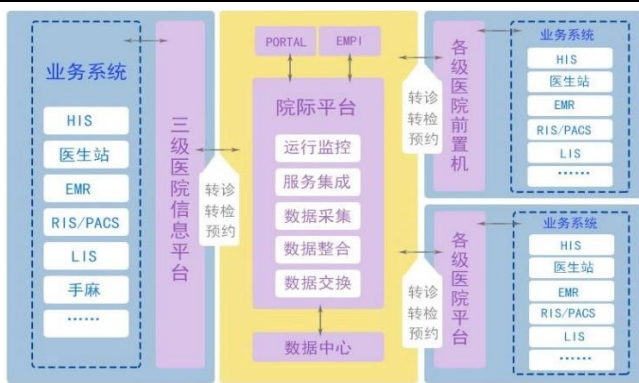
图表 20：我国医疗信息化发展历程



资料来源：CHIMA，东方财富证券研究所

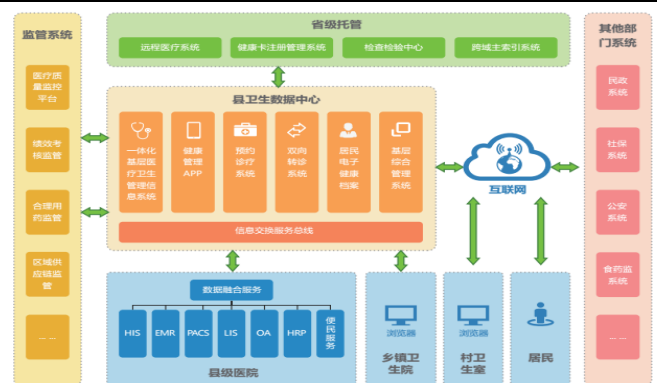
目前，我国在 GMIS 发展过程中，经历了从城市医联体到县域医共体的推进。医联体是城市开展医联体建设的主要模式，以 1 家三级医院为牵头单位，联合若干城市二级医院、康复医院、护理院以及社区卫生服务中心，构建“1+X”医联体，纵向整合医疗资源，形成资源共享、分工协作的管理模式。医共体是县域开展医联体建设的主要模式。重点探索以“县医院为龙头，乡镇卫生院为枢纽，村卫生室为基础”的县乡一体化管理，并与乡村一体化有效衔接，充分发挥县医院的城乡纽带作用和县域龙头作用，形成县乡村医疗卫生机构分工协作机制，构建县乡村三级联动的县域医疗服务体系。2019 年，卫健委发布《关于推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的通知》提出，到 2019 年底，100 个试点城市全面启动城市医联体网格化布局与管理，每个试点城市至少建成一个有明显成效的医联体。到 2020 年底，在 500 个县初步建成新型县域医疗卫生服务体系，逐步形成服务、责任、利益、管理的共同体。

图表 21：城市医联体模式



资料来源：互联网资料，东方财富证券研究所

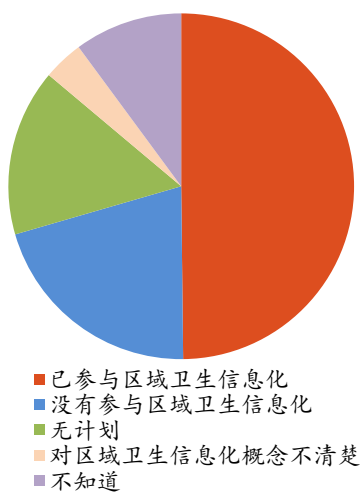
图表 22：县域医共体模式



资料来源：互联网资料，东方财富证券研究所

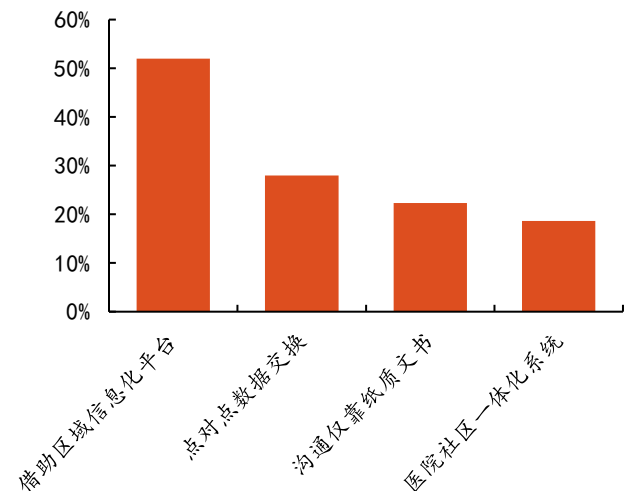
GMIS 市场有望进一步提升。根据 CHIMA2018-2019 年度中国医院信息化状况调查，已参与区域卫生信息化的医院占比为 49.82%，没有参与区域卫生信息化的医院占比为 20.69%，整体上区域医疗卫生信息化占比较低，仍有很大的提升空间。针对已参与卫生信息化的医院，在与社区医院数据共享方式上，借助区域信息化平台进行信息系统与数据整合的比例最高，达到 51.95%，通过点对点数据交换达到 27.97%；沟通仅靠纸质文书比例为 22.29%；能够形成医院社区一体化系统的仅有 18.61%。我国区域医疗信息化在横向区域发展和纵深业务发展方面仍然有很大的提升空间。卫宁健康 2019 年在全国都实现了 GMIS 中标，并且中标金额多为百万级，GMIS 市场的发展有望为公司传统医疗信息化业务带来新的增长点。

图表 23：区域卫生信息化参与情况



资料来源：CHIMA，东方财富证券研究所

图表 24：医疗机构与社区医院数据共享方式对比



资料来源：CHIMA，东方财富证券研究所

图表 25：卫宁健康 2019 年 GMIS 部分中标情况

地区	医疗机构名称	采购项目	中标金额(万元)
上海	奉贤区金海社区卫生服务中心	卫生服务中心信息化	260
新疆	哈密市中心医院	电子健康卡平台建设	457.4
浙江	平湖市卫生健康局	居民电子健康档案系统	198
江苏	常州市金坛区卫生健康局	基层医疗信息系统升级改造	345
山东	滨州医学院附属医院	医联体云平台	1439
北京	北京市海淀区卫生和计划生育委员会	智慧卫生二期海淀区精神卫生防治院信息化建设	988
广东	深圳市医学信息中心	市属公立医院信息子平台	998
福建	晋江市卫生和计划生育局	晋江市智慧卫生信息工程二期—1	797.8

资料来源：医信邦，东方财富证券研究所

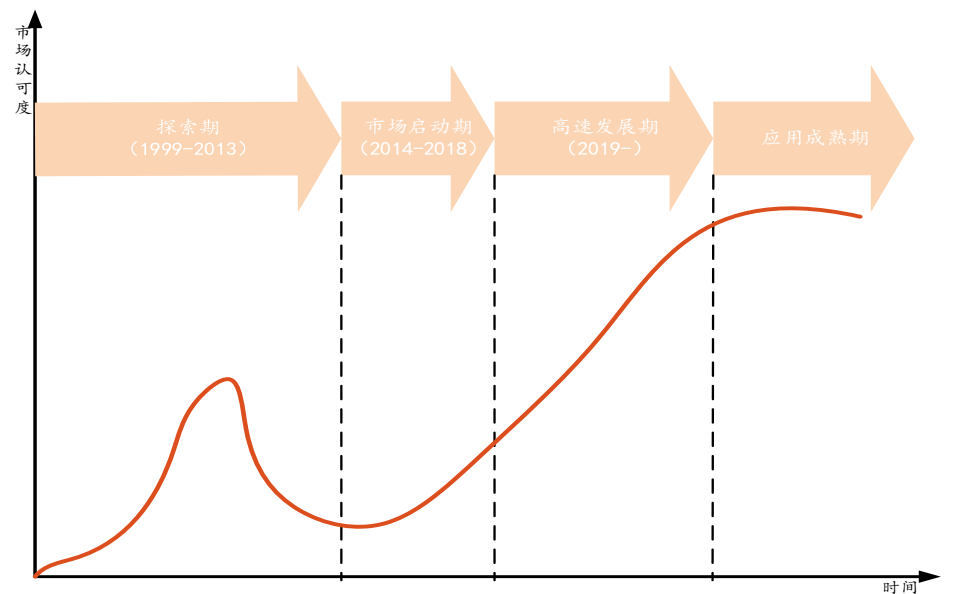
注：山东的医联体云平台项目为纳里健康中标。

3. 拥抱互联网，开拓创新

3.1. 政策推动互联医疗进入高速发展期

当前我国互联网医疗正处于四个阶段的高速发展期。根据 AMC 模型，我国互联网医疗市场从上世纪 90 年代年开始，分别经历了探索期、市场启动期、高速发展期以及未来的应用成熟期。**互联网医疗探索期**是建立在我国医疗信息化建设的基础上，一些以医疗健康门户网站为主的互联网医疗企业出现，随后出现线上咨询服务，到了 2013 年，互联网医疗企业逐渐呈现规模化、多样化。**互联网医疗启动期**是在资本的推动下进入，资本的深入使得互联网医疗呈现出问诊、挂号、疾病管理、医学学术等多个细分领域共同发展的形势，一些市场细分领域的领先者出现，市场竞争格局逐渐形成。**互联网医疗高速发展期**在政策的开放下进一步发展，从 2018 年《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》的出台到 2019 年《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》的发布，有关医疗信息化政策密集发布，2018 年 9 月中旬，国家卫健委和国家中医药管理局联合发布《互联网诊疗管理办法（试行）》、《互联网医院管理办法（试行）》及《远程医疗服务管理规范（试行）》3 份文件。互联网医疗行业发展随着政策监管的完善和互联网医疗诊疗规范的建立，传统医疗体系中的资源、信息壁垒被突破，带动产业链上游的互联网医疗机构、软硬件方案商等的发展。未来，**互联网医疗成熟期**将建立在互联网对传统医疗行业的重构完成，行业盈利模式清晰、健康管理成为医疗服务的重要组成部分。

图表 26：中国互联网医疗 AMC 模型

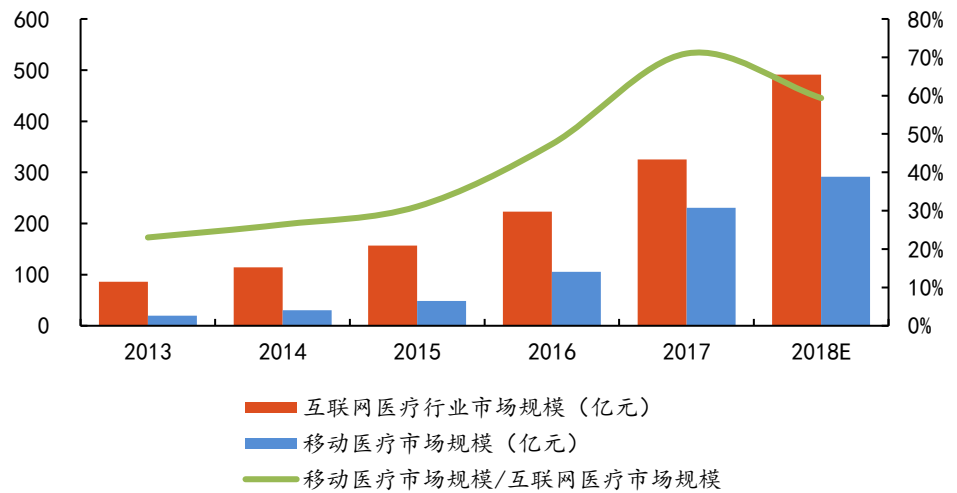


资料来源：易观国际，东方财富证券研究所

2018 年互联网医疗市场规模接近 500 亿。根据前瞻产业研究院的测算，2018 年我国互联网医疗行业市场规模达到 491 亿元，同比增长 51.08%，2012-2018 年 CAGR+39.37%。近年来随着移动互联网发展，互联网医疗市场增速得到显著加快，我国互联网医疗市场规模从 2009 年的 2 亿元，增长到 2012 年的 67.1 亿元，主要得益于从 PC 互联网到移动互联网的转变，移动互联网的普及使用

户规模急剧扩大，互联网医疗的基础设施也不断完善。2012年之后，移动医疗在互联网医疗的市场的占比从2013年的23.02%增长到2018年的59.37%，我国移动医疗市场规模从2013年的19.8亿发展到2018年的291.5亿，CAGR+71.24%，根据易观国际的预测，2020年我国移动医疗市场规模将突破500亿元。

图表 27：2013-2018 年互联网医疗市场规模与移动医疗市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，易观国际，东方财富证券研究所

3.2. 四朵云发力创新业务

3.2.1. 云医：打造互联网医院平台

云医主要通过纳里健康平台布局单体医院、医联体、医院联盟、医共体，以及身边医生平台布局基层卫生服务领域，打造互联网医院模式，产品线包括就医服务、健康管理服务、互联网诊疗服务、远程医疗协同、家庭医生服务、人工智能、第三方协作等，构建以患者为中心的诊前、诊中、诊后全流程的闭环管理，同时促进医疗机构的协作。“纳里健康”云医院平台是以分级诊疗为核心、以实体医院为支撑的移动智慧云医疗平台，整合各级医疗机构的医疗资源，同时对接第三方的物流配送、金融支付和医疗保险。

图表 28：纳里健康云医院平台总体架构



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 29：纳里健康云医院平台基础功能



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

2018年11月，纳里健康互联网医院整体解决方案暨邵医·纳里健康云平台3.0上线发布，在邵医（纳里）互联网医院平台上，医生能够在线进行远程咨询、远程教学及门诊/查房，双向转诊，开具互联网处方等，有效实现“首诊在社区、大病去医院、康复回社区”的分诊闭环。2019年1月由纳里健康提供技术支持的浙江省互联网医院平台上线，成为全国首个“服务+监管”一体化的互联网医院平台。其中，服务平台的定位是以患者为中心，建立与机构协作，资源共享，互动沟通机制，形成全省互联网医院服务的统一入口；监管平台包括事前监管（医疗机构、诊疗科目、医生监管，药品库、诊断库标准规范），事中监管（业务监管、违规监管、警告监管）以及事后监管（患者评价、申诉）。

图表 30：邵医（纳里）健康云 3.0



资料来源：纳里健康，东方财富证券研究所

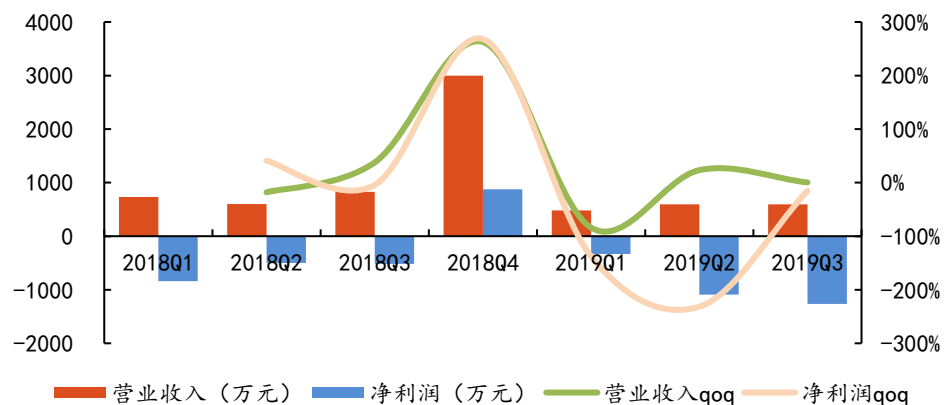
图表 31：浙江省“服务+监管”互联网医院平台



资料来源：钛媒体，东方财富证券研究所

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。2019年前3Q，纳里健康实现营收1667.52万元，同比下降22.77%，净利润-2685.57万元，同比下降44.43%。分季度看，2019年前3Q营收逐季增速相较2018年较为平稳，净利润逐季亏损加大，由于项目结算滞后的原因，Q4有望实现营收和净利润的回升。

图表 32：纳里健康营收与净利润



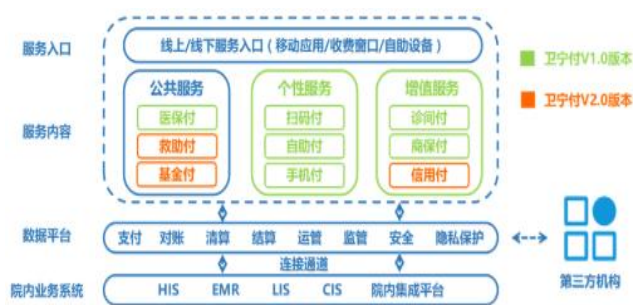
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.2.2. 云险：打造统一的医疗支付平台

云险主要依托于卫宁互联网（单体）和卫宁科技，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。

卫宁互联网推出卫宁付支付平台，以医疗支付为核心，以互联网+医疗支付为主线，为患者、医疗机构、保险机构提供一站式医疗支付解决方案。2017年8月，公司携手上海龙华医院、太保安联上线卫宁付数字化理赔服务平台，实现医疗机构信息系统和保险机构理赔系统之间的实时对接以及患者就诊数据的实时共享。2019年前3Q，卫宁互联网（单体）实现营收1441.87万元，同比增长15.08%，净利润-4002.08万元，同比下降2436.57%。分季度看，2019年前3Q营收端季节分布较均衡，由于建设费大幅增长、第三方支付公司返点费率大幅下调等原因，2019年Q2单季净利润亏损392.95万元，随着支付规模增加，2019Q3单季净利润亏损大幅减少。截至到2019年9月，卫宁互联网新增覆盖医疗机构百余家，实现交易金额达140多亿元，同比增长258%，预计2020年有望通过规模效应以及从建设期到运营期的转入，实现盈亏平衡甚至盈利。

图表 33：卫宁付解决方案



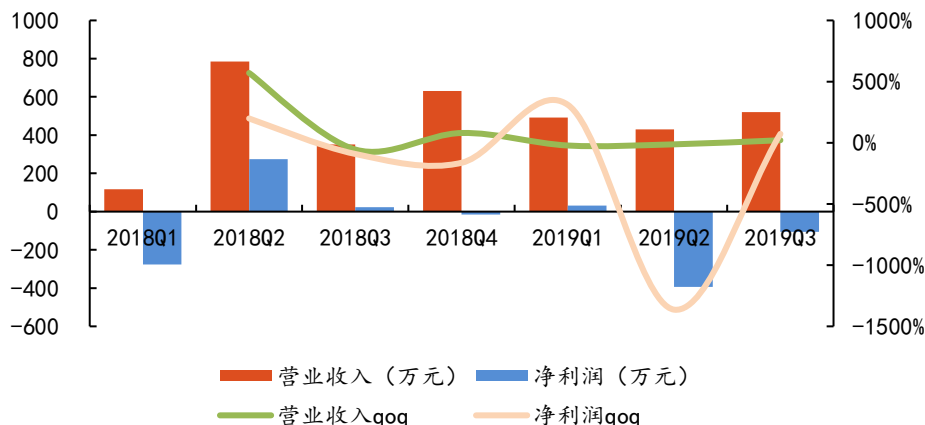
资料来源：卫宁付，东方财富证券研究所

图表 34：卫宁付数字化理赔平台



资料来源：卫宁付，东方财富证券研究所

图表 35：卫宁互联网（单体）营收与净利润



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

卫宁科技于 2016 年由中国人寿以 1.92 亿增资入股，目前中国人寿持股 23.08%。卫宁科技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，定位于商保公司及医保部门提供保险智能风控和数据+AI 服务，致力于医保及医疗体制改革信息化行业，打造社保行业解决方案。2019 年 4 月，卫宁科技独立中标了国家医疗保障局医疗保障信息平台第 6 包项目，主要负责基金运行及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统，基于全国医保业务数据、统计数据和基金预决算数据，实现医保基金的全过程核算分析、问题预警，全面加强基金监管；建立规则库，汇聚全国数据，提升监管水平。由于项目投入加大，卫宁科技 2019 年前 3Q 实现营收 677.27 万元，同比增长 14.13%，净利润-4002.08 万元，同比下降 1.63%。分季度看，2019 年营收逐季增幅大于 2018 年，净利润亏损收窄，有望卡位省市地方医保局信息化系统建设，立足医保 IT 建设，获得高速发展。

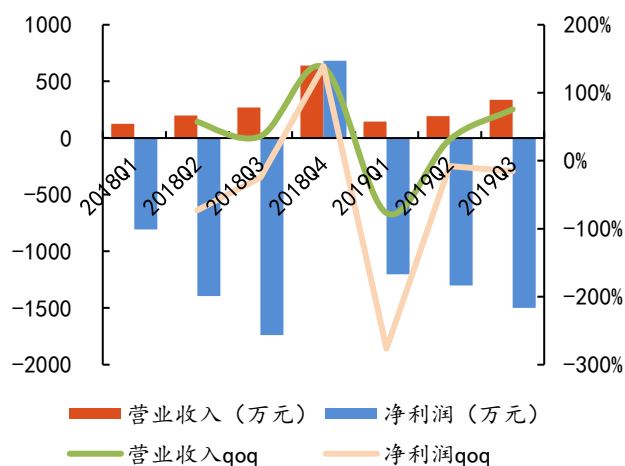
图表 36：卫宁科技中标国家医保局项目

第6包 基金运行及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统

中标商名称	上海金仕达卫宁软件科技有限公司
中标商地址	上海市浦东新区环林东路799弄9号1层B168室
中标金额	人民币3,280,000元

资料来源：政府采购网，东方财富证券研究所

图表 37：卫宁科技营收与净利润

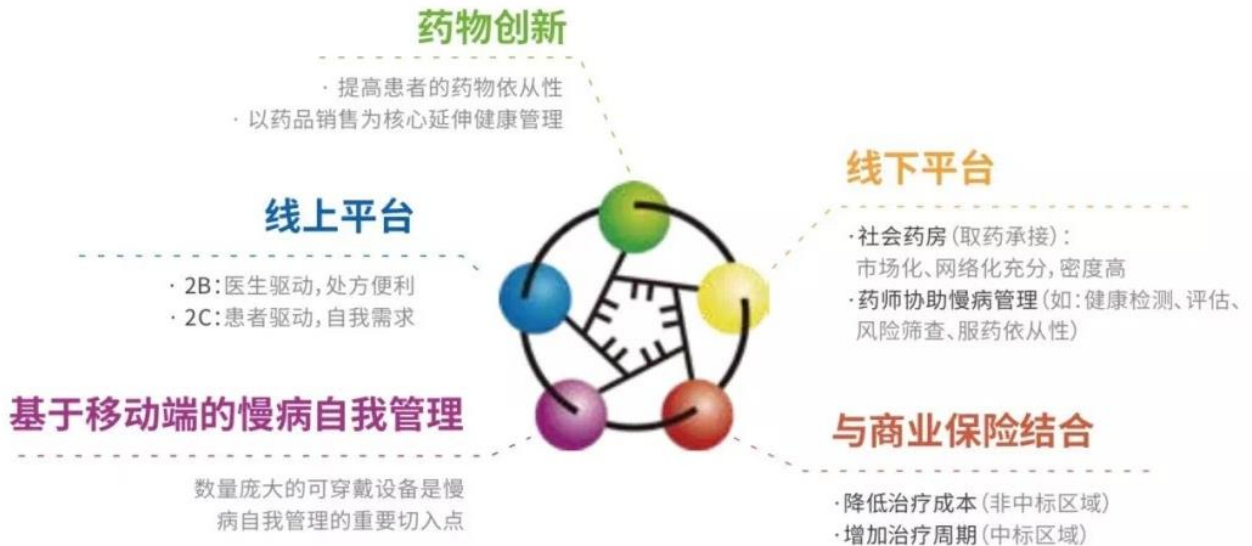


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.2.3. 云药：打造一体化处方共享平台

云药由卫宁健康和国药健康合作的“钥世圈”连接医院、药房和保险，提供第三方院外药险综合解决方案，致力于打造一个融“处方流转、药险联动、B2B 赋能、健康服务”于一体的“药联体”。“钥世圈”通过与保险公司联合发行“钥匙卡”、“企健卡”等提供药品服务、药事咨询，实现保险与药房的互联互通；依托卫宁健康在 HIS 领域的布局，建立“处方共享平台+药联体平台”，平台包含处方安全管理与处方流转服务两大 SAAS 平台以及面向医院、药房、患者的远程处方服务、药联体处方服务、卫宁云药房三大子应用系统，通过连接医院 HIS、互联网医院平台、移动医疗端、药房 ERP、社保结算系统、卫计委互联网监管平台、药监局处方药销售监管系统、商业保险结算系统等八大实体，实现处方在医疗机构和药房的互联互通。

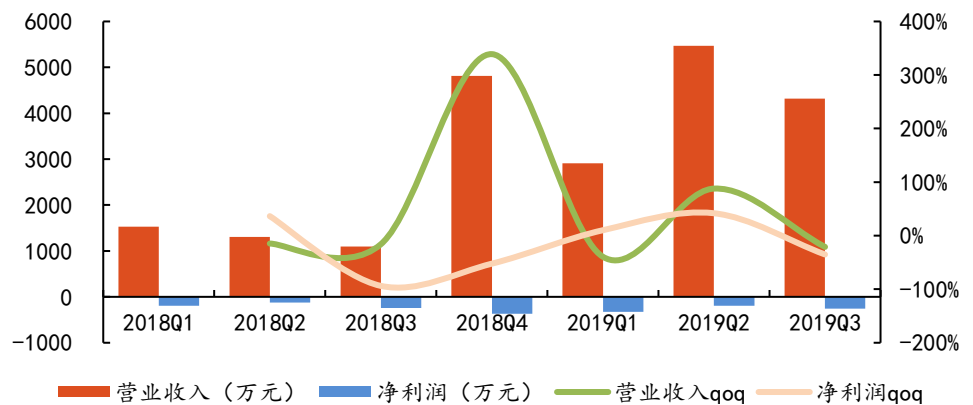
图表 38：钥世圈云药平台



资料来源：卫宁药联体官微，东方财富证券研究所

钥世圈业务整体稳步推动，截至 2019 年 6 月，卫宁药联体合作药店逾 7 万家，覆盖 30 个省市区；合作保险公司达 50 余家，管理保费超 35 亿元人民币，平台理赔额超 4.5 亿元。2019 年前 3Q，钥世圈实现营收 12704.67 万元，同比增长 223.15%，净利润-779.91 万元，同比下降 39.15%。分季度看，2019 年前 3Q 单季度整体营收大幅高于 2018 年，净利润从 2018Q4 开始亏损幅度逐季收窄，2019Q3 营收与净利润均有下滑。

图表 39：钥世圈营收与净利润



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.2.4. 云康：打造健康管理平台

云康主要是慢性病管理、重点人群保健、健康体检等个人健康服务，公司主要通过参股上海好医通健康信息咨询有限公司布局“互联网+体检”。医通健康是集互联网+体检、体检信息化建设、海外医疗、健康小屋（优医家）等服务于一体的智慧健康管理服务平台。截至到 2018 年底，医通健康已连接 1500

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 6500 多家。

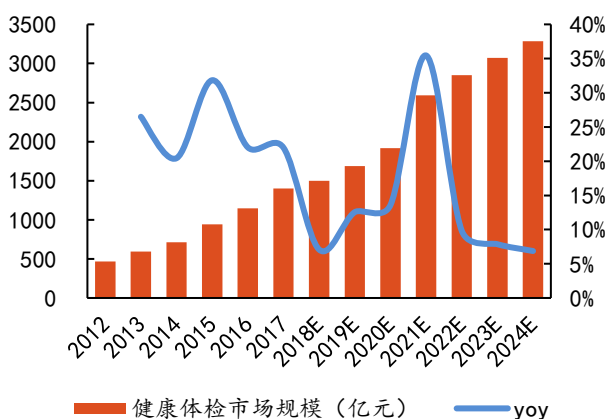
图表 40：医通健康业务板块



资料来源：医通健康官网，东方财富证券研究所

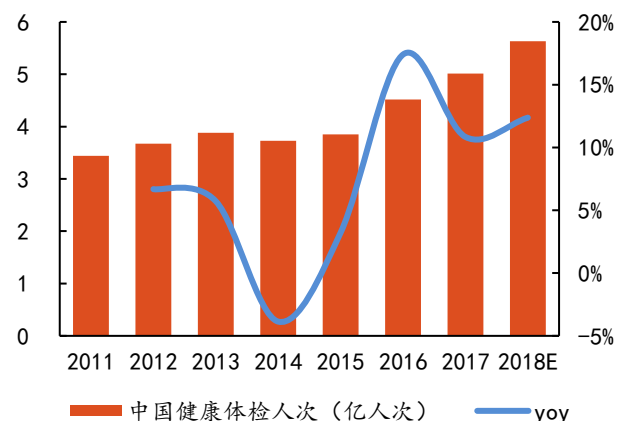
根据前瞻产业研究院的测算，2018 年我国健康体检人次约 5.63 亿次，健康体检市场规模达 1498 亿元，那么，2018 年人均体检费用在 266 元。根据 2018 年的人均体检费用测算，2018 年医通健康的体检费超过 8500 万元，假定体检导流费率在 10%左右，那么体检导流收入约在 850 万元左右。随着公司市场拓展以及体检健康的渗透率提升，2019 年医通健康的体检导流收入预计突破 1000 万元。

图表 41：健康体检市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

图表 42：健康体检人次



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司是医疗信息化行业龙头企业，受益于“智慧医疗”、“智慧服务”分级评价影响，2019年与2020年将是行业集中爆发期，根据公司订单到收入确认约1年左右的周期，我们认为2019-2021年公司医疗信息化业务将维持高景气度，随着评级时间点的临近，公司订单有望进一步加速。公司互联网医疗创新业务按照既定战略稳步推进，随着互联网医疗相关政策的推动，以及公司“4+1”闭环布局的发展，我们预计将会在2020年进入业绩拐点，有望实现盈亏平衡甚至盈利。

综上，公司技术服务主要依托于客户基础以及新建系统的规模增长，假设2019-2021收入年均增速为45%；软件销售收入受益于电子病历评级等推动的新建系统增长，假设2019-2021年均增速为30%；硬件销售收入受益于软件订单的高速增长，假设2019-2021年均增速15%；其他收入假设2019-2021年均增速为10%。

图表 43：公司各项业务营收及增速预测

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
技术服务	营收(百万元)	178.60	198.23	321.45	466.10	675.85	979.98
	yoy	45.24%	10.99%	62.16%	45%	45%	45%
软件销售	营收(百万元)	545.96	651.96	800.14	1040.18	1352.24	1757.91
	yoy	30.77%	19.42%	22.73%	30%	30%	30%
硬件销售	营收(百万元)	229.92	352.67	303.97	349.57	402.00	462.30
	yoy	8.09%	53.39%	-13.81%	15%	15%	15%
其他	营收(百万元)	—	0.89	13.21	14.53	15.98	17.58
	yoy	—	—	1388.95%	10%	10%	10%

资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 44：盈利预测关键财务数据

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1438.76	1870.38	2446.07	3217.77
增长率(%)	19.52	30.00	30.78	31.55
EBITDA(百万元)	347.24	535.17	695.61	919.86
归母净利润(百万元)	303.31	409.61	559.61	765.45
增长率(%)	32.42	35.05	36.62	36.78
EPS(元/股)	0.18	0.25	0.34	0.47
市盈率(P/E)	83.21	61.62	45.10	32.97
市净率(P/B)	8.05	7.27	6.35	5.39
EV/EBITDA	71.69	46.16	34.98	26.02

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

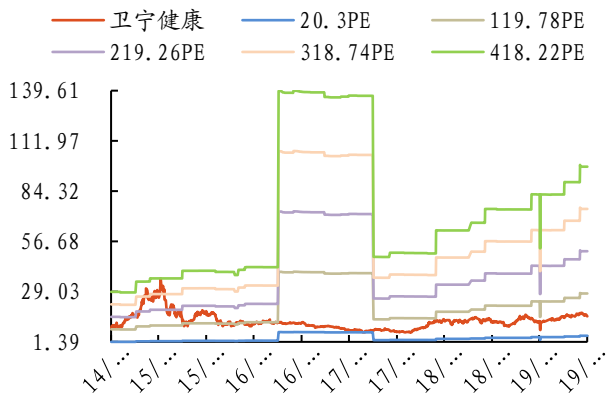
4.2 相对估值

图表 45：卫宁健康同行业估值比较（2019-11-26）

股票代码	简称	总市值 (亿元)	一致性预期 PE (倍)			
			TTM	2019E	2020E	2021E
300168.SZ	万达信息	197.34	160.46	55.90	43.49	33.31
300451.SZ	创业慧康	120.87	42.27	41.75	32.48	25.42
300078.SZ	思创医惠	102.12	65.53	49.73	36.70	27.65
603990.SH	麦迪科技	37.46	68.21	55.91	44.33	35.34
300550.SZ	和仁科技	33.33	67.42	48.60	30.93	22.00
同行业平均		92.72	79.27	50.38	37.59	28.74
300253.SZ	卫宁健康	252.39	65.79	60.79	45.32	33.18

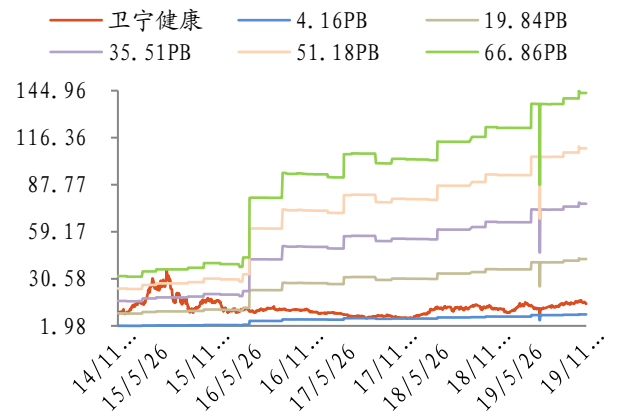
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 46：历史 PE (TTM) 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 47：历史 PB 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4.3 绝对估值

图表 48：DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
行业 Beta	1.02	股票 Beta	0.85
无风险利率 Rf	2.70%	TV 增长率	3.00%
市场收益 Rm	5.40%	实际税率	4.76%
风险溢价	2.70%	WACC	4.99%
资产贴现率 Ka	5.45%	股票价值	28996.02 百万
债务利率 Kd	5.00%	每股价值	17.67 元

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4.4. 投资建议

公司是国内医疗信息化龙头企业，双轮驱动战略稳步推进，我们看好公司未来的发展前景。预计公司 19/20/21 年营业收入分别为 18.70/24.46/32.18 亿元，归母净利润分别为 4.10/5.60/7.65 亿元，EPS 分别为 0.25/0.34/0.47 元，对应市盈率分别为 62/45/33 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

- ◆ 电子病历政策推进不及预期风险；
- ◆ 行业竞争加剧风险；
- ◆ 创新业务发展不及预期风险。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2066.82	2735.51	3472.81	4543.71
货币资金	514.65	702.62	1073.24	1473.10
应收及预付	1366.48	1817.08	2163.02	2766.50
存货	157.87	187.99	208.74	276.29
其他流动资产	27.82	27.82	27.82	27.82
非流动资产	2170.49	2169.52	2247.24	2273.16
长期股权投资	541.05	609.07	676.33	738.02
固定资产	435.37	469.21	511.50	552.65
在建工程	0.55	-49.25	-115.70	-201.01
无形资产	594.25	579.05	600.37	613.25
其他长期资产	599.27	561.44	574.74	570.24
资产总计	4237.32	4905.02	5720.05	6816.87
流动负债	882.25	1203.28	1509.61	1885.95
短期借款	151.14	151.14	151.14	151.14
应付及预收	712.68	1033.71	1340.04	1716.38
其他流动负债	18.44	18.44	18.44	18.44
非流动负债	80.53	80.53	80.53	80.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	80.53	80.53	80.53	80.53
负债合计	962.78	1283.81	1590.15	1966.48
实收资本	1621.87	1621.87	1621.87	1621.87
资本公积	535.18	535.18	535.18	535.18
留存收益	1072.53	1412.39	1912.54	2622.80
归属母公司股东权益	3134.18	3474.05	3974.20	4684.46
少数股东权益	140.35	147.16	155.71	165.93
负债和股东权益	4237.32	4905.02	5720.05	6816.87

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1438.76	1870.38	2446.07	3217.77
营业成本	690.61	889.37	1133.51	1455.08
税金及附加	16.20	23.72	30.71	40.26
销售费用	200.84	252.50	305.76	386.13
管理费用	118.08	149.63	195.69	257.42
研发费用	147.21	205.74	269.07	337.87
财务费用	8.02	2.41	0.53	-3.18
资产减值损失	59.58	65.92	73.20	83.76
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-8.09	68.03	67.26	61.69
资产处置收益	0.03	0.49	0.53	0.55
其他收益	120.12	65.39	72.85	78.42
营业利润	310.28	414.99	578.24	801.10
营业外收入	0.09	23.53	20.65	17.86
营业外支出	0.85	1.29	1.38	1.43
利润总额	309.52	437.23	597.50	817.53
所得税	2.69	20.81	29.34	41.86
净利润	306.83	416.42	568.17	775.66
少数股东损益	3.52	6.81	8.55	10.22
归属母公司净利润	303.31	409.61	559.61	765.45
EBITDA	347.24	535.17	695.61	919.86

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	123.89	269.55	526.44	515.90
净利润	306.83	416.42	568.17	775.66
折旧摊销	29.70	95.54	97.58	105.51
营运资金变动	-272.66	-225.61	-133.54	-378.46
其它	60.02	-16.79	-5.77	13.19
投资活动现金流	-250.30	-4.29	-88.79	-53.30
资本支出	-166.87	-4.29	-88.79	-53.30
投资变动	-83.43	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	156.76	-77.30	-67.03	-62.74
银行借款	176.14	0.00	0.00	0.00
债券融资	215.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	234.83	0.00	0.00	0.00
其他	-469.21	-77.30	-67.03	-62.74
现金净增加额	30.36	187.96	370.63	399.86
期初现金余额	482.05	514.65	702.62	1073.24
期末现金余额	512.40	702.62	1073.24	1473.10

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%)				
营业收入增长	19.52	30.00	30.78	31.55
营业利润增长	20.55	33.75	39.34	38.54
归属母公司净利润增长	32.42	35.05	36.62	36.78
获利能力 (%)				
毛利率	52.00	52.45	53.66	54.78
净利率	21.08	21.90	22.88	23.79
ROE	9.68	11.79	14.08	16.34
ROIC	8.26	9.46	10.84	12.53
偿债能力				
资产负债率 (%)	22.72	26.17	27.80	28.85
净负债比率	-0.11	-0.15	-0.22	-0.27
流动比率	2.34	2.27	2.30	2.41
速动比率	2.16	2.12	2.16	2.26
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.41	0.46	0.51
应收账款周转率	1.35	1.36	1.43	1.53
存货周转率	5.35	5.14	5.71	6.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.18	0.25	0.34	0.47
每股经营现金流	0.08	0.17	0.32	0.32
每股净资产	1.93	2.14	2.45	2.89
估值比率				
P/E	83.21	61.62	45.10	32.97
P/B	8.05	7.27	6.35	5.39
EV/EBITDA	71.69	46.16	34.98	26.02

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。