



## 强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
卫宁健康	300253.SZ	10.15	买入
创业慧康	300451.SZ	17.27	买入
万达信息	300168.SZ	10.21	买入

资料来源：万得，中银国际证券  
以2019年1月31日当地货币收市价为标准

# “演化”系列医疗信息化 专题报告之一

## 医疗信息化还有多大配置价值？

2018年卫健委发布改善医疗服务行动、电子病历和DRGs相关政策，包括医院诊疗和卫健行政两端在内的信息化“新需求”将快速释放。本文对市场空间催化和主要厂商竞争优势进行了全定量分析，详细测算了新需求产生的市场增量(三年为373亿)，相对2018年161亿的市场规模弹性高达232%。同时，区域平台、智慧医院和EMR子系统是增量最大的子系统。卫宁健康、创业慧康和万达信息等企业在相关领域目前处于领先地位。

### 支撑评级的要点

- 新需求产生的市场增量规模为373亿。按照卫健委《关于印发进一步改善医疗服务行动计划(2018—2020年)的通知》及考核指标，以及电子病历(EMR)和按疾病诊断相关分组(DRGs)等政策，对涉及信息化系统建设与升级的部分，基于中性预期，计算得三年内新需求市场规模为373亿。
- 2018年市场规模为161亿，2019年新需求带动的行业增速有望达77%，市场显著低估。平均两种估算方法后得到2018年市场规模约为161亿，三年新需求市场相对于2018年弹性约232%。按平均值估算，2019年行业或有77%的额外增长(如按保守估计，行业额外增速也超36%)。
- 区域平台、智慧医院和EMR等大容量细分领域中卫宁、创业和万达是优势企业。(1)在各子系统市场中，大容量细分领域的领先企业有望超过行业增速。计算显示区域平台、智慧医院和电子病历等是空间靠前的子系统市场。(2)根据我们对2018年已发布的新需求相关招标项目统计，卫宁健康、创业慧康、万达信息在上述子市场中的中标能力较强。(3)从布局完善性角度看，这三家企业也处于较领先的位置。龙头企业有望保持行业一致的增速，从重点公司2019年的一致性预期来看，三家公司营收增速在20-35%之间，我们认为新需求增速的影响可能被市场显著低估，医疗信息化行业极具配置价值。

### 评级面临的主要风险

- 政府财政投入不及预期；创新业务竞争恶化；数据代表性偏差。

### 重点推荐

- 行业高增速是参与厂商高速发展的保障，因此强烈推荐医疗信息化行业2019年的投资机会。重点标的推荐卫宁健康(云业务创新的龙头厂商)、创业慧康(新需求市场占优的大数据平台商)和万达信息(智慧城市业务为基础的医疗平台运营商)。关注和仁科技。

### 相关研究报告

《计算机行业周报(1.21-1.27)》20190127  
《计算机行业点评》20190124  
《计算机行业周报(1.14-1.20)》20190119

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

\*孙业亮为本报告重要贡献者



## 目录

<b>政策改善拉高行业弹性，市场具有长远机会 .....</b>	<b>4</b>
2018 年医疗信息化走势如虹 .....	4
政策催化医疗端+卫健行政端新需求 .....	4
新需求增厚市场空间超 370 亿，2019 年弹性或超 7 成 .....	6
<b>区域平台、智慧医院和 EMR 容量大，优势厂商将领航成长 .....</b>	<b>12</b>
区域平台、智慧医院、EMR、远程平台是优势领域 .....	12
卫宁、创业、万达等在大容量细分领域中领先 .....	13
<b>业务布局完整性验证龙头机会 .....</b>	<b>16</b>
业务布局完善度有效反映业务增长基础 .....	16
以卫宁、创业为例看过往成长对 19 年高增长态势的影响 .....	17
<b>投资建议 .....</b>	<b>18</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>19</b>
卫宁健康 .....	21
创业慧康 .....	23
万达信息 .....	25



## 图表目录

图表 1. 2018 年行业领先者行情走势 .....	4
图表 2. 《考核指标》对医院诊疗机构 IT 建设的要求 .....	5
图表 3. 《考核指标》对卫健行政机构 IT 建设的要求 .....	5
图表 4. 8 家相关上市公司 .....	6
图表 5. 典型子系统中标项目金额 .....	7
图表 6. 子系统平均金额设定 (单位: 万) .....	7
图表 7. 三种不同假设的渗透率 .....	8
图表 8. 全国二三级医院及行政区划数量 .....	8
图表 9. 2018 年市场规模量测算方法 .....	9
图表 10. 新需求市场规模测算数值 (单位: 万) .....	9
图表 11. 2018 年市场规模量测算方法 .....	10
图表 12. 8 家相关上市公司 2018 年营收判定值 (单位: 亿元) ....	10
图表 13. IDC 对医疗 IT 市场总规模规模预测 (单位: 百万元) .....	11
图表 14. 2018 年市场份额测算 .....	11
图表 15. 测算的市场增量中各领域份额 (万元) 及占比 (100%) .....	12
图表 16. IDC 对医疗 IT 解决方案市场规模统计预测 .....	13
图表 17. 2018-2020 年传统口径细分领域市场规模 (百万元) 及占比 .....	13
图表 18. 2018 年上市公司中标金额 (万元) 及占比 (100%) .....	14
图表 19. 中标统计数据中子系统金额 (万元) 及占比 (100%) ....	14
图表 20. 8 家公司在子系统中标的中标份额排名 .....	14
图表 21. 2018 年上市公司在各子系统订单占比 .....	15
图表 22. 大容量领域内优势厂商排名 .....	15
图表 23. 各公司在细分领域布局及覆盖医院客户数 .....	16
图表 24. 业务布局排名与医院客户覆盖数量成正相关 .....	17
图表 25. 2018 年单季度营收同比增加明显 .....	17
图表 26. 卫宁、和仁营收单季度同比增速更加明显 .....	17
附录图表 27. 报告中提及上市公司估值表 .....	20

## 政策改善拉高行业弹性，市场具有长远机会

### 2018 年医疗信息化走势如虹

医疗信息化是 2018 年计算机行业中整体增长较好的子板块，相关上市公司估值普遍高于行业平均水平。因此，市场对医疗信息化后续空间、增速和细分领域筛选等方面的认知存在分歧。本文主要解答这些问题。

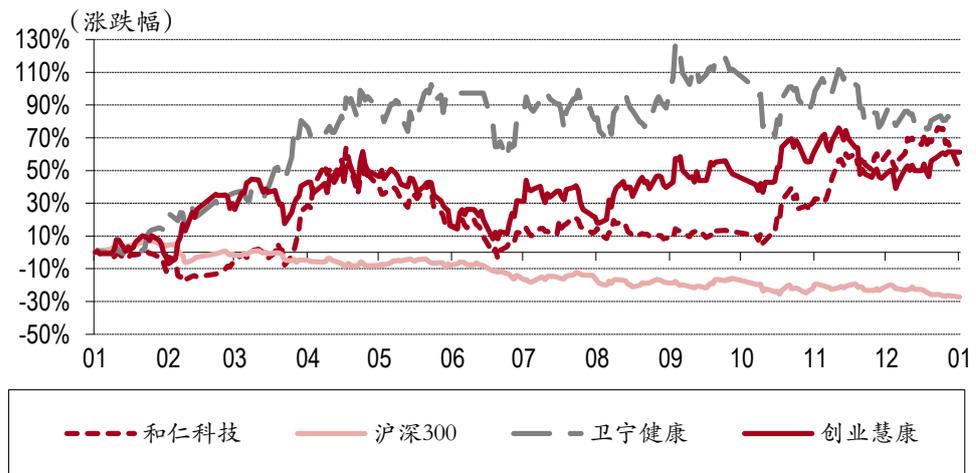
- 1、市场增量：政策为行业市场带来多大增量？
- 2、行业增速：2018 年市场规模会是多少？市场产生增量相对于原市场规模的弹性有多大？
- 3、标的选择：以上结果如何影响产业链上相关上市公司的价值判断？

### 2018 年市场行情简要回顾

回顾 2018 年，医疗 IT 行业是计算机行业中表现较为出色的细分板块。2018 年度，上证综指，深证成指，计算机指数（中信）下跌幅度分别为-25.5%、-35.2%、-25.36%。

其中，卫宁健康、创业慧康及和仁科技等龙头企业领跑，年度涨幅分别达 85.8%、77.6%、67.51%，在全 A 股市场（剔除次新股 2017 年 1 月 1 日后上市）中涨幅分别位居第一、第四、第六。

图表 1. 2018 年行业领先者行情走势



资料来源：万得，中银国际证券

板块在 2018 年表现出色的主要原因是政策细化后的需求端订单加快释放。2018 年受《电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）》、《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》等细化政策的催化，行业下游需求放量，医院诊疗端订单释放节奏加快。

### 政策催化医疗端+卫健行政端新需求

2018 年 1 月卫健委针对医疗机构和卫健行政机构分别发布《关于印发进一步改善医疗服务行动计划（2018—2020 年）的通知》（以下简称《计划》），并于 11 月下发《进一步改善医疗服务行动计划（2018—2020 年）考核指标》（以下简称《考核指标》）。《计划》和《考核指标》对三年内出现的原有业务系统的升级（如电子病历评级达标要求）和新型服务形态（如智慧医院、智能医疗辅助、药房自动化等）做出了细化的规定。

图表 2. 《考核指标》对医院诊疗机构 IT 建设的要求

分类	主要指标	涉及的 IT 系统
预约诊疗制度	预约诊疗率：三级医院预约诊疗率≥50%得满分；住院患者分时预约检查率；门诊患者分时预约就诊率；门诊预约诊疗时间间隔；其他预约服务：提供各类预约服务（通过医联体内基层机构预约、预约本院住院床位、预约本院日间手术）	预约诊疗系统平台
远程医疗制度	远程服务：为基层医疗机构或者患者提供远程服务（远程会诊、远程影像、远程超声、远程心电图、远程病理、远程查房、远程监护、远程培训、远程健康监测、远程健康教育）	省级远程医疗平台，远程影像、检测系统等
智慧医院	信息技术预约：有利用新信息技术（手机 APP、微信、网站等）进行预约服务，2 种及以上形式得满分；1 种得 60% 分，未有不得分	手机 App 开发、网站系统维护
	信息技术支付：门诊：移动支付且一站式支付的得 1 分，仅移动支付或仅一站式支付得 0.6 分；非移动支付且非一站式支付不得分；住院：提供床旁结算服务加 1 分	移动支付系统接入、POS 机
	信息技术提醒：有利用新信息技术（手机 APP、微信、网站等）进行提示服务，2 种及以上形式得满分；1 种得 60% 分，未有不得分	手机 App 开发、网站系统维护
	自助查询服务：提供查询设备得基础分 1.2 分，在此基础上有打印加 0.3 分，有电话查询加 0.3 分，有网络查询加 0.3 分，有网络信息推送加 0.3 分，所加分不得超过指标总分 2 分	自助查询设备
	信息化建设：住院病人与门诊病人均有电子病历得 1 分，仅住院病人或门诊病人有电子病历得 0.6 分，住院和门诊病人均无电子病历不得分；在此基础上，电子病历应用分级达 4 级以上得 1 分，未达 4 级不得分（电子病历分级依据最新版国家电子病历系统功能应用水平评价方法及标准）	电子病历（升级达标）
大数据利用：有利用大数据信息技术开展以下服务（医疗质量控制、规范诊疗行为、评估合理用药、优化服务流程、调配医疗资源）	内部质控系统	
智能技术及可穿戴设备：有智能导医分诊服务系统得 1 分，未有不得分；有开展其他智能服务（智能医学影像识别、患者生命体征集中监测、可穿戴设备远程监测/指导），有 2 项以上得 1 分，有 1 项得 0.6 分，未有不得分	智能影像分析系统	
药房自动化设备：有配备药房自动化设备得满分，未配备不得分	药房自动化系统及设备	

资料来源：卫健委，中银国际证券

图表 3. 《考核指标》对卫健行政机构 IT 建设的要求

分类	主要指标	涉及的 IT 系统
预约诊疗制度	平台预约：具备预约功能且覆盖超 80% 的三级公立医院得满分，覆盖 60%—80% 的得 2 分，覆盖 40%—59% 的得 1 分，覆盖 40% 以下的不得分	省级预约平台，地县市预约平台新建并接入
检查检验结果互认制度	平台信息共享功能：区域内信息化平台具备医学影像、医学检验、病理检查等资料和信息共享功能，未有不得分	区域信息化平台
急诊急救服务	平台院前急救信息共享功能：区域内信息化平台具备患者信息院前急救院内共享功能，未有不得分	区域信息共享平台

资料来源：卫健委，中银国际证券

由上表可以看出，上述政策催生的信息系统新需求（以下简称“新需求”）主要为成：（1）**医院诊疗端**，包括预约诊疗系统（含省-地市-县区诊疗预约网站平台、手机 App、网站系统、移动支付系统接口）、远程医疗系统（含远程影像、远程检测、多平台会诊系统）、自助服务及查询系统（软硬一体化设备为主）、智慧医院系统（含大数据内部质控系统、智能穿戴设备物联网、药房自动化设备）等子系统；（2）**卫健行政端**，包括预约诊疗平台、区域信息化平台（含院前急救信息共享系统）等子系统。

同时，在《三年规划》之外，2018 年 12 月，国家卫计委医保局发文《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》，提出“在部分城市启动按 DRGs（按疾病诊断相关分组）付费试点”。

在最新的《电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）》评分要求中，电子病历系统随之升级扩容，算为最新需求。

因此以下一并 DRGs 和电子病历两个子系统列在“新需求”（医院诊疗端）范畴内进行讨论。



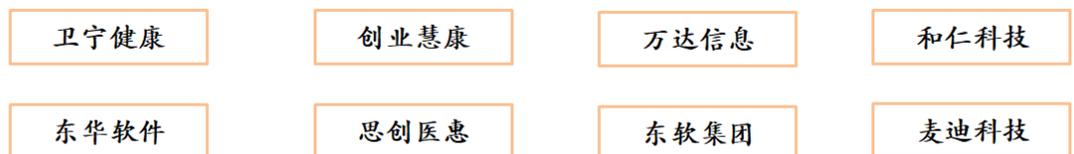
## 新需求增厚市场空间超 370 亿，2019 年弹性或超 7 成

### 测算方法说明

我们首先估测新需求产生的市场增量，以及相对于 2018 年市场规模的弹性。具体计算方法如下：

- 1、 计算各子系统的市场规模，将其加总即为新需求带动的整体市场空间；
- 2、 2018 年市场规模：(1) 根据 8 家相关上市公司 2017 年医疗信息化领域的营收，及 IDC 给出的 2017 年市场规模，计算得到 8 家公司的市场份额；(2) 假设整体营收份额和医疗 IT 营收份额在 2018 年大体保持不变，并通过万得一致性预测数据，计算 8 家公司 2018 年医疗 IT 收入，从而测算 2018 年医疗信息化市场规模；(3) 综合该市场规模计算结果和 IDC 给出的 2018 年市场规模预测数据，计算平均值，得到 2018 年市场规模估测结果。

图表 4.8 家相关上市公司



资料来源：卫健委，中银国际证券

### (A) 计算新需求市场规模为 373 亿

首先，我们列出最终计算结果以供参考：新需求产生的医院诊疗端市场增量为 332 亿，卫健行政端市场增量为 41 亿，整体为 373 亿。

关键假设和参数：

- 1、 项目单价：各个子系统的平均单价通过中国采招网中标项目采样后求平均价格得到。见



图表 5。

- 2、渗透率：根据乐观、中性、保守三种假设给予建设主体不同的渗透率。见图表 6。
- 3、已完成平台建设：区域卫生信息化平台和远程医疗平台的市场空间包括新平台建设和老平台升级改。根据国家卫健委数据，截止到 2018 年 6 月已经有 22 个省建立省级远程医疗平台，因此省级远程医疗平台包含 22 省级平台升级改造和剩余 9 个省级平台新建设。



图表 5. 典型子系统中标项目金额

新需求	项目	金额 (万)
基层区域医疗 (信息共享、统一预约诊疗)	基层区域医疗信息平台 (智慧健康项目建设)	374
	黄梅县全民健康信息化建设项目	323
	北京市朝阳区区属公立医院管理平台项目	418
手机 APP 及网站网站维护	母子健康手册软件及 app 项目 A	15
	上海市精神卫生中心严重精神障碍家庭管理 APP 建设项目	59
	卫生信息网站建设及维护项目——杭州市卫生计生委门户网站维护服务	10
远程医疗	远程会诊平台采购项目	174
	多学科远程诊断平台采购项目	48
	远程医疗信息平台政府采购项目	248
	面向患者端的自助、预约、支付整合系统项目	95
	银医自助软硬件及服务采购项目	55
智慧医院 (大数据利用、自助服务及查询、含软硬件一体化)	自助服务平台智能监管及设备升级项目	245
	智慧医院平台建设软硬件系统	3512
	四川省内江市第二人民医院智慧医院信息化建设 (一期) 项目 (第二次)	1186
	基于大数据的智能医院建设项目	14736
	物联网智慧护理管理系统采购	80
电子病历升级	智慧监督、智慧睡眠项目	30
	移动医疗及物联网维护服务项目	76
	创建五级电子病历和互联互通四甲信息化服务项目	550
	电子病历五级与三甲评审信息化采购项目	385
	门诊电子病历及住院电子病历项目	68
DRGs	DRGs 医疗服务绩效评价软件项目	55
	DRGs 建设项目	64
	DRGs 医保控费评价系统项目	159

资料来源: 中国采招网, 中银国际证券

图表 6. 子系统平均金额设定 (单位: 万)

新需求	项目	新建金额 (万)	改造金额 (万)	接入金额 (万)
基层区域医疗	省级平台	500	100	
	地市级平台	300	50	
	县区级平台	200	30	
	三级医院			50
远程医疗	二级医院			20
	省级平台	3000	500	
	三级医院			100
智慧医院 (大数据利用, 自助服务及查询, 含软硬件一体化)	二级医院			50
	整体项目	1000		
电子病历升级	单体项目	200		
	三级		200	
	二级		50	
DRGs	三级	70		
	二级	40		

资料来源: 中银国际证券



由于部分指标为非硬性指标，因此我们给予乐观、中性和保守三种渗透率假设，见图表 7。

图表 7. 三种不同假设的渗透率

细分领域	项目	乐观假设	中性假设	保守假设
基层区域医疗	省级平台	改造率 100%	改造率 100%	改造率 50%
	地市级平台	新建率 100%	新建率 50%	改造率 50%
	县区级平台	新建率 100%	新建率 50%	改造率 50%
	三级医院	渗透率 100%	渗透率 100%	渗透率 50%
	二级医院	渗透率 100%	渗透率 50%	渗透率 50%
远程医疗	省级平台	22 省升级替换 9 省全部新建	11 省升级替换 9 省新建率 50%	无系统升级替换 9 省新建率 50%
	三级医院	渗透率 100%	渗透率 100%	渗透率 50%
	二级医院	渗透率 100%	渗透率 50%	渗透率 50%
智慧医院（大数据利用，自助服务及查询，含软硬件一体化）	三级医院	整体项目 渗透率 100%	整体项目 渗透率 50%	
	二级医院	单体项目 渗透率 100%		单体项目 渗透率 50%
电子病历升级	三级	渗透率 100%	渗透率 100%	渗透率 50%
	二级	渗透率 100%	渗透率 50%	渗透率 50%
DRGs	三级	渗透率 100%	渗透率 100%	渗透率 50%
	二级	渗透率 100%	渗透率 50%	渗透率 50%

资料来源：中银国际证券

根据国家卫健委 2018 年 11 月份统计月报，全国二、三级医院数量分别为 8806、2498 家；

根据国务院行政区划统计，2017 年底全国共有 33 省、自治区、直辖市、334 个地级行政区、2851 个县级行政区，测算时省级行政区数量为 31（暂不含港澳台）。见图表 8。

图表 8. 全国二三级医院及行政区划数量

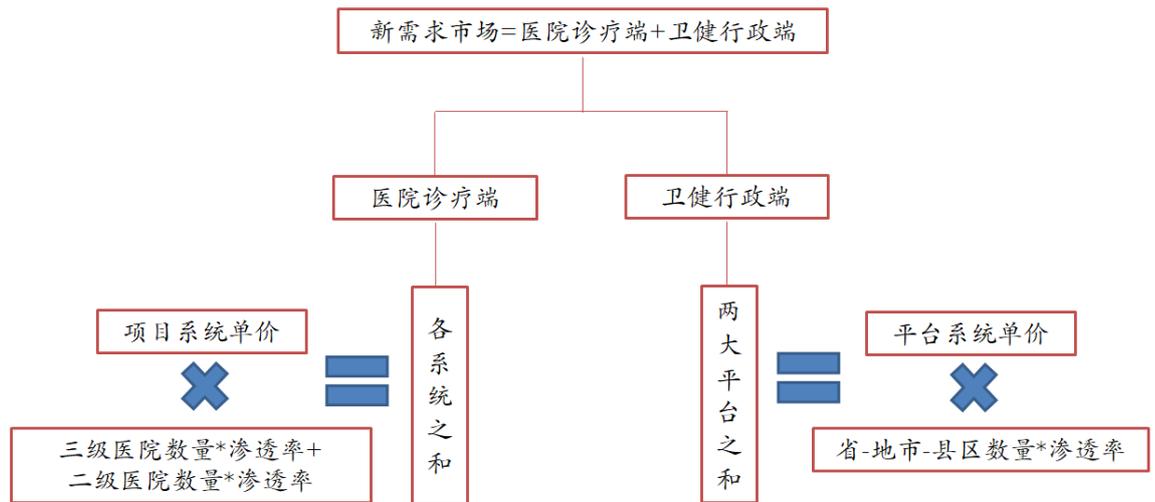
项目	数量
三级医院	2498
二级医院	8806
省级平台	31（暂不含港澳台）
地市级平台	334
县区级平台	2851

资料来源：国务院、国家卫健委，中银国际证券

#### 测算方法：

基于以上假设和参数，新需求市场的计算方法概括如下图所示。其中，在项目单价和不同渗透率的基础上，以二、三级医院数和省、地、县行政区划数为基数，测算子系统市场规模，并最终得到整体市场空间。见图表 9。

图表 9. 2018 年市场规模量测算方法



资料来源：卫健委，中银国际证券

**计算结果：**

按上述方法测算，新需求在三种不同渗透率假设下，催生的市场空间分别为 176 亿（保守）、373 亿（中性）和 774 亿（乐观）。下面我们基于中性假设继续分析，即政策带动约 373 亿新需求的增量市场。

图表 10. 新需求市场规模测算数值（单位：万）

假设	乐观		中性		保守	
	医院诊疗端	卫健行政端	医院诊疗端	卫健行政端	医院诊疗端	卫健行政端
区域平台	616,420	673,500	528,360	386,075	308,210	103,780
远程医疗	690,100	38,000	469,950	24,500	345,050	27,000
电子病历	939,900		719,750		469,950	
智慧医院	4,259,200		1,249,000		240,600	
DRGs	527,100		350,980		263,550	
合计（万）		7,744,220		3,728,615		1,758,140

资料来源：卫健委，中银国际证券

**(B) 计算 2018 年市场规模为 161 亿**

下面我们测算 2018 年市场规模空间。首先根据上市公司的医疗 IT 收入来预测 2018 年市场规模，然后结合 IDC 预测数据，取两者平均值为 2018 年市场规模。

**1、以上市公司医疗 IT 收入为基础测算的 2018 年市场规模为 158 亿**

**关键建设：**

- (1) 上市公司 2017 年单季收入占比与 2018 年有相似性，因此可用 2017 年前三季度占比去推算 2018 年前三季度收入占比，从而预测得到 2018 年全年营收值；
- (2) 万得对 2018 年收入的一致预测具有较好参考价值；
- (3) 上市公司 2017 年全年的医疗 IT 收入占比可以映射到 2018 年。

**测算方法：**

图表 11. 2018 年市场规模量测算方法



资料来源：万得，中银国际证券

注：括号内为数据来源

测算过程：

(1) 2018 年上市公司的整体营收值 N：梳理医疗 IT 行业 8 家最具代表性的上市公司（卫宁健康、创业慧康、和仁科技、东华软件、东软集团、万达信息、麦迪科技、思创医惠）营收数据，并取万得一致预测收入的均值 F，利用 2018 年前三季度营收按照 2017 年同比配比得到 2018 年营收测算值 G，则 2018 年上市公司整体营收值  $N = (F+G) / 2$ ；

(2) 根据 2017 年报梳理 8 家公司 2017 年医疗 IT 业务在整体营收中的占比为 M，计算得到每家公司 2018 年医疗 IT 业务收入为  $X=M*N$ ，那么上市公司 2018 年医疗 IT 业务收入之和为 **72.61 亿**。见图 12。

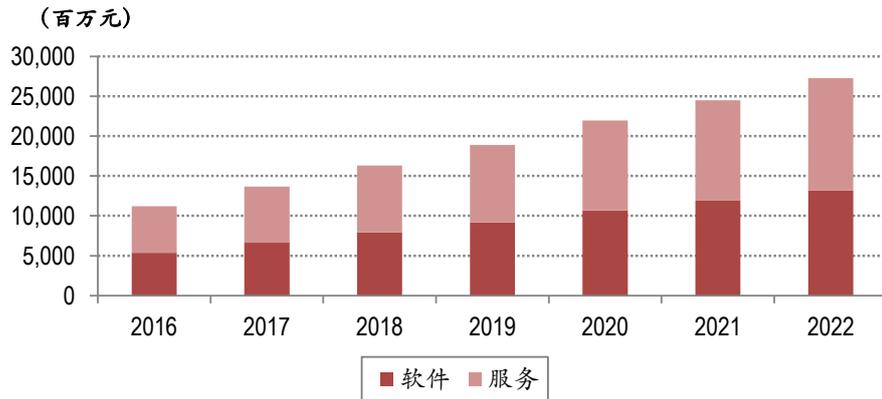
图表 12. 8 家相关上市公司 2018 年营收判定值（单位：亿元）

公司	2018 年收入 (一致性预测)	2018 年营收测算值	2018 年营收	2017 年医疗 IT 业务营收占比	2018 年医疗 IT 业务收入
卫宁健康	16.00	16.15	16.08	100%	16.08
创业慧康	14.18	12.15	13.17	52%	6.85
和仁科技	3.67	3.64	3.65	100%	3.65
东华软件	82.06	86.46	84.26	15%	12.60
东软集团	77.28	72.24	74.76	22.6%	16.90
万达信息	28.65	27.57	28.11	32%	9.00
思创医惠	13.30	13.27	13.28	37%	4.91
麦迪科技	-	2.59	2.59	100%	2.59
总计	-	-	-	-	72.61

资料来源：万得，各公司年报，中银国际证券

(3) 计算上市公司医疗 IT 收入在整个市场上的份额：8 家上市公司 2017 年医疗 IT 业务收入为 62.4 亿（见图 13），使用 IDC 统计的 2017 年医疗 IT 市场规模数据为 136 亿（见图 12），测算得出 2017 年上市公司在医疗 IT 市场份额为  $62.4/136=45.8\%$ 。见图 13 图 14。

图表 13. IDC 对医疗 IT 市场总规模规模预测 (单位: 百万元)



资料来源: IDC, 中银国际证券

图表 14. 2018 年市场份额测算

公司	2017 年营收 (亿)	2017 年医疗 IT 收入 (亿)	2017 年医疗 IT 营收占比
卫宁健康	12.04	12.04	100%
创业慧康	11.53	6.00	52%
和仁科技	2.76	2.76	100%
东华软件	72.90	10.94	15%
东软集团	71.31	16.12	22.6%
万达信息	24.15	7.73	32%
思创医惠	11.12	4.12	37%
麦迪科技	2.69	2.69	100%
总计	-	62.38	-

资料来源: 万得, IDC, 中银国际证券

(4) 由此可以测算出 2018 年市场规模为  $72.61/45.8\%=158$  亿元。如图 12 所示, IDC 对 2018 年医疗信息化软件及服务市场规模的预计是 163 亿元, 取两者平均值得到 2018 年市场规模约为 161 亿元。

### (C) 市场增量相对于 2018 年弹性空间为 232%

综合以上, 我们可知政策催化的新需求市场空间为 373 亿, 相对于 2018 年 161 亿的市场规模弹性为 232%。若按 2018-2020 年三年平均方法估算, 2019 年市场新增规模为 124 亿, 相对 2018 年的弹性达 77%, 行业空间扩容程度非常明显。若龙头企业的业绩增速和行业保持一致, 则有望达到 70% 以上的增速。参考主要上市公司的一致性预测数据, 我们认为市场和龙头企业的增速处于被低估的水平。

## 区域平台、智慧医院和 EMR 容量大，优势厂商将领航成长

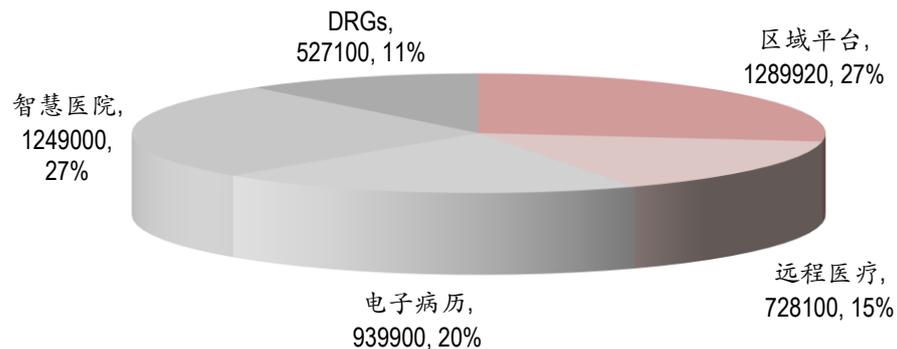
### 区域平台、智慧医院、EMR、远程平台是优势领域

前面章节的讨论让我们得出结论，市场没有对医疗信息化领域及头部企业的增速给予充分认知。接下来，我们进一步分析哪些细分领域的增速更高，从而有望帮助其中的龙头企业最终兑现预期的高增速。

我们的分析思路是：在体量较大的子系统细分市场中占据优势的公司，获得新订单的能力较强，从而兑现高增速的可能性更大。而通过 2018 年已有新需求招标项目的中标情况，可以判断哪些企业在子系统领域中拿单能力较强、占据行业领先地位。

新增量市场中应当关注区域平台、智慧医院、电子病历（EMR）扩容几大子系统。按前文所测算的，各个子系统的市场空间及占比如图表 14 所示，其中区域卫生信息平台规模 129 亿（占 27%），智慧医院规模 125 亿（占 27%），电子病历扩容升级规模 94 亿（占 20%），远程医疗系统规模 73 亿（占 15%），以及 DRGs 规模 35 亿（占 11%）。市场容量领先的是区域平台、智慧医院和 EMR 子系统。

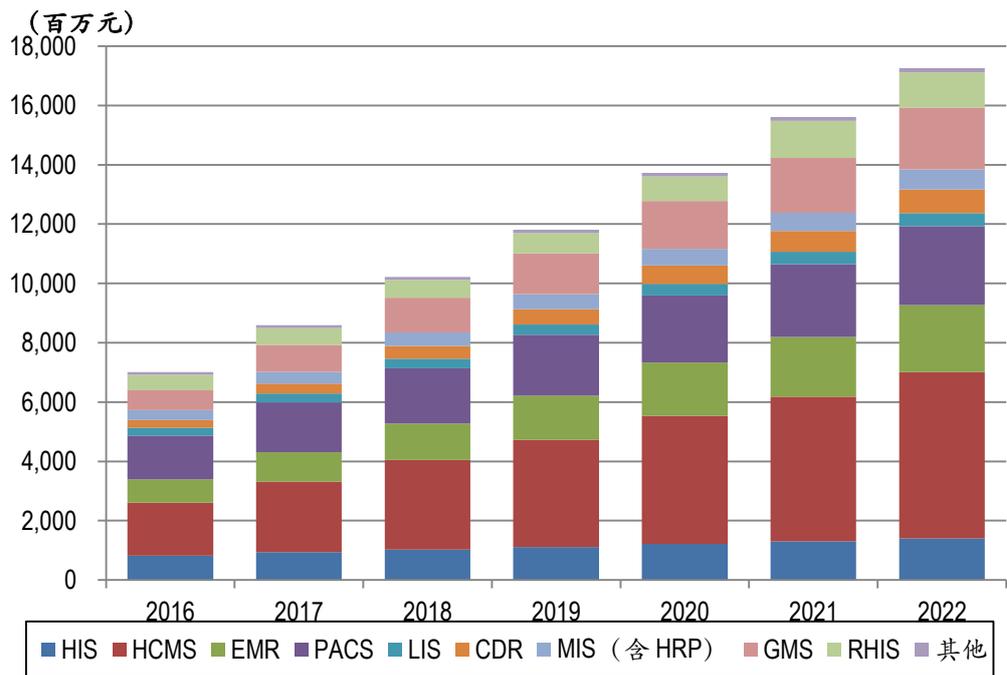
图表 15. 测算的市场增量中各领域份额（万元）及占比（100%）



资料来源：国家卫健委，中银国际证券

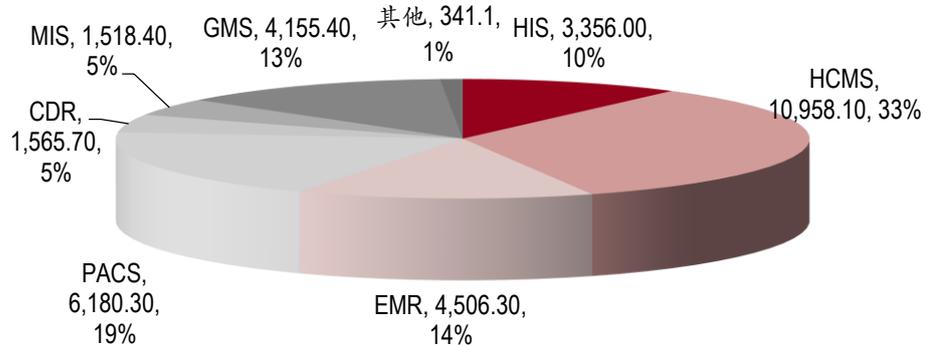
同时，IDC 在 2018 年发布的《中国医疗行业 IT 市场预测 2018-2022》报告中基于传统口径也对细分领域的市场规模给予了预测数据，我们一并引入作为参考。2018-2020 三年内医疗 IT 解决方案市场中细分领域容量较高的主要有 HCMS（规模 110 亿，占比 33%）、PACS（规模 62 亿，占比 19%）、EMR 新建（规模 45 亿，占比 14%）和 HIS（规模 34 亿，占比 10%）等。

图表 16. IDC 对医疗 IT 解决方案市场规模统计预测



资料来源: IDC, 中银国际证券

图表 17. 2018-2020 年传统口径细分领域市场规模 (百万元) 及占比



资料来源: IDC, 中银国际证券

### 卫宁、创业、万达等在大容量细分领域中领先

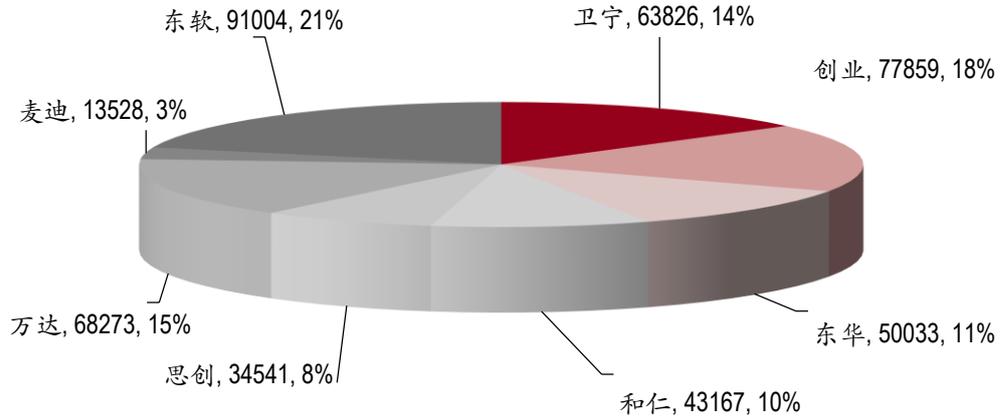
项目中标数据方面, 我们通过中国采招网对各公司 2018 年中标订单进行了梳理, 并按新需求口径和传统口径进行了分类归集, 并计算主要厂商在不同子系统的订单占比。

**统计订单占比超 60%, 分布与预测吻合, 具备良好代表性。**统计到 8 家公司共 1,605 个中标项目, 其中有公开金额的项目数量为 1,422 个, 覆盖的总金额约为 44.2 亿 (见图表 17), 占 8 家上市公司 2018 年医疗 IT 营收预测值 (72.6 亿) 的 61%。

从统计订单角度看, 区域平台、智慧医院、传统项目 (HCMS 等)、HIS 等占比较高 (见图表 18), 这也与我们前期判断的大容量细分领域排名基本吻合。其中 DRGs 相关政策于 2018 年 12 月政策催化, 预计订单将在 2019 年体现。

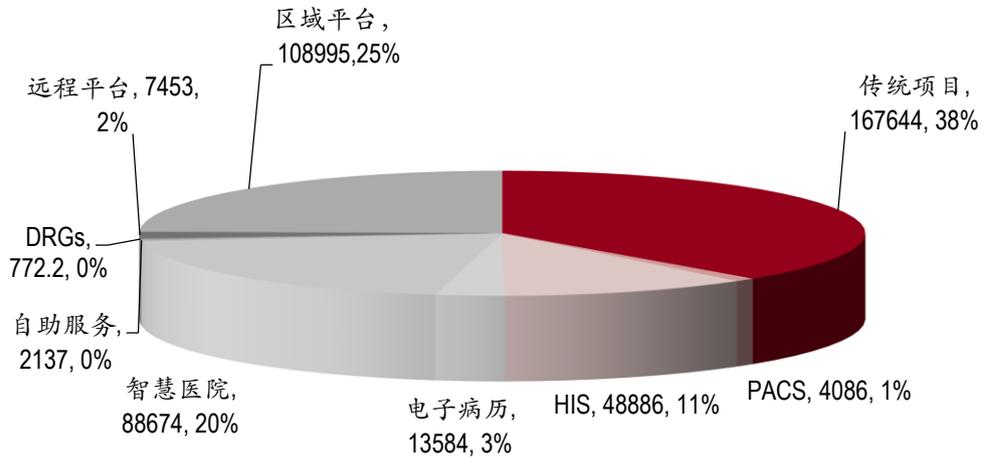
因此, 我们认为该统计数据具有良好的代表性。

图表 18. 2018 年上市公司中标金额（万元）及占比（100%）



资料来源：中国采招网，中银国际证券

图表 19. 中标统计数据中子系统金额（万元）及占比（100%）



资料来源：中国采招网，中银国际证券

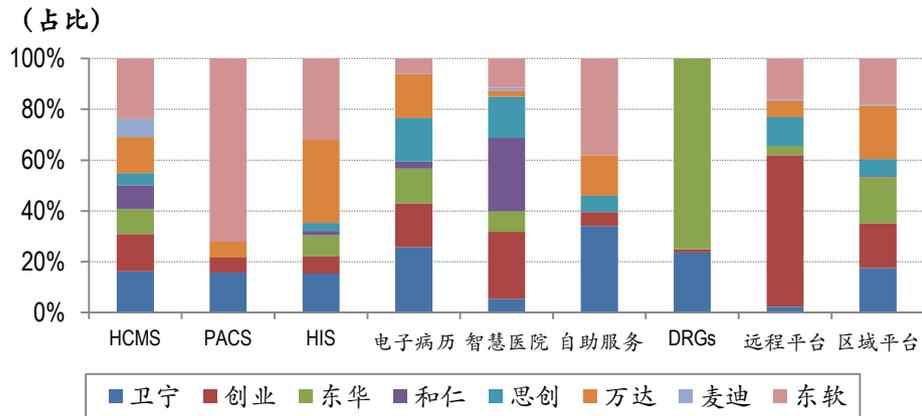
将各家公司在细分领域订单占比进行排名，2018 年各子系统领域排名情况如下：

图表 20. 8 家公司在子系统中标份额排名

分类	第一名	第二名	第三名	第四名	第五名	第六名	第七名	第八名
传统业务 (HCMS 等)	东软	卫宁	创业	万达	东华	和仁	麦迪	思创
PACS	东软	卫宁	万达	创业	东华	和仁	思创	麦迪
HIS	万达	东软	卫宁	东华	创业	思创	和仁	麦迪
电子病历扩容	卫宁	创业	思创	万达	东华	东软	和仁	麦迪
智慧医院	和仁	创业	思创	东软	东华	卫宁	万达	麦迪
自助服务	东软	东华	万达	思创	创业	东华	和仁	麦迪
DRGs	东华	卫宁	创业	和仁	思创	万达	麦迪	东软
远程平台	创业	东软	思创	万达	东华	卫宁	麦迪	和仁
区域平台	万达	东华	东软	创业	卫宁	思创	麦迪	和仁

资料来源：中国采招网，中银国际证券

图表 21. 2018 年上市公司在各子系统订单占比



资料来源：中国采招网，中银国际证券

据前期判断和订单归类情况，在大容量领域内占优厂商排名情况如下：

图表 22. 大容量领域内优势厂商排名

分类	市场规模 (亿)	第一名	第二名	第三名	第四名	第五名	第六名	第七名	第八名
区域平台	129	万达	东华	东软	创业	卫宁	思创	麦迪	和仁
智慧医院	125	和仁	创业	思创	东软	东华	卫宁	万达	麦迪
传统业务 (HCMS 等)	110	东软	卫宁	创业	万达	东华	和仁	麦迪	思创
电子病历 (扩容)	94	卫宁	创业	思创	万达	东华	东软	和仁	麦迪

资料来源：中国采招网，IDC，中银国际证券

通过以上数据我们可以看到：

- 1、**区域平台领域**：万达信息订单占比为 21%，较为领先，东华软件、东软集团、创业慧康、卫宁健康占比均在 17% 以上，实力较为接近。
- 2、**智慧医院领域**：和仁科技、创业慧康优势明显。其中和仁科技主要做大型医院，2018 年共中标 22 个订单，单体客户体量均价为 2278 万元。
- 3、**电子病历扩容领域**：卫宁健康市场份额为 26%，创业慧康、思创医惠和万达信息三家占比均在 17% 以上，实力较为接近。
- 4、**远程平台领域**：创业慧康优势明显，在 8 家中占比近 60%。
- 5、**DRGs**：东华软件优势明显，在 8 家中占比为 75%。

**区域平台和智慧医院可集成属性较明显，万达、和仁和创业优势突出。**区域平台和智慧医院多数为整包项目，可集成其他业务系统并含有部分的硬件，导致市场容量较大。万达、和仁、创业优势比较明显，但市场竞争也较为激烈。

**EMR、远程平台领域专业性较强，卫宁健康和创业慧康优势明显。**在市场增量中，电子病历和远程医疗平台建设主要集中在特定诊疗科室，专业性较强。而卫宁、创业订单占比与后来者的差距较为明显，体现两家厂商较好的专业性，在该领域也较为容易构筑壁垒，有望领航成长。

**DRGS 行业需求刚起步，未来增速有望提升。**DRGs 在 2018 年 12 月受政策催化需求开始起步，全年订单金额仅为 772 万元，其中东华软件订单占比超过 75%，我们预测 DRGs 市场规模为 35 亿，未来增速有望加快提升。

综上分析，在大容量高增速市场当中，头部企业中卫宁健康、创业慧康、万达信息等更有机会受益于新需求带来的市场增量。

## 业务布局完整性验证龙头机会

### 业务布局完善度有效反映业务增长基础

除了大容量子系统领域外，如果企业在整个新需求领域布局完善，也有机会把握整体行业的高增速，因此我们再围绕各家公司的业务布局完整性进行分析。主要从业务领域和覆盖医院客户数量两个方面讨论。

图表 23. 各公司在细分领域布局及覆盖医院客户数

典型业务领域	卫宁健康	创业慧康	东软集团	东软集团	东华软件	思创医惠	和仁科技	麦迪科技
HIS	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
HCMS	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
EMR	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
PACS	✓	✓	✓	✓				
CIS	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
RHIS	✓	✓	✓	✓				
MIS	✓	✓	✓	✓			✓	✓
GMS	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
预约诊疗平台	✓	✓	✓	✓		✓	✓	
远程医疗平台	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
DRGs	✓	✓			✓			
药品流通采购	✓	✓	✓	✓	✓			
医疗行业云	✓	✓	✓	✓	✓			
智能医疗辅助	✓	✓	✓	✓		✓	✓	
<b>医院客户数</b>	<b>6000</b>	<b>6000</b>	<b>5000</b>	<b>5000</b>	<b>2000</b>	<b>1500</b>	<b>300</b>	<b>1300</b>

资料来源：各公司公告及官网，中银国际证券

注：医院客户数截止 2018H1

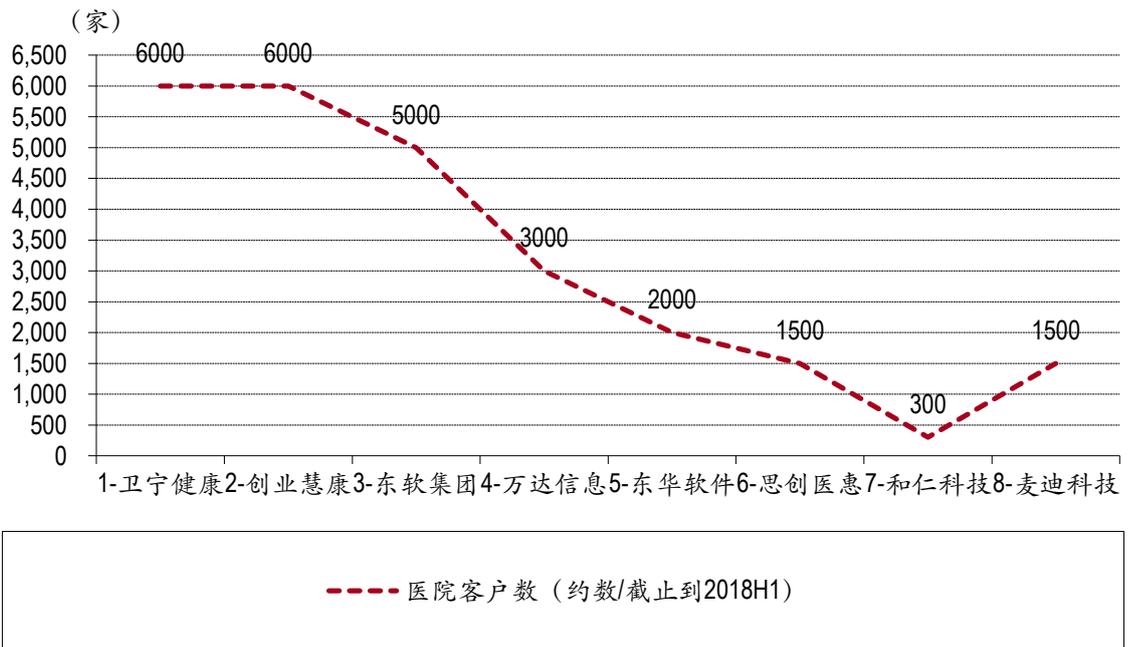
梳理上市公司在业务领域中的布局，可以发现：

- (1) 卫宁健康的业务布局已经从传统的医院诊疗端 HIS 等系统延伸到 C 端的健康保险生态、互联网医疗；
- (2) 创业慧康也从提供整体解决方案拓展到城市医疗平台建设运营（如中山市项目）；
- (3) 万达信息依托智慧城市建设参与医疗保险等多民生领域运营业务。

证明业内领先公司已经不在拘泥于卖软件系统、做单体项目收费的传统商业模式，逐渐开拓医疗行业云、城市医疗平台运营的持续收费模式。

**医院客户覆盖数可验证业务范围的大小。**如图表 24 所示，业务完善程度排名与医院客户覆盖数量成正相关（注：麦迪科技专注于麻醉手术室和临床医疗管理系统，单个客户收入金额较小而覆盖数量也较多）。

图表 24. 业务布局排名与医院客户覆盖数量成正相关



资料来源：各公司 2018 年中报，公司官网，中银国际证券

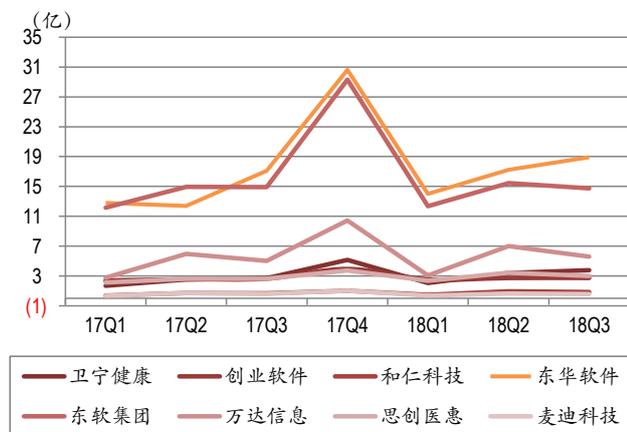
### 以卫宁、创业为例看过往成长对 19 年高增长态势的影响

我们将从 2018 年单季度营收增速来验证卫宁和创业较好的成长性。

**2018 年整体营收在提速。**以 2017-2018 年单季度为观察周期，分析 8 家上市公司单季度营收变化，发现多数公司的单季度营收基本呈现不同程度的增长态势。

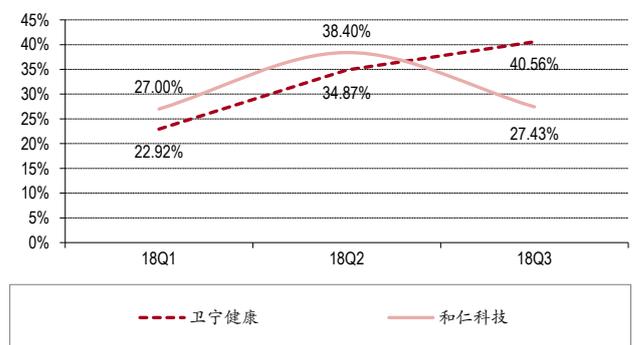
**以医疗 IT 为全部主业的卫宁健康、和仁科技，其单季度营收同比增速更快。**卫宁健康 2018 年 Q2-Q3 单季度增速分别环比增加了 10/6 个 pct，和仁科技 2018Q1-Q2 环比增加了 11 个 pct，根据业绩预告，和仁科技 2018 年业绩同增 15.49%-24.6%，其成长性得到较好验证。

图表 25. 2018 年单季度营收同比增加明显



资料来源：万得，中银国际证券

图表 26. 卫宁、和仁营收单季度同比增速更加明显



资料来源：万得，中银国际证券

**创业慧康医疗 IT 业务良好成长性也得到验证。**创业慧康医疗 IT 营收在 2017 年占比为 52%，同比增速近 25%；2018H1 医疗 IT 占比近 62%，同比高增 59%。根据业绩预告，2018 年整体业绩增速为 25.58%-37.83%，中位值为 31.7%，营收占比和业绩增速较好表现反映的良好成长性均得到验证。



## 投资建议

医疗 IT 行业下游客户主要是医院、卫健行政部门等 G 端客户，而医疗是政府民生工作的重中之重。自 2018 年卫健委改革后，医联体/医共体等组织形式涌现，电子病历升级、DRGs 等要求越来越细化，行业不断迎来扩容。行业高增速是参与厂商高速发展的保障，因此强烈推荐医疗信息化行业 2019 年的投资机会。我们看好业务布局完善，积极进行商业模式创新的专业厂商。重点推荐**卫宁健康**（云业务创新的龙头厂商）、**创业慧康**（新需求市场占优的大数据平台商）和**万达信息**（智慧城市业务为基础的医疗平台运营商）。关注**和仁科技**。



## 风险提示

### 1、政府财政投入不及预期。

考虑目前政府财政扩容压力加大，卫健医管行政端的市场容量增速可能放缓，从而压缩整体行业增长空间。

### 2、创新业务竞争加剧。

医疗云和大数据、运营平台、智能医疗辅助等创新业务模式正在逐步落地，吸引包括互联网巨头和新兴厂商介入，赛道拥挤竞争激烈化可能导致该部分增长不及预期。

### 3、数据代表性偏差。

由于采用的数据量较大，并且中国采招网等数据来源存在不完全性，数据代表性存在一定偏差将产生一定影响。

附录图表 27. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		最新每股净资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
300253.SZ	卫宁健康	买入	10.15	164.64	0.14	0.21	70.54	47.65	1.61
300451.SZ	创业慧康	买入	17.27	83.84	0.34	0.45	51.35	38.04	8.39
300168.SZ	万达信息	买入	10.21	112.25	0.32	0.26	32.24	39.42	2.46
300078.SZ	思创医惠	买入	8.18	66.09	0.16	0.256	51.13	31.95	2.55
600718.SH	东软集团	未有评级	9.88	122.75	0.86	0.38	11.49	26.35	7.18
300550.SZ	和仁科技	未有评级	44.50	36.98	0.41	0.58	108.54	76.71	6.31
002065.SZ	东华软件	未有评级	6.45	200.95	0.21	0.31	30.51	21.13	2.83
603990.SH	麦迪科技	未有评级	33.12	26.71	0.64		51.75		5.36

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 1 月 31 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



300253.SZ

买入

市场价格:人民币 10.15

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(15.9)	(18.5)	(21.0)	31.3
相对深证成指	(20.5)	(21.9)	(20.9)	64.3

发行股数(百万)	1,622
流通股(%)	81
流通股市值(人民币 百万)	13,280
3个月日均交易额(人民币 百万)	339
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
周炜	12

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2019年1月31日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机应用

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

\*孙业亮为本报告重要贡献者

# 卫宁健康

## 龙头地位不改, 估值消化后机会显现

公司作为行业领军者, 在享受传统医疗 IT 系统市场高速增长的基础上, 前期培育的云创新业务产品已经取得显著效果, 未来高速增长态势有望延续。近期估值消化与增速匹配度持续提升。首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **领军者将充分受益于高成长空间。**公司是医疗 IT 行业内的领军者, 2018 年前三季度营收为 9.24 亿, 同比增长 34%, 归母净利润为 1.93 亿, 同比增长 44%。公司 2018 年前三季度营收同比增速约为 23%/35%/41%, 保持逐季抬升态势, 佐证公司强大的拿单和项目执行能力, 在 2019 市场扩容背景下, 领军者将继续享受高成长。
- **“4+1”创新战略有望引领行业。**公司在传统主业稳定增长的基础上, 及时推出“4+1”战略(云医、云药、云险、云康+创新服务平台)。经过前期培育, 在医联体、“药联体”、支付、商保理赔、体检中心等领域取得显著效果, 其中互联网科技和纳里健康 2018H1 营收约为 2200 万, 同比高增 290%, 创新业务有望引领行业)。
- **2019 年高成长背景下投资机会仍存。**2018 年公司在 A 股市场(剔除次新股)涨幅为 85.84%, 排名第一。在 2018 年医疗 IT 市场容量尚未完全释放的情况下, 公司估值中枢整体上移至 70 倍。经过近期的估值消化, 当前估值水平已经到 50 多倍, 对应到 2019 年 PEG 有望小于 1, 长期投资机会将出现。

### 评级面临的主要风险

- 财政压力加大导致市场空间减小; 创新业务拓展不及预期。

### 估值

- 预计 2018~2020 年实现净利润分别为 3.4 亿、4.6 亿和 5.8 亿元, EPS 分别为 0.21 元、0.29 元和 0.36 元, 对应估值为 48 倍、36 倍和 28 倍, 看好公司在行业内的领先地位, 创新云业务的增长潜力巨大, 首次覆盖给予买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	954	1,204	1,565	2,098	2,835
变动(%)	27	26	30	34	35
净利润(人民币 百万)	519	229	343	460	575
全面摊薄每股收益(人民币)	0.323	0.142	0.213	0.286	0.358
变动(%)	17.4	(55.8)	49.7	34.0	25.1
全面摊薄市盈率(倍)	31.5	71.2	47.6	35.5	28.4
价格/每股现金流量(倍)	116.3	204.5	96.9	119.2	56.0
每股现金流量(人民币)	0.09	0.05	0.10	0.09	0.18
企业价值/息税折旧前利润(倍)	99.4	76.9	52.8	36.9	27.2
每股股息(人民币)	0.034	0.015	0.046	0.061	0.077
股息率(%)	0.3	0.1	0.5	0.6	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**损益表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	954	1,204	1,565	2,098	2,835
销售成本	(448)	(591)	(759)	(1,027)	(1,404)
经营费用	(344)	(403)	(504)	(642)	(857)
息税折旧前利润	162	210	302	428	574
折旧及摊销	(17)	(27)	(31)	(46)	(64)
经营利润(息税前利润)	145	183	271	382	510
净利息收入/(费用)	(6)	(4)	(0)	2	(0)
其他收益/(损失)	444	77	112	117	117
税前利润	583	256	382	501	627
所得税	(58)	(26)	(38)	(40)	(50)
少数股东权益	7	1	1	1	2
净利润	519	229	343	460	575
核心净利润	525	229	343	460	575
每股收益(人民币)	0.323	0.142	0.213	0.286	0.358
核心每股收益(人民币)	0.327	0.142	0.213	0.286	0.358
每股股息(人民币)	0.034	0.015	0.046	0.061	0.077
收入增长(%)	27	26	30	34	35
息税前利润增长(%)	43	26	48	41	33
息税折旧前利润增长(%)	36	30	43	42	34
每股收益增长(%)	17	(56)	50	34	25
核心每股收益增长(%)	19	(56)	50	34	25

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**现金流量表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	583	256	382	501	627
折旧与摊销	17	27	31	46	64
净利息费用	6	4	0	(2)	0
运营资本变动	(93)	(246)	(200)	(286)	(323)
税金	(51)	(26)	(38)	(40)	(50)
其他经营现金流	(321)	65	(6)	(82)	(26)
经营活动产生的现金流	140	80	168	137	292
购买固定资产净值	35	121	210	203	161
投资减少/增加	(216)	(41)	0	0	0
其他投资现金流	(455)	(329)	(442)	(436)	(362)
投资活动产生的现金流	(636)	(249)	(232)	(233)	(201)
净增权益	(55)	(24)	(74)	(99)	(124)
净增债务	100	(59)	(111)	97	124
支付股息	55	24	74	99	124
其他融资现金流	771	112	319	213	81
融资活动产生的现金流	871	52	208	310	204
现金变动	376	(117)	145	214	295
期初现金	227	600	482	627	840
公司自由现金流	(495)	(169)	(64)	(96)	91
权益自由现金流	(389)	(225)	(175)	(1)	215

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**资产负债表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	600	482	627	840	1,135
应收帐款	808	1,090	1,257	1,949	2,403
库存	92	100	107	200	220
其他流动资产	14	22	18	39	41
流动资产总计	1,523	1,710	2,019	3,039	3,812
固定资产	519	468	603	711	751
无形资产	101	222	267	317	374
其他长期资产	570	672	879	1,140	1,330
长期资产总计	1,191	1,363	1,748	2,168	2,455
总资产	3,347	3,712	4,224	5,429	6,338
应付帐款	168	207	258	388	490
短期债务	240	190	76	171	297
其他流动负债	421	560	474	774	802
流动负债总计	829	956	807	1,334	1,589
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	111	97	94	101	97
股本	1,608	1,608	1,608	1,608	1,608
储备	1,514	1,174	1,651	2,321	2,977
股东权益	3,122	2,781	3,259	3,929	4,585
少数股东权益	67	63	64	65	67
总负债及权益	3,347	3,712	4,224	5,429	6,338
每股帐面价值(人民币)	1.94	1.73	2.03	2.44	2.85
每股有形资产(人民币)	1.88	1.59	1.86	2.25	2.62
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.22)	(0.18)	(0.34)	(0.42)	(0.52)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	17.0	17.5	19.3	20.4	20.2
息税前利润率(%)	15.2	15.2	17.3	18.2	18.0
税前利润率(%)	61.1	21.3	24.4	23.9	22.1
净利率(%)	54.3	19.0	21.9	21.9	20.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.8	1.8	2.5	2.3	2.4
利息覆盖率(倍)	23.3	46.5	3,740.1	154.42	51,693.
净权益负债率(%)	39.1	39.6	27.7	34.8	36.4
速动比率(倍)	1.7	1.7	2.4	2.1	2.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	31.5	71.2	47.6	35.5	28.4
核心业务市盈率(倍)	31.1	71.3	47.6	35.5	28.4
市净率(倍)	5.2	5.9	5.0	4.2	3.6
价格/现金流(倍)	116.3	204.5	96.9	119.2	56.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	99.4	76.9	52.8	36.9	27.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	54.3	59.4	49.9	54.6	54.6
应收帐款周转天数	275.2	287.8	273.7	278.9	280.1
应付帐款周转天数	54.7	56.9	54.2	56.2	56.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	10.5	10.6	21.5	21.5	21.5
净资产收益率(%)	25.1	7.8	11.4	12.8	13.5
资产收益率(%)	5.1	4.7	6.1	7.3	8.0
已运用资本收益率(%)	5.6	1.8	2.7	3.0	3.2

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



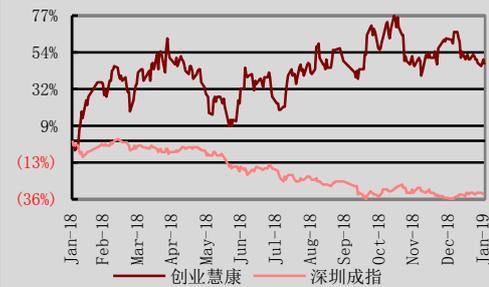
300451.SZ

买入

市场价格:人民币 17.27

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.6)	(9.8)	(6.3)	46.7
相对深证成指	(14.2)	(13.1)	(6.3)	79.6

发行股数(百万)	485
流通股(%)	71
流通股市值(人民币 百万)	5,987
3个月日均交易额(人民币 百万)	230
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
葛航	18

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2019年1月31日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机应用

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

\*孙业亮为本报告重要贡献者

## 创业慧康

### 中山平台模式有望复制, 2019年或续高增

作为医疗IT系统全方位解决方案供应商, 公司2018年业绩增速31.7% (预告中位数), 良好成长性得到验证。医疗大数据运营平台的潜力巨大, 目前已经积累海量的居民健康档案数据, 承建的中山市区域卫生平台已经进入运营服务状态, 看好模式在全国复制性。首次覆盖给予买入评级。

#### 支撑评级的要点

- **三大业务齐增长, 2019年延续高增长确定性强。** 公司有医疗IT、运营维护和创新业务三大板块, 其中医疗IT整体业务增速较快, 后两者平稳增长且潜力较大。2018年前三季度归母净利润近1.12亿, 同比高增近66%, 2018年公司预告业绩中位数为2.15亿, 同比增速为31.7%。根据中国采招网不完全统计, 2018Q4新签订单保守估计约为3亿, 为2019Q1高增长打下基础, 并且2019年行业景气度确定性较大, 2019年整体增速或将再创新高。
- **中山项目迈入运营期, 健康城市云平台模式有望复制。** 2019年中山市区域卫生平台开始进入10年的运营服务期, 该项目2大类12小类运营收入及后期的项目配套建设将成为业务新增长点, 并且在项目流量稳定的基础上, 平台可以跟人脸识别、影像AI等新产品业务打通, 在成熟的基础上中山项目有望全国复制。
- **大数据云产品规模化落地, 千万级订单频现。** 公司联合浙江大学等高校研发出“云平台+大数据应用系统”产品, 在珠海市、龙岩市等地获得千万级别订单, 呈现规模化落地趋势。公司已与400多家客户达成大数据合作意向, 未来单体量高价值的项目将会增多, 在创新业务带动下, 公司在业绩和估值方面或将迎来提升。

#### 评级面临的主要风险

- 创新业务竞争加剧; 运营项目复制进展缓慢。

#### 估值

- 预计2018~2020年归母净利润为2.2亿、2.8亿和3.6亿元, EPS分别为0.45元、0.58元和0.74元, 对应估值为38倍、30倍和23倍。看好公司行业地位与创新业务领先性, 首次覆盖给予买入评级。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	549	1,153	1,521	1,997	2,645
变动(%)	29	110	32	31	32
净利润(人民币 百万)	63	163	221	282	359
全面摊薄每股收益(人民币)	0.130	0.336	0.454	0.580	0.740
变动(%)	(81.7)	159.1	35.1	27.7	27.5
全面摊薄市盈率(倍)	133.1	51.4	38.0	29.8	23.3
价格/每股现金流量(倍)	70.5	48.1	175.8	21.9	51.8
每股现金流量(人民币)	0.25	0.36	0.10	0.79	0.33
企业价值/息税折旧前利润(倍)	213.1	45.6	30.6	23.1	17.5
每股股息(人民币)	0.050	0.050	0.073	0.099	0.133
股息率(%)	0.3	0.3	0.4	0.6	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	549	1,153	1,521	1,997	2,645
销售成本	(286)	(602)	(767)	(1,009)	(1,329)
经营费用	(225)	(373)	(506)	(668)	(895)
息税折旧前利润	38	178	249	320	421
折旧及摊销	(8)	(22)	(29)	(37)	(45)
经营利润(息税前利润)	30	156	220	282	376
净利息收入/(费用)	8	2	6	13	15
其他收益/(损失)	36	42	40	41	36
税前利润	74	201	265	337	427
所得税	(7)	(32)	(37)	(45)	(56)
少数股东权益	4	6	7	10	12
净利润	63	163	221	282	359
核心净利润	66	163	221	282	359
每股收益(人民币)	0.130	0.336	0.454	0.580	0.740
核心每股收益(人民币)	0.136	0.336	0.454	0.580	0.740
每股股息(人民币)	0.050	0.050	0.073	0.099	0.133
收入增长(%)	29	110	32	31	32
息税前利润增长(%)	(7)	422	40	29	33
息税折旧前利润增长(%)	(2)	371	39	29	32
每股收益增长(%)	(82)	159	35	28	27
核心每股收益增长(%)	(82)	146	35	28	27

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	74	201	265	337	427
折旧与摊销	8	22	29	37	45
净利息费用	(8)	(2)	(6)	(13)	(15)
运营资本变动	(10)	2	(121)	94	(223)
税金	(3)	(26)	(37)	(45)	(56)
其他经营现金流	57	(22)	(83)	(26)	(16)
经营活动产生的现金流	119	174	48	384	162
购买固定资产净值	2	17	95	109	104
投资减少/增加	(36)	(1,107)	(0)	0	0
其他投资现金流	(70)	961	(190)	(217)	(207)
投资活动产生的现金流	(104)	(130)	(95)	(108)	(104)
净增权益	(24)	(24)	(35)	(48)	(65)
净增债务	6	94	(100)	0	0
支付股息	24	24	35	48	65
其他融资现金流	(2)	(95)	557	(34)	(49)
融资活动产生的现金流	4	(1)	457	(34)	(49)
现金变动	19	43	410	241	9
期初现金	335	318	361	771	1,012
公司自由现金流	15	44	(47)	275	58
权益自由现金流	13	136	(153)	262	43

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	318	361	771	1,012	1,021
应收帐款	362	489	1,007	893	1,465
库存	44	90	103	147	173
其他流动资产	12	17	15	32	28
流动资产总计	786	988	1,958	2,131	2,733
固定资产	254	346	414	488	549
无形资产	7	23	21	19	17
其他长期资产	42	68	78	100	119
长期资产总计	303	437	513	607	685
总资产	1,133	2,699	3,732	3,981	4,640
应付帐款	108	161	281	289	411
短期债务	6	100	0	0	0
其他流动负债	242	345	579	576	807
流动负债总计	355	607	860	866	1,218
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	21	21	21	21	21
股本	485	485	485	485	485
储备	612	1,976	2,324	2,558	2,853
股东权益	1,097	2,462	2,810	3,043	3,338
少数股东权益	31	34	41	51	63
总负债及权益	1,133	2,699	3,732	3,981	4,640
每股帐面价值(人民币)	2.26	5.07	5.79	6.27	6.88
每股有形资产(人民币)	2.25	5.02	5.74	6.23	6.84
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.64)	(0.54)	(1.59)	(2.08)	(2.10)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	6.9	15.5	16.3	16.0	15.9
息税前利润率(%)	5.5	13.6	14.4	14.1	14.2
税前利润率(%)	13.5	17.4	17.4	16.9	16.2
净利率(%)	11.5	14.2	14.5	14.1	13.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.2	1.6	2.3	2.5	2.2
利息覆盖率(倍)	(4)	(81)	(38)	(21)	(24)
净权益负债率(%)	49.8	30.3	30.9	28.7	36.4
速动比率(倍)	2.1	1.5	2.2	2.3	2.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	133.1	51.4	38.0	29.8	23.3
核心业务市盈率(倍)	126.6	51.4	38.0	29.8	23.3
市净率(倍)	7.6	3.4	3.0	2.8	2.5
价格/现金流(倍)	70.5	48.1	175.8	21.9	51.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	213.1	45.6	30.6	23.1	17.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	49.1	40.7	46.0	45.2	44.0
应收帐款周转天数	206.8	134.7	179.6	173.7	162.7
应付帐款周转天数	61.4	42.6	53.1	52.1	48.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	38.6	14.9	16.0	17.0	18.0
净资产收益率(%)	7.0	9.2	8.4	9.6	11.3
资产收益率(%)	2.7	6.9	5.9	6.3	7.6
已运用资本收益率(%)	1.7	2.2	2.0	2.4	2.8

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



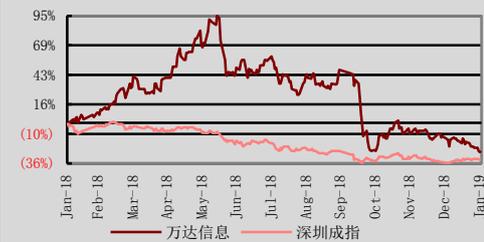
300168.SZ

买入

市场价格:人民币 10.21

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.6)	(14.8)	(2.5)	(25.2)
相对深证成指	(16.2)	(18.2)	(2.4)	7.8

发行股数(百万)	1,099
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	11,147
3个月日均交易额(人民币 百万)	293
净负债比率(%) (2019E)	27
主要股东(%)	
上海万豪投资有限公司	23

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2019年1月31日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机应用

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

\*孙业亮为本报告重要贡献者

# 万达信息

## 城市运营平台模式下医疗IT业务突围曙光在望

公司在医疗IT行业内的智慧城市综合业务发展具有独特性, 围绕医疗健康、社会保险等板块开展全方位服务, 有助于增强医疗信息化主业。我们看好公司城市运营商的商业模式。首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **2018年业绩小幅下滑, 不碍业务长期发展。**公司预告2018年净利润为2.4-2.9亿, 同比下滑10%-25%, 主要是因为主动收缩四川浩特业务规模致减少净利润0.6亿, 以及股权激励成本摊销0.3亿, 非经常损益同比下降0.35亿, 并且有部分重点项目将在2019年确认收入。若回补摊销成本及非经常损益, 2018年业绩将基本持平, 预计短期业绩波动无碍长期发展。
- **智慧城市平台业务极具特色, 云平台成为数据入口。**公司革新传统的城市项目建设模式, 以市民云为总入口, 在成都、海口、扬州、柳州等城市落地云平台产品, 市民云已经成为国内首个注册用户数过千万的公共服务类APP。公司积极向以平台运营服务为核心的模式转型, 既可带动原有软硬件业务发展, 又能培养数据变现的类互联网平台模式。
- **医疗IT业务领先优势有望进一步凸显。**医疗IT业务是公司的传统强项, 根据中国采招网数据显示, 估计2018年公司医疗IT中标订单为6.3亿左右, 同比增长约47%, 为后续业绩增长打好基础。其中, 公司在区域信息化平台、HIS系统业务占比份额较大, 在下游高景气度带动下, 医疗IT业务领先地位有望更加突出。

### 评级面临的主要风险

- 智慧城市基础业务增速放缓; 医疗信息化市场竞争加剧。

### 估值

- 预计2018~2020年实现净利润分别为2.7亿、4.0亿和4.6亿元, EPS分别为0.26元、0.39元和0.45元, 对应估值为39倍、26倍和23倍, 看好公司在智慧城市业务上的模式转变, 以此为基础发力医疗信息化业务有望率持续领先。首次覆盖给予买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	2,075	2,415	2,706	3,148	3,701
变动(%)	11	16	12	16	18
净利润(人民币 百万)	238	327	267	400	460
全面摊薄每股收益(人民币)	0.231	0.317	0.259	0.388	0.446
变动(%)	0.3	37.0	(18.2)	49.9	15.0
全面摊薄市盈率(倍)	44.2	32.2	39.4	26.3	22.9
价格/每股现金流量(倍)	91.4	(45.0)	6.5	(12.9)	7.3
每股现金流量(人民币)	0.11	(0.23)	1.58	(0.79)	1.39
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.1	23.1	20.5	15.9	13.2
每股股息(人民币)	0.030	0.038	0.061	0.091	0.105
股息率(%)	0.3	0.4	0.6	0.9	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	2,075	2,415	2,706	3,148	3,701
销售成本	(1,277)	(1,495)	(1,683)	(1,958)	(2,320)
经营费用	(338)	(360)	(440)	(450)	(577)
息税折旧前利润	460	561	584	740	804
折旧及摊销	(129)	(181)	(229)	(266)	(291)
经营利润(息税前利润)	331	380	355	474	514
净利息收入/(费用)	(98)	(118)	(100)	(75)	(48)
其他收益/(损失)	37	105	43	47	45
税前利润	270	367	298	446	511
所得税	(28)	(42)	(33)	(48)	(54)
少数股东权益	4	(2)	(2)	(2)	(3)
净利润	238	327	267	400	460
核心净利润	239	330	270	403	462
每股收益(人民币)	0.231	0.317	0.259	0.388	0.446
核心每股收益(人民币)	0.232	0.320	0.261	0.390	0.448
每股股息(人民币)	0.030	0.038	0.061	0.091	0.105
收入增长(%)	11	16	12	16	18
息税前利润增长(%)	2	15	(6)	33	8
息税折旧前利润增长(%)	13	22	4	27	9
每股收益增长(%)	0	37	(18)	50	15
核心每股收益增长(%)	(1)	38	(18)	49	15

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	270	367	298	446	511
折旧与摊销	129	181	229	266	291
净利息费用	98	118	100	75	48
运营资本变动	(287)	(650)	758	(865)	579
税金	(24)	(44)	(33)	(48)	(54)
其他经营现金流	(71)	(206)	275	(693)	60
经营活动产生的现金流	115	(234)	1,627	(819)	1,435
购买固定资产净值	215	72	201	172	145
投资减少/增加	232	43	0	0	0
其他投资现金流	(854)	(664)	(403)	(345)	(289)
投资活动产生的现金流	(408)	(549)	(201)	(172)	(145)
净增权益	(31)	(39)	(63)	(94)	(108)
净增债务	498	1,139	(818)	169	(705)
支付股息	31	39	63	94	108
其他融资现金流	(62)	696	(382)	1,165	(156)
融资活动产生的现金流	436	1,835	(1,200)	1,334	(861)
现金变动	144	1,052	226	343	430
期初现金	680	824	1,875	2,101	2,444
公司自由现金流	(293)	(783)	1,426	(991)	1,290
权益自由现金流	304	473	708	(747)	633

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	824	1,875	2,101	2,444	2,874
应收帐款	936	1,335	1,123	1,741	1,662
库存	1,033	1,266	1,198	1,773	1,723
其他流动资产	13	17	27	18	36
流动资产总计	2,837	4,802	4,707	6,238	6,570
固定资产	498	486	452	397	327
无形资产	619	692	706	674	597
其他长期资产	726	692	601	631	599
长期资产总计	1,844	1,869	1,759	1,701	1,523
总资产	6,027	8,004	7,786	9,308	9,469
应付帐款	364	443	375	620	566
短期债务	2,134	3,112	2,826	2,985	2,273
其他流动负债	689	346	913	445	1,013
流动负债总计	3,186	3,901	4,114	4,050	3,852
长期借款	380	1,161	667	667	667
其他长期负债	133	129	208	157	165
股本	1,031	1,031	1,031	1,031	1,031
储备	1,243	1,503	1,707	3,347	3,699
股东权益	2,274	2,534	2,738	4,378	4,730
少数股东权益	52	61	59	57	54
总负债及权益	6,027	8,004	7,786	9,308	9,469
每股帐面价值(人民币)	2.21	2.46	2.66	4.25	4.59
每股有形资产(人民币)	1.60	1.79	1.97	3.59	4.01
每股净负债/(现金)(人民币)	1.64	1.68	0.70	0.52	(0.58)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	22.2	23.2	21.6	23.5	21.7
息税前利润率(%)	15.9	15.7	13.1	15.1	13.9
税前利润率(%)	13.0	15.2	11.0	14.2	13.8
净利率(%)	11.5	13.5	9.9	12.7	12.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.9	1.2	1.1	1.5	1.7
利息覆盖率(倍)	3.4	3.2	3.5	6.3	10.8
净权益负债率(%)	72.7	92.4	49.7	27.2	1.4
速动比率(倍)	0.6	0.9	0.9	1.1	1.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	44.2	32.2	39.4	26.3	22.9
核心业务市盈率(倍)	44.0	31.9	39.1	26.1	22.8
市净率(倍)	4.6	4.2	3.8	2.4	2.2
价格/现金流(倍)	91.4	(45.0)	6.5	(12.9)	7.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.1	23.1	20.5	15.9	13.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	282.7	280.6	267.3	277.0	274.9
应收帐款周转天数	160.8	171.6	165.8	166.0	167.8
应付帐款周转天数	56.0	61.0	55.2	57.7	58.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	13.0	12.0	23.5	23.5	23.5
净资产收益率(%)	11.3	13.6	10.1	11.2	10.1
资产收益率(%)	5.3	4.8	4.0	4.9	4.9
已运用资本收益率(%)	1.3	1.4	1.0	1.4	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371