

# 最强互联网基因+医疗资源背书，互联网 医疗新星冉冉升起

——万方发展（000638.SZ）深度研究报告

## 投资要点：

- **转型互联网医疗快准狠，to c 业务最有潜力的互联网医疗企业**  
公司转型酝酿已久，决心大执行力强。公司团队具备极强的互联网基因，也积累了不少优质医疗资源，业务模式线上线下并重，线上有望快速获取流量，线下资源也在加速布局，是 to c 业务最有潜力的互联网医疗企业。
- **最强互联网基因和医疗资源背书，构筑核心业务壁垒**  
公司通过多重布局，搭建了以“医院-药店-家庭-康复”为核心的医疗板块布局。义幻网络打造一体化智慧医疗模式，借助“微信平台+中国电信”抢占医疗流量入口，落脚移动运营商、医疗机构、医生及患者，构建整个商业模式关键节点。执象网络深耕医药 O2O，布局数字口腔分级诊疗。与四川省卫计委签订战略合作协议，有望推动业务模式在四川省快速复制。
- **闭环模式独特，盈利模式逐渐清晰，想象空间巨大**  
公司基于现有的互联网医疗业务卡位流量入口，形成商业闭环。义幻未来可以基于对医院销售收入的分成、对医院的服务费、营销服务和用户的使用费进行流量变现。执象可以在用户积累到一定程度后，实现对药店的服务费用收取。数字口腔业务有望参与增收分成，或者选择从产业链其他环节变现；长期来看，公司可以通过药品和医疗服务（诊费分成）来变现。
- **资金实力雄厚，后续产业链+区域延伸双布局**  
公司现金储备充足，并设立健康产业基金，未来有望进一步提升并购效率，完善线上线下产业链布局，同时依托四川向西南区域扩张。
- **预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.01、0.06 和 0.09 元，参考互联网医疗公司的估值水平，并且考虑公司业务的稀缺性以及高成长性，我们认为公司市值被低估，首次覆盖，给予“推荐”评级。**
- **主要风险因素：**1. 推广进度不及预期；2. 互联网医疗变现模式不及预期

## 主要财务指标

项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	193	155	232	301
增长率（%）	94.10%	-20%	50%	30%
归属母公司股东净利润（百万元）	3	4	20	29
增长率（%）	5.97%	40.31%	379.76%	41.06%
每股收益（元）	0.01	0.01	0.06	0.09
PE	2910	2910	485	323

万方发展（000638.SZ）

首次覆盖 推荐

## 分析师

沈海兵

☎：(8621) 20252609

✉：shenhaibing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514060002

## 联系人：

赵乃迪

☎：(8610) 6600 6951

✉：zhaonaidi@chinastock.com.cn

田杰华

☎：(8621) 2025 7805

✉：tianjiehua@chinastock.com.cn

黄荣翌

☎：(0755) 2390 8856

✉：huangrongzhao@chinastock.com.cn

## 市场数据 时间 2015.12.29

A 股收盘价(元)	29.10
A 股一年内最高价(元)	36.88
A 股一年内最低价(元)	5.86
上证指数	3563.74
市净率	40.02
总股本(亿股)	3.09
实际流通 A 股(亿股)	3.09
流通 A 股市值(亿元)	90.04

## 投资概要：

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

#### 1、最强互联网基因和医疗资源背书，构筑核心业务壁垒

1) 通过多重布局，搭建了以“医院-药店-家庭-康复”为核心的医疗板块布局；2) 义幻网络打造一体化智慧医疗模式，借助“微信平台+中国电信”抢占医疗流量入口，构建整个商业模式关键节点；3) 执象网络与百度合作深耕医药 O2O，布局数字口腔分级诊疗；4) 作为目前唯一一家与四川省卫计委签订战略合作协议的上市公司，未来有望在四川省得到快速复制，并为将来在周边省市的延伸打下基础。

#### 2、闭环模式独特，盈利模式逐渐清晰，想象空间巨大

1) 义幻网络未来可以基于对医院销售收入的分成、对医院的服务费、营销服务和用户的使用费进行流量变现；2) 执象网络可以在用户积累到一定程度后，实现对药店的服务费用收取；3) 数字口腔业务有望参与增收分成，或者选择从产业链其他环节变现；4) 长期来看，公司可以通过药品和医疗服务（诊费分成）来变现。

#### 3、资金实力雄厚，后续产业链+区域延伸双布局

公司资金实力雄厚，后续有望继续完善线上线下产业链布局，公司已经设立健康产业基金，提升并购效率，加快转型速度。区域延伸，面向西南拓展业务版图，西南地区孕育巨大的医疗需求，公司医疗转型市场空间广阔。

### 我们与市场不同的观点：

市场对公司转型的决心和成功的可能性存有疑虑，也没有充分意识到公司模式的优越性。我们认为，万方转型的想法已经酝酿已久，而且决心大执行力强。公司团队具备极强的互联网基因，也积累了不少优质医疗资源，这些都是转型成功的重要要素。另外，公司的业务模式线上线下并重，线上通过与腾讯、百度的合作有望快速获取流量，线下医疗资源也在加速布局，是目前 to c 业务最有潜力的互联网医疗企业。

### 估值与投资建议：

公司积极寻找新的业务增长点，收购义幻和执象，嵌入互联网基因、引入医疗资源，打造智慧医疗产业链，预计成为在线医疗资源最大入口。现有互联网医疗业务已经有了成型的商业变现模式，公司目前现金储备充足，并设立健康产业基金，未来有望进一步提升并购效率，推进转型节奏，实现互联网医疗的全产业链与区域布局。预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.01、0.06 和 0.09 元，参考互联网医疗公司的估值水平，并且考虑公司业务的稀缺性以及高成长性，我们认为公司市值被低估，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 股价表现的催化剂：

医疗平台流量攀升，用户不断增长；周边省市持续扩张；互联网医疗布局不断落地。

### 主要风险因素：

(1) 业务进展不及预期；(2) 变现能力不及预期。

## 目 录

一、不断创新转型，互联网医疗布局快准狠 .....	3
（一）紧跟时代脉搏，公司历史上不断成功转型 .....	3
（二） 互联网医疗布局迅速，眼光独到 .....	5
二、互联网基因+医疗资源背书，构筑核心壁垒.....	6
（一）最强互联网基因，构建公司医疗布局核心壁垒 .....	6
（二）最强区域医疗资源背书，业务落地可期 .....	11
三、闭环模式独特，盈利模式逐渐清晰，想象空间巨大.....	15
（一）卡位流量入口，形成商业闭环 .....	15
（二）已有多种盈利模式，变现能力强 .....	15
（三）长期想象空间大 .....	18
四、资金实力雄厚，后续产业链+区域延伸双布局.....	18
（一）线上线下继续完善产业链布局 .....	18
（二）区域延伸，面向西南拓展业务版图 .....	20
五、盈利预测与投资建议 .....	20
插图目录.....	22
表格目录.....	22

## 一、不断创新转型，互联网医疗布局快准狠

### （一）紧跟时代脉搏，公司历史上不断成功转型

万方发展，2013 年末更名前为万方地产，主要在房地产开发与销售行业深耕细作，形成了规范、稳健、专业的运营模式，在金融危机的浪潮中勇往直前，被称为“A 股不死鸟”。公司前身中国辽宁国际合作(集团)股份有限公司，于 1993 年 5 月成立，当时的主营业务为：高科技工业、商业含外汇商品供应、建筑和安装业、(内)外工程承包、劳务输出、技术服务、对外经济技术援助项目等。2008 年，公司进行资产重组，收购北京华松房地产开发有限责任公司和北京天源房地产开发有限公司股权，获得优质房地产开发资源，公司主营业务变更为房地产开发，商品房销售成为公司营业利润的主要构成。中辽国际成功转型，更名万方地产有限公司，销售业绩增长逾 135 倍。

表 1：2008 年中辽国际主营业务情况

主营业务分行业情况						
分行业或分产品	营业收入（万元）	营业成本（万元）	营业利润率	营业收入比上年增减	营业成本比上年增减	营业利润率比上年增减
房地产业	16,035.58	9,077.57	43.39%	947.78%	972.32%	917.60%
钢压延加工业	21,423.99	19,716.51	7.97%	1.34%	4.89%	-27.15%
主营业务分产品情况						
商品房销售	16,035.58	9,077.57	43.39%	947.78%	972.32%	917.60%
钢棒产品销售	21,423.99	19,716.51	7.97%	1.34%	4.89%	-27.15%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

公司盯准市场需求，09 年开始转型土地一级开发，至 2011 年，公司已经在土地一级业务领域略有建树。公司自 2009 恢复上市时就开始从事土地一级整理和城镇基础建设业务，已积累了多年的业务经验，也形成了专业的团队，下属子公司北京天源房地产开发有限公司在 2011 年度实现了 3.3 亿元的土地一级开发收入。2012 年，下属子公司北京万方天成房地产开发有限公司在 2012 年度中标北京市门头沟区 22 亿元土地一级开发项目；下属子公司河北香河东润和沧州广润分别与当地政府签有土地一级开发合同或达成合作意向，公司的土地一级整理业务已渐成规模化、专业化、规范化、常态化趋势，逐步成为土地一级整理方面的知名品牌。

图 1：公司土地一级业务转型大事记



资料来源：中国银河证券研究部，公司公告

随着土地一级业务利润的减缓，公司继续转型开始涉足木材销售和医疗器械销售行业，逐步增强自身核心竞争力。2012 年，公司分别收购盛泰经贸和北京博仁永泰股权，主营业务发生了较大变化。木材销售业务方面，盛泰经贸通过海运进口木材不仅运费较低，而且具有一次运输数量大、成本费用低廉、到达港口与直接使用和加工用户运距较近等优势，同时公司通过自身的销售模式加快资金周转，取得了较好的经济效益，并在短期内建立了相对稳定的销售渠道，今后在稳定的基础上进一步扩宽。

医疗器械销售方面，公司注重产品质量，不断选择性价比高、采购选择面广的产品结构，以满足各类客户的需求，努力成为一个管理先进、人才集聚、品牌驰名、具有很强核心竞争力的医疗器械企业。子公司博仁永泰集中精力自建全国性的营销网络，同时吸纳了一批高素质的人才，为公司的品牌营销实施提供了有力的保障。2013 年，公司更名万方城镇投资发展股份有限公司，正式由房地产行业转型批发业。



表 2：2012 年公司主营业务构成情况

	营业收入	营业成本	毛利率(%)
分行业			
房地产销售	0.00	0.00	0%
土地一级开发	0.00	0.00	0%
一般商品贸易	47,516,618.11	42,003,344.97	11.6%
分产品			
商品房销售	0.00	0.00	0%
土地一级开发	0.00	0.00	
销售木材	46,497,200.63	41,033,344.97	11.75%
销售医疗器械	1,019,417.48	970,000.00	4.85%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

## （二）互联网医疗布局迅速，眼光独到

公司看好互联网医疗发展前景，快速布局两家极具互联网思维的创新企业。2015 年 5 月公告拟参股四川执象网络有限公司 23.85% 的股权，11 月公告收购成都义幻网络技术有限公司 40% 的股权。

四川执象网络有限公司主要从事医药网站建设与运营、药品零售行业互联网解决方案及配套运营、互联网药品交易平台建设（B2C 模式）、医疗卫生系统门户网站建设、配套软件开发等业务。成都义幻网络是一家以移动互联网医疗服务为核心的高科技公司，公司以移动医疗软件开发应用、WIFI 智慧医院解决方案以及移动医疗 O2O 服务为主营业务，通过与移动互联网深度整合形成便捷医疗服务平台，能够大幅提升医院管理效率，同时提升就医满意度，有效缓解三长一短等医患矛盾，对互联网+时代的医疗服务模式改革提供了行之有效的解决方案。

图 2：2015 年公司收购执象和义幻网络

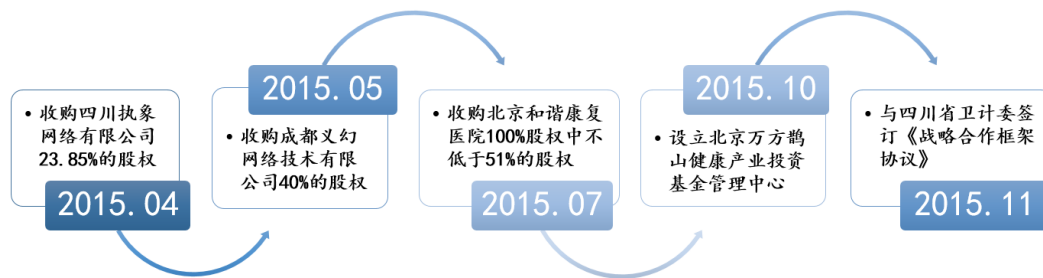


资料来源：互联网，中国银河证券研究部

公司积极引进医疗资源，与两家互联网医疗公司构成产业体，共同推动公司在健康医疗事业战略的快速发展。2015 年 7 月，公司收购北京和谐康复医院 100% 股权中不低于 51% 的股权。北京和谐康复医院是公司关联方万方集团于 2003 年投资设立的专科康复医院，主要以脑瘫针刀微创与微手术康复治疗为特色，项目涉及脑瘫、偏瘫、截瘫、骨科、术后康复等多个医疗领域。凭借多年的管理运行经验，北京和谐康复医院已成为小儿脑瘫治疗领域的知名医院，

也是微创治疗小儿脑瘫学科的领军人,同时北京和谐康复医院的成功经验为公司顺利进入互联网健康领域奠定了基础。

图 3: 2015 年公司智慧医疗转型布局



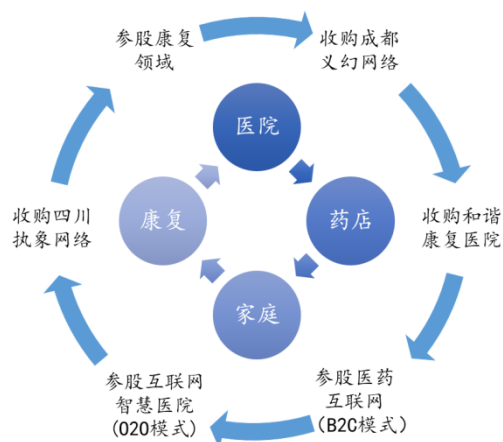
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 二、互联网基因+医疗资源背书，构筑核心壁垒

### (一) 最强互联网基因，构建公司医疗布局核心壁垒

公司通过多重布局，搭建了以“医院-药店-家庭-康复”为核心的医疗板块布局。2015 年，公司大举进军互联网医疗领域，短短几个月时间内先后签订多份协议，拟收购四川执象网络、成都义幻网络、和谐康复医院，参股医药互联网 (B2C 模式)、互联网智慧医院 (O2O 模式)、康复领域，医疗大健康布局初具雏形，初步实现了医疗的线上线下互补。义幻网络和执象网络深耕医疗领域多年，其领导团队有着丰富的医疗背景及相关渠道。目前，公司已经成立了医疗事业部，团队涵盖了创新创业、计算机、医疗等多个领域。

图 4: 万方发展搭建完整互联网医疗平台

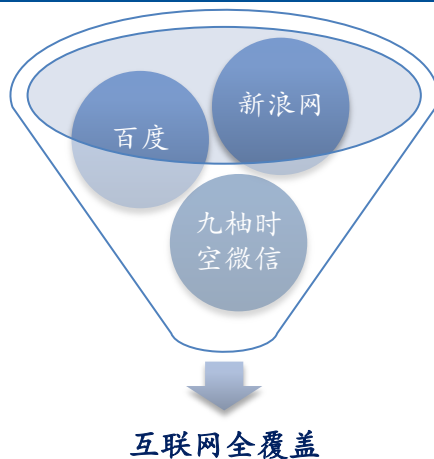


资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部

公司组建强大的互联网+医疗专业团队，占据互联网医疗制高点。义幻网络的创始人岳义

丰对于互联网领域有很深刻的理解，是游戏及无线互联网资深天使投资人，成都逸海情天、成都全搜索、北京网乐互联、91GOLF 创始人。执象网络于 2012 年 9 月开启与新浪的战略合作，全面负责新浪网新浪医药板块运营，并成为新浪微博医药行业产品推广审核方；2014 年 12 月与北京百度网讯科技有限公司签署双边战略合作伙伴协议，合作方式涵盖百度直达号，百度健康，百度搜索等。

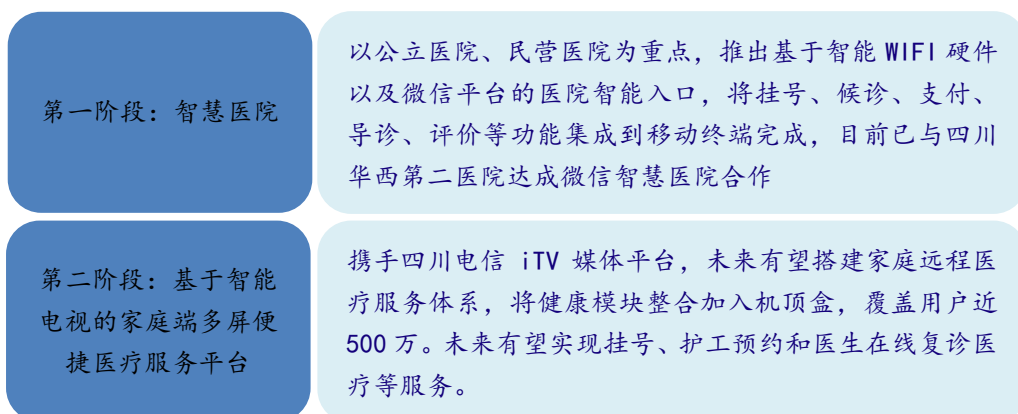
图 5：万方发展构筑互联网全面布局



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

义幻网络与微信深度绑定获得超级流量入口；并与四川电信 iTV 媒体平台合作，获得家庭入口。在与微信的合作方面，公司基于微信 wifi 和微信公众号打造智慧医院业务模式，将微信作为与医院连接的通道，对接了最强大的 C 端用户入口，拥有巨大的数据流量。对于个人用户，以微信公众平台打造的统一医院入口能够显著提升用户体验，有利于用户使用习惯的建立；对于医院而言，微信公众平台的医院入口形式可以有效克服医疗服务应用的使用低频化弱点，将医院的医疗服务应用和患者的日常生活捆绑。同时，公司携手四川电信 iTV 媒体平台，将可视化视频医疗服务与常态化健康管理融入家庭，未来有望搭建家庭远程医疗体系。

图 6：义幻网络主要业务模式



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部



义幻网络主要将从三个方面促进智慧医院的全面建设。一是针对于院方的医院 WiFi 惠民工程，二是针对患者的基于微信圈的全流程智慧医疗服务，三是针对医护人员的微信云 His。目前已在四川华西第二医院落地了基于微信 WIFI 和微信平台的智慧医院模式，占领医院移动信息化入口与核心医疗资源，并且通过微信实现快速便捷的支付。用户于医院用微信扫描二维码即可上网，关注四川华西第二医院的微信公众号并绑定自己的基本信息、联系方式和就诊卡后，即可通过界面上的功能服务区实现预约挂号、排队查询、就医导航等服务，在所有的收费环节可通过微信支付便捷快速实现，并且可以帮助医院导入患者流量和实现大数据管理及分析。

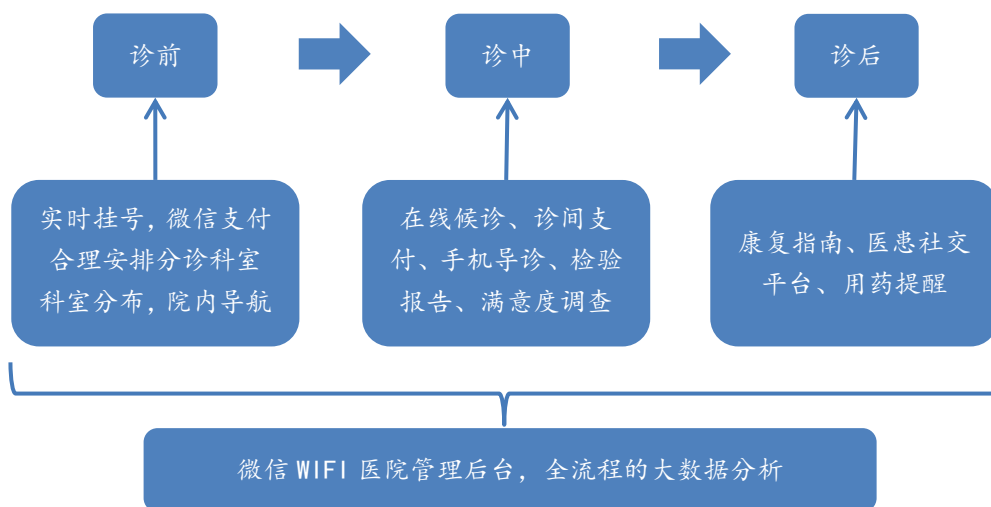
图 7：义幻医疗融合互联网优势和医疗实力



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

义幻所搭建的这一微信公众平台事实上是医院 HIS 系统向移动端和云端的延伸，解决了患者就诊过程中面临的挂号难，支付慢等痛点。义幻网络还开发有医院专用移动协同办公、移动端化的电子病历等医疗信息化软件，通过这些医疗信息化产品深度捆绑医院的核心业务。义幻开发有移动医疗应用处方集系统，未来有望切入医生手机端，充分发展医生资源、提升医生效率。医生在处方集系统上可以实现处方药品管理、寻找同科医生朋友，同时还可以进行病人管理，随访、复诊等，实现医患关系的良性互动。

图 8：义幻网络智慧医院业务模式特点



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

义幻网络携手四川电信 iTV 媒体平台，将可视化视频医疗服务与常态化健康管理融入家庭，未来有望搭建家庭远程医疗体系。义幻网络将医疗服务与电视机深度融合，与 OTT 厂商、运营商、权威医院合作，共同打造基于电视端的“客厅医疗”，为家里的每一位成员提供在家也能通过智能电视享受挂号、在线诊疗、云健康档案的便捷医疗服务，通过基于软硬件三层架构的移动互联网医疗平台，实现智能电视、PC、PAD、PHONE 四端及智能医疗设备嵌入常态医疗服务。

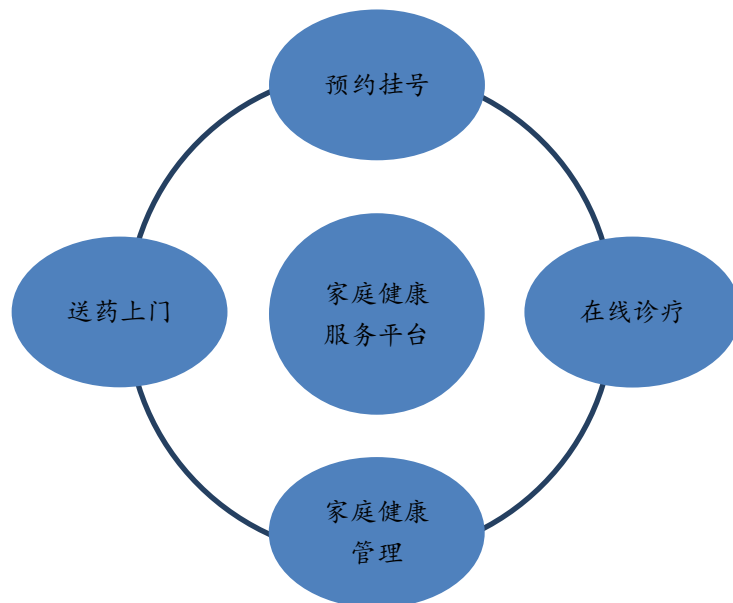
图 9：义幻网络家庭健康服务使用流程



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

义幻 iTV 项目借助四川电信近 500 万用户的覆盖用户，深度整合医疗资源，打造家庭健康服务平台。随着功能的逐步完善，未来会将健康模块整合加入机顶盒，实现挂号、护工预约、共享云健康档案、医疗专家分析等服务。用户打开电视机，通过电视和遥控器在家挂号，也可以通过高清摄像头与医生实时互动，在线面诊时用户云健康档案与医生的建议将会实时同步。就诊记录以及医生建议、药方等将更新到云健康管理档案内，可选择是否将药方共享给附近药店，通过二维码支付，享受一小时内送药上门的贴心服务。另外，用户可以将家人的云健康档案与账号绑定，通过电视即可随时关注全家人健康状态，预防疾病风险。未来将开通在线复诊等服务，逐步形成日常健康监护服务体系。

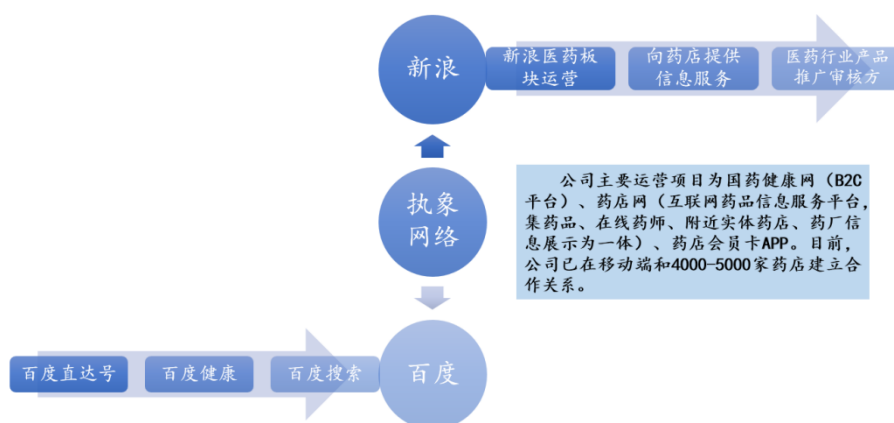
图 10：义幻网络家庭健康服务平台业务模式



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

执象网络深耕医药 O2O，借助新浪、百度的互联网流量资源，打造智慧药店生态圈。2012 年 9 月开启与新浪的战略合作，全面负责新浪网新浪医药板块运营，向药店提供药店云、会员管理等信息服务，并成为新浪微博医药行业产品推广审核方。2014 年 12 月与北京百度网讯科技有限公司已签署双边战略合作伙伴协议，合作方式涵盖百度直达号，百度健康，百度搜索等。公司主要运营项目为国药健康网、药店网、药店会员卡 APP。目前，公司已在移动端和数千家药店建立合作关系。

图 11：执象网络与互联网公司进行深入战略合作



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

执象网络在医药 O2O 细分领域深耕细作多年，核心团队在全国范围内都拥有丰富的药品零售行业渠道资源，四川执象网络已经正式成为了百度药直达在全国范围内的唯一生态服务商。公司运营的智慧药店项目通过药店会员卡 APP 与上千家药店进行了深度捆绑，与百度、新

浪的合作为执象进行了有效的用户导流，让合作药店享受到了大量的搜索流量和订单增量，为用户提供非常方便的购药方式和优质的健康管理平台。消费者可以直接通过手机搜索药品名称、药店或搜索“药直达”获取附近药店准确的库存、价格、药店服务时间等信息，完成咨询、选药、购买、送药一站式服务。

智慧药店的管理主要分为两部分，对会员的管理和对药店的管理，包括库存管理、销量管理、促销管理、会员细分客户管理。智慧药店的“货架”上显示着各类不同的药品，用户选择药品并下单后，系统根据用户定位，基于 LBS 直接为用户匹配距离最近的药店进行送药上门的服务。用户也可以通过线上咨询的功能，与药店的专业药师直接沟通，获得最准确、完善的购药信息和最可靠的健康管理建议。另外，依托实体药店的专业服务，店员也可以为用户送药上门并进行用药指导。

图 12：执象网络药店会员卡



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

执象网络以口腔为切入点，试水分级诊疗。数字口腔项目由执象与百度合作，将华西口腔医院与四川各诊所对接，依托百度带来的大量流量实现口腔患者的导流、分诊。在数字口腔这一平台上，诊所医生不仅可以接触到华西口腔产学研基地的高端手术操作和培训，而且每个手术方案会获得华西医生的背书，保证了手术质量，节省了患者的时间和金钱成本，是执象网络在分级诊疗上的重要实践，有望实现医院、诊所、患者闭环，预计可为诊所增收。

## （二）最强区域医疗资源背书，业务落地可期

万方发展是目前唯一一家与四川省卫计委签订战略合作协议的上市公司，本次战略框架协议签署后，义幻网络与执象网络的商业模式得到了政府层面的大力支持，有望在四川省得到快速复制。2015 年 11 月初，公司与四川省卫计委签订了《战略合作框架协议》，双方将共同推进医疗信息化平台建设、以 WiFi 为基础的医院信息化畅通工程、互联网全流程就诊服务平台、微信医疗云 His 建设项目。同时，四川省卫计委将大力支持万方发展建立“互联网+医

疗”创新诊疗中心、打造“iTV 健康频道”、“数字口腔”等“互联网+医疗”创新示范项目。万方发展将作为四川省“智慧化医疗”的投资商及运营商，积极着手改善就医环境，为四川省医疗健康产业信息化建设探索新路。

图 13：万方发展与四川卫计委双方合作内容及义务

合作内容
1、双方共同推进医疗信息化平台建设、以 WiFi 为基础的医院信息化畅通工程、互联网全流程就诊服务平台、微信医疗云 HIS 建设项目。
2、支持万方发展建立“互联网+医疗”创新诊疗中心、打造“iTV 健康频道”、“数字口腔”等“互联网+医疗”创新示范项目。
3、万方发展协助四川省卫计委举办“四川互联网+医疗创新创业大会”。
4、由四川省卫计委倡议，万方发展发起并联合社会资本及专业投资机构，成立四川省医疗卫生信息化创新创业政策性投资引导基金，投向有助于推进互联网医疗进程及四川省卫计委急需的重点领域和重点地区。基金募集总金额为 30 亿元（首期 10 亿元）人民币。
四川省卫计委——义务
1、四川省卫计委将万方发展作为重要战略合作伙伴，在同等条件下优先选择万方发展作为合作对象。
2、四川省卫计委配合万方发展开展本协议约定的相关工作。
万方发展——义务
1、万方发展视四川省卫计委为重要合作伙伴，利用自身在资本市场等领域的专业优势和丰富资源，为四川省卫计委提供相关支持。
2、万方发展有义务为四川省卫计委提供本协议约定的具有前瞻性、实用性和无著作权争议的医疗卫生信息化解决方案。
双方合作期限：2 年

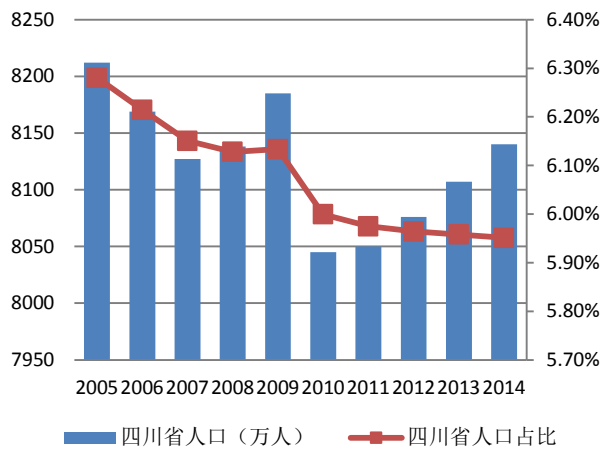
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

四川省是我国西南部的一个大省，人口基数大，发展速度快，四川省政府历年财政医疗卫生支出以及人均医疗卫生支出持续快速上升。巨大的人口数量和医疗支出带来了庞大的医疗资源需求。目前四川省已将健康服务业列为全省五大新兴先导型服务业（分别为电子商务、现代物流、现代金融、科技服务、健康服务）之一，同时四川省各大医疗机构也积极响应“互联网+医疗”的战略部署。

四川传统医疗资源丰富，后续发展互联网医疗空间较大。据统计，2013 年全省卫生总费用 1675.24 亿元。2014 年四川省内共有医疗卫生机构 81075 个，其中医院 1815 个；全省卫生人员 62.77 万人，其中医院人员 33.67 万人；全省医疗卫生机构床位数 45.87 万张，其中医院 31.91 万张。全省医疗卫生机构总诊疗 44511.31 万人次，其中医院 15264.65 万人次；医疗卫生机构入院 1506.78 万人，其中医院 988.99 万人。根据 2015 年二季度最新数据显示，上述数据递增趋势明显。

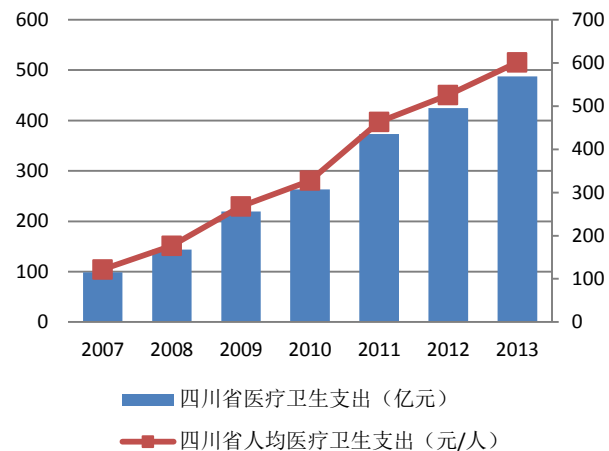


图 14：四川省人口统计数据



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 15：四川省财政医疗卫生支出



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 16：2015 年第二季度医疗卫生机构总诊疗人次数（万人次）

指标	2015年第二季度	2014年第二季度	增减绝对数	增减百分比 (%)
总 计	10986.96	11058.87	-71.91	-0.65
医 院	3994.34	3843.78	150.56	3.92
按经济类型分				
公立医院	3413.51	3280.25	133.26	4.06
民营医院	580.83	563.53	17.30	3.07
按医院等级分				
三级医院	2019.03	1779.40	239.63	13.47
二级医院	1393.38	1432.28	-38.90	-2.72
一级医院	114.62	136.58	-21.96	-16.08
基层医疗卫生机构	6632.21	6873.21	-241.00	-3.51
社区卫生服务中心（站）	486.44	485.67	0.76	0.16
政府办	353.96	355.03	-1.07	-0.30
卫生院	1998.23	2052.92	-54.69	-2.66
政府办	1983.49	2039.04	-55.54	-2.72
诊所、卫生所、医务室	1366.88	1375.37	-8.49	-0.62
村卫生室	2780.66	2959.24	-178.59	-6.03
其他医疗卫生机构	360.42	341.88	18.54	5.42

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

互联网医疗主要上市公司四川地区布局较少，公司围绕四川向西南区域扩张有望形成差异化竞争。当前，东部地区的移动医疗市场竞争激烈，各大主要服务提供商纷纷加紧布局，跑马圈地。纵观各大主要移动医疗上市公司的覆盖区域可以发现，西南地区尤其是四川省的移动医疗企业较少，整体竞争情况不激烈。通过此次合作，万方发展将凭借与政府先发的合作优势立足四川，未来将以四川省作为智慧化医疗的核心省区，逐步向西南地区延展，开展区域化竞争，快速占领西南地区这一人口数量庞大的互联网医疗市场，构建智慧化医疗西南地区产业结构，为公司转型提供良好的发展平台。

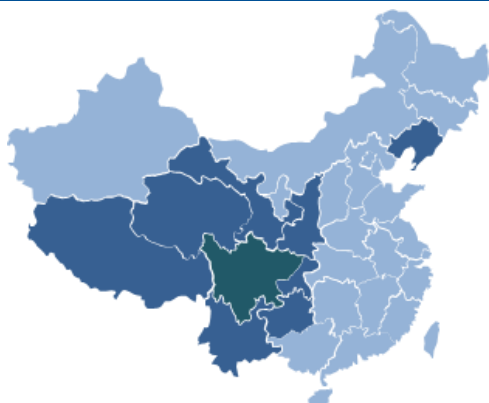
表 3：万方发展和主要互联网医疗企业比较

重要企业	商业模式	主要覆盖区域
创业软件	拥有医院信息化和公共卫生信息化两大系列产品，布局了包含 HIS/CIS 等系统的全产业链，积极转型服务运营。优先布局区域医疗信息化平台是未来核心竞争优势，新签订协议实现政府数据运营。	北京、广东、浙江、湖北、辽宁、河南、广西、福建、甘肃、江苏
卫宁软件	以 HIS 系统和医保控费系统为入口，充分整合行业资源，内生式增长与外延式扩展并举，重点实施“四朵云+1”战略，逐步建成线上线下一体化，B+B2C 的就医云、健康云、药品福利和保险风控云、云医院	北京、天津、湖南、安徽、上海、重庆、江苏、内蒙古、福建、贵州、新疆
万达信息	核心优势在区域卫生信息平台，通过外延并购上海复高和宁波金唐补全了公司原本在医院信息化领域的产品空白，形成了完整的产业链布局。目前正投资布局“健康云”、“医药云”、“保险云”、“医疗云”	上海、浙江、湖南
东软集团	大医疗业务分为医疗设备（东软医疗）、医疗信息化（集团层面）以及健康管理（东软熙康）三块，收入主要受医疗信息化驱动的医疗设备、医疗 IT 和解决方案收入增长驱动，以熙康云平台为主的健康管理业务正处于投入建设期	北京、广东、海南、湖北、辽宁、黑龙江、江苏、河南、广东、山西、河北

资料来源：公司资料，银河证券研究部

与华西优质医疗资源合作树立标杆案例将推动业务在四川地区快速复制。义幻网络的智慧医院项目已经在华西第二医院落地，具备挂号、导诊、预约就诊、支付等功能，大大解决了长时间排队就诊等看病难的问题，起到标杆作用。执象网络和百度正在合作打造的数字口腔分级诊疗项目连接了华西口腔医院和四川各级口腔诊所的，目前也已经进入公测阶段。华西是和北京、长沙湘雅、深圳等齐名的重大医疗体系，公司与优质医疗资源合作树立标杆案例将极大促进业务的拓展。

图 17：万方发展医疗区域布局



资料来源：中国银河证券研究部，公司官网

## 三、闭环模式独特，盈利模式逐渐清晰，想象空间巨大

### （一）卡位流量入口，形成商业闭环

通过义幻覆盖医院，执象覆盖药店，两翼齐飞，实现场景的全覆盖；通过电信合作覆盖家庭，预计康复和养老场所将继续拓展。具体卡位优势如下：

- 1、在医院方面，义幻网络的智慧医院以微信 WIFI 和微信公众平台构建统一的医院入口，这也是万方发展区别于其他互联网医疗企业的一大特色。
- 2、在药店方面，执象网络和百度、新浪的合作使其拥有了二者优质的搜索流量资源与媒体资源，实现了公司智慧药店的快速导流。
- 3、在家庭用户覆盖方面，义幻网络携手中国电信打造的 iTV 项目，将健康服务模块整合入电视机顶盒，将医疗服务引入家庭，实现在线医患互动。
- 4、康复方面，北京和谐康复医院是北京市第一家现代化民营康复专科医院，涉及脑瘫、截瘫、骨科、术后康复等多个医疗领域，有望与执象网络、义幻网络形成产业体，共同推动公司在医疗康复领域的延伸，实现医疗资源线上和线下的互联互通。

图 18：义幻医疗 WIFI 智慧医院



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

### （二）已有多种盈利模式，变现能力强

通过医疗闭环的打造，义幻作为公司转型智慧医疗的 C 端平台，有三大变现模式：

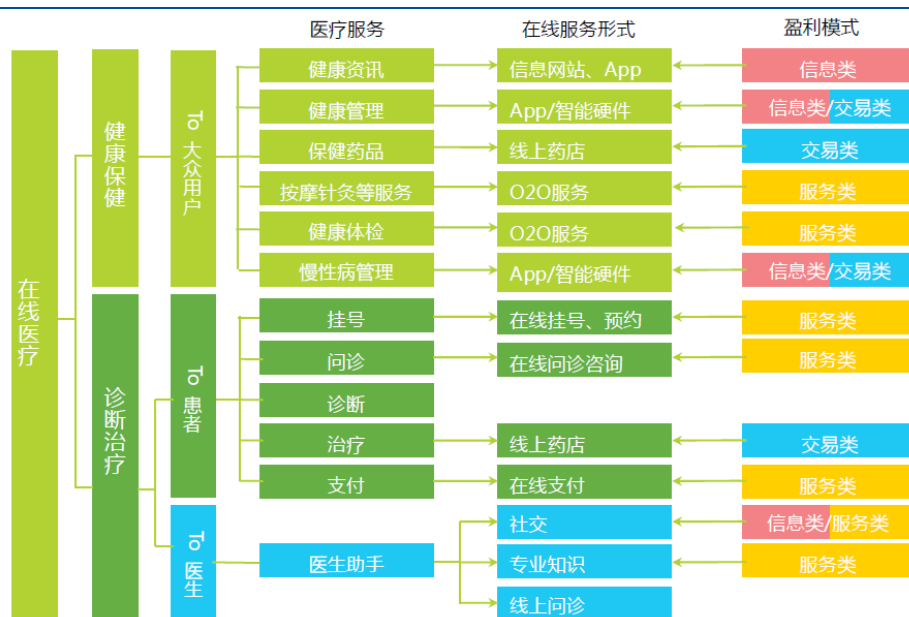
- 1、支付手续费分成。公司目前已与微信达成深度合作，公司可以在线上支付流水中抽取

一定的费用分成。华西第二医院智慧医院微信支付平台上线一个月获得了 40-50 万支付额流量。目前，华西附二院每年的流水量大概在 20 至 30 亿元，门诊量约为 20%左右，未来线上支付空间大。鉴于义幻在医院端服务的可复制性，随着未来公司在多家医院进行推广，盈利效应会更加明显。

2、医院信息化建设服务费。当前业务处于起步阶段，对所有院方是免费建设。但是鉴于义幻在医院入口卡位、顶层资源支持、技术实现上都具有领先优势，后续有望打通院内 PACS、LIS 平台，从而为院方提供更好的管理，为患者提供更好的服务。在形成示范效应后，公司有望在和其他医院的合作中收取一定费用作为服务费。

3、广告、增值服务。随着推广的增加和用户量的逐渐积累，未来公司会在医院的微信平台上进行广告营销服务，对流量进行变现。与此同时，随着更多医院的合作，义幻的微信平台有望为用户打造诊间支付、跨医院远程使用的便捷体验功能。届时用户只需要支付一定金额的年费，就能享受到多种优惠的服务，公司也将和医院共同分享这部分利润。

图 19：2015 年中国在线医疗行业细分及其营业模式



资料来源：艾瑞报告，中国银河证券研究部

执象网络目前已在移动端和数千家药店建立合作关系，未来基于 C 端和 B 端均有盈利空间。

1，C 端模式：目前公司的产品已经上线，用户依托实体药店的专业服务，店员也可以为用户送药上门并进行用药指导。随着用户使用量的增加，执象的 APP 就相当于一个用户采购药品的流量入口。公司有望参与导流利润分成，随着交易量的增加，执象还可以基于自己和药厂的良好关系，进行厂商药品直采，获取作为药品经销商的收益。

2，B 端模式：当前该项服务免费提供，主要针对合作的药店，公司的产品可以为其提供对会员和对药店的管理功能，包括库存管理、销量管理、促销管理、会员细分客户管理。智慧药店的“货架”上显示着各类不同的药品，用户选择药品并下单后，系统根据用户定位，基于 LBS 直接为用户匹配距离最近的药店进行送药上门的服务。未来公司有望基于为药店提供更

多优质的管理服务，收取相应的服务费用。

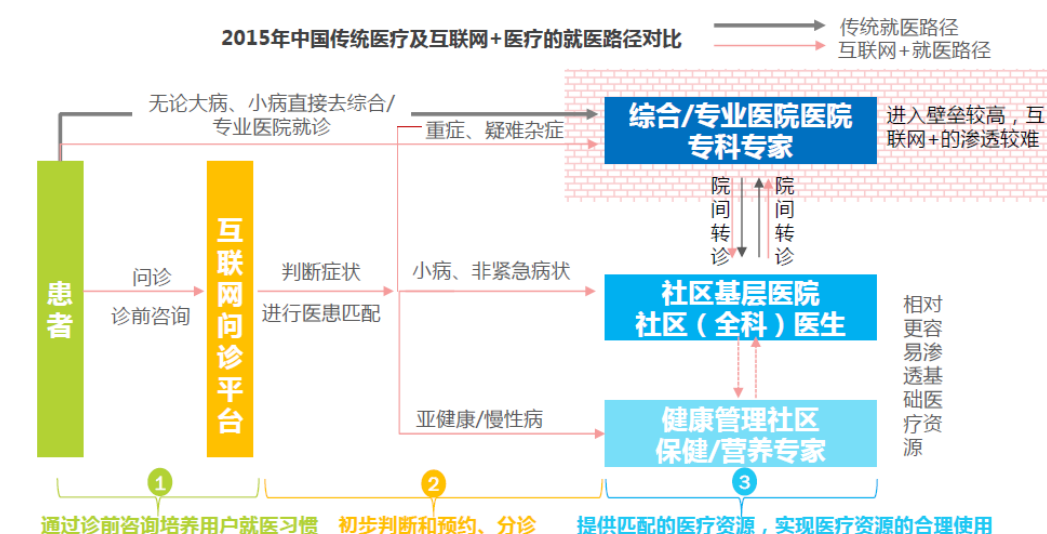
图 20：2015 年中国在线医疗行业主要盈利模式

服务类	信息类	交易类
<ul style="list-style-type: none"> <li>在线挂号 挂号网、易挂号等</li> <li>在线问诊 春雨医生、平安好医生 寻医问药网、快速问医生 健康微能量等</li> <li>院外康复 血糖高管、易随诊等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>面向B端 丁香园、39健康网 华医网、杏树林</li> <li>面向C端 39健康网、寻医问药 有问必答（快速问医生） 好大夫在线等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>B2B类 海虹、医药在线 九州通、华源医药网 药药好等</li> <li>B2C类 天猫医药、京东医药 健一网、好药师 壹药网、康之家 老百姓、康爱多等</li> </ul>
以用户增值收入为主	以广告收入为主	以交易/佣金收入为主

资料来源：艾瑞报告，中国银河证券研究部

数字口腔医院引爆分级诊疗新模式，有望参与增收分成，或者选择从产业链其他环节变现。数字口腔项目由执象与百度合作，将华西口腔医院与四川各诊所对接，依托百度带来的大量流量实现口腔患者的导流、分诊。在数字口腔这一平台上，诊所医生不仅可以接触到华西口腔产学研基地的高端手术操作和培训，而且每个手术方案会获得华西医生的背书，保证了手术质量，节省了患者的时间和金钱成本，是执象网络在分级诊疗上的重要实践，有望实现医院、诊所、患者闭环，预计可以为诊所增收。理论上来说，公司可以和诊所就增收部分分成，还有望在深入合作的基础上，进行医疗器械销售、口腔科托管、口腔知识再教育等商业模式的拓展。

图 21：2015 年中国传统医疗及互联网+医疗的就医路径对比



资料来源：艾瑞报告，中国银河证券研究部



### （三）长期想象空间大

公司通过销售药品变现，同时也通过医疗服务（诊费分成）来变现，实现了两个商业模式的闭环，未来可能继续布局通过整个医疗产业链变现（比如医疗器械、设备）。随着公司在智慧医院领域的布局，公司已经打造了两个商业闭环的雏形，未来有望在布局完善后实现用户和流量的变现。具体来说有如下两个闭环：

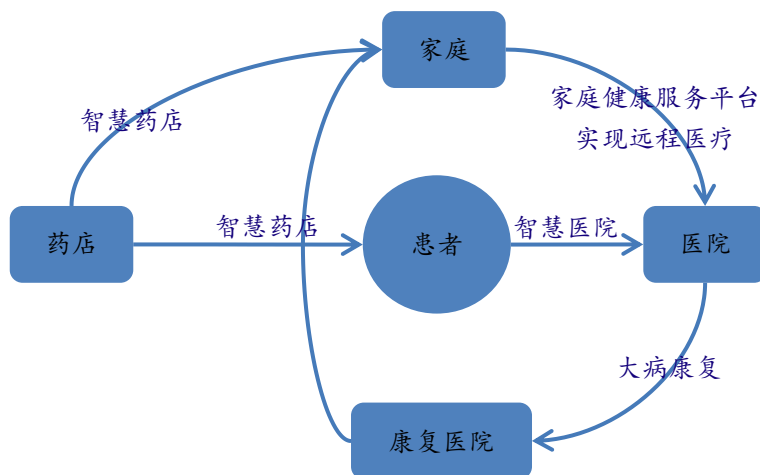
#### 1、线上模式：以药为核心的用户流量变现闭环：

借助义幻的医院入口和执象的药店入口，公司有望在短期内实现了用户“在家挂号-就诊时间预估-预定车位-远程监控-诊间在线支付-报告检验-药品送达回家”的就诊全流程服务。在这个闭环中，公司除了对医疗服务诊费进行分成外，还可以实现对药物销售的全程引导服务。公司未来有望在智慧医院中引入医药云模块，进一步加深与微信的合作，并以战略合作的方式解决相关技术问题，进一步打通义幻网络和执象网络的业务模式，将患者药物信息推送给执象网络，避免用户二次搜索，直接实现送药上门。

#### 2、线下模式：以医疗服务为核心的周边产业链变现闭环：

公司对北京和谐康复医院的收购和口腔医院的布局使得公司在线下医疗领域迈出了坚实的一步，未来有望借助医疗服务，实现周边产业链的变现（诸如医疗器材设备销售等模式）。公司在口腔医院和康复医院的布局标志着公司对医疗领域更加深入的布局。未来，借助公司的线上流量入口，口腔医院和康复医院将会获取更多的客户资源，随着用户量的增加，线下网点必然面临着规模扩张。届时，在医疗周边产业链上，势必会产生相关衍生需求。

图 22：万方发展未来有望在互联网医疗领域形成闭环



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

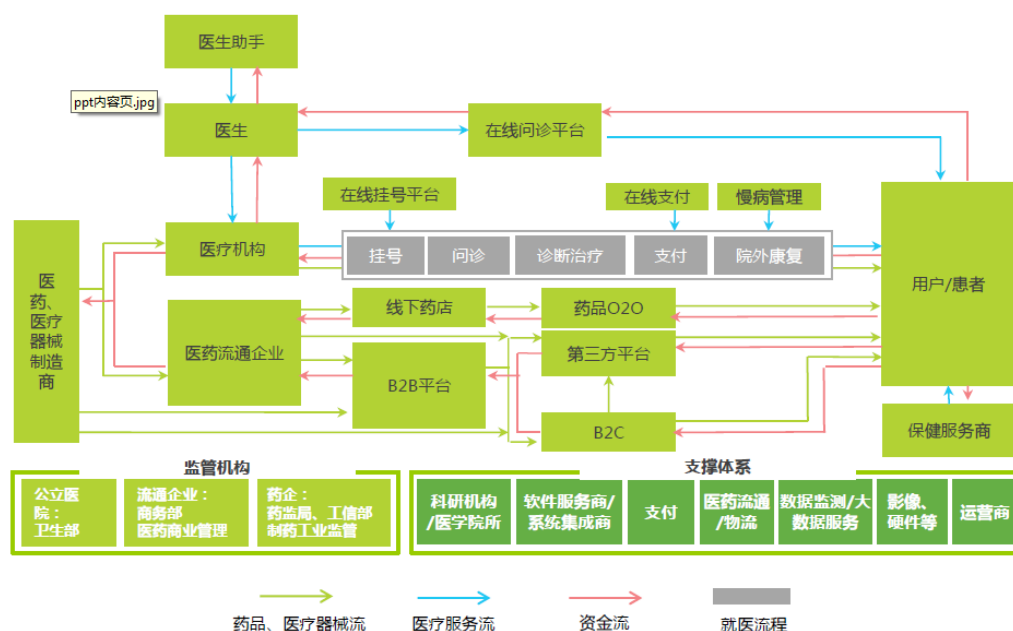
## 四、资金实力雄厚，后续产业链+区域延伸双布局

### （一）线上线下继续完善产业链布局

公司资金实力雄厚，后续有望继续完善产业链布局。公司 2015 年三季度报财务数据显示当

期的货币资金为 17.8 亿。结合目前公司已经在智慧医疗领域进行的深入布局，在如此充足的资金储备下，未来有望在医疗全产业链上进行更加全面的布局。线上部分，公司为完善互联网医疗生态圈，有望布局医疗信息化领域；线下部分，公司有望借助其原有的地产和康复诊疗相关资源，涉足养老行业，进一步拓展大健康板块服务。

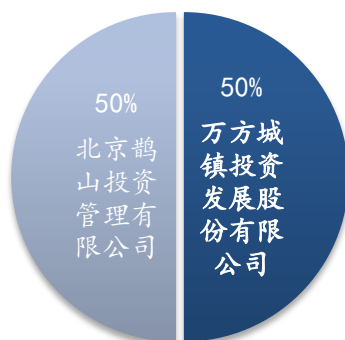
图 23：在线医疗行业产业链



资料来源：艾瑞报告，中国银河证券研究部

**强强联合，设立健康产业基金，提升并购效率，加快转型速度。**10月14日，公司公告与北京鹤山投资管理有限公司共同出资 1,000 万（各占 50%）设立北京万方鹤山健康产业投资基金管理中心，作为未来发起设立健康产业并购基金的管理公司，预计健康产业并购基金的整体规模不低于人民币 10 亿元。其合伙对象鹤山资本是专注于大健康领域投资的专业投资管理机构，将与公司实现优势互补，提高公司未来并购的专业性和科学性，可实现对未来设立投资基金的科学管理并创造托管收入。

图 24：万方鹤山健康产业投资基金管理中心股权比例



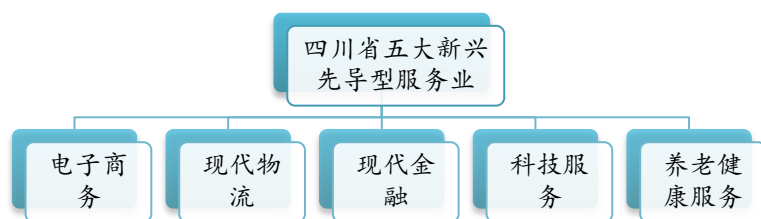
资料来源：中国银河证券研究部，公司公告

## （二）区域延伸，面向西南拓展业务版图

公司凭借区位优势，以四川省作为业务版图起点。四川省作为我国人口大省，拥有包括华西口腔医院在内的众多知名医疗服务机构，同时拥有包括成都老肯在内的众多国产医疗器械品牌，是我国重要的医疗资源集散中心，在全国的医疗服务版图中占有重要地位。截至去年底，整个四川共有 1800 多家医院，80000 多家医疗机构，整体规模占据全国首位。目前四川省各大医疗服务机构都积极开展“互联网+医疗”的服务试点工作，在政府相关医改政策的逐步推行后，传统的医疗服务行业将会在互联网技术的推动下实现跨越式发展，实现医疗健康服务行业的信息化和一体化建设。

西南地区孕育巨大的医疗需求，公司医疗转型市场空间广阔。在宏观经济整体增速放缓的大背景下，刺激和拉动服务行业发展是缓解经济下行压力的有效措施。为改善区域内的经济状况，以四川省为代表的西南地区目前都加大了对服务业的支持和投资力度。以四川省来看，推出了包括养老健康服务在内的五大新兴先导服务业作为推动经济持续增长的主要动力。而医疗服务的完善与发展本身就是养老健康服务发展的应有之意。

图 25：四川省五大新兴先导型服务业



资料来源：四川省人民政府，中国银河证券研究部

西南地区医疗先进，领头与互联网技术结合大势所趋。西南地区作为我国经济增长的重要一极，医疗服务业在西南地区的发展迅速，西南医用、成都老肯、四川迈克等知名品牌都是该地区医疗企业的优秀代表；此外，四川大学、华西口腔等享誉国内外的优质教育科研资源以及成都、重庆急速的经济发展提供的雄厚的资本支持要素，西南地区的医疗行业在与互联网技术结合之后必将产生瞩目的发展。我们预计公司将凭借与四川政府的先发合作确立优势，并向西南地区延展，构建智慧医疗的业务版图。

## 五、盈利预测与投资建议

公司作为一家传统房地产企业，找准互联网趋势，积极寻找新的业务增长点。收购义幻和执象，嵌入互联网基因、引入医疗资源，打造智慧医疗产业链，预计成为在线医疗资源最大入口。现有互联网医疗业务已经有了成型的商业变现模式，公司目前现金储备充足，并设立健康产业基金，未来有望进一步提升并购效率，推进转型节奏，实现互联网医疗的全产业链与区域布局。

预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.01、0.06 和 0.09 元，参考互联网医疗公司的估值水平，

并且考虑公司业务的稀缺性以及高成长性,我们认为公司市值被低估,首次覆盖,给予“推荐”评级。

## 插图目录

图 1: 公司土地一级业务转型大事记.....	4
图 2: 2015 年公司收购执象和义幻网络.....	5
图 3: 2015 年公司智慧医疗转型布局.....	6
图 4: 万方发展搭建完整互联网医疗平台.....	6
图 5: 万方发展构筑互联网全面布局.....	7
图 6: 义幻网络主要业务模式.....	7
图 7: 义幻医疗融合互联网优势和医疗实力.....	8
图 8: 义幻网络智慧医院业务模式特点.....	9
图 9: 义幻网络家庭健康服务使用流程.....	9
图 10: 义幻网络家庭健康服务平台业务模式.....	10
图 11: 执象网络与互联网公司进行深入战略合作.....	10
图 12: 执象网络药店会员卡.....	11
图 13: 万方发展与四川卫计委双方合作内容及义务.....	12
图 14: 四川省人口统计数据.....	13
图 15: 四川省财政医疗卫生支出.....	13
图 16: 2015 年第二季度医疗卫生机构总诊疗人次数（万人次）.....	13
图 17: 万方发展医疗区域布局.....	14
图 18: 义幻医疗 WIFI 智慧医院.....	15
图 19: 2015 年中国在线医疗行业细分及其商业模式.....	16
图 20: 2015 年中国在线医疗行业主要盈利模式.....	17
图 21: 2015 年中国传统医疗及互联网+医疗的就医路径对比.....	17
图 22: 万方发展未来有望在互联网医疗领域形成闭环.....	18
图 23: 在线医疗行业产业链.....	19
图 24: 万方鹤山健康产业投资基金管理中心股权比例.....	19
图 25: 四川省五大新兴先导型服务业.....	20

## 表格目录

表 1: 2008 年中辽国际主营业务情况.....	3
表 2: 2012 年公司主营业务构成情况.....	5
表 3: 万方发展和主要互联网医疗企业比较.....	14



## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**沈海兵，计算机行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)