

# 沐浴新医改春风，打造信息化旗舰

## 卫宁软件深度报告

### 报告关键点:

- 国内医疗信息化行业龙头，医疗信息化解决方案市场占有率排名第一
- 医疗信息化市场规模2014年预计将达到286.5亿元，年均复合增长率为25.9%
- 国内首家专业从事医疗信息化的上市公司，将直接受益于行业集中度的提高

### 报告摘要:

- 国内医疗信息化行业的领先企业。**公司主要从事医疗软件研究开发、销售与技术服务业务，并为医疗卫生行业信息化提供整体解决方案。公司在国内医疗信息化解决方案市场的占有率排名第一。2008年、2009年连续两年位列IDC“中国医疗卫生信息化解决方案十大供应商”第一名。
- 新医改开启了医疗信息化的新纪元。**在新医改方案中，信息系统成为了其中一大支柱，史无前例地占有一个专门章节。预计到2104年，国内医疗信息化的市场规模将达到286.5亿元，年均复合增长率为25.9%。
- 产品线最齐全的公司之一。**公司产品涵盖了包括医院信息系统、区域性公共卫生信息系统在内的整个医疗卫生领域，能够提供完整的医疗卫生行业IT整体解决方案，是国内同行业中拥有产品线最齐全的公司之一。
- 客户资源丰富。**截止2010年末，公司已经在国内超过28个省、市、自治区发展了客户。公司的医院信息系统客户超过1000家医院，其中三级甲等医院客户71家，在全国765家三级甲等医院中约占10%左右，包括仁济医院、眼耳鼻喉科医院、上海市胸科医院、北京安定医院、贵州省人民医院等。
- 研发模式独特。**公司创造性地建立了“柔性产品化研发模式”。目前，在医疗信息系统的实施过程中，公司建立的模块及技术储备已经能够满足客户90%以上的需求，只有少部分需要二次开发，大大提高了项目实施的效率，有效降低了系统实施的成本。
- 行业集中度提高的直接受益者。**目前国内医疗卫生软件企业数量多达500-600家，市场尚处于区域分散竞争阶段。公司作为国内第一家专业从事医疗信息化的上市公司，有望受益于行业集中度的提升。未来公司将通过并购获得优秀的开发团队和优质的客户资源，实现其它小企业难以企及的规模效应。
- 首次给予“买入-A”投资评级，目标价45元。**预计公司2011-2013年EPS分别为1.00、1.50和2.12元。参照美国的经验，由于医疗信息化行业壁垒较高，并且未来的想象空间巨大，医疗卫生信息化上市公司估值溢价非常高。我们给予公司2012年30倍PE，对应目标价45元，首次给予“买入-A”的投资评级。
- 风险提示:**受医疗卫生行业波动影响较大的风险;销售区域过于集中的风险;SaaS业务发展面临的风险。

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	113.4	120.2	156.3	214.1	293.4
Growth(%)	5.6%	6.0%	30.0%	37.0%	37.0%
净利润	26.2	35.3	53.6	80.0	113.6
Growth(%)	53.7%	35.1%	51.5%	49.4%	41.9%
毛利率(%)	45.7%	58.1%	61.0%	63.0%	66.0%
净利润率(%)	23.1%	29.4%	34.3%	37.4%	38.7%
每股收益(元)	0.49	0.66	1.00	1.50	2.12
每股净资产(元)	1.49	1.77	9.51	10.71	12.41
市盈率	54.2	40.1	26.5	17.7	12.5
市净率	17.8	15.0	2.8	2.5	2.1
净资产收益率(%)	32.9%	37.3%	10.5%	14.0%	17.1%
ROIC(%)	121.5%	166.8%	224.9%	118.5%	109.8%
EV/EBITDA	-	-	24.7	15.1	9.0

评级:

买入-A

上次评级: -

目标价格:

45.00元

期限: 6个月 上次预测:

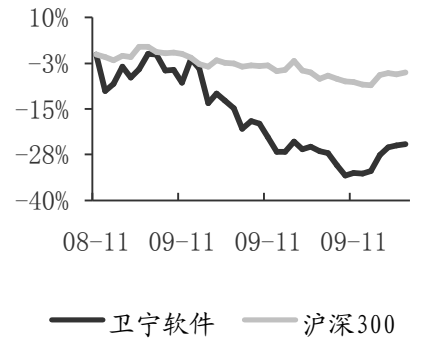
现价(2011年10月17日): 32.40元

报告日期:

2011-10-18

总市值(百万元)	1,733.40
流通市值(百万元)	349.92
总股本(百万股)	53.50
流通股本(百万股)	10.80
12个月最低/最高	28.20/45.99元
十大流通股东(%)	
股东户数	

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.04	(9.84)	(4.74)
绝对收益	(2.41)	(24.60)	(24.60)

### 侯利

021-68763972  
执业证书编号

### 胡又文

021-68766271  
执业证书编号

### 高级行业分析师

houli@essence.com.cn  
S1450511020031

### 行业分析师

huyw@essence.com.cn  
S1450511050001

### 前期研究成果

卫宁软件: 国内医疗信息化行业的领先企业

2011-08-01

## 目录

1. 国内医疗信息化行业的领头羊 .....	4
2. 医疗卫生信息化：蕴藏丰富的大金矿 .....	4
2.1. 发达国家医疗信息化建设现状 .....	4
2.2. 我国医疗卫生信息化正进入快速发展阶段 .....	5
2.3. 新医改催生巨大信息化需求 .....	5
2.4. 医疗卫生信息化：正待发掘的大金矿 .....	6
3. 公司竞争优势 .....	7
3.1. 产品线齐全，综合实力领先 .....	7
3.2. 丰富的客户资源 .....	8
3.3. 领先的技术优势 .....	8
3.4. 独特的研发模式 .....	8
3.5. 大有潜力的 SaaS 业务 .....	9
4. 行业集中度提高的直接受益者 .....	9
5. 公司盈利能力分析 .....	10
6. 盈利预测与投资建议 .....	11
7. 主要风险点 .....	11
7.1. 受医疗卫生行业波动影响较大的风险 .....	12
7.2. 销售区域过于集中的风险 .....	12
7.3. SaaS 业务发展面临的风险 .....	12

## 图目录

图 1	医疗信息化三阶段.....	5
图 2	美国医疗信息化发展时间表.....	5
图 3	新医改将推动医疗信息化大发展.....	6
图 4	2007-2014 年医疗行业 IT 花费预测.....	7
图 5	公司的医院信息管理系统产品线及其未来规划.....	8
图 6	公司的公共卫生产品线及其未来规划.....	8
图 7	近三年公司营业收入与净利润.....	10
图 8	近三年毛利率与净利率.....	10
图 9	2010 年销售收入按地区分类.....	11
图 10	2008-2010 年销售收入按产品类别分类.....	11

## 表目录

表一	公司软件产品.....	4
表二	公司近年来获得的主要荣誉.....	4
表三	我国医院数量.....	6
表四	全球知名 IT 公司股票估值（截止 2011 年 10 月 17 日）.....	11
表五	医疗信息化公司股票估值（截止 2011 年 10 月 17 日）.....	11

## 1. 国内医疗信息化行业的领头羊

公司前身为成立于 2004 年 4 月的上海金仕达卫宁软件有限公司，是一家专门从事医疗软件研究开发、销售与技术服务，并为医疗卫生行业信息化提供整体解决方案的高科技企业。

公司在业内具有较高的知名度，是国内为数不多的医疗信息产品体系齐全的软件公司。公司的软件产品广泛应用于新医改“四梁八柱”方案中的“四大梁”，即公共卫生服务体系、医疗服务体系、医疗保障体系、药品供应保障体系，是国内为实现医疗卫生领域全方位的信息化管理提供完整解决方案的主要软件商之一。

表一 公司软件产品

产品类别	功能	子产品
医院信息管理系统 (HIS)	支持医院的行政管理与事务处理业务，辅助医院管理，辅助高层领导决策，提高医院的工作效率、效益	门诊医生工作站、门诊护士工作站、住院医生工作站、手术室管理、体检管理、收费、结构化电子病历、无线护理
医技信息管理系统 (CIS)	支持医护人员的临床活动，收集和整理病人的临床医疗信息，丰富和积累临床知识，并提供临床咨询，辅助诊疗，辅助临床决策，提高医护人员的工作效率	EIS 放射报告系统、UTS 超声报告系统、内窥镜报告系统、病理科报告系统、RTIS 放疗信息系统、样本采集、常规检验、微生物系统、血库管理系统、试剂管理系统、PACS/MIS 影像系统、TView 影像处理系统、按需打印系统
公共卫生信息管理系统 (PHIS)	以网络和数据为基础，通过建立公共信息数据库，实现远程的医疗信息资源充分共享。	区域卫生信息平台、社区卫生信息系统、农村卫生一体化解决方案、新型农村合作医疗信息管理系统、中小医院信息系统

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司在医疗信息化行业深耕 10 多年，是医疗信息化行业中的“隐形冠军”。目前各类医院用户遍及全国各地，是上海最大的医疗信息技术软件商，也是国内最具活力和实力的医疗软件开发商之一。

表二 公司近年来获得的主要荣誉

获得时间	认证/荣誉	授予单位
2010 年 12 月	2010 上海市计算机行业最具发展潜力科技型企业	上海市计算机行业协会
2010 年 5 月	2009 年中国医疗卫生信息化解决方案十大供应商第一名	IDC
2009 年 5 月	2008 年中国医疗卫生信息化解决方案十大供应商第一名	IDC
2009 年	2009 年国内 IHE 医疗信息系统互联测试通过项目最多的医疗软件企业	IHE
2008 年	2009 年国内 IHE 医疗信息系统互联测试通过项目最多的医疗软件企业	IHE
2008 年 12 月	《医技信息管理软件》国家火炬计划项目证书	国家科技部
2007 年	2007 年国内首届 IHE 医疗信息系统互联测试国内唯一通过的医疗软件企业	IHE

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

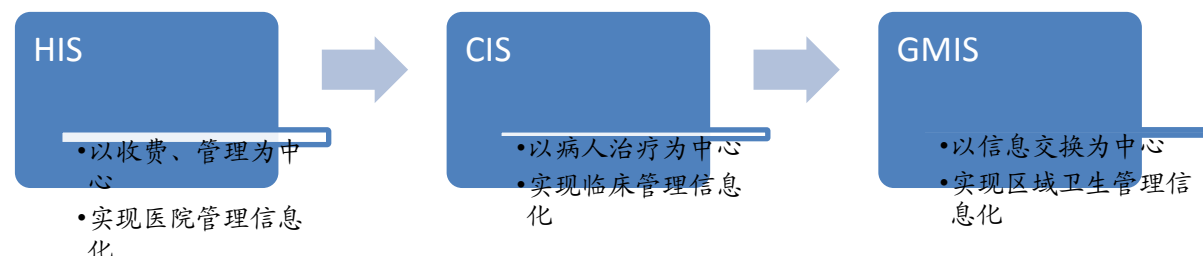
## 2. 医疗卫生信息化：蕴藏丰富的大金矿

### 2.1. 发达国家医疗信息化建设现状

根据国际统一的医疗系统信息化水平划分，医院信息化发展普遍经历三个阶段：医院管理信息化 (HIS) 阶段、临床管理信息化 (CIS) 阶段和局域医疗卫生服务 (GMIS)

阶段。

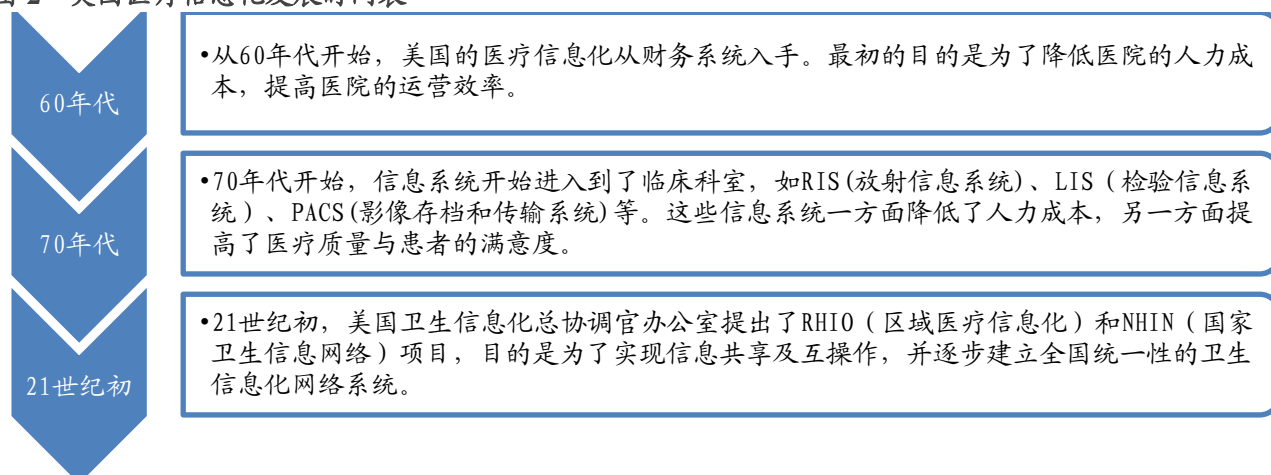
图 1 医疗信息化三阶段



数据来源：卫生部，安信证券研究中心

美国、日本、加拿大等发达国家医疗信息化建设已经进入到数据共享、应用深化为目的的第三个阶段。

图 2 美国医疗信息化发展时间表



数据来源：卫生部，安信证券研究中心

## 2.2. 我国医疗卫生信息化正进入快速发展阶段

相比美国等发达国家，我国医疗卫生行业信息化发展起步较晚。目前，我国医院信息化建设正在从第一阶段的以费用、管理为主的医院管理信息化向第二阶段的医院临床管理信息化过渡。

在整体IT投资规模上，目前国内医疗行业每年实际的投入只占医院年收入的0.3-0.5%，而发达国家和地区是3-5%，两者存在10倍的差距。由于受经济条件的限制，国内医疗卫生行业信息化是从国内少数大型综合医院开始发展，逐步向中小型医院市场普及。从医院等级上来看，三级医院的投入显著高于三级以下医院，乡镇医院及农村卫生系统的信息化建设相对落后；从地域分布来看，经济发达地区的医院信息化投资也明显高于经济中等发达及经济欠发达地区。信息化程度的差异对全国范围内的医疗体制改革、新农合等政策的实施及全民医疗卫生水平的提高带来了一定的困难。2009年新医疗体制改革的推行和实施，为医疗卫生信息化提供了契机，预示着我国医疗卫生信息化将开始步入快速发展阶段。

## 2.3. 新医改催生巨大信息化需求

2009年，国家正式推出新的医疗卫生体制改革，计划到2020年，基本建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度。为深化医疗卫生体制改革，2009-2010年我国各级政府投入为8,500亿元。信息化投入是其中的重点之一。



新医改方案提出的“四梁八柱”总框架中，信息系统成为其中一大支柱，史无前例地占有一个专门章节，表明信息化建设在新医改中的重要性，而且医改的5项改革目标都离不开信息化的支持，可以说，新医改开启了医疗信息化的新纪元。

图3 新医改将推动医疗信息化大发展



数据来源：互联网，安信证券研究中心

2010年12月，卫生部发布《2010年基于电子健康档案、电子病历、门诊统筹管理的基层医疗卫生信息系统试点项目管理方案的通知》，计划在2011年底前在上海、浙江、安徽、重庆、新疆5省开展以健康管理和服务为中心、居民电子健康档案和电子病历为基础的卫生信息平台及重点业务应用系统的试点，中央财政为此安排了2.24亿投资。

2010年12月，卫生部发布《2010年中西部地区村卫生室信息化建设项目管理方案的通知》，通知要求在2011年底前为中西部地区90%的村卫生室配备电脑，70%以上的农村居民配备健康卡，开发整合村卫生室信息化软件，加快区域（地级市和县级）卫生信息平台建设等，该项工程涉及22个省、2,164个县，423,405个村。中央财政为此安排19.05亿元投资。

### 2.4. 医疗卫生信息化：正待发掘的大金矿

近年来我国医疗信息化市场的投资规模持续扩大，已经连续5年保持20%左右的增长率，远高于全球市场5.1%的年均复合增长率。据市场分析公司IDC分析，截至2010年，我国医疗整体IT市场投资规模达到120多亿元。

虽然国内医疗信息化市场发展迅猛，但这还仅仅是冰山一角。以医院为例，截止2009年底我国医院数量共有20,291家，其中实现门诊医生站、住院医生站信息化的不足20%。这一数字意味着，在新医改政策的推动下，医疗信息化有望继金融、电信等行业之后，成为国内增长最快的信息化应用市场之一。

表三 我国医院数量

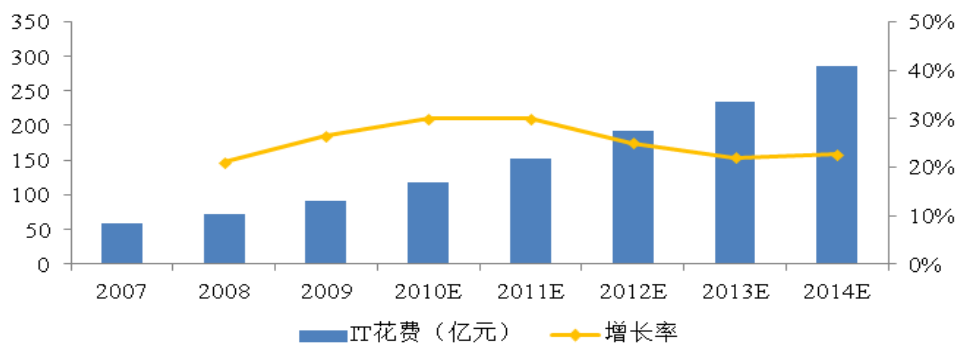
	三级	二级	一级	其他
甲等	765	3,611	2,528	-
乙等	317	2,098	489	-
丙等	15	81	101	-
合计	1,233	6,523	5,110	7,425

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

除此之外，据卫生部统计，在国内 39,627 家卫生院中有 38,475 家是乡镇卫生院，这些乡镇卫生院覆盖了全国 632,770 家村级卫生室，这些数量庞大的农村医疗卫生单位绝大多数由于经济条件制约，无法实施信息化手段进行管理，这也是我国医疗体制改革深入的难题。随着互联网技术的发展和 SaaS 等新模式的推广应用，未来农村医疗卫生体系也将成为软件及技术服务的巨大潜在市场。

毫不夸张地说，医疗卫生信息化是一座有待深入挖掘的大金矿。预计到 2014 年，中国的医疗信息化市场规模将达到 286.5 亿元，年均复合增长率为 25.9%。

图 4 2007-2014 年医疗行业 IT 花费预测



数据来源：IDC，安信证券研究中心

### 3. 公司竞争优势

#### 3.1. 产品线齐全，综合实力领先

公司产品齐全，涵盖了包括医院信息系统、区域性公共卫生信息系统在内的整个医疗卫生领域，能够提供完整的医疗卫生行业 IT 整体解决方案，是国内同行业中拥有产品线最齐全的公司之一。

根据 IDC 的报告，公司在 2009 年国内医疗卫生行业 IT 解决方案市场中市场占有率位列同行业第一名。公司不仅形成了医院信息系统和公共卫生信息管理系统两大系列产品，而且中标一系列医疗卫生领域大型综合信息化项目，这些项目涉及到共享协同协作、区域医疗联合、全程健康管理、移动互联等多方面技术及融合，体现了公司在行业内领先的整体解决方案能力和综合实力。





化的运作模式。当客户量少的时候，此模式非常有效，客户满意度较高；但随着客户数量的逐步上升，由于不同的项目各自相互隔离管理，将会严重阻碍企业的发展。

公司根据行业特点，紧密结合实践，深化了项目化运作的内涵，创造性地建立了依托可配置的模块化、插件框架技术，统一版本融合的机制和自动化管理软件等核心技术为基础的“柔性产品化研发模式”。首先，在新的医院客户需要实施新的项目上线时，公司从统一版本基线产品中获取最新版本，并按照客户的特定需求进行二次开发，增加新的功能；其次，在项目上线完成测试后，实施人员根据该项目中捕捉到的具备适用于多家医院的新增功能，提交公司测试部门并根据新的功能对统一版本进行合并，从而形成更新后的统一版本基线产品。

目前，在医疗信息系统的实施过程中，公司建立的模块及技术储备已经能够满足客户90%以上的需求，只有少部分需要二次开发，大大提高了项目实施的效率，有效降低了系统实施的成本。公司软件服务的产品化不仅有助于公司毛利率的稳步提升，也将促进我国未来医疗卫生行业信息化产品的标准化发展，对行业整体质量水平的提高奠定了基础。

### 3.5. 大有潜力的 SaaS 业务

公司高度重视创新能力，坚持通过技术创新——产品创新——业务创新的循环传导体系，不断丰富完善技术、产品和创新业务模式，引领市场发展。针对小型医疗机构以及农村卫生体系信息化薄弱、资金实力有限的特点，公司率先在行业内开发并运营基于 SaaS 模式的产品。

SaaS模式是一种通过Internet提供软件的模式，用户不用再购买软件，而改用向提供商租用基于Web的软件，来管理企业经营活动，且无需对软件进行维护，服务提供商全权管理和维护软件。目前公司的SaaS模式主要有两种，第一种模式是与中国电信合作的模式。充分借助公司在医疗卫生信息化行业领先的技术优势及中国电信覆盖面广阔的网点优势，向广大中小医院、乡镇卫生院及农村卫生室等医疗单位进行渗透。医疗单位按照每月接受的信息服务来向中国电信支付费用，之后公司与中国电信分成。公司一般能拿到收入的40%-50%。目前公司与中国电信在安徽省、广东省、福建省进行了合作运营，其中安徽省和广东省已经开始收费，安徽省的客户数目达到400多家。

另外一种模式是与医疗卫生管理部门合作推广 SaaS 业务。在这种模式下，公司为医疗卫生管理部门提供一整套解决方案，医疗管理部门负责 IT 基础设施的管理并采用 SaaS 的方式向中小医院、社区医院等医疗机构取费用。目前公司已经成功实施湖南省卫生厅社区信息化和上海市村卫生信息化等项目。

虽然目前公司在 SaaS 业务的收入较少，但是鉴于 SaaS 模式能有效地解决了我国中小医院特别是广大基层及农村医疗卫生机构信息化难题，符合国家政策走向，也符合未来信息技术的走势，有利于促进我国医疗卫生体制改革的实施，因此我们对于公司未来 SaaS 的发展壮大持乐观的态度，公司 SaaS 业务在未来有望在全国开展。

## 4. 行业集中度提高的直接受益者

目前我国医疗卫生机构的信息系统产品主要采用直接购买、自主研发、合作开发等三种方式取得。一小部分开发能力及资金实力较强的大型医院会采用自主研发或者合作开发的方式来构建医疗信息化系统，其余绝大多数的大型医院和中小医院都采用招标的方式购买医疗软件和服务。

与其他 IT 子行业不同的是，由于我国医院管理体制与国外存在较大的差异，国外软件商进入中国以后普遍存在水土不服的倾向，因此医疗软件的国产化程度非常高，我国医院有 90% 以上购买的是国内医疗软件厂商的产品。目前国内医疗卫生软件企业数量多达 500-600 家，市场尚处于区域分散竞争阶段，基本形成以各大城市为中心的区域性优势，跨地域的医疗卫生软件企业为数不多，全国性的医疗卫生软件企业则数量

更少。

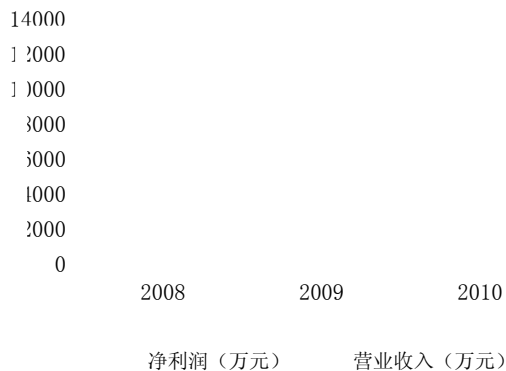
随着市场的日趋成熟，能够提供综合解决方案的厂商在市场中的领先优势渐渐明显，市场集中度将逐步提高。公司是国内第一家专业从事医疗信息化的上市公司，已经成功的冲出了小企业的阵营，募集了公司发展壮大所必须的资金，有望受益于行业集中度的提升。公司有望通过并购获得优秀的开发团队和优质的客户资源，实现其它小企业难以企及的规模效应。随着新医改的深入，小企业的生存空间会越来越狭小，公司的并购活动会更加顺畅。

## 5. 公司盈利能力分析

公司的主营业务收入主要由软件产品销售、硬件销售和技术服务构成，软件及技术服务为公司主要盈利来源。报告期内，公司不断加大研发力度，调整产品结构，盈利能力得到了极大的提升。公司营收从 2008 年的 1.08 亿上升到 2010 年的 1.20 亿，从这个角度看，增速并不华丽，但是净利润却从 2008 年的 0.17 亿上升到 2010 年的 0.35 亿，复合增长率达 44.12%。这主要是由公司硬件销售策略转变引起的。

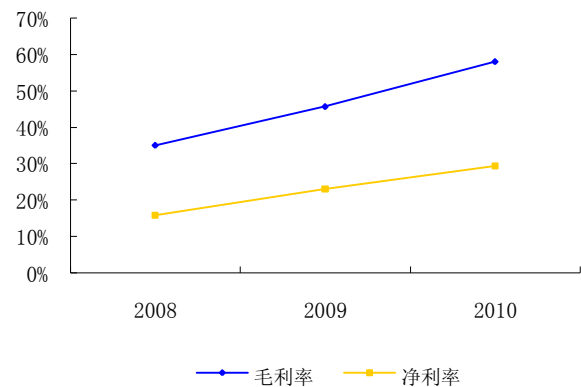
公司硬件销售业务的目的主要是为提升公司的软件及技术服务收入，按照销售对象分为两类，即面向医疗机构客户销售的硬件、面向非医疗机构客户销售的硬件。最近 3 年，公司硬件销售收入分别占同期营业收入的 55.86%、39.84%、26.23%，而硬件销售毛利占同期利润总额的比例仅为 12.09%、11.72%、7.68%。由于销售硬件产品的毛利较低，公司决定集中资源服务医疗客户，于 2009 年开始公司逐渐减少了非医疗客户的硬件销售，2010 年公司的硬件最终客户已经全部为医疗机构。硬件销售占比的降低大幅提升了公司的毛利率与净利率，公司的盈利能力得到了显著的提升。

图 7 近三年公司营业收入与净利润



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 8 近三年毛利率与净利率

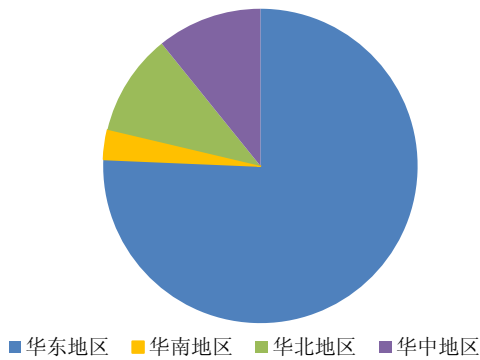


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

从公司最近 3 年的销售收入情况来看，公司销售业务存在较明显的区域性，上海市和华东地区在公司销售业务中占有较大比例，平均达 81.64%，其中上海市的平均业务占比达 56.61%。随着公司近几年来规模和业务的快速发展，公司在行业内的知名度大幅提高，为公司逐步开拓全国性业务提供了条件。未来公司将形成以上海及华东地区为核心、以国内多个中心城市为主的块状区域、进而辐射全国的市场布局。

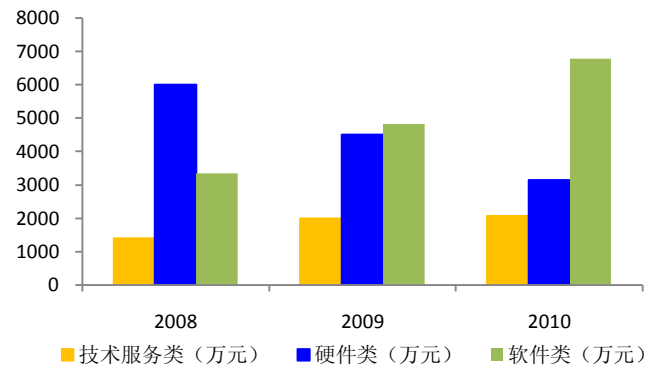
随着公司研发力度不断加大，软件产品发展速度较快，软件产品收入占比由 2008 年的 31.09% 快速上升到 2010 年的 56.46%。由于公司软件类产品毛利高，成为了公司利润的最主要来源，最近 3 年，其毛利占总体毛利的比重分别为 64.88%、64.15% 和 74.86%。而且软件类产品快速增长会促进公司技术服务类收入的增长，最近 3 年，技术服务类产品实现的收入分别为 1,401.46 万元、1,987.87 万元和 2,080.32 万元。公司软件客户的不断积累成为公司技术服务收入的重要来源。

图 9 2010 年销售收入按地区分类



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 10 2008-2010 年销售收入按产品类别分类



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

## 6. 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2011-2013 年的净利润分别为 5,357、8,001 和 11,357 万元，对应 EPS 分别为 1.00、1.50 和 2.12 元。

我们认为，未来的医疗行业将被软件瓦解，出类拔粹的医疗信息化公司则将成为改变历史的主要推动者。公司作为国内医疗软件产品种类最齐全的提供商，有望在激烈的医疗信息化市场中脱颖而出，成为行业的领头羊。

参照美国的经验，作为全球医疗科技条件最好的国家，已经诞生了一批优秀的医疗信息化企业。鉴于医疗信息化行业壁垒较高，并且未来的想象空间巨大，美国的医疗卫生信息化公司估值溢价非常高。Cerner 是这些优秀企业中的佼佼者，公司成立于 1979 年，主营业务围绕医疗信息化展开，受益于美国医疗信息化建设的推动，公司迅速成长为年收入达 19.8 亿美元的大型 IT 公司，市值达 110 多亿美元，目前的 TTM PE 达到 42.28 倍。

我国目前正处于医疗信息化的高速发展阶段，龙头企业理应享有高估值。我们给予公司 2012 年 30 倍 PE，对应目标价 45 元，首次给予“买入-A”的投资评级。

表四 全球知名 IT 公司股票估值（截止 2011 年 10 月 17 日）

	市值	EPS (TTM)	PE (TTM)	PS (TTM)
Apple	3912.3 亿美元	25.3 美元	16.7	3.9
IBM	2275.5 亿美元	12.3 美元	15.5	2.3
Accenture	380.7 亿美元	3.4 美元	17.3	1.4
Microsoft	2284.8 亿美元	2.7 美元	10.1	3.3

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

表五 医疗信息化公司股票估值（截止 2011 年 10 月 17 日）

	市值	EPS (TTM)	PE (TTM)	PS (TTM)
Cerner	118.3 亿美元	1.6 美元	44.9	5.9
Allscripts Healthcare Solutions	36.6 亿美元	0.1 美元	185.6	2.9
Quality Systems	26.5 亿美元	2.4 美元	38.5	7.1
Computer Programs & Systems	7.98 亿美元	2.3 美元	31.9	4.6

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

## 7. 主要风险点

### 7.1. 受医疗卫生行业波动影响较大的风险

如果未来我国医疗卫生行业发生波动或者发展放缓，政府及医疗卫生机构对信息化建设投入的减少，将对公司业务发展和业绩产生不利的影响；同时如果新医改政策未能按计划顺利实施，也会对公司的发展带来一定的不利影响。

### 7.2. 销售区域过于集中的风险

公司主要客户集中于华东地区，虽然近年来公司加强了对外地市场的开拓，使华东地区的业务收入占比逐步下降，但是短期内华东地区仍是公司的核心市场区域。如果华东地区市场出现异常变动，将使公司的经营业绩和财务状况受到较大影响。

### 7.3. SaaS 业务发展面临的风险

由于 SaaS 业务的发展需要国家相关部门的支持和推动，在我国医疗体制改革启动不久的背景下，普遍应用尚有一定的难度。目前公司 SaaS 业务收入规模较小，如果公司逐渐扩大规模，可能存在由于市场发展不成熟，经营模式不被客户接受而带来的风险。



财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011/10/17			
利润表		2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	113.4	120.2	156.3	214.1	293.4	成长性						
减: 营业成本	61.6	50.3	61.0	79.2	99.7	营业收入增长率	5.6%	6.0%	30.0%	37.0%	37.0%	
营业税费	1.7	2.4	3.1	4.3	5.9	营业利润增长率	22.8%	67.6%	62.8%	61.5%	48.5%	
销售费用	17.0	18.5	25.8	33.2	44.0	净利润增长率	53.7%	35.1%	51.5%	49.4%	41.9%	
管理费用	15.8	20.6	28.9	38.5	49.9	EBITDA 增长率	22.6%	66.6%	35.3%	58.2%	57.8%	
财务费用	-0.2	-0.5	-9.2	-16.5	-18.1	EBIT 增长率	21.6%	67.2%	32.9%	57.0%	59.4%	
资产减值损失	0.5	0.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	52.8%	34.5%	29.7%	43.7%	49.4%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.9%	-3.8%	172.8%	61.2%	34.0%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	49.1%	19.3%	436.8%	12.6%	15.9%	
营业利润	17.1	28.7	46.7	75.4	112.0	利润率						
加: 营业外净收支	11.8	10.3	12.5	13.0	13.5	毛利率	45.7%	58.1%	61.0%	63.0%	66.0%	
利润总额	28.9	39.0	59.2	88.4	125.5	营业利润率	15.1%	23.9%	29.9%	35.2%	38.2%	
减: 所得税	2.8	3.6	5.6	8.4	11.9	净利润率	23.1%	29.4%	34.3%	37.4%	38.7%	
净利润	26.2	35.3	53.6	80.0	113.6	EBITDA/营业收入	15.3%	24.0%	24.9%	28.8%	33.2%	
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	14.9%	23.5%	24.0%	27.5%	32.0%	
货币资金	58.5	74.7	464.0	494.4	555.2	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	5	8	24	44	48	
应收帐款	28.0	34.3	49.2	67.5	92.4	流动营业资本周转天数	62	55	56	65	70	
应收票据	0.2	0.9	0.6	0.6	0.8	流动资产周转天数	256	304	725	910	747	
预付帐款	1.5	2.6	2.6	2.6	2.6	应收帐款周转天数	82	79	73	73	73	
存货	2.3	0.4	0.5	0.7	0.8	存货周转天数	4	4	1	1	1	
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	265	316	760	969	806	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	67	61	86	121	127	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	32.9%	37.3%	10.5%	14.0%	17.1%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	28.1%	30.0%	9.9%	13.1%	16.1%	
固定资产	1.7	3.5	17.4	35.3	42.6	ROIC	121.5%	166.8%	224.9%	118.5%	109.8%	
在建工程	-	-	0.6	1.0	1.2	费用率						
无形资产	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5	销售费用率	15.0%	15.4%	16.5%	15.5%	15.0%	
其他非流动资产	0.8	1.3	7.0	7.5	8.0	管理费用率	14.0%	17.2%	18.5%	18.0%	17.0%	
资产总额	93.3	117.8	542.3	609.9	704.1	财务费用率	-0.2%	-0.4%	-5.9%	-7.7%	-6.2%	
短期债务	-	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	28.7%	32.2%	29.1%	25.8%	25.8%	
应付帐款	5.1	4.0	3.8	4.8	5.7	偿债能力						
应付票据	-	0.8	-	-	-	资产负债率	14.8%	19.5%	6.2%	6.1%	5.7%	
其他流动负债	6.8	16.3	17.7	20.3	22.7	负债权益比	17.4%	24.2%	6.6%	6.5%	6.1%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	7.59	5.34	16.38	16.11	16.94	
其他非流动负债	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	速动比率	7.39	5.32	16.36	16.10	16.92	
负债总额	13.8	23.0	33.4	37.0	40.3	利息保障倍数	-74.00	-62.26	-4.09	-3.56	-5.18	
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标						
股本	40.0	40.0	53.5	53.5	53.5	DPS(元)	-	0.37	0.20	0.30	0.42	
留存收益	39.5	54.8	455.4	519.4	610.3	分红比率	0.0%	56.6%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	79.5	94.8	508.9	572.9	663.8	股息收益率	0.0%	1.4%	0.8%	1.1%	1.6%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	26.2	35.3	53.6	80.0	113.6	EPS(元)	0.49	0.66	1.00	1.50	2.12	
加: 折旧和摊销	0.4	0.6	1.5	2.8	3.5	BVPS(元)	1.49	1.77	9.51	10.71	12.41	
资产减值准备	0.5	0.1	-	-	-	PE(X)	54.2	40.1	26.5	17.7	12.5	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	17.8	15.0	2.8	2.5	2.1	
财务费用	-0.2	-	-9.2	-16.5	-18.1	P/FCF	53.3	39.2	49.3	30.5	17.0	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	12.5	11.8	9.1	6.6	4.8	
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	24.7	15.1	9.0	
营运资金的变动	-3.8	2.5	-15.2	-15.3	-22.5	CAGR(%)	45.2%	47.6%	36.7%	30.7%	20.4%	
经营活动产生现金流量	21.6	38.1	30.7	51.0	76.4	PEG	1.2	0.8	0.7	0.6	0.6	
投资活动产生现金流量	6.0	-2.5	-21.1	-21.1	-11.1	ROIC/WACC	12.2	16.7	22.6	11.9	11.0	
融资活动产生现金流量	-1.3	-20.1	379.7	0.5	-4.6	REP	-	-	0.8	0.9	0.7	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

胡又文，计算机行业分析师，牛津大学金融经济学硕士。2008年加入安信证券销售交易部，2010年加入安信证券研究中心。

## 分析师声明

侯利、胡又文分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034