

卫宁软件（300253）深度研究报告

与乐视打造互联网医疗生态圈， 剑指千亿市值

2015年6月30日

投资评级：推荐（首次）

盈利及估值重要数据	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	491	766	1,276	1,899
同比(+/-%)	41	56	66	49
净利润(百万元)	121	204	364	553
同比(+/-%)	50	69	78	52
毛利率(%)	53.2	55.2	58.6	59.8
ROE(%)	15.7	21.4	28.4	31.1
每股收益(元)	0.22	0.37	0.67	1.01
P/E	331.95	196.95	110.43	72.66
P/B	52.27	42.19	31.40	22.61

投资要点

■ **互联网医疗行业将诞生千亿级别公司**：医疗行业将进入跨周期发展阶段。全国卫生总费用由1978年的110亿元增长到2012年的27,847亿元，年平均增长率达18%。医疗服务+医药是万亿级别的市场，有望诞生千亿级别的公司。

■ **内生加外延，帮助公司实现飞越**：卫宁是第一家专业从事HIT业务的上市公司，借助上市公司平台，通过内生加外延的方式，技术实力和市场份额迅速扩大，积累客户达3,000余家，市场占有率超过10%，位列行业前三。

■ **公司互联网模式快速推进**：在互联网服务领域，以服务为先导，以项目为驱动和试点，在云医院、医保控费、药品服务、健康管理等方向深化实践，探索新兴市场，构建互联网模式下的新一代医疗健康信息服务体系。

■ **与乐视合作，打造互联网医疗生态圈**：与乐视从三方面展开战略合作，共同打造互联网+时代下的云医院：1) 内容服务，打造“乐视卫宁健康频道”，为公众提供优质的健康教育内容服务。2) 应用服务，实现“终端+应用”的联动服务，实践基于视频和终端的健康服务和知识服务新模式。3) 服务平台，实现云医院等面向健康服务提供者应用的部署和推进，共建健康服务云平台，提供健康档案云存储、云检索等服务。我们认为此战略合作是公司通过大B端对接C端资源进行医疗健康服务的里程碑事件，未来公司有望继续与其他渠道进行合作，推动面向C端的医疗健康服务。

■ **投资建议与盈利预测**：首次给予“推荐”投资评级，预计公司2015、2016年净利润分别为2.04、3.64亿元，对应EPS0.37、0.67元。互联网医疗业务有望为公司业绩带来新的增长点，医保控费项目的顺利进行有望帮助公司业绩在2016年迎来爆发。

■ **风险提示**：医保控费项目进展不及预期；云医院扩张不及预期。

分析师 朱悦如

执业资格证书号码：0600512080003

021-33661475

zhuyr@gsjq.com.cn

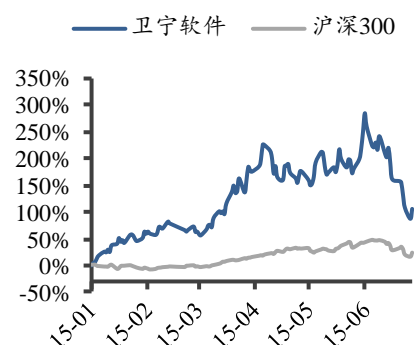
分析师 许希晨

执业资格证书号码：S0600512080001

分析师 王维逸

执业资格证书号码：S0600515050002

行业走势



市场数据

收盘价(元)	52.00
一年最低价/最高价	14.61/100.98
市净率	37.07
流通A股市值(百万元)	19,759.6

基础数据

每股净资产(元)	3.64
资产负债率(%)	31.94
总股本(百万股)	546.34
流通A股(百万股)	379.99

目录

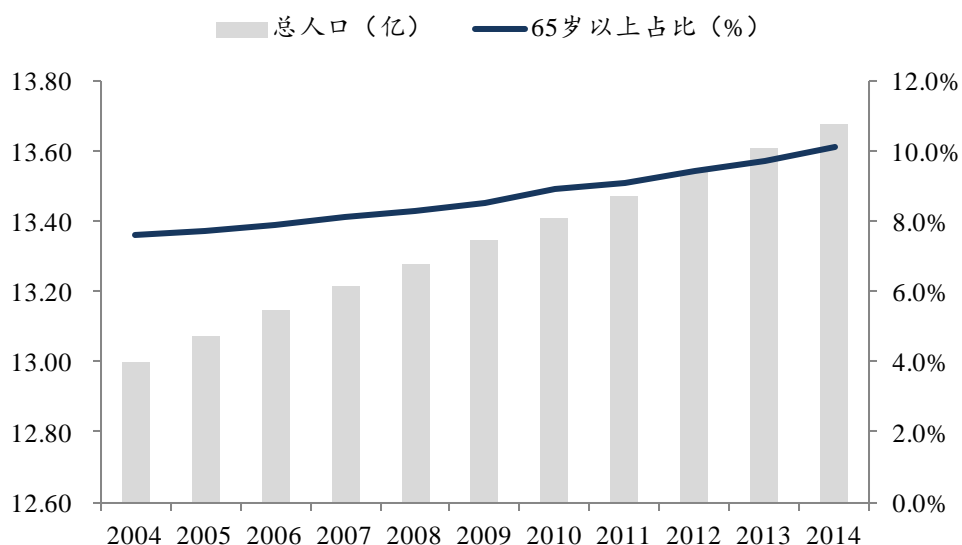
1. 互联网医疗行业必将诞生千亿级公司.....	3
1.1. 医疗行业无周期性，市场空间巨大.....	3
1.1.1. 我国医疗服务市场需求的驱动力.....	3
1.1.2. 我国医疗服务市场规模测算：万亿级别.....	4
1.2. 医药行业不透明，市场化程度低，互联网改造空间大.....	6
1.2.1. 医疗资源分布不均衡.....	6
1.2.2. 缺乏人口健康信息化建设，难以面对慢病高发问题.....	7
1.2.3. 如果公立医院自身效率无法提升，彻底破除“以药养医”将困难重重	8
1.2.4. 医院服务水平广受诟病，信息不透明使得医患矛盾成为社会问题	8
2. 市场化与专业化是互联网医疗行业成功的关键.....	9
2.1. 市场化和专业化是互联网医疗行业取得成功的核心要素...9	
2.1.1. 市场化.....	9
2.1.2. 专业化.....	10
2.2. 国内互联网医疗行业公司比较分析.....	10
2.2.1. 海虹控股.....	11
2.2.2. 万达信息.....	11
2.2.3. 卫宁软件.....	11
3. 卫宁软件将成为互联网医疗领域的王者.....	12
3.1. HIT 市场占有率排名前三.....	12
3.2. 内生加外延，抢占市场份额.....	13
3.3. 专业化程度高、互联网模式快速推进.....	14
3.3.1. 专业化程度高.....	14
3.3.2. 互联网模式快速推进.....	14
4. 卫宁软件 2C 端潜力巨大.....	19
4.1. 大力布局 APP.....	19
4.2. 与大 B 端合作，拓展 2C 新商业模式.....	20
4.2.1. 与阿里健康合作，共同开拓健康管理市场.....	20
4.2.2. 与浙江大学医学院附属邵逸夫医院合作，“云医院”正式落地.....	21
4.2.3. 与乐视网合作，打造健康服务生态圈.....	21

1. 互联网医疗行业必将诞生千亿级公司

1.1. 医疗行业无周期性，市场空间巨大

我国人口基数巨大，截至 2014 年，总人口超过 13.6 亿。从年龄结构上看，65 岁以上人口占比从 2004 年的 7.6% 逐步提升到 2014 年的 10.10%。随着整体医疗卫生水平的提高而带来的人均寿命延长，老龄化人口占比将进一步提升，人口老龄化即将来临，为医疗行业带来上万亿的规模空间。

图表 1 2004-2014 年我国总人口及 65 岁以上人口占比

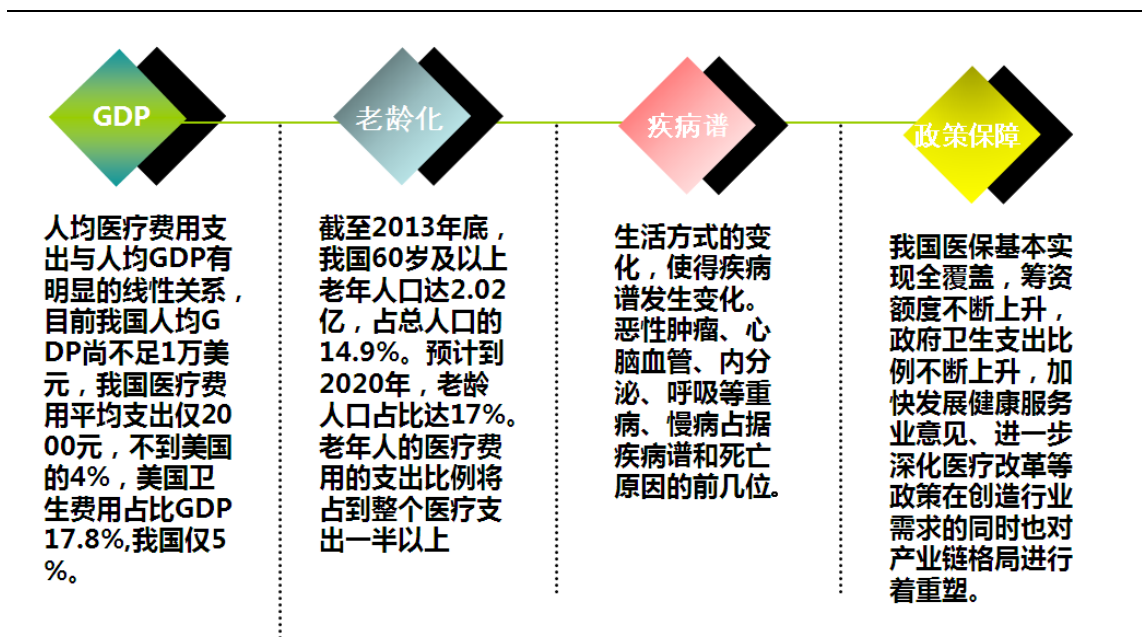


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

1.1.1. 我国医疗服务市场需求的驱动力

人均 GDP 不断增长带来的人均医疗消费支出提升、人口老龄化进程的加快、人类疾病谱的不断变化等因素持续成为我国医疗健康需求的内生动力，加上国家不断加大卫生经费支出，提升医保覆盖率和平均筹资水平，加强医疗服务体系规划，内生刚性需求和外部政策红利将推动我国医疗服务市场不断快速增长。

图表 2 医疗行业增长推动因素



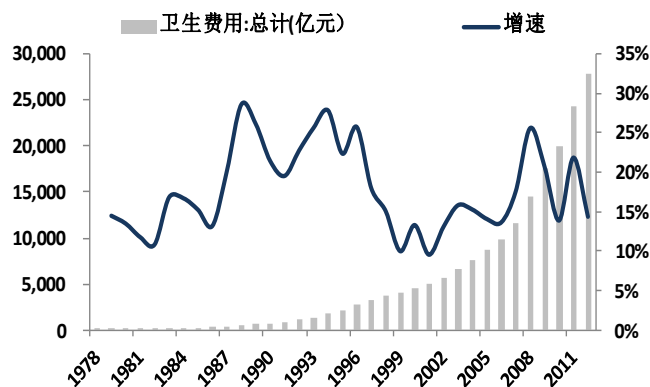
资料来源：统计局，东吴证券研究所

1.1.2. 我国医疗服务市场规模测算：万亿级别

从卫生费用角度：

根据卫生部卫生经济研究所发布的卫生总费用测算结果，全国卫生总费用由 1978 年的 110 亿元增长为到 2012 年的 27,847 亿元，增长金额超过 253 倍，年平均增长率为 18%，卫生总费用占国内生产总值比重由 3.02% 上升到 5.36%，同期，人均卫生消费额也由 12 元增长为 2,057 元，增长了 171 倍。在费用组成结构中，社会和个人支出比重不断下降，政府投入比重不断上升。

图表 3 卫生总费用增长（1978-2012）



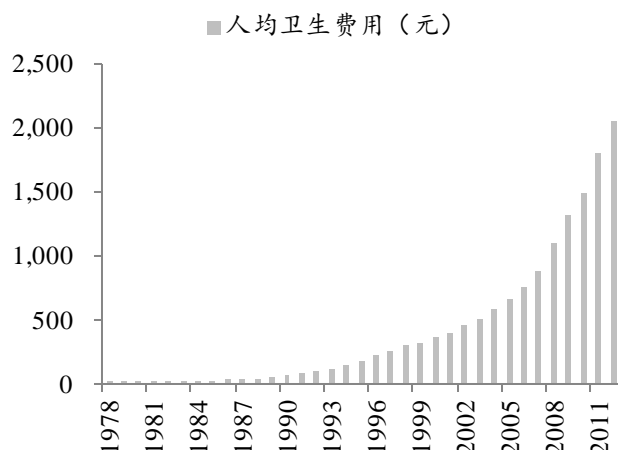
资料来源：中国卫生统计年鉴、东吴证券研究所

图表 4 卫生总费占 GDP 比重逐年上升



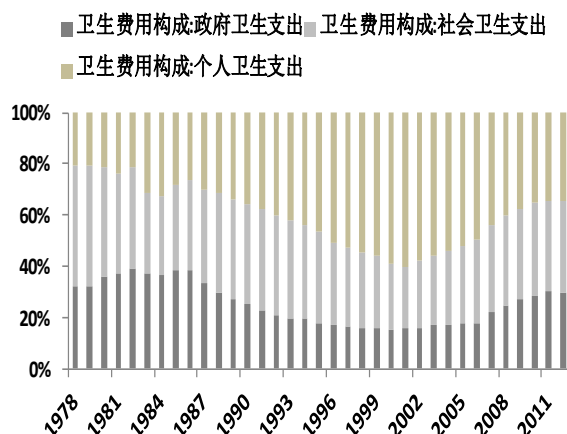
资料来源：中国卫生统计年鉴、东吴证券研究所

图表 5 卫生总费用增长 (1978-2012)



资料来源：中国卫生统计年鉴、东吴证券研究所

图表 6 卫生总费占 GDP 比重逐年上升

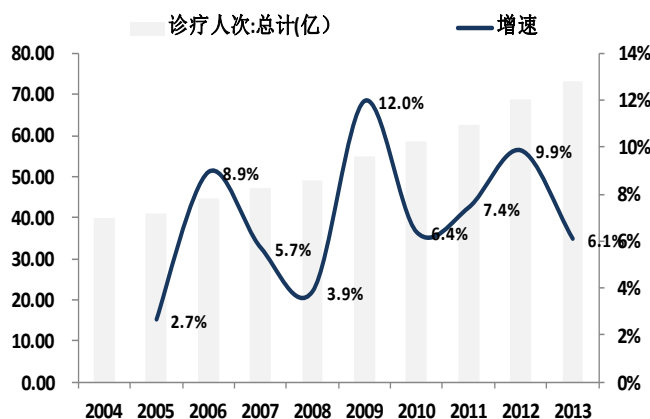


资料来源：中国卫生统计年鉴、东吴证券研究所

从机构收入角度：

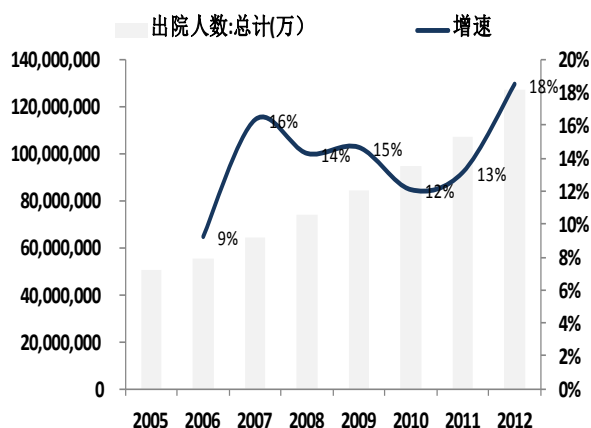
从诊疗和入院人次上看，2004—2013 年，全国医疗卫生机构总诊疗人次由 39.91 亿人次增加到 73.14 亿人次，年均增长 6.96%，住院人数由 6,657 万人增加到 1.91 亿人，年均增长 12.42%。

图表 7 卫生总费用增长 (1978-2012)



资料来源：中国卫生统计年鉴、东吴证券研究所

图表 8 卫生总费占 GDP 比重逐年上升

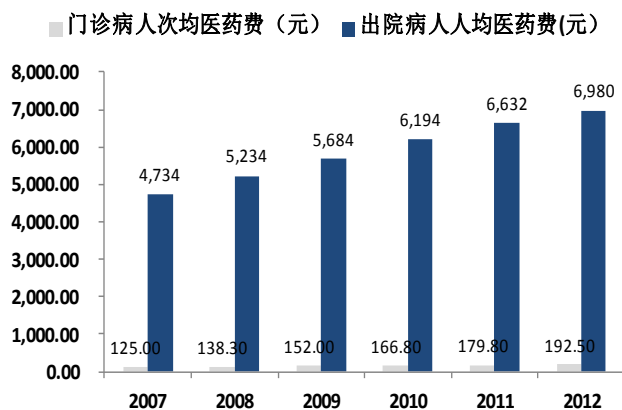


资料来源：中国卫生统计年鉴、东吴证券研究所

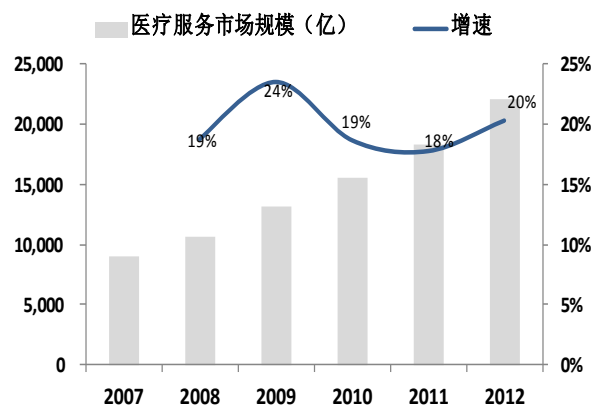
2007 年到 2012 年，均次门诊费用从 125 元增长到 192.5 元，次均出院费用从 4,734 元增长 6,980 元，如果粗略的以次均门诊费用*诊疗人次+次均出院费用*出院人数来估算医疗服务市场规模，则医疗服务市场从 2007 年的 8,953 亿已经增加到 2012 年的 22,113 亿，复合增速达到 20%。

图表 9 卫生总费用增长 (1978-2012)

图表 10 卫生总费占 GDP 比重逐年上升



资料来源：中国卫生统计年鉴、东吴证券研究所



资料来源：中国卫生统计年鉴、东吴证券研究所

这还仅仅是从医疗机构角度统计的医疗服务市场规模，并没有考虑到庞大的医药（收入规模 23,326 亿，与医疗机构收入中有部分重叠）、医疗器械（约 2,500 亿）、保健品（约 4,000 亿）、养生养老等市场，因此，医疗服务+医药市场是一个万亿级别甚至十万亿级别的市场，只有在大的市场中才有可能诞生大的公司。

1.2. 医药行业不透明，市场化程度低，互联网改造空间大

虽然我国医疗服务行业发展较快，空间巨大，但是，目前国内医疗行业依然面临一系列问题，如资源分布不均、信息不透明、缺乏信用体系或存在政策限制，导致整个行业的发展尚不成熟，行业集中度也偏低。

互联网的优势在于消除信息不对称，帮助改善资源错配，提升行业运营效率，而过去国内医疗行业信息不透明，市场化程度低，互联网医疗在国内的发展空间极大！

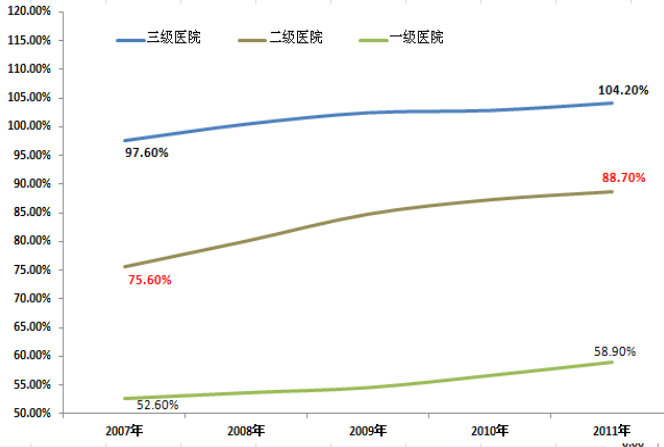
1.2.1. 医疗资源分布不均衡

西部地区医疗卫生资源质量较低。基层医疗卫生机构服务能力不足，利用效率不高。中西医发展不协调，中医药特色优势尚未得到充分发挥。公共卫生服务体系发展相对滞后。公立医疗机构所占比重过大，床位占比近 90%。资源要素之间配置结构失衡，医护比仅为 1:1，护士配备严重不足。专科医院发展相对较慢，儿科、精神卫生、康复、老年护理等领域明显薄弱。

因此，国家提出：建立并完善分级诊疗模式，建立不同级别医院之间、医院与基层医疗卫生机构、接续性医疗机构之间的分工协作机制，健全网络化城乡基层医疗卫生服务运行机制，逐步实现基层首诊、双向转诊、上下联动、急慢分治。以形成分级诊疗秩序为目标，积极探索科学有效的医联体和远程医疗等多种方式。充分利用信息化手段，促进优

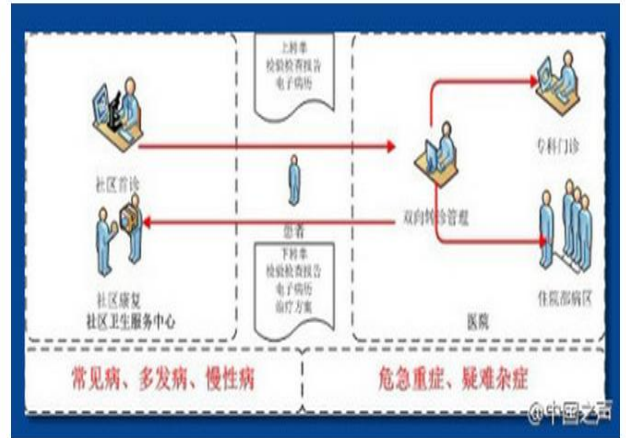
质医疗资源纵向流动，建立医院与基层医疗卫生机构之间诊疗信息互通共享、远程医疗服务和教学培训的信息渠道。未来分级诊疗是趋势，而互联网、远程医疗在其中的作用非常明显。

图表 11: 三级医院和一级医院病床利用率差别大



资料来源: 中国卫生统计年鉴、东吴证券研究所

图表 12: 分级诊疗流程图



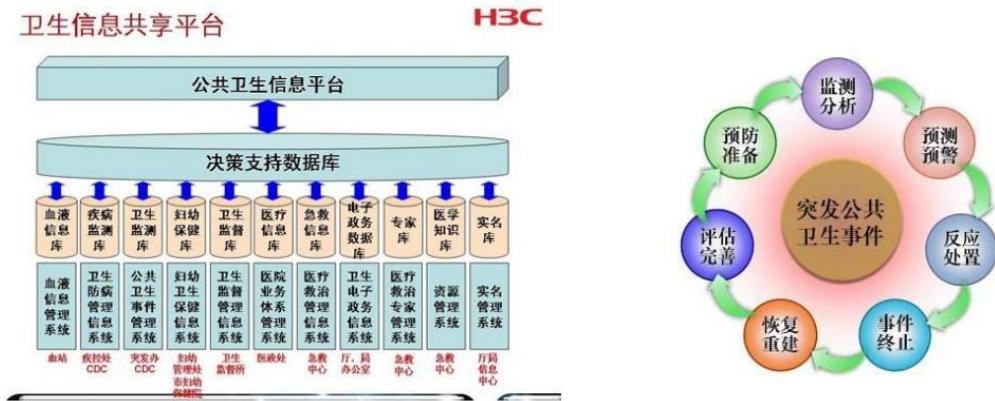
资料来源: 中国卫生统计年鉴、东吴证券研究所

1.2.2. 缺乏人口健康信息化建设，难以面对慢病高发问题

医疗卫生服务体系难以有效应对当前面临的慢性病高发等健康问题，公共卫生机构、医疗机构没有建立合理的分工协作机制，缺乏联通共享，各级各类医疗卫生机构内部及相互之间缺乏合作和协同，碎片化的问题比较突出。

为了解决这个问题，国家提出加强人口健康信息化建设，到 2020 年，实现全员人口信息、电子健康档案和电子病历三大数据库基本覆盖全国人口并信息动态更新。全面建成互联互通的国家、省、地市、县四级人口健康信息平台，实现公共卫生、计划生育、医疗服务、医疗保障、药品供应、综合管理等六大业务应用系统的互联互通和业务协同。积极推动远程医疗服务发展。普及应用居民健康卡，积极推进居民健康卡与社会保障卡、金融 IC 卡、市民服务卡等公共服务卡的应用集成，实现就医“一卡通”。依托国家电子政务网，构建与互联网安全隔离，联通各级平台和各级各类卫生计生机构高效、安全、稳定的信息网络。建立完善人口健康信息化标准规范体系。加强信息安全防护体系建设。实现各级医疗服务、医疗保障与公共卫生服务的信息共享与业务协同，转变服务方式，提高服务能力和服务效率。

图表 13 卫生公共平台建设



资料来源：公司网页，东吴证券研究所

1.2.3. 如果公立医院自身效率无法提升，彻底破除“以药养医”将困难重重

我国医院收入成分中，来自药品的比重达到 40% 以上，公立医院改革以破除“以药养医”为目标，但由于国家财政补贴和提高医疗服务收费带来的增量是有限的，无法等量弥补医院收入的下降，因此未来医院增收只能来自两个方面，一方面：通过压缩药费开支，或是降低药价，

因此迫切需要医院加强医院管理效率，提高床位周转率，提高服务水平，增加诊疗人次来弥补。但现有医院普遍存在管理效率低下、服务水平不高的问题，如果不能实现医院运营效率的提升，则破除“以药养医”只能是一句空话，影响我国医改目标的实现。

1.2.4. 医院服务水平广受诟病，信息不透明使得医患矛盾成为社会问题

医院在服务环节上普遍存在挂号时间长、候诊时间长、取药时间长，就诊时间短的问题。而由于医患信息的不对称，医生工作时长压力大等问题，容易造成医患之间的纠纷，各地屡屡出现的暴力伤害事件，表明医患关系已经成为社会问题。如何提高医院服务水平，尽快解决信息不对称问题，加强对患者的教育以及减轻医生工作压力，都必须依靠互联网的手段来解决。

图表 14 北京友谊医院的互联网医疗流程实践



手机预约挂号 线上移动支付 候诊排队提醒 检验报告推送 院内楼宇导航

资料来源：公司网页，东吴证券研究所

2. 市场化与专业化是互联网医疗行业成功的关键

2.1. 市场化和专业化是互联网医疗行业取得成功的核心要素

进入 2015 年，“互联网+”概念开始渗透入各个行业的方方面面，在医疗行业中更是反响强烈。互联网+医疗产生的效应，正在逐渐打破传统医疗模式的重重限制，改造着现有的医疗服务体系，成为了市场追逐的热点。

互联网医疗，是互联网在医疗行业的新应用，包括了以互联网为载体和技术手段的健康教育、医疗信息查询、电子健康档案、疾病风险评估、在线疾病咨询、电子处方、远程会诊、及远程治疗和康复等多种形式的健康管家服务。所有与疾病相关的信息可以自由流动、上传、分享，使跨地域之间的医生会诊轻松实现。患者就诊，不再要求必须与医生面对面。

2.1.1. 市场化

医药体系市场化的改革大方向已经明确，据了解，2015 年 1 月国家卫计委印发的《关于同意在宁夏、云南等 5 省区开展远程医疗政策试点工作的通知》中曾明确提出，鼓励有条件的地方选择具有丰富远程医疗实施和运营经验的第三方专业服务机构，研究建立基于第三方的市场化远程医疗服务模式、运营机制和管理机制。从新修订的《管理办法》特别征求第三方服务平台的意见，到鼓励远程医疗实施第三方市场化运营可以看出，国家卫计委认为互联网医疗发展前景广阔，尤其看重互联网医疗市场化。

医生多点执业于 2014 年开始实际推进，为我国互联网医疗市场化发展扫除了根本障碍。2015 年 1 月 12 日，卫计委发布《关于推进和规范医师多点执业的若干意见》，提出推进医师合理流动，放宽条件、简化注册审批程序，探索实行备案管理或区域注册，优化医师多点执业政策环境，

使得作为医改重点内容的医师多点执业进一步放开。

互联网医疗近几年在我国有了一定程度的发展，具有代表性的互联网医疗形式有：以健康教育和信息为主的 39 健康网；以医师评价和挂号为主的好大夫在线；以电子健康档案采集和应用为主的 120ehr 网；以疾病风险评估为主的宜康网；以即时在线咨询为主的医通无忧网等。以春雨医生为例。目前，春雨医生应用平台每天产生约 3.9 万个问题，其中 30%-40% 并不需要到医院就诊。患者针对自己的需求自主选择医生，医生根据患者的描述给出诊疗建议，解决了供需信息不对称和医疗资源不均衡的双重问题，有利于推进互联网医疗的市场化。

2.1.2. 专业化

当李克强总理提出互联网+的时候，互联网+医疗是其中最具有前景和最有规模的一个产业，但同时也是最难做的一个产业。生命对于个体只有一次，所以互联网医疗必须建立在专业化的基础之上。

医疗服务的主体是医生和患者。我国长期以来，都是医生定点执业、医生依附于医院救治患者的模式。传统的医疗服务中，医生需要查看患者的面色、体温、声音、脉搏等进行诊断。目前，互联网医疗还不能解决专业性较高的疾病或者是疑难杂症，只能受用于一部分常规疾病的治疗。互联网医疗要满足医疗行业专业化的诊治需求，这是要突破的技术难点。要打破面对面就诊的传统医疗模式，让患者做到放心就诊，专业化的医生和专业化的硬件缺一不可。

传感器技术日臻成熟使终端设备更加智能化；4G 和 Wifi 技术发展，使终端设备更加快速的连接互联网；大数据、云计算的迅速发展，使快速从实时数据流中获取有价值的信息成为可能；智能设备普及率上升，手机网民规模达 5 亿，使移动互联网进入全民时代；机器深度学习技术的发展，也将为人类带来更加智能化的服务。

根据我国工信部统计的数据，目前国内现有移动医疗 App 数量已达 2000 多款，且依旧处于快速增长阶段。随着硬件的专业化水平不断提升，远程医疗、慢病监测、在线医疗等成为可能。互联网医疗的专业化为其未来发展的广阔空间奠定了坚实的基础。

2.2. 国内互联网医疗行业公司比较分析

随着我国互联网经济的蒸蒸日上，“互联网+”的概念不断升温，在搭上互联网时代顺风车的同时，也力求能更好地同线下业务互动互补。医疗服务业面临前所未有的大变革和大机遇。

互联网医疗序幕已经开启，逐渐将进入爆发式发展阶段。其中，医

疗综合平台和医保控费信息化（PBM）有望成为行业增长的主要驱动。

在监管层对商业健康险的大力推进背景下，PBM 需求有望进一步扩大，医疗 IT 公司基于 PBM 可开拓更多商业模式，未来医疗 IT 企业可从 PBM 进一步前推至家庭健康管理业务，有望孕育出万亿规模市场，带动以海虹控股、万达信息、卫宁软件为代表的企业快速发展。

2.2.1. 海虹控股

海虹控股自 2000 年初便通过经营药品集中采购和医药电商的身份，积累了业务经验，同时借此与全国 29 省市、3000 逾家医疗机构建立了深厚的合作关系。

2009 年，公司与 ESI 成立合资公司，正式介入 PBM 业务，合作开发了医保基金智能管理平台，并同时成就了海虹“医保控费第一股”的美誉。在此基础上，海虹把握住了国家大力支持商险发展的政策红利，定增 40 亿打造海虹新健康服务平台，力求建立医疗新秩序，形成“保险+医院+互联网医疗”业务链，实现“预防+治疗+康复”的健康服务闭环生态圈。

2.2.2. 万达信息

万达信息作为国内城市信息化领域的领先企业，拥有国内软件领域体现综合能力的两项最高等级资质认证，在互联网运行中具有技术优势。布局互联网医疗领域以来，得益于医改持续深化释放的政策红利，公司迎来了历史性发展机遇。

2014 年公司在医疗、医药、医保、健康等重要环节全面布局。公司过去一年先后收购金唐和复高，构建区域医疗和医院信息化硬实力；拿下上海药品集采项目，铺垫医药电商业务的同时，自主研发的医保控费模式也备受好评。同时，与政府密切联系合作下的“上海市健康管理云平台”也是业内首创的健康管理模式。

2.2.3. 卫宁软件

卫宁软件是医疗卫生领域应用软件的研发、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，在医疗卫生信息化领域具有深厚的积累。这使得卫宁软件在传统医疗信息化业务领域具有得天独厚的竞争力。

在原有传统业务的基础上，公司通过并购北京宇信网景、山西导通信息等，取得区域优势的同时，也强化了其在医疗健康信息化领域的影响。公司在医疗健康领域布局多年，医院 HIS 系统市占率全国领先，医保、社保控费模式已进入落地阶段；

公司继率先与浙江邵逸夫医院、江干区卫生局签署云医院合作后，再与辽宁省合作将继续以云服务+本地备份方式搭建互联网+智慧医疗信息系统平台，整合医疗与药品服务实现跨机构跨地域的信息共享。

图表 15 海虹控股、万达信息、卫宁软件比较

	优势	劣势
海虹控股	与医疗机构合作密切，向 PBM 及新健康生态服务转型成功 布局较早	医疗专业化程度低
万达信息	国内信息化领先企业，互联网领域高资质企业 地方政府关系强，分享政策红利 医保控费模式运行成熟	优势的医保控费模式具有较强复制性 互联网医疗领域布局较晚
卫宁软件	医院信息系统全系列产品集合，专业化程度高 市场化程度高，激励机制完善 并购加速，区域优势明显 HIS 系统市场份额领先 智慧医疗已进入落地阶段	业务开拓迅速，风险较大

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

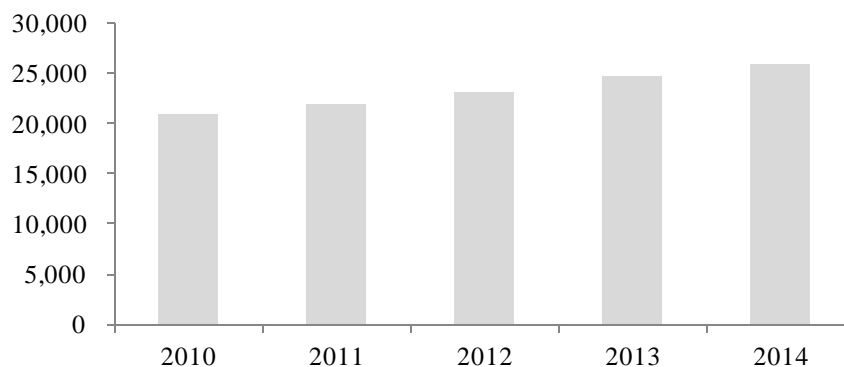
3. 卫宁软件将成为互联网医疗领域的王者

金仕达卫宁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。卫宁软件是业内市场化程度与专业化能力最高的企业，未来有望成为互联网医疗领域的龙头。

3.1. HIT 市场占有率排名前三

金仕达卫宁是专注于医疗信息化(HIT)的 IT 公司，拥有 HIS、EMR、LIS、RIS、PACS 等解决方案，覆盖医疗卫生信息产业的各个领域。公司在行业内具有较高的知名度和领先的市场地位，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。公司于 2011 年 7 月 5 日成功上市创业板，是国内第一家主攻 HIT 的上市企业。

图表 16 全国医院家数



资料来源：统计局，东吴证券研究所

作为首个登陆A股的HIT企业，金仕达卫宁获得了较大的市场认可，与同业其他竞争对手相比，公司借助资本平台打开了的扩张的快速通道。随着医院数量的稳步提升和公司市场开拓力度的进一步加大，目前客户达3,000余家，市场占有率超过10%，位列行业前三。

3.2. 内生加外延，抢占市场份额

未来公司将继续利用上市公司的良好平台，通过一系列的外延并购，将客户范围进一步拓展到全国，实现区县一级卫生局到省市一级三甲医院的全覆盖。公司于2014年先后收购北京宇信网景信息技术有限公司60%股权、山西导通信息科技有限公司100%股权及上海天健源达信息科技有限公司51%股权、新设控股子公司新疆金仕达卫宁软件有限公司。通过一系列的布局，进一步拓宽了公司在全国的市场份额，提升了公司产品供给及技术服务的能力。

图表 17 主要控股参股公司

公司名称	控股比例	2014 年净利润
新疆金仕达卫宁软件有限公司	51%	4,832,817.84
北京宇信网景信息技术有限公司	60%	7,446,285.48
山西导通信息科技有限公司	100%	16,597,171.80
上海天健源达信息科技有限公司	51%	0.00
上海金仕达卫宁软件科技有限公司	65%	-10,503,467.32
江苏金仕达卫宁软件有限公司	100%	6,605,943.22
西安金仕达卫宁软件有限公司	100%	-194,897.58
山西金仕达卫宁软件有限公司	100%	16,597,171.80

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

3.3. 专业化程度高、互联网模式快速推进

3.3.1. 专业化程度高

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，并努力成为医疗信息化改革的最佳实践者。公司曾多次荣获“上海市明星软件企业”称号，并于 2014 年 10 月荣获“2013 年度医疗行业十大信息技术服务龙头企业”奖项；公司产品多次被评为“上海市优秀软件产品”，其中“金仕达卫宁区域信息平台 4.5”系统完整通过了 IHE 中国 Connectathon 2012 “区域医疗信息系统”测试并获得相关证书。

公司对 HMIS、HCIS、HRP、BI、集成平台等 5 大产品系进行深入改造研发，近三年公司研发投入金额及占营业收入的比例均在 10% 以上，实现对传统优势产品的升级优化，打造智慧医疗信息平台；推出和发布了卫宁医院信息平台、血透信息管理、绩效考核系统、医讯通、优生优育健康服务平台等多个新产品；对云计算的软件服务模式、大数据处理系统、临床决策系统等新技术和产品，公司研发部预研各种技术，进行概念验证和典型用户示范，并与各高等院校、专业研究机构、客户及政府部门合作，将新技术、新需求有效应用于各个示范应用点，争取得到行业权威机构的支持和认可，进一步扩大推广应用范围。

3.3.2. 互联网模式快速推进

在互联网服务领域，以服务为先导，以项目为驱动和试点，在云医院、医保控费、药品服务、健康管理等方向深化实践，探索新兴市场，构建互联网模式下的新一代医疗健康信息服务体系，逐步建成线上线下一体化，B+B2C 的就医云、健康云、药品福利云和云医院，为公众提供优质的感受和服务，维持并加强公司在用户数量、用户粘性及技术方面的核心竞争优势。

图表 18 云服务平台架构模式



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

1) 医疗：云医院

卫宁凭借 HIS 和 CIS 系统的进一步渗透，将进一步整合药房云、移动 APP、远程问诊等资源，构建医疗云平台，打造开放的云医院体系，从而支持医院间跨地域联动、医生多点执业，实现就医云、健康云、PBM 云。

卫宁所打造的云医院将以开放的模式对接区域内各级医院及患者，实现医疗资源更加合理的分配。未来，基层医院的医生有望成为患者的家庭医生，主治普通的伤病，同时解决业务来源问题；这样以来，普通患者的分流将使得三甲医院能将更多精力集中在疑难病症的诊治上，同时还能进一步提升自身的科研能力。

为了更合理地分配医患资源，还必须实现各级医院之间的双向转诊机制，使得患者可以依据自身病情实际变化情况，连同病例资料等数据自由地在不同级别医院间转诊，完善分级医疗的构想。

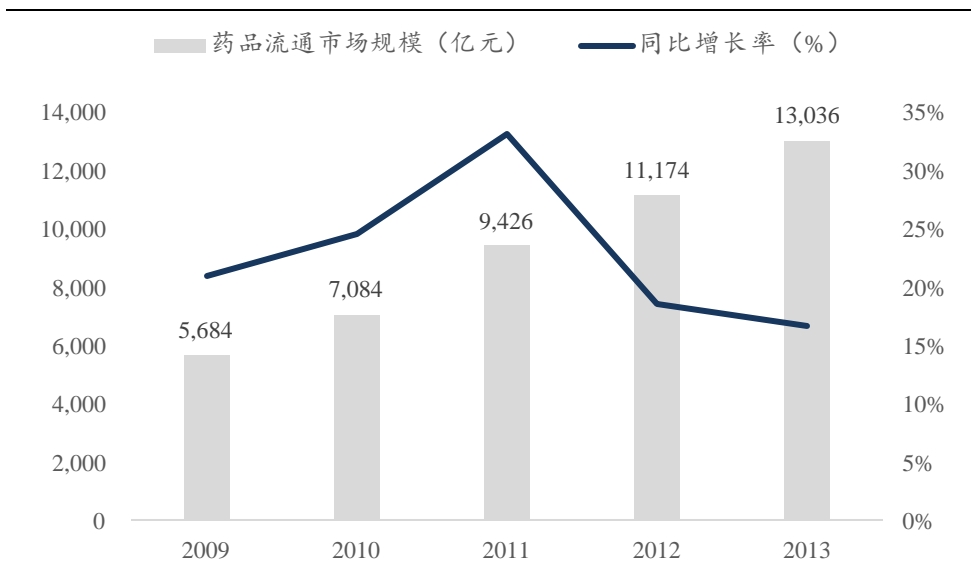
政府是分级医疗的主要推动方之一，若云医院的模式能顺利搭建，以及实现推广复制，将能反过来促进分级医疗在全国地区的推广，从而帮助卫宁获得更多的医疗资源和数据，巩固未来医疗互联网行业当中的竞争优势。

2) 医药：与阿里健康签订战略合作协议，掘金万亿级医药电商市场

公司的 HIS 系统积累了 3000 家医院资源，在电子处方数据方面具有

天然的卡位优势，通过将电子处方数据与阿里健康的医药电商平台进行对接，可以形成前段电子处方卡位后端阿里健康药品销售的闭环。2013 年中国的药品流通市场规模达到了 1.3 万亿元，其中约 75% 为处方药市场。公司卡位医药电商市场，未来发展潜力巨大。

图表 19 药品流通市场



资料来源：统计局，东吴证券研究所

此外，卫宁有望通过长期以来积累掌握的大量医院处方数据，以处方流转和医药导流的方式，切入药品配送领域并参与分成，扩大收入来源。

3) 医保：多地展开合作，医保控费业务全面起航

商业保险获国家大力扶持，未来我国商业保险发展空间巨大

自 2014 年以来，国家颁布了一系列文件来推动商业保险的发展，如下表所示：

图表 20 近期国家鼓励商业保险发展相关政策文件

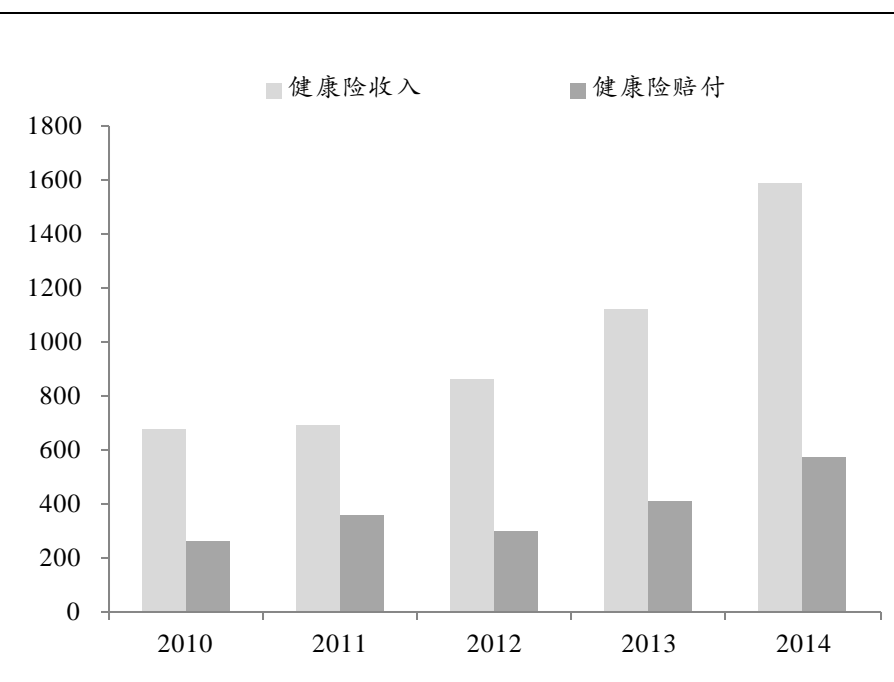
时间	文件名	内容
2014/8/13	《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》	提出到 2020 年，基本建成保障全面、功能完善、安全稳健、诚信规范，具有较强服务能力、创新能力和国际竞争力，与我国经济社会发展需求相适应的现代保险服务业，努力由保险大国向保险强国转变。
2014/11、	《关于加快发展商业健康	到 2020 年，基本建立市场体系完备、产品形

17	保险的若干意见》	态丰富、经营诚信规范的现代商业健康保险服务业。实现商业健康保险运行机制较为完善、服务能力明显提升、服务领域更加广泛、投保人数大幅增加，商业健康保险赔付支出占卫生总费用的比重显著提高。
2015/5/6		国务院总理李克强 5 月 6 日主持召开国务院常务会议，决定试点对购买商业健康保险给予个人所得税优惠，对个人购买这类保险的支出，允许在当年按年均 2400 元的限额予以税前扣除。

资料来源：东方财富网，东吴证券研究所整理

2014 年我国健康险业务原保险保费收入 1587.18 亿元，健康险业务赔款和给付 571.16 亿元，

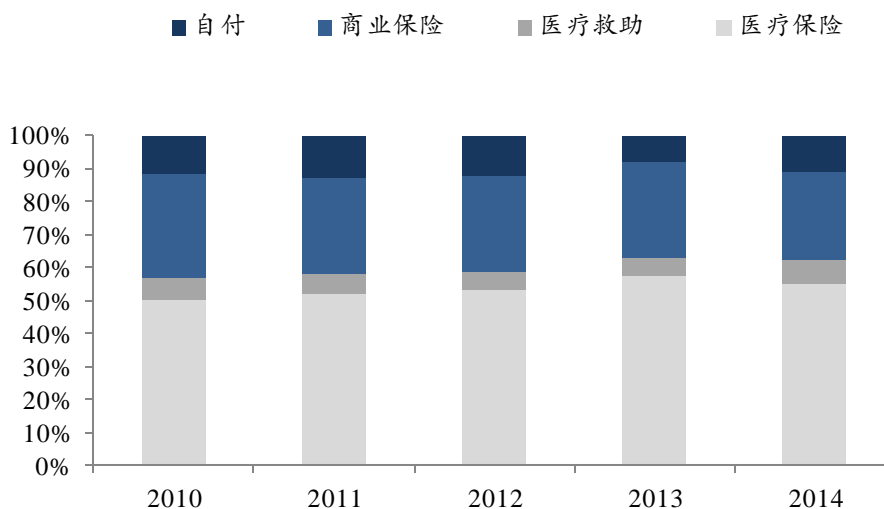
图表 21 中国健康险收入和赔付情况（单位：亿元）



资料来源：东方财富网，东吴证券研究所整理

图表 22 美国医院收入占比





资料来源：东方财富网，东吴证券研究所整理

公司医保控费业务市场规模达数百亿元

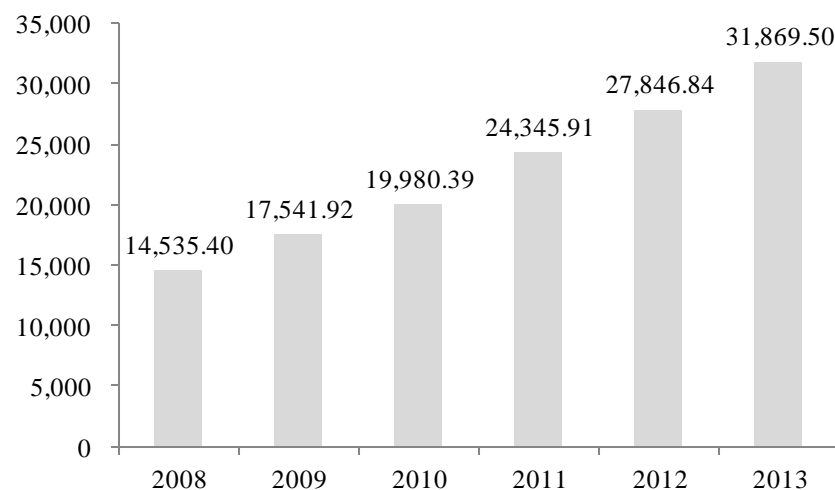
公司的控股子公司卫宁科技专注于医保基金监控卫宁软件的控股子公司“卫宁科技”专注于医保基金监控智能审核管理、智能数据挖掘、临床医学知识库应用研究及开发、销售等服务。

1、在社保领域，公司为江苏、浙江、上海、山东、山西、亳州、无锡等多省市为政府搭建医保控费系统；

2、在商保领域，公司为平安养老、太平人寿、中国人保、中国人寿、中华财险等商保公司开发第三方核保核赔平台(TPA)。

2014 年我国商业健康保险赔付支出在医疗卫生总费用中占比为 1.3%，而德国、加拿大、法国等发达国家的平均水平在 10% 以上，美国高达 37%。

图表 23 我国年度卫生费用支出 (单位：亿元)



资料来源：东方财富网，东吴证券研究所整理

我们认为，未来我国商业保险赔付支出占比至少达到欧洲发达国家的平均水平，若未来我国医疗卫生总费用保持 10% 的增长，则到 2020 年，我国商业健康保险的赔付支出将达到 6000 亿元的水平。假设医保控费系统按 3% 到 5% 收取佣金，则市场规模达到 180 亿元到 300 亿元。

4) 健康管理

国务院 2013 年公布的《关于促进健康服务业发展的若干意见》提出，到 2020 年，基本建立覆盖全生命周期的健康服务业体系，健康服务业总规模达到 8 万亿元以上。

目前慢性病已经成为影响我国人民群众身体健康主要因素，常见慢性病主要有心脑血管疾病、糖尿病、恶性肿瘤、慢性呼吸系统疾病等。慢性病发生和流行与经济社会、生态环境、文化习俗和生活方式等因素密切相关。伴随工业化、城镇化、老龄化进程加快，我国慢性病发病人数快速上升，截至 2011 年确诊的患者 2.6 亿人，是重大的公共卫生问题。慢性病病程长、流行广、费用贵、致残致死率高。慢性病导致的死亡已经占到我国总死亡的 85%，导致的疾病负担已占总疾病负担的 70%，是群众因病致贫返贫的重要原因，若不及时有效控制，将带来严重的社会经济问题。

以糖尿病为例，根据 IDF（国际糖尿病联盟）的统计数据，2013 年中国糖尿病人数 9840 万，居全球首位。假设单个病人每月花费 100 元用于糖尿病慢病管理，则我国糖尿病慢病管理的市场规模将达到千亿级的水平。

公司与上海市第六人民医院合作，依托卫宁软件强大的信息化开发和实施能力，开展糖尿病健康管理和健康服务的线上健康管家平台的建设，依托第六人民医院以及十个社区卫生服务中心在国内领先的糖尿病治疗和管理能力，开展糖尿病诊疗、康复指导、疾病管理、社区随访一体化的线下服务。通过线上平台和线下服务的有机结合和联动服务，共同建立起基于移动互联网面向患者服务的糖尿病管理和服务的新模式。目前公司与上海市第六人民医院共同开发的糖尿病健康管理平台 APP 康信已经上线。

4. 卫宁软件 2C 端潜力巨大

4.1. 大力布局 APP

目前公司推出的健康 APP 包括针对优孕宝、医讯通、糖尿病慢病管

理的康信。

图表 24 公司推出的 APP

优孕宝	“优孕宝”一方面借助传感设备、物联网方式对准妈妈的产前、产中、产后的健康状况进行全程监控和健康指导，另一方面通过“优孕宝”APP 的线上服务方式使准妈妈随时能查询最新的孕保知识，了解自己的健康状况，检索和查询自己的产前检查情况，反馈自己相关的健康信息给孕保医生，并能得到生育风险评估、饮食建议、胎教服务以及产后随访、婴幼儿保健等方面的指导，通过“优孕宝”能直接在线与医生进行交流，还能为准妈妈形成个性化的健康指导方案。“优孕宝”预计将在试点成功后三年内覆盖江苏省 13 个地市 100 个县（区），惠及 100 万的孕产妇人群。
医讯通	医讯通是一款针对广大病患需求的移动应用软件，着力于加强医院，医生，病患之间的信息沟通，病患之间的就医信息共享。病患可以通过系统及时的查看自身的病历情况，了解检验检查信息。利用目前智能手机覆盖广、操作简便、可靠等特性，为患者提供“诊前、诊中、诊后”全程医疗信息服务。
康信	公司上海六院合作推出糖尿病健康管理 app 康信，专业性、可靠性、个性化的全方位慢病管理（糖尿病）健康管理信息服务平台。

资料来源：东方财富网，东吴证券研究所整理

公司掌握 3000 余家医院客户资源，通过医院医生向病人推荐 APP，有望实现公司 APP 装机量的快速增长。同时，通过 APP 装机，公司能够对接医生、患者、医药三方资源，打造 B2B2C 的商业模式，未来的变现潜力不可估量。

4.2. 与大 B 端合作，拓展 2C 新商业模式

目前公司的医院客户达到 3000 余家，未来覆盖医院数量将达到 6000 家，公司在医院入口卡位优势显著，通过与大 B 端合作，打造 2C 闭环商业模式。目前已分别与阿里健康、乐视网以及杭州大学附属医院等达成云战略合作，未来变现潜力巨大。

4.2.1. 与阿里健康合作，共同开拓健康管理市场

在健康管理方面，卫宁将搭建慢病管理平台，阿里健康有望助力导入 C 端患者，实现院内院外一体化服务。而除阿里健康体系之外，卫宁将与阿里支付体系合作，发挥自身智能审核风控优势，实现药品控费；亦将与阿里云体系合作，将自身在各类医疗卫生服务应用系统部署入云端，加速互联网医疗业务步伐。总体来看，医疗健康已是阿里各大业务

版图的重中之重，本次合作期限 3 年并无意外则自动延期，我们认为，在二者的长期合作关系中，更多惊喜值得期待。

4.2.2. 与浙江大学医学院附属邵逸夫医院合作，“云医院”正式落地

公司与浙江大学医学院附属邵逸夫医院、杭州市江干区卫生和计划生育局于 2015 年 4 月 10 日签署了《基于云医院平台的健康服务合作框架协议》，通过打造统一、互联、协同服务的信息平台，整合各级各类医疗健康服务资源，形成各类具有“互联网+”特性，上下联动，跨行业互通、便捷可及的医疗健康新服务。

协议的签订标志着公司“云医院”战略由构想到落地的逐步实现。合作三方共同打造的信息平台一方面可以面向患者实现便捷的就诊体验，还为支持医院间跨地域协同服务提供可能，此外还将支撑医生多点执业、医药联动、健康管理联动和慢病管理联动等新模式、新业务。

三方共同致力于逐步形成以平台为核心枢纽，各级各类医疗卫生机构有效接入，有序运行协同业务（医事、药事、药品、支付、病理、检验检查、健康管理等服务）的健康服务业新生态、以患者为中心的分级诊疗体系。

4.2.3. 与乐视网合作，打造健康服务生态圈

卫宁软件与乐视达成战略合作协议，共同打造互联网+时代下的云医院。双方将共同打造“平台+内容+终端+应用”模式，面向 C 端（患者、公众、医生、护士等），联动 B 端（医院、保健机构等），集线上线下一体化的健康服务新业务及其生态圈。双方的合作将在三个层面展开：1) 在内容服务方面，打造“乐视卫宁健康频道”，为公众提供优质的健康教育内容服务。2) 在应用服务方面，建立基于移动互联健康服务应用圈，直达医疗健康服务机构内部，实现“终端+应用”的联动服务，实践基于视频和终端的健康服务和知识服务新模式。3) 在服务平台方面，实现云医院等面向健康服务提供者应用的部署和推进，共同开展健康服务云平台建设，提供健康档案云存储、云检索等服务。我们认为卫宁软件与乐视网的战略合作是公司通过大 B 端对接 C 端资源进行医疗健康服务的里程碑事件，未来公司有望继续与其他渠道进行合作，掘金万亿级的医疗健康服务市场。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	835.3	1067.7	1612.5	2390.0	营业收入	491.4	766.4	1275.8	1898.8
现金	362.8	380.0	648.1	1217.5	营业成本	222.8	343.7	528.4	764.0
应收款项	435.1	629.9	873.8	1040.4	营业税金及附加	7.2	10.7	17.9	26.6
存货	28.3	43.6	67.0	96.9	营业费用	79.8	115.0	191.4	284.8
其他	9.1	14.2	23.6	35.1	管理费用	83.9	130.3	216.9	322.8
非流动资产	382.7	416.7	432.0	448.9	财务费用	-8.3	-3.9	-7.7	-14.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	26.5	60.9	76.6	90.8	其他	-16.3	0.0	0.0	0.0
无形资产	11.2	10.8	10.4	13.1	营业利润	89.8	170.6	328.9	514.6
其他	345.0	345.0	345.0	345.0	营业外净收支	39.2	51.0	66.3	86.2
资产总计	1218.0	1484.4	2044.6	2838.8	利润总额	129.0	221.6	395.2	600.7
流动负债	323.9	406.7	639.7	933.6	所得税费用	6.4	17.7	31.6	48.1
短期借款	50.0	0.8	0.0	0.0	少数股东损益	1.7	0.0	0.0	0.0
应付账款	81.8	113.0	173.7	251.2	归属母公司净利润	121.0	203.9	363.6	552.7
其他	192.1	293.0	466.0	682.4	EBIT	90.9	166.7	321.3	500.6
非流动负债	102.0	102.0	102.0	102.0	EBITDA	99.0	172.3	328.7	510.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	102.0	102.0	102.0	102.0	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	425.9	508.8	741.7	1035.6	每股收益(元)	0.22	0.37	0.67	1.01
少数股东权益	23.9	23.9	23.9	23.9	每股净资产(元)	1.41	1.74	2.34	3.25
归属母公司股东权益	768.2	951.7	1279.0	1776.4	发行在外股份(百万股)	546.3	546.3	546.3	546.3
负债和股东权益总计	1218.0	1484.4	2044.6	2835.8	ROIC(%)	12.7%	16.7%	29.3%	46.1%
					ROE(%)	15.7%	21.4%	28.4%	31.1%
					毛利率(%)	53.2%	55.2%	58.6%	59.8%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	EBIT Margin(%)	18.5%	21.8%	25.2%	26.4%
经营活动现金流	42.8	109.0	328.0	648.1	销售净利率(%)	24.6%	26.6%	28.5%	29.1%
投资活动现金流	-140.5	-22.2	-22.7	-23.4	资产负债率(%)	35.0%	34.3%	36.3%	36.5%
筹资活动现金流	10.5	-69.6	-37.1	-55.3	收入增长率(%)	40.9%	56.0%	66.5%	48.8%
现金净增加额	-87.1	17.2	268.1	569.4	净利润增长率(%)	50.1%	68.5%	78.3%	52.0%
企业自由现金流	-196.4	36.3	237.2	532.5					

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

看好: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘 -5%~5%;

看淡: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级:

强烈推荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上;

推 荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上;

谨慎推荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上;

观 望: 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%;

卖 出: 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码: 215028

传真: (0512) 62938663

公司网址: <http://www.gs jq.com.cn>