

第一创业研究所

研究员：任文杰 S1080510120006

联系人：叶欣 S1080111100013

电话：0755-25831649

邮件：yexin@fcsc.cn

卫宁软件（300253）

——乘全球医疗信息化之风腾飞

交易数据

52周内股价区间（元）	28.2-45.99
总市值（百万元）	2020.16
流通股本（百万股）	10.80
流通股比率（%）	20.2%

资产负债表摘要(06/09)

股东权益	460.75
每股净资产	8.61
市净率	4.38
资产负债率	6.3%

公司与沪深300指数比较



相关报告

摘要:

- **全球掀起医疗信息化大潮** 2011年9月12号，美国医疗信息化国家协调办公室发布了美国未来数年医疗信息化的指导性意见《美国 2011-2015 医疗信息化战略地图》，这是继《美国复苏与再投资法案》，病患保护和平价医疗法案，HITECH 法案等法案发布后提出的具体的信息化战略地图。信息化战略地图提出了美国医疗信息化的五个战略目标，有步骤有目的地实现医疗改革的终极目标。稍早前欧洲也在3月份把《数字医疗行动方案 2012-2020》的草稿交付民众咨询，行动方案，这将能够给欧洲提供一个长期发展的远景，在欧洲 2020 战略的框架下，实现欧洲作为一个创新联盟的数字化纲要，并且解决欧洲创新和健康人口老龄化的问题。
- **3521 工程推动我国卫生信息化快速发展** 我国也于2010年10月，由卫生部完成了“十二五”卫生信息化建设工程规划编制工作，初步确定了我国卫生信息化建设路线图总体框架简称为“3521”工程。3521 工程的确定表明我国推进卫生信息化进一步深入的坚定信心和意志。2011年10月11日，国家发展改革委今年安排中央预算内投资12.5亿元，用于推进基层医疗卫生信息化建设。此次建设包括两方面内容：一是支持全国29个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团建设基本药物集中采购使用信息系统；二是选择10个试点省份开展基层医疗卫生机构管理信息系统建设。
- **国内医疗信息化业内翘楚，华东占绝对主导地位** 一直以来，卫宁软件作为医疗解决方案提供商的领头羊，在过去的三年一直被 IDC 评为是国内医疗信息化的第一名，在市场中有一定的占有率。在国内尤其是医疗信息化比较发达的华东地区如上海、江苏和安徽占绝对主导地位，近年来也逐渐拓展到福建、重庆、山东、贵州、湖南、北京等新布局区域。获得如新泰市人民医院、晋江市医院、重庆医科大学（附属大学城医院）、重庆医科大学附属第二医院、秦皇岛市中医医院、贵州省人民医院、常山县人民医院、随州市中心医院、铜陵有色金属公司职工总医院、湖南省安化县人民医院、首都医科大学附属北京安定医院等医院的订单。



- **研发和创新引领公司前进** 公司在上市前就希望通过上市扩大知名度，以筑巢引凤，吸引各类优秀人才加盟。同时进一步加大研发投入，对新产品、新技术等实现研究并完成市场化布局。由于公司产品的良好体验使客户有一定的粘性，客户必将更紧密地与公司互动，使得公司能开发出更符合客户需求的新产品，并且吸引更多客户。
- **软件对应的服务将逐渐占公司越来越大的比重** 近年来，随着经济发展及居民收入提高，各中小医院也得到了很好地发展，成为医疗信息化的主力新军。中小医院由于企业规模及人员限制，必将把非主营业务如信息化等外包，这将为公司获得长期稳定的服务收入带来机会。同时技术服务的毛利一直较高，过去三年的毛利率一直保持在 70%以上，未来技术服务业务的拓展将给公司的毛利率提高带来积极作用。
- **给予公司“强烈推荐”投资评级** 公司目前已经进入传统省区之外的省区，对应的几个新分公司的销售渠道也开始逐步建立，并伴随渠道的深入中小医院，未来销售 2-3 年将保持较快增长，同时随着公司收入结构朝技术服务型公司靠拢，也必将提高公司综合毛利率。预计 2011-2013 年公司每股收益为 1.04 元/股、1.38 元/股和 1.90 元/股，对应最新收盘价 33.33 元，2011-2013 年的 P/E 分别为 36.2 倍、27.4 倍和 19.9 倍。综合以上分析，给予“强烈推荐”投资评级。



目 录

1、公司简介：国内医疗信息化业内翘楚	4
1.1、十余年如一日，坚持软件产品化.....	4
1.2、产品全面的纯医疗信息化解决方案提供商.....	5
1.3、立足华东，放眼全国.....	7
2、医疗信息化产业：全球掀起大潮	9
2.1、老龄化给全球带来不能承受之重.....	10
2.2、各国卫生医疗现状与医疗信息化的现状.....	12
2.3、世界各国关于医疗信息化的规划.....	18
2.4、各国因医疗信息化的战略规划催生的全球医疗信息化需求.....	22
3、公司的发展战略与行业地位	25
3.1、从医疗软件开发商转变为医疗整体解决方案提供商.....	25
3.2、国内医疗信息化行业竞争分析.....	27
3.3、医疗信息化领导者的核心竞争优势.....	30
4、卫宁软件的财务分析	32
4.1、公司基本财务指标分析.....	32
4.2、卫宁软件与国内外同行业各项指标比较.....	33
5、盈利预测、估值及投资建议	38
5.1、盈利预测.....	38
5.2、公司合理估值在 41.4-46.9 元/股.....	38
5.3、投资建议：强烈推荐.....	38



1、公司简介：国内医疗信息化业内翘楚

1.1、十余年如一日，坚持软件产品化

公司发展简介

卫宁软件是一家以医疗卫生领域应用软件的研究开发、销售和技术服务为主，并为医疗卫生行业信息化提供整体解决方案的软件企业。

公司自成立以来一直专注于为医疗卫生行业信息化提供服务，公司坚持“以人中心”的人性化医疗管理模式，实践“智慧医疗”理念，通过持续的技术创新，自主研发适应不同应用场景的软件产品，为医疗卫生行业提供专业的IT解决方案，并努力成为医疗体制改革信息化的最佳实践者。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司介绍，第一创业证券研究所

与业内很多公司一样，公司在国内较早涉足医疗信息化。医疗信息化在国内一般是以项目形式出现，所以做项目是医疗IT企业的普遍思路，而这也恰恰是很多企业最后走进死胡同的原因。但公司成立十几年一直以软件产品标准化为主要目标，经过十几年的发展已经有一定的产品化思路，而且在业内也有一定的行业地位。

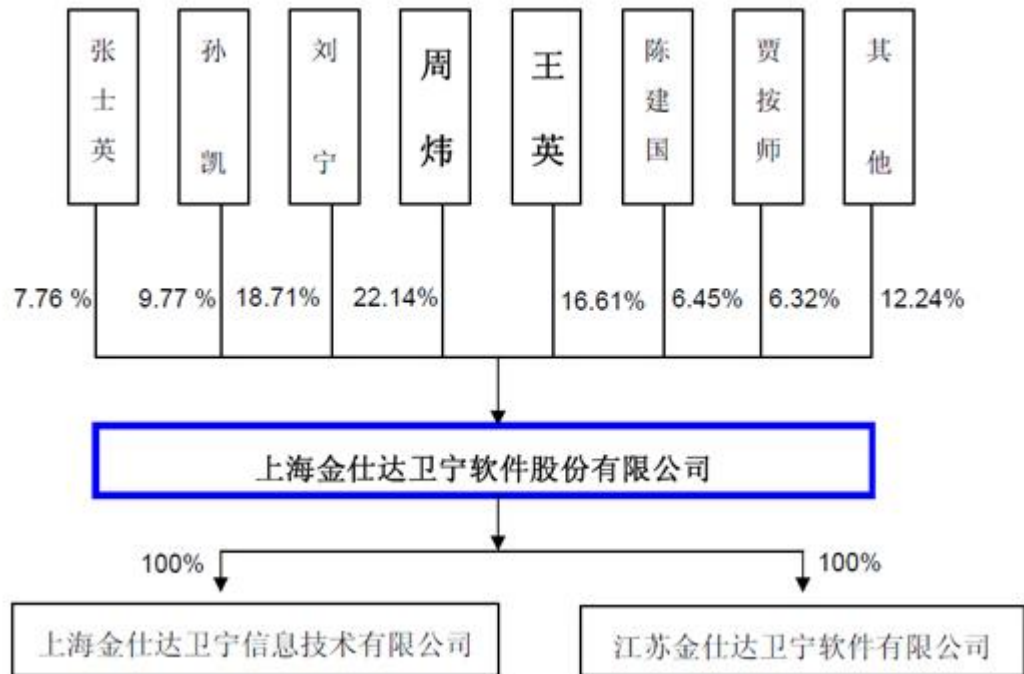
公司股东情况简介

卫宁软件主要股东为周炜、王英夫妇和刘宁、孙凯等诸位创司元老，发行前四位作为公司的主要股东占有公司约67.23%的股份，发行后四人股份分别为16.56%、13.99%、12.42%、7.31%，共计占有公司约50.28%的股份，周炜、王英夫妇共同为卫宁软件的实



际控制人。

图 2：金仕达卫宁发行前的股权结构



资料来源：招股说明书

1.2、产品全面的纯医疗信息化解决方案提供商

作为唯一一家上市的纯医疗信息化解决方案提供商，本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。公司主要服务于医院、卫生院、社区卫生服务中心（站）、门诊部、疗养院、妇幼保健院、专科疾病防治机构、疾病预防控制中心、医学科研机构、各级医疗卫生行政管理机构等医疗卫生机构的信息化市场。

公司的软件产品主要涵盖以下三个方面：

(1) 以实现财务、临床、物流及其他管理功能的医院信息管理系统，包括门诊医生工作站、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、无线护理等子系统；

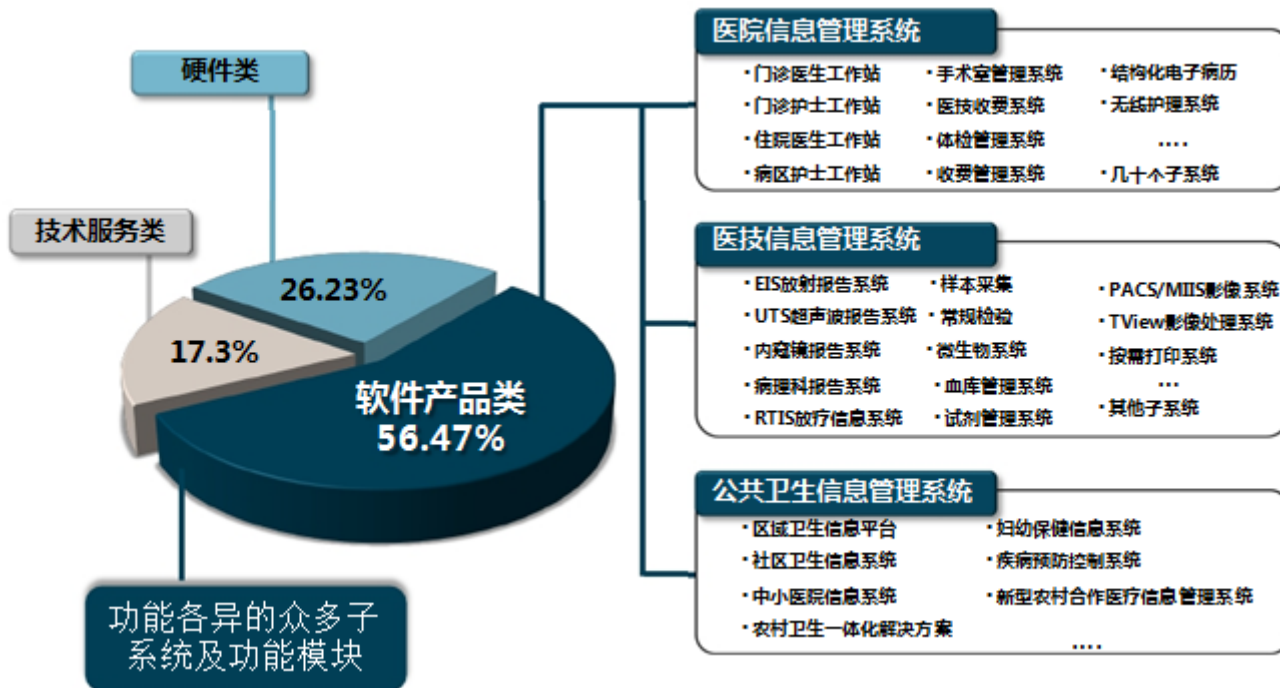
(2) 以实现医学影像信息管理、实验室信息管理、图像存储与传输等功能的医技信息管理系统，包括 EIS 放射报告系统、UTS 超声报告系统、内窥镜报告系统、病理科报告系统、RTIS 放疗信息系统、样本采集、常规检验、微生物系统、血库管理系统、试剂管理系统、PACS/MIIS 影像系统、TView 影像处理系统、按需打印系统等子系统；

(3) 以实现区域性信息化的公共卫生信息管理系统，包括区



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、中小医院信息系统等产品。上述完备的产品系列保证了公司成为行业内领先的提供整体解决方案的主要供应商之一。

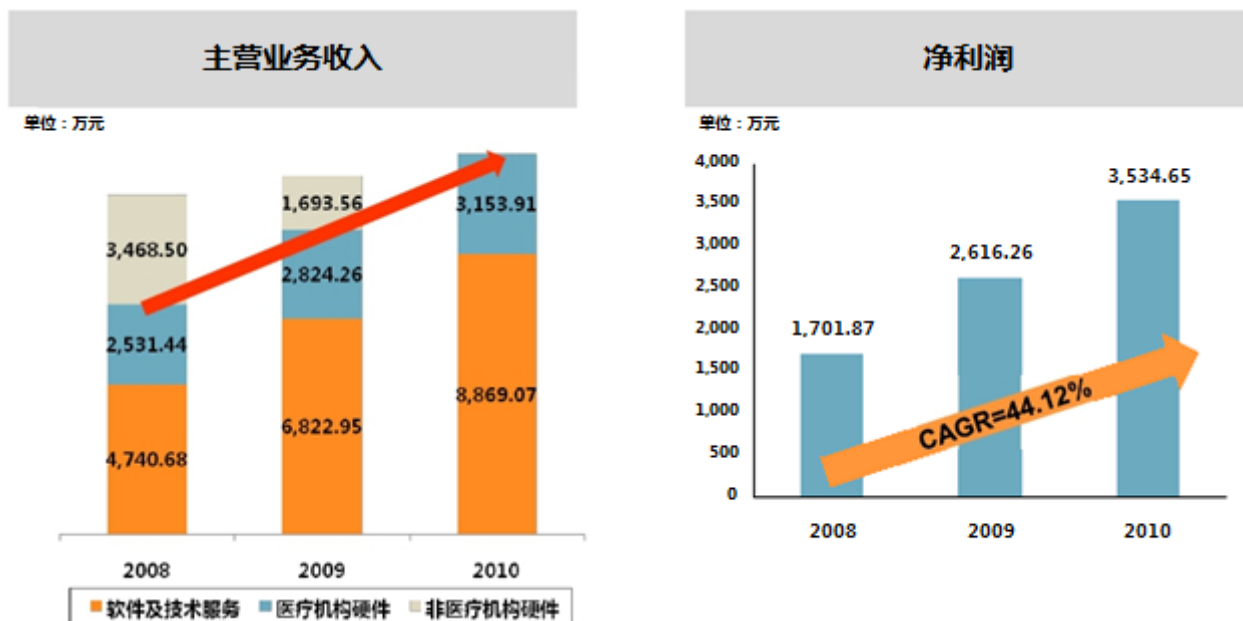
图 3: 公司的主要业务和解决方案



数据来源：公司 IPO 资料，第一创业证券研究所

从各类产品的收入和利润来看，2010 年度公司主要收入来源可以分为软件产品，技术服务和硬件。具体情况如下：

图 4: 公司业务收入及净利润变化一览表



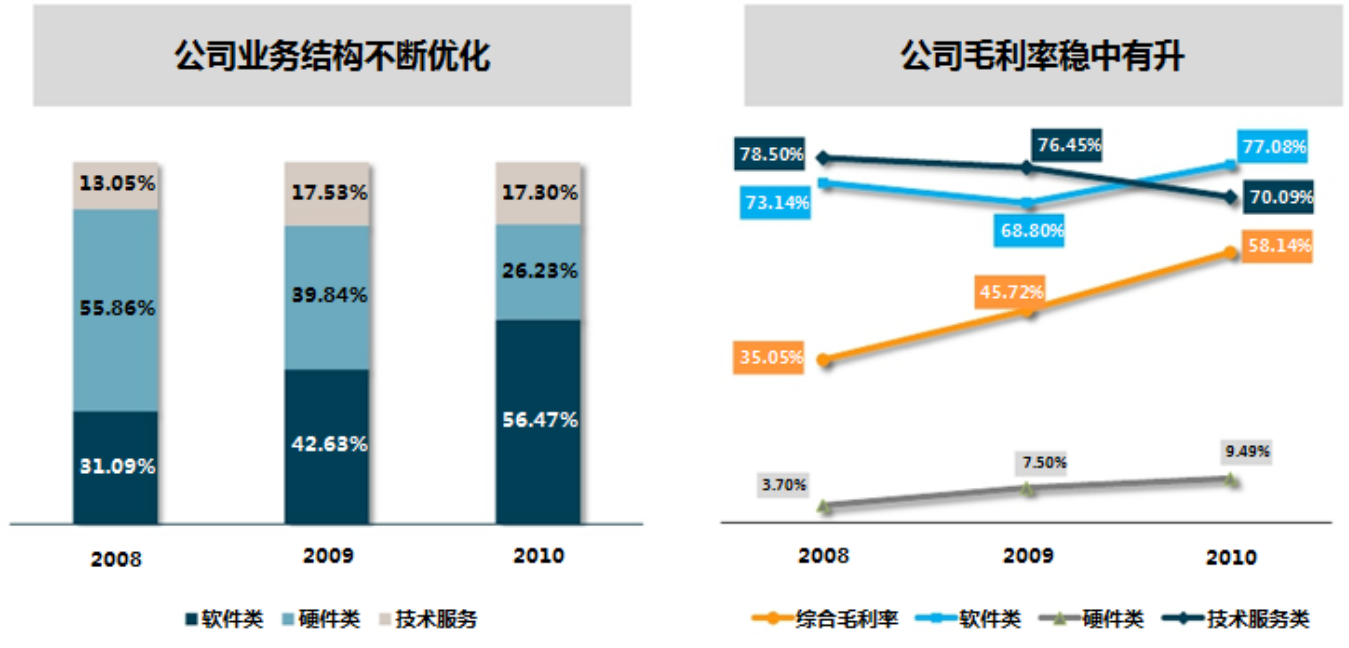
数据来源：公司 IPO 资料，第一创业证券研究所



从收入来看，公司收入的基数不高，约为 1.2 亿左右，但净利润较高，且净利润增长速度较快。

分析主要原因为公司业务结构不断优化，硬件类业务规模逐渐缩小，软件类产品的销售不断提高，这样使得公司的毛利率综合毛利率逐年上升。

图 5：公司业务结构及毛利率变化一览表



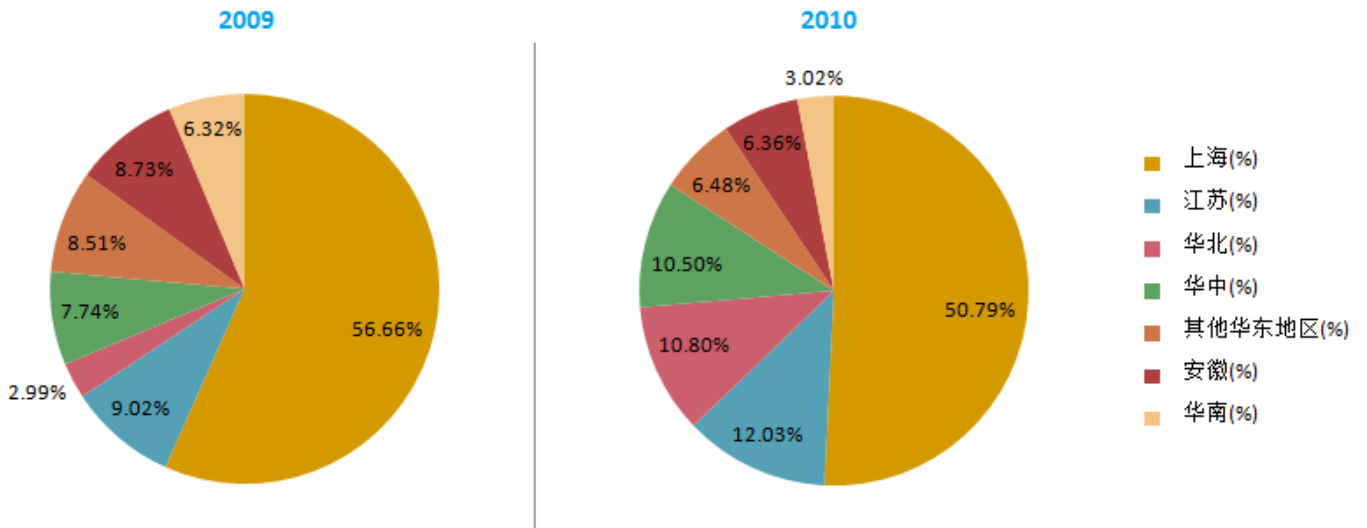
数据来源：公司 IPO 资料，第一创业证券研究所

1.3、立足华东，放眼全国

公司成立于上海，业务发展也从上海开始，一方面是由于上海作为国际大都市，医疗行业发展较快，综合医疗水平较高，也是国内最早实施医疗信息化的城市。公司多年来以上海为核心，向华东诸省如江苏，安徽、山东扩张，取得了良好的效果。

而且今年来随着业务扩张，传统优势省份的上海、江苏、安徽等地的规模逐渐被新增省份订单占据。

图 6：卫宁软件 2009、2010 收入地区结构分布图



数据来源：公司公告，第一创业证券研究所

今年前三季度，公司新签订金额 100 万元以上医疗信息化项目有 33 个，除了在传统优势区域上海、江苏和安徽获得不少业务，公司业务也逐渐拓展到福建、重庆、山东、贵州、湖南、北京等新布局区域，获得如新泰市人民医院、晋江市医院、重庆医科大学（附属大学城医院）、重庆医科大学附属第二医院、秦皇岛市中医医院、贵州省人民医院、常山县人民医院、随州市中心医院、铜陵有色金属公司职工总医院、湖南省安化县人民医院、首都医科大学附属北京安定医院等医院的订单。



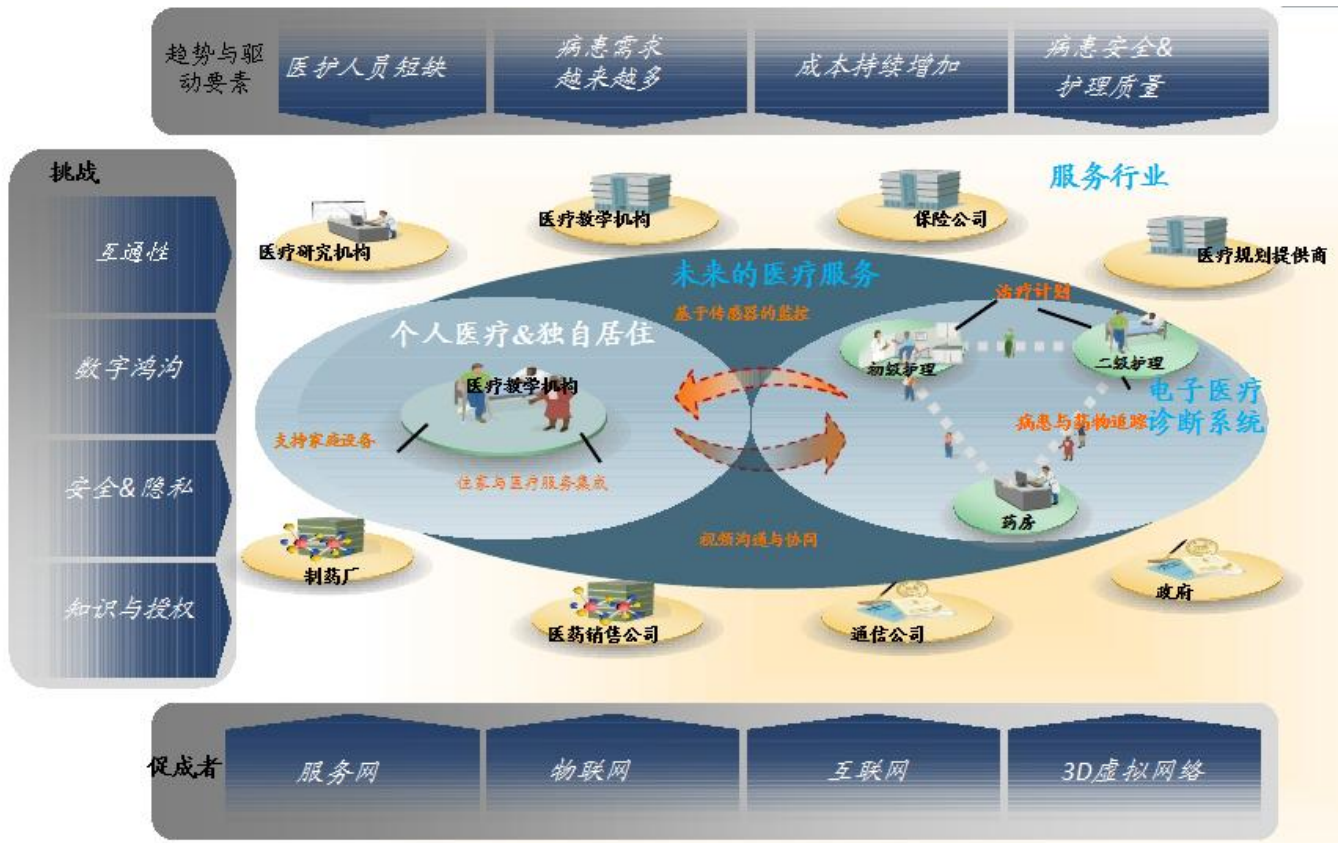
2、医疗信息化产业：全球掀起大潮

世界正处于一个独特的、不可逆转的进程，人口结构的转型将导致老龄人口增加。人口老龄化，慢性疾病增加，预算削减，医疗保障体系的可持续以及医护人员短缺等也让全球的医疗卫生领域面临挑战。

一方面：随着生活环境的复杂化，人民产生的各种疾病也开始种类繁多，病患需求越来越复杂。另外，老龄化等因素使得病患群体规模变大，在医疗设施和医护人员的短缺下，医疗机构的运营成本持续增加。同时由于病患收入水平提高，对病患安全和护理质量的要求也越来越高。

另一方面：技术进步使得医疗设备的种类和数据日趋繁多，设备间数据的互通性成为焦点；病患信息的安全及隐私保护和授权等都成为了医疗机构和病患关心的焦点。当然 RFID 技术和 3D 虚拟网络的发展也加速了医疗机构的软硬件的升级，也同时提高了医疗机构处理各种病患需求的协同能力。也使得远程医疗成为现实，提高了医疗资源利用的效率。

图 7：全球医疗行业面临的趋势与挑战



数据来源：第一创业证券研究所



2.1、老龄化给全球带来不能承受之重

老龄化：全球不能承受之重

由于生育率的下降，全球从 2007 年至 2050 年 60 岁及以上人口比例预计将增加一倍，他们的实际人数将增长三倍，到 2050 年将达到 20 亿。在大多数国家，超过 80 岁的人数很可能翻两番至 400 万。

美国统计署曾经对各国的年龄结构做过预测，大部分新兴国家都将经历一个从年轻人为主的金字塔型向以中老年为主的锥形结构！这将对全球的医疗结构产生巨大的变革。于是医疗卫生需求也日益增多。医疗卫生成本在全球范围内持续增加。于是全球范围内，很多政府都加大医疗卫生行业的 IT 投入。

从图中可以看出，美国从 2010 年开始到 2050 年，人口基数随着移民等因素逐渐变大，同时 65 岁以上的老年人数量急剧增加。而与此同时中国的人口结构由金字塔形逐渐转为锥形结构。

而在欧洲年龄在 15-64 岁的人口相比 2010 年将下降，到 2060 年整个人口比例将下降大约 14%。这在整个欧洲不是一个全部现象，在少数 7 个国家（比利时，爱尔兰，法国，塞浦路斯，卢森堡，瑞典和英国）将出现增长。

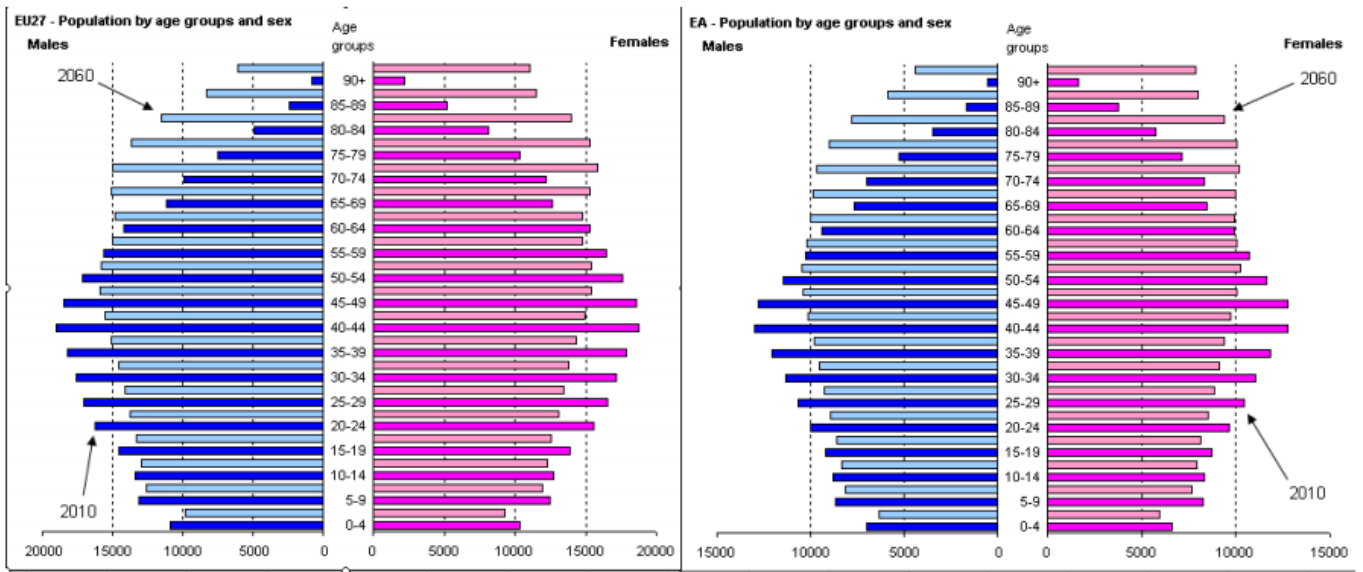
与此同时，年龄在 65 岁以上的人群将快速增长，这个群体在 2010 年至 2060 年之间数量将翻一倍，从 2010 年的 8750 万增长到 1.526 亿。而更老一些（80 岁及以上的）的人口数量预计将是 2010 年 2370 万的三倍，达到 2060 年的 6240 万。欧洲的人口结构将从锥形结构转变为倒梨形结构。

老龄化问题已经是发展中国家和发达国家共同的问题。

图 8：全球未来几十年年龄与性别结构分布

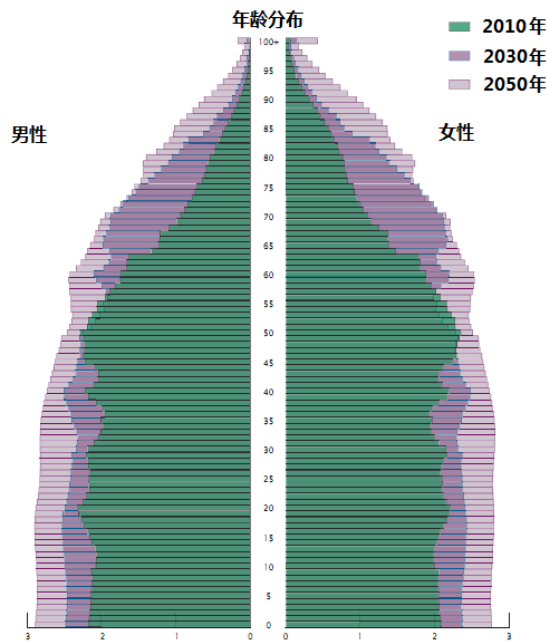


欧盟27国与欧元区年龄与性别结构趋势变化图2010-2060



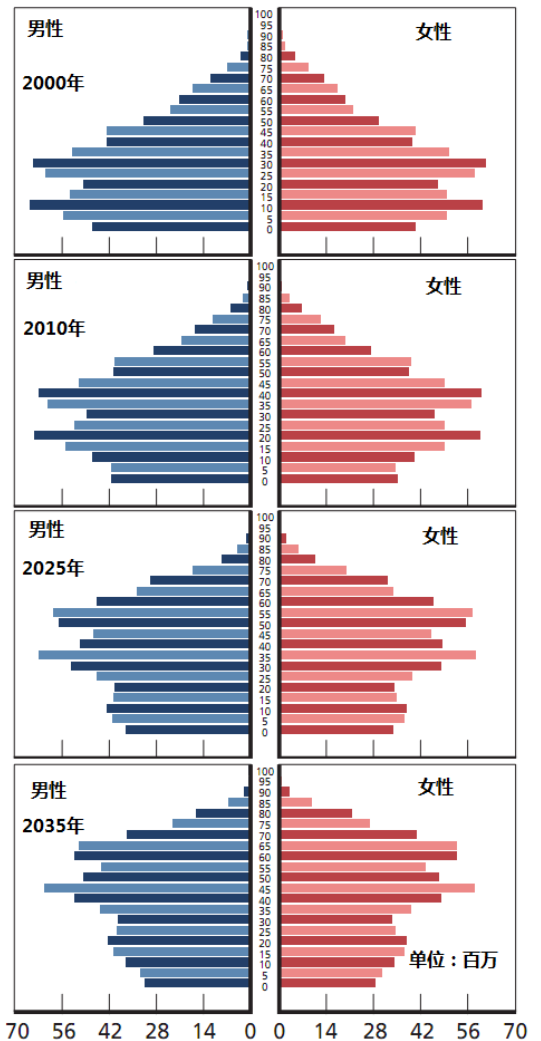
资料来源：EUROSTAT, 第一创业证券研究所

美国2010-2050年年龄与性别结构分布 单位：百万



中国2000-2035年年龄与性别结构分布

资料来源：美国统计署, 第一创业证券研究所 单位：百万



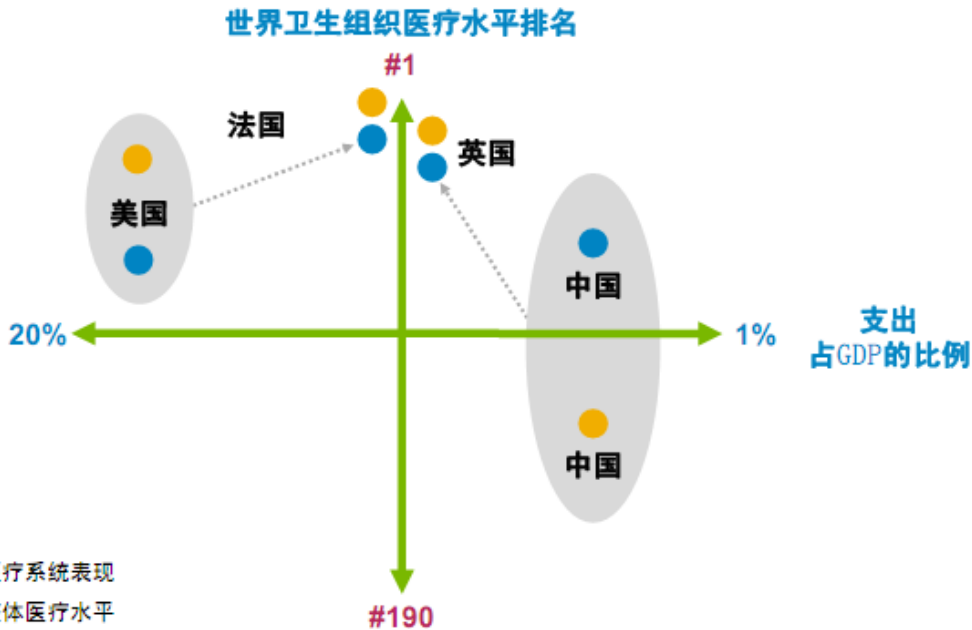
数据来源：美国统计署, EUROSTAT, 第一创业证券研究所



2.2、各国卫生医疗现状与医疗信息化的现状

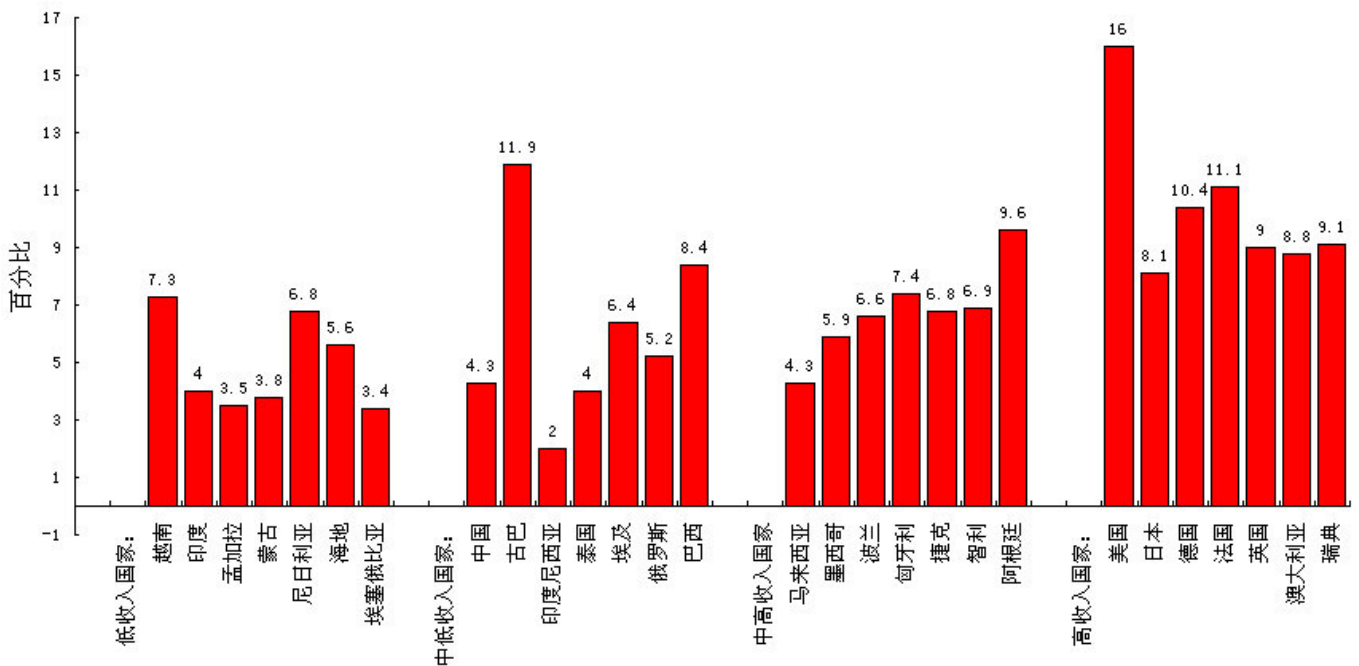
世界卫生组织曾经给全球各个国家的医疗水平进行过排名,主要是考察医疗支出占 GDP 的比例,中国医疗支出占 GDP 得比例在 4%左右,在众多国家中排名居中,但医疗系统整体表现在所有国家中排名偏后。其中欧洲的法国和英国比较靠前!美国医疗整体表现良好,但整体医疗水平一般。

图 9: 世界卫生组织各国医疗水平排名



数据来源: 世界卫生组织, 第一创业证券研究所

图 10: 世界卫生组织部分国家 2008 年度卫生总费用占 GDP 比重



数据来源: 世界卫生组织, 第一创业证券研究所



美国医疗信息化的发展历程

早在 20 世纪 60 年代，美国就开始了将信息技术应用于医疗系统以提高医疗质量，降低费用，改进运营效率的探索。然而，在四十多年的发展过程中，信息化的发展重点随着医疗理念和体制的阶段性的变革而不断变化。

在美国，政府有两个比较大规模的医疗保险计划：针对 65 岁以上老年人的 Medicare 和针对低收入和弱势群体的 Medicaid。这两个医疗保险体系都是在 1965 年通过立法确立的，随后联邦和州政府逐步成为医疗系统的最大购买方。到 1980 年，Medicare 和 Medicaid 执行后的 15 年内美国医疗费用翻了一番，而政府支出占到整个医疗总支出的 28.8%。

图 11：美国医疗信息化的发展历程



数据来源：戴尔，第一创业证券研究所

根据美国上世纪 60 年代和 70 年代的研究，医院信息技术 (Hospital Information Technology, HIT) 被认为是提高医疗效率，降低医院运营成本的有效措施。所以从 80 年代到 90 年代中期，美国的医疗信息化主要是以有效降低行政管理的费用并提高信息传输的效率为主。根据美国医院协会 (American Hospital Association, AHA) 的统计数字，1983 到 1993 的 10 年间，美国的门诊量增加了 75%，与此同时住院总天数下降了 21%。这一数字从一个侧面说明成本控制的手段降低了医院资源的使用量。

但与此同时，有研究指出在治疗从住院向门诊转移的 10 年间，门诊医疗事故死亡率增加了 8.48 倍，住院医疗事故死亡率增加了 2.37 倍。2000 年，美国医学研究所 (Institute Of Medicine, IOM) 发表了一份报告 “To Err is Human”，报告指出，在美国每年有 44000~98000 人死于可以预防的医疗事故，这一数字引起了大众



媒体的争相报道。IOM 认为医疗事故即便是人为失误的产生也有其系统设计的原因，因此号召对现有的医疗系统进行系统化改革，以更好地防止医疗事故，提高医疗安全。所以从 90 年代中期到 2003 年左右，美国信息化主要建立病历隐私标准并以临床信息交换为主，避免因医疗系统信息不畅造成的各种医疗事故。

2004 年 1 月美国总统乔治·布什发布总统咨文，希望在 10 年内，也就是 2014 年前要让大多数美国人享受电子健康记录。到 2006 年，建立了首个州际医疗信息交换平台，但经过几年的不懈努力，电子病历的使用依然处于落后状态。

2009 年，为应对全球金融危机，提振美国经济，奥巴马政府出台了《美国复苏与再投资法案》，明确提出要向医疗卫生领域投入约 370 亿美元用于 IT 建设。用奥巴马总统的话来说，该法案的目标是“确保美国每一个医生的办公室和医院都采用先进的技术和电子病历，使我们能够简化手续，防止医疗错误，并帮助每年节约数十亿美元。”

从 2011 年开始，《美国复苏与再投资法案》将为医院和医生提供 370 亿美元的资金，帮助其“有意义地使用”电子病历，而到 2015 年还不能这样做的医院和医生将被处以罚款。为了提高医疗行业 IT 的绩效，该法案专门为远程医疗、数据共享和宽带技术分配了 94 亿美元。另外，该法案还提供了 20 亿美元，帮助建设在医疗服务提供者的系统之间进行电子病历交换的基础设施。其他的资金则用于进行提高治疗效率的研究。该法案还制定了隐私标准，以及其他事项。

由于在未来 10 年里，医疗服务将植根于已经做好使用准备的全面的医疗记录和基于 IT 的治疗决定之中，因此，这些改革措施将首先影响到医疗服务提供商。随着电子病历的广泛使用，保险企业在其中也是利益攸关。保险公司发现并宣传推广有效的医疗方法和用药处方的能力，将成为它们增进患者健康和削减治疗成本的重要手段。为了促成这些目标的实现，保险公司的 CIO 也需要构建全新的系统，这些系统应该拥有健康信息交换的接口以及对电子病历进行分析的能力。采用先进的分析工具，保险企业可确保他们的网络只使用经过医学验证并且经济有效的治疗方案。

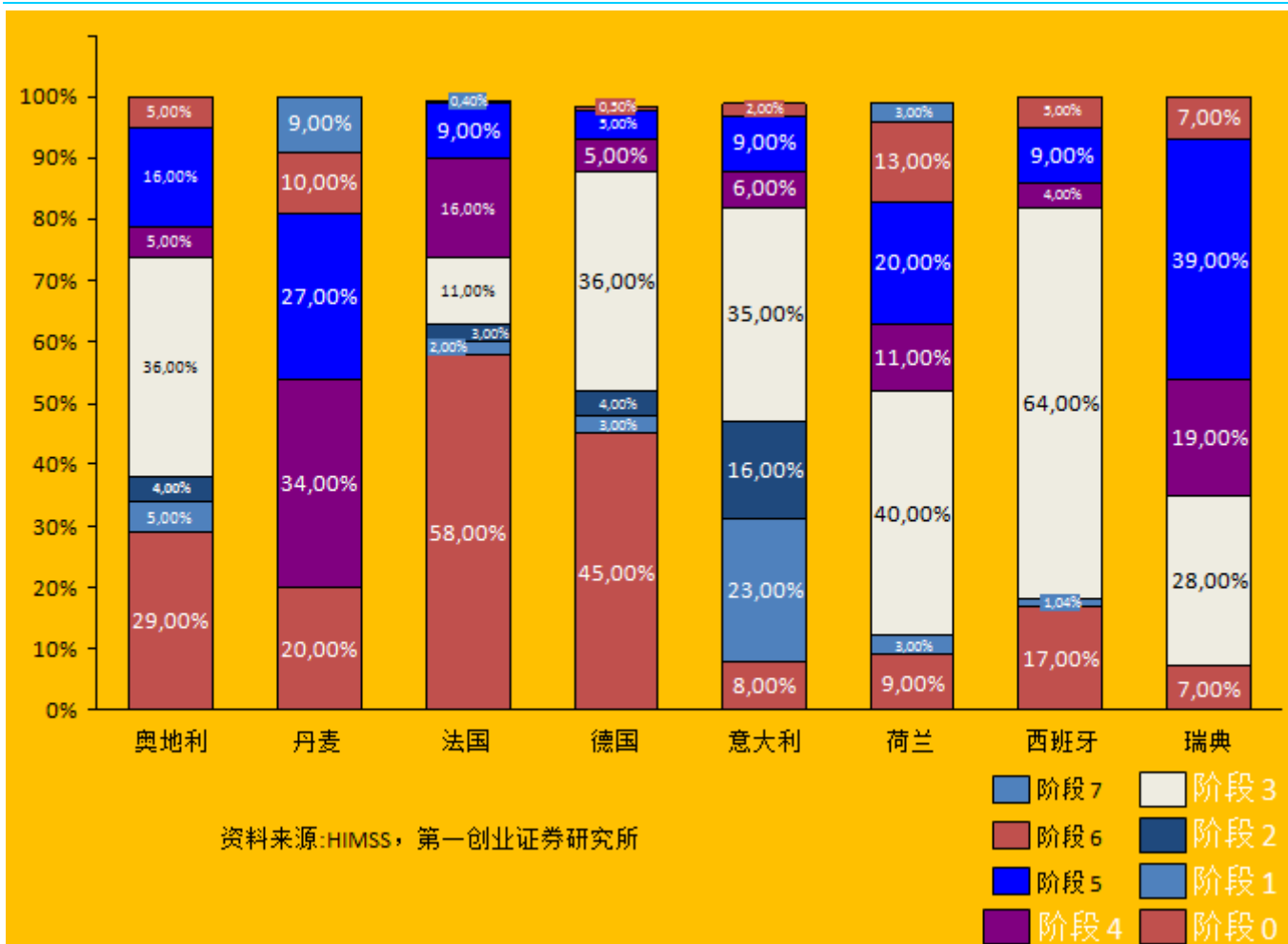
欧洲医疗信息化的发展历程

欧洲作为医疗信息化介入最早的地区，在 2004 年就提出了 2004-2010 年医疗信息化行动法案，在初级的保健部门中，电子病历系统或全科医师的业务管理系统有着深远的影响。在初级保健管理部门具有深远历史根源的国家，象英国、爱尔兰、荷兰、丹麦等欧洲国家，电子病历的影响是很广泛的。

由于计算机的普及，21 世纪开始的前几年电子病历系统的应用在欧洲一些国家正在迅速推广，大体上分两种情况：一种情况用于全科医生独自工作，如荷兰；另一种情况是政策或法规要求医生提供电子化补偿。另外，一些国家分发患者保健卡的行动也要求医师去买读卡机或 PC。最终在主要保健部门电子病历应用率与任何地方相比都高。

欧洲经过数年发展医疗信息化已经取得了一定的成效，在欧洲因为国家较多，医疗信息化应用水平也各不相同。根据 HIMSS 对各国医疗信息化各阶段的统计，其中丹麦、瑞典应用水平比较高，处于阶段四以上的比例高达 70% 以上。而法国德国等国家应用水平较低，阶段三以下的比例超过 50%。

图 12: 欧洲医疗信息化发展不均衡

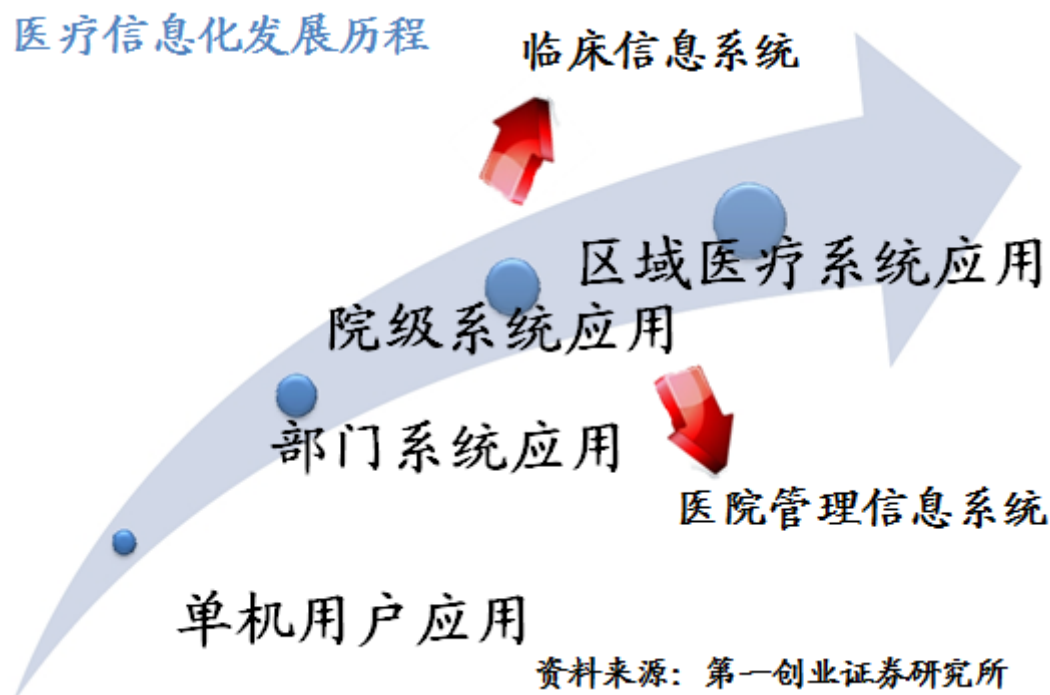


数据来源: HIMSS, 第一创业证券研究所



中国医疗信息化的发展历程

图 13: 中国医疗信息化发展各阶段



各阶段	时间	使用及开发单位	硬件及网络	服务对象	应用
单机单用户应用阶段	七十年代末八十年代初	少数几家大型的综合医院和教学医院	小型机、苹果 PC 机、BASIC 语言	关键部门单台机器	工资软件、门诊收费、住院病人费用管理、药库管理等
部门级系统应用阶段	八十年代中期	一些医院	XT286、DBASEIII 和 UNIX 网络操作系统	部门小规模网络	住院管理, 药房管理、门诊计价及收费发药系统等
全院级系统应用阶段 医院管理信息 (HMTS) 系统	90 年代特别是 1995 年启动的 "金卫工程" 开始	一些有计算机技术力量的医院、软件厂商	快速以太网和大型关系型数据库	整个医院	全院数据充分共享的门诊、住院、药品、卫生经济、物资、固定资产、LIS、PACS 等系统
临床信息化 (CIS) 应用	新医改开始	软件厂商	电子病历及各种接口	整个医院	以病人电子病历为核心的信息化系统
区域医疗卫生服务系统	十二五	软件厂商	高速网络和共享数据数据	区域内卫生机构间	居民个人健康信息数据库, 实现远程的医疗信息资源充分共享

数据来源：第一创业证券研究所



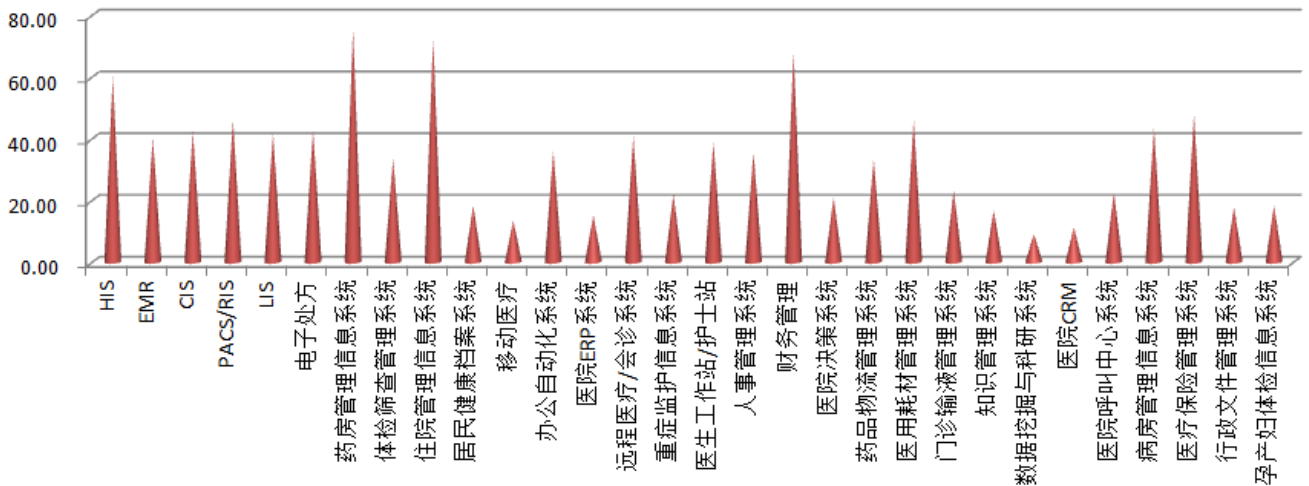
与美国等发达国家相比,我国的医院信息化的研究和实践起步较晚,但近年来随着国家大力推动医疗机构进行信息化建设,发展比较迅速。

中国医疗信息化从上世纪七十年代末八十年代初开始,以国内少数几家大型综合医院为代表从国外购置了小型机或者苹果 PC 机,用于少数几个关键部门的一些基本业务。

到八十年代中期,一些医院开始构建部门小规模的网络,开始实施部门级别的应用系统,如住院管理,药房管理等。

九十年代开始,尤其是从 1995 年国家启动“金卫工程”开始,随着计算机价格的走低,开始慢慢普及,一些有计算机技术力量的医院开始部署快速以太网,服务于整个医院。与此同时一些软件厂商如东软等也开始介入医疗信息化领域,开发出一些相对简单的医院信息管理系统。

图 14: 中国医疗系统各模块部署情况



数据来源: 健康报社, HC3i 数字医疗市场研究中心, 第一创业证券研究所

健康报社, HC3i 数字医疗市场研究中心 (DMRC) 于 2011 年 2 月-4 月间对中国县市级医院医疗信息化应用现状进行过调研。调研结果表明,目前国内财务系统,药房管理系统,住院管理系统和 HIS 在各大医院部署最多,部署率都在 50% 以上。

但医院信息系统只能解决医院后台日常运营业务的处理,对于临床信息化的应用还处于空白,于是从新医改前开始陆续出现一些医疗信息化提供商提供电子病历等解决方案,开始逐步建立以病人电子病历为核心的信息化系统。

国家于 2010 年底提出 3521 工程,区域医疗卫生服务成为核心建设目标之一,相应软件厂商和医疗信息化提供商开始提供区域医疗信息化解决方案,目标是将区域内的卫生机构信息互通,建立居民个人健康信息数据库,实现远程的医疗信息资源共享。

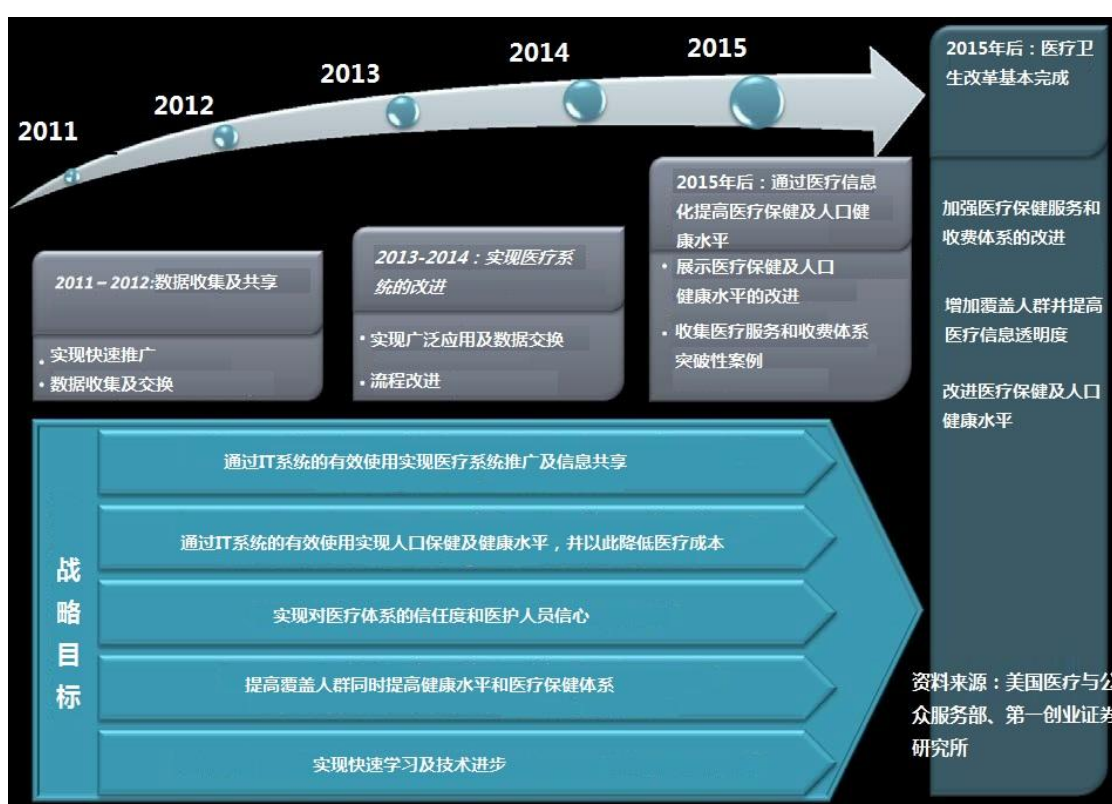


2.3、世界各国关于医疗信息化的规划

基于老龄化的现状,结合医疗领域出现的各种问题,各国在近期都提出了医疗信息化的未来规划。美国医疗信息化国家协调办公室提出了 2011-2015 年医疗信息化战略地图。欧洲也于 2011 年 4 月份提出《2012-2020 电子医疗行动计划》草案向全部欧洲人民公开咨询,最终结果将于近期公布。而我国则于 2010 年 10 月份提出关于医疗信息化的 3521 工程。各国公布的规划显示出各国对医疗信息化的重视和改变医疗现状的决心和毅力。

美国：2011-2015 年医疗信息化战略地图

图 15: 美国 2011-2015 年医疗信息化战略地图



数据来源: 美国医疗与公众服务部, 第一创业证券研究所

据统计,在 2010 年美国只有大约 25%的 physician offices 和 15%左右的医院优先采用了电子病历。更少的机构使用了远程监控和远程医疗技术。大部分消费者每天可能都会上网查询他们的银行信息,但只有 7%左右的人通过互联网查询自己的个人健康资料。

基于 2009 年《美国复苏与再投资法案》中的 HITECH 法案的部分和 2010 年颁布的《病患保护法案》和《平价医疗法案》,美国医疗信息化国家协调办公室(ONC)制定了 2011 年-2015 年美国信息化战略地图。信息化战略地图提出了信息化的五个战略目标,有步骤有目的地实现医疗改革的终极目标。

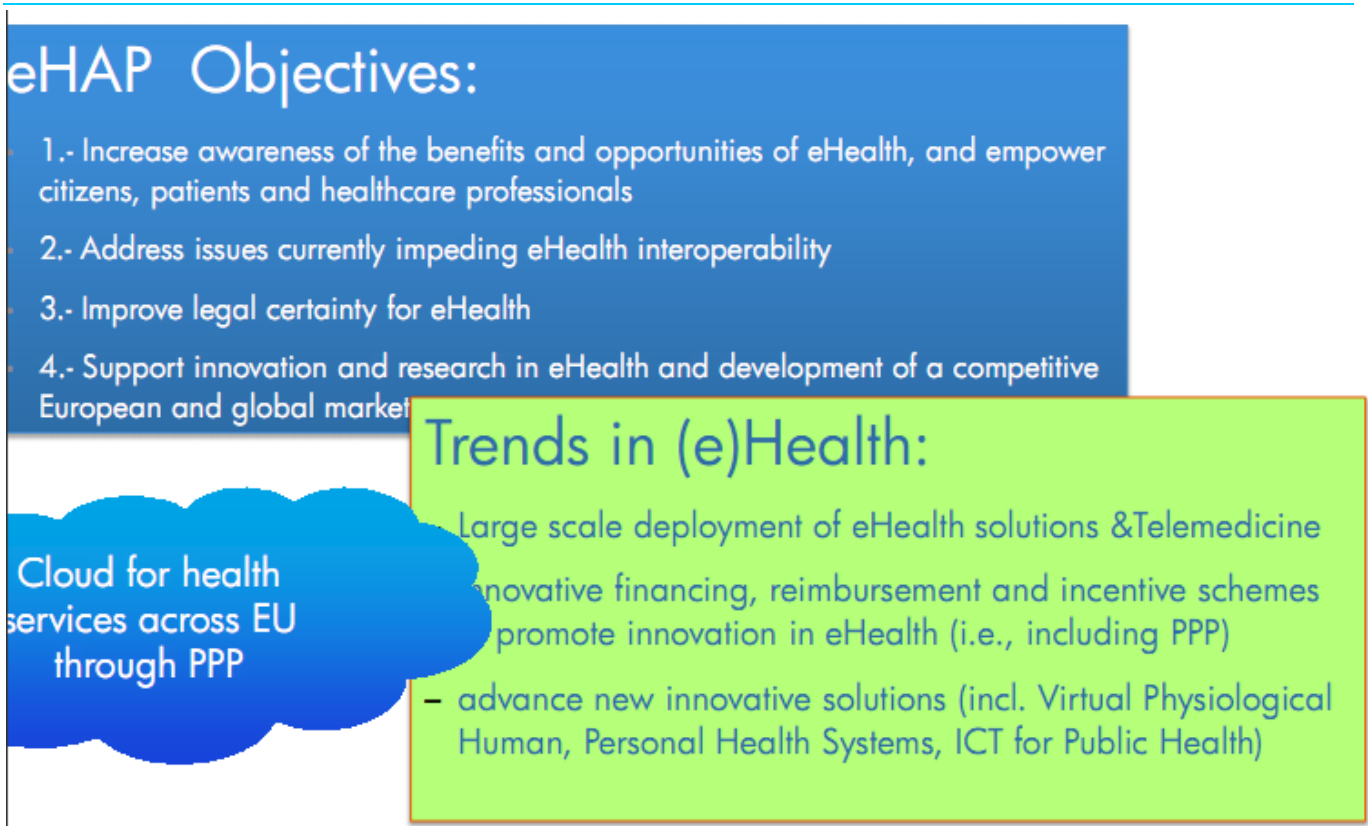
战略目标分为 5 各方面:



- 1.通过 IT 系统的有效使用实现医疗系统的推广及信息共享
- 2.通过 IT 系统的有效使用实现人口保健及健康水平，并以此降低医疗成本
- 3.实现对医疗体系的信任度和医护人员信心
- 4.提高覆盖人群同时提高健康水平和医疗保健体系
- 5.实现快速学习及技术进步

欧洲：2012-2020 年医疗信息化行动计划

图 16: 欧洲 2012-2020 年医疗信息化行动计划



数据来源：European Commission，第一创业证券研究所

根据最新统计，到 2050 年 29% 的欧盟人口将超过 65 岁。作为全球最大的老龄化地区之一，医疗领域产生的各种问题给整个欧盟带来压力，欧盟及各成员国领导人高度重视医疗难题，近年来开始重新审视医疗政策和完善长期引以为豪的医疗保健体系。几乎所有欧盟成员国都认为电子医疗在解决欧盟卫生领域面临的诸多问题方面发挥着重要作用。例如：电子医疗的远程诊断、远程监控病人和医护人员之间安全地使用病人病历等。欧盟电子卫生保健部长级会议指出，信息技术可以为国家保健计划所面临长期的可行性问题，特别是涉及到疾病预防和筛查，患者护理质量和患者国际流动的需求提供新的解决方案。

于是从 2004 年，欧委会启动了首个电子医疗行动计划，在逐

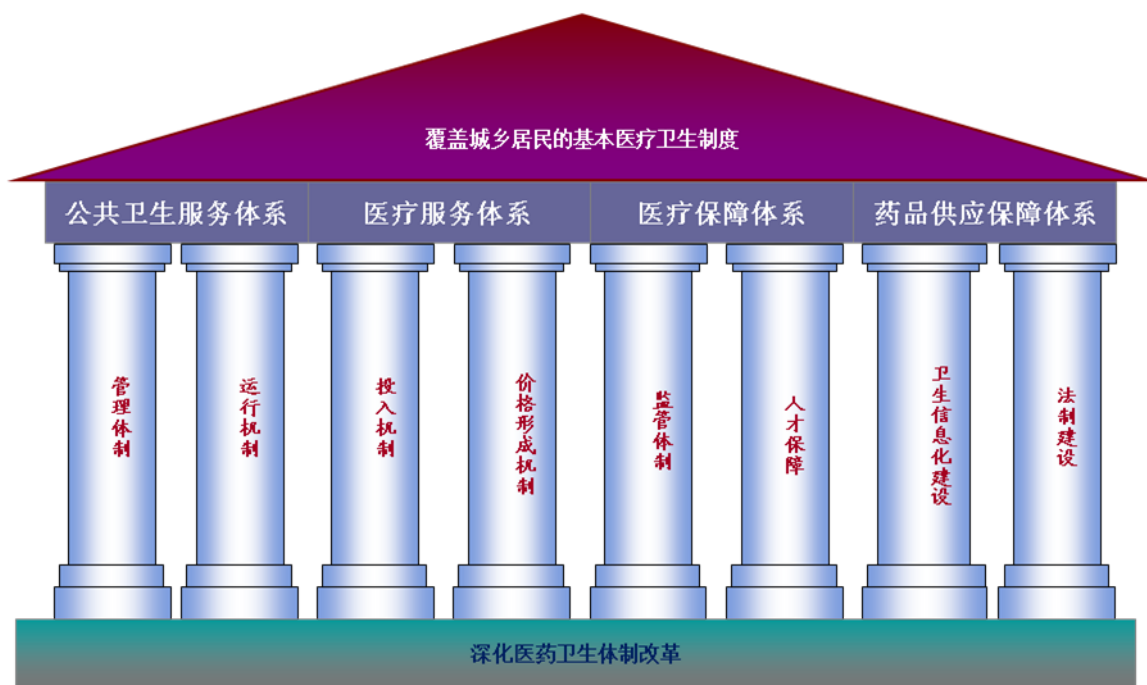


年完善的基础上，欧委会采取了一系列有针对性的政策和行动，以促进在欧盟区域内广泛实施电子医疗技术。2011年4月12日，欧委会就充分发挥电子医疗的潜力，加大电子医疗技术的研发和投入，提高医疗保健的质量和效率等有关问题开展了一次网上公众咨询活动，所收集的公众意见和建议将作为欧委会制定“2012-2020电子医疗行动计划”的基础。

我国:医疗信息化“3521”工程

在我国，随着居民收入水平提高，医疗卫生事业的需求旺盛，在2009年开始的新医改中，医疗信息化就作为四梁八柱中的重要一柱。医疗信息化在新医改中被强调为医改的重要任务和重要支持与保障。

图 17: 中国卫生部新医改的四梁八柱



数据来源：中国卫生部，第一创业证券研究所

2010年10月份，卫生部完成了“十二五”卫生信息化建设工程规划编制工作，初步确定了我国卫生信息化建设路线图总体框架简称为“3521”工程。

“3521”工程，即建设国家级、省级和地市级3级卫生信息平台，加强公共卫生、医疗服务、新农合、基本药物制度和综合管理5项业务应用，建设健康档案和电子病历2个基础数据库和1个专用网络，加强信息标准体系和信息安全体系建设，确保数据资源共享，实现互联互通。

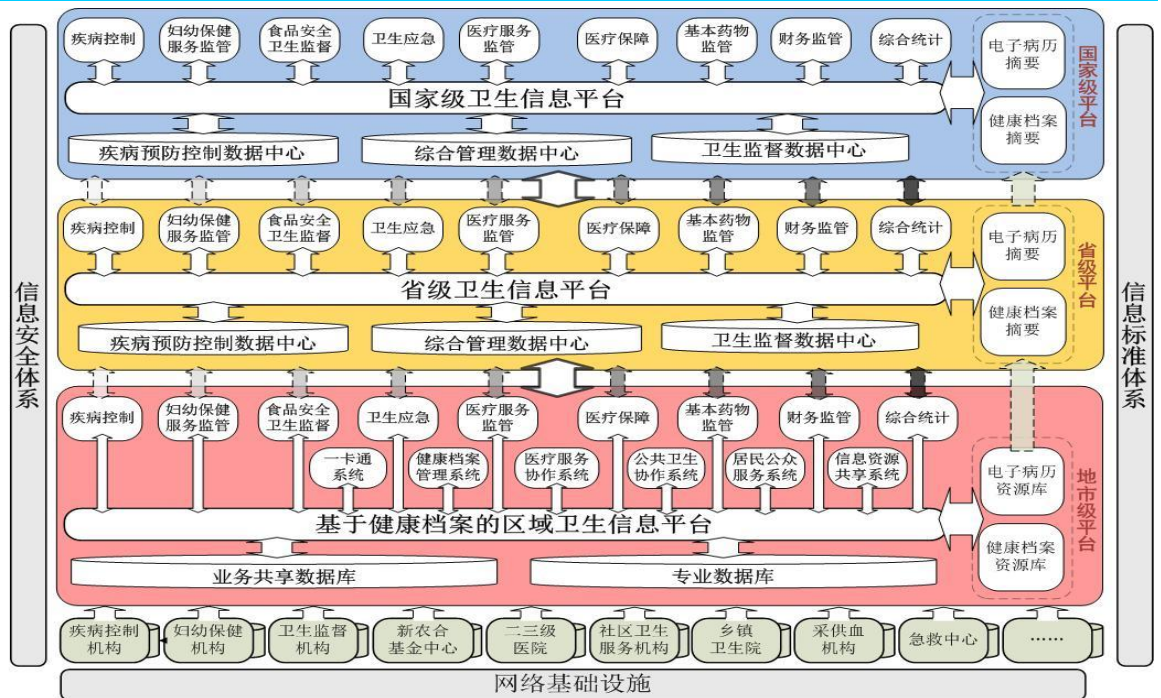
图 18: 中国卫生部 3521 卫生信息化工程



数据来源：中国卫生部，第一创业证券研究所

在上述 3521 规划中，地市级的区域医疗信息平台建设将成为医疗信息化的引擎，其向下延伸不仅能够为各级医疗机构提供信息交换平台来支持双向转诊和远程医疗业务的开展，而且能够为中小医疗机构提供多种信息系统，以 SaaS 的模式提供应用；其向上延伸将发展成为省级和国家级医疗信息平台的基础平台。地市级的区域医疗信息平台在三级医疗体系中起着承上启下的作用，正成为医疗信息化发展的引擎。

图 19: 中国卫生部 3521 卫生信息化工程的总体架构



数据来源：中国卫生部，第一创业证券研究所

卫生部将进一步做好以电子健康档案、电子病历和卫生信息平台为重点的有关信息标准和规范的修订完善工作，发布行业标准，并统一居民电子健康档案标准。



2.4、各国因医疗信息化的战略计划催生的全球医疗信息化需求

据 IDC 的分析,从 2008 年到 2013 年,在全球所有行业的信息化中,医疗信息化的年化增长率最高,达到 3.1%,远高于平均水平的 1.7%。这说明各国因医疗信息化战略的制定,催生出的全球医疗信息化需求巨大。

图 20: 全球 2008-2013 年各行业 IT 支出

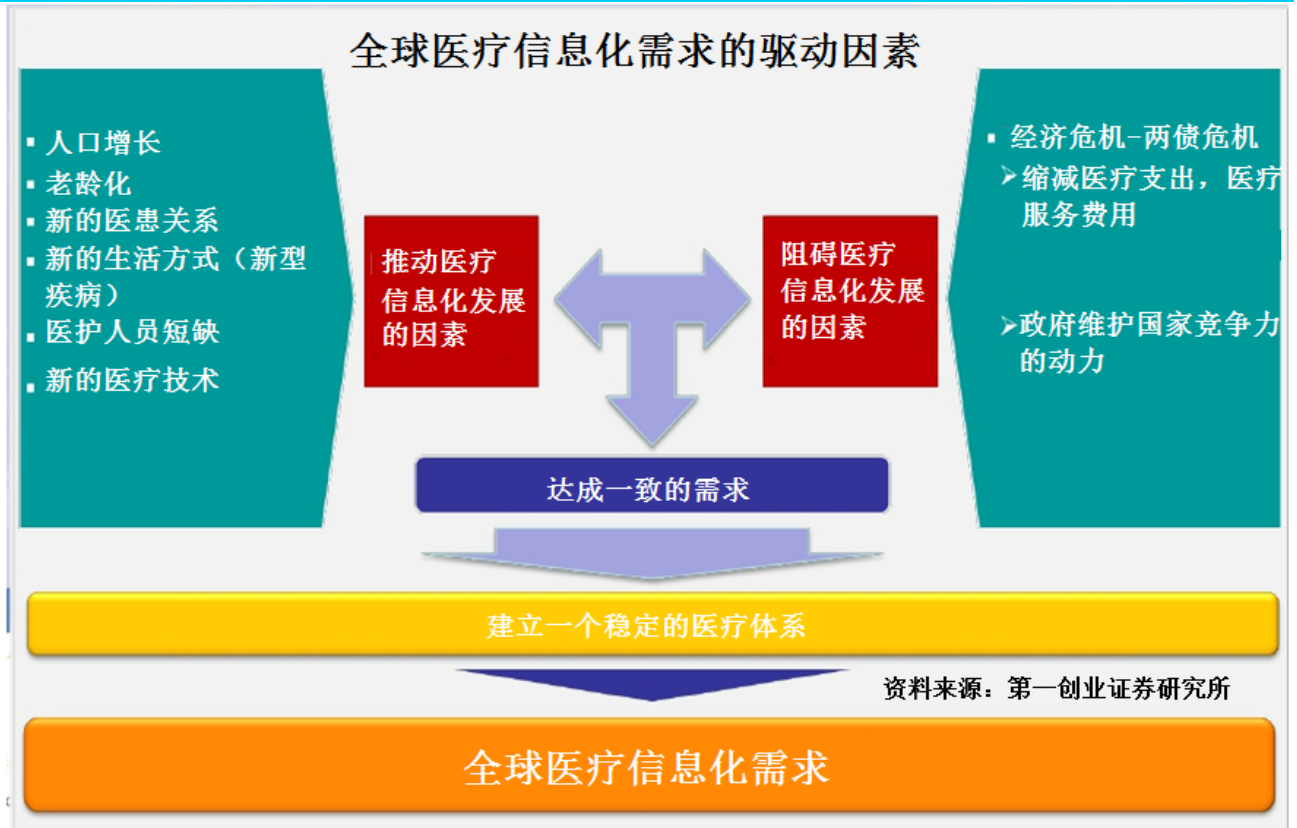
全球IT支出2009	行业	2008	2009	2010	2011	2012	2013	年化增长率
82	医疗信息化	7	-3.8	4.1	4.6	5	5.7	3.1
242	政府信息化: 国家	6.5	-2	4.6	3.8	4.1	4.2	2.9
200	通讯行业信息化	6.4	-5.6	3.3	4	4.5	4.5	2.1
511	金融行业信息化	4.7	-7	3.5	3.9	4.6	4.9	1.9
172	服务业信息化	6.5	-4.3	3.2	3	3.7	4	1.9
52	教育信息化	3.6	-4.2	3	3.3	3.8	4	1.9
152	政府信息化: 地方政府	4.4	-3.8	3.1	2.8	3.3	3.6	1.8
116	电力信息化	5.1	-6.2	3.5	3.2	3.9	4.1	1.6
137	零售行业信息化	4.8	-6.5	2.4	3.5	4.2	4.3	1.5
100	交通运输行业信息化	5.1	-8.3	3.2	3.7	4.2	4.3	1.3
160	流程制造业信息化	3.9	-7.1	2.3	3.2	3.5	3.4	1
74	批发贸易信息化	4	-5.6	2.2	2.7	3	2.8	1
26	农业/采矿业/建筑业信息化	1.6	-8.1	2.4	3.6	3.5	3.4	0.9
255	离散制造业信息化	4.5	-12	2.3	3.1	3.8	3.6	0
2,277	所有行业	5.1	-6.3	3.2	3.5	4.1	4.2	1.7

数据来源: IDC, 第一创业证券研究所

医疗信息化行业的需求驱动要素

人口持续增长,据联合国人口基金会预计截止至 2011 年 10 月 30 日,全球人口达到 70 亿;未来 14 年内,人口将达到 80 亿。而 2100 年前全球总人口数将达到 100 亿。另外全球人口老龄化,新的医患关系,和生活方式的改变导致新型疾病的层出不穷,加上医护人员的短缺和医疗技术的不断进步,推动着医疗信息化发展不断前进。但是全球目前也面临着以欧债危机和美债危机为首的债务危机引发的经济危机。这些也会同时阻碍医疗信息化的推进。

图 21: 全球医疗信息化市场的驱动因素



数据来源：第一创业证券研究所

美国：战略地图带来的医疗信息化需求

据全球市场研究和信息化分析公司 RNCOS 的一项研究表明美国 2012-2014 年间医疗信息化的年化增长率（CAGR）为 24%。

这份名为美国医疗 IT 市场分析报告提到，医疗信息化市场在 2011 年底约为 400 亿美元。增长的推动不仅来自于医疗改革和电子医疗信息化系统的实施，也来自于人口需求剧增以及能够支付更高质量的服务。

如果将市场划分为 IT 硬件，IT 软件和 IT 服务。报告提到 IT 硬件将占总市场的 65%，同时提到电子病历的强制使用将带来软件市场的爆发式增长。结果是，医疗信息化软件市场将从 2010 年的 68 亿美元增长到 2011 年的 82 亿美元。

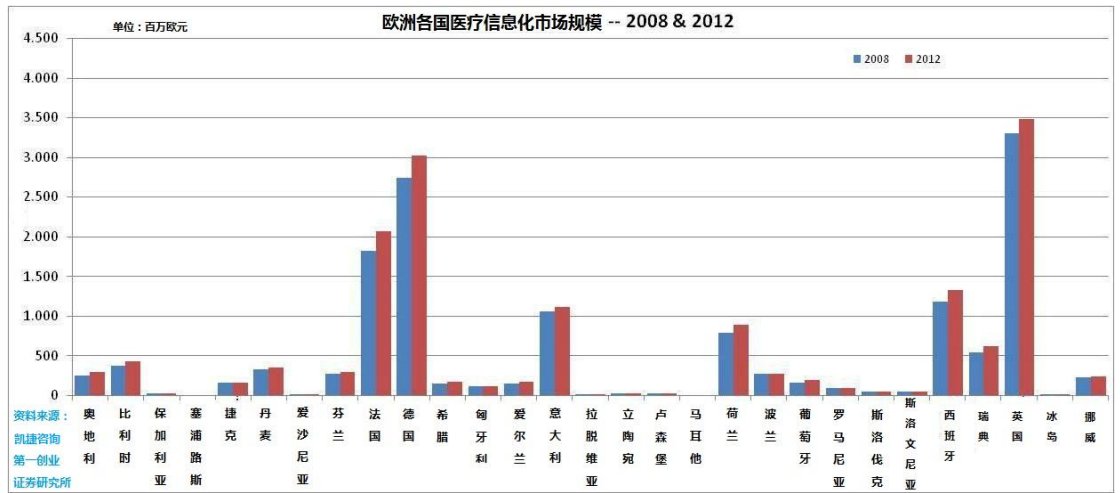
美国的 2011-2015 年医疗信息化战略地图的确催生了医疗信息化需求的剧增。

欧洲：行动计划带来的医疗信息化需求

欧洲的社会和政策因素推动产生了医疗信息化需求，据欧洲著名 IT 咨询公司凯捷咨询估计欧洲信息化在 2008 年的市场规模约为 142.69 亿欧元，而到 2012 年将为 156.19 亿欧元。5 年平均年化增长率为 2.9%，其中法国、德国、意大利、西班牙和英国是最主要的医疗信息化市场。



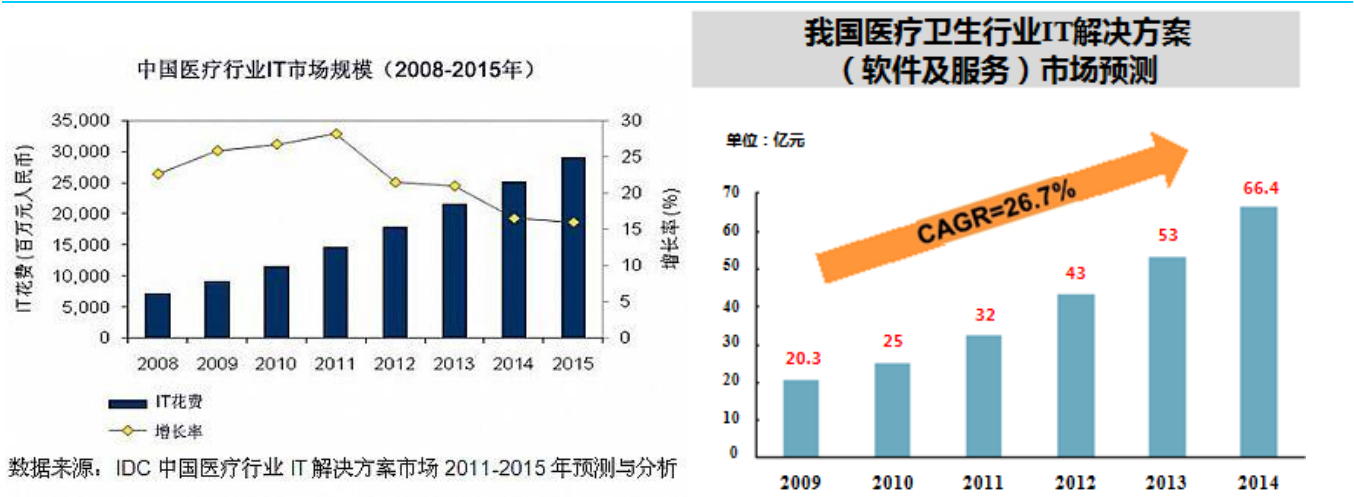
图 22: 欧洲各国医疗信息化市场规模: 2008-2012 年



数据来源: 凯捷咨询, 第一创业证券研究所

中国: 3521 工程带来的医疗信息化需求

图 23: 中国医疗行业市场规模: 2008-2015 年



数据来源: IDC, 第一创业证券研究所

伴随着新医改, “3521 工程”数字医疗计划发布, 医疗信息化建设成为“十二五”计划的重要着力点, 为国家制定的 2020 年每个人享有基本医疗卫生服务水平目标提供有力保障。

根据 IDC2010 年发布的报告《中国医疗行业 IT 解决方案市场 2011-2015 年预测与分析》, 2010 年医疗行业 IT 花费是 114.1 亿元人民币, 较 2009 增长 26.7%; 预测到 2015 年 IT 花费市场规模达到 290.2 亿元, 2010 至 2015 年的年复合增长率为 20.5%。

区域医疗信息平台建设已逐步成为医疗信息化发展的引擎, 医疗信息化市场继续高速增长。在各类医疗解决方案中, 区域医疗信息平台的增长最快, 2010-2015 年复合增长率达 24.7%。



3、公司的发展战略与行业地位

3.1、从医疗软件开发商转变为医疗整体解决方案提供商

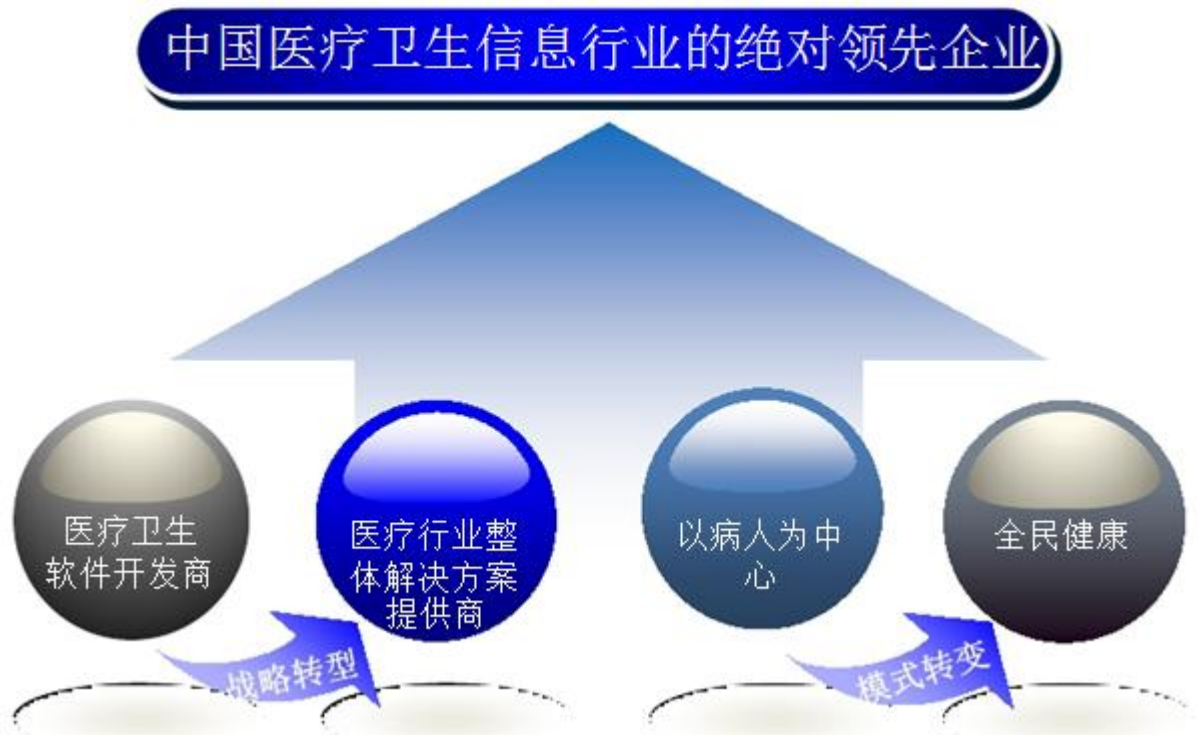
从业内翘楚向绝对领先迈进

公司在过去的 10 余年里，取得了一定的发展，并连续多年成为医疗信息解决方案国内第一，但公司整体规模尚小，无法完全引领市场，未来公司希望转变成为医疗卫生信息化行业的绝对领先企业。

一方面公司希望从单纯的医疗卫生软件开发商转变为医疗行业整体解决方案提供商；

另一方面希望从以病人为中心的医院信息化服务商转变为以全民健康档案为核心的区域卫生健康信息系统的引领者。

图 24：公司发展战略目标



数据来源：公司 IPO 资料，第一创业证券研究所

为医疗行业提供全面的整体解决方案

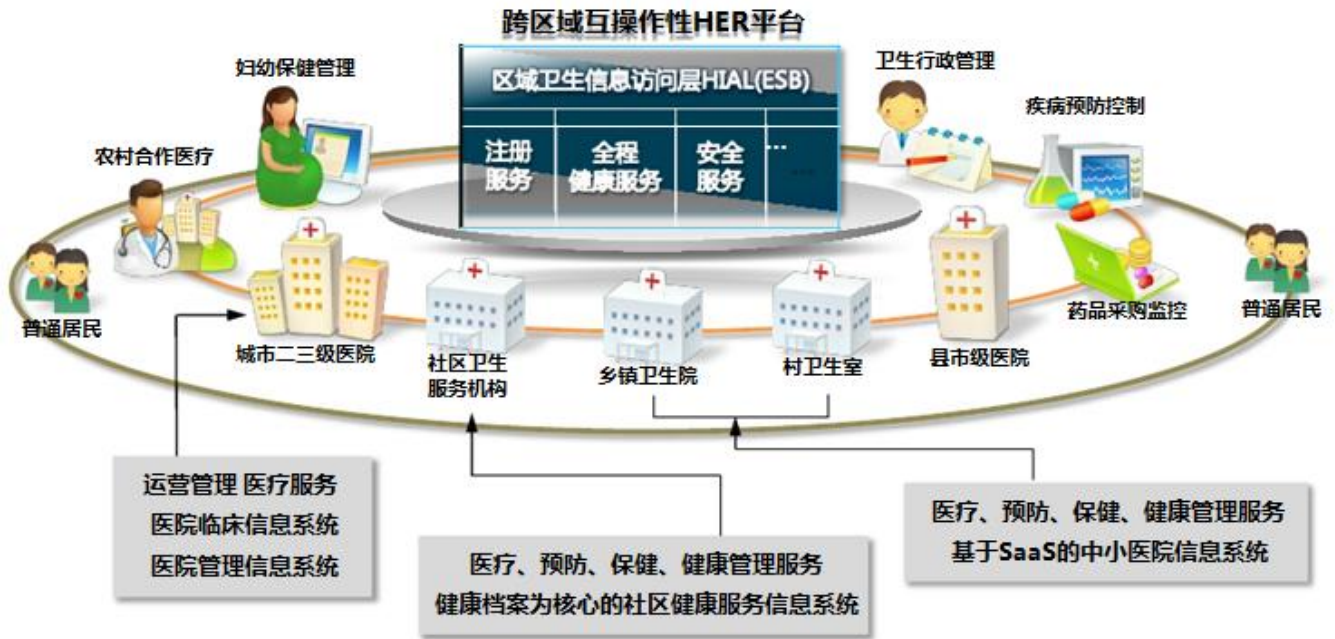
从医疗行业信息化的发展趋势来看，目前国内近 50% 的医院都部署了财务系统，药房管理系统，住院管理系统和 HIS 等医院信息管理系统，但是临床信息化应用和区域卫生信息系统的部署率较低。

公司目前已经或者正在开发公共卫生信息系统，而且在部分试点城市得到应用。

未来公司期冀为行业提供整体行业信息化解决方案。



图 25: 提供行业整体解决方案

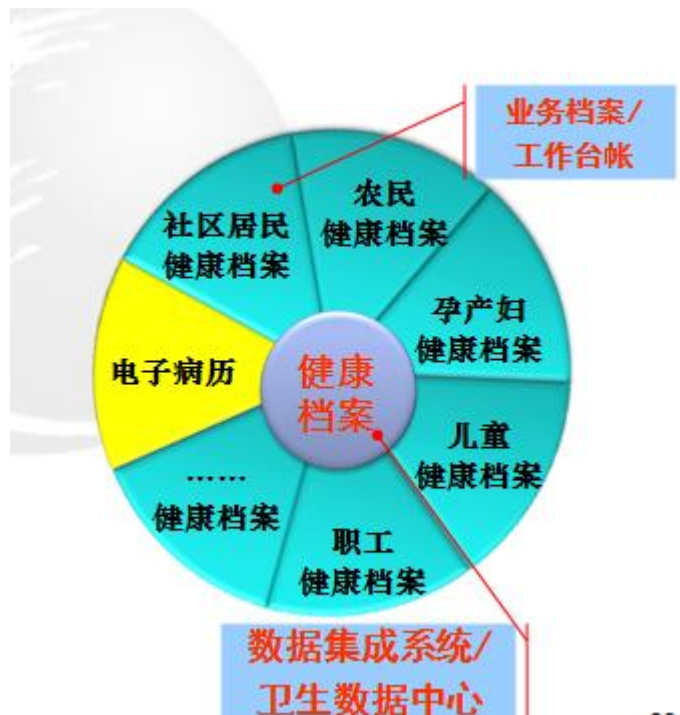


数据来源: 公司招股书, 第一创业证券研究所

从以病人为中心转变为以全民健康为中心

病人为中心的业务模式已经给公司带来不错的发展,但是随着新医改和卫生部对全民健康的关注,医疗信息化的核心也从以病人转变为全民健康。

图 26: 从关注病人转变为关注全民健康



数据来源: 第一创业证券研究所



3.2、国内医疗信息化行业竞争分析

国内的医疗信息化尚处于发展阶段,由于医疗信息化的覆盖面很广,市场上没有一个绝对的市场领导者!不过近年来国内外 IT 巨头纷纷涉足国内医疗卫生信息化领域,将给卫宁软件带来一定冲击。

中国目前医疗信息化提供商的分类

表 27: 中国目前医疗信息化提供商的分类

医疗信息化提供商	代表公司	提供产品	公司优势
纯医疗解决方案提供商	金仕达卫宁、浙江联众、重庆中联	电子病历, HIS	介入电子病历和区域卫生信息化较早,有先入优势,且长期提供医疗软件解决方案,专业化程度高,与本地需求结合度紧密。
医疗设备提供商	东软, GE, 西门子	医疗设备、电子病历	医疗设备在医院中有着广泛应用,因此做医疗 IT 系统,医疗设备提供商有着天然的优势。
通用软件提供商	SAP, Oracle, 用友与 IBM 联盟, 微软	医疗商务智能、临床信息整合	作为通用软件提供商有非常强的信息集成能力及数据分析能力,能够深入挖掘医疗信息,使医疗软件升值
计算机硬件提供商	戴尔, 思科, 英特尔、惠普	计算机硬件、各种终端设备	丰富的基础架构建设经验,使 IT 硬件设备和软件的结合非常好

数据来源: 第一创业证券研究所

我国医疗信息化行业起步于上世纪九十年代末期,目前有部分软件已经比较成熟,但行业总体水平不高,体现为用户不成熟、低水平竞争激烈和研发投入不足等,同时国外医疗和 IT 巨头也纷纷加入战局。

医疗信息化虽然已经开展十余年,但是由于客户分散,而且各地医疗信息化水平不均,造成市场上尚无绝对领导者。中国目前医疗信息化提供商主要来自于 4 个方面:

第一类是纯医疗解决方案提供商: 这类公司的代表有如**金仕达卫宁、浙江联众**,这类公司基本上是国内最早介入 HIS 和电子病历及区域卫生信息化的公司,多年来在累积了非常多的客户资源,而且长期与一线客户如各大医院接触,对市场需求非常敏感,往往能够对客户需求作出快速反应。

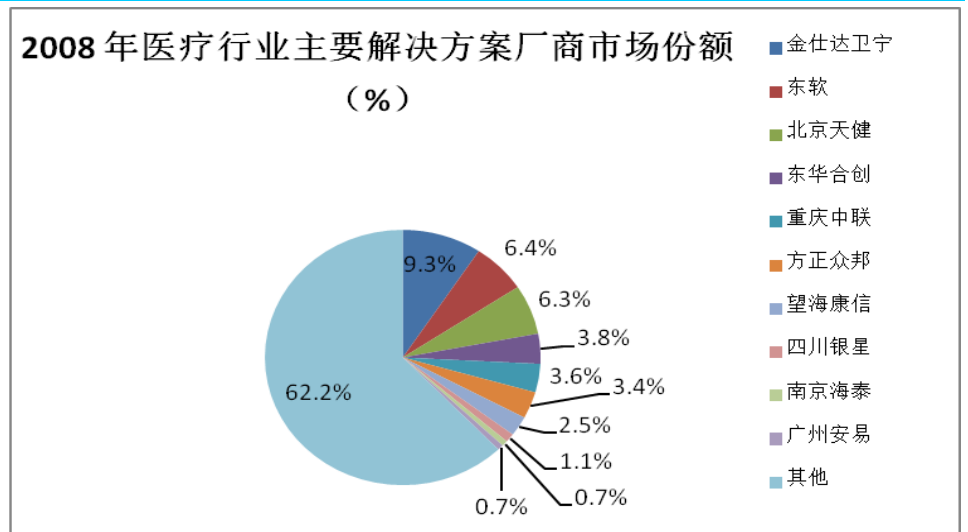
第二类是医疗设备提供商,这些公司的代表有**东软, GE, 西门子**,这类公司最初开始为医院提供各种医疗设备如 CT 扫描仪、超声、磁共振、数字 X 光机等,后来逐渐将医疗设备的硬件数据整合,开发出能适应医院的 HIS、PACS 及电子病历等。GE 模式和西门子模式在美国取得了非常好的效果。

第三类是通用软件提供商:如**SAP, Oracle, 用友与 IBM 联盟, 微软**等,这类公司主要做一般企业管理系统,如 ERP, CRM 和 SRM

及商务智能等，在医疗信息化领域，这些公司主要提供 HIS 及医院商务智能和后勤等系统。

第四类是**计算机硬件提供商**：如戴尔，思科，英特尔和惠普等：作为 IT 硬件设备提供商，这类公司为医院提供 IT 基础设施、存储、工作站、数据中心等产品，随着与医院合作进一步加深，甚至通过兼并收购也开始为医院提供包含整体解决方案，比如 2009 年戴尔在医疗行业以 39 亿美元收购了美国信息医疗行业最领先的 Perot Systems（佩罗系统）公司，全面实现为客户“度身订制”信息医疗解决方案。

图 28：2008 年医疗行业主要解决方案提供商收入



数据来源：IDC，第一创业证券研究所

2009 年 IDC 曾经发布报告，报告中列出了中国医疗行业主要解决方案厂商的市场份额，其中金仕达卫宁以 9.3% 的位列国内第一，而东软和北京天健以 6.4% 和 6.3% 分别位列第二和第三。

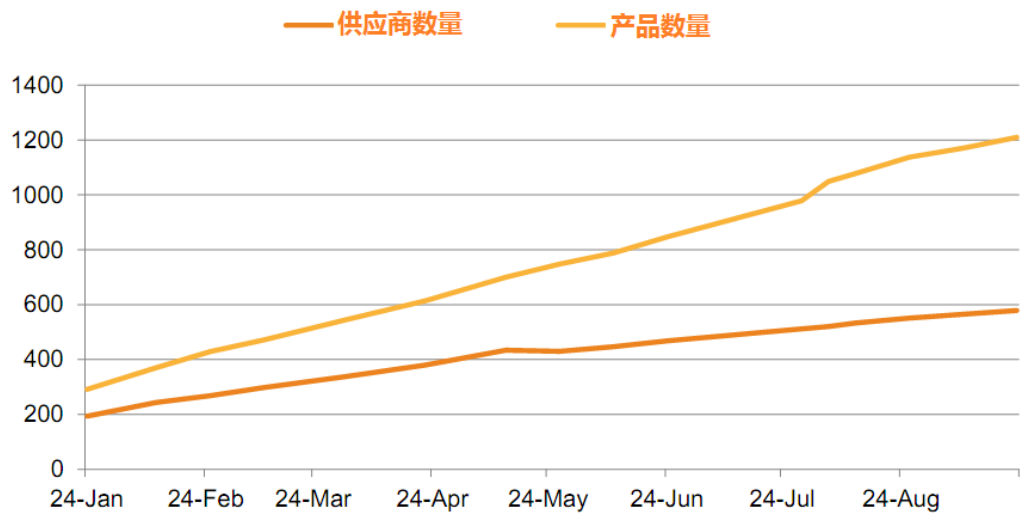
医疗信息化行业的格局变化趋势

在美国随着各种法案和刺激方案的推出，几乎所有的医院和医疗信息化解决方案提供商都希望从中获得补贴，在 2011 年 1 月-9 月的短短 8 个月时间，经注册的美国电子病历解决方案提供商的数量翻了 2 翻，从 193 家增长到 613 家。但是其中 2/3 的认证产品都来自于其中为数不多的 50 家方案提供商。

图 29：2011 年美国电子病历解决方案提供商和产品增长图



2011年美国电子病历解决方案供应商和产品增长图



资料来源：美国医疗信息化国家协调办公室，第一创业研究所

数据来源：美国医疗信息化国家协调办公室，第一创业证券研究所

而在我国，2011年以来，随着国家3521工程的推出，医疗信息化行业发生两起大型并购，由此看出业内对医疗信息化发展前景一直看好。

2011年8月11日，管理与IT整合解决方案服务商金蝶集团旗下的上海金蝶医疗卫生软件有限公司(以下简称金蝶医疗)正式对外宣布，公司以1.2亿的代价并购国内知名医疗卫生行业信息化厂商——广州市慧通计算机有限公司(以下简称慧通)，实现双方在解决方案、产品、技术、服务及品牌、营销渠道等优势互补，为中国医疗卫生行业信息化提供整合解决方案服务。

而就在年初，东软集团斥资1.141亿元收购北京望海康信科技有限公司，一家医疗卫生IT服务提供商，核心产品包括面向医院的医院综合运营管理系统和面向政府的区域卫生资源监管信息系统，该公司在中国的医疗行业ERP领域具有领先的市场地位。望海康信拥有超过200人的医疗行业的ERP团队，这些人才拥有医疗行业信息化的样板工程“北京模式”的全国推广经验，通过并购，这些人才也并入东软的麾下，这对东软医疗正在全国实施的“区域医疗战略”大有益处。

图 30：2011 年中国医疗信息化行业收购记录



2011年医疗信息化行业收购记录			
时间	收购方	被收购方	被购方公司业务
20110811	金蝶软件	广州慧通	该公司主要提供在区域卫生信息化、数字化医院、电子病历、医院信息平台、移动医疗、数字化计生、数字化慢病等方面的解决方案。据悉，目前其已拥有近300家卫生局、医院等客户，其中数字化医院解决方案在华南市场占有率第一。
20110107	东软集团	望海康信	望海康信是中国医疗卫生健康行业应用软件产品供应商，在该领域拥有很强的专业知识积累、人才储备，以及行业应用最佳实践和客户群，特别是在医疗ERP领域，无论从技术、产品和市场占有率角度，均处于领先地位。望海康信除有近20年医疗设计经验外，更拥有全国500家左右的医院客户，其中三甲医院近200家

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

数据来源：各公司公告，第一创业证券研究所

两起并购案反应了行业整合的趋势，同时也有越来越多 IT 服务商加入行业，行业面临更加激烈的竞争。

3.3、医疗信息化领导者的核心竞争优势

从国内外的趋势可以看出，医疗信息化厂商面临两个挑战。一是各大 IT 厂商纷纷介入这一前景广阔的市场；而是业内整合业已拉开大幕。

卫宁软件作为业内领导者具有以下核心竞争优势：

一、是为数不多的几家全国性医疗信息化厂商：医疗信息化行业一直以来有产业集中度不高的特点，全国几百家从事医疗信息化的 IT 厂商大部分只是在区域市场有竞争力。而卫宁软件作为为数不多的全国性医疗信息化厂商，能够覆盖较大的客户网络，为客户提供更优质的服务。

二、行业浸润时间较长，拥有一大批行业优秀人才：医疗信息化最核心的除了产品之外，就在于拥有既懂计算机、网络，又懂医院业务和管理、医疗知识等的全才。相对于那些从通用信息化转作医疗信息化的竞争对手来说，卫宁软件由于介入医疗信息化时间较长，培养了一大批优秀的行业精英和合格的服务人员，能够为客户提供更优质的服务。

三、相对于业内大部分纯医疗信息化服务提供商，卫宁软件有**资金及品牌优势**和**客户灯塔效应**：卫宁软件上市后，在业内知名度大增，并且通过市场的融资渠道获得大量资金，可以为公司扩张及吸引优秀人才增加筹码。同时由于公司大部分客户都是上海江苏等医疗信息化的先进省份，这样拥有灯塔效应，可以为公司吸引更多其他区域的客户。

四、**产品线丰富，技术领先且与客户需求关联紧密**：卫宁软件提供的产品已长期得到客户认可，并且产品线丰富，从医院管理信息系统到临床信息系统再到区域医疗卫生信息化系统，为客户提供全面服务。在湖南省卫生信息管理中心 2011 年评测的数十家供



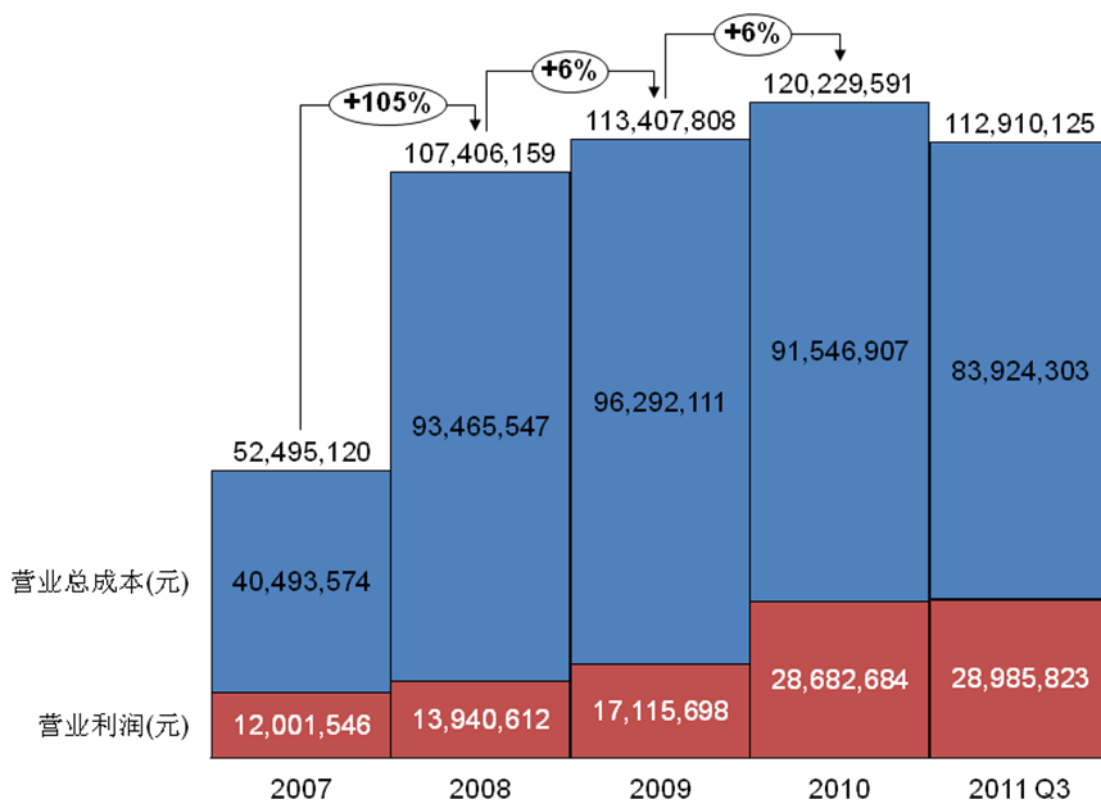
应商中，只有三家供应商入围提供全部四种产品，卫宁软件就是其中之一。

4、卫宁软件的财务分析

4.1、公司基本财务指标分析

卫宁软件从 2008 年-2010 年三年间的营业收入增长速度不高，只有大约 6% 的增长，但是 2011 年前三季度增长迅速，营业收入比去年同期增长 55.72%。营业利润过去三年增长分别为 16.16%，22.78% 和 67.58%。

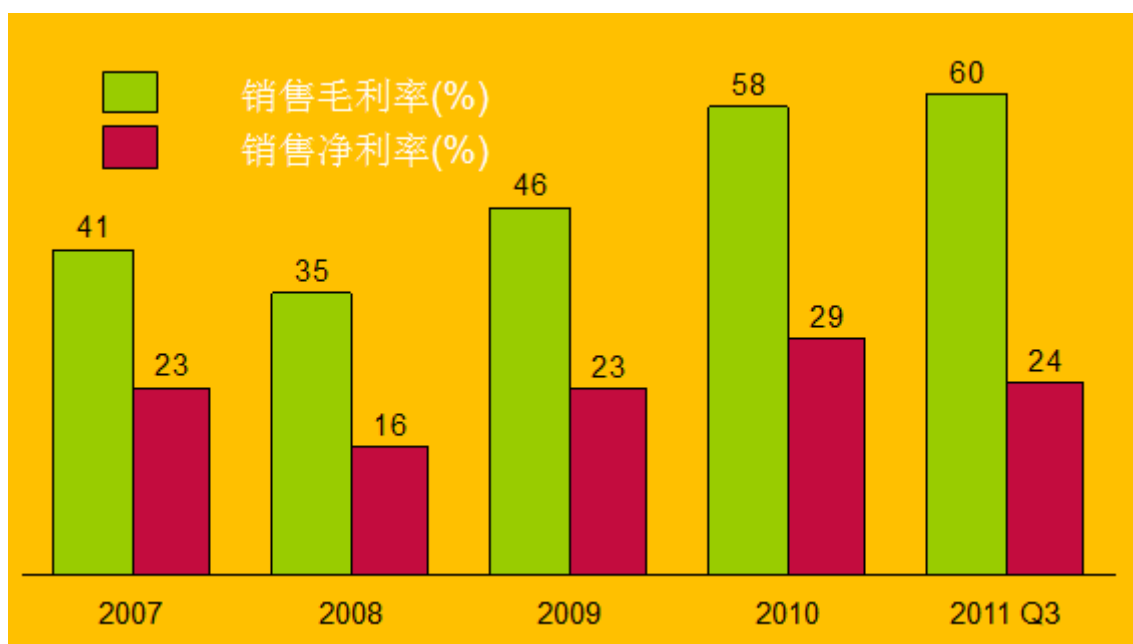
图 31：卫宁软件营业收入及营业利润



数据来源：公司年报，第一创业证券研究所

公司自 2007 年起毛利率逐年上升，2011 年第三季度的毛利率高达 60%，净利率也保持在 23% 以上。

图 32：卫宁软件 2007-2011 Q3 的销售毛利率和销售净利率的变化图



数据来源：公司年报，第一创业证券研究所

4.2、卫宁软件与国内外同行业各项指标比较

公司与同时期国内外各公司的横向比较

由于国内单纯以医疗信息化为主要业务上市的企业只有卫宁软件,但国内有多家企业如东华软件,万达信息,东软集团和银江股份都有医疗信息化方面的业务,且各公司医疗信息化业务占公司整体收入有一定比例。而美国作为医疗信息化领先的国家之一,多年来产生了数家专门从事医疗信息化业务的公司,比如 Cerner, Allscripts Healthcare Solution 和 Quality System 等。

Allscripts Healthcare Solution 公司介绍

美国 Allscripts 是软件,服务,信息和连接解决方案可以帮助医生和其他医疗服务,以提供最佳一流的病人安全,临床疗效和财务业绩的领军企业。目前有 5900 名员工,1500 余家医院是公司的客户。公司成立于 1986 年,2010 年公司年收入 6.13 亿美元。

Cerner 公司介绍

Cerner Corporation 是一家全球性公司,向美洲、欧洲、中东和亚太地区的医疗机构及消费者提供医疗信息技术、医疗设备和内容解决方案。该公司的 Cerner Millennium 体系结构为医生、护士、实验室技术人员、药剂师、前/后端办公系统专业人员和消费者提供治理、组织和传递信息时的个人电子医疗记录访问。另外,Cerner 还提供一系列的服务,包括执行和培训、远程托管、经营管理服务、营收周期服务、支持与维护、医疗数据分析、临床程序优化、交易处理、雇主健康中心、员工保健计划以及雇主型保健计划第三方行政管理服务。该公司面向医疗机构综合配送网络、医师团体网络、托管护理组织、医院、医疗中心、研究实验室、家庭保



健机构、血库、映像中心、药店、政府机关、雇主、政府和公共卫生组织。Cerner 成立于 1979 年，总部位于密苏里州北堪萨斯城，2010 年公司年收入 18.5 亿美元。

Quality System 公司介绍

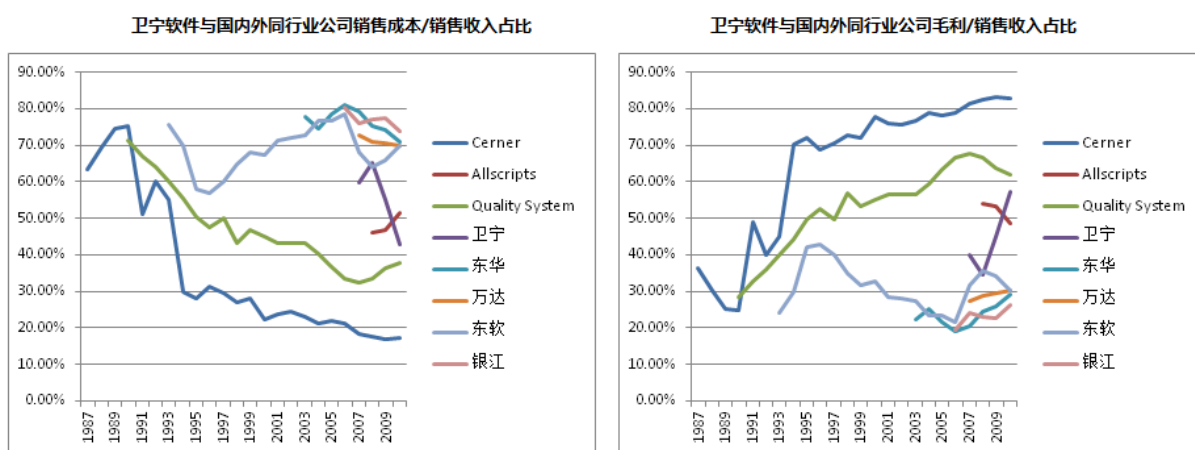
Quality Systems 和它的下一代医疗信息化开发和推广基于计算机的临床管理和电子病历解决方案，为全美众多医院诊所提供各种服务。2010 年公司年收入 2.91 亿美元。

所以我们考虑与国内外各公司进行横向比较，当然由于业务机构占比，会计制度和税收优惠等的差异，进行国内外的比较不能完全反应公司之间的竞争能力与实力。

卫宁软件与国内外同行业销售成本及毛利与销售收入之比

作为医疗信息化的龙头企业，卫宁软件的销售成本从 65% 下降到 42% 左右，明显低于国内其他厂商，但与美国同行业公司相比，销售成本略高。与此同时，毛利领先国内同行业各公司 2010 年毛利率接近 60%，但略低于国外同行。

图 33: 卫宁软件与国内外同行业销售成本及毛利与销售收入之比



资料来源：各公司年报，第一创业证券研究所

数据截止至：2010年

数据来源：Bloomberg, 第一创业证券研究所

卫宁软件与国内外同行业销售成本及毛利与销售收入之比

公司的营业费用相对于国内其他各公司 20% 或以下较高，从 2008 年的 17% 逐年攀升至 2010 年达到 33% 左右。分析原因为：

卫宁软件所处区域为上海，由于近年来以上海为代表的各沿海经济发达城市的生活成本提高较快，卫宁软件的管理费用等上升较快。

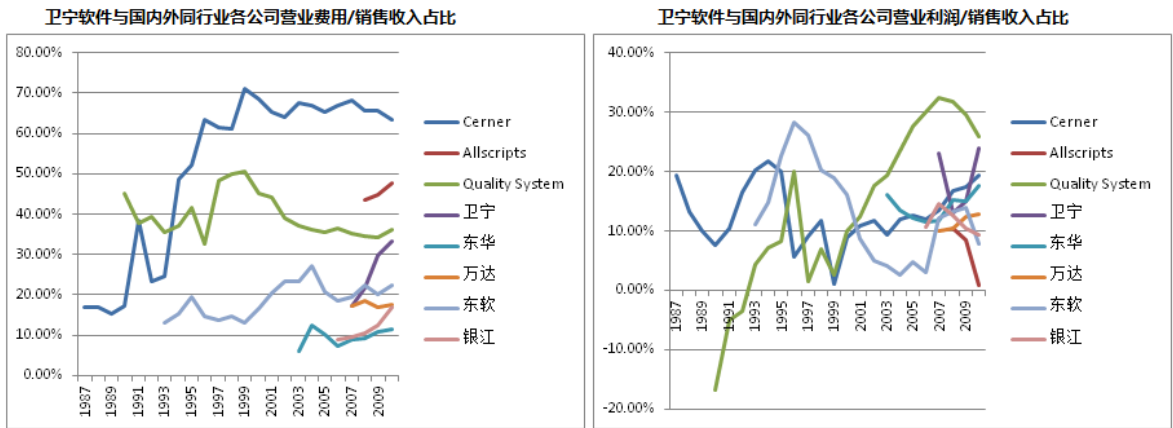
而国外各公司营业费用较高其中 Cerner 公司常年保持在 60% 以上！

营业利润方面由于公司毛利较高，所以尽管营业费用相对其他



公司较高，最后企业的营业利润也保持在 20% 以上。比卫宁软件营业利润高的企业只有国外的 Quality System。

图 34: 卫宁软件与国内外同行业营业费用及营业利润与销售收入之比



资料来源：各公司公告，第一创业证券研究所

数据截止至：2010年

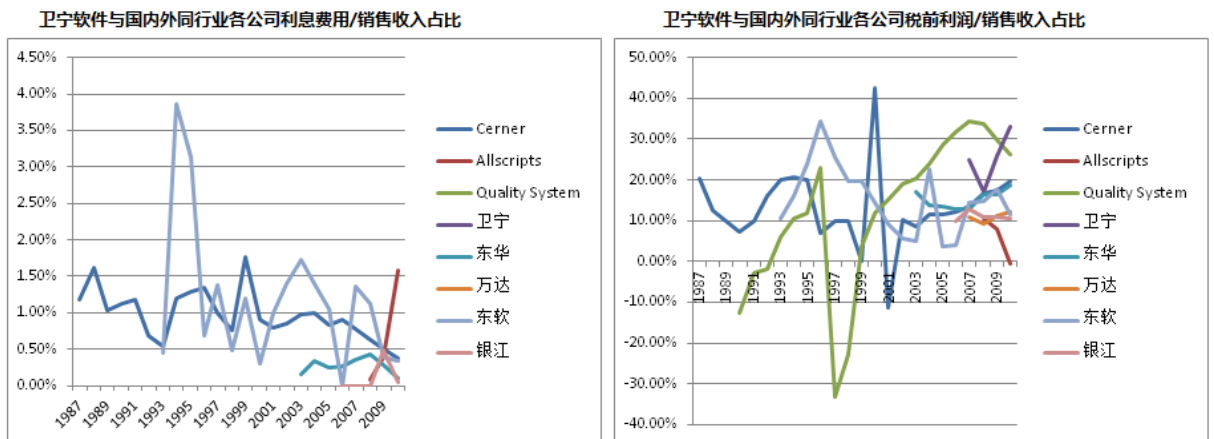
数据来源：Bloomberg, 第一创业证券研究所

卫宁软件与国内外同行业利息费用及税前利润与销售收入之比

由于公司常年现金流充沛，且客户大都为医院系统，所以多年来并没有向银行借款，所以没有任何利息费用。经 IPO 融资后，公司资本更加充沛，因而发生利息费用的机会更小，与此同时国内其他各公司都或多或少因为规模扩大等因素向银行融资，有部分利息费用发生。

税前利润公司也处于领先地位保持在 20% 以上，只有一家国外公司 Quality System 高于卫宁软件。

图 35: 卫宁软件与国内外同行业利息费用及税前利润与销售收入之比



资料来源：各公司公告，第一创业证券研究所

数据截止至：2010年

数据来源：Bloomberg, 第一创业证券研究所

卫宁软件与国内外同行业销售成本及毛利与销售收入之比

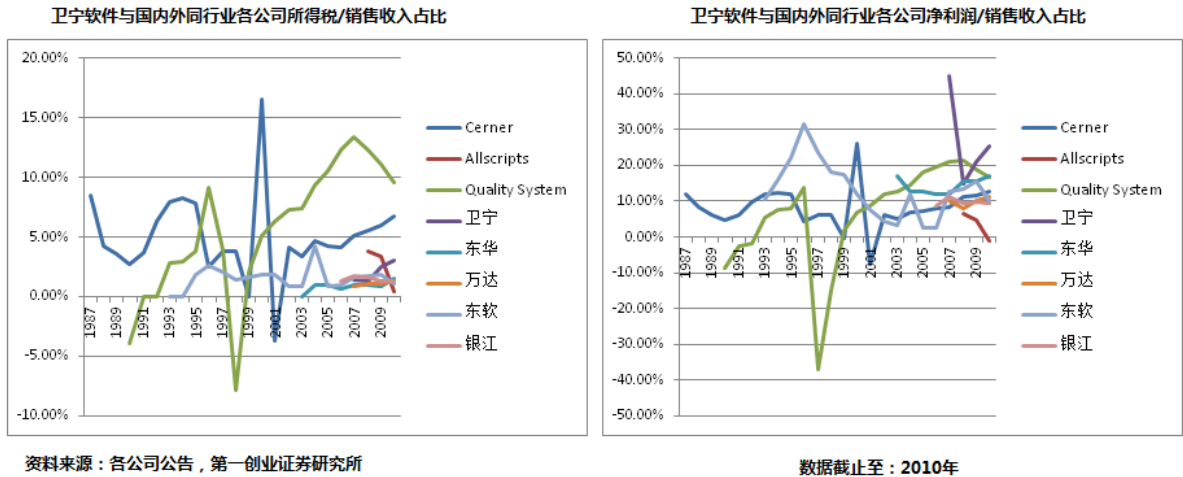
由于国家对软件企业一直实施税收优惠，所以国内各公司的所



得税率都较低，约为公司销售收入的 3%左右。而国外对软件行业有一定税收优惠，但没有国内的优惠幅度大。

公司净利润也处于行业首位，占公司销售收入的 20%左右，为业内翘楚。

图 36: 卫宁软件与国内外同行业所得税及净利润与销售收入之比

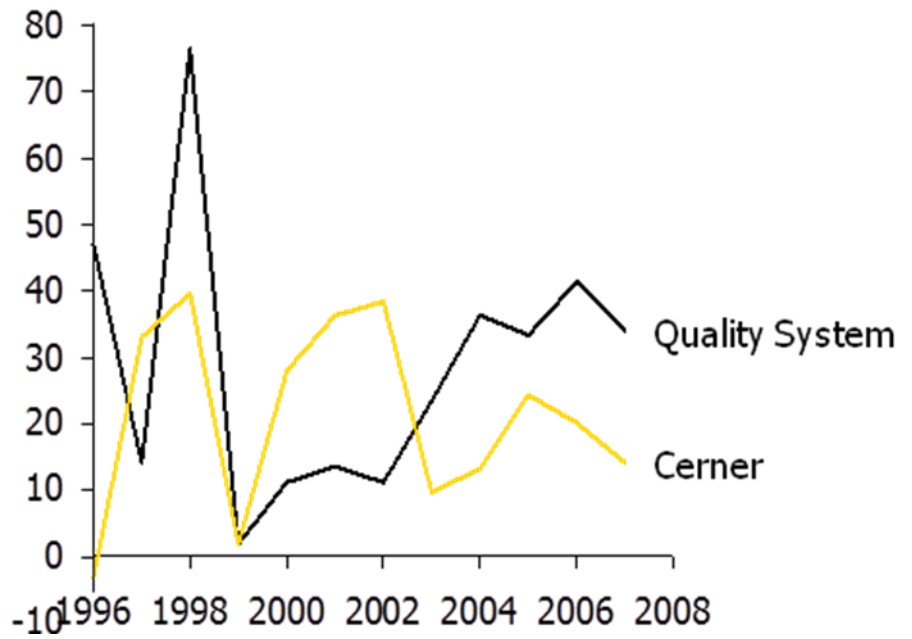


数据来源：Bloomberg, 第一创业证券研究所

公司与同时期国内外各公司的纵向比较

由于美国医疗信息化程度与我国相比较高，所以与美国诸公司的横向比较只能部分说明问题。我国医疗信息化发展时间较短，目前的医疗信息化水平相当于美国 90 年代中后期水平。因此，以美国 90 年代中后期的发展水平为参考系，并结合之后的行业发展评估公司的发展前景有一定的意义。

图 37: 1996-2007 年美国两大医疗信息化提供商与前一年相比 (YOY) 的毛利增长速度



数据来源：Bloomberg, 第一创业证券研究所

我们可以看出美国两大医疗信息化提供商在 1996-2007 年之间表现出的增长，虽然在期间因互联网泡沫危机影响有波动，但普遍保持在 20-30% 以上。我们认为可以借鉴这一时期发展情况以考察卫宁软件的发展状况。



5、盈利预测、估值及投资建议

5.1、盈利预测

表 1: 卫宁软件盈利预测

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,341	12,023	18,927	24,226	31,494
同比 (%)	5.6%	6.0%	57.4%	28.0%	30.0%
营业毛利	5,185	6,990	11,165	14,698	20,060
同比 (%)	37.7%	34.8%	59.7%	31.6%	36.5%
归属母公司净利润	2,616	3,535	5,579	7,383	10,140
同比 (%)	53.7%	35.1%	57.8%	32.3%	37.3%
总股本 (万股)	5,350.0	5,350.0	5,350.0	5,350.0	5,350.0
每股收益 (元)	0.49	0.66	1.04	1.38	1.90
ROE	32.9%	37.3%	11.4%	13.1%	15.3%
P/E (倍)	77.2	57.2	36.2	27.4	19.9

数据来源: 第一创业证券研究所

5.2、公司合理估值在 41.4-46.9 元/股

公司业务主要为医疗,我们根据行业发展速度及公司地位对公司业绩进行估值,据 IDC 估计医疗行业 IT2010 至 2015 年的年复合增长率为 20.5%,我们认为基于公司的地位,给予保守估计 2012 年收入增速为 28%,2013 年收入增速为 30%。通过我们的计算,以 2012 年 EPS 1.38 元,2012 年 30-34 倍 PE 计算,我们认为公司的合理价值应该在 41.4-46.9 元/股。

5.3、投资建议: 强烈推荐

投资建议: 强烈推荐

我们采取较为审慎的方式给予该企业估值,认为公司合理价值应该在 41.4-46.9 元/股附近。由于公司目前价格为 37.7 元/股,因此我们给予公司强烈推荐投资评级。

风险提示: 存在非传统优势区域业务拓展不利的风险

由于公司未来公司主要向非传统优势区域拓展,因此存在业务拓展不利的可能性。尽管基于前三季度的表现我们对业务拓展持有乐观态度,但是这种拓展仍然存在一定的不确定性,提示投资者注意风险。



表 2: 卫宁软件三大表详细预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	112.8	518.2	602.2	715.8	一、营业收入	120.2	189.3	242.3	314.9
货币资金	74.7	402.5	448.0	519.5	减: 营业成本	50.3	77.6	95.3	114.3
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	2.4	5.0	6.6	9.0
应收款项	28.2	82.1	115.0	152.2	销售费用	18.5	31.4	47.9	62.3
预付款项	2.6	15.1	20.5	25.3	管理费用	20.6	24.6	28.0	33.0
存货	0.4	0.6	0.7	0.8	财务费用	-0.5	-3.3	-6.1	-2.5
其他流动资产	6.9	18.0	18.0	18.0	资产减值损失	0.1	2.7	0.7	0.8
非流动资产	5.0	5.4	4.8	4.2	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	3.5	3.5	2.9	2.2	二、营业利润	28.7	51.3	69.9	98.1
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	加: 营业外收入	10.3	9.9	10.2	10.5
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0
无形及递延性资产	0.2	0.3	0.3	0.3	三、利润总额	39.0	61.3	80.1	108.6
其它非流动资产	1.3	1.6	1.6	1.6	减: 所得税费用	3.6	5.5	6.3	7.2
资产总计	117.8	523.6	606.9	719.9	四、净利润	35.3	55.8	73.8	101.4
流动负债	21.1	33.1	42.6	54.1	归属母公司净利润	35.3	55.8	73.8	101.4
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	3.5	11.0	14.3	17.5	五、总股本(百万股)	53.5	53.5	53.5	53.5
预收帐款	10.7	16.1	20.9	27.3	EPS (元)	0.66	1.04	1.38	1.90
其它流动负债	6.9	6.0	7.4	9.3					
非流动负债	1.9	1.0	1.0	1.0	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	1.4	0.9	0.9	0.9	成长能力				
其它非流动负债	0.4	0.1	0.1	0.1	营业收入	6.0%	57.4%	28.0%	30.0%
负债合计	23.0	34.1	43.5	55.1	营业毛利	34.8%	59.7%	31.6%	36.5%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	63.1%	78.9%	27.1%	49.5%
股本	40.0	53.5	53.5	53.5	母公司净利	35.1%	57.8%	32.3%	37.3%
资本公积与其它	19.1	344.6	344.6	344.6	获利能力				
留存收益	35.7	91.5	165.3	266.7	毛利率	58.1%	59.0%	60.7%	63.7%
股东权益合计	94.8	489.6	563.4	664.8	主业盈利/收入	23.6%	26.8%	26.6%	30.6%
负债和股东权益	117.8	523.6	606.9	719.9	ROS	29.4%	29.5%	30.5%	32.2%
					ROE	37.3%	11.4%	13.1%	15.3%
					ROIC	36.7%	11.4%	13.1%	15.2%
					偿债能力				
					资产负债率	19.5%	6.5%	7.2%	7.7%
					利息保障倍数	-78.0	-16.7	-12.1	-40.5
					速动比率	4.99	15.10	13.71	12.87
					经营现金净额/当期债务	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
					营运能力				
					总资产周转率	1.02	0.36	0.40	0.44
					应收款天数	84.49	156.20	170.95	173.93
					存货天数	2.57	2.57	2.57	2.57
					每股指标(元)				
					主业盈利/股本	0.53	0.95	1.21	1.80
					每股经营现金流	0.71	-0.33	0.73	1.29
					每股净资产	1.77	9.15	10.53	12.43
					估值比率				
					P/E	57.15	36.21	27.36	19.92
					P/B	21.31	4.13	3.59	3.04
					P/S	16.80	10.67	8.34	6.41
					EV/EBITDA	49.59	30.39	24.10	15.52

数据来源: 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120