

国内布局最完善的互联网医疗潜在龙头

万方发展 (000638.SZ)

推荐 维持

——万方发展 (000638.SZ) 深度研究报告

投资要点:

● 大手笔收购加码互联网医疗业务

公司拟以 7.86 亿元现金方式收购两公司股权，加码互联网医疗业务。出售从事木材批发零售业务的子公司，将盈利能力弱的传统业务加速剥离，转型互联网医疗坚定，执行力强。公司中期业绩预告将扭亏为盈，盈利能力有望逐步增强。

● 收购执象网络，与百度药直达、新浪健康重构药品零售生态

传统药品零售面临零售渠道冗长、高成本等问题，行业增速放缓，医药电商呈现爆发式增长，发展潜力巨大。公司收购执象网络卡位药店入口，合作打造“药店云”平台，并与百度、新浪等资源有机结合，打造互联网医药生态圈。执象网络凭借多年的医药行业经验和丰富资源，具备为药店提供经营决策、店员培训等多样化盈利模式。

● 投资信通网易，完善医疗信息化环节

完善的医疗卫生信息化管理系统是互联网医疗平台构建的基础；公司拟收购的信通网易为西南区域主要 HIS 供应商；信通网易与青海医疗机构的合作，将助力公司布局青海，打通西南地区业务版图；4) 通过与信通网易的合作，万方发展在医疗信息化上更具专业性、系统性、全面性。

● 最强互联网+医疗资源背书，有望成为互联网医疗龙头

公司与腾讯、百度、新浪等公司达成深度合作，具有最强互联网基因。同时，公司布局完善，去年收购的义幻医疗与此次收购的两家公司协同效应明显。公司将复制四川模式，从西南地区向全国范围内快速推进。后续有望继续夯实实体医疗资源。

● 假设收购完成，预计 16-18 年备考 EPS 分别为 0.12、0.32 和 0.42 元，公司有望成为互联网医疗龙头，维持“推荐”评级。

● 主要风险因素：(1) 公司的业绩不及预期；(2) 智慧医疗行业整体发展不及预期；(3) 市场竞争风险

主要财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	239	285	280	298
增长率 (%)	23.99%	19.25%	-1.75%	6.43%
归属母公司股东净利润 (百万元)	(35)	37	99	130
增长率 (%)	-1269.91%	-204.54%	167.57%	31.31%
每股收益 (元)	(0.11)	0.12	0.32	0.42
PE	-	229.17	85.94	65.48

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

分析师

沈海兵

电话：(8621) 20252609

邮箱：shenhaibing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514060002

市场数据 2016.07.22(停牌)

A 股收盘价(元)	27.50
A 股一年内最高价(元)	32.13
A 股一年内最低价(元)	8.40
上证指数	2988.09
市净率	39.00
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)	85.09

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、大手笔收购加码互联网医疗业务

1) 公司拟以 7.86 亿元现金方式收购两公司股权，加码互联网医疗业务；2) 将盈利能力弱的传统业务加速剥离，转型互联网医疗坚定，执行力强。公司中期业绩预告将扭亏为盈，盈利能力有望逐步增强。

2、收购执象网络，与百度药直达、新浪健康重构药品零售生态

1) 传统药品零售面临困境，线上云药店适逢新机遇；2) 公司收购执象网络卡位药店入口，合作打造“药店云”平台，并与百度、新浪等资源有机结合，打造互联网医药生态圈；3) 执象网络凭借多年的医药行业经验和丰富资源，具备为药店提供经营决策、店员培训等多样化盈利模式。

3、投资信通网易，完善医疗信息化环节

1) 完善的医疗卫生信息化管理系统是互联网医疗平台构建的基础；2) 公司拟收购的信通网易为西南区域主要 HIS 供应商，并且拥有丰富的区域资源；3) 信通网易与青海医疗机构的合作，将助力公司布局青海，打通西南地区业务版图；4) 通过与信通网易的合作，万方发展将在医疗信息化产业上更具专业性、系统性、全面性。

4、最强互联网+医疗资源背书，有望成为互联网医疗龙头

1) 公司与腾讯、百度、新浪等公司达成深度合作，具有最强互联网基因；2) 公司布局完善，去年收购的义幻医疗与此次收购的两家公司协同效应明显；3) 公司将复制四川模式，从西南地区向全国范围内快速推进；4) 后续有望继续夯实实体医疗资源。

我们与市场不同的观点：

市场认为收购公司体量较小，整体竞争力不强。我们认为，公司具有三大优势：1) 人才优势，网罗了极具互联网基因、医疗资源背景雄厚的核心团队；2) 最完善的互联网医疗布局，与腾讯、百度、新浪等互联网巨头深度合作，卡位医院、药店等入口，立足四川医疗资源辐射全国；3) 大股东转型决心大，执行力强，未来将不断剥离传统业务，不断投入互联网医疗事业。收购公司协同效应明显，公司持续投入，有望成长为国内最大的互联网医疗公司。

估值与投资建议：

公司大手笔收购加码互联网医疗业务，收购执象网络，与百度药直达、新浪健康重构药品零售生态，投资信通网易，完善医疗信息化环节，最强互联网+医疗资源背书，有望成为互联网医疗龙头。假设收购顺利完成，我们预计公司 16-18 年备考 EPS 分别为 0.12、0.32 和 0.42 元，维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

执象网络业务进展顺利；信通网易业务进展顺利；并购协同效应体现；外延扩张落地。

主要风险因素：

1. 公司的业绩不及预期；2. 智慧医疗行业整体发展不及预期；3. 市场竞争风险。

目 录

一、大手笔收购加码互联网医疗业务	3
（一）并购重组置入优质资产，大力转型互联网医疗	3
（二）传统业务不断剥离，盈利能力逐渐增强	4
二、收购执象网络，与百度药直达、新浪健康重构药品零售生态	5
（一）传统药品零售面临困境，线上云药店适逢新机遇	5
（二）收购执象网络，合作打造“药店云”平台	8
三、投资信通网易，完善医疗信息化环节	11
（一）完善的医疗信息化系统是构建互联网医疗平台的基础	11
（二）投资信通网易，补齐医疗信息化专业能力	12
四、最强互联网+医疗资源背书，有望成为互联网医疗龙头	14
（一）与腾讯、百度、新浪等巨头深度合作，互联网基因最强	14
（二）布局完善，协同效应明显	15
（三）四川模式全国复制，线下资源布局	17
（四）后续有望继续夯实实体医疗资源	19
五、盈利预测与投资建议	20
六、风险提示	20
插图目录	21
表格目录	21

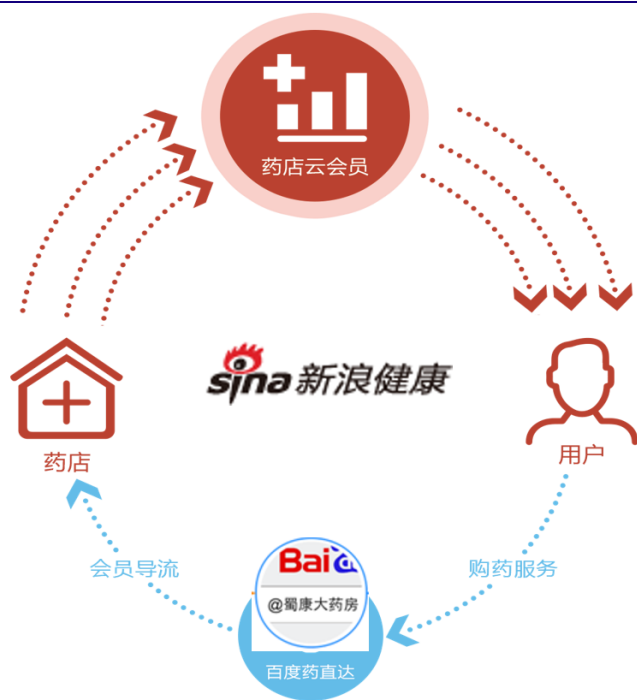
一、大手笔收购加码互联网医疗业务

（一）、并购重组置入优质资产，大力转型互联网医疗

拟 7.86 亿元收购两公司股权，加码互联网医疗业务。万方发展拟以现金方式收购易刚晓持有的信通网易 60% 的股权，信通网易 60% 的股权以预估值为基础暂定交易作价 1.86 亿元。万方发展拟以现金方式收购广发信德、复兴长征、珠海康远及肖倚天等 18 名自然人合计持有的执象网络 100% 的股权。执象网络 100% 的股权以预估值为基础暂定交易作价 6 亿元。

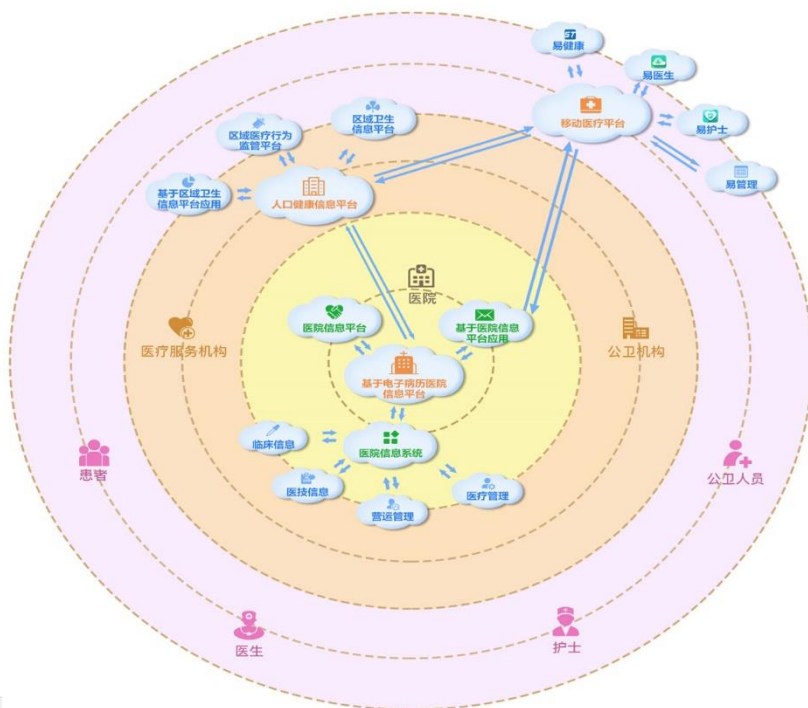
执象网络公司主要从事医药网站建设与运营、药品零售行业互联网解决方案及配套运营、互联网药品交易平台建设（B2C 模式）、医疗卫生系统门户网站建设、配套软件开发等业务，公司近年在云药店领域发展迅猛，并与百度药直达和新浪达成了坚实合作。信通网易成立于 1993 年，是我国西部地区最早并一直从事医疗卫生信息服务化的公司之一。经过多年的自主研发，公司形成了一套符合卫生部规范要求的、完备实用的医疗卫生信息化管理系统，已成为西南区域主要 HIS 供应商。

图 1：执象网络业务图



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 2：信通网医架构“云图”



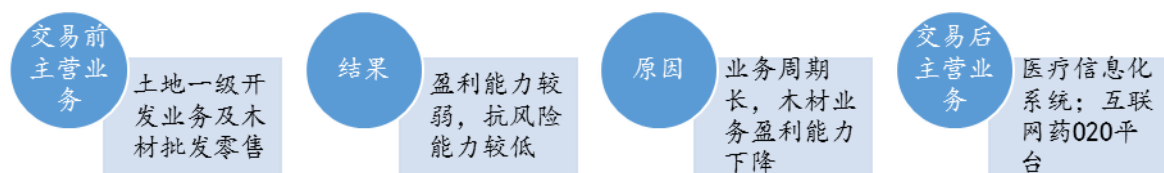
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

（二）、传统业务不断剥离，盈利能力逐渐增强

上市公司在本次资产重组前主要从事土地一级开发业务及木材批发零售业务，整体盈利能力弱。受门头沟土地一级开发项目拆迁进度放缓等因素的影响，上市公司的土地一级开发业务近两年来未能实现收入。2015 年度，受宏观经济调控、国内经济发展放缓、外币汇兑损失等因素影响，上市公司下属子公司绥芬河盛泰的木材批发零售业务出现亏损。且由于土地一级开发业务周期较长，木材批发零售业务盈利能力逐年下降，上市公司的盈利能力较弱，抗风险能力较低。

传统业务加速剥离，转型互联网医疗坚定、执行力强。本次交易中，万方发展拟以现金方式向刘志峰出售上市公司持有的绥芬河盛泰 90%股权，绥芬河盛泰 90%股权以预估值为基础暂定交易作价 369 万元。此前，公司以 5,300 万元的价格转让持有海南龙剑 51%的股权。剥离盈利能力较差的绥芬河盛泰，并对公司内部的人员配置和管理结构进行重新梳理，处置海南龙剑的股权增强公司现金储备，对传统业务的快速处置，表明公司转型移动医疗的决心和执行力，后续有望进一步加快转型节奏。

图 3：万方发展主营业务转变



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

中期业绩预告将扭亏为盈，盈利能力有望逐步增强。公司公告，2016 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润 200 万元-500 万元，较上年同比增长 128%-170%。据悉，报告期内，万方发展出售海南龙剑实业有限公司 51%股权，合并范围内获得投资收益 2102.90 万元，成为业绩变动的主要原因。

表 1：万方发展 2016 年半年度业绩预告

项目	本报告期 (2016 年 1 月 1 日-6 月 30 日)	上年同期 (2015 年 1 月 1 日-6 月 30 日)
归属于上市公司 股东的净利润	盈利：200 万元-500 万元 比上年同期增长：128%-170%	亏损：712.78 万元
基本每股收益	盈利：约 0.006-0.016 元	亏损：0.023 元

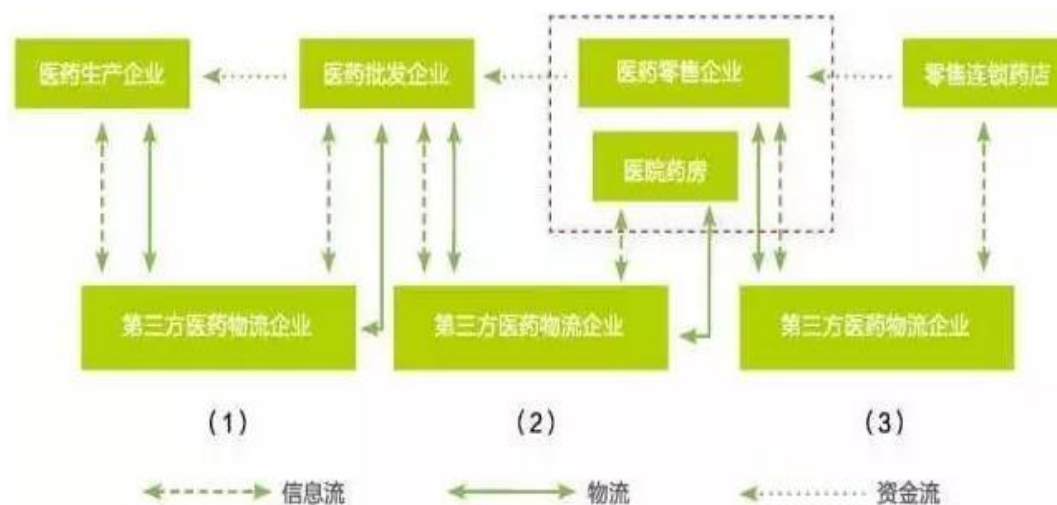
资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

二、收购执象网络，与百度药直达、新浪健康重构药品零售生态

(一)、传统药品零售面临困境，线上云药店适逢新机遇

药品零售渠道冗长，传统药品零售面临困境。现阶段药品零售行业存在药品与药店都相对过剩的问题，真正的需求得不到满足。我国医药零售领域近年来发展迅猛，但是对照国外的医药零售行业现状，国内在药品进货渠道、销售规模、行业集中度以及药品种类等方面都还有很大的进步空间。现阶段我国医药零售行业的管理水平、信息化水平、规范程度和专业程度方面都有待提高。

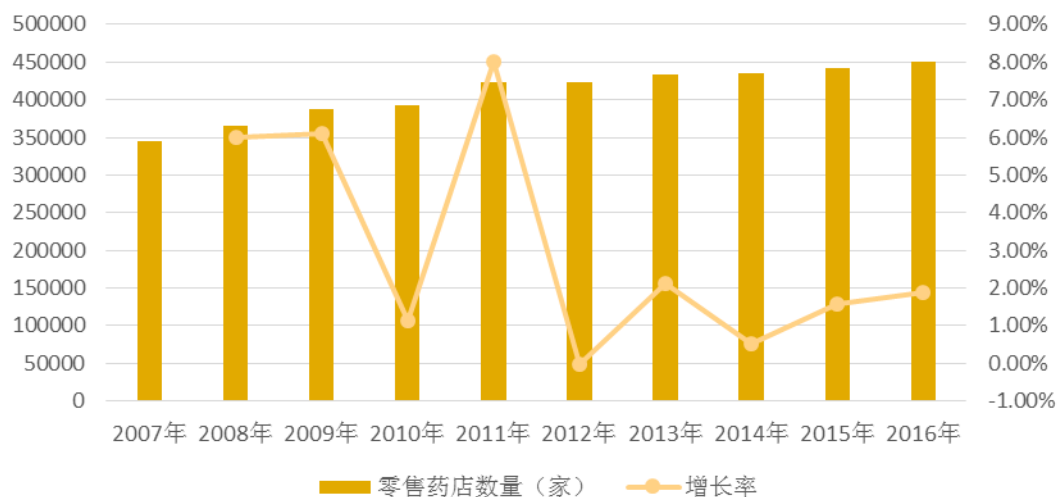
图 4：药品零售行业渠道



资料来源：前瞻产业研究院、中国银河证券研究部

面对高房租、高人工成本、高税负的压力，零售药店行业增速有所放缓。2015 年，药品零售市场销售额为 3323 亿元，同比增长 8.6%，增幅下降 0.5%，低于“十二五”期间年均增长 13.1%。国家宏观经济增速放缓、基层医疗机构用药需求不断提升、药品加成环节精简政策的推广、药品零售企业经营成本上升，以及以互联网和移动 APP 购物方式的兴起和发展导致一部分消费群体的流失，零售药店传统业务增长空间缓慢收窄、药品零售市场规模增长逐渐放缓并有下降的趋势。

图 5：2007-2016 年中国零售药店数量及增长率



资料来源：前瞻产业研究院、中国银河证券研究部

医药电子商务呈现爆发式增长。根据《2015 年药品流通行业运行统计分析报告》，至 2015 年底，全国累计有 517 家企业拥有《互联网药品交易服务资格证书》，与上年相比增加 164 家。从业务形式来看，全国累计有 25 家平台具有第三方交易服务平台交易证照(国 A 证)，比上年增加 9 家；106 家企业拥有批发交易类 B2B 证书(B 证)，新增 33 家；386 家企业拥有网上零售类 B2C 证书(C 证)，新增 122 家。

医药电商未来发展潜力巨大。据不完全统计,2015 年商务部直报系统医药电商销售总额达 476 亿元,其中 B2B 市场规模达 444 亿元、占医药电商销售总额的 93.3%,B2C 市场规模达 32 亿元,占医药电商销售总额的 6.7%,订单总数超 4000 万,订单转化率超过 81%。2014 年,我国医药电商交易规模占药品零售市场规模的 2.41%,占药品市场规模的 0.51%,占电子商务市场规模的 0.06%。

图 6: 2015 年医药电商牌照情况

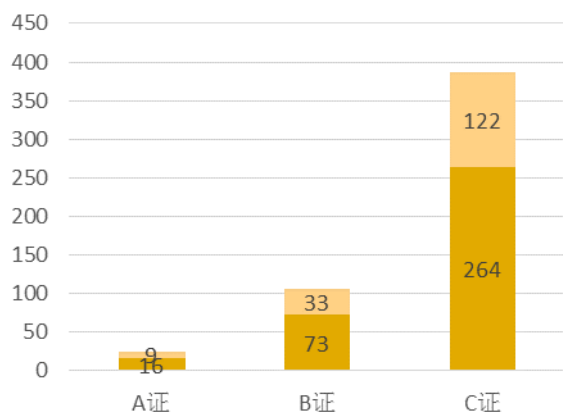
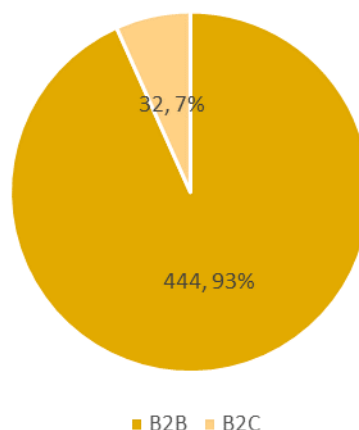


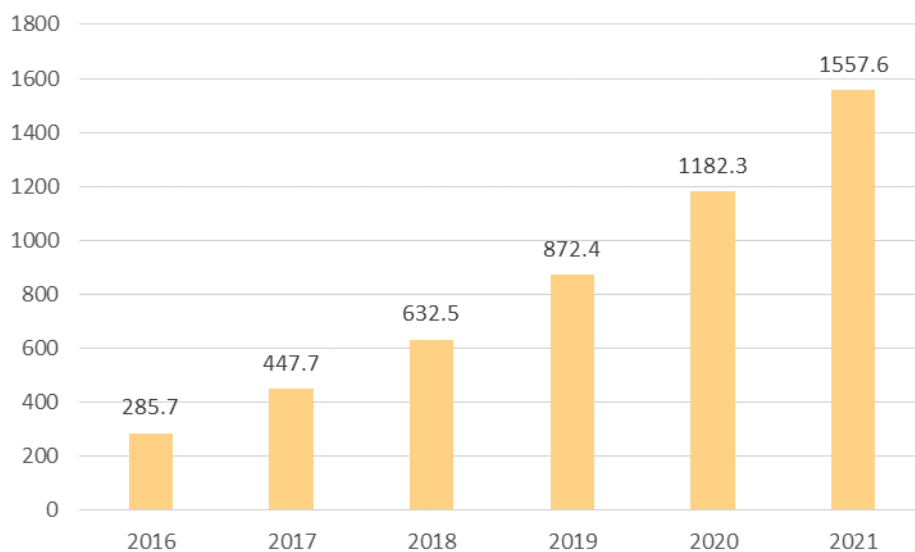
图 7: 医药电商销售情况 (亿元)



资料来源: 商务部、中国银河证券研究部

美国通过网络渠道进行药品销售的市场规模已经达到近三分之一,相比较而言,我国的医药电商规模则小很多,不仅市场规模很小,渗透率和认可度也还有很大的提升空间。在发达国家,医药 B2C 运营已经步入了一个相对成熟稳定的时期。2014 年美国、日本和欧洲药品网络销售额已经占到整体药品零售规模的 30%、17%和 23%。而我国药品网络销售规模(数额)占整体规模的比例不到 1%。我国电商 B2C 市场的逐渐发展和完善将助力我国医药 B2C 市场加速扩张。2015 年 B2C 交易额达到 152.1 亿元。未来五年,医药 B2C 电商规模随冷链物流的完善不断提升,年均复合增长率有望达到 50%以上,至 2020 年,我国医药电子商务 B2C 市场规模将超过 1000 亿元。

图 8：2016-2021 医药电商 B2C 渠道销售预测



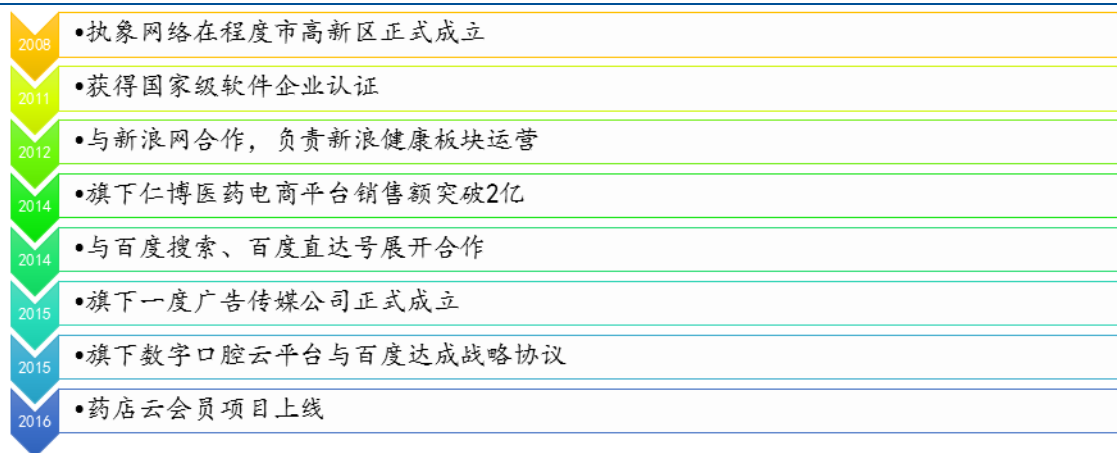
资料来源：前瞻产业研究院、中国银河证券研究部

(二)、收购执象网络，合作打造“药店云”平台

万方发展近年逐步发力，收购执象卡位药店入口。在线下医药零售药店面临困境、线上医药电商发展前景良好的大背景下，万方发展较早发现商机并做好准备，近年逐步发力，迅速布局 and 转型互联网医疗业务，并和执象网络展开合作，合作打造“药店云”平台，提供包括购药、挂号、处方、广告推送和药店经营数据分析在内的全套解决方案。

执象网络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，公司近年在云药店领域发展迅猛。

图 9：执象网络发展历程

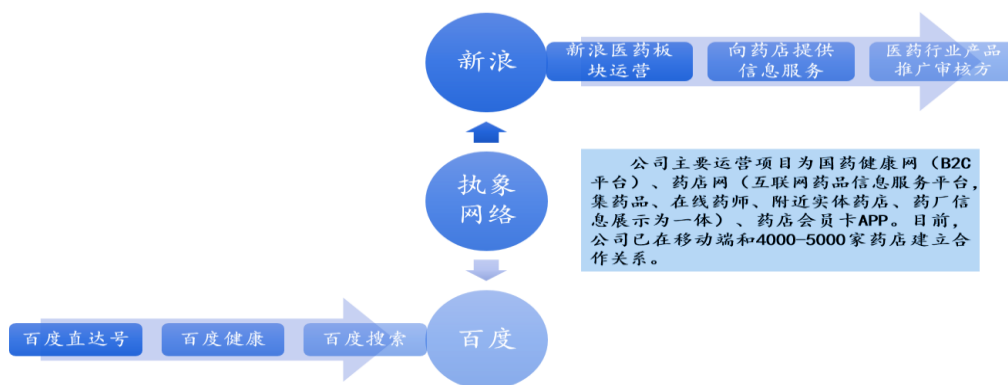


资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

公司凭借多年在医药行业的经验与资源，与新浪、百度等资源有机结合，打造互联网医药生

态图。2012年9月，公司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。“药店云”与百度“药品直达号”融合，通过与药店ERP系统数据对接，为药店提供流量导入、云会员管理、O2O药品商城、经营数据分析等全方位服务。

图 10：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

图 11：与新浪合作、“药店云”与百度“药品直达号”融合模式



资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

公司致力打造“药店云”平台，多功能引领多样化盈利模式。“药店云”平台除了药品物理链条外，还展开了多种业务模式。公司开发了数据分析的价值，通过“药店云”收集的数据进行分析，为药店经营者提供科学合理的决策数据，每年提升药店 15% 的经营业绩。此外，“药店云”实现药店店员的在线教育，根据学习情况获得药厂补助，即提升店员的业务水平，又增加收入，目前每年药厂对店员的教育投入约几十亿元的市场。执象网络的云药店成型后，涉足企业可以顺势向诊疗链条上游的预防保健、预约挂号等业务，以及诊疗链条下游的用药辅导、慢病管理等业务进行延伸。

图 12：执象网络商业模式独一无二



资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

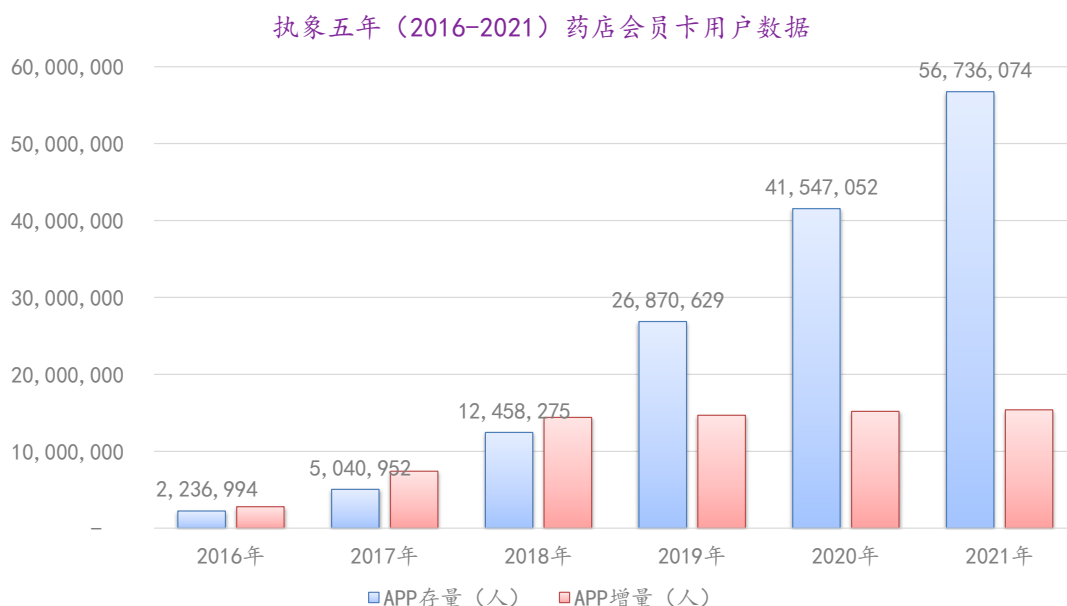
图 13：2016-2021 年医药行业电子商务 B2C 渠道销售预测



资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

药店云会员数增长迅猛，预计未来几年将积累数千万用户资源。截止到 2016 年 1 月底，执象网络“药店云”项目下，已经正式签约 8197 家药店，启动上线准备工作的有 5027 家药店，正式已上线 996 家，获得有效会员数 348 万人。预计未来数据还会进一步上升。每个药店会员数平均为 3500 个，会员卡升级为电子会员卡（安装 APP）为 80%，目前已签订协议 8197 家药店，预计会员数量达 2295 万人。

图 14：预计执象网络会员卡用户发展迅猛



资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

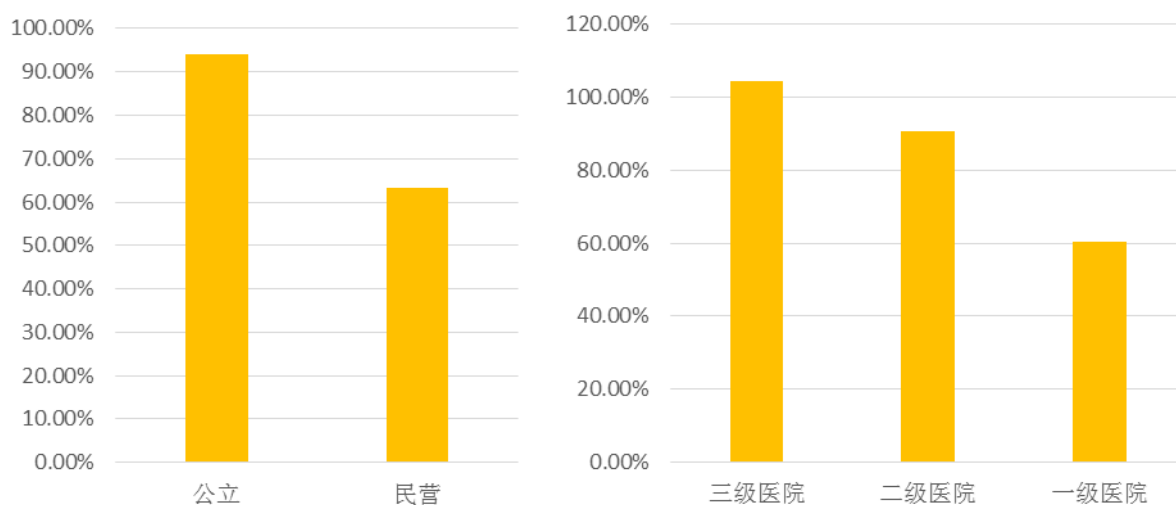
三、投资信通网易，完善医疗信息化环节

（一、）完善的医疗信息化系统是构建互联网医疗平台的基础

医疗信息化即医疗服务的数字化、网络化、信息化，是指通过计算机科学和现代网络通信技术及数据库技术，为各医院之间以及医院所属各部门之间提供病人信息和管理信息的收集、存储、处理、提取和数据交换，并满足所有授权用户的功能需求。根据国际统一的医疗系统信息化水平划分，医疗信息化的建设分为三个层次：医院信息管理系统、临床信息管理系统和公共卫生信息化。

现阶段我国医疗信息化不足，看病难、医院超负荷运营、数据孤立等难题是医疗领域关注的热点。现阶段我国的医疗信息化程度还处于较低的水平，距离国外先进国家还有很大的一段距离。国内医疗行业每年在对信息化管理的投入规模约占卫生机构总支出的 0.8% 左右，而发达国家的这个数值在 3%-5% 左右。大型公立医疗机构人满为患、效率低下、纠纷不断，医疗人员负荷超标；而基层卫生医疗机构资源浪费，人员流失。最终导致患者看病贵、看病难，并且浪费了大量人力物力。

图 15：医疗资源分布和使用不均衡——病床使用率



资料来源：中国行业研究网、中国银河证券研究部

总体来说，我国医疗资源相对匮乏，分布不均匀，利用不均匀：1、城乡分布不均；2、公立民营不均；3、就医过于集中三级医院。

（二）、投资信通网易，补齐医疗信息化专业能力

信通网易拥有先进完备的数字化医疗系统，助力万方发展医疗服务信息化。信通网易成立于1993年，是我国西部地区最早并一直从事医疗卫生信息服务化的公司之一。经过多年的自主研发，公司形成了一套符合卫生部规范要求的、完备实用的医疗卫生信息化管理系统，公司软件产品开发技术处于国内业界领先水平。

图 16：成都信通网易医疗科技发展有限公司



资料来源：公司官网、中国银河证券研究部

公司软件产品开发技术处于国内业界领先水平。现有产品主要包括基于电子病历的数字化医

院信息平台、基于全民健康档案的区域卫生信息管理平台、远程医疗会诊系统等，均使用 JAVA 平台开发。

图 17：信通网医疗信息产品

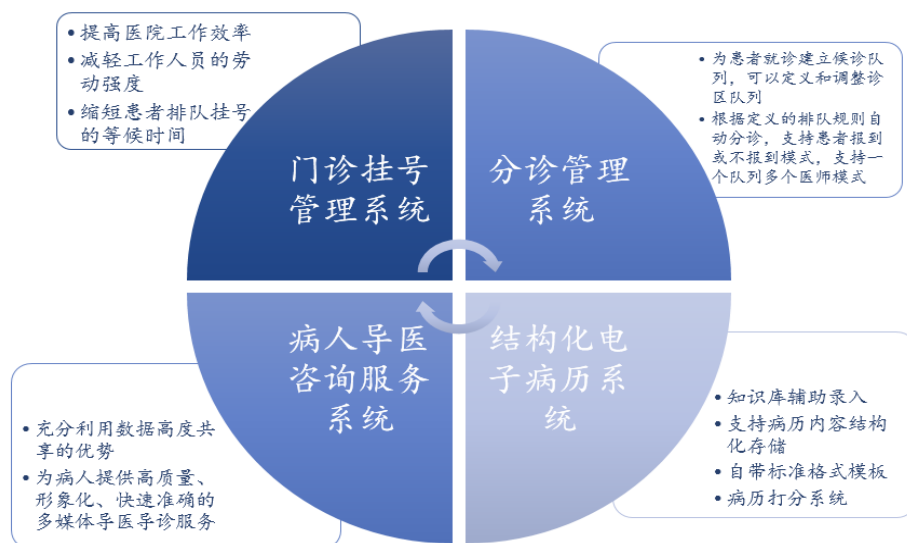
基于电子病历的医院信息平台				基于健康档案的区域卫生信息平台			
医院信息系统	临床服务	门急诊挂号系统 分诊管理系统 门急诊注射输液工作站 门急诊医生工作站 急诊护士工作站 门急诊电子病历系统		系统管理	基础信息平台与门户网站		
		住院病人转入转出系统 住院医生工作站 住院护士工作站 住院电子病历系统		健康管理	居民与家庭健康档案管理系统 健康教育管理系统 康复教育与计生指导管理系统 老年人健康管理子系统		
		临床检验系统 医学影像系统 超声管理系统 内镜管理系统 手术麻醉管理系统 配液中心系统 输血管理系统 重症监护系统 心电管理系统 体检管理系统		医疗服务	职业病管理系统接口 综合信息管理系统妇幼卫生统计报表子系统 门急诊挂号管理系统 门诊收费结算管理系统 住院病人出入院管理系统 住院收费管理系统 药房药品管理系统 药库药品管理系统 医保与新农合接口管理系统 门诊医生工作站子系统 门诊护士工作站子系统 住院医生工作站子系统 住院护士工作站子系统 辅助检查科室管理系统		
	医疗管理	门急诊收费系统 住院收费系统 护理管理系统 医务管理系统 院感、传染病管理系统 病案管理系统 科研教学管理系统 食源性疾病预防系统接口 医疗保险接口系统 新农合接口系统 银行接口系统		运营管理	物资管理系统 固定资产与设备管理系统 机构基本信息直报管理系统		
	营运管理	人力资源管理系统 财务管理系统 药品库药管理系统 门诊药房管理系统 住院药房管理系统 药品会计核算及药品价格管理系统 制剂管理系统 物资管理系统		儿童保健	出生医学证明管理系统 新生儿疾病筛查管理系统 新生儿访视管理系统 儿童健康体检管理系统 托幼园所体检管理系统 高危儿（体弱儿）管理系统 五岁以下儿童死亡报告管理系统		
医院信息平台			妇幼保健	婚前保健服务管理系统 计划生育技术服务管理系统 妇女病查治管理系统 孕产期保健管理系统 孕产期保健管理系统 孕产妇高危管理系统 产前筛查与诊断管理系统 孕产妇死亡报告管理系统 出生缺陷监测管理系统			
	注册服务 患者注册 机构（科室）注册 医疗卫生服务人员注册 术语注册 患者主索引 电子病历存储服务 电子病历档案服务 全院业务协同支撑服务	疾病管理	慢性病专项档案管理系统 重症精神病管理系统 家庭病床管理系统				
基于医院信息平台应用			疾病控制	传染病报告管理系统 免疫规划管理系统			
	医疗一卡通 电子病历编辑器 电子病历浏览器 电子医嘱录入 管理辅助决策 临床路径管理系统 合理用药咨询与检测系统 基于知识库的临床支持系统 医务人员门户 管理人员门户 患者公众服务	卫生行政监管	卫生行政监管子系统				

资料来源：公司官网、中国银河证券研究部

公司总部位于成都，深耕四川医疗信息行业多年，拥有丰富的区域资源，完善万方发展医疗产业链区域延伸布局。信通网是四川省信息产业厅认证的双软企业，成都市科学技术局认定的高新技术企业，同时也是四川省卫生厅认可的从事医疗卫生信息化的专业公司。其与 IBM、HP、Microsoft 等冻死建立了长期稳定的合作伙伴关系，与四川大学华西医学部医学信息教研室签订了产、学、研合作项目。截止 2011 年，公司已向 200 多家医院提供了基于电子病历的数字化医院信息系统，为省、市、县各级卫生行政管理部门提供基于全民健康档案的区域卫生信息管理平台。

通过信通网与青海医疗机构的合作，万方发展布局青海，打通西南地区业务版图。公司凭借与四川政府的先发合作确立优势，业务触角通过青海探索前进，向西南地区延展，构建智慧医疗的业务版图，实现互联网医疗领域的深入布局。公司的互联网医疗产业链通过四川和青海协同作用发展，将发挥更大成长空间，未来前景无限。

图 18：信通网易对青海云健康项目的技术支持



资料来源：公司官网、中国银河证券研究部

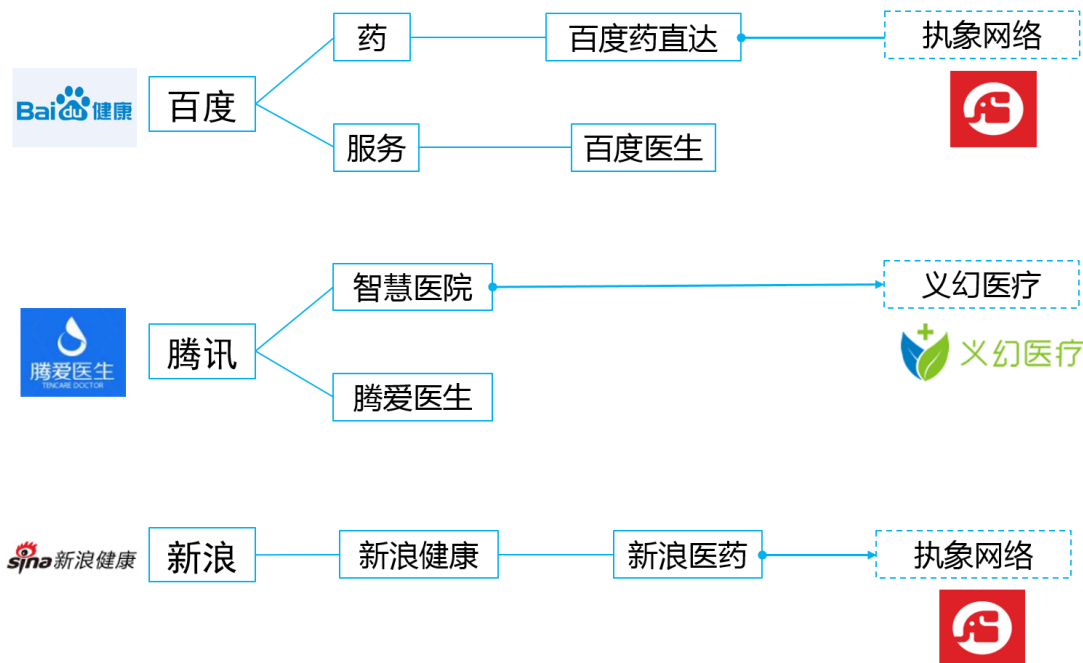
通过与信通网易的合作，万方发展将在医疗信息化产业上更具专业性、系统性、全面性，有望提供更人性化、智慧化、高效化的医疗信息服务。

四、最强互联网+医疗资源背书，有望成为互联网医疗龙头

（一）、与腾讯、百度、新浪等巨头深度合作，互联网基因最强

公司与腾讯、百度、新浪等公司合作，是巨头互联网医疗业务落地的重要合作方。2016年3月，万方发展旗下执象网络与百度药直达签订生态服务商合作协议，目前在22个省（直辖市）为（独家）运营。2016年3月，万方发展旗下执象网络与新浪达成协议，承接建设新浪医药。2016年5月，万方发展旗下义幻医疗成为四川省卫计委与腾讯医疗战略合作的（独家）服务商。

图 19：公司与腾讯、百度、新浪等巨头深度合作



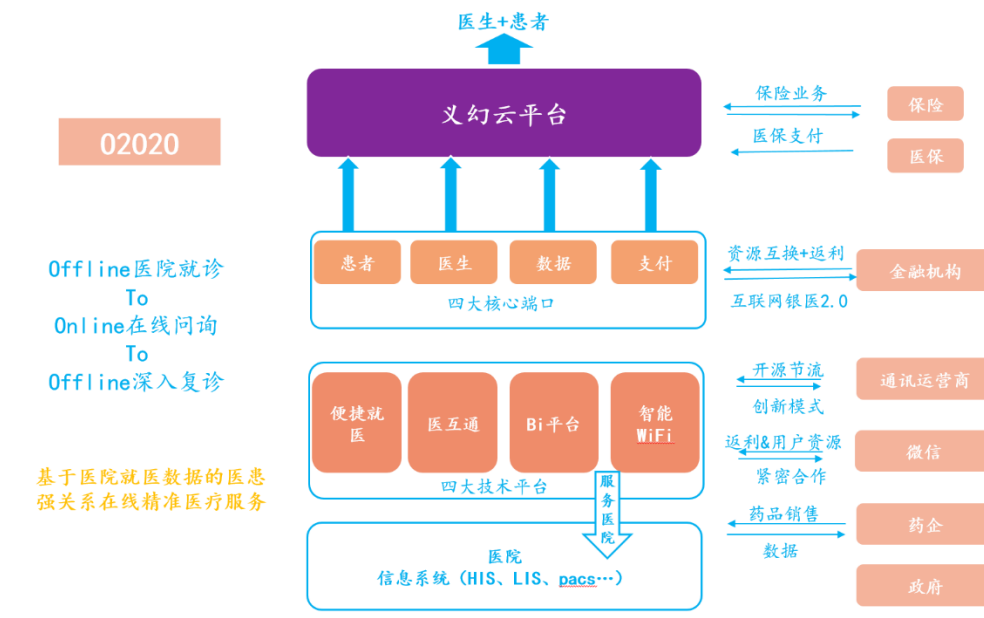
资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

团队互联网基因最强，为业务发展打下坚实基础。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。执象网络团队长期与百度、新浪等互联网巨头合作。上市公司新聘请的医疗事业部副总经理有 15 年互联网从业经验，2010 年就职百度，负责网页搜索安全项目，后负责百度大医疗领域，主导投资了“好大夫”与“健康之路”。

（二）、布局完善，协同效应明显

去年万方发展收购成都义幻网络 40% 股权，布局互联网医疗，抢占医疗接口撬动云医疗产业。成都义幻网络作为第三方服务商，是以移动互联网医疗服务为核心的高科技公司，借助微信 WIFI 及微支付平台和中国电信 iTV 媒体平台抢占患者流量入口，已经切入华西第二医院（即四川省华西妇女儿童医院，在华西系中仅次于最大的华西医院）的微信 WIFI 和公共号搭建，并实现了微支付、在线医疗和医患互动的良好效果，构建完整的互联网医疗端。

图 20：义幻医疗业务模式

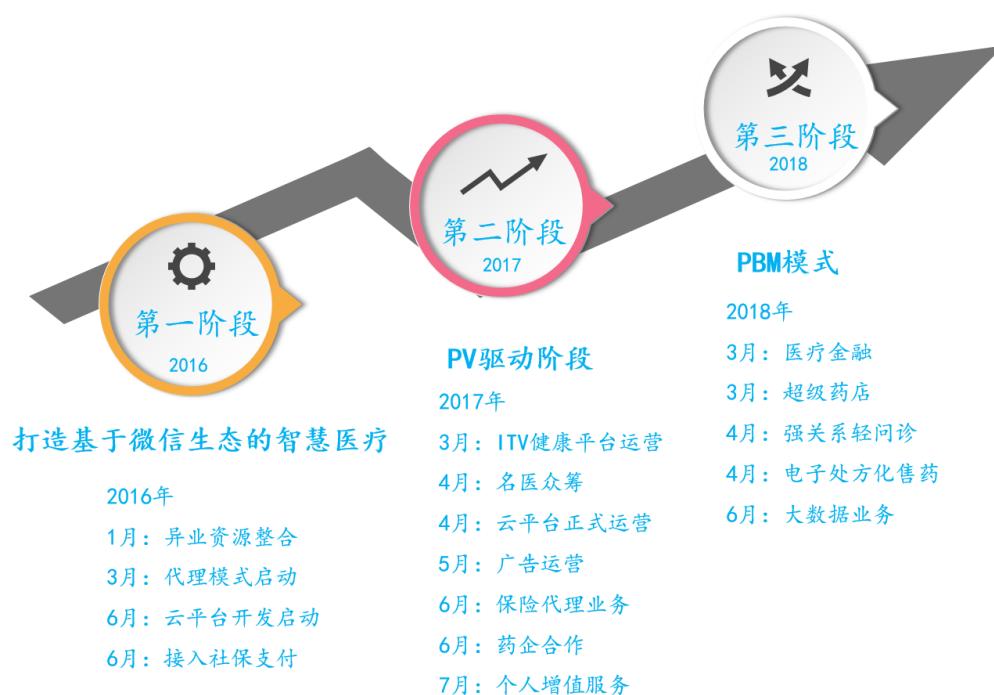


资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

联合义幻网络的资源和入口，信通网易将实现智慧医院服务的深度拓展。义幻微信公众平台打造的统一医院入口形式有利于用户使用习惯的建立，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。信通网易的手机 APP 有望借鉴微信模式，与公众平台合作，获取客户流量。此外，义幻网络本身也开发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，信通网易的医疗信息化产品与之结合将取长补短，更有利于深度捆绑医院的核心业务。

信通网易和义幻网络将互相完善商业模式，万方发展有望拓展医院信息化建设的盈利模式。义幻网络当前医院信息化业务处于起步阶段，而信通网易利用其自身系统优势，可以为院方提供更好的管理，为患者提供更好的服务，与此同时，信通网易通过义幻网络的推广，将与更多医院的合作、积累用户量。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。另外，通过义幻网络搜集的全流程用户大数据，信通网易结合其有望完善医疗信息系统，开发更迎合客户习惯与需求的服务。

图 21：公司发展计划



资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

执象网络与信通网易产生协同，打通“医”“药”环节。高效的医疗卫生信息化管理系统是互联网医疗平台构建的基础，执象网络提供“药”的平台，信通网易提供数据和链接平台，从而使得“药”的销售前端得以拓展，并有效推动医药分离政策的实施。

图 22：执象网络与信通网易产生协同作用。



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（三）、四川模式全国复制，线下资源布局

基于万方发展的发展战略以及与四川省卫计委的相关合作，万方发展将以四川省为核心面向全国大力发展互联网医疗领域相关业务。四川人口基数大、传统医疗资源丰富，后续发展互联网医疗空间较大。上市公司是唯一一家与四川省卫计委签订战略合作协议的上市公司，得到了政府层

面的大力支持，与华西优质医疗合作树立标杆案例将推动业务在四川地区快速复制。

图 23：万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

复制四川模式，从西南地区向全国范围内快速推进。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，并最终走向全国。

图 24：已完成的市场分布情况

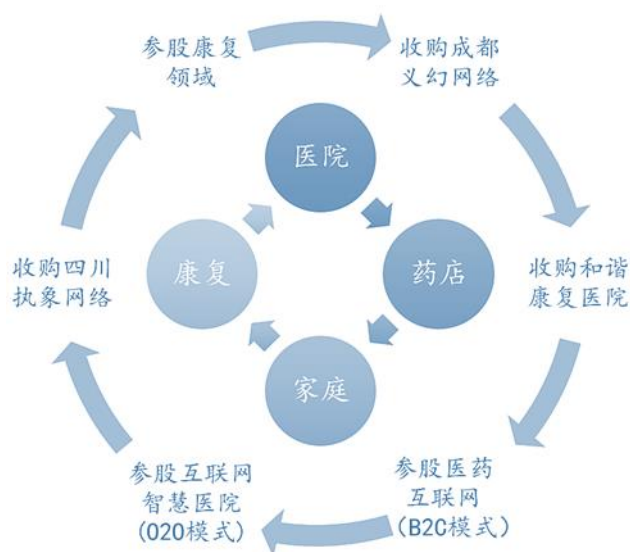


资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

（四）、后续有望继续夯实实体医疗资源

通过本次重组，公司线上布局基本完成，实现了对医院、药店的卡位，医疗信息化、远程医疗、分级诊疗、药店云等系统都已完备。我们预计，公司后续将加强线下部分的布局，公司有望借助其原有的地产和康复诊疗相关资源，涉足实体医疗资源和养老行业，进一步拓展大健康板块服务。

图 25：万方发展搭建完整互联网医疗平台。



资料来源：公司材料，中国银河证券研究部

五、盈利预测与投资建议

公司通过收购、整合多家移动医疗领域相关企业，整合线上线下医疗资源，布局智慧医疗业务，并建立多元融资渠道，为公司业务转型提供资金保障，预计未来盈利状况将进一步增强。我们预计，公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.12、0.32 和 0.42 元。

六、风险提示

(1) 公司的业绩不及预期；(2) 智慧医疗行业整体发展不及预期；(3) 市场竞争风险。

插图目录

图 1: 执象网络业务图.....	3
图 2: 信通网易架构“云图”.....	4
图 3: 万方发展主营业务转变.....	5
图 4: 药品零售行业渠道.....	6
图 5: 2007-2016 年中国零售药店数量及增长率.....	6
图 6: 2015 年医药电商牌照情况.....	7
图 7: 医药电商销售情况(亿元).....	7
图 8: 2016-2021 医药电商 B2C 渠道销售预测.....	8
图 9: 执象网络发展历程.....	8
图 10: 执象网络与互联网公司进行深入战略合作.....	9
图 11: 与新浪合作、“药店云”与百度“药品直达号”融合模式.....	9
图 12: 执象网络商业模式独一无二.....	10
图 13: 2016-2021 年医药行业电子商务 B2C 渠道销售预测.....	10
图 14: 预计执象网络会员卡用户发展迅猛.....	11
图 15: 医疗资源分布和使用不均衡——病床使用率.....	12
图 16: 成都信通网易医疗科技发展有限公司.....	12
图 17: 信通网易医疗信息产品.....	13
图 18: 信通网易对青海云健康项目的技术支持.....	14
图 19: 公司与腾讯、百度、新浪等巨头深度合作.....	15
图 20: 义幻医疗业务模式.....	16
图 21: 公司发展计划.....	17
图 22: 执象网络与信通网易产生协同作用。.....	17
图 23: 万方发展与四川卫计委双方合作内容及义务.....	18
图 24: 已完成的市场分布情况.....	19
图 25: 万方发展搭建完整互联网医疗平台。.....	19

表格目录

表 1: 万方发展 2016 年半年度业绩预告.....	5
------------------------------	---

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接受任何形式的补偿。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

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn