

卫宁健康 (300253) \计算机

——医疗巨头再启航，创新业务展华章

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：**13.4元**

投资要点：

➤ 20余年默默坚守铸就行业巨头

公司经过20余多年的发展，已经发展成为医疗信息化的行业巨头，并结合外延发展战略，目前已经覆盖医疗机构客户近6000家（2018H1），拥有上百个产品线。同时，公司适时提出双轮驱动发展战略，通过云医、云药、云险、云康及创新服务平台的“4+1”业务布局掘金互联网医疗，为公司打开向上成长空间。

➤ 政策推动医疗信息化发展，公司充分受益

医疗信息化服务于我国的医疗改革，其每一步发展都离不开政策推动。自2009年新医改启动后，作为医改四梁八柱之一的医疗信息化受到了高度重视，目前随着国内的医疗改革步入深水区，政策的频发助力行业发展再提速，行业订单总额增长明显。公司在产品线丰富程度、市占率以及品牌效应方面的明显优势将使得自身充分受益于行业景气度的提升。

➤ “4+1”布局打造公司中长期成长极

公司积极布局互联网医疗创新业务，有望推动医疗改革进一步发展，同时创新业务盈利模式的理顺有望为公司打开中长期成长空间。目前，公司的创新业务已经进入逐步落地阶段，其中2018年上半年卫宁互联网和纳里健康合计营收2200余万，同比增长290%，呈现高速发展态势（其中平台建设与平台运营商类收入分别达到1000万、1200万，同比分别增长230%、350%）。

➤ 维持“推荐”评级

我们预计公司18-20年净利润分别为3.1、4.1、5.3亿元。我们看好公司的传统业务在医疗信息化高景气度下的稳健发展以及积极布局互联网+医疗领域所带来的中长期成长空间，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示：

医疗信息化行业竞争激烈；创新业务不及预期。

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,616/1,237
流通A股市值（百万元）	16,577
每股净资产（元）	1.84
资产负债率（%）	21.01
一年内最高/最低（元）	15.68/6.60

一年内股价相对走势



吴金雅 分析师

执业证书编号：S0590517020001

电话：0510-82833337

邮箱：wujy@glsc.com.cn

朱松 研究助理

电话：0510-82833217

邮箱：zhus@glsc.com.cn

相关报告

1、《卫宁健康 (300253) \计算机行业》

《主营维持高景气度，创新业务步入落地阶段》

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	954.47	1,203.76	1,572.55	2,040.46	2,636.84
增长率（%）	26.73%	26.12%	30.64%	29.75%	29.23%
EBITDA（百万元）	606.09	286.94	409.34	513.39	648.51
净利润（百万元）	518.62	229.04	308.36	405.86	528.10
增长率（%）	240.07%	-55.84%	34.63%	31.62%	30.12%
EPS（元/股）	0.32	0.14	0.19	0.25	0.33
市盈率（P/E）	41.76	94.56	70.24	53.36	41.01
市净率（P/B）	9.26	8.34	7.46	6.54	5.64
EV/EBITDA	18.00	74.76	52.35	41.56	32.78

数据来源：公司公告，国联证券研究所

正文目录

1. 20 余年默默坚守铸就行业巨头	3
1.1. 公司为医疗信息化领军企业.....	3
1.2. 外延拓展巩固优势地位，双轮驱动开启向上空间.....	3
1.3. 营收增长稳健，高研发助力创新业务推进.....	6
2. 政策推动医疗信息化发展，公司充分受益	7
2.1. 政策频发，医疗信息化建设加速.....	7
2.2. 公司作为医疗信息化领军企业将充分受益.....	10
3. “4+1”布局打造公司中长期成长极	13
3.1. “4+1”完善互联网医疗战略.....	13
3.2. 模式探索逐步成熟，有望迈入收获期.....	14
4. 盈利预测与估值	20
5. 风险提示	21

图表目录

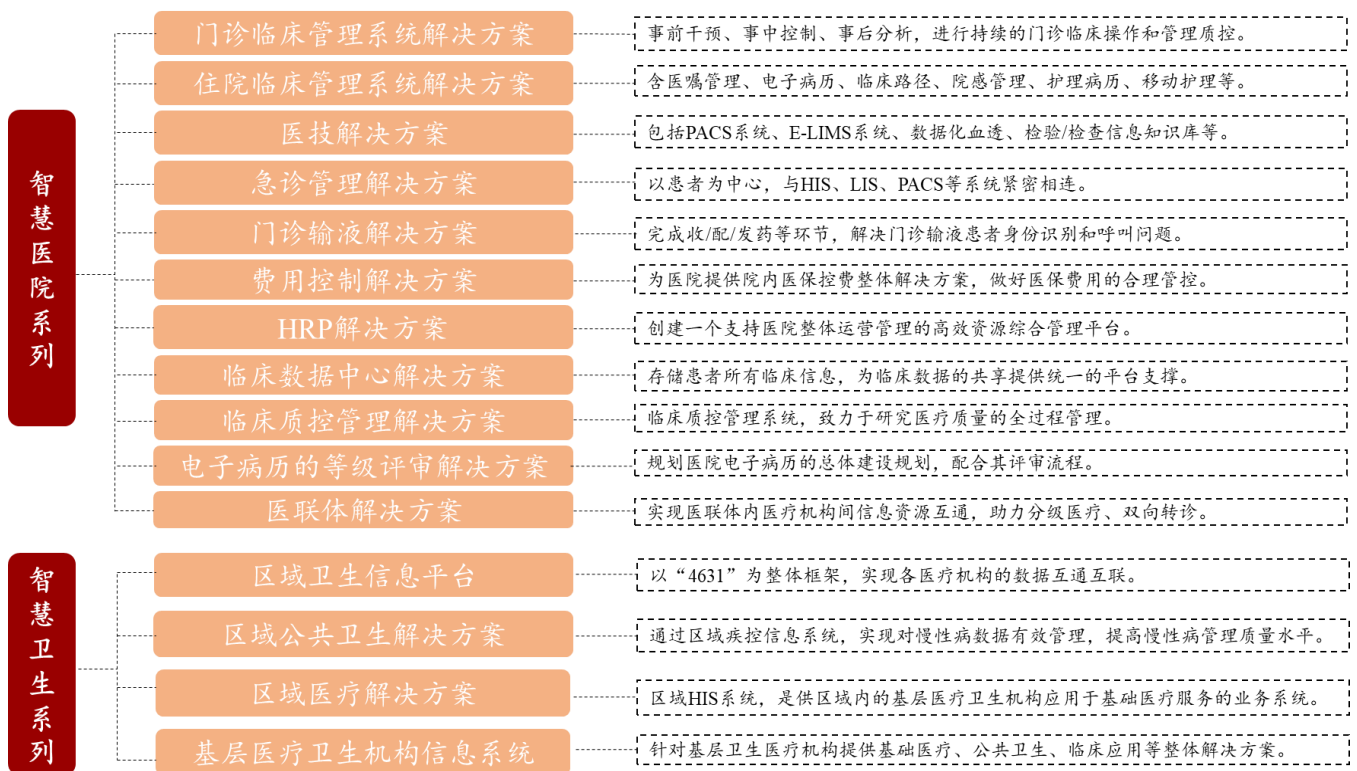
图表 1：公司主要产品图谱	3
图表 2：公司外延并购巩固优势地位	4
图表 3：公司布局创新业务并引入战略股东	5
图表 4：传统业务和创新业务相互补充	5
图表 5：公司近年营收及增速情况	6
图表 6：公司近年净利润及增速情况	6
图表 7：公司近年研发人员稳步增长	6
图表 8：公司近年研发费用增长较快	6
图表 9：我国医疗信息化建设进程	7
图表 10：医疗信息化发展主要靠政策推动	8
图表 11：医改步入深水区，政策频发进行时	8
图表 12：医疗信息化行业近年中标金额（亿元）	10
图表 13：公司医疗产品线丰富	10
图表 14：中国医疗信息化市场格局（2014 年）	12
图表 15：2017 年各公司在医疗信息化领域营收	12
图表 16：各医疗信息化厂商客户覆盖范围对比	12
图表 17：医疗信息化行业千万级订单占比	13
图表 18：《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	13
图表 19：公司“4+1”业务互相促进协调发展	14
图表 20：公司云医解决方案	15
图表 21：竞争产品互联网+医疗模式对比	16
图表 22：钥世圈主要商业模式	17
图表 23：云险主要包含的产品及业务	18
图表 24：公司创新业务与运营主体营收及利润情况	19
图表 25：公司创新业务空间测算	19
图表 26：公司各业务营收预测	20
图表 27：国内公司可比估值表（2018-11-12）	21
图表 28：国外公司可比估值表（2018-11-12）	21
图表 29：财务预测摘要	22

1. 20 余年默默坚守铸就行业巨头

1.1. 公司为医疗信息化领军企业

公司创立于 1994 年，从成立之初就定位于医疗健康的 IT 服务商，经过 20 余多年的发展，公司在医疗信息化领域已经拥有了包括智慧医院、智慧卫生等领域在内的上百个细分产品线，为医院客户提供优秀的数字化产品解决方案，为区域医疗机构提供监管、信息共享等信息化产品。

图表 1：公司主要产品图谱



来源：公司官网、国联证券研究所

1.2. 外延拓展巩固优势地位，双轮驱动开启向上空间

公司于 2011 年上市，在之后的发展过程中，借助资本市场的力量不断扩张业务范围，先后通过外延拓展收购了宇信网景、山西导通科技、上海天健、津微首佳、合肥汉思等公司的股权，开拓了当地的市场使得公司的产品线进一步丰富、市占率进一步提升；同时，公司采用逐步收购的方式使得被并购标的能够很好的和公司业务进行融合，有助于发挥整体竞争优势。

图表 2：公司外延并购巩固优势地位

标的名称	时间	资本动作	详细内容
宇信网景	2014-1-3	收购 60% 股权，3600 万元	有利于提升公司在北京地区医疗行业信息化的市场份额。
	2016-2-3	收购 20% 股权，1000 万元	
	2016-7-9	收购 20% 股权，2800 万元	
导通科技	2014-6-27	收购 100% 股权，2.83 亿元。	标的公司在山西医疗信息化市场份额较高，收购有利于卫宁拓展山西市场。
上海天健	2014-12-18	收购 51% 股权，2000 万元	利用标的公司客户资源拓展公司业务，2018 年 2400 万转让股权后不再持有。
津微首佳	2015-8-15	收购 60% 股权，6180 万元	标的公司在天津有丰富优质的客户资源，收购有利于公司拓展业务范围。
	2016-6-30	收购 40% 股权，6500 万元	
杭州东联	2015-8-26	收购 100% 股权，4000 万元	通过收购，进军浙江市场。
浙江万鼎	2015-8-26	收购 90% 股权，2450 万元	通过收购，进军浙江市场。
医点通	2015-11-10	收购 90% 股权，3000 万元	通过收购打开广东的市场，标的公司后更名为深圳中天。
纳龙科技	2015-12-4	收购 10% 股权，2000 万	丰富医疗信息化领域产品线，同时结合标的公司资源拓展自身业务范围。
北京天鹏	2015-12-18	收购 15% 股权，1800 万元	并购标的与公司本身的产品和渠道资源形成互补。
合肥汉思	2016-1-5	收购 51% 股权，4335 万元	标的公司在合肥医疗信息化领域市场占比较大，收购有利于扩大公司业务范围。
梦天门	2016-4-7	收购 25% 股权，9166.67 万元	标的公司从事公卫医疗信息化，收购助力拓展公司业务布局。

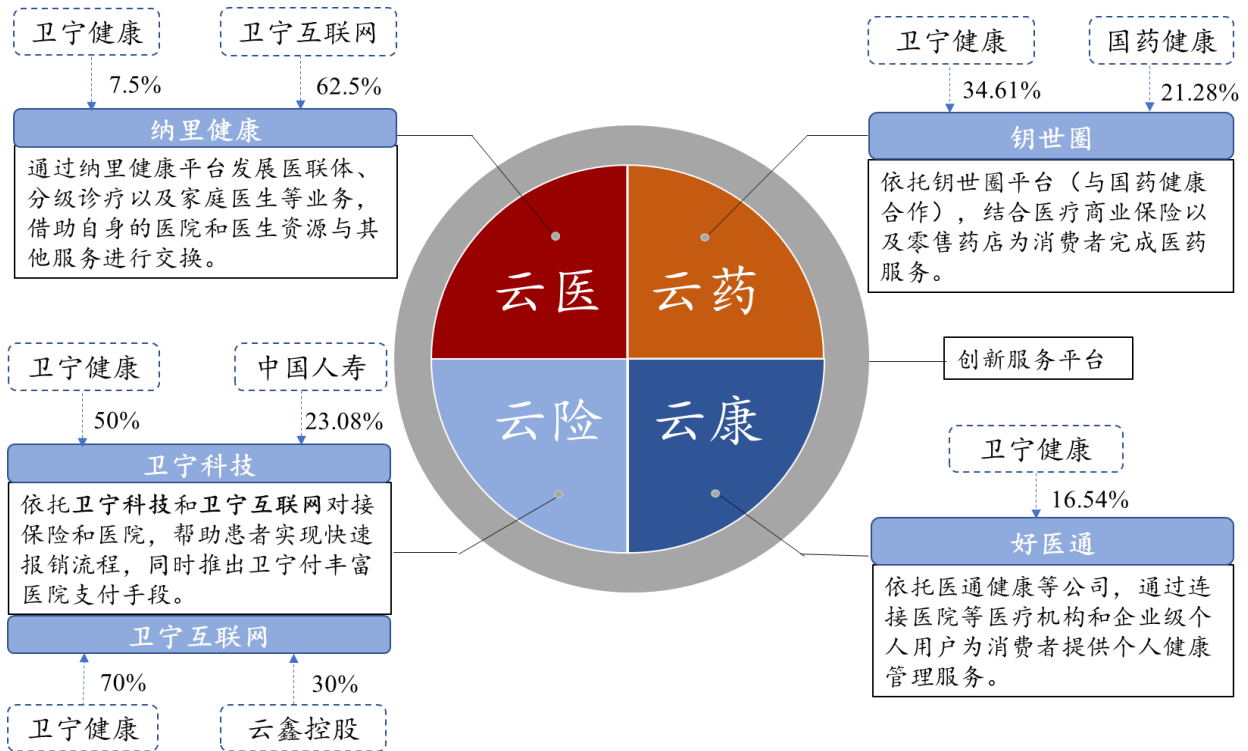
来源：公司公告、国联证券研究所

在传统医疗信息化业务稳步拓展的情况下，公司积极投身互联网+，自 2016 年提出双轮驱动发展战略：一轮是传统业务；另一轮是互联网+健康服务业务。两轮互为补充，相互促进，传统业务是创新业务的基础，创新业务是传统的升华与延伸。在创新业务方面，公司主要践行“4+1”战略——云医、云药、云险、云康+创新服务平台。

具体来说：

- **云医平台**主要依托旗下纳里健康公司为医院搭建互联网平台同时汇聚众多的医生资源。纳里健康为由公司和卫宁互联网（全称为卫宁互联网科技有限公司）各持股 7.5%、62.5%。
- **云药平台**主要依托旗下钥世圈公司打造医药线上线下的整体联动平台。钥世圈引入战略股东国药控股持股 21.28%，公司持股 34.61%。
- **云险平台**主要依托于卫宁科技（全称为上海金仕达卫宁软件科技有限公司）和卫宁互联网公司为医疗客户提供卫宁付、为保险客户提供医疗数据接口。卫宁科技引入战略股东中国人寿持股 23.08%、卫宁互联网引入阿里旗下云鑫控股持股 30%。
- **云康平台**主要依托于公司自身投资的健康服务类公司（比如公司投资的好医通，专业提供体检服务，公司持股 16.54%）。
- **创新服务平台**依托于母公司在云医、云药、云险、云康平台之间进行资源交换，促进四朵云业务健康发展。

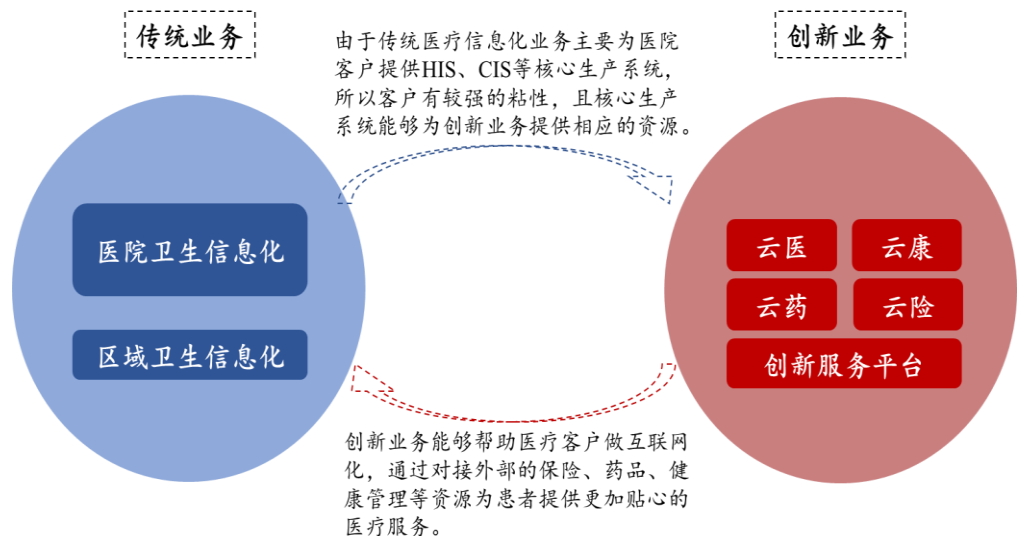
图表3：公司布局创新业务并引入战略股东



来源：公司公告、国联证券研究所

公司推出双轮驱动战略（并将公司名称由“卫宁软件”变更为“卫宁健康”），一方面是因为医疗客户在互联网+的大潮下需要积极拥抱互联网，公司的创新业务恰好能够帮助医疗机构给患者提供更好的互联网医疗服务；另一方面是因为公司传统业务为医疗机构客户提供的核心生产系统具有较强黏性能够助力创新业务的积极拓展。

图表4：传统业务和创新业务相互补充

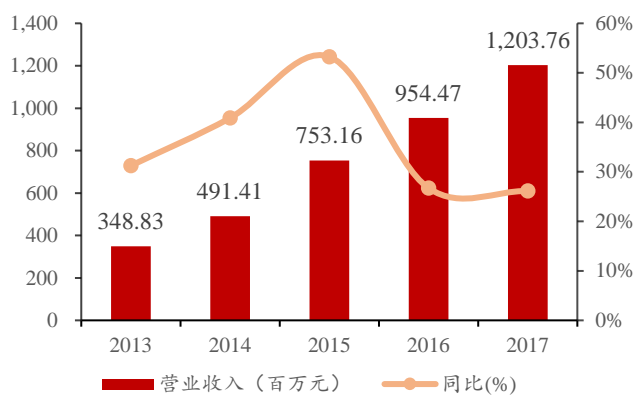


来源：国联证券研究所

1.3. 营收增长稳健，高研发助力创新业务推进

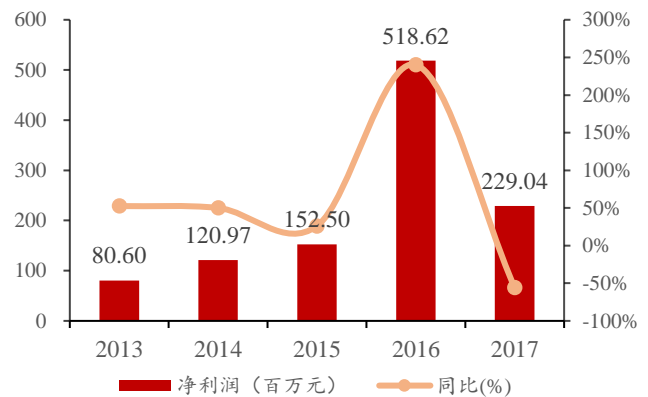
受益于中国医改持续推进对于医疗信息化的需求，公司营收呈现稳健增长态势（其中公司在2014-2015年进行了大规模并购使得营收增长较快），2017年营收达到12.04亿元，同比增长26.1%。在利润方面，由于公司营收增长较快所以净利润也呈现良好的增长态势，2017年实现归母2.29亿元，同比下降55.84%（2017年净利润同比下滑较大是因为2016年公司丧失卫宁科技控制权而确认投资收益3.79亿元造成净利润基数较大，扣非后净利润同比增长30.02%）。

图表5：公司近年营收及增速情况



来源：wind、国联证券研究所

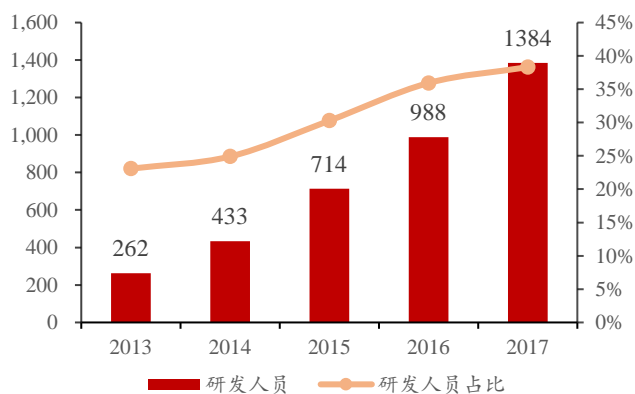
图表6：公司近年净利润及增速情况



来源：wind、国联证券研究所

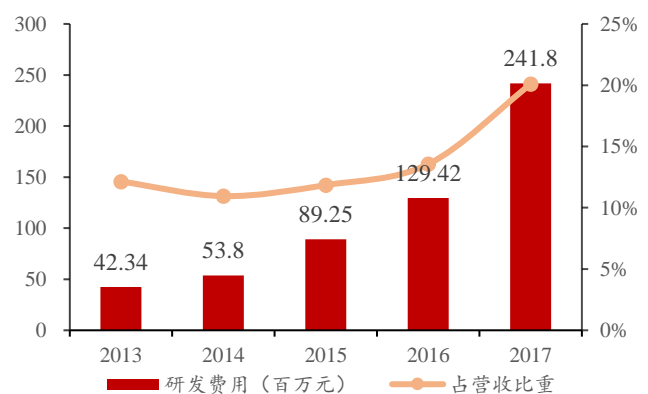
自从公司提出了双轮驱动的发展战略后，为了保证创新业务的稳步推进，在研发上的投入呈现加速状态：在人员方面，公司研发人员每年增长数百人，研发人员占公司员工占比在逐步提升（2017年研发人员1384人，占比38.31%）；在研发费用方面，公司研发投入占营收比重亦逐步提升，2017年研发费用2.42亿元，占营收比重20.09%，达到近年高点。

图表7：公司近年研发人员稳步增长



来源：wind、国联证券研究所

图表8：公司近年研发费用增长较快



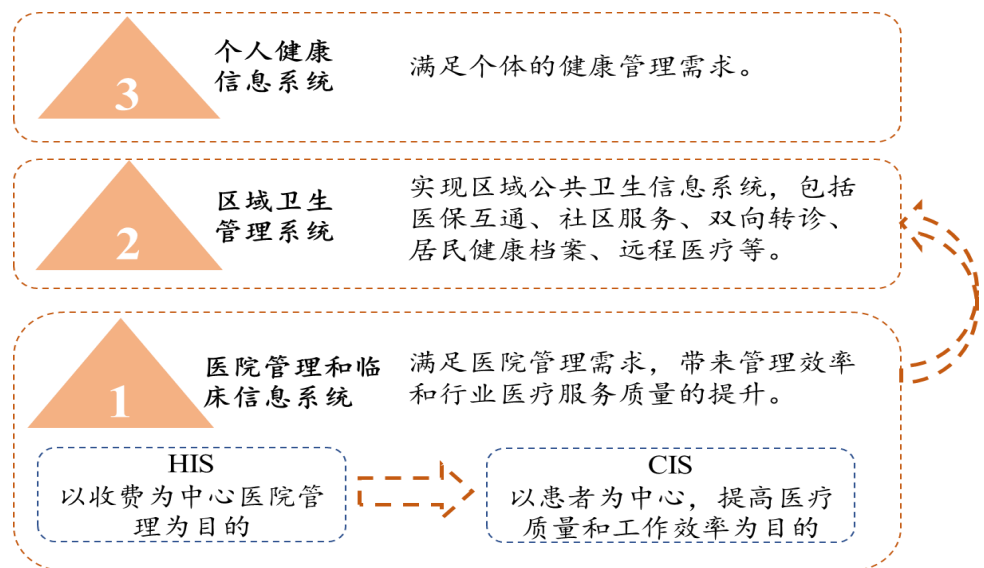
来源：wind、国联证券研究所

2. 政策推动医疗信息化发展，公司充分受益

2.1. 政策频发，医疗信息化建设加速

根据国际公认的医疗信息化发展阶段，我国的医疗信息化产业正逐步由医院信息化建设阶段逐步向区域卫生信息阶段发展，其中医院建设方面由 HIS 系统向 CIS 系统过渡（HIS: Hospital Information System, 医院管理系统，以收费和管理为目的；CIS: Clinical Information System, 临床信息系统，围绕患者以提高医疗质量和工作效率为目的）。随着人工智能、大数据、互联网技术的发展，现在医疗信息化产业也在结合这些新技术为患者提供更好的医疗服务。

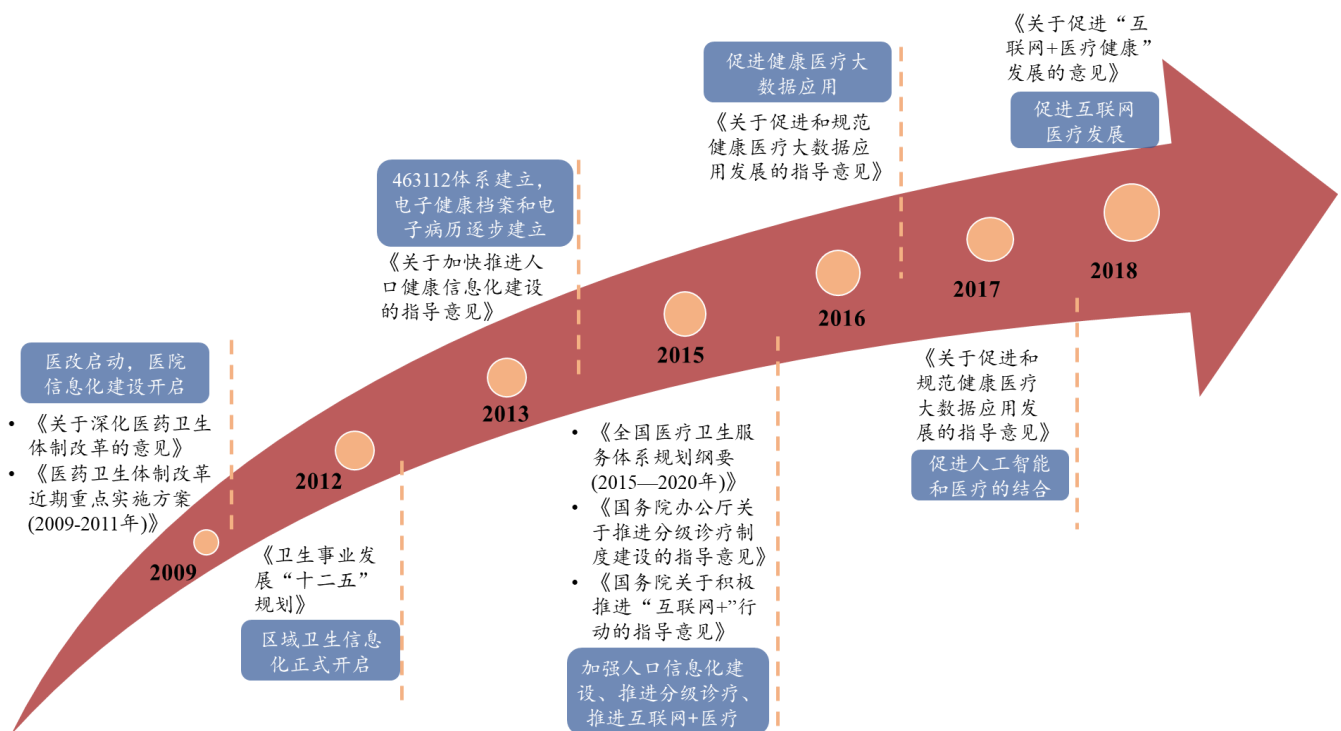
图表 9：我国医疗信息化建设进程



来源：中商产业研究院、国联证券研究所

医疗信息化行业服务于医改，其每一步发展都离不开政策的助力。纵观医疗信息化的发展历史，我们发现随着国内医改的逐步推进，作为医改重要支撑的医疗信息化的重要性也逐步凸显：1) 2009 年新医改启动，将医疗信息化作为医改的四梁八柱之一；2) 2012 年随着卫生事业“十二五”规划的发布，区域卫生信息化正式开启；3) 2013 年“46312”顶层体系的建立促进了电子健康档案和电子病历的普及；4) 2014 年开始，随着 AI、大数据、以及互联网等新技术的出现，医疗信息化开始探索分级诊疗、互联网+医疗以及医疗大数据等方面应用。

图表 10：医疗信息化发展主要靠政策推动



来源：网络资料、国联证券研究所

医改走入深水区，政策频发推动医疗信息化再启航。回顾 2009 年医改，在启动之初伴随着大量而密集的政策文件发布，医改得以有条不紊地推进。截止目前，医改在经历了近 10 年的推进后开始逐步走向深水区，为了进一步推动医疗领域的改革，国家成立了医疗保障局，同时政策发布的密集程度较前几年明显加大。

从新一轮密集发布的政策来看，和医疗信息化相关的着眼点主要集中在以电子病历为核心的临床信息化系统建设、以控费为目的医保控费系统建设、以互联网+医疗为重点的医疗信息化改进以及以医联体为载体的区域卫生信息化建设。这些政策的不断落实将为医疗信息化的建设带来新一轮的需求。

图表 11：医改步入深水区，政策频发进行时

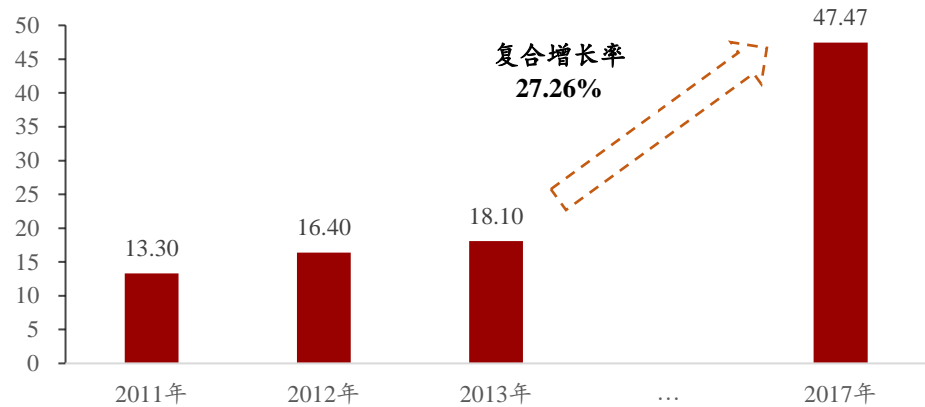
时间	政策文件	主要内容
2017.1	《“十三五”全国人口健康信息化发展规划》	开展老年常见病、慢性病的健康指导。实行分级诊疗，实施家庭医生签约服务制度，推进和规范医师多点执业。
2017.1	2017 年卫生计生工作要点	完善远程医疗制度，推动构建“互联网+健康医疗”服务新模式。
2017.2	《电子病历应用管理规范（试行）》	医疗机构应用电子病历应具备电子病历的安全管理体系和安全保障机制,并保持对电子病历创建、修改、归档等操作的追溯能力。
2017.2	《关于加强基本医疗保险基金预算管理发挥医疗保险基金控费作用的意见》	全面改革支付方式，促进医疗机构和医务人员主动控制成本和费用，从源头上减轻参保人员医药费用负担。
2017.2	《关于开展新型农村合作医疗异地就医联网结算专项督查工作的通知》	以信息系统建设、结算机制为重点，查漏补缺，夯实基础，确保省内异地就医结算全面推开，跨省份就医结算试点顺利开展。

2017.4	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	三级公立医院全部参与并发挥引领作用，医改试点省份每个地级市以及分级诊疗试点城市至少建成一个有成效显著的医联体。到2020年，全面推进医联体建设，形成较为完善的医联体政策体系。
2017.4	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	推进三医联动、医疗控费和取消药品加成。17年9月30日前所有公立医院取消药品加成；17年底前4批试点城市公立医院药占比下降到30%；17年全国公立医院医疗费用增长小于10%。
2017.4	《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务的通知》	所有公立医院全面取消药品加成；扩大分级诊疗试点和家庭医生签约服务；推进按病种收费工作。
2017.4	《关于征求互联网诊疗管理办法（试行）》（征求意见稿）	允许开展的互联网诊疗活动仅限于医疗机构间的远程医疗服务和基层医疗机构提供的慢性病签约服务。
2017.4	《关于推进互联网医疗服务发展的意见》（征求意见稿）	充分认识推进互联网医疗服务的意义；利用互联网技术提高医院信息化水平；加强监督管理，推动互联网医疗服务规范有序发展。
2017.4	《关于做好2017年城镇居民基本医疗保险工作的通知》	全面深化付费方式改革和推行医疗保险智能监控，以付费总额控制为基础推行按病种、按人头等多种方式相结合的复合付费方式。
2017.5	《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》	17年9月底前，所有公立医院取消药品加成。协调推进管理体制、医疗价格、人事薪酬、药品流通、医保支付方式等改革。
2017.5	《关于做实做好2017年家庭医生签约服务工作的通知》	要加强区域信息化平台建设和基层医疗卫生机构信息管理系统建设；要建立家庭医生与签约居民的服务互动平台。
2017.7	《新一代人工智能发展规划》	推广应用人工智能治疗新模式新手段，探索包括智慧医院、智能诊疗助手、临床智能诊疗方案、智能影像识别、基因组识别等应用。
2017.6	《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》	推行以按病种付费为主的多元复合支付方式；选择部分地区开展按DRGs试点。到2020年，全国范围内实施适应不同疾病、不同服务特点的多元复合式医保支付方式，按项目付费占比明显下降。
2017.7	《国务院办公厅关于建立现代医院管理制度的指导意见》	一是完善医院管理制度，规范内部治理结构和权利运行规则，提高运行效率等；二是建立健全医院治理体系；三是加强医院党建。
2018.1	《关于印发进一步改善医疗服务行动计划（2018-2020年）的通知》	2018年起，医疗机构要建立预约诊疗制度、远程医疗制度、临床路径管理制度、检查检验结果互认制度、医务社工和志愿者制度。
2018.3	《国务院关于机构设置的通知》	组建国家医疗保障局，旨在进行三保合一，负责药品和医疗服务定价，维护和监管医保基金运营，统筹负责国内医保相关事务。
2018.4	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	一是健全“互联网+医疗健康”服务体系。二是完善“互联网+医疗健康”支撑体系。三是加强行业监管和安全保障，保障行业有序发展。
2018.4	《全国医院信息化建设标准与规范（试行）》	针对二级医院、三级医院的临床业务、医院管理等工作需要，从软硬件建设、安全保障、新兴技术应用等方面，明确医院信息化要求。
2018.7	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》	利用信息技术在就诊医疗服务、结算支付服务、患者用药服务、公共卫生服务、家庭医生服务、远程医疗服务、健康信息服务、急救救助服务、政务共享服务、检查检验服务等方面提升便民水平。

来源：网路资料、国联证券研究所

在政策的驱动下，整个医疗信息化行业的订单呈现较快增长态势。根据医信邦和特大号对于相关中标信息的搜集和整理（不完全统计），2017年总订单金额为47.47亿元，而这一数据在2011-2013年分别为13.3、16.4、18亿元，年均复合增长率为27.26%；其中，千万级大单数量明显增长，千万级订单总金额为16.15亿元，金额占比为34%，较往年有明显提高（15-16年占比分别为24.03%、29.34%）。

图表 12：医疗信息化行业近年中标金额（亿元）



来源：医信邦、特大号、国联证券研究所

2.2. 公司作为医疗信息化领军企业将充分受益

公司的产品线丰富，能够提供完整的解决方案。公司经过多年的积累结合外延拓展策略，形成了较长的产品线，覆盖了医疗信息系统的全生命周期，具体来说包含了十多种面向医院客户的解决方案以及多种面向区域卫生的解决方案，每种解决方案也都包含了数个功能子模块。随着医改逐步深入，医疗机构对于医疗信息化的需求也将不断提升，丰富的产品线有望为公司带来综合竞争优势。

图表 13：公司医疗产品线丰富

解决方案	细分产品线
门诊临床管理系统解决方案	1) 门诊医生工作站：以门诊结构化病历为主线、以门诊诊疗包为手段提高临床一线人员工作效率；2) 处方点评系统：起到合理用药，用药监测、管理的目的。
住院临床管理系统解决方案	1) 医嘱管理：支持医嘱录入、医嘱打印；2) 电子病历：病历内容结构化，支持多种录入、病历三级阅改等；3) 临床路径：以时间为横轴，医嘱计划与医嘱录入集成；4) 抗菌药物：提供抗拒药物三级管控、抗菌药物集中审核；5) 院感管理：支持院感填报、院感审核等；6) 病区事务：办理入区、入/出区取消等；7) 护理病历：提供体温单、护理记录单等录入；8) 移动护理：提供病人标本数据快速采集；9) 智能护理：提供护理任务定制、病区交接班等；10) 护理人力资源：提供护士档案管理、护理职能排班等。
医技解决方案	1) PACS 系统：专业影像处理、高端影像三维重建。2) E-LIMS：自动化智能审核、多次检验结果对比分析等；3) 数字化血透：智能化排床管理、精确的费用管理；4) 病理信息管理系统：多类型申请单、全流程条码化管理等。5) 检查/检验知识库：检查检验历史信息横/纵向对比、检查检验报告智能审核/诊断。
急诊管理解决方案	1) 急诊大厅管理：预检管理系统、急诊分诊系统；2) 抢救室管理：抢救室管理系统、抢救护理病历、移动护理管理；3) 留观病区：留观病区管理系统、留观护理病历、移动护理管理；4) 急诊医生站：急诊医生站、急诊电子病历；5) 急诊科管理：医院质量管理体系。
门诊输液解决方案	1) 系统设置：根据不同权限显示对应功能模块；2) 呼叫皮试：获取皮试病人列表并在大屏上呼叫病人；3) 配药：护士核对完成配药再次扫描瓶贴完成配药；4) 呼叫输液：扫描药品呼叫病人到穿刺台（大屏显

示)；5) **输液核对**：PDA 扫描病人条码及输液药品，系统完成人药核对；6) **患者呼叫**：护士通过手持终端接收病人呼叫请求；7) **统计**：配药总量、输液人次、换药次数、拔针次数等信息。

费用控制解决方案

1) **医保指标预测和分析**：设置医院每年的八个医保指标，同时设置报警上下限；2) **指标完成情况预警**：可查询当前指标完成情况；3) **医保年/月度分析**：显示月/年医保指标的完成情况、超标比例等；4) **医保按科室或医生分析**：分析每个科室或医生门诊申报、医保人次、次均费用的完成情况，同时进行预警。

HRP 解决方案

以医院 HIS 数据为支撑，以核算为基础，促进医院流程优化、提升效率；以成本控制为中心，提升医院人、财、物综合优化管理水平；以管理为目标，推动医院向精细化、科学化管理转型。

临床数据中心解决方案

1) **临床数据视图**：从就诊时间和临床活动两个维度展现患者临床数据。2) **专科视图**：在诊疗过程中集中展示科室或疾病重点；3) **全息诊疗信息系统**：实现临床信息的高效浏览，用于医生交接班、院内会诊、医患沟通等。4) **科研数据分析及应用系统**：利用临床数据完成科研项目的管理系统，可进行课题研究。

临床质控管理解决方案

1) **全过程事中质控**：以病人为中心建立质量管理路径；2) **质控医政规则知识库**：规避医疗风险，实现规范化、标准化管理；3) **医务人员授权管理**：实现合法化医疗操作；4) **电子病历质控**：病历时限控制、住院病历问题抽查与反馈等；5) **临床路径质控**：路径执行质量监控、路径管理指标、路径质量指标等；6) **单病种质控**：对单病种执行质量监控、单病种管理/质量等指标统计等；7) **抗菌药物质控**：抗菌药物三级用药、治疗用药送检、细菌耐药合理用药等全流程闭环管理；8) **医院感染质控**：医院感染监测、手术部位感染监测、ICU 目标性监测等指标统计；9) **处方点评质控**：门诊处方点评、住院医嘱点评质控统计等；10) **临床用血质控**：用血审批、用血中不良反应、用血后效果评价管理等全流程管理；11) **护理三级管理**：实现主管护士、科室护士长、护理部主任的三级管理体系。

电子病历的等级评审解决方案

针对不同的评级标准，提供对应的重点功能模块，帮助医院达到电子病历的相应标准。

医联体解决方案

医联体总体架构由一套医联院际信息平台、各级医疗机构平台或前置机、一个专用业务网络以及一套应用服务组成，承载医联体业务服务，进行相关医疗信息交换，统一医联医疗服务监管，保障医联业务的及时、准确、便捷。

区域卫生信息平台

以“4631”为整体框架，以医疗优质资源共享协同为手段，以居民健康管理为核心，以互联互通、协同联动为目标，以信息化为支撑，根据接入机构范围，建设适用于各行政管理级别的区域卫生信息平台。

区域公共卫生解决方案

1) **区域疾控信息系统**：实现医院 HIS 系统慢病监测数据与慢性病监测管理平台对接，实现流畅无缝数据上报；2) **区域妇幼保健信息系统**：实现对辖区妇幼保健服务工作动态监管、预警预测和综合决策。

区域医疗解决方案

区域 HIS 系统采用集中部署模式，向基层医疗机构提供云服务。数据集中存放在卫生局数据中心，应用服务器群承载着基层医疗卫生机构的区域公共卫生、区域医院管理、区域检验信息、区域影像信息等服务。

基层医疗卫生机构信息系统

通过在区域卫生数据中心部署数据及业务处理中心，区域内所有的一级医疗机构可将全部实现包含基本医疗服务、基本公共卫生服务、运营管理、综合卫生管理等业务应用的系统覆盖。

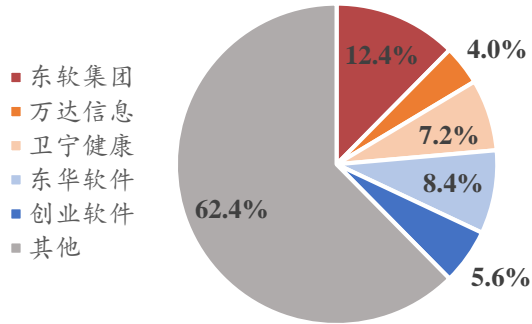
来源：公司官网、国联证券研究所

高市占率叠加品牌优势助力公司掘金医疗信息化。虽然国内的医疗信息化市场由于信息化建设标准未统一以及区域分散等原因而呈现出行业整体集中度较低的特点，但卫宁健康相比同行业公司来说市占率较高，这点可以从 IDC 统计数据和各企业在医疗信息化领域的营收对比中得到佐证：①根据 IDC2014 年的统计数据，国内前五名（东软集团、万达信息、卫宁健康、东华软件、创业软件）的集中度约占 38%，其中卫宁健康市占率为 7.2%；②卫宁健康 2017 年在医疗信息化领域营收 12.04 亿，对比其他公司较高（图 15 统计数据中，创业软件扣除博泰并表收入；万达信息包含医疗、健康、保险等收入；东华软件包含金融、医疗卫生、保险等行业信息化业务；东软集团包括医疗卫生和社会保障等业务。）

公司市占率的领先一方面得益于丰富的产品线，另一方面则受益于公司长年依赖优质产品、创新服务而建立的品牌优势。根据 2017 年 IDC Health Insights 发布的 HealthTech TOP 50 排名，卫宁健康位列第 33 名（分析和考量了健康领域收入占总收

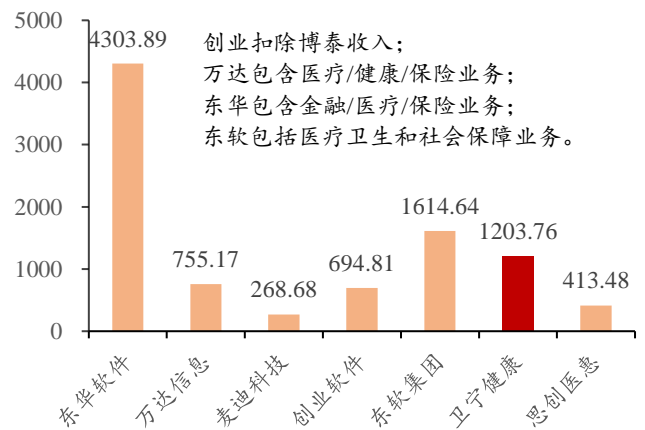
入 1/3 以上的全球领先的 IT 供应商)。公司的品牌效应也可从覆盖客户的范围看出来: 截止目前, 公司在医院领域覆盖了 5000 多家医院客户 (其中三级及以上 200 多家), 在区域卫生领域覆盖了 17 个省市 110 多个卫生管理机构。

图表 14: 中国医疗信息化市场格局 (2014 年)



来源: IDC、国联证券研究所

图表 15: 2017 年各公司在医疗信息化领域营收



来源: wind、国联证券研究所

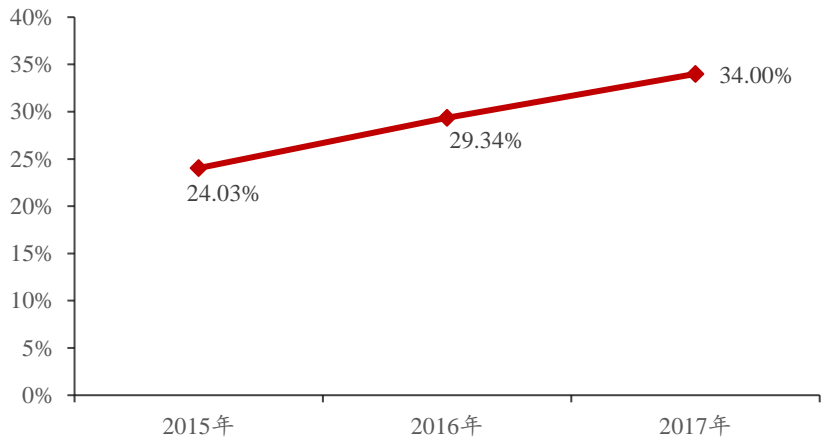
图表 16: 各医疗信息化厂商客户覆盖范围对比

公司名称	客户覆盖范围
创业软件	用户总数量增长到 6000+家, 营销网络遍布全国 30+个省市自治区, 三级及以上医院达到 200 多家; 区域客户覆盖 200 多个区县, 340+家卫生管理机构。
万达信息	医疗机构客户主要集中在区域卫生领域, 区域卫生市场占有率靠前。
麦迪科技	覆盖医疗机构 1300+家, 其中三甲医院 400+家。
东华软件	旗下的医疗业务主要依托东华医为, 医疗机构客户 500 多家。
东软集团	医疗业务累计医院客户 2000+家, 覆盖全国三级医院 400+家; 区域卫生覆盖国家、省、市、县四级平台、服务基层医疗机构 23000 多家。
卫宁健康	覆盖医疗机构客户近 6000 家 (公司 2018H1 年报)。 其中覆盖 5000 多家医院用户, 其中三级及以上 400 多家; 区域卫生覆盖 17 个省市, 110 多个卫生管理机构

来源: 各公司年报、国联证券研究所

大额订单增长对中标者的综合实力提出较高要求, 公司将受益。目前, 各地区医疗机构的信息化建设大多数都将上报监管机构且采取正规的招标流程, 所以参与投标的厂商其自身的综合实力将成为是否能够中标的重要影响因素。同时, 根据医信邦和特大号的数据, 2017 年千万级的订单金额占比总 34%, 相比前两年其比例在逐步提升, 此类型大单的中标更需要中标商有足够的综合竞争力。根据上述分析, 公司的产品线较为丰富, 且公司拥有客户众多, 在业内有较好的口碑, 这些都将提升公司中标的概率。

图表 17: 医疗信息化行业千万级订单占比



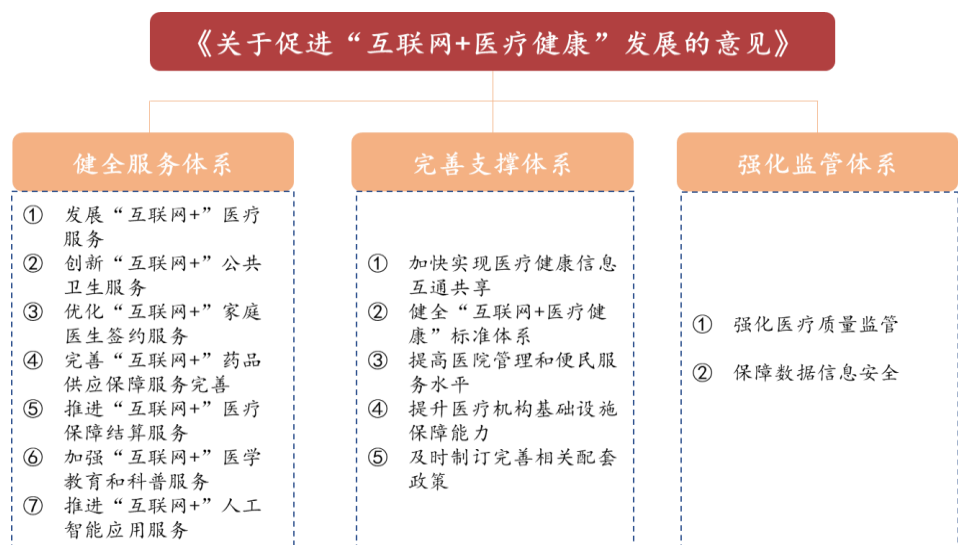
来源: 医信邦、特小号、国联证券研究所

3. “4+1”布局打造公司中长期成长极

3.1. “4+1”完善互联网医疗战略

由于传统医疗服务无法有效满足广大患者乃至医生的需求即存在需求对接问题,所以在某些程度上能够缓解这一情况的互联网医疗近年在国内兴起。同时,国家也颁布了一系列政策促进互联网医疗的发展,其中2018年4月国务院办公厅发布的《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》具有里程碑的意义(以正式文件的形式从健全服务体系、完善支撑体系、强化监管体系三方面对互联网医疗提出了具体的指导意见)。

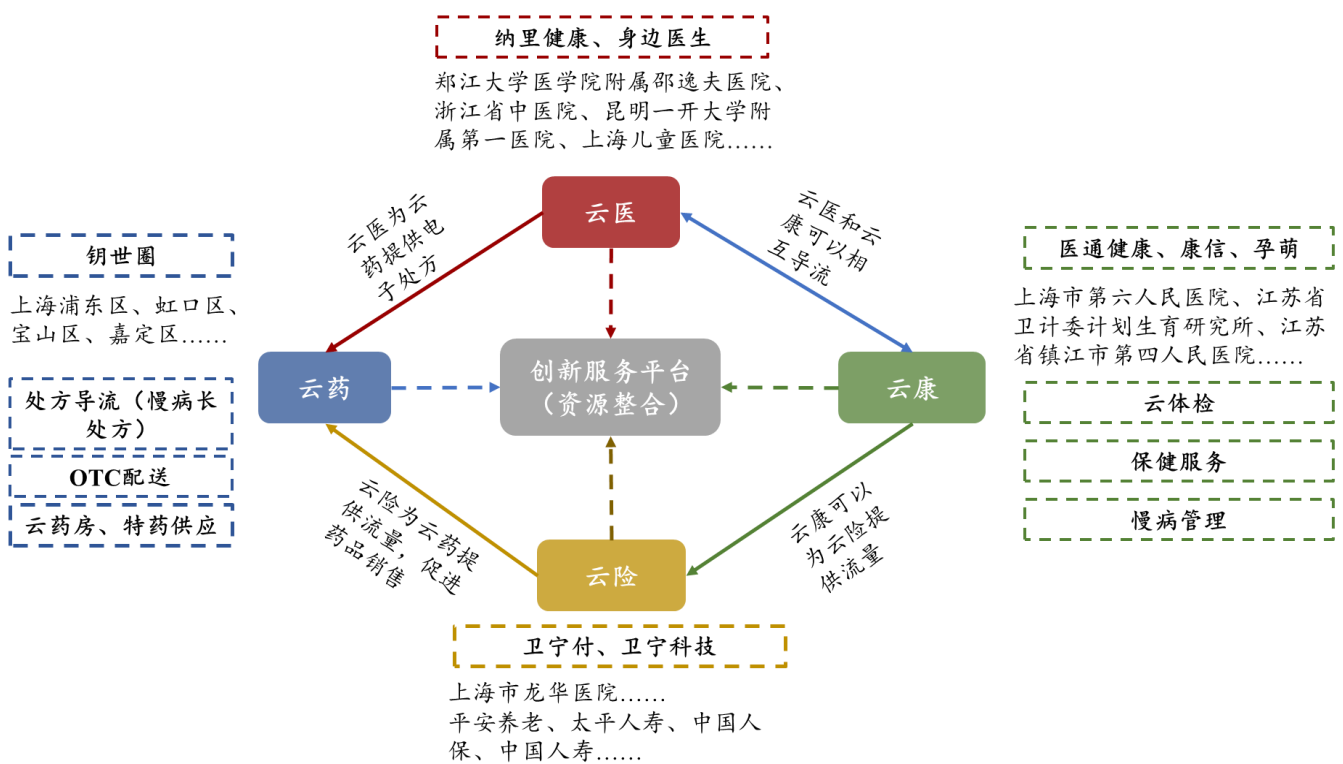
图表 18: 《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》



来源: 国务院、国联证券研究所

“4+1”业务互相促进协调发展。公司抢先在互联网医疗服务领域进行布局，于2016年正式提出了双轮驱动战略，确立了“4+1”的发展路径，云医、云药、云险、云康以及创新服务平台形成了有机的循环体系，四朵云和创新服务平台有效进行资源交换、相互补充，共同促进公司创新业务良性发展。具体来看：云医连接了众多的医院和医生以及患者，能够为云康的健康管理服务带去流量，同时能够为云药提供外流的处方；云药一方面依赖电子处方共享平台接收来自云医流出的处方，另一方面和保险机构合作推出新险种为药店带去流量；云险能够为云药带去流量，同时能够帮助保险机构对接云医的医院客户；云康则可以为云医和云险带去用户流量。

图表 19：公司“4+1”业务互相促进协调发展



来源：公司公告、国联证券研究所

3.2. 模式探索逐步成熟，有望迈入收获期

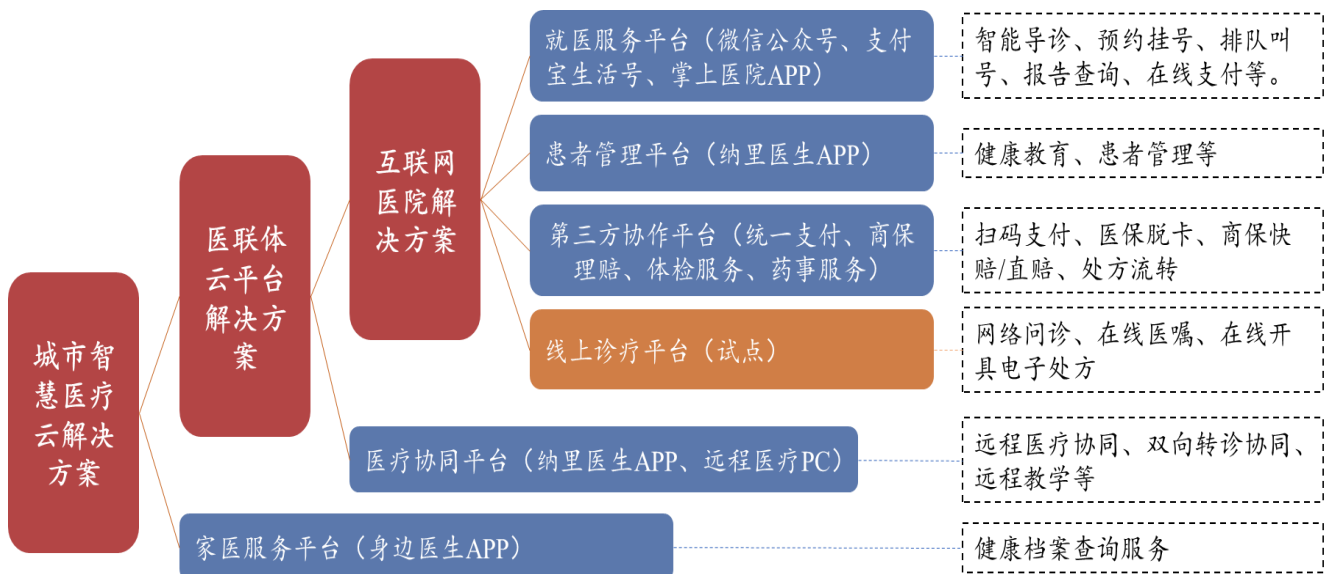
➤ 云医板块

公司互联网+健康战略版图中的云医业务主要是由公司旗下的纳里健康负责（纳里健康是公司的控股孙公司，卫宁健康和卫宁互联网各占 7.5%、62.5%股权）。纳里健康科技有限公司成立于 2009 年，公司核心团队长期深耕医疗领域，不断探索互联网信息服务在医疗领域的专业化应用，致力于成为专业的云医疗服务商。

纳里健康提出了“互联网+医院联盟+医生”的创新服务模式，促进多方共赢，并

据此发展了面向单体医院的互联网医院解决方案、面向医联体和医疗集团的医联体云平台解决方案和面向区域的城市智慧医疗健康云解决方案。同时，云医利用移动互联网运用 O2O 的方式面向 C 端用户提供如分级诊疗、家庭医生签约等新服务，主要依靠微信公众号及 APP 的形式在患者和医生/医院之间建立连接。

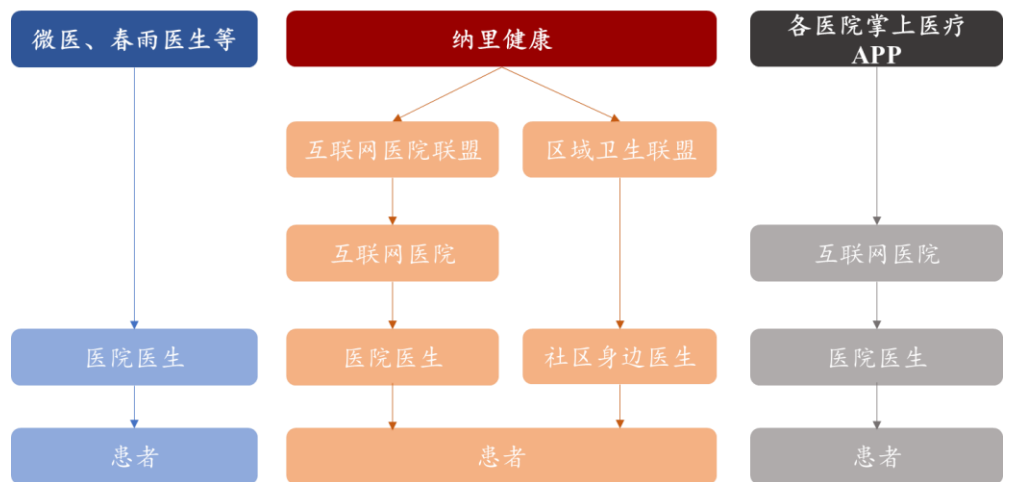
图表 20：公司云医解决方案



来源：公司公告、国联证券研究所

与其他竞争产品相比，公司云医板块的业务模式有竞争力。在互联网+医疗业务模式方面，目前市场上主要的有三种：①是以微医、春雨医生为代表，绕开医院将医院医生和患者都汇聚到自身的平台中来；②是以各医院掌上 APP 为代表，能够对单个医院进行部分业务的互联网化；③是以卫宁健康为代表：在互联网医院方面，云医平台能够在医疗联盟建设下促进分级诊疗、医联体有效推进，同时将医院业务互联网化后在自身医院医生和患者之间建立良好联系；在区域卫生领域，能够利用区域卫生平台为慢性病患者或者有特殊医疗需求的患者对接社区医生，从而由社区医生提供私人家庭医生服务。总体来说，公司的业务模式一方面能够帮助医院进行互联网化，同时不绕过医院，减少推进的阻力；另一方面能够积极响应国家政策通过医联体以及区域卫生平台的建设推进分级诊疗、远程医疗的进程。

图表 21：竞争产品互联网+医疗模式对比



来源：网络资料、国联证券研究所

截至到 2018 年上半年，公司布局医疗机构及医联体的“纳里健康”云平台业务覆盖至全国 24 个省、直辖市及自治区，对接医疗机构超过 1800 家，注册医生超过 20 多万名，服务患者超 1 亿人次。布局基层卫生服务的“身边医生”已在上海、深圳、北京、江苏、武汉、南宁等地覆盖的基层卫生机构超过 1200 家，通过不断创新服务模式，努力提高医院、医生的价值，为社会创造更便捷、优质的健康服务产品。

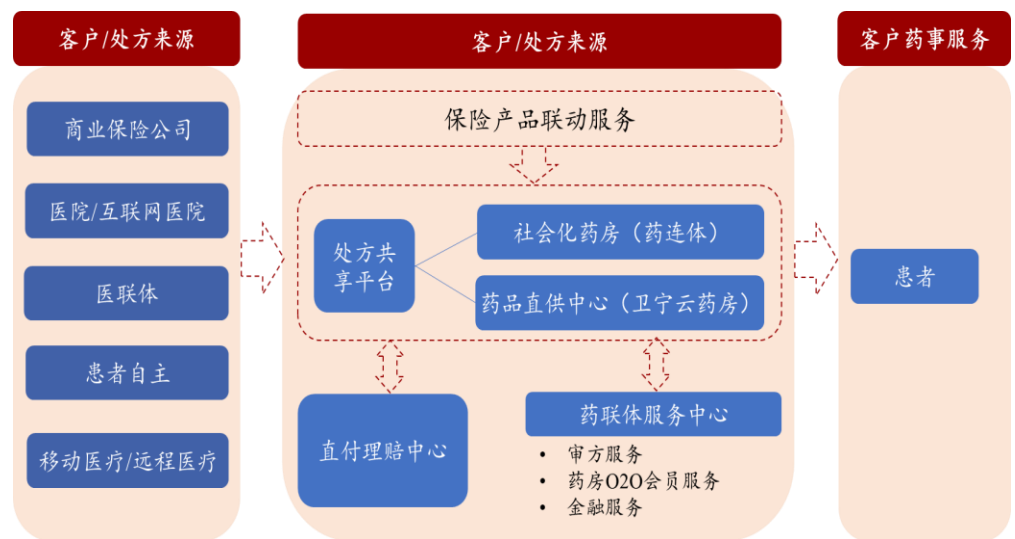
纳里健康目前主要盈利模式为收取复诊咨询费用分成以及处方流转费用。在问诊/复诊收费方面，患者可以通过患者管理平台与医生对接，医生则利用课余时间进行复诊收费，在产生的诊疗费用中平台进行相应比例的分成。在电子处方流转方面，从医院电子病历系统中流出的电子处方，系统建设方可以根据处方金额比例或者按处方流出数量收费。这两种模式都具有规模优势，系统建设是一次性的，但后续的费用收取是永续的，且随着接入的医院和患者的数量增多以及处方流出数量的增加，这部分收入将较为可观。

➤ 云药板块

公司的云药业务主要依赖于旗下的钥世圈平台进行运营。钥世圈从成立至今均致力于搭建保险在院外的在线理赔体系，伴随医药分家进入深水区，公司着力协同药厂与保险公司构建新的合作体系，在股权上引入国药健康（卫宁健康和国药健康分别持股 34.61%、21.28%）加快发展步伐。

钥世圈践行“保险”+“处方”双驱动。公司依托卫宁健康和国药健康两大股东支持，一方面建立处方共享平台，将医院流出的处方和零售药店进行对接，同时开展药品直递服务，另一方面和保险机构合作设计新险种为零售药店带去流量，并开展商保的在线支付理赔服务。

图表 22：钥世圈主要商业模式



来源：公司官网、国联证券研究所

截止 2018 年上半年，钥世圈合作药房逾 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（截止 2017 年底该数据为 25 亿元），平台整体交易额近 3.5 亿元（截止 2017 年底该数据为 2.5 亿元）；同时与上海、黑龙江、江苏、浙江等多个地方区域、多家医院签了处方流转合作推进战略协议。

钥世圈目前主要的收入来源包括为药房导流的分成和药品的直递服务收入。钥世圈对接保险机构和药店，和保险机构合作新险种扩大投保人群，同时将保险用户的购药导向院外药房，当保险用户在药店购药时，钥世圈根据交易金额抽成；同时，钥世圈在重庆有药品仓库，从药厂购药后直递给患者赚取药品的价差。后续钥世圈还可以和诸如蚂蚁金服这样的金融机构合作为零售药店提供融资服务，盈利半径将进一步扩大。

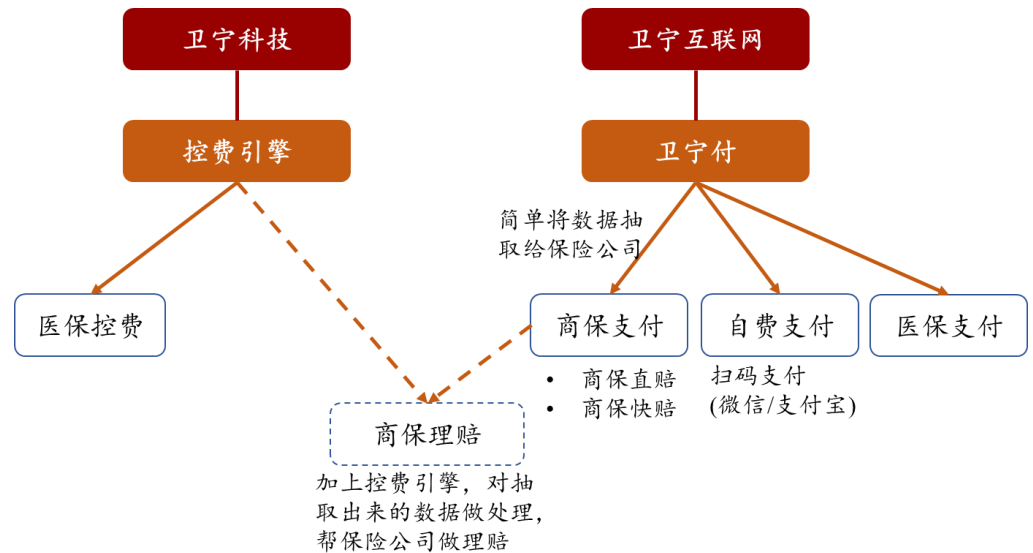
➤ 云险板块

公司的云险业务主要依靠旗下的卫宁科技和卫宁互联网公司完成。云险以医疗支付为主线构建统一支付平台以及保险风控体系为核心，为客户打造统一多方支付渠道的支付服务（医保+商保+自费）、商保快速理赔的数字化理赔服务以及企业年金的保险升级服务。

目前，卫宁科技和卫宁互联网的主要产品分别为控费引擎、卫宁付产品。卫宁付主要是帮助医院实现医保、商保和自费的支付方式，其中商保支付主要分为直赔和快赔（由于直赔系统对医院原有的信息化系统改造较大，所以快赔方式采用较多；卫宁付和商保的对接主要是将病人理赔信息提取出来后交给保险公司），自费方式最新支持扫码支付；控费引擎一方面可以帮助医院进行医保控费，另一方面可以和卫宁付结

合利用医疗知识信息库为保险公司做理赔服务。

图表 23：云险主要包含的产品及业务



来源：公司公告、国联证券研究所

公司积极拓展“互联网+支付”业务，自 2017 年投入运营后，已在上海、贵州、安徽、江苏、重庆、广西、四川、广东、湖北、天津、浙江、湖南、青海、内蒙古、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 50 亿元，交易笔数超过 3200 万笔。同时，主要定位为商保公司及医保部门提供保险智能风控和数据+AI 服务的卫宁科技，业务拓展也在持续推进，为后续快速发展奠定了基础。

云险目前的主要盈利模式为扫码支付初装费和流量费以及商保系统的初装费和流量费。在扫码支付方面，医院一般会支付 15-25 万的初装费（帮助医院开通扫码支付的接口），后续还会针对支付流量按比例收取返佣费（费率在 0.1%-0.2%之间）；在商保系统方面，公司首先为医院安装商保系统，进而利用该系统对接保险公司并为其提供病人的理赔信息，一个保险公司接入一家医院的商保系统需要支付初装费，后续根据理赔流量收取相应数额的流量费。

➤ 云康板块

云康业务主要依托于公司的参股公司，将实现线上线下一体化的居民保健+慢病管理+就医导医+体检服务，针对不同患者人群提供定向性健康管理服务。其中，公司参股的上海好医通健康信息咨询有限公司布局“互联网+体检”，已连接 1300 多家医院及体检中心，年体检服务超过 30 万人次，服务过的企业客户超过 6000 家。

目前，好医通的盈利模式主要为导流费。好医通将 C 端的流量成功导入对应的医院或体检中心收取对应的导流费。

➤ 模式逐渐成熟，盈利值得期待

根据公司年报披露的数据，承载公司创新业务的主要公司在营收和利润等财务指标方面均有所好转，营收逐步扩大，亏损幅度逐步收窄。

图表 24：公司创新业务与运营主体营收及利润情况

百万元	2016A	2017H1	2017A	2018H1
卫宁科技				
营收	4.73	2.93	8.83	3.24
净利润	-24.85	-18.20	-44.76	-22.00
卫宁互联网				
营收		5.69		30.25
净利润		-16.19		-11.09
钥世圈				
营收	5.96	9.45	34.77	28.36
净利润	-9.80	-7.75	-12.56	-3.20

来源：wind、国联证券研究所

基于公司创新业务的模式逐渐成熟，其市场空间也渐渐被打开，我们假设公司的医院客户为 5000 家，并以此为基准进行测算（其中钥世圈、卫宁科技、好医通不并表，对公司的影响体现在投资收益科目），根据测算结果，如果创新业务进展顺畅将会对公司的业绩起到较大的增厚作用。

图表 25：公司创新业务空间测算

创新业务 承载公司	持股比例	并表 与否	盈利模式	收入空间乐观测算
卫宁 互联网	70%	并表	卫宁付初装费 支付返佣费	公司有近 5000 家医院客户，50% 装商保系统，初装费 20 万，总收入 5 亿。 假设每家医院每月返佣 1 万，5000 家医院，每年返佣收入 6 亿。
纳里健康	70%	并表	问诊费分成 处方流转费	假设问诊 50 元/次，公司分 10% 为 5 元/次。假设每家医院每年贡献收入 13 万，5000 家医院每年收入 6.5 亿。 根据 2017 年卫生事业健康公报，每家医院年诊疗人次平均为 11 万次，假设每张处方 5 元，2 次诊疗开一次处方，5000 家医院，收入 13.75 亿元。
钥世圈	34.6%	不并表	药房导流费	按照控盘保费 30 亿每年 15% 增长（5 年后为 60 亿），假设导流费 5%，则收入为 3 亿元。
卫宁科技	50%	不并表	控费引擎	假设每套 50 万元，5000 家医院，收入可达到 25 亿元。
好医通	12.4%	不并表	体检导流费	假设导流费 2%，体检费每人 300 元，全国 4.52 亿体检总人次（《2018 年中国健康体检行业市场前景研究报告》），好医通市占率达到 1%，收入即可达到 2700 万。

来源：公司公告、国联证券研究所

4. 盈利预测与估值

➤ 盈利预测

假设:①在医疗信息化高景气度的带动下,公司作为医疗信息化巨头将充分受益,故公司的软件销售业务以及与之相匹配的硬件销售业务和技术服务都将处于稳步增长态势;②出于谨慎原因,公司的营收预测不考虑创新业务的收入。

图表 26: 公司各业务营收预测

百万元	2016 A	2017 A	2018E	2019E	2020E
软件销售	545.96	651.96	827.99	1084.67	1442.61
yoy	30.78%	19.42%	27%	31%	33%
毛利率(%)	65.81%	65.82%	62%	61.00%	60%
硬件销售	229.92	352.67	405.57	498.85	623.56
yoy	8.09%	53.39%	15%	23%	25%
毛利率(%)	15.80%	17.81%	15%	15%	15%
技术服务	178.60	198.23	336.99	454.94	568.67
yoy	45.24%	10.99%	70%	35%	25%
毛利率(%)	69.06%	69.06%	67%	66%	65%
其他业务		0.89	2	2	2
毛利率(%)		35.97%	40%	40%	40%
总计	954.48	1,203.75	1,572.55	2,040.46	2,636.84
yoy	26.73%	26.12%	30.64%	29.75%	29.23%
毛利率(%)	54.37%	52.27%	50.92%	50.85%	50.42%

来源: wind、国联证券研究所

基于以上预测,我们预计公司 2018-2020 年公司营收分别为 15.72、20.40、26.37 亿元,同比增长分别为 30.6%、29.8%、29.2%;分别实现归母净利润 3.08、4.06、5.28 亿元,同比增长分别为 34.63%、31.62%以及 30.12%。

➤ 可比估值

我们选取了国内可比公司(创业软件、万达信息、麦迪科技、仁科技作、中国软件和泛微网络)和国外可比公司(NextGen Healthcare、MCKESSON、CERNER、HMS Holdings、ALLSCRIPTS)分别进行估值对比。卫宁健康 2018-2020 年 EPS 分别为 0.19、0.25、0.33 元,对应 11 月 9 日收盘价 PE 分别为 70.24、53.36、41.01 倍。从估值上面来看,虽然卫宁健康目前的估值相比国内公司来说较高,但对比国外公司来说仍然处于较低位置。我们认为公司是医疗信息化的领军企业,且互联网+医疗业务模式已经理顺,有望为公司带来中长期成长空间,维持“推荐”评级。

图表 27：国内公司可比估值表（2018-11-12）

证券代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
300451	创业软件	19.88	96.51	0.43	0.53	0.63	46.23	37.51	31.56
300168	万达信息	11.73	128.97	0.34	0.52	0.69	34.50	22.56	17.00
603990	麦迪科技	30.53	24.62	0.8	1.05	1.37	38.16	29.08	22.28
300550	和仁科技	45.09	37.52	0.57	0.87	1.22	79.11	51.83	36.96
600536	中国软件	26	128.59	0.28	0.36	0.5	92.86	72.22	52.00
603039	泛微网络	69.3	71.05	1.12	1.5	2.04	61.88	46.20	33.97
平均							58.79	43.23	32.29
300253	卫宁健康	13.40	216.59	0.19	0.25	0.33	70.24	53.36	41.01

来源：wind、国联证券研究所

图表 28：国外公司可比估值表（2018-11-12）

证券代码	公司简称	股价 (美元)	总市值 (亿美元)	市盈率 (TTM)	公司主营业务
NXGN.O	NextGen Healthcare	15.66	10.13	418.47	公司主要从事医疗保健系统的开发。
MCK.N	MCKESSON	130.81	255.57	216.59	公司是全球领先的供给、信息和保健管理产品及服务供应商，提供包括制药业务及解决方案、医疗手术部分及解决方案以及保健医疗科技技术。
CERN.O	CERNER	57.57	189.69	22.71	公司是一家医疗信息技术解决方案、服务、设备和硬件供应商，是美国医院第四大电子病历供货商。
HMSY.O	HMS Holdings	37.04	31.08	88.50	公司是一家专门提供各项费用遏制及收益补救讯息的公司，服务对象包括医疗保健机构及付款机构。
MDRX.O	ALLSCRIPTS	10.52	18.38	842.73	公司是一家为医院、卫生纪委部门提供临床、人口健康、托管服务等解决方案的 IT 服务商。
平均				317.80	

来源：wind、国联证券研究所

5. 风险提示

- 1) 医疗信息化行业竞争激烈；
- 2) 创新业务拓展不及预期。

图表 29：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	405.65	302.00	310.94	454.22	598.26	营业收入	954.47	1,203.7	1,572.5	2,040.4	2,636.8
应收账款+票据	808.46	1,089.6	1,383.2	1,805.5	2,290.0	营业成本	435.50	574.61	771.78	1,002.9	1,307.3
预付账款	13.74	22.47	27.32	38.44	48.71	营业税金及附加	12.88	16.18	21.23	27.55	35.60
存货	91.83	100.40	156.86	183.11	260.04	营业费用	135.18	155.83	212.29	271.38	342.79
其他	7.21	15.63	15.63	15.63	15.63	管理费用	181.19	225.89	283.06	365.24	466.72
流动资产合计	1,326.8	1,530.1	1,894.0	2,496.9	3,212.6	财务费用	6.24	3.94	2.10	-3.28	-4.56
长期股权投资	508.84	544.11	544.11	544.11	544.11	资产减值损失	44.49	48.07	50.00	50.00	50.00
固定资产	65.64	371.31	379.34	290.60	201.86	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	453.51	96.77	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-17.92	-18.62	0.00	0.00	0.00
无形资产	28.62	95.35	213.02	203.69	194.35	其他	0.00	96.87	120.00	135.00	160.00
其他非流动资产	716.71	838.37	703.88	696.39	689.68	营业利润	121.07	257.48	352.09	461.65	598.99
非流动资产合计	1,773.3	1,945.9	1,840.3	1,734.7	1,630.0	营业外净收益	462.40	-1.26	0.00	0.00	0.00
资产总计	3,100.2	3,476.0	3,734.3	4,231.7	4,842.6	利润总额	583.47	256.22	352.09	461.65	598.99
短期借款	240.00	190.00	0.00	0.00	0.00	所得税	58.00	26.48	38.73	50.78	65.89
应付账款+票据	168.27	206.76	307.75	360.86	386.17	净利润	525.48	229.74	313.36	410.86	533.10
其他	240.12	389.31	423.29	456.73	509.23	少数股东损益	6.86	0.70	5.00	5.00	5.00
流动负债合计	648.39	786.07	731.04	817.59	895.40	归属于母公司净利润	518.62	229.04	308.36	405.86	528.10
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	36.47	18.24	18.24	18.24	18.24						
其他	9.25	12.73	12.73	12.73	12.73						
非流动负债合计	45.72	30.97	30.97	30.97	30.97						
负债合计	694.11	817.04	762.01	848.56	926.37						
少数股东权益	67.50	62.86	67.86	72.86	77.86						
股本	824.92	1,607.5	1,617.7	1,617.7	1,617.7						
资本公积	895.21	195.07	184.90	184.90	184.90						
留存收益	619.11	793.46	1,101.8	1,507.6	2,035.7						
股东权益合计	2,406.7	2,658.9	2,972.3	3,383.2	3,916.3						
负债和股东权益总	3,100.8	3,476.0	3,734.3	4,231.7	4,842.6						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	146.84	249.07	313.36	410.87	533.10
折旧摊销	16.74	27.10	55.57	55.57	54.79
财务费用	9.90	8.49	1.69	-3.83	-5.26
存货减少	-47.66	-12.06	-56.46	-26.25	-76.93
营运资金变动	-93.47	-246.44	-163.53	-346.89	-416.92
其它	108.36	53.95	50.00	50.00	50.00
经营活动现金流	140.70	80.11	200.62	139.46	138.78
资本支出	334.56	161.66	0.00	0.00	0.00
长期投资	319.40	93.74	0.00	0.00	0.00
其他	18.18	6.35	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-635.78	-249.06	0.00	0.00	0.00
债权融资	89.99	-50.00	-190.00	0.00	0.00
股权融资	893.67	224.42	0.00	0.00	0.00
其他	-112.38	-122.06	-1.69	3.83	5.26
筹资活动现金流	871.28	52.36	-191.69	3.83	5.26
现金净增加额	376.21	-116.59	8.93	143.28	144.04

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	26.73%	26.12%	30.64%	29.75%	29.23%
EBIT	282.18	-55.91%	36.15%	29.41%	29.68%
EBITDA	252.86	-52.66%	42.66%	25.42%	26.32%
归属于母公司净利	26.07%	-55.84%	34.63%	31.62%	30.12%
获利能力					
毛利率	54.37%	52.27%	50.92%	50.85%	50.42%
净利率	55.05%	19.09%	19.93%	20.14%	20.22%
ROE	22.17%	8.82%	10.62%	12.26%	13.76%
ROIC	42.40%	10.66%	12.57%	15.34%	17.79%
偿债能力					
资产负债	22.39%	23.51%	20.41%	20.05%	19.13%
流动比率	2.05	1.95	2.59	3.05	3.59
速动比率	1.89	1.80	2.35	2.81	3.28
营运能力					
应收账款周转率	1.32	1.25	1.27	1.28	1.29
存货周转率	4.74	5.72	4.92	5.48	5.03
总资产周转率	0.31	0.35	0.42	0.48	0.54
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.14	0.19	0.25	0.33
每股经营现金流	0.09	0.05	0.12	0.09	0.09
每股净资产	1.45	1.61	1.80	2.05	2.37
估值比率					
市盈率	41.76	94.56	70.24	53.36	41.01
市净率	9.26	8.34	7.46	6.54	5.64
EV/EBITDA	18.00	74.76	52.35	41.56	32.78
EV/EBIT	18.51	82.55	60.57	46.61	35.81

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810