安信证券
ESSENCE SECURITIES

询价定价报告

公司新股分析/证券研究报告　　卫宁软件(300253)

国内医疗信息化行业的领先企业

－卫宁软件新股询价定价报告

报告关键点:

- 国内医疗IT解决方案市场占有率排名第一
- 新医改催生医疗信息化巨大需求，预计2014年市场规模将达到286.5亿元
- 募投项目完善产品线，巩固公司在行业内的领先地位

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IT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。截止2010年末，公司拥有71家三级甲等医院客户，在全国765家三级甲等医院中约占9.28%左右。

- **国内医疗信息化需求巨大。**2009年新的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，而且我国人口基数大、老龄化情况严重，庞大的医疗体系催生了对医疗信息化的巨大需求，我国医疗卫生信息化将步入快速发展阶段。2009年中国医疗行业IT总体市场规模为90.6亿元，预计2014年将达到286.5亿元，年均复合增长率为25.9%。

- **公司具有丰富的技术积累和持续的创新能力。**公司是2007年国内首届IHE（国际健康鉴定协会）医疗信息系统互联测试中唯一一家通过测试的国内医疗软件企业；在2008年、2009年测试中又成为通过项目数量最多的医疗软件企业。此外，公司率先在行业内开发并营运基于SaaS模式的产品，有效地解决了中小医院特别是广大基层及农村医疗卫生机构信息化问题，

- **募投项目完善产品线，巩固公司在行业内的领先地位:**公司本次募集资金将投资于“医院信息管理系统技术改造项目”、“医技信息管理系统技术改造项目”、“公共卫生信息系统技术改造项目”及“营销服务体系建设项目”四个项目。募投项目完成后，将有助于公司产品和市场两方面拓展业务领域，完善产品线，提高收入和盈利能力，进一步巩固公司在行业的领先地位。

- **盈利预测与定价分析:**预计2011、2012年公司营业收入增长率为32.0%和35.0%，净利润分别增长46.6%和46.0%，全面摊薄后EPS分别为0.97和1.41元。参照可比上市公司的估值水平，我们给予公司2011年25-30倍的PE，则每股合理询价区间为24.25-29.10元，上市首日定价区间33.95-38.80元，对应2011年PE为35-40倍。

- **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；市场竞争加剧的风险；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	158.7	214.2	291.4
Growth(%)	*5.6%*	*6.0%*	*32.0%*	*35.0%*	*36.0%*
净利润	26.2	35.3	51.7	75.3	102.3
Growth(%)	*53.7%*	*35.1%*	*46.2%*	*45.6%*	*35.9%*
毛利率(%)	45.7%	58.1%	61.0%	62.0%	64.0%
净利润率(%)	23.1%	29.4%	32.6%	35.1%	35.1%
每股收益(元)	0.49	0.66	0.97	1.41	1.91
每股净资产(元)	1.49	1.77	9.23	10.36	11.89
净资产收益率(%)	32.9%	37.3%	10.5%	13.6%	16.1%

建议询价区间:

24.25－29.10 元

上市首日定价区间:

33.95－38.80 元

报告日期: **2011-08-01**

发行数据

总股本(万股)	4,000
发行数量(万股)	1,350
网下发行(万股)	270
网上发行(万股)	1,080
保荐机构	招商证券股份有限公司
发行日期	2011-08-05
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

周炜	22.14%
刘宁	18.71%
王英	16.61%
孙凯	9.77%
张士英	7.76%
陈建国	6.45%
贾按师	6.32%
凌红	4.69%
胡美珍	1.54%
范均	0.85%

侯利　**高级行业分析师**
021-68763972　houli@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511020031
胡又文　**助理行业分析师**
021-68766271　huyw@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511050001

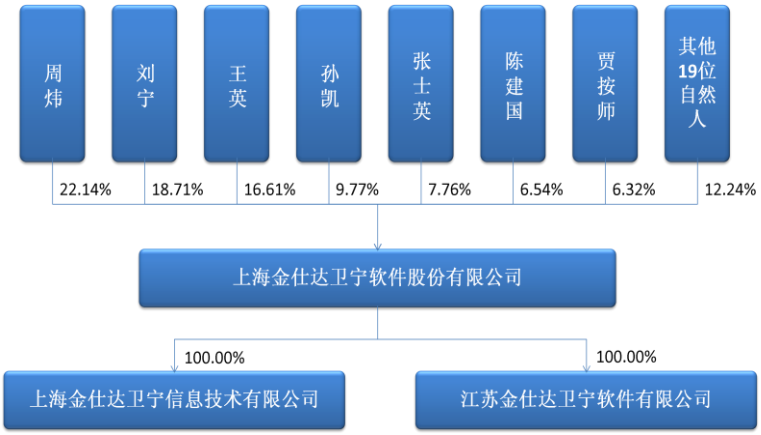
敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 公司概况

1.1. 公司简介与股权结构

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，是一家专业从事医疗卫生领域信息化、数字化、软件研究与开发的高科技企业。2008 年 12 月有限公司整体变更为上海金仕达卫宁软件股份有限公司。公司的控股股东、实际控制人均为周炜、王英夫妇，两人合计持有公司 38.75%的股份。

图 1 发行前公司股权结构图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 主营业务

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。

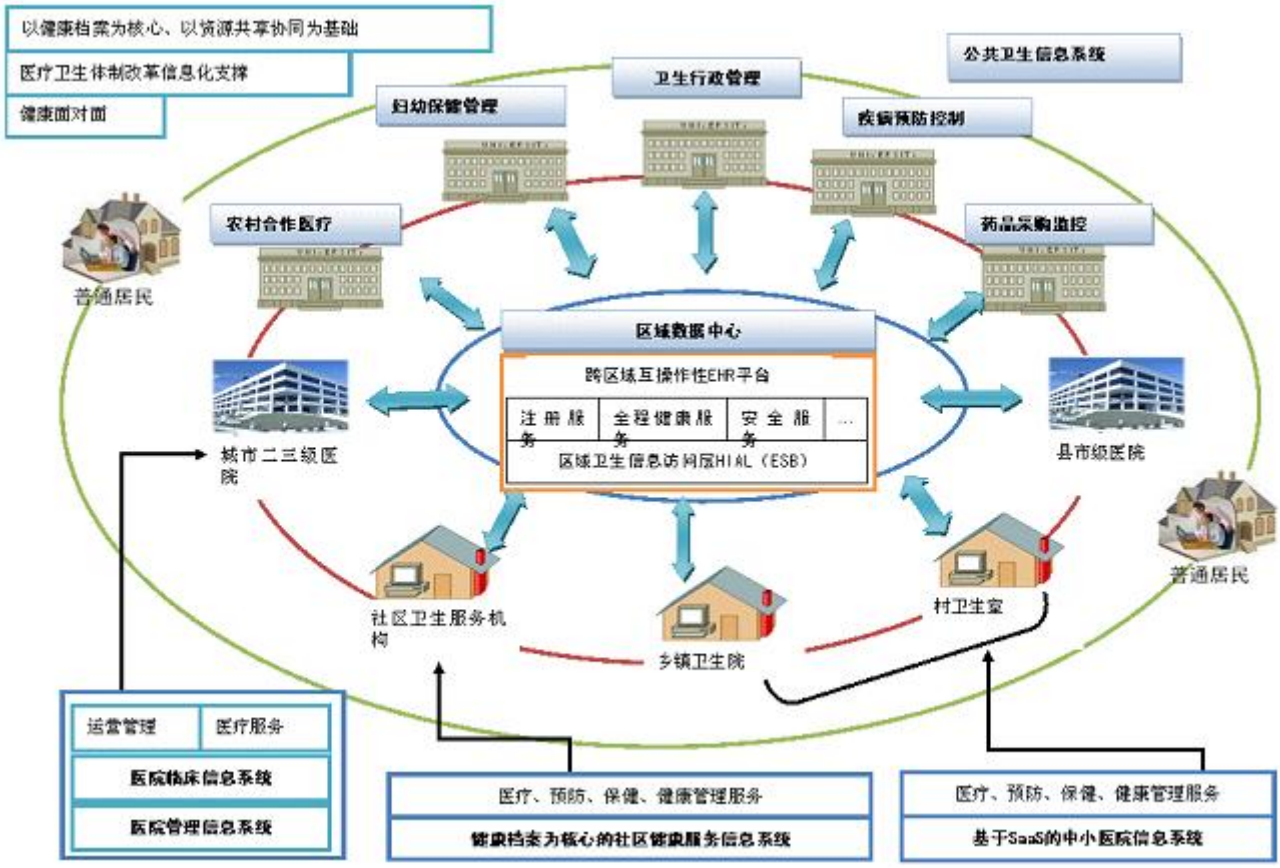
表一 公司软件产品

产品类别	功能	子产品
医院信息管理系统	实现财务、临床、物流及其他管理功能	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	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	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
公共卫生信息管理系统	实现区域性信息化	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 2　金仕达卫宁医疗卫生信息化解决方案



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2. 医疗卫生信息化行业发展前景

2.1. 我国医疗卫生信息化应用发展概况

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。目前，我国医院信息化建设的重点开始从以费用、管理为主的医院信息化初级阶段逐步过渡到以医院临床信息为主的阶段。而美国、日本、加拿大等发达国家医疗信息化建设已经进入到了数据共享、应用深化为目的的第三个阶段。

我国医疗卫生行业信息化发展起步较晚，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。2009 年新的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，而且我国人口基数大、老龄化情况严重，庞大的医疗体系催生了对医疗的巨大需求，我国医疗卫生信息化将开始步入快速发展的阶段。

表二　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

2.2. 国家政策积极推进医疗卫生信息化

针对医疗卫生信息化这一关系到国计民生的行业，国家制定了相应的产业政策为其发展铺平了道路，提供了制度上的保障。

之前国家已经发布了《全国卫生信息化发展规划纲要（2003-2010）》、《卫生事业发展“十一五”规划纲要》等政策性文件，明确把信息建设纳入卫生事业发展的总体规划，以信息化带动卫生事业的发展；明确到 2010 年我国卫生事业发展的总体目标是在全国建立覆盖城乡居民的基本卫生保健制度框架。

卫生部正在制定我国卫生信息化“十二五”规划，规划初步确定了我国卫生信息化建设路线图，简称“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、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 个专用网络建设。

表三　我国卫生信息化建设路线图

	信息化建设路线内容
3	建设国家级、省级和地市级 3 级卫生信息平台
5	加强公共卫生、医疗服务、新农合、基本药物制度、综合管理
2	建设健康档案和电子病历
1	建设专用网络

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

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，明确了到 2020 年，我国覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度基本建立。为深化医疗卫生体制改革，2009-2010 年我国各级政府投入预计为 8,500 亿元。信息化投入将是其中的重点之一，也是改革成功实施的保障，特别是加大对数量庞大但信息化属于空白的乡镇农村等中小医院的投资力度。

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》，将计划在 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，中央财政将安排 2.24 亿投资。

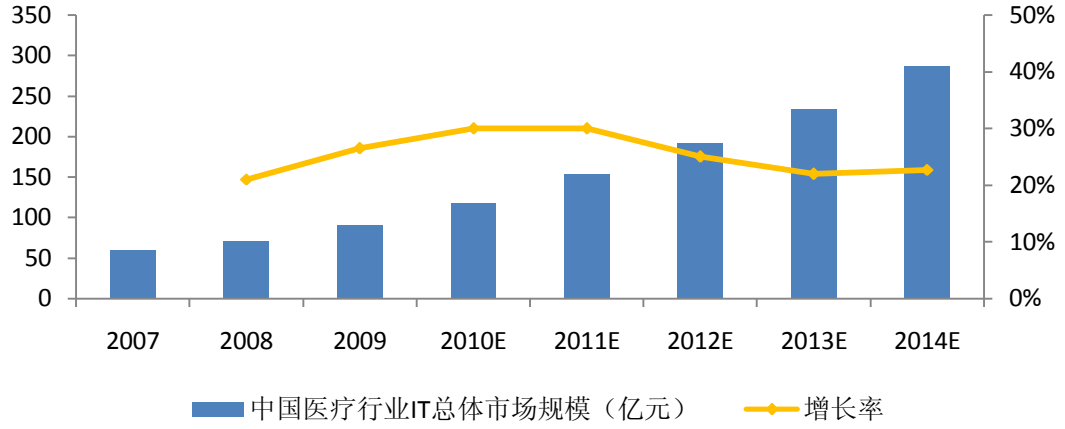
2010 年 12 月，卫生部发布《2010 年中西部地区村卫生室信息化建设项目管理方案的通知》，通知要求在 2011 年底前为中西部地区 90%的村卫生室配备电脑，70%以上的农村居民配备健康卡，开发整合村卫生室信息化软件，加快区域（地级市和县级）卫生信息平台建设等，该项工程将涉及 22 个省、2,164 个县，423,405 个村。中央财政将安排 19.05 亿元投资。

2.4. 我国医疗卫生信息化应用市场规模

国内医疗卫生信息化虽然起步较晚，但随着国内经济的快速发展，社会生活水平的提高，近年来医疗卫生行业信息产品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。

2009 年中国医疗行业 IT 总体市场规模为 90.6 亿元，较 2008 年增长 26.5%；预计 2014 年将达到 286.5 亿元，其年均复合增长率为 25.9%。

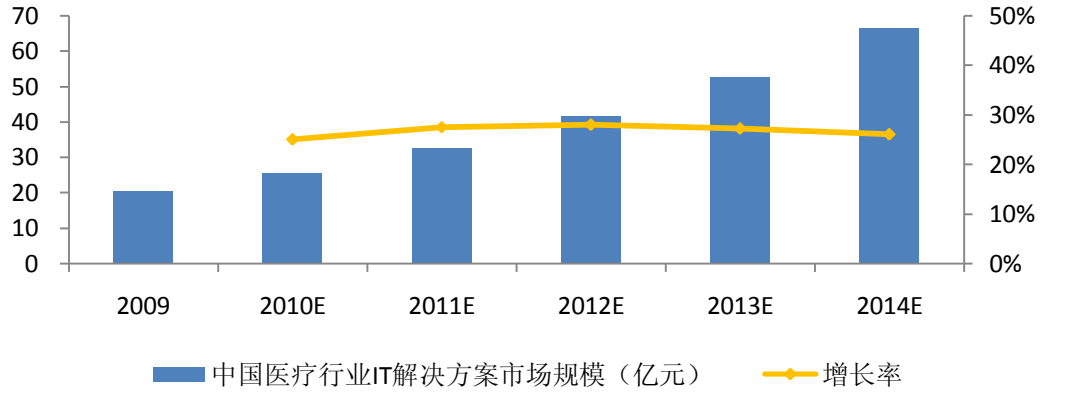
图 3　中国医疗行业 IT 总体市场规模



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

医疗卫生行业的 IT 解决方案主要包括医院信息系统（HIS、CIS 和 MIS）、区域性公共卫生信息系统的软件及相关服务，随着医疗卫生信息化市场趋向成熟，其占信息化总投资的比例逐步上升。2009 年到 2014 年医疗解决方案市场将保持平稳高速的增长。根据 IDC 发布的行业研究报告显示，2009 年中国医疗卫生行业 IT 解决方案的市场规模为 20.3 亿元，较 2008 年增长了 23.7%；预计 2014 年将达到 66.4 亿元，其年均复合增长率为 26.7%。

图 4　中国医疗行业 IT 解决方案市场规模



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

随着医疗卫生行业信息化进程的深化以及农村医疗保障体系的建立，医疗卫生行业 IT 解决方案的市场容量将进一步扩展。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。

3. 公司竞争优势

3.1. 领先的行业地位和提供整体解决方案的能力

公司在医疗卫生软件行业具有较高的知名度和行业地位，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，目前是国内最具规模的医疗卫生信息技术软件商之一。截止 2010 年末，公司拥有 71 家三级甲等医院客户，

在全国 765 家三级甲等医院（2009 年末数据）中约占 9.28%左右。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、移动物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。

3.2. 丰富的技术积累

医院信息系统自身的复杂性以及其作为涉及民生健康的行业特质，要求开发人员具备丰富的行业经验、复合的知识结构以及技术积累。公司拥有多项核心技术和全部产品的自主知识产权，在同行业中具有一定的技术领先优势。结合国际标准化趋势，公司研究开发了基于 IHE 和 HL7 标准的医技系统集成平台。在 2007 年国内首届 IHE 医疗信息系统互联测试中，成为唯一通过测试的国内医疗软件企业；在 2008 年、2009 年测试中又成为通过项目数量最多的医疗软件公司。

3.3. 持续的创新能力

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营运基于 SaaS 模式的产品。SaaS 模式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问题，有利于促进我国医疗卫生体制改革的实施，并将进一步提升公司的竞争力。

3.4. 独特的研发模式

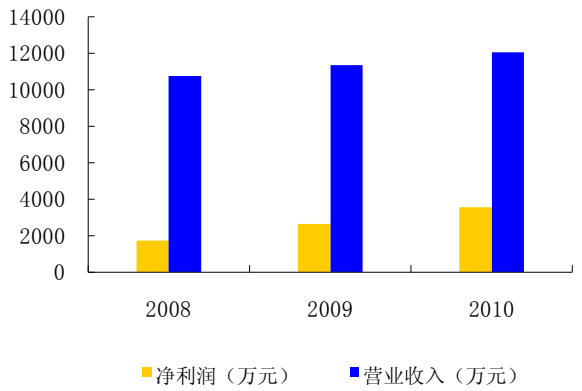
公司根据行业特点，紧密结合实践，深化了项目化运作的内涵，创造性地建立了依托可配置的模块化、插件框架技术，统一版本融合的机制和自动化管理软件等核心技术为基础的“柔性产品化研发模式”，建立了公司整个产品体系保持台阶式上升的结构，不仅提升了公司产品化程度，也将促进我国未来医疗卫生行业信息化产品的标准化发展，对行业整体质量水平的提高奠定了基础。

4. 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，公司不断的加大研发力度，调整产品结构，公司的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。

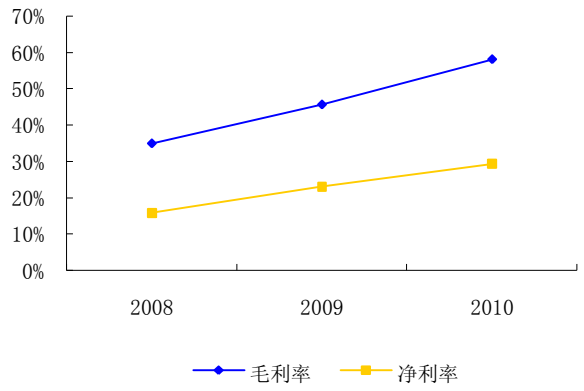
公司硬件销售业务的目的主要是为提升公司的软件及技术服务收入，按照销售对象分为两类，即面向医疗机构客户销售的硬件、面向非医疗机构客户销售的硬件。最近 3 年，公司硬件销售收入分别占同期营业收入的 55.86%、39.84%、26.23%，而硬件销售毛利占同期利润总额的比例仅为 12.09%、11.72%、7.68%。由于销售硬件产品的毛利较低，公司决定集中资源服务医疗客户，于 2009 年开始公司逐渐减少了非医疗客户的硬件销售，2010 年公司的硬件最终客户已经全部为医疗机构。硬件销售占比的降低大幅提升了公司的毛利率与净利率，公司的盈利能力得到了显著的提升。

图 5　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 6　近三年毛利率与净利率

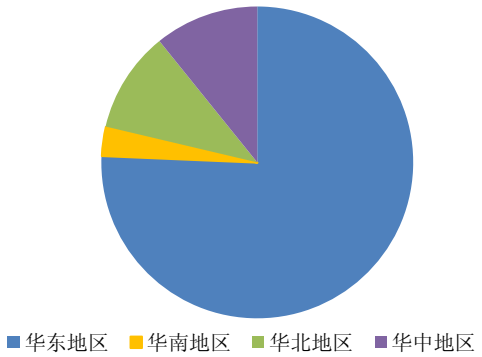


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

从公司最近 3 年的销售收入情况来看，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%，公司销售业务存在较明显的区域性。其中报告期内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。同时，国内医疗卫生行业信息化的快速发展，为公司逐步开拓全国性业务提供了条件。未来公司将逐步发展成为以上海及华东地区为核心，在全国形成以多个中心城市为主的块状区域市场，并辐射全国的医疗卫生行业信息化整体解决方案提供商。

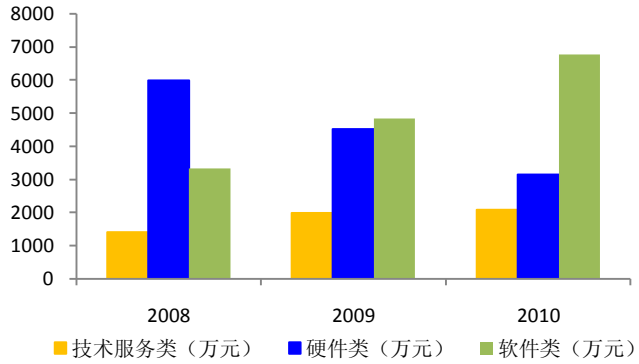
随着公司研发力度不断加大，软件产品发展速度较快，收入占比由 2008 年的 31.09% 快速上升到 2010 年的 56.46%。由于公司软件类产品实现的毛利高，成为了公司利润的最主要来源，最近 3 年，其毛利占总体毛利的比重分别为 64.88%、64.15%和 74.86%。而且软件类产品快速增长会促进公司技术服务类收入的增长，最近 3 年，技术服务类产品实现的收入分别为 1,401.46 万元、1,987.87 万元和 2,080.32 万元。公司软件客户数量和质量的增加，都会带动技术服务收入的增长，公司软件客户的不断积累成为公司技术服务收入的重要来源。

图 7　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 8　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

5. 募投项目分析

公司本次拟公开发行 1,350 万股人民币普通股，占发行后总股本的 25.23%。本次募集资金将投资于“医院信息管理系统技术改造项目”、“医技信息管理系统技术改造项目”、“公共卫生信息系统技术改造项目”及“营销服务体系建设项目”四个项目。

表四　募投项目概况

序号	项目名称	投资总额（万元）	第一年投入（万元）	第二年投入（万元）
1	医院信息管理系统技术改造项目	5,044.00	2,425.00	2,619.00
2	医技信息管理系统技术改造项目	3,350.00	1,613.00	1,737.00
3	公共卫生信息系统技术改造项目	3,649.00	1,711.50	1,937.50
4	营销服务体系建设项目	1,798.00	819.00	979.00
合计		13,841.00	6,568.50	7,272.50

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

5.1. 医院信息管理系统技术改造项目

该项目是在现有技术及产品基础上，结合客户需求、新医改政策要求和 2009 年卫生部新颁布的《电子病历基本架构与数据标准（试行）》技术标准开发统一的医院信息集成平台和医院相关业务应用系统及软件产品，使医院信息系统建设更为专业化和集成化，是公司未来几年医院信息系统市场竞争的关键性产品。

本次技术改造采用了基于语义的电子病历解析引擎、医疗信息标准集成引擎等专业技术，采用最新的 3G、WIFI 等移动技术和 RFID 射频识别技术，结合新设备、新产品以实现信息系统的最优化，达到设备、病人和医生的最佳结合。项目达产后，公司医院信息管理系统市场占有率为 4.34%，与 2010 年市场占有率 4.19%有所提高。

5.2. 医技信息管理系统技术改造项目

医技信息管理系统技术改造主要是在现有技术及产品基础上，结合客户需求、新医改政策要求的基础上通过系统升级和接口改造提供基于标准化管理的整体解决方案。项目达产后，公司医技信息管理系统市场占有率为 1.98%，较 2010 年市场占有率 1.17%有所增长。随着公司营销体系的完善和产品开发能力的加强，公司医院信息系统产品的市场占有率有望进一步提高。

5.3. 公共卫生信息系统技术改造项目

该项目将对公共卫生信息系统按照卫生部要求并基于国际、国内标准进行技术改造，完成各个功能领域的公共卫生服务信息化平台开发和公共卫生信息管理软件的接口改造以及新增功能模块的研发，以实现区域范围内各类医疗卫生机构和各级卫生行政部门、疾病预防控制中心、卫生监督中心等机构的互联互通，以及各项卫生服务信息的共享，加强卫生决策和监督，从而建立完善的卫生信息系统体系。

公共卫生信息系统技术改造项目通过两年的建设期，将于 2013 年进入正式运营，预计实现新增营业收入 2,520.00 万元，2013 年市场占有率约为 2.71%，与公司目前市场占有率 2.88%相比基本持平。随着社区卫生和公共卫生管理信息化呈现出加速发展趋势，将推动公司公共卫生信息系统项目收入实现大幅度增长。

5.4. 营销服务体系建设项目

建立规模化、本地化的区域性分支机构，建立一套完整的全国范围的营销服务流程，提供稳定、及时和周到的客户服务，将大大增强公司在全国市场的竞争力。因此公司将营销服务体系建设项目作为提升公司知名度和竞争力的重要一环。该项目具体包括:（1）区域性营销服务中心建设;（2）营销服务规范化;（3）产品服务展示中心等。

表五　区域性营销服务中心

序号	中心城市	区域名称	覆盖地区
1	上海	华东大区	上海、江苏、安徽和浙江
2	北京	华北大区	北京、内蒙古、河北、山东及东北地区
3	武汉	华中大区	河南、湖北、湖南和江西
4	广州	华南大区	福建、广东、海南和广西
5	西安	西北大区	山西、陕西、宁夏、甘肃、新疆和青海
6	重庆	西南大区	重庆、四川、贵州和云南

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

该项目虽然不直接创造利润，但通过营销服务体系的建设实现营销服务本地化，降低开拓当地及周边市场的成本，提升金仕达卫宁品牌在当地的知名度和影响力；实施、服务人员直接从地区中心派遣将大幅度提升服务响应的速度，本地化服务策略使公司可以提供真正意义上的稳定、及时和周到的客户服务，增加市场拓展的可控性和成功率，增加产品的竞争力，从而提高公司整体效益。

6. 盈利预测与投资建议

预计 2011、2012 两年公司营业收入增长率为 32.0%和 35.0%，净利润分别增长 46.6%和 46.0%，全面摊薄后 EPS 分别为 0.97 和 1.41 元。

表六　可比上市公司估值水平比较（截止 2011 年 7 月 27 日）

代码	名称	股价	毛利率（%）	净利率（%）	PE 10A	PE 11E	PS	PB
002279.SZ	久其软件	18.95	94.33	24.16	45.00	35.90	11.02	3.33
300075.SZ	数字政通	24.48	70.00	53.74	39.97	29.12	21.48	2.39
002474.SZ	榕基软件	40.09	44.08	25.33	53.24	32.38	13.45	3.56
300168.SZ	万达信息	22.88	32.45	10.69	51.64	31.81	5.57	10.04
600570.SH	恒生电子	13.88	75.30	25.56	39.59	28.38	9.98	8.74
002063.SZ	远光软件	18.33	73.90	39.96	32.33	25.37	12.92	8.47
600718.SH	东软集团	10.64	31.47	10.27	26.95	23.13	2.65	3.05
			均值		41.25	29.44	11.01	5.66

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

参照可比上市公司的估值水平，我们给予公司 2011 年 25-30 倍的 PE，则每股合理询价区间为 24.25-29.10 元，上市首日定价区间 33.95-38.80 元，对应 2011 年 PE 为 35-40 倍。

7. 主要风险点

7.1. 受医疗卫生行业波动影响较大的风险

公司的业务发展与医疗卫生行业信息化进程密切相关。如果未来我国经济环境发生变化，医疗卫生行业产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，新医疗体制改革给行业及本公司带来了巨大的市场机遇，但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

公司总部位于上海，主要客户也集中于以上海为中心的华东地区，公司前期发展较大地依赖于该地区。报告期内公司华东地区的销售收入平均占比为 81.64%。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，但是短期内以上海为中心的华东地区仍是公司的核心市场区域。如果上海及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. 市场竞争加剧的风险

由于我国医疗卫生信息化市场不存在市场准入制度，处于完全竞争和高度开放状态。因此，公司面临着两方面的市场竞争压力。首先，国内外 IT 行业巨头将纷纷涉足国内医疗卫生信息化领域，尤其在区域性公共卫生信息系统具有较强的竞争力。其次，国内医疗卫生领域大型项目的招标，对参加投标的软件商的企业规模、资质、综合实力等要求较高，因此，国内一些大型综合软件提供商比公司等医疗软件专业厂商更具有规模优势。如果未来由于国家医疗体制改革发展的需要，短期内对医院卫生机构的招标对象提出更高要求，可能影响公司业务的开展。

7.4. 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。公司 SaaS 业务目前收入规模较小，客户接受程度还不高，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推广风险。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2011/7/27

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**113.4**	**120.2**	**158.7**	**214.2**	**291.4**
减: 营业成本	61.6	50.3	61.9	81.4	104.9
营业税费	1.7	2.4	1.6	2.1	2.9
销售费用	17.0	18.5	28.6	37.5	49.5
管理费用	15.8	20.6	27.8	36.4	48.1
财务费用	-0.2	-0.5	-3.6	-6.9	-7.7
资产减值损失	0.5	0.1	-	-	-
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	**17.1**	**28.7**	**42.4**	**63.6**	**93.6**
加: 营业外净收支	11.8	10.3	15.0	20.0	20.0
利润总额	**28.9**	**39.0**	**57.4**	**83.6**	**113.6**
减: 所得税	2.8	3.6	5.7	8.4	11.4
净利润	**26.2**	**35.3**	**51.7**	**75.3**	**102.3**

资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	58.5	74.7	465.8	515.1	575.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	28.0	34.3	58.0	72.1	97.0
应收票据	0.2	0.9	0.7	0.6	0.8
预付帐款	1.5	2.6	2.6	2.6	2.6
存货	2.3	0.4	0.9	1.1	1.4
其他流动资产	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1.7	3.5	-1.0	0.0	1.2
在建工程	-	-	0.6	1.0	1.2
无形资产	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5
其他非流动资产	0.8	1.3	6.0	6.3	6.5
资产总额	**93.3**	**117.8**	**534.0**	**599.3**	**686.4**
短期债务	-	-	10.0	10.0	10.0
应付帐款	5.1	4.0	12.5	15.9	19.9
应付票据	-	0.8	-	-	-
其他流动负债	6.8	16.3	15.7	17.3	18.7
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
负债总额	**13.8**	**23.0**	**40.1**	**45.1**	**50.5**
少数股东权益	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
股本	40.0	40.0	53.5	53.5	53.5
留存收益	39.5	54.8	440.4	500.6	582.4
股东权益	**79.5**	**94.8**	**493.9**	**554.1**	**635.9**

现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	26.2	35.3	51.7	75.3	102.3
加: 折旧和摊销	0.4	0.6	0.2	0.3	0.4
资产减值准备	0.5	0.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-0.2	-	-3.6	-6.9	-7.7
投资收益	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-3.8	2.5	-21.2	-11.2	-23.7
经营活动产生现金流量	**21.6**	**38.1**	**27.2**	**57.5**	**71.3**
投资活动产生现金流量	**6.0**	**-2.5**	**-2.1**	**-2.1**	**-2.1**
融资活动产生现金流量	**-1.3**	**-20.1**	**361.0**	**-8.2**	**-12.8**

财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长性					
营业收入增长率	5.6%	6.0%	32.0%	35.0%	36.0%
营业利润增长率	22.8%	67.6%	47.9%	50.0%	47.1%
净利润增长率	53.7%	35.1%	46.2%	45.6%	35.9%
EBITDA 增长率	22.6%	66.6%	35.7%	46.0%	51.3%
EBIT 增长率	21.6%	67.2%	37.7%	46.0%	51.4%
NOPLAT 增长率	52.8%	34.5%	39.0%	42.5%	38.0%
投资资本增长率	-1.9%	-3.8%	89.5%	28.6%	44.3%
净资产增长率	49.1%	19.3%	421.0%	12.2%	14.8%
利润率					
毛利率	45.7%	58.1%	61.0%	62.0%	64.0%
营业利润率	15.1%	23.9%	26.7%	29.7%	32.1%
净利润率	23.1%	29.4%	32.6%	35.1%	35.1%
EBITDA/营业收入	15.3%	24.0%	24.6%	26.7%	29.6%
EBIT/营业收入	14.9%	23.5%	24.5%	26.5%	29.5%
运营效率					
固定资产周转天数	5	8	3	-1	1
流动营业资本周转天数	62	55	58	65	66
流动资产周转天数	256	304	727	941	784
应收帐款周转天数	82	79	80	83	81
存货周转天数	4	4	1	2	2
总资产周转天数	265	316	739	952	794
投资资本周转天数	67	61	66	73	74
投资回报率					
ROE	32.9%	37.3%	10.5%	13.6%	16.1%
ROA	28.1%	30.0%	9.7%	12.6%	14.9%
ROIC	121.5%	166.8%	240.9%	181.2%	194.5%
费用率					
销售费用率	15.0%	15.4%	18.0%	17.5%	17.0%
管理费用率	14.0%	17.2%	17.5%	17.0%	16.5%
财务费用率	-0.2%	-0.4%	-2.2%	-3.2%	-2.6%
三费/营业收入	28.7%	32.2%	33.3%	31.3%	30.9%
偿债能力					
资产负债率	14.8%	19.5%	7.5%	7.5%	7.4%
负债权益比	17.4%	24.2%	8.1%	8.1%	7.9%
流动比率	7.59	5.34	13.82	13.67	13.93
速动比率	7.39	5.32	13.79	13.64	13.90
利息保障倍数	-74.00	-62.26	-10.94	-8.28	-11.20
分红指标					
DPS(元)	-	0.37	0.19	0.28	0.38
分红比率	0.0%	56.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	0.0%	1.4%	0.7%	1.1%	1.4%

业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
EPS(元)	0.49	0.66	0.97	1.41	1.91
BVPS(元)	1.49	1.77	9.23	10.36	11.89
PE(X)	54.2	40.1	27.4	18.8	13.9
PB(X)	17.8	15.0	2.9	2.6	2.2
P/FCF	53.3	39.2	32.5	22.0	17.6
P/S	12.5	11.8	8.9	6.6	4.9
EV/EBITDA	-	-	24.6	16.0	9.9
CAGR(%)	42.2%	42.5%	37.6%	33.7%	31.6%
PEG	1.3	0.9	0.7	0.6	0.4
ROIC/WACC	12.2	16.7	24.2	18.2	19.5
REP	-	-	1.0	1.0	0.6

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，计算机行业助理分析师，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

梁涛	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	**上海联系人**	**黄方禅**	**上海联系人**
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**李昕**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@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