

# 卫宁健康(300253)

## 行业高景气带动传统业务高增，创新业务打开成长新空间

### 推荐 (首次)

现价: 14.51 元

#### 主要数据

行业	计算机
公司网址	www.winning.com.cn
大股东/持股	周炜/13.30%
实际控制人	周炜
总股本(百万股)	1,616
流通 A 股(百万股)	1,191
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	234.46
流通 A 股市值(亿元)	172.86
每股净资产(元)	1.75
资产负债率(%)	23.60

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**闫磊** 投资咨询资格编号  
S1060517070006  
010-56800140  
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**付强** 一般从业资格编号  
S1060118050035  
FUQIANG021@PINGAN.COM.CN

**陈苏** 一般从业资格编号  
S1060117080005  
010-56800139  
CHENSU109@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

■ **卫宁是国内医疗信息化龙头企业：**卫宁是国内医疗信息化领域最早成立的企业之一，长期专注于医疗 IT 业务。公司经营策略与目标客户群体明确，重视研发与员工激励，产品线完整，业务网络辐射全国。上市以来，公司经营状况良好，通过内生外延实现稳健增长，营收增速始终保持在 25% 以上，近三年扣非归母净利润增速也基本处于 20% 以上，已成为国内医疗信息化领域收入规模居前的龙头企业。2017 年，在 IDC 发布的年度全球医疗科技公司 50 强榜单中，卫宁排名第 33 位，是中国乃至亚洲地区唯一的上榜企业。

■ **“传统+创新”双轮共同驱动企业成长：**2015 年，卫宁启动双轮驱动发展战略，在快速发展传统医疗信息化业务的同时，推动“互联网+健康服务”创新业务发展。卫宁传统业务已覆盖 5000 家以上医院以及 110 家以上卫生管理机构，相比于同业竞争对手，卫宁产品标准化程度相对较高，主要目标客户群体为二级医院。2017 年起，行业开始步入高景气周期，且大单数量明显增加，项目门槛提升带动行业集中度提升的逻辑下，我们预计卫宁传统业务未来 1-2 年的收入增速将保持在 30% 左右。

卫宁“4+1”创新业务体系囊括“云医、云康、云险、云药+创新服务平台”，基本可实现对“互联网+医疗健康”主要环节的全覆盖。其中，云医、创新服务平台是核心业务，云药、云险也是重点，布局云康则是为了实现更为完整的生态协同。与多数友商不同，卫宁创新业务以自身医院 IT 产品为基石，重点定位于医疗机构的技术服务平台，与近期发布的互联网医疗新规精神相符。目前，创新业务发展顺利，布局初步成型，2018 年或可实现盈亏平衡，近 1-2 年内有望进入爆发期，打开成长新空间。

■ **行业动力强劲利好公司业务发展：**首先，中国医疗信息化的整体水平仍十分有限，相关 IT 投入与发达国家相距甚远，加之新一代 IT 技术为医疗机构带来新需求，互联网医疗也成为新的成长点，巨大的市场空间仍是行业发展根本的内生动力；其次，近年中国医卫领域改革力度明显加大，重磅政策密集颁布，如医联体建设要求、医院信息化标准的提出、电子病历建

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	954	1204	1587	2111	2767
YoY(%)	26.7	26.1	31.8	33.0	31.1
净利润(百万元)	519	229	321	428	557
YoY(%)	240.1	-55.8	40.2	33.3	30.1
毛利率(%)	54.4	52.3	52.6	53.0	53.5
净利率(%)	54.3	19.0	20.2	20.3	20.1
ROE(%)	21.8	8.6	10.7	12.7	14.4
EPS(摊薄/元)	0.32	0.14	0.20	0.26	0.34
P/E(倍)	45.0	101.8	72.6	54.5	41.8
P/B(倍)	10.0	9.0	7.9	7.0	6.0

设要求、对互联网医疗的规制等均是行业发展的重要催化剂，新一轮医疗机构改革也强化了政策落地的保障；再次，互联网势力的介入大大加速了互联网医疗的发展，尤其如腾讯、阿里、平安好医生等巨头和独角兽为产业带来发展所需的流量、技术和资本，而近期卫宁与阿里达成了股权和战略层面的合作，有望助力公司业务加速扩张和深化升级。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2018-2020 年卫宁健康的营业收入分别为 15.87、21.11、27.67 亿元，同比增速为 31.8%、33.0%、31.1%；归母净利润分别为 3.21、4.28、5.57 亿元，同比增速为 40.2%、33.3%、30.1%；相应 EPS 分别为 0.20、0.26、0.34，对应 9 月 18 日收盘价的 P/E 水平为 72.6x、54.5x、41.8x。当前，公司传统医疗信息化业务正处于高景气周期，利润正在加速释放，而从中长期看，公司长期的专注、强劲的核心竞争力以及“双轮驱动”的战略布局均值得看好，创新业务将打开成长新空间，故而首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**
  - 1) **医疗机构 IT 投入不足。**国内多数医院创收能力有限，加之融资环境严峻，经济下行使得地方财政状况趋于紧张，这可能使得医疗机构 IT 投入不足，限制公司收入和利润增长；
  - 2) **互联网医疗发展状况不及预期。**互联网医疗的业务模式、盈利模式等仍未完全定型，普及范围和付费意愿依旧有限，如发展状况持续逊于预期，将对公司创新业务盈利构成限制；
  - 3) **政策不确定性。**医疗健康行业受政策影响较大，如政策对医改的支持力度不足，或对互联网医疗构成进一步钳制，将制约公司业务发展。

# 正文目录

<b>一、 公司是国内医疗信息化领域龙头企业</b>	<b>6</b>
1.1 长期聚焦医疗信息化领域，践行双轮发展战略	6
1.2 已构建完整业务布局，市场竞争力强劲	7
1.3 公司始终重视研发与员工激励	9
1.4 多年来经营状况良好，业绩稳健增长	10
<b>二、 业务分析：“传统+创新”双轮驱动</b>	<b>12</b>
2.1 传统医疗信息化业务定位清晰、景气度高	12
2.2 创新业务布局初步完善，前景值得看好	16
<b>三、 行业动力：“需求+政策+新势力”共振</b>	<b>21</b>
3.1 行业内生需求是业务增长的根本动力	21
3.2 政策支持是业务发展的强力催化剂	25
3.3 互联网势力入局为行业发展增添新动力	33
<b>四、 盈利预测与投资建议</b>	<b>35</b>
4.1 盈利预测	35
4.2 投资建议	35
<b>五、 风险提示</b>	<b>36</b>

## 图表目录

图表 1	卫宁健康发展历程中部分重要事件梳理	6
图表 2	卫宁健康集团旗下主要企业布局	7
图表 3	卫宁传统医疗信息化业务客户数量	7
图表 4	卫宁四大创新业务主要布局领域	7
图表 5	卫宁传统医疗信息化业务基本实现对医疗卫生体系的全覆盖	8
图表 6	卫宁健康入选 IDCHealth Insights 2017 全球医疗科技公司 50 强	8
图表 7	卫宁研发投入规模及其收入占比	9
图表 8	卫宁研发人员数量及其占比	9
图表 9	研发带动卫宁新增软件著作权数量自 2015 年起明显上升	9
图表 10	卫宁三期（2012、2014、2016）股权激励计划的基本方案	10
图表 11	多数年间卫宁营收增速保持较高水平	10
图表 12	卫宁营收多集中于下半年，具有明显的季节性	11
图表 13	卫宁归母净利润变动（2015-2018H1）	11
图表 14	卫宁扣非归母净利润变动（2015-2018H1）	11
图表 15	卫宁销售毛利率、期间费用率、归母净利率	12
图表 16	卫宁销售费用率、管理费用率、财务费用率	12
图表 17	卫宁健康智慧医院相关产品及解决方案	12
图表 18	卫宁健康区域卫生信息平台方案架构	13
图表 19	卫宁三类业务收入占比（2015 - 2017）	13
图表 20	卫宁三类业务毛利占比（2015 - 2017）	13
图表 21	国内医疗信息化领域主要上市公司营收规模与毛利率比较（2017 年）	14
图表 22	国内医疗信息化领域主要上市公司营收同比增速比较（2017&2018H1）	15
图表 23	中国政府采购网卫宁中标金额超 500 万元项目数量比较（2016& 2017）	15
图表 24	卫宁健康“4+1”创新业务规划布局	16
图表 25	卫宁互联网旗下卫宁付产品的基础架构	16
图表 26	卫宁健康创新业务旗下主要载体及相应行业痛点	17
图表 27	卫宁健康创新业务的基本内容与盈利模式	17
图表 28	卫宁健康各项创新业务潜在市场空间的保守估算	18
图表 29	卫宁科技（云险）财务指标（2016 - 2018H1）	20
图表 30	钥世圈（云药）财务指标（2016 - 2018H1）	20
图表 31	卫宁健康创新业务发展状况及部分经营数据	20
图表 32	中国医院电子病历应用评级高级别结果（卫计委标准 vs HIMSS）	22
图表 33	中国卫生机构总费用中医疗 IT 支出占比	22
图表 34	世界主要国家医疗健康支出与 GDP 比值	22
图表 35	中国医院 HIS 与 CIS 实施状况调查结果（2015-2016）	23
图表 36	国内医院目前采用与未来规划采用的 IT 技术对比（2015-2016）	24

图表 37 中国医疗行业 IT 支出规模变化 .....	25
图表 38 中国医疗行业 IT 解决方案市场规模变化 .....	25
图表 39 中国移动医疗市场规模预测 (2018 - 2020) .....	25
图表 40 移动问诊平台用户付费比例 (2016 - 2017) .....	25
图表 41 部分与医疗信息化/互联网医疗高度相关的重要政策 (2015 年至今) .....	26
图表 42 促进“互联网+医疗健康”发展意见中与医疗 IT 紧密相关的内容 .....	28
图表 43 全国医院信息化建设标准与规范 (试行) 指标体系 .....	30
图表 44 国家卫健委与国家医保局组建方案及职责 .....	33
图表 45 互联网医疗服务由用户端向医疗机构端拓展 .....	34
图表 46 卫宁健康与阿里巴巴股权与战略合作的基本内容 .....	34

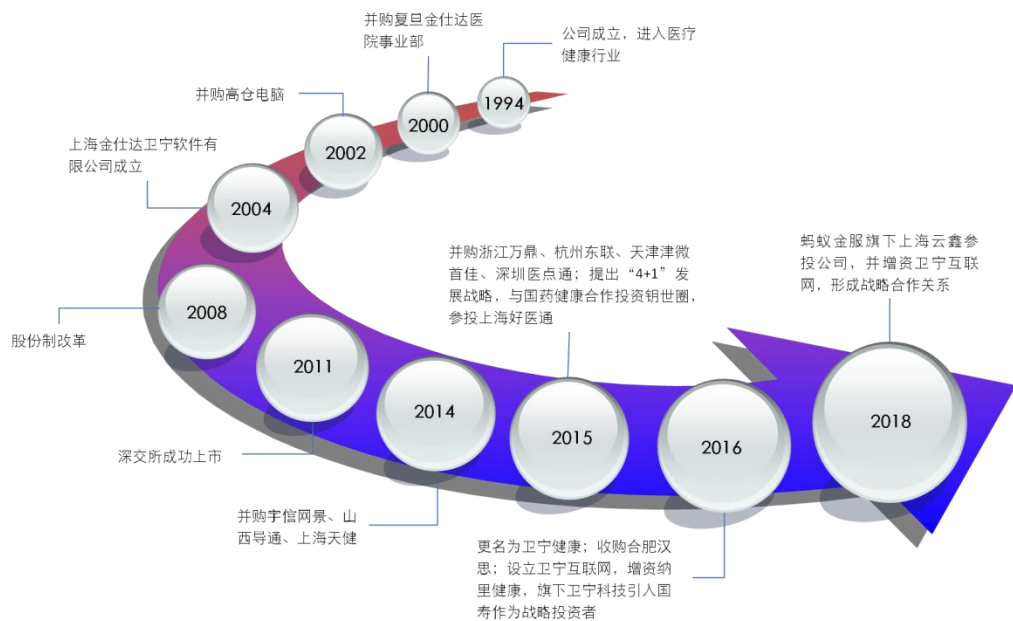
## 一、 公司是国内医疗信息化领域龙头企业

### 1.1 长期聚焦医疗信息化领域，践行双轮发展战略

卫宁健康是国内医疗信息化领域最早成立的 IT 企业之一。公司成立于 1994 年，随后相继收购复旦金仕达医院事业部、高仓电脑，并于 2004 年正式整合为上海金仕达卫宁软件有限公司，为上市公司的前身。2008 年，卫宁完成股改，变更为股份公司，并于 2011 年正式登陆深交所。2016 年，公司将名称由上海金仕达卫宁软件股份有限公司变更为卫宁健康科技集团股份有限公司，旨在突破传统 HIT 业务范畴，将业务扩展至整个大健康产业。

长期以来，卫宁聚焦于医疗健康信息化领域，是国内最为专注的医疗信息化 IT 企业之一。自上市以来，卫宁通过持续的创新，致力于提供医疗健康卫生信息化解决方案，以提升人们的就医体验和 health 水平，几乎全部收入产生于医疗健康 IT 及相关业务。我们看好卫宁健康的专注，我们认为将有限的资源集中发展主营业务是公司在激烈竞争中成长为业内龙头的一个重要原因，这在流程复杂、稳定可靠性要求高的医疗健康领域尤其明显。

图表1 卫宁健康发展历程中部分重要事件梳理

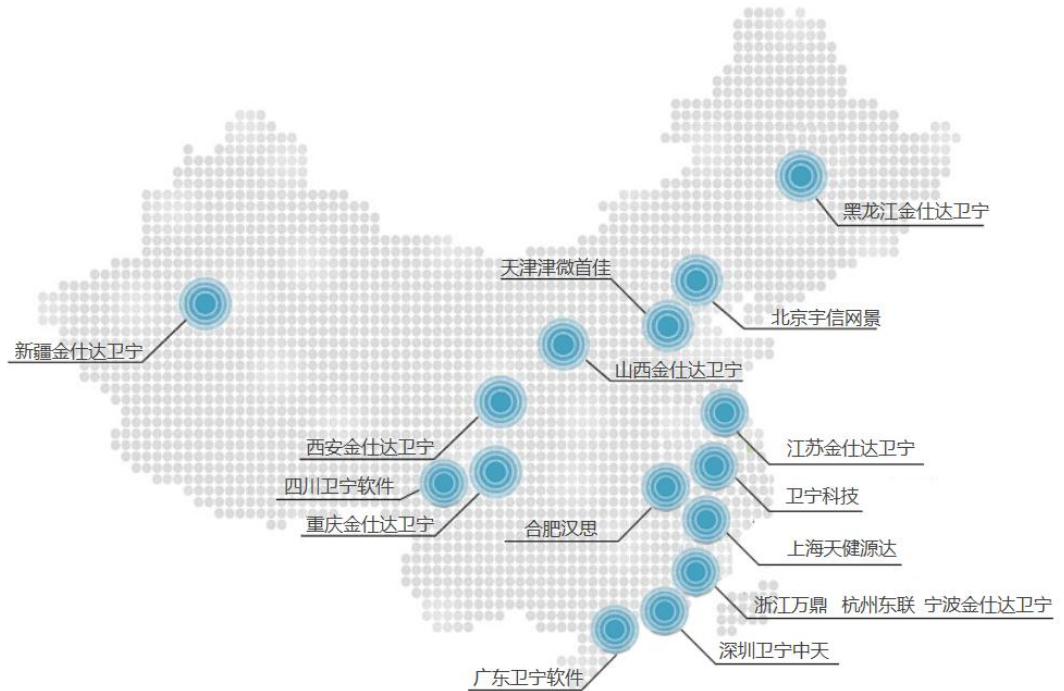


资料来源：公司官网、公司公告、平安证券研究所

2014 年起，公司在内生增长的基础上加速了外延式扩张，相继收购了宇信网景、山西导通、上海天健、浙江万鼎、杭州东联、天津津微首佳、合肥汉思等多家区域性企业，这些企业与卫宁自身投资设立的子/分公司一同构成了全国性的业务网络布局。由于医疗机构客户对于医疗信息化产品具有很强的粘性，且系统解决方案供应商的员工需对行业具有良好的理解，因此卫宁可通过并购直接获得合格的人力资源，迅速的扩大产能，同时也可获得新的销售渠道，扩大客户群体和市场份额。

2015 年，卫宁还启动“双轮驱动”发展战略，在快速发展传统医疗信息化业务的同时，推动“互联网+健康服务”业务发展，推出了“4+1”战略，即“云医、云康、云险、云药+创新服务平台”。作为“4+1”战略的践行，卫宁相继设立了卫宁互联网、纳里健康、卫宁科技等旗下实体，参投了如钥世圈、上海好医通等企业，并且与阿里、国药、国寿等巨头达成了战略合作关系。截至当前，卫宁的医疗健康互联网生态布局已初步成型，后续有望步入发展期。

图表2 卫宁健康集团旗下主要企业布局



资料来源：公司官网、平安证券研究所

注：上海天健 51% 股权已于 2017 年转让剥离

## 1.2 已构建完整业务布局，市场竞争力强劲





作为全国性的医疗信息化 IT 供应商，卫宁不仅在业务网络方面已辐射全国，而且在产品与解决方案方面形成了完备的体系。其中，传统的医疗信息化业务包括智慧医院、智慧卫生解决方案，囊括 HIS、CIS、区域卫生信息平台等诸多产品，创新“互联网+健康”业务则囊括在线咨询、远程诊疗、处方流转、医保控费、慢病管理等多个互联网医疗健康领域的痛点，结合传统医疗信息化业务，逻辑上可形成良好的生态协同。当前，卫宁健康的产品和解决方案已覆盖大中型医院、基层医疗机构、妇幼保健、疾病防控、药品流通、医保商保、卫生行政管理、支付清算、个人消费者等各个领域，基本实现了对医疗卫生体系的全方位覆盖。

图表3 卫宁传统医疗信息化业务客户数量

智慧医院	覆盖5000+医院用户	市场占比17.6%
	三级及以上医院300+	市场占比13.8%
	服务90万医护人员/年	服务11.2亿人次患者/年
智慧卫生	覆盖17+省市	110+卫生管理机构

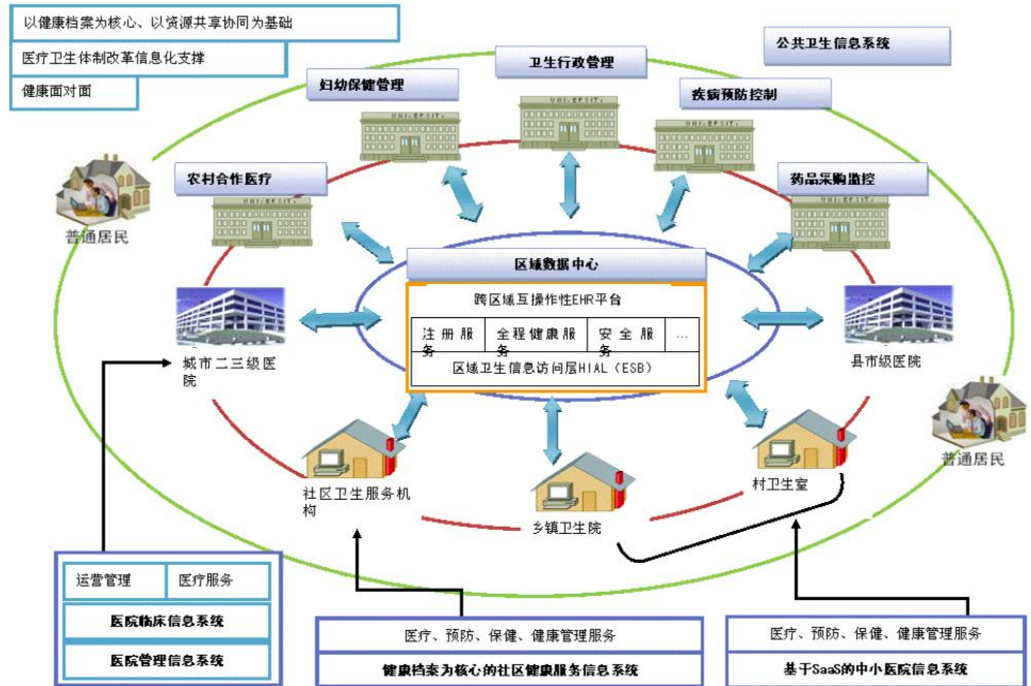
资料来源：公司官微、平安证券研究所

图表4 卫宁四大创新业务主要布局领域

 云医	云HIS、云诊所、云影像、院际协同
 云药	药联体、处方流转
 云险	医保支付、移动支付、风控服务、商业保险
 云康	云体检、保健服务、慢病管理

资料来源：公司官微、平安证券研究所

图表5 卫宁传统医疗信息化业务基本实现对医疗卫生体系的全覆盖



资料来源：公司公告、平安证券研究所

凭借完善的业务布局和优质的技术服务能力，卫宁成为国内医疗卫生 IT 领域最具市场竞争力的龙头企业之一，也因此通过或收获了诸多资质和荣誉。如在 2008 和 2009 年，卫宁连续两年入选 IDC “中国医疗卫生信息化解决方案十大供应商” 第一名，2012 年通过 IHE 测试，2013 年获得中国优秀软件企业奖，2014 年获得 ITSS 运行维护认证以及 CMMI 5 级认证等等。2017 年，在 IDC 发布的年度全球医疗科技公司 50 强榜单中，卫宁排名第 33 位，是中国乃至亚洲地区唯一的上榜企业。

图表6 卫宁健康入选 IDCHealth Insights 2017 全球医疗科技公司 50 强

HEALTHTECH RANKINGS 2017		IDC Health Insights HealthTech Rankings :
IDC Health Insights		
TOP 50		
Ranking	Company Name	Headquarters
1	Optum*	Eden Prairie, MN, USA
...	...	...
27	Verdara*	Overland Park, KS, USA
30	HealthStream	Nashville, TN, USA
31	M*Modal*	Franklin, TN, USA
32	eHealth	Mountain View, CA, USA
33	Winning Health Technology Group*	Shanghai, China
34	MEDHOST*	Franklin, TN, USA
35	SCC Soft Computer*	Clearwater, FL, USA
36	DVT Health Solutions*	Birmingham, AL, USA

资料来源：IDC Insights、平安证券研究所

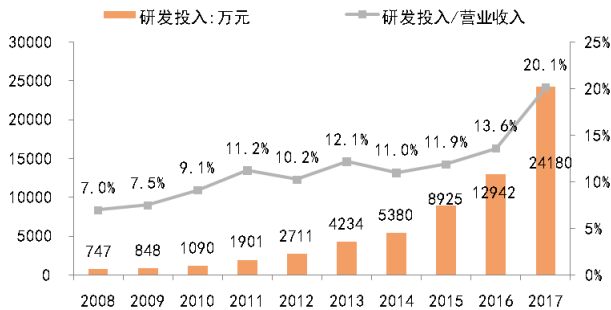


### 1.3 公司始终重视研发与员工激励

作为典型的科技企业，卫宁始终坚持研发优先和人才优先战略，重视自主研发、技术积累和优秀人才储备，已形成相当数量的核心技术和自主知识产权。由于医院管理流程复杂，医疗卫生软件的复杂性高于一般行业应用，且不同医疗卫生机构需求的差异化程度较高，这就决定着在医疗信息化领域，研发能力是保持企业长期竞争力的重要构成之一。

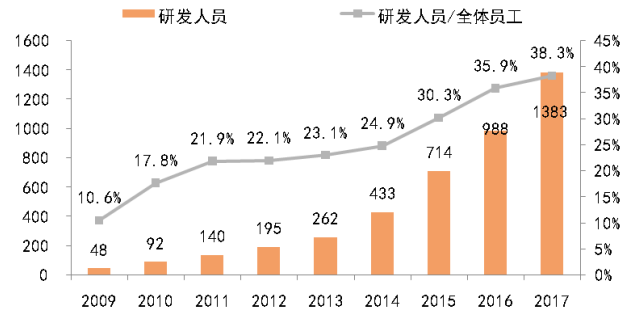
从绝对数值来看，卫宁研发投入规模和研发人员数量自上市以来始终保持快速增长，前者从 2011 年的 1901 万元增至 2.42 亿元，后者同期则从 140 人增至 1383 人，两者在相应时期内的 CAGR 分别为 52.8%和 46.5%。相对数值来看，卫宁研发投入/收入比在 2008-2011 年显著上升，随后基本维持在 11%-12%的平稳区间；2016-2017 年，卫宁显著加大研发力度，相应研发投入/收入比在 2017 年升至 20.1%。同时，卫宁研发人员占比也展现出与研发投入/收入比类似的趋势，自 2015 年起开始显著攀升，2017 年已增至 38.3%。

图表7 卫宁研发投入规模及其收入占比



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

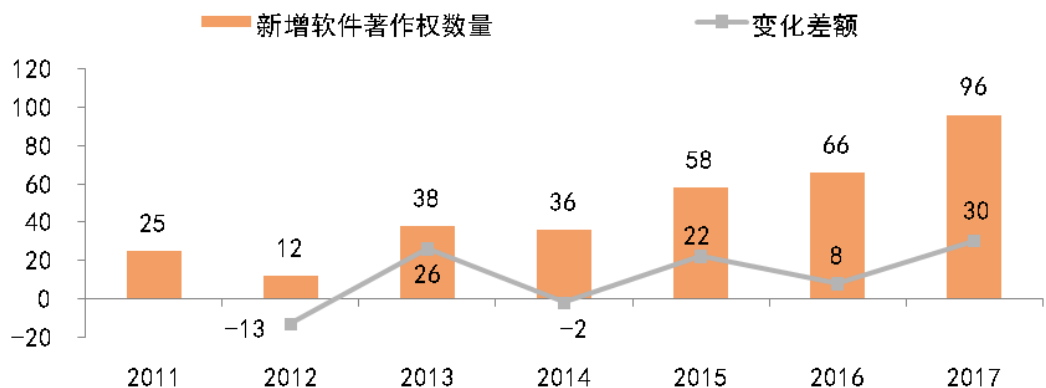
图表8 卫宁研发人员数量及其占比



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

研发投入方面，自 2015 年提出双轮驱动战略以来，卫宁在传统业务领域着力于新产品的开发和老产品的升级，在创新业务领域不断完善产品功能和扩大生态覆盖面，包括构建“智慧医院 2.0”、“区域卫生 3.0”、“互联网+2.0”等产品与解决方案。同时，卫宁加了对区块链、人工智能、大数据等新兴技术的研发投入，并于 2017 年初设立 AI 实验室，探索人工智能在医疗健康领域的应用。反映到软件著作权上，2015 年起其增量随研发力度提升明显增加，2017 年新增软件著作权数量已增至 96 项，远高于之前各年度。我们预计，公司研发投入仍将稳步增长，但随着传统信息化产品的全国统一版本研发完成以及创新业务逐步释放收入，研发投入/收入比将趋于平稳并小幅回落。

图表9 研发带动卫宁新增软件著作权数量自 2015 年起明显上升



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

人才对于科技行业至关重要，卫宁重视人才的引进和沉淀，已建立起较为完备的员工培训体系与考核机制，其研发、销售、实施服务团队均具备良好的职业素养，各业务线骨干核心多为相应的行业专家、技术专家、管理专家。在员工激励方面，公司已先后于 2012、2014、2016 年推出三期股权激励计划，主要面向中高层管理人员、核心技术人员、核心业务人员，有助于调动骨干人员的积极性，提升公司的竞争力和战略执行能力。

根据 2016 年股权激励计划的解锁条件，2016-2018 年卫宁扣非净利润相比 2015 年分别增长 15%、52%、85%。若以此计算，则 2018 年公司扣非净利润至少需达到约 2.57 亿元，相比 2017 年同比增长 20.5%。考虑到股权激励计划目标的激励作用以及公司对于经营计划的执行力，我们认为公司业绩增速将大概率高于该水平。

图表10 卫宁三期（2012、2014、2016）股权激励计划的基本方案

年度	覆盖人数	人员占比	激励形式	占股比例
2012	168	19.0%	股票期权 491.6 万份（其中预留 50 万份）	4.594%
2014	193	11.1%	股票期权 750 万份（其中预留 75 万份）	3.47%
2016	44	1.6%	股权期权 115 万份（其中预留 20 万份）	0.13%
	589	21.4%	限制性股票 1858.2 万份（其中预留 330 万份）	2.25%

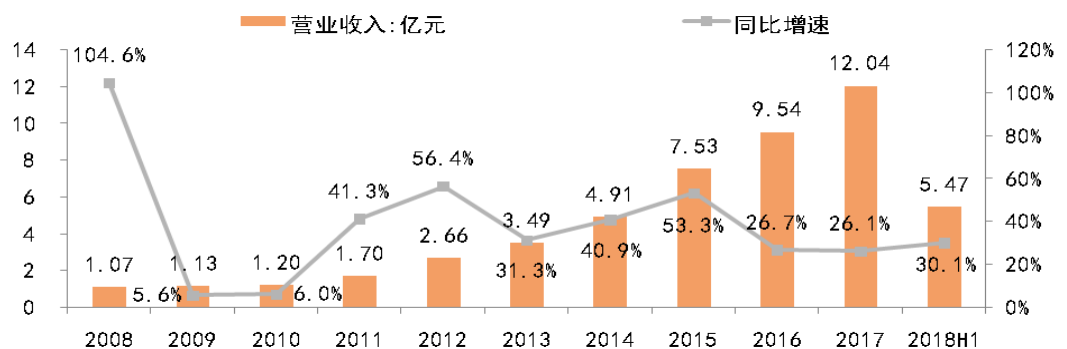
资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：覆盖人数均为首次授予人数；人员占比由覆盖人数除以对应年份年末员工总数而得；占股比例基于授予当时股份总数计算；2016 年股权激励计划由股权期权和限制性股票两部分组成

#### 1.4 多年来经营状况良好，业绩稳健增长

多年以来，在医疗卫生 IT 行业持续增长的带动下，卫宁通过内生式发展和外延式扩张的方式，使得公司营收增速在多数年间保持在较高水平。2008 年以来，除 2009-2010 年收入增速相对较低外，其余年间全部处于 20% 以上的水平。并购方面，截至 2018H1，卫宁资产负债表上商誉 4.75 亿元，占总资产 12.57%，除 2017 年剥离上海天健减少商誉 1270 万元外，尚未发生减值。整体来看，公司的并购活动较为成功。

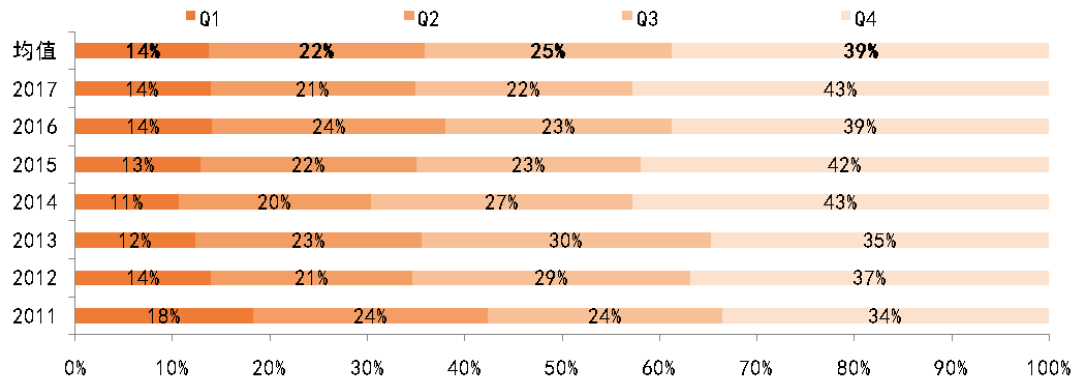
图表11 多数年间卫宁营收增速保持较高水平



资料来源：公司公告、平安证券研究所

卫宁下游客户基本为医疗卫生机构及相关的监管机构，销售模式主要以订单制为主，故其收入具有明显的季节性，这也与 A 股中大部分 2B/2G 的计算机行业上市公司类似。根据上市以来的季度收入经验来看，公司 6 成以上的收入产生于下半年，尤其是 Q4 收入占比通常达 4 成左右。

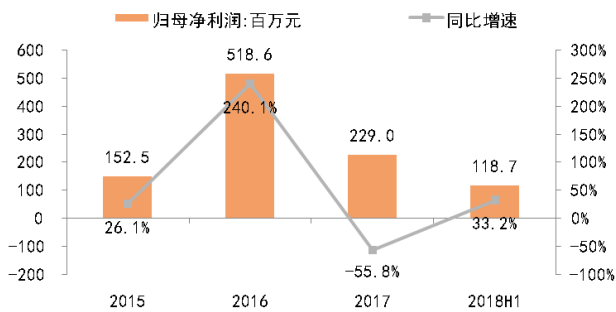
图12 卫宁营收多集中于下半年，具有明显的季节性



资料来源：公司公告、平安证券研究所

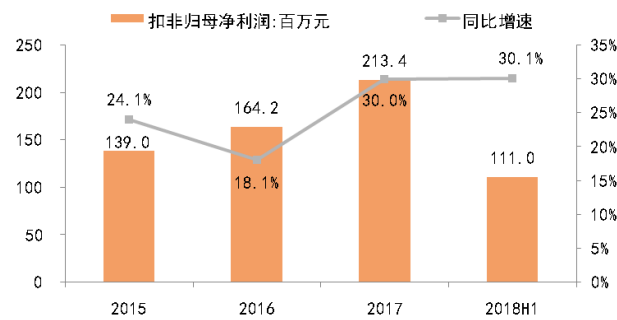
近三年卫宁归母净利润增速波动剧烈，原因在于 2016 年旗下子公司卫宁科技引入战略投资者中国人寿，公司持有股权由 65% 稀释至 50%，且因董事会委派人数未超半数，丧失实际控制权，股权价值重估增值产生 3.47 亿元投资收益。如不考虑该影响，以扣非归母净利润衡量，2015-2018H1 卫宁业绩增速分别为 24.1%、18.1%、30%、30.1%，始终处于快速增长区间。

图13 卫宁归母净利润变动 (2015-2018H1)



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图14 卫宁扣非归母净利润变动 (2015-2018H1)

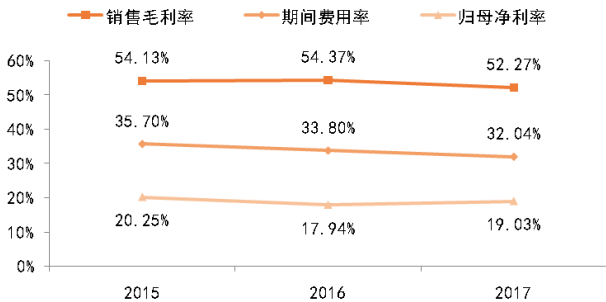


资料来源：公司公告、平安证券研究所

盈利能力指标看，2015-2017 年，卫宁销售毛利率、期间费用率、归母净利率均大体保持稳定。其中，2017 年销售毛利率较此前两年略下降约 2 pct，持续保持 52% 以上的高水平；期间费用率随收入规模增长由 35.70% 持续降至 32.04%；体现在最终盈利上，公司归母净利率大致保持在 20% 左右的高水平（2016 年归母净利率剔除卫宁科技股权增值所产生投资收益影响）。

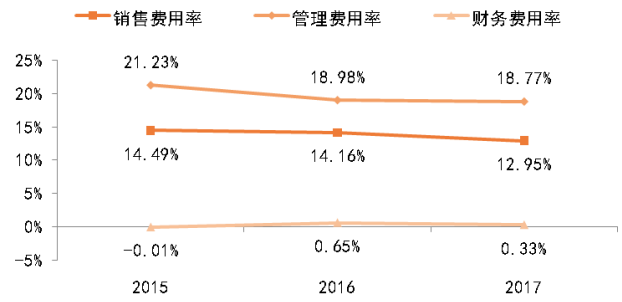
期间费用率中，管理费用率大体处于 20% 左右的水平，销售费用率则大致处于 13%-14% 的区间量级。2015-2017 年，公司管理费用率与销售费用率均持续下降，这也是公司期间费用率降低的主要原因。此外，作为典型的软件企业，卫宁具有明显的轻资产特性，有息负债规模有限且基本为短期借款，因此与多数同业企业类似，公司近三年财务费用率均未超过 1%，无需重点考虑。

图表15 卫宁销售毛利率、期间费用率、归母净利率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表16 卫宁销售费用率、管理费用率、财务费用率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：2016年归母净利率为剔除卫宁科技股权增值衍生投资收益3.47亿元计算而得，如不做该处理，则为54.34%

## 二、 业务分析：“传统+创新”双轮驱动

### 2.1 传统医疗信息化业务定位清晰、景气度高

当前，卫宁已建立起传统的医疗信息化和创新的互联网+医疗健康服务的双轮驱动业务体系。卫宁传统医疗信息化业务大致可划分为智慧医院、智慧卫生两大块业务，由于社区诊所等基层医疗机构的系统建设通常由地方卫生管理机构付费，因此也划入智慧卫生业务大类中。其中，来自医院端收入份额占大头，明显高于非医院端收入。

卫宁医院相关信息化产品及解决方案全面覆盖医院内部各类业务和日常管理，外部也可支撑区域信息化共享及协同业务。其中，HIS ( Hospital Information System ) 主要用于支持医院的行政管理与事务处理，CIS ( Clinical Information System ) 主要用于支持医院收集和处理病人临床信息，协助医护人员开展临床活动，具体的子系统类别和功能模块繁多。

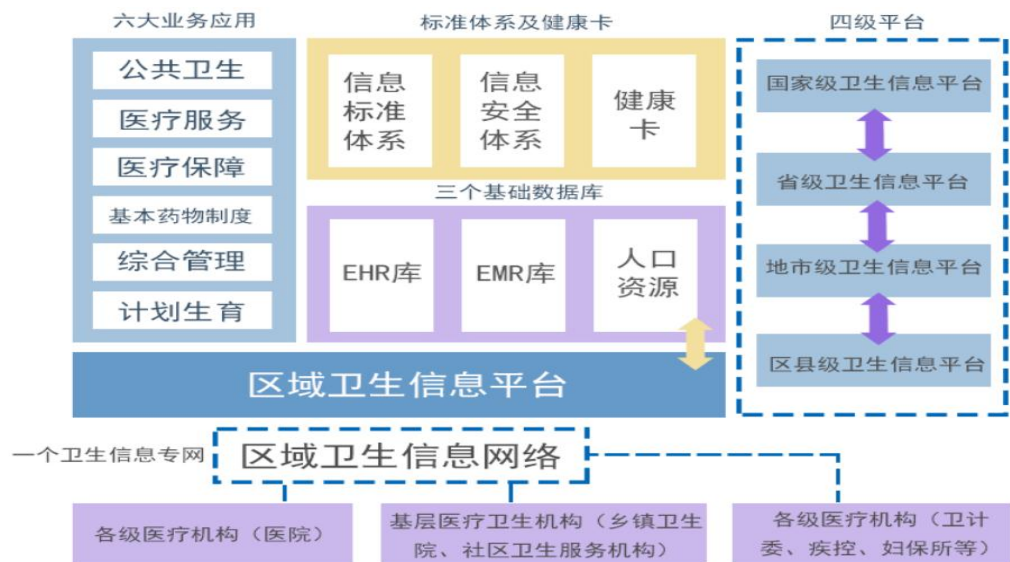
图表17 卫宁健康智慧医院相关产品及解决方案



资料来源：公司官网、平安证券研究所

在智慧卫生业务方面，卫宁主要的相关产品和解决方案包括区域卫生信息平台、区域公共卫生解决方案、区域医疗解决方案、基层医疗卫生机构信息系统等，面向的客户包括卫生行政管理机构、卫生防疫机构、妇幼保健机构、乡镇卫生院、社区诊所等。典型产品如区域卫生信息平台，通过数据交换，实现各级医疗卫生机构的互联互通和医疗卫生信息资源的整合，为区域医疗服务、公共卫生服务、综合管理、惠民服务提供平台支撑。

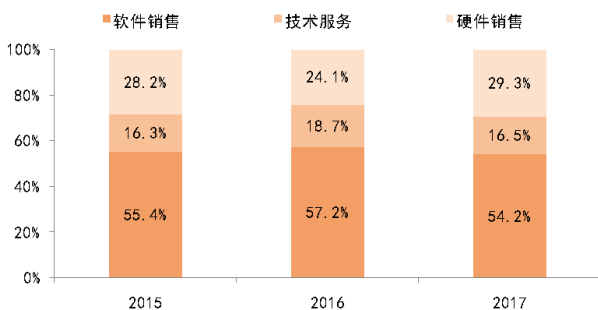
图表18 卫宁健康区域卫生信息平台方案架构



资料来源：公司官网、平安证券研究所

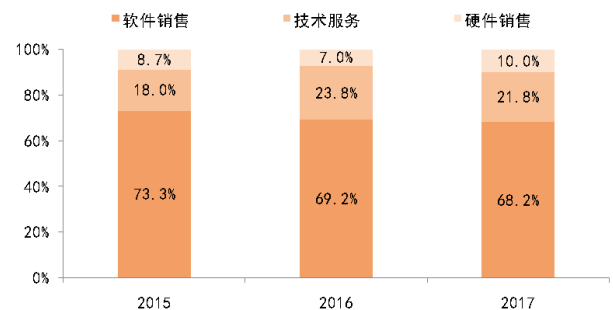
卫宁传统信息化业务主要采用直销方式进行销售，通过直接参加医院等机构的投标并中标来取得业务合同，也有部分订单通过向中标系统集成商销售软件获得。按业务模式划分，卫宁业务主要可划分为软件销售、硬件销售和技术服务。其中，软件销售和技术服务是公司最为主要的业务，前者即为客户开发、部署软件产品，并通常提供1年左右的免费质保期，实施周期均值大概为9个月；后者主要是向购买卫宁软件的客户提供售后服务、系统维护、产品升级和技术支持等。而硬件销售业务对于卫宁来说，则处于从属地位，定位于软件业务的配套服务，目的是提升整体解决方案提供能力。收入结构来看，软件销售占比最高，硬件销售次之，技术服务最低；但由于硬件业务毛利率仅为不到20%，远低于软件销售与技术服务60%-70%的高水平，故而对利润的贡献极其有限。

图表19 卫宁三类业务收入占比（2015 - 2017）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表20 卫宁三类业务毛利占比（2015 - 2017）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：2017年其他业务产生营收88.7万元、毛利31.91万元，数额占比极小，因此图中数据未予考虑

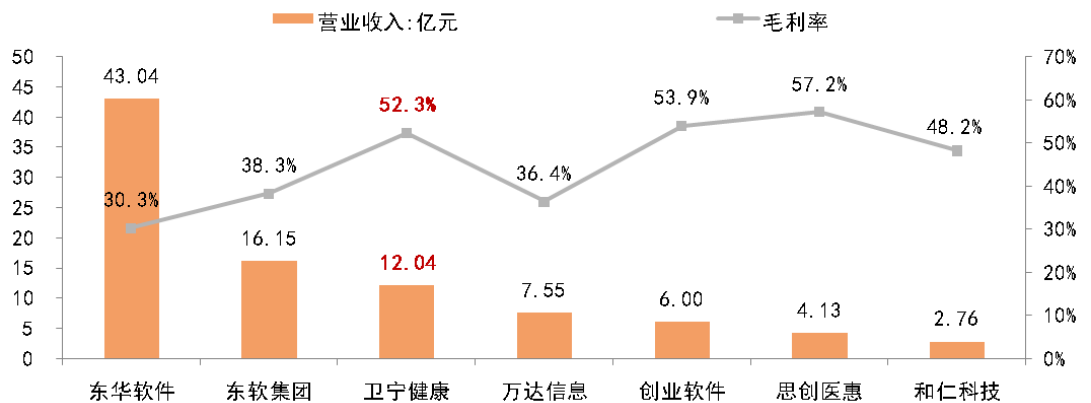
### ■ 客户主体定位明确

相比于同业竞争对手，卫宁传统医疗信息化业务的主要目标客户群体聚焦于二级医院。根据公司官微数据，整体上，卫宁智慧医院业务已覆盖 5000 家以上医院客户，市场占比为 17.6%，三级及以上医院用户覆盖 300 余家，市场占比 13.8%。假定卫宁在二级医院中的市场份额明显高于一级及未定级医院，由此推测，公司在二级医院客户群体中的市占率应可超过 20%。此外，卫宁智慧卫生业务也已覆盖 17 个以上的省市，服务 110 家以上卫生管理机构。

作为国内医疗信息化领域最具市场竞争力的企业之一，卫宁上市以来的营收增速始终保持在较高水平（见图表 11，由于创新业务收入尚有限，且部分子业务以投资收益形式纳入报表，公司营收基本来源于传统业务），已成长为国内传统医疗信息化领域收入规模最大的上市公司之一。

由于卫宁客户群体主要聚焦于二级医院，其需求的标准化程度相对较高，公司采用柔性产品开发体系，基于模块化框架建立统一版本基线，在此基础上根据客户特定需求再进行二次开发，从而实现了相对较高的复用性和产品化程度，财务上则体现出较高的毛利率水平。进一步的，由于产品化程度相对较高的特性，其项目的实施和服务也获得了一定程度的规模经济特性，故而公司净利率也处于 20% 左右的高水平（见图表 15）。

图表21 国内医疗信息化领域主要上市公司营收规模与毛利率比较（2017年）



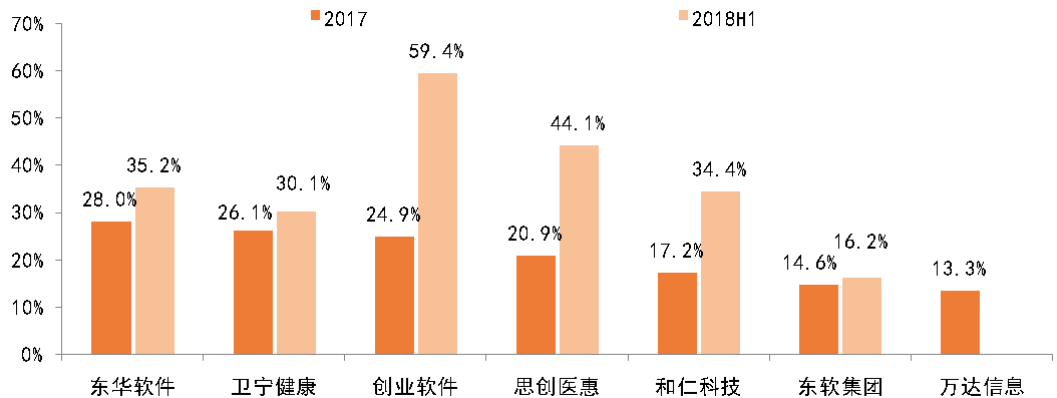
资料来源：各公司公告、平安证券研究所

注：卫宁健康、和仁科技为全部业务对应收入及综合毛利率，东华软件为金融保险医保行业、东软集团为医疗健康及社会保障行业、万达信息为民生服务业务、创业软件为医疗行业、思创医惠为智慧医疗行业；由于各公司披露口径存在差异，因此仅近似可比，以作为参考

### ■ 业务处于高景气期且大单化趋势明显

2017 年起，医疗信息化行业的收入增长明显加速。从 A 股中医疗信息化领域主要上市公司来看，其医疗信息化业务的营收在 2017 年均取得了两位数的增长，且 2018H1 相比 2017 均有所提高。目前来看，行业正处于高景气周期，且随着政策刚性需求的释放，或还将伴有配套资金的下发，预计行业景气程度有望进一步提升。我们判断，在行业景气的大趋势下，卫宁健康近年的营收增长无需担忧，应保持在较高的水平。

图表22 国内医疗信息化领域主要上市公司营收同比增速比较（2017&2018H1）

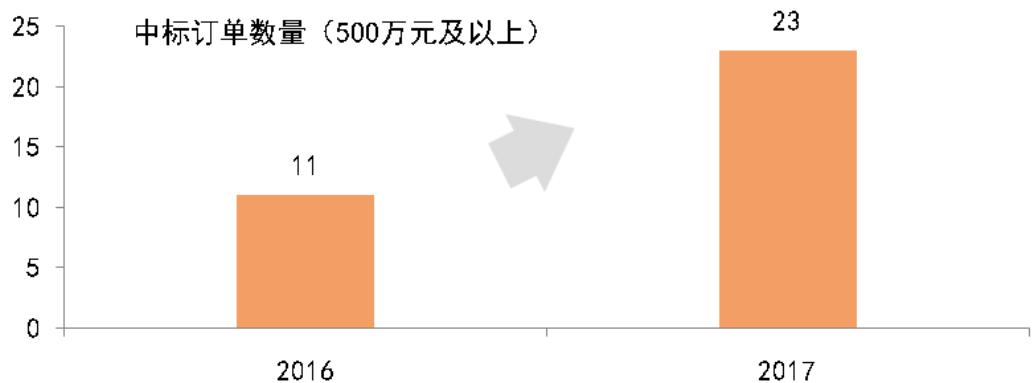


资料来源：各公司公告、平安证券研究所

注：与图表 21 口径基本一致，即卫宁健康、和仁科技为全部业务对应收入的同比增速，东软集团为医疗健康及社会保障行业、创业软件为医疗行业、思创医惠为智慧医疗行业；东华软件披露口径有所调整，2017 年为金融保险医保行业，2018H1 为健康行业；万达信息为民生服务业务，2018H1 未披露相应收入

从订单情况来看，根据公司财报以及公开的调研纪要披露情况，卫宁订单合同规模自 2017Q4 开始加速增加，2018 年初至今仍保持快速增长。据卫宁内部统计，订单增速大致为 40%左右，预示全年收入增长继续值得看好。此外，公司项目大单数量显著增加，反映的应是医疗机构 IT 建设的综合性需求越来越强，我们认为这将提高打单的门槛，促进行业集中度提升，对于卫宁这样的龙头公司是一项利好。我们仅以中国政府采购网的公开中标信息作为样本，统计结果显示 2017 年卫宁 500 万元以上中标订单数量相比 2016 年明显增加，或可印证这种趋势。综合来看，我们判断在行业高景气度和集中度提升的双重逻辑下，卫宁未来 1-2 年的收入增速将保持在 30%左右。

图表23 中国政府采购网卫宁中标金额超 500 万元项目数量比较（2016& 2017）



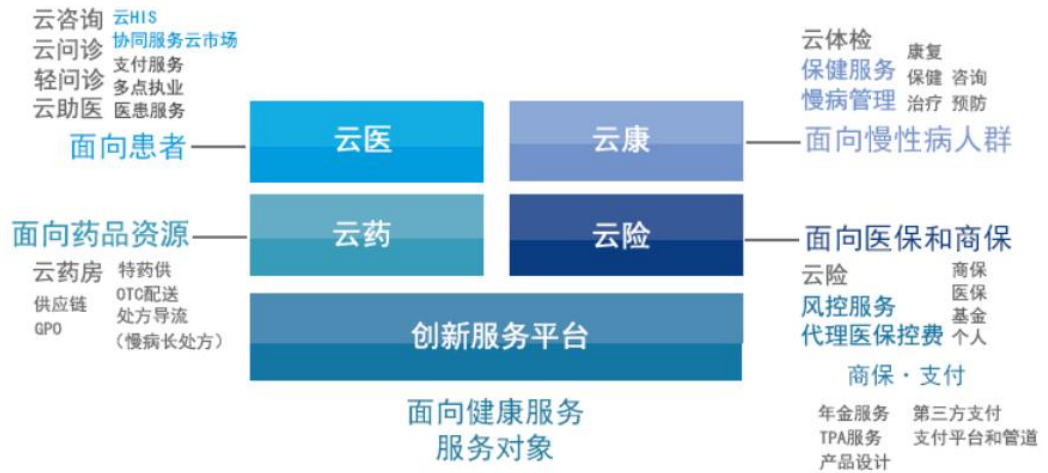
资料来源：中国政府采购网、平安证券研究所

注：中国政府采购网的医疗卫生类招标项目相对较少，因此仅作为参考样本，但大单数量显著增长结合卫宁公开披露信息，还是可以印证订单金额上升的趋势

## 2.2 创新业务布局初步完善，前景值得看好

2015 年下半年，卫宁开始布局“互联网+医疗健康”业务，转向传统业务与创新业务双轮驱动。创新业务“4+1”布局分别指“云医、云药、云险、云康+创新服务平台”，服务覆盖医疗服务、健康管理、药品流通、医保风控等多个环节，与医院、医生、医保、商保、药品生产、流通企业等共同打造基于“互联网+”的行业闭环生态系统。

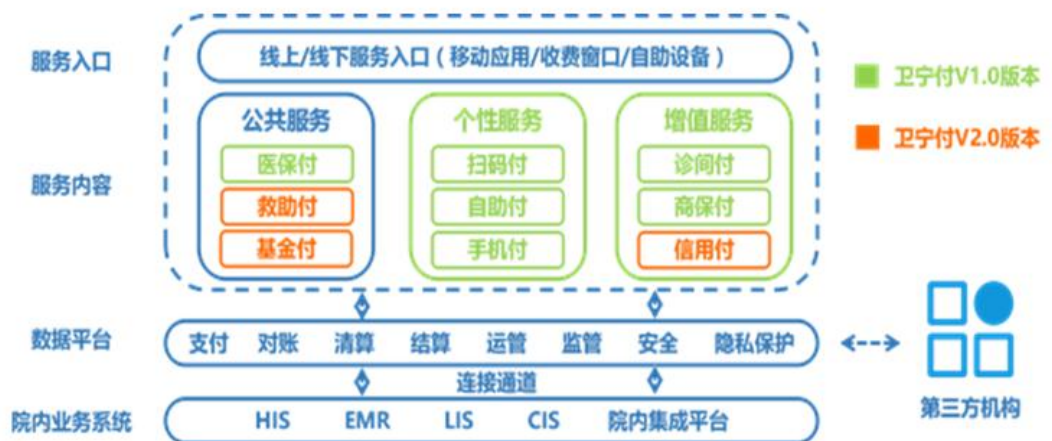
图表24 卫宁健康“4+1”创新业务规划布局



资料来源：公司官网、平安证券研究所

卫宁“云医、云药、云险、云康+创新服务平台”五大创新业务主要载体分别为纳里健康、钥世圈、卫宁科技、上海好医通、卫宁互联网 5 家公司，其中卫宁互联网、纳里健康分别为卫宁健康的控股子、孙公司，钥世圈、卫宁科技、上海好医通则均为卫宁健康参股公司。此外，卫宁互联网旗下的一站式医疗支付解决方案产品“卫宁付”也是云险业务的重要构成部分。

图表25 卫宁互联网旗下卫宁付产品的基础架构



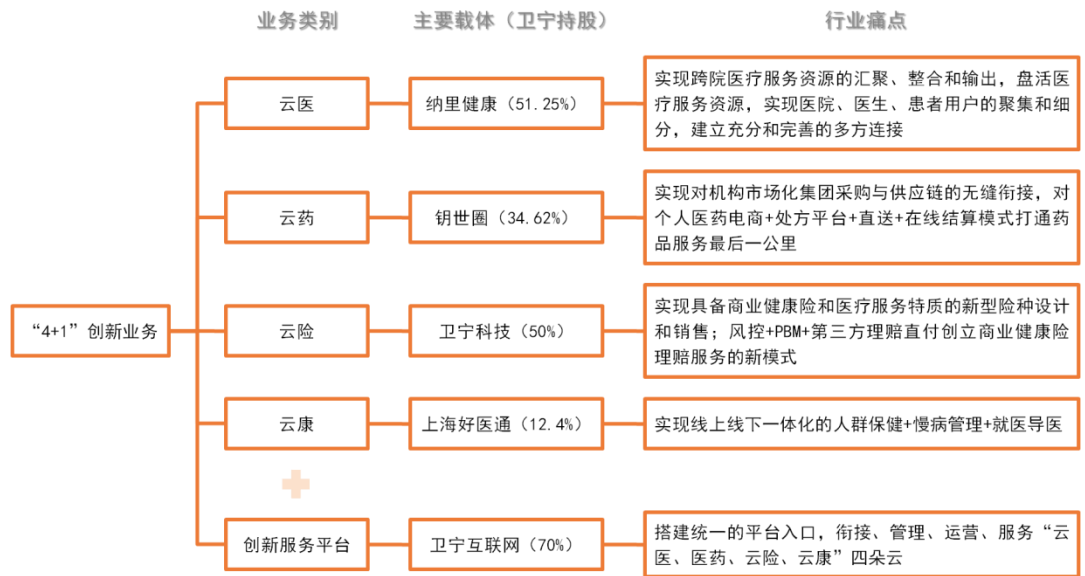
资料来源：天极网、平安证券研究所

就业务方向而言，云医、云药、云险、云康四朵云分别旨在解决医疗、保险、药品、患者四大领域的行业痛点，而创新服务平台则是向商业保险公司、支付服务公司等提供统一的平台接口，协助四朵云形成协同和联动。五项业务中，云医、创新服务平台是卫宁的核心业务，云药、云险业务也较



为重要，布局云康业务则是为了覆盖健康管理环节，形成更为完整的生态圈，形成协同效应，主要以参股形式开展。

图表26 卫宁健康创新业务旗下主要载体及相应行业痛点



资料来源：公司公告、公司官网、天眼查、平安证券研究所

注：纳里健康由卫宁健康直接持股 7.5%，同时通过卫宁互联网间接持股 62.5%，由于阿里旗下上海云鑫增资卫宁互联网后占股 30%，则卫宁健康持股比例为 7.5%+62.5%×0.7=51.25%

通过开展创新业务，卫宁的盈利模式将逐步由项目制的软件实施向 O2O、B+B2C 拓展。值得注意的是，与平安好医生、微医、春雨医生等不同，卫宁“互联网+医疗健康”创新业务主要建立在公司已建的如 HIS、CIS 等医院 IT 系统之上，可以说是以传统业务为基石，医疗 IT 系统作为医院数据的天然接口，是卫宁“互联网+”业务一个重要的差异化优势；其次，相比于竞争对手，卫宁创新业务的服务对象更加偏重于对医疗保险机构等 B 端客户，如云医通过直接对接医院，间接为所属医院的医生提供在线问诊和远程会诊的业务平台，在当前的医疗体制下，大大减轻与医院的利益冲突，同时有助于通过医院渠道掌控医生资质；再次，由于卫宁创新业务深扎医院及相关的病历数据，使其可提供相对更高的服务深度，如云医平台的在线问诊服务可实现复诊和处方开具，这与流行的轻问诊模式存在着显著差异。

图表27 卫宁健康创新业务的基本内容与盈利模式

业务类型	基本内容	盈利模式
云医	通过为医院运营 APP、公众号、生活号等平台，在医院、医生、患者之间建立连接，帮助医院或医联体提供在线问诊或远程会诊服务，协助外流处方输出；“身边医生”通过 APP 或系统连接到社区，主要针对家庭签约医生相关服务	针对医生提供的有偿问诊或医院间远程会诊服务，从患者或医院间付费中按一定比例进行抽成；向药厂收取处方外流相关药品销售的导流费；“身边医生”向卫生行政机构或社区收取系统建设费，也向 C 端用户收取运营服务抽成

业务类型	基本内容	盈利模式
云药	承接来自医院患者的医保或非医保支付的处方流转，以及为商保公司提供控盘保费服务，通过钥匙卡产品将商保公司的消费者客户导流至合作药房	主要收入来自承接处方流转或商保合作药店的药品销售抽成，也有少量收入产生于保险公司支付的服务费
云险	为社保管理机构或商保公司建设医保控费系统平台，提供平台的运营和维护服务，同时提供知识库（规则库、临床路径库）更新服务；卫宁付集成医保、商保、自费支付渠道以及不同支付方式，支持商保快赔	主要来自于系统建设费、维护费以及知识库更新费，未来也可能实现按所提供的服务进行流量收费；卫宁付产品基于支付金额按一定比例抽成，同时商保快赔服务也向保险机构收取数据费用
云康	围绕健康管理、慢性病管理等开展，具体应用方案很多，例如上海好医通，定位于体检领域的携程，一端连接体检中心，另一端连接体检团体用户及自身平台上的个人客户	如上海好医通，主要通过为体检中心导流，对体检用户的付费流水进行抽成实现收入
创新平台	在卫宁已建的医院系统平台基础上，搭建统一的平台入口，供商保公司、支付公司等统一接入	接入平台收取一次性初装费，随后为用户提供门诊、住院等数据，并按数据流量收费

资料来源：公司公告、公司官网、平安证券研究所

当前，“互联网+医疗健康”行业整体上仍处于初创阶段，其业务模式、盈利模式、潜在用户群体也仍处在探索、培育、巩固的初期发展阶段，从这个意义上讲，我们认为其产业链结构、竞争格局及价值规模仍远未定型，尚难以作出明确的预判。不过，基于卫宁多年深扎传统医疗信息化领域，尤其是卫宁医院 IT 系统产品所带来的差异化优势，我们看好卫宁创新业务的前景，认为其在激烈的市场竞争之中将夺得一席之地。以下为我们根据卫宁各项创新业务盈利模式和相关假设作出的对潜在市场空间的保守估算，可以看到，即使仅考虑部分盈利模式的收入来源，且不考虑各项业务之间的协同效应，创新业务仍有望显著拓展卫宁的成长空间。

图表28 卫宁健康各项创新业务潜在市场空间的保守估算

业务类型	市场空间保守估算
云医	仅考虑在线问诊，以 2017 年三级医院诊疗 17.3 亿人次、二级医院 12.7 亿人次为基准，假定在线问诊主要由二、三级医院开展，未来 30% 诊疗量在线完成，平均每次收费 10 元，平台抽成 10%，则每年市场规模 9 亿元
云药	仅考虑医院处方外流，2016 年城市及县域等级医院药品销售总额近 1.1 万亿元，假定 20% 的医院药品销售外流，平台向药店等零售终端导流的抽成 5%，则每年市场规模也可达到 110 亿元

业务类型	市场空间保守估算
云险	<p>仅考虑控费系统建设费、维护费及知识库更新费，当前全国有约 400 个医保征缴区，寿险公司约 80 家，假定 400 个医保征缴区的医保管理当局均有平台建设需求，每个平台建设费 150 万元，采用二八规则，假定 80 家寿险公司中的 20% 在全国 20% 的医保征缴区各建设一个平台，每个平台建设费用 200 万元，则一次性建设费用约 30 亿元；假定每年系统维护费为平台建设费 5%，知识库更新费 10 万元，则两者合计的市场规模超 3 亿元/年</p> <p>对于卫宁付，仅考虑三级及二级医院的交易额，2017 年三级医院诊疗 17.3 亿人次、住院 8396 万人，相应的平均门诊和住院费用分别为 306 和 13087 元，二级医院诊疗 12.7 亿人次、住院 8006 万人，相应的平均门诊和住院费用分别为 197 和 5799 元，由此得到的总支出金额约为 2.3 万亿，假定按支付金额的千分之一抽成，则潜在的市场规模约为每年 23 亿元</p>
云康	<p>仅考虑健康体检导流业务，2017 年中国健康体检人次累计约为 5 亿，平均客单价约 290 元，假定平台导流费用为体检费用的 1%，则每年的市场规模为 15 亿元左右的量级</p>
创新平台	<p>仅估算保险公司的接入需求，考虑到商业健康险更多应为高端产品，采用二八规则，假定 2 成寿险公司对 20% 的三级医院有接入需求，当前全国约有 80 家寿险公司，三级医院 2400 余家，假定对接每家医院接口初装费 10 万元，即可产生一次性接入费约 7.5 亿元；数据流量收费方面，2017 年三级诊疗人次 17.3 亿、住院人数 8396 万，假定门诊数据每条 5 元，住院数据每条 10 元，商保公司的数据需求量为门诊与住院数据总量的 10%，则市场规模约为每年 9.5 亿元</p>

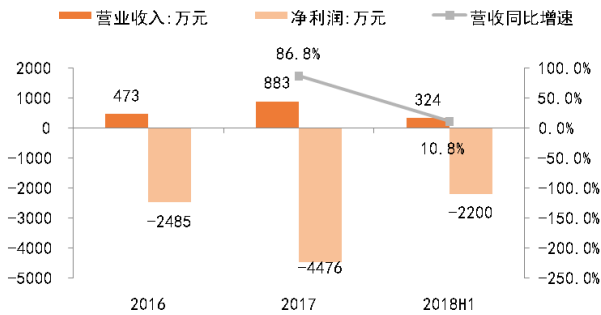
资料来源：国家卫健委、中康 CMH、银保监会、中国卫生和计划生育统计年鉴、平安证券研究所

注：假定卫宁创新业务现有模式可行前提下，仅针对部分盈利模式的成熟市场空间的粗略估算，未考虑市场竞争情况以及卫宁相应的市场份额，但相应假设整体上应相对保守

卫宁“4+1”创新业务发展迅速，布局业已初步成型，这从 2016-2017 年公司年报披露的经营数据比较已可见一斑，但由于仍处于投入期，创新业务在利润贡献方面依然为负。例如，2017 年报财务数据显示，卫宁科技（云险）实现营收 883 万元，产生亏损 4476 万元，铂世圈（云药）实现营收 3477 万元，产生亏损 1256 万元，按持股比例计算，两者合计应为公司带来近 2700 万元亏损。如再考虑云医、云康及创新服务平台业务，则创新业务对净利润的整体负面影响应在 4000-5000 万元左右的水平。

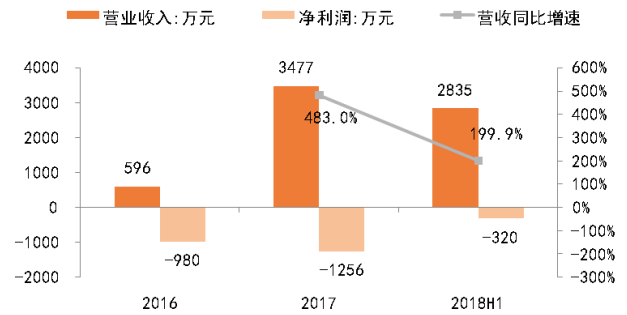
不过，考虑到业务布局初步成型后步入发展期，以及云险业务部分项目将加速结算，2018 年或也将成为创新业务的拐点，有望实现盈亏平衡，2019 年甚至可能出现一定规模的爆发。仅以 2018 年中报披露情况来看，卫宁互联网与其子公司纳里健康 2018H1 合计营收约为 2200 余万元，同比增速超过 290%，其中平台建设类收入约为 1000 万元，同比增长超 230%，平台运营类收入约为 1200 余万元，同比增长超 350%，均呈现出高速发展的态势；此外，卫宁科技与铂世圈的营收相比上年同期也均大幅增长。

图表29 卫宁科技（云险）财务指标（2016 - 2018H1）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表30 钥世圈（云药）财务指标（2016 - 2018H1）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

以 2016 年以来公司披露的经营数据来看，卫宁云医、云药、云险、云康四项业务均发展迅速，覆盖面不断扩大。由于“互联网+”业务通常具有一定的网络效应，随着公司创新业务基础设施覆盖面的扩大，竞争力也将逐步增强，随着商业模式趋于成熟，变现能力有望大幅提升，这也为公司创新业务提供了爆发式增长的可能性。

图表31 卫宁健康创新业务发展状况及部分经营数据

类型	2016 年末	2017 年末	2018 年中
云医	纳里健康云平台接入浙江、云南、湖北、内蒙古、新疆、山东、陕西、河北、广东、辽宁等地 1000 多家医疗机构、医疗联合体或医疗集团，上线医生 10+ 万名，所投资“身边医生”积极布局社区服务云化，形成分级诊疗的补充	纳里健康云平台覆盖全国 24 个省、直辖市及自治区，对接医疗机构超过 1500 家，连接 20 多万名医生和 350 多万名患者，服务患者超 1000 万人次；“身边医生”在上海、深圳、北京、江苏、武汉、南宁等地覆盖基层卫生机构超过 1200 家	纳里健康云平台覆盖全国 24 个省、直辖市及自治区，对接医疗机构增至超 1800 家，注册医生超过 20 万名，服务患者突破 1 亿人次；“身边医生”平台覆盖基层卫生机构超过 1200 家，月服务居民十万余次
云药	钥世圈与 30 余家健康险、寿险公司以及 40000 多家药房、多家公立医院签订了合作协议，累计实现控盘保费 4.5 亿元，服务人次超过 30 万	钥世圈平台累计实现保险控盘保费规模 25 亿元，自有药房 60 多家，合作药房 60000 多家，用户分布于全国 30 个省市，平台总交易额达 2.5 亿元，销售增长率超过 100%	合作药房增至逾 7 万家，其中自有药房 60 余家，用户分布于全国 30 个省市自治区；合作保险公司达 50 余家，累计实现保险控盘保费超 30 亿元，平台整体交易额近 3.5 亿元

类型	2016 年末	2017 年末	2018 年中
云险	建立统一医院支付平台，对接医院、保险和第三方支付机构，扫码支付、刷卡支付等已完成对几十家医院的服务，在医保控费及其衍生业务领域，卫宁科技引入中国人寿作为战略股东	卫宁付平台已在上海、贵州、安徽、江苏、重庆、广西、四川、广东、湖北、天津等地 600 多家医疗机构投放支付设备 9000 多台，交易金额 29 亿元，交易笔数超过 1800 万笔	卫宁付扩展至已在浙江、湖南、青海、内蒙、山西、山东、云南、福建、北京等地 800 多家医疗机构，投放支付设备 10000 多台，交易金额超 50 亿元，交易笔数超过 3200 万笔
云康	已有康信、孕乐宝等面向糖尿病、孕产妇的健康管理产品，所参股上海好医通“互联网+体检”服务已连接数百家三级医院体检科，每年可完成数十万体检服务	形成多款健康管理产品，参股公司上海好医通“互联网+体检”已连接 900 多家医院及体检中心，年服务几十万体检人次，累计服务企业客户 5900 多家	参股公司上海好医通“互联网+体检”连接范围已扩展至 1300 多家医院及体检中心，年体检服务超过 30 万人次，累计服务企业客户超过 6000 家

资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 三、 行业动力：“需求+政策+新势力”共振

#### 3.1 行业内生需求是业务增长的根本动力

首先，中国医疗信息化的整体水平仍然十分有限。仅以医疗系统中最为重要的医院的信息化水平为例，电子病历（EMR，Electronic Medical Record）作为基于特定系统的电子化病人记录，可为用户提供完整准确的数据、警示、提示和临床决策支持，对于提高医院诊疗效率、推广分级诊疗等均具有重要作用。2011 年至今，卫计委已连续七年对国内医院 EMR 系统功能应用分级开展了评价工作，全国共有近 7000 家医院参与上报数据，根据《2011-2017 年度电子病历系统功能应用水平分级评价高级别医院结果》的最新名单，累计达到五级及以上高级别的医院仅有 58 家；另据健康报网，2016 年，全国共计 3630 家医院参与电子病历系统应用水平填报，未形成电子病历系统的有 1821 家，占 50.2%，1127 家三级医院平均评级仅为 2.11 级，2459 家二级医院平均评级则仅有 0.83 级；即使在信息化水平最高的上海、江苏、浙江，三省评级均值也仅为 2.01、1.88、1.64。此外，美国医疗信息与管理信息系统学会 HIMSS 大中华区的评级结果显示，截至 2018Q1，达到 HIMSS 评级 7 级的医院数量为 8 家，6 级医院为 43 家，相比国内 1 万余家二级及以上医院均极为有限。

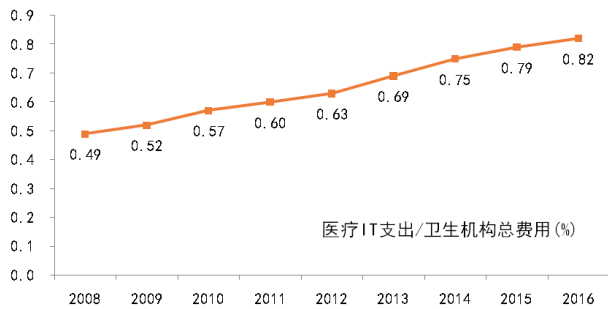
图表32 中国医院电子病历应用评级高级别结果（卫计委标准 vs HIMSS）

卫计委电子病历系统应用水平分级评价		HIMSS大中华区评级医院数量更新	
级别	2011-2017年	级别	截止2018年第一季度
7级	2	7级	8家
6级	12	6级	43家
5级	44		

资料来源：国家卫计委、HIMSS、平安证券研究所

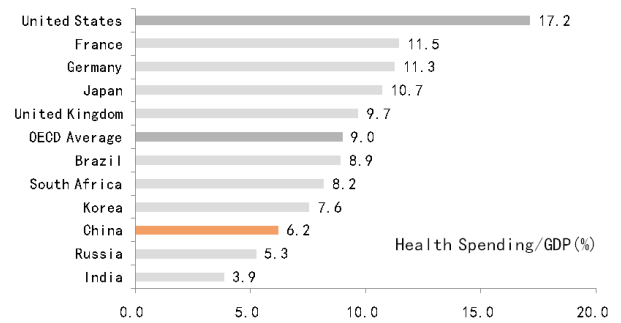
从国内医疗信息化的投入水平来看，仍然与发达国家相差甚远，市场成长空间仍然巨大。根据前瞻产业研究院的估算，中国卫生机构医疗IT支出在其总费用中的占比自2008年的0.49%稳步提升至2016年的0.82%，但与发达国家3%-5%的支出比例相比，仍相差甚远。另一方面，中国医疗健康支出占GDP的比重也仍与世界主要经济体存在差距，2017年，中国卫生支出为GDP的6.2%，这低于绝大多数OECD国家，同时在BRICS五国中也低于巴西和南非。对标发达国家，假定国内卫生IT支出提升至卫生机构总费用的3%，医疗卫生总支出/GDP提升至OECD国家平均水平，即使不考虑GDP的增长，医疗信息化市场规模也将增至当前的4~5倍。

图表33 中国卫生机构总费用中医疗IT支出占比



资料来源：产业前瞻研究院、平安证券研究所

图表34 世界主要国家医疗健康支出与GDP比值

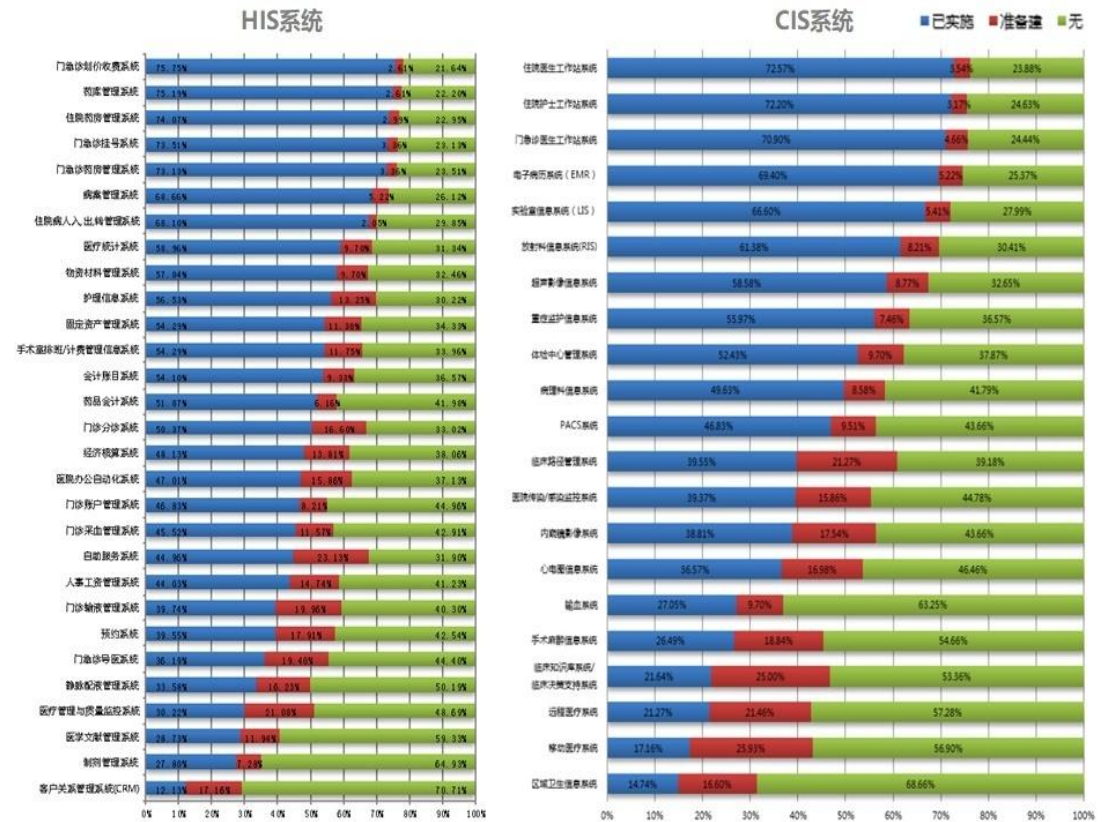


资料来源：OECD、国家卫计委、平安证券研究所

注：OECD国家及中国均为2017年数据，巴西、印度、南非为2015年数据，俄罗斯数据取自2016年

产品结构上看，根据CHIMA（中国医院协会信息管理专业委员会）针对国内医院2015-2016年信息化状况的调查结果，国内HIS整体的渗透水平稍高于CIS，且从医院IT系统的发展过程来看，HIS也领先于CIS，因此CIS在未来数年的增长空间和增速应高于HIS。

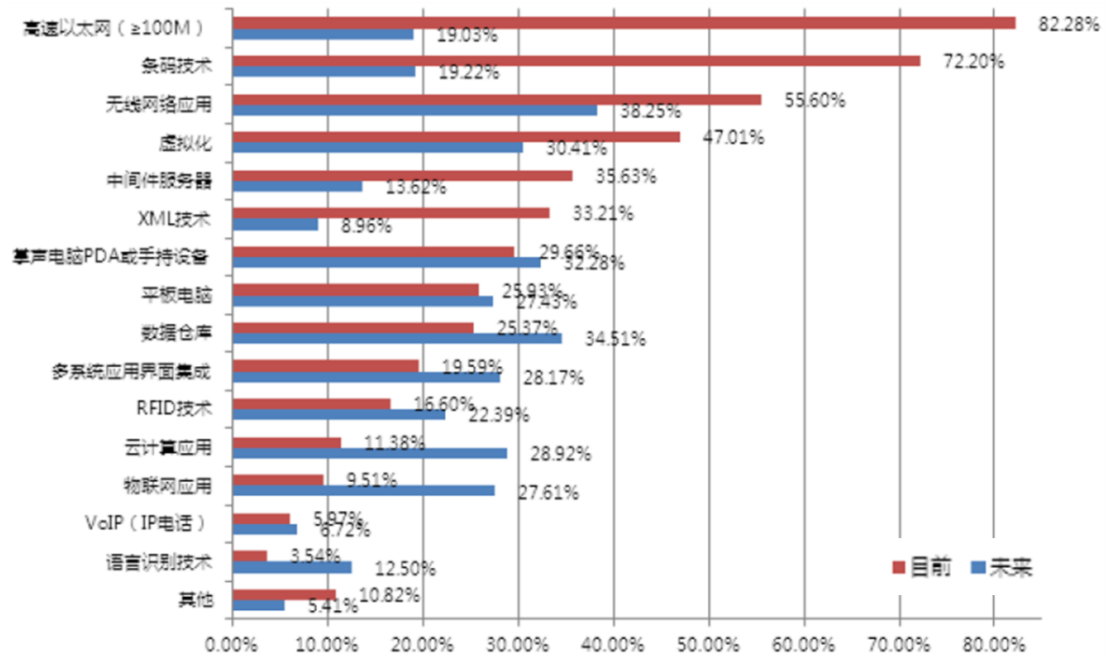
图表35 中国医院 HIS 与 CIS 实施状况调查结果 (2015-2016)



资料来源: CHIMA、平安证券研究所

此外，如云计算、大数据、物联网、人工智能、区块链等新一代信息技术的兴起，也是医疗 IT 行业发展的另一驱动力，技术革新和迭代带来的可能性促使医疗机构衍生出新的 IT 需求。例如，云计算作为新一代 IT 基础设施，具有大幅减轻医院 IT 系统运营压力、提升运作效率的潜力，物联网技术能够实现更加广泛的连接，获得患者更多的日常数据，大数据、人工智能、区块链技术的结合有望在有效保护个人隐私的前提下，更加精准的判断患者的病情，并及时作出预防等等。CHIMA 的调查结果显示，物联网、大数据、云计算、语音识别等新技术在医院 IT 系统规划中的权重显著增加，表明新技术也正在创造需求。

图表36 国内医院目前采用与未来规划采用的 IT 技术对比 ( 2015-2016 )



资料来源: CHIMA、平安证券研究所

高效的医疗 IT 系统对于分级诊疗、三医联动、异地结算、远程服务等实现均非常重要，可以说是上述目标实现的关键基础设施之一，这也是医疗信息化行业发展的内生动力。首先，良好的医疗 IT 系统有助于提升医疗机构的运营和协作效率，降低医疗过程犯错的概率；其次，良好的医疗 IT 系统还有助于获取更多的数据，可用于改进医院的管理和治疗水平，提升患者的体验；进一步的，医疗 IT 系统也是医院开展互联网医疗业务的一项基础。

近年来，随着“互联网+”的发展，互联网医疗也随之兴起。互联网医疗以互联网作为载体和技术手段，覆盖领域和环节广，业态多种多样，包括健康教育、线上预约、在线问诊、远程会诊，远程治疗和康复、医药电商等均属互联网医疗范畴。互联网医疗是医疗行业发展的重要新方向，能够更大程度的解决医疗资源失衡和日益增加的健康医疗需求之间的矛盾，因此也已成为医疗 IT 领域一个重要的新增长点。

传统医疗信息化方面，根据 IDC 的统计和预测，2017 年中国医疗行业 IT 支出 427.5 亿元，同比增长 13.6%，2022 年市场规模将增至 672.8 亿元，CAGR 为 9.5%；对于医疗行业 IT 解决方案（包括应用软件和应用程序相关服务）市场，2017 年其规模为 117.5 亿元，同比增长 20.2%，预计 2022 年增至 233.6 亿元，相应 CAGR 为 14.7%。由于医疗机构对于 IT 系统的要求越来越高，且综合性有所增强，我们认为医疗 IT 系统的市场集中度将有所提高，作为国内龙头企业，卫宁的收入增速应明显高于上述水平。

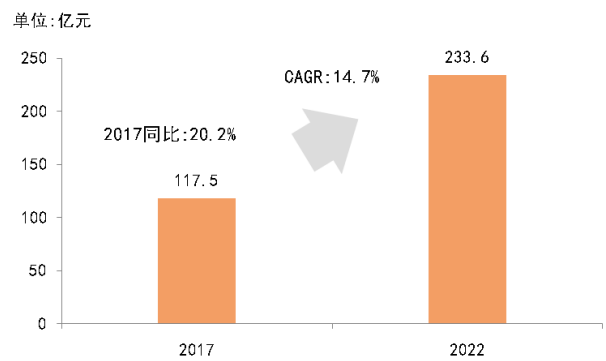


图表37 中国医疗行业 IT 支出规模变化



资料来源: IDC、平安证券研究所

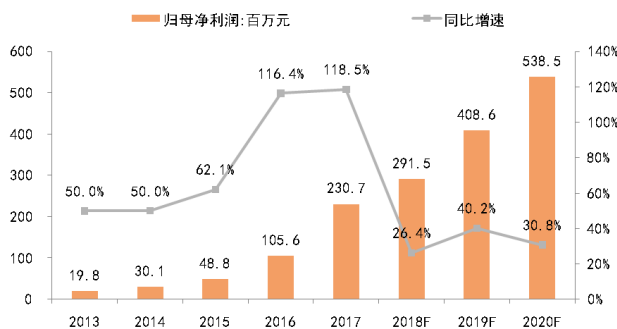
图表38 中国医疗行业 IT 解决方案市场规模变化



资料来源: IDC、平安证券研究所

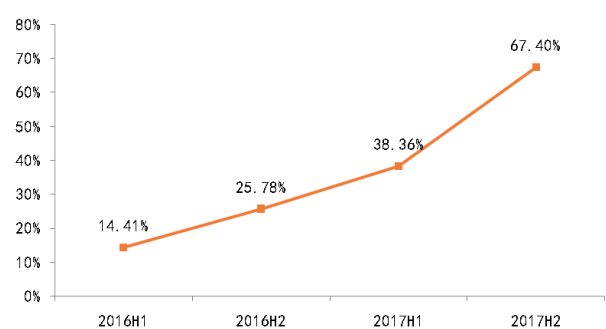
而在“互联网+医疗健康”方面，易观的研究表明，近年来国内移动医疗市场增长迅猛，2017 年规模已增至 230.7 亿元，连续两年翻番增长，预计 2020 年增至 538.5 亿元，三年 CAGR 也在 30% 以上；同时，得益于移动支付的普及，互联网医疗的消费习惯也正在形成，移动问诊平台的付费用户比例自 2016 年以来快速提升。在互联网医疗兴起的大背景下，卫宁创新业务前景值得看好，具备爆发的潜能。

图表39 中国移动医疗市场规模预测 (2018 - 2020)



资料来源: 易观、平安证券研究所

图表40 移动问诊平台用户付费比例 (2016 - 2017)



资料来源: 易观、平安证券研究所

### 3.2 政策支持是业务发展的强力催化剂

#### ■ 政策文件

2015 年以来，中国医药卫生领域深化改革的力度明显加大。例如，2016 年 10 月，中共中央、国务院发布《“健康中国 2030”规划纲要》，成为新时期国家医疗事业发展的纲领性文件，受到业界高度关注。随后，政府针对公立医院改革、药品研发和流通、医保控费、分级诊疗、社会办医等诸多方面密集出台了一系列重磅政策，其中相当一部分与医疗信息化及互联网医疗密切相关。

图表41 部分与医疗信息化/互联网医疗高度相关的重要政策（2015年至今）

时间	政策	主要相关内容
2015.3	全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020）	积极应用移动互联网、物联网、云计算和可穿戴设备等新技术推动健康信息和智慧医疗服务；推动健康大数据的应用，加强人口健康信息化建设；到2020年基本实现全人口信息、电子健康档案和电子病历的覆盖
2015.7	国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见	发展基于互联网的医疗服务，支持第三方机构建立医学影像、健康档案、检验报告、电子病历等医疗信息共享平台，逐步建立跨医院医疗数据共享交换标准体系，引导医疗机构开展基层检查、上级诊断等远程服务
2015.9	国务院办公厅关于推进分级诊疗制度建设的指导意见	加快全民健康保障信息化工程建设，建立区域性医疗卫生信息平台，实现电子健康档案和病历的连续记录和信息共享，确保转诊信息畅通
2016.6	关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见	首次将医疗大数据纳入国家发展规划，对医疗信息、数据共享建设工作提出明确目标
2016.11	全民健康保障工程建设规划	对到2020年的医院建设任务做出部署，将“健康信息平台的建设”列入六大任务之一
2016.12	国务院关于印发“十三五”深化医疗卫生体制改革规划的通知	大力推进面向基层、偏远和欠发达地区的远程医疗服务体系建设，健全基于互联网、大数据技术的分级诊疗信息系统。积极发展基于互联网的健康服务，促进云计算、大数据、移动互联网、物联网等信息技术与健康服务深度融合
2017.2	“十三五”全国人口健康信息化发展规划	加强人口健康信息化和健康医疗大数据服务体系建设，推动政府健康医疗信息系统和公众健康医疗数据互联互通、开放共享，促进健康医疗大数据应用发展，探索创新“互联网+健康医疗”服务模式
2017.4	关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见	发挥信息系统对医联体的支撑作用，结合建立省、市、县三级人口健康信息平台，统筹推进医联体相关医院管理、医疗服务等信息平台建设；建立医学影像中心、检查检验中心、消毒供应中心、后勤服务中心等，为医联体内各医疗机构提供一体化服。
2018.1	关于印发进一步改善医疗服务行动计划（2018-2020）	通过“互联网+”手段建设智慧医院，加强以门诊和住院电子病历为核心的综合信息系统建设
2018.4	国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见	健全“互联网+医疗健康”服务体系和支撑体系，加强行业监管和安全保障

时间	政策	主要相关内容
2018.4	关于印发全国医院信息化建设标准与规范（试行）的通知	针对二级医院、三级乙等医院和三级甲等医院的临床业务、医院管理等工作，覆盖医院信息化建设的主要业务和建设要求，从软硬件建设、安全保障、新兴技术应用等方面规范了医院信息化建设的主要内容和要求
2018.7	关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知	在全行业开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动，加快推进智慧医院建设，运用互联网信息技术，改造优化诊疗流程，改善患者就医体验
2018.8	关于进一步推进以电子病历为核心的医疗机构信息化建设的通知	持续推进以电子病历为核心的医疗机构信息化建设，加强电子病历信息化建设，到 2020 年三级医院实现电子病历信息化诊疗服务环节全覆盖，达到医院信息互联互通标准化成熟度测评 4 级水平
2018.9	关于印发互联网诊疗管理办法（试行）等 3 个文件的通知	重点包括《互联网医院管理办法（试行）》、《互联网诊疗管理办法（试行）》、《远程医疗服务管理规范（试行）》三份文件，就互联网诊疗、远程医疗的服务内容和管理等作出了明确的界定或规定，以及就互联网医院的设立、管理、基本标准等作出了具体的规定
2018.9	关于印发国家健康医疗大数据标准、安全和服务管理办法（试行）的通知	为加强健康医疗大数据的管理，发挥健康医疗大数据的作用，就健康医疗大数据的标准管理、安全管理、服务管理以及监督等作出基本规定

资料来源：Deloitte、国家卫健委、国务院办公厅、中国政府网、平安证券研究所

在上述文件中，我们认为至少以下数份文件对医疗信息化与互联网医疗行业形成更为直接、显著的影响，进而对卫宁业务发展的影响也更值得关注。

#### ■ 《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》（2017.4）

医联体由一个区域内不同级别的医院、基层医疗机构等共同组建，对于医疗资源下沉、提升基层服务能力、优化医疗体系效能极为有效，是实现分级诊疗的一种重要形式。根据指导意见，2017 年医联体需完成制度框架的基本搭建，全面启动多种形式的医联体建设试点，到 2020 年，全面推进医联体建设，所有二级公立医院和政府办基层医疗卫生机构全部参与医联体。

医联体的重点在于实现资源和信息共享、处方流动、服务衔接、远程医疗协作等，医疗 IT 系统和互联网信息平台是支撑医联体运作的重要基础设施，因此将衍生新的 IT 需求。指导意见中要求，结合建立省、市、县三级人口健康信息平台，统筹推进相关医院管理、医疗服务信息平台建设，实现电子健康档案和电子病历的连续记录和信息共享，同时鼓励建立医学影像中心、检查检验中心等，为医联体内机构提供一体化服务。

#### ■ 《国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》（2018.4）

作为“互联网+医疗健康”领域的一份重磅文件，内容全面详实，覆盖诊疗、康复、慢病管理、药品流通、教育科普、医保结算、信息保护等众多环节，对互联网医疗行业发展的诸多方面提出了相比此前更为明确的意见，其中大量内容与医疗 IT 建设和互联网化建设紧密相关。

图表42 促进“互联网+医疗健康”发展意见中与医疗IT紧密相关的内容

具体方面	相关内容
发展“互联网+”医疗服务	允许医疗机构使用互联网医院作为第二名称，在实体医疗机构的基础上提供部分常见病、慢性病的在线复诊；支持医疗卫生机构、符合条件的第三方机构搭建互联网信息平台，开展远程医疗、健康咨询、健康管理服务；鼓励医联体运用互联网、人工智能等技术，推进远程医疗覆盖全国医联体和县级医院，并逐步向基层医疗单位延伸
创新“互联网+”公共卫生服务	推动居民电子健康档案在线查询和规范使用，鼓励利用可穿戴设备获取生命体征数据；鼓励医疗卫生机构与互联网企业合作，加强区域医疗卫生信息资源整合，探索运用大数据技术实现对疾病流行趋势的预测和智能监测
优化“互联网+”家庭医生签约服务	加快家庭医生签约服务智能化信息平台建设与应用，鼓励开展网上签约服务，为签约居民在线提供健康咨询、预约转诊、慢性病随访、健康管理、延伸处方等服务
完善“互联网+”药品供应保障服务	探索医疗卫生机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享，促进药品网络销售和医疗物流配送等规范发展；依托全民健康信息平台，加强基于互联网的短缺药品多源信息采集和供应业务协同应用，
推进“互联网+”医疗保障结算服务	加快医疗保障信息系统对接整合，逐步拓展在线支付功能，推进“一站式”结算；继续扩大联网定点医疗机构范围，逐步将更多基层医疗机构纳入异地就医直接结算；大力推行医保智能审核和实时监控，将临床路径、合理用药、支付政策等规则嵌入医院信息系统
加强“互联网+”医学教育和科普服务	鼓励建立医疗健康教育培训云平台，提供多样化的医学在线课程和医学教育；建立网络科普平台，利用互联网提供健康科普知识精准教育
推进“互联网+”人工智能应用服务	研发基于人工智能的临床诊疗决策支持系统，开展智能医学影像识别、病理分型和多学科会诊以及多种医疗健康场景下的智能语音技术应用；加强临床、科研数据整合共享和应用，支持研发相关人工智能技术、医用机器人、大型医疗设备、应急救援医疗设备、生物三维打印技术和可穿戴设备等
加快实现医疗健康信息互通共享	协调推进全民健康信息平台建设，逐步实现与国家数据共享交换平台的对接联通；加快建设基础资源信息数据库，二级以上医院要健全医院信息平台功能，三级医院要在2020年前实现院内医疗服务信息互通共享；健全基于互联网、大数据技术的分级诊疗信息系统，支持老少边穷地区基层医疗卫生机构信息化软硬件建设
健全“互联网+医疗健康”标准体系	健全统一规范的全国医疗健康数据资源目录与标准体系，加强“互联网+医疗健康”标准的规范管理；加快应用全国医院信息化建设标准和规范，强化省统筹区域平台和医院信息平台功能指引、数据标准的推广应用，统一数据接口

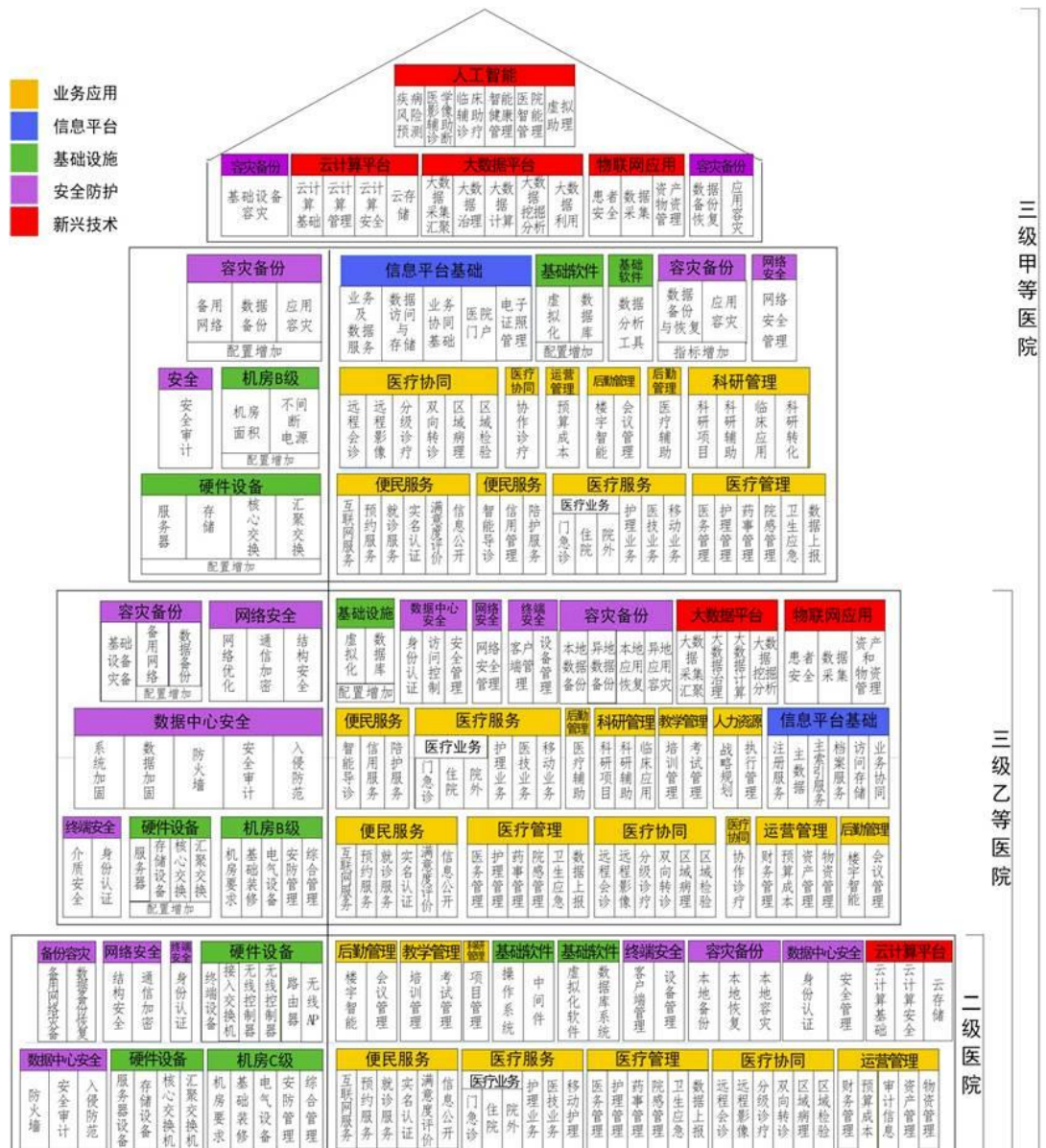
具体方面	相关内容
提高医院管理和便民服务水平	到 2020 年，二级以上医院普遍提供分时段预约诊疗、智能导医分诊、检验检查结果查询、诊间结算、移动支付等线上服务，有条件的机构可开展移动护理、生命体征在线监测、智能医学影像识别、家庭监测等服务；支持医学检验机构、医疗卫生机构联合互联网企业提供服务，推进院前急救车载监护系统与区域或医院信息平台连接，推广“智慧中药房”
提升医疗机构基础设施保障能力	重点支持高速宽带网络普遍覆盖城乡各级医疗机构，推动光纤宽带网络向农村医疗机构延伸，完善移动宽带网络覆盖，支撑开展急救车载远程诊疗；面向远程医疗、医疗信息共享等需求，鼓励电信企业向医疗机构提供优质互联网专线、VPN 等网络接入服务
及时制订完善相关配套政策	完善医保支付政策，逐步将符合条件的互联网诊疗服务纳入医保支付范围，健全互联网诊疗收费政策；完善医师多点执业政策，鼓励执业医师开展“互联网+医疗健康”服务
强化医疗质量监管	推进网络可信体系建设，加快建设全国统一标识的医疗卫生人员和医疗卫生机构可信医学数字身份、电子实名认证、数据访问控制信息系统；互联网医疗健康服务平台等第三方机构应当确保提供服务人员的资质符合有关规定要求，“互联网+医疗健康”服务产生的数据应全程留痕
保障数据信息安全	研究制定健康医疗大数据确权、开放、流通、交易和产权保护的法规；加强医疗卫生机构、互联网医疗健康服务平台、智能医疗设备以及关键信息基础设施、数据应用服务的信息防护

资料来源：Deloitte、国家卫健委、国务院办公厅、中国政府网、平安证券研究所

#### ■ 《关于印发全国医院信息化建设标准与规范（试行）的通知》（2018.4）

试行标准与规范由医疗国家卫健委规划与信息司组织国内 60 余名专家和技术人员研究制定，主要针对二级与三级医院的临床业务、医院管理等工作未来 5-10 年的应用发展要求，提出了信息化建设的基本内容和建设要求。文件的标准规范涵盖业务应用、信息平台、基础设施、安全防护、新兴技术共 5 大方面，正文长达 165 页，堪称细致，并要求明确二级及以上医院依据文件标准开展信息化建设，妇幼保健院、专科医院参照执行。可以预期的是，在强制性更强的要求下，至少二级及以上医院将产生标准更加严格的增量 IT 需求。

图表43 全国医院信息化建设标准与规范（试行）指标体系



资料来源：国家卫健委、平安证券研究所

■ 《关于进一步推进以电子病历为核心的医疗机构信息化建设的通知》（2018.8）

电子病历是当前医疗机构信息化建设的核心工作，最新的通知进一步强调了推进电子病历建设的重要性，要求卫生健康行政部门和医疗机构将电子病历信息化建设列为重点工作任务。其中，我们认为较为重要的内容主要包括：

- 1) 医疗机构要在住院病历、医嘱等系统基础上，优先将电子病历信息化向门诊、药学、护理、麻醉手术、影像、检验、病理等各诊疗环节拓展，到2020年，三级医院要实现电子病历信息化诊疗服务环节全覆盖。
- 2) 鼓励医疗机构在电子病历信息化建设工作中，将临床路径、临床诊疗指南、技术规范和用药指南等嵌入信息系统，提高临床诊疗规范化水平。

- 3) 到 2020 年，三级医院要实现院内各诊疗环节信息互联互通，达到医院信息互联互通标准化成熟度测评 4 级水平；建立紧密型医联体的，应当实现医联体内各医疗机构电子病历信息系统互联互通。
- 4) 到 2019 年，辖区内所有三级医院要达到电子病历应用水平分级评价 3 级以上，即实现医院内不同部门间数据交换，到 2020 年，要达到分级评价 4 级以上，即医院内实现全院信息共享，并具备医疗决策支持功能。

仅针对电子病历应用水平分级评价要求来看，前文曾提及，2016 年全国 3630 家医院电子病历系统应用水平的填报结果显示，三级医院评级均值仅为 2.11 级，二级医院平均评级为 0.83 级。保守假定三级医院由 2 级升至 4 级需要 1000 万元的投入，则近三年全国 2400 余家三级医院的电子病历建设投入也应在超 200 亿元的量级。考虑到 2017 年国内医疗行业 IT 支出总额为近 430 亿元（IDC 数据），年均 60 亿元以上的增量还是相当可观，如进一步考虑 8500 余家二级医院的电子病历建设和升级需求，年均增量需求则更高。

#### ■ 《关于印发互联网诊疗管理办法（试行）等 3 个文件的通知》（2018.9）

卫健委印发的三份互联网医疗新规包括《互联网医院管理办法（试行）》、《互联网诊疗管理办法（试行）》、《远程医疗服务管理规范（试行）》，是中国医疗主管部门为互联网诊疗、远程医疗以及互联网医院制定的首批实施细则。我们认为三份新规中的下列规定将对行业发展形成显著影响：

- 1) 将互联网诊疗定义为，通过互联网等信息技术开展部分常见病、慢性病复诊和“互联网+”家庭医生签约服务，对于部分常见病、慢性病可在线开具处方，但不得提供首诊服务；互联网诊疗应由取得《医疗机构执业许可证》的医疗机构提供，诊疗服务应当与其诊疗科目一致，其他第三方需与医疗机构合作参与。
- 2) 将远程医疗限定为两种形式，一是医疗机构直接向其他医疗机构发出邀请，受邀方运用信息化技术为邀请方患者诊疗提供技术支持；二是邀请方或第三方机构搭建远程医疗服务平台，受邀方以机构身份在平台注册，邀请方通过平台发布、匹配需求，受邀方运用信息化技术为邀请方患者诊疗提供技术支持，且通过平台直接邀请医务人员提供在线医疗服务的，必须申请设立互联网医院。
- 3) 将互联网医院定义为，作为实体医疗机构第二名称的互联网医院以及依托实体医疗机构独立设置的互联网医院，第三方机构需与拥有《医疗机构执业许可证》的实体医疗机构合作设立，两类互联网医院均实行准入管理；互联网医院只能对患者进行常见病、慢性病的复诊，根据已有病历资料在线开具处方，不得开展首诊服务。

综合来看，新规对互联网医疗的边界作出了严格的限制，是一套相对保守、稳健的管理方案。新规着重强化了实体医疗机构在互联网医疗产业链中的核心地位，强调医疗服务的本质，弱化了互联网平台等第三方机构的作为，很大程度上将其限定为医院等实体医疗机构扩展服务半径的工具，或是定性为医疗机构的技术服务商及合作伙伴。由于互联网医疗平台的地位在新规下明显弱化，加之传统 HIT 厂商常年服务医疗机构的软硬件积累以及与之形成的长期合作关系，我们认为新规相对有利于传统 HIT 厂商。并且，卫宁创新业务主要着重于搭建服务医疗机构的生态与技术平台，与新规的精神基本一致，相信将因此受益。

#### ■ 机构改革

除上述相关政策外，医疗卫生行政管理机构设置的改革和调整也对医疗 IT 行业发展形成利好。对于医疗卫生领域而言，根据 2018 年 3 月《深化党和国家机构改革方案》和《国务院关于机构设置的

通知》，新一轮大部制改革最大的变化字啊与国家卫生健康委员会（卫健委）与国家医疗保障局（医保局）的组建。

#### ■ 组建国家卫生健康委员会

将国家卫计委（不保留）、国务院深化医药卫生体制改革领导小组办公室（不保留）、全国老龄工作委员会办公室的职责，工信部牵头《烟草控制框架公约》履约工作职责，国家安全生产监督管理总局职业安全健康监督管理职责整合，组建国家卫生健康委员会，作为国务院组成部门。此外，保留全国老龄工作委员会，日常工作交由卫健委承担，民政部代管的全国老龄协会改由卫健委代管。

卫健委的主要职责定为，拟订国民健康政策，协调推进深化医药卫生体制改革，组织制定国家基本药物制度，监督管理公共卫生、医疗服务和卫生应急，负责计划生育管理和服务工作，拟订应对人口老龄化、医养结合政策措施等。

通过组建国家卫健委，新机构将医疗服务、基本药物制度、公共卫生、老龄化、中医药、职业安全健康等方面的管理工作汇于一身，着眼点从疾病诊疗控制转向大卫生和大健康，同时淡化了计划生育管理职能。整体来看，卫健委的职责更加着重于全周期的健康服务，机构职能的整合有助于进一步打通医疗服务、公共卫生、基本药物、健康管理领域之间的隔阂，有利于大健康产业的发展，尤其对互联网医疗健康行业形成利好。

#### ■ 组建国家医疗保障局

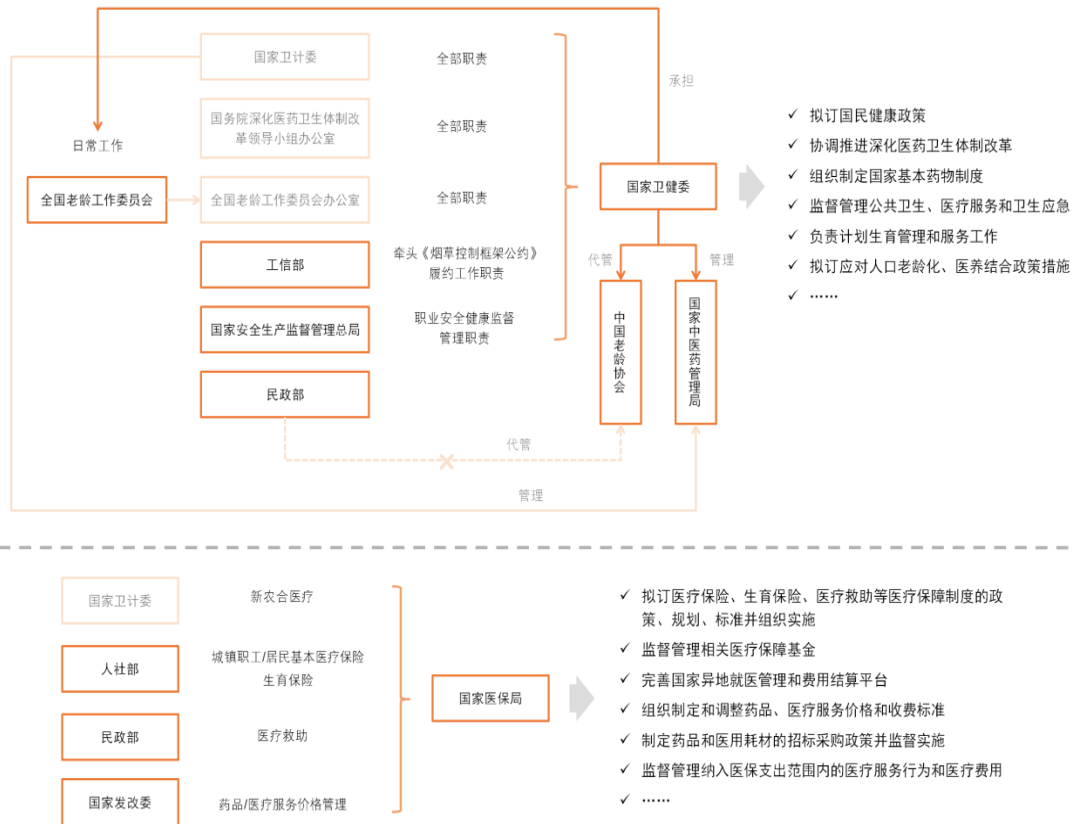
将人社部的城镇职工和城镇居民基本医疗保险、生育保险职责，国家卫计委的新农合医疗职责，国家发改委的药品和医疗服务价格管理职责，民政部的医疗救助职责整合，组建国家医疗保障局，作为国务院直属机构。

医保局的主要职责为，拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保支出范围内的医疗服务行为和医疗费用等。

我们认为，组建医保局最为重要的意义是实现了镇职工基本医保、城镇居民医保、新农合“三保合一”（也包括生育险、医疗救助），同时还还将药品和医疗服务的价格管理职责纳入新机构，这实际上整合了碎片化的医保制度、定价制度，有助于形成明晰的责任主体，统一城乡居民基本医疗保险制度和大病保险制度，统筹推进医疗、医保、医药“三医联动”，实现更为有效的控费。对于医疗信息化/互联网医疗行业来说，医保局成立最为直接的影响是将医疗支付资源整合到了一起，医疗支付杠杆如能妥善加以利用，将促使医院盈利模式从“以药养医”切实向提效控费转变，加之脱卡支付等配合，处方外流有望加速推广；而在更为严格的控费约束下，医联体建设以及内部资源的流动和共享也将得到正向激励，由此衍生的IT建设和运营管理需求有助于扩大行业市场规模。



图表44 国家卫健委与国家医保局组建方案及职责



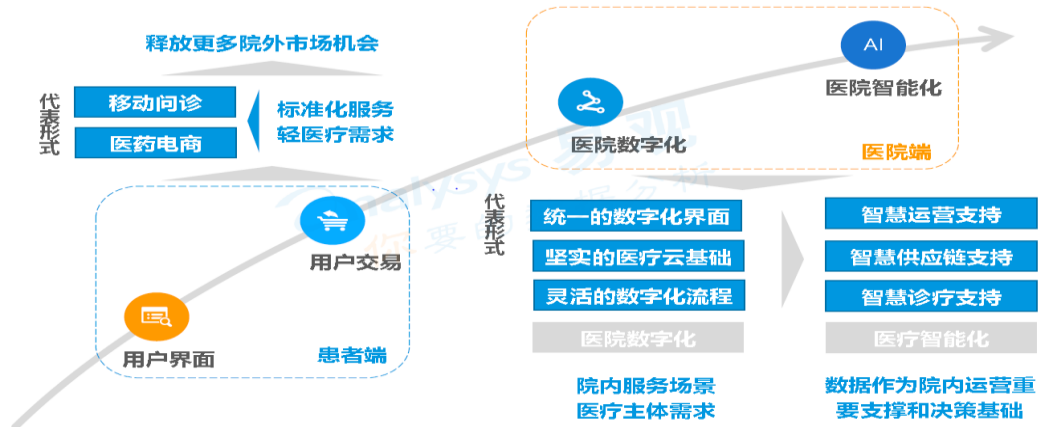
资料来源:《深化党和国家机构改革方案》 平安证券研究所

### 3.3 互联网势力入局为行业发展增添新动力

2014年起,互联网医疗开始进入“大跃进”阶段,除了传统的医疗服务机构、药品流通企业等开始布局该领域外,互联网企业尤其活跃,相应的投资事件数量也在2015年达到顶峰。随着流量红利趋弱、融资环境趋紧以及“史上最严”互联网医疗新规征求意见稿的发布,2017年互联网医疗领域投资热度开始明显下降,行业随之迎来了大洗牌。

但总体来看,互联网势力的介入仍大大加速了互联网医疗产业的发展,同时也为传统医疗IT行业带来了新的变化。首先,互联网企业为传统医疗卫生行业带来了覆盖更为广泛的互联网入口和用户流量;其次,互联网企业及投资方为互联网医疗发展提供了雄厚的资本和投资;再次,互联网企业为互联网医疗提供了移动互联、云计算、大数据、区块链、人工智能等新技术,促使用户端与医疗机构端的技术应用水平和经营模式有所提升和进化。

图表45 互联网医疗服务由用户端向医疗机构端拓展



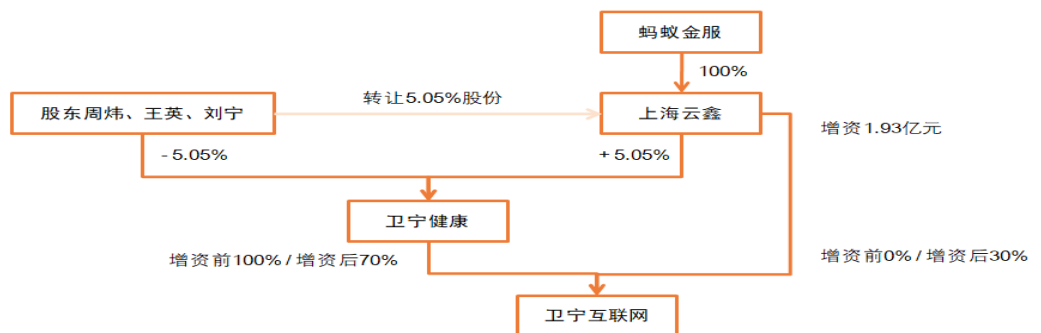
资料来源：易观、平安证券研究所

在互联网势力中，超级巨头阿里和腾讯仍在依靠自身在支付、超级 APP、资本等方面的优势，通过内部孵化、对外投资、战略合作等多种手段积极进行布局，独家兽平安好医生也依托平安集团对互联网医疗进行了全产业链布局，并于今年 5 月在港交所实现了 IPO。我们认为，巨头基于资本、技术、流量优势的输出和渗透，正在对互联网医疗/医疗 IT 行业的格局形成深远影响。

特别的，一方面，互联网巨头拥有庞大的 C 端流量和前沿技术储备，但在医院客户渠道方面缺少积累；另一方面，传统医疗 IT 服务商拥有医院客户群体以及对医院 IT 需求的深入理解，但缺少 C 端用户和互联网运营经验。这样，两者具有天然的互补性，我们认为互联网与传统医疗 IT 的结合是互联网医疗向 B 端拓展的优选路径。2018 年 5 月，腾讯宣布入股东华软件便引起了业界的关注，而在随后的 6 月，阿里（旗下蚂蚁金服、上海云鑫）也与卫宁健康达成了股权合作。

具体方案为，股东周炜、王英、刘宁将卫宁健康 5.05% 的股份转让于上海云鑫，上海云鑫对卫宁健康旗下全资子公司卫宁互联网增资 1.93 亿元，获得 30% 股份。同时，卫宁健康与蚂蚁金服、上海云鑫签署框架协议合作协议，双方在“互联网+医疗健康”达成战略合作。我们认为，卫宁与阿里达成合作对于其创新业务发展益处良多，有助于加速扩张；并且，借助阿里在云计算、人工智能、区块链、大数据等方面的技术优势，卫宁传统业务也有望实现升级。

图表46 卫宁健康与阿里巴巴股权与战略合作的基本内容



卫宁健康、蚂蚁金服、上海云鑫三方合作框架协议基本内容：

- I. 结合蚂蚁金服、上海云鑫及其各自关联方在区块链、金融云、信用认证、智能客服等各项能力，与卫宁健康和卫宁互联网在医疗领域的相关业务能力互补，实现“互联网+医疗健康”运营业务的结合、优化生态系统；
- II. 各方基于各自平台和业务的优势，试点医疗支付和支付宝的应用融合，充分利用支付宝领先的第三方支付行业经验技术及用户实名认证能力，开展医疗费用支付等合作。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

结合我们对公司业务和行业趋势的理解和判断，我们对卫宁健康 2018-2020 年的盈利预测主要基于以下假设：

#### ■ 收入增速及毛利率

软件销售业务与技术服务业务（卫宁互联网、纳里健康的创新业务并表收入计入技术服务）的合计收入年增速保持在 30%-35%之间，毛利率维持在 66%-67%的区间；

硬件销售业务收入在全部收入中的比重保持在 27%左右，毛利率保持在 16%。

#### ■ 销售及管理费用

鉴于公司加强了费用控制，假定销售费用率微降并保持在 12.75%；

管理费用率相比 2017 年下降约 1 pct，保持在 17.75%。

#### ■ 投资收益及其他

投资收益项目中含有参股公司卫宁科技（云险）、钥世圈（云药）净利润损益贡献，按卫宁持股比例计算，2017 年两者合计产生约 2600 万元亏损，假定创新业务 2018 年明显改善，投资收益项目达到平衡，2019-2020 年盈利逐步上升；

营业外收入与其他收益项目中主要反映的是政府补助，根据近年经验，假定两者合计金额占营业收入规模的 8%。

基于上述假设，我们预计 2018-2020 年卫宁健康的营业收入分别为 15.87、21.11、27.67 亿元，同比增速为 31.8%、33.0%、31.1%；归母净利润分别为 3.21、4.28、5.57 亿元，同比增速为 40.2%、33.3%、30.1%；相应 EPS 分别为 0.20、0.26、0.34，对应 9 月 18 日收盘价的 P/E 水平为 72.6x、54.5x、41.8x。

### 4.2 投资建议

短期来看，公司利润加速释放正在逐步被印证，而从中长期考虑，我们认为公司的业务核心竞争力强劲，前景值得看好，故而首次覆盖给予“推荐”评级。具体理由在于：

- 1) 卫宁是国内医疗信息化领域最早成立的 IT 企业之一，长期专注于医疗 IT 业务，经营策略与目标客户群体明确，重视研发与员工激励，产品线完整，多年来经营状况良好，业绩稳健增长，已成为国内医疗信息化领域收入规模居于前列的优质龙头企业。
- 2) 国内医疗机构的信息化建设正处于高景气周期，友商收入增速及公司新增订单均可印证，且政策刚性有望促使行业高景气延续；同时，医院信息化建设的综合性要求正在加强，大单数量明显增加，项目门槛提高有助于行业集中度提升，利好于龙头卫宁。
- 3) 与多数友商不同，卫宁创新业务以自身的医院 IT 产品为基石，重点定位于医疗机构的技术服务平台，与互联网医疗新规的精神相符；当前创新业务布局已初步完善，基本可实现对“互联网+医疗健康”各环节的全覆盖，有望在近 1-2 年内进入爆发期，打开成长新空间。

- 4) 近期, 公司与互联网巨头阿里达成了深入合作, 蚂蚁金服通过上海云鑫入股卫宁健康, 增资旗下子公司卫宁互联网, 并就“互联网+医疗健康”签署合作协议; 公司创新业务有望借助阿里流量优势加速扩张, 且阿里的领先技术也有望助公司产品升级。

## 五、风险提示

### (1) 医疗机构 IT 投入不足

当前环境下, 国内多数医院创收能力有限, 加之融资环境严峻, 经济下行使得地方财政状况趋于紧张, 这可能使得医疗机构 IT 投入不足, 限制公司收入和利润增长;

### (2) 互联网医疗发展状况不及预期

当前互联网医疗仍属新兴业态, 其业务模式、盈利模式等仍未完全定型, 普及范围和付费意愿依旧有限, 如发展状况持续逊于预期, 将对公司创新业务盈利构成限制;

### (3) 政策不确定性

医疗健康行业受政策影响较大, 医疗体制改革、互联网医疗等议题对于政策均极其敏感, 如政策对医改的支持力度不足, 或对互联网医疗构成进一步钳制, 将制约公司业务发展。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1710	2702	3625	4680
现金	482	1097	1475	1923
应收账款	955	1251	1684	2162
其他应收款	124	154	216	269
预付账款	22	25	38	45
存货	100	151	180	250
其他流动资产	26	23	32	31
<b>非流动资产</b>	2002	2275	2606	2986
长期投资	544	579	630	690
固定资产	371	499	667	873
无形资产	222	328	427	521
其他非流动资产	864	869	882	902
<b>资产总计</b>	3712	4976	6231	7666
<b>流动负债</b>	956	1863	2719	3630
短期借款	190	1075	1639	2386
应付账款	205	279	359	470
其他流动负债	561	509	720	774
<b>非流动负债</b>	97	97	97	97
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	97	97	97	97
<b>负债合计</b>	1053	1960	2816	3727
少数股东权益	63	64	69	80
股本	1608	1616	1616	1616
资本公积	380	430	430	430
留存收益	793	1083	1470	1979
<b>归属母公司股东权益</b>	2596	2952	3346	3859
<b>负债和股东权益</b>	3712	4976	6231	7666

现金流量表单位：百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	80	83	267	250
净利润	230	323	432	569
折旧摊销	27	32	43	56
财务费用	4	27	61	93
投资损失	19	0	-15	-25
营运资金变动	-259	-299	-254	-443
其他经营现金流	59	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-249	-305	-359	-411
资本支出	162	237	281	320
长期投资	-61	-35	-35	-60
其他投资现金流	-148	-103	-114	-151
<b>筹资活动现金流</b>	52	-23	-107	-132
短期借款	-50	25	-13	6
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	783	8	0	0
资本公积增加	-515	50	0	0
其他筹资现金流	-165	-107	-94	-138
<b>现金净增加额</b>	-117	-245	-199	-293

利润表单位：百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	1204	1587	2111	2767
营业成本	575	753	992	1288
营业税金及附加	16	21	28	37
营业费用	156	202	269	353
管理费用	226	282	375	491
财务费用	4	27	61	93
资产减值损失	48	69	88	117
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-19	0	15	25
<b>营业利润</b>	257	233	313	412
营业外收入	2	127	169	221
营业外支出	3	3	1	1
<b>利润总额</b>	256	359	482	633
所得税	26	36	49	64
<b>净利润</b>	230	323	432	569
少数股东损益	1	2	4	11
<b>归属母公司净利润</b>	229	321	428	557
EBITDA	280	406	569	760
EPS (元)	0.14	0.20	0.26	0.34

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	26.1	31.8	33.0	31.1
营业利润(%)	-50.3	-9.6	34.6	31.5
归属于母公司净利润(%)	-55.8	40.2	33.3	30.1
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	52.3	52.6	53.0	53.5
净利率(%)	19.0	20.2	20.3	20.1
ROE(%)	8.6	10.7	12.7	14.4
ROIC(%)	7.9	8.3	9.4	10.1
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	28.4	39.4	45.2	48.6
净负债比率(%)	-8.9	-0.7	4.8	11.8
流动比率	1.8	1.4	1.3	1.3
速动比率	1.7	1.4	1.3	1.2
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4
应付账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.20	0.26	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.05	0.17	0.15
每股净资产(最新摊薄)	1.61	1.83	2.07	2.39
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	101.8	72.6	54.5	41.8
P/B	9.0	7.9	7.0	6.0
EV/EBITDA	82.6	57.6	41.5	31.4

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PINGAN SECURITIES

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033