

# 卫宁健康(300253)深度报告之一： 战略布局清晰，业务生态完整

2019年07月04日

推荐/首次

卫宁健康 公司报告

## 报告摘要：

**商业模式：**传统业务结合创新业务，实现双轮驱动。

公司成立至今一直致力于为客户提供集研发、销售和技术服务为一体的解决方案，通过持续的技术创新，建立了传统医疗信息化业务和创新医疗信息化业务双轮驱动的业务生态，传统业务覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、健康服务等领域，创新业务则覆盖云医、云康、云险、云药四朵云。

**战略布局：“4+1”战略布局明确，合作互联网巨头优势互补**

公司创新和践行“4+1”战略（云医、云康、云险、云药+创新服务平台），与医疗服务提供者（医院、医生）、支付方（医保、商保）及药品生产、流通企业共同合作打造医疗行业新的闭环生态系统，从而真正推进三医联动，实现盈利模式由软件实施向O2O、B+B2C的拓展。2018年6月，蚂蚁金服战略入股公司，提供大数据、人工智能等技术，双方优势互补，发挥协同效应。

**增值价值：**行业环境与政策环境双重利好，营收有望维持高速增长。

我国医院现有信息管理系统普及率较低，未来医疗信息化行业景气度仍将保持，预计2019年医疗行业IT花费市场规模将达到425.3亿元。同时国家政策积极推动互联网医疗的发展，行业渗透率逐年攀升，预计互联网医疗用户规模将在2020年达到5900万人次，同时市场规模将达到7千亿元左右。

**公司盈利预测及投资评级：**公司是医疗信息化行业领军企业，医疗IT智能化移动化云化进程中有望持续领先。我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.25/0.33/0.43元，对应PE分别为58/44/34倍，给予“推荐”评级。

**风险提示：**行业竞争格局的不确定性，公司规模扩张带来的管理风险，收款及经营业绩的季节性波动风险。

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,203.76	1,438.76	1,913.23	2,502.63	3,248.74
增长率(%)	26.12%	19.52%	32.98%	30.81%	29.81%
净利润(百万元)	229.04	303.31	404.37	528.52	690.52
增长率(%)	-55.84%	32.42%	33.32%	30.70%	30.65%
净资产收益率(%)	8.82%	9.68%	11.69%	13.53%	15.43%
每股收益(元)	0.14	0.19	0.25	0.33	0.43
PE	99.72	75.65	57.59	44.06	33.72
PB	8.89	7.43	6.73	5.96	5.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

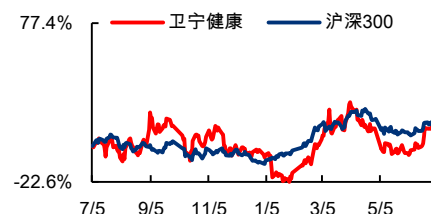
公司自成立以来一直专注于医疗健康领域，目前拥有齐备的产品服务、领先的技术体系、丰富的项目实施交付经验等，能满足不同医疗机构的需求，公司服务的医疗机构数量超6,000家，是客户行业覆盖最广的公司之一。公司依托完备的产品线，丰富的项目运作能力和突出的研发实力，在医疗信息化行业有较高的知名度和行业地位。

## 未来3-6个月重大事项提示：

## 交易数据

52周股价区间(元)	14.35-13.27
总市值(亿元)	232.89
流通市值(亿元)	188.8
总股本/流通A股(万股)	162449/131726
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.66

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：王健辉

010-66554035

wangjh\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050004

## 分析师：叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517070003

## 目录

1. 公司成长为医疗信息化领域龙头 .....	4
1.1 公司沿革 .....	4
1.2 股权结构 .....	5
1.3 业务分析 .....	5
1.4 公司的研发实力雄厚 .....	7
2. 行业高景气度有望持续带动传统业务增长 .....	8
2.1 公司传统业务表现亮眼，受益于行业高景气度 .....	8
2.2 公司客户定位明确，柔性产品化研发模式挖掘潜能 .....	9
3. 创新业务生态布局完整，前景可期 .....	11
3.1 “4+1”战略布局明确，构建闭环产业生态链 .....	11
3.2 云医、云药、云康、云险+创新服务平台 .....	11
4. 行业环境与国家政策双重利好，有望加速利润释放 .....	13
4.1 行业需求增长是必然趋势 .....	13
4.2 政策支持，互联网+医疗是未来发展方向 .....	14
5. 互联网巨头加入合作，双方优势互补 .....	15
6. 典型成功案例——卫宁云医院 .....	16
7. 可比公司估值与盈利预测比较 .....	18
8. 投资评级与投资建议 .....	18
9. 风险提示 .....	18

## 表格目录

表 1：公司 4 朵云功能 .....	6
表 2：公司“4+1”战略实施现状 .....	11
表 3：近两年国家不断推动医疗信息化领域的发展 .....	14

## 插图目录

图 1：公司不断内扩外延发展 .....	4
图 2：集团布局完整 .....	4
图 3：公司股权结构 .....	5
图 4：卫宁健康公司医疗信息化解决方案示意图 .....	5
图 5：公司营业收入及扣非归母净利润始终维持高增长水平 .....	6
图 6：2018 年公司营业收入分业务构成 .....	7
图 7：2018 年公司的毛利率分业务构成 .....	7

图 8：公司十分重视研发投入 .....	7
图 9：智慧医院业务流程.....	8
图 10：区域卫生信息平台利于构建医疗信息帝国.....	9
图 11：公司三类业务营收构成.....	9
图 12：公司三类业务毛利构成 .....	9
图 13：公司的卫生行政类客户分布 .....	10
图 14：“4+1”战略构建更具想象空间的健康产业链 .....	11
图 15：纳里健康智慧区域医共体解决方案 .....	12
图 16：卫宁付解决方案.....	12
图 17：2017-2018 年度中国医院管理信息系统实施状况.....	13
图 18：2018 年度医院信息化建设预算变化.....	13
图 19：医疗行业 IT 花费占比逐年升高 .....	13
图 20：我国卫生总费用 .....	15
图 21：互联网+医疗用户规模.....	15
图 22：阿里集团很早便涉及智慧医疗领域 .....	16
图 23：线上线下一体化模式.....	16
图 24：云医院功能要点 .....	17
图 25：可比公司估值与盈利预测比较.....	18

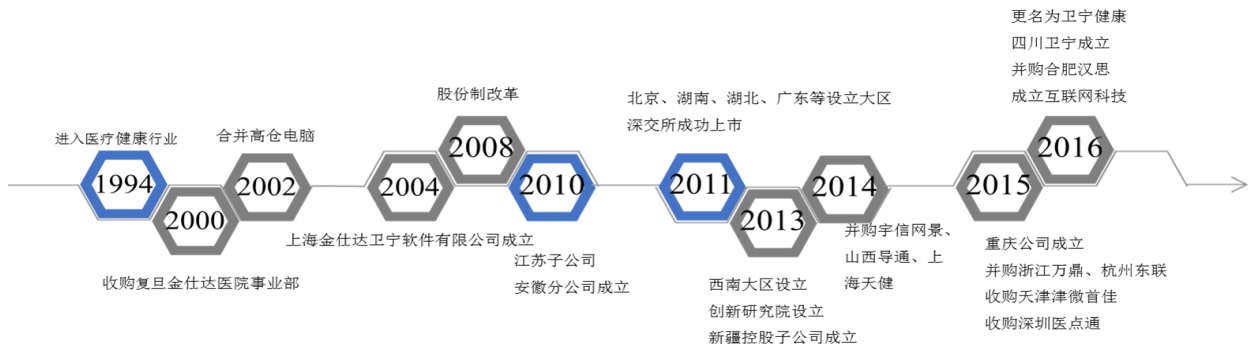
# 1. 公司成长为医疗信息化领域龙头

## 1.1 公司沿革

卫宁健康科技集团股份有限公司成立于1994年，是国内专注于医疗健康信息化的上市公司。公司自成立以来一直集研发、销售和技术服务为一体，为客户提供“一体化”的解决方案，致力于提供医疗健康卫生信息化解决方案，不断提升人们的就医体验和健康水平。通过持续的技术创新，自主研发适应不同应用场景的产品与解决方案，目前已经建立了传统医疗信息化业务和创新医疗信息化业务双轮驱动的业务体系。传统业务覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域；创新业务覆盖云医、云康、云险、云药四朵云。

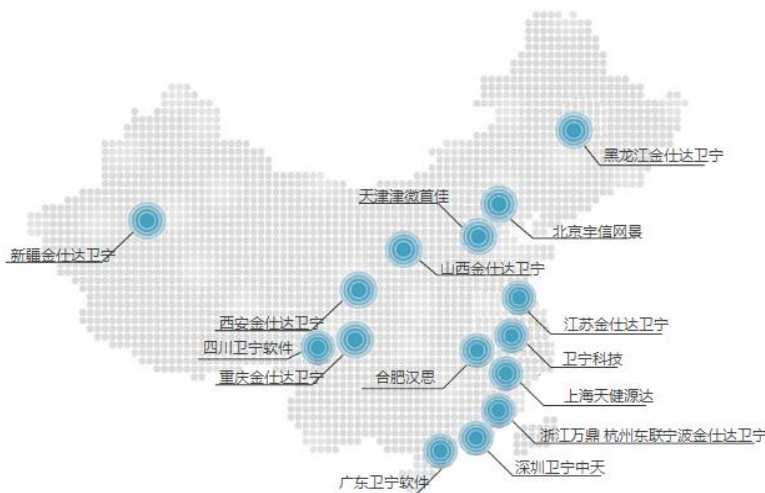
截至目前，公司服务网络遍及全国31个省、自治区、直辖市，服务的医疗机构数量超过5,000家，其中三级医院超过200家。卫宁健康正逐步成长为医疗信息化领域的龙头企业。

图1：公司不断内扩外延发展



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

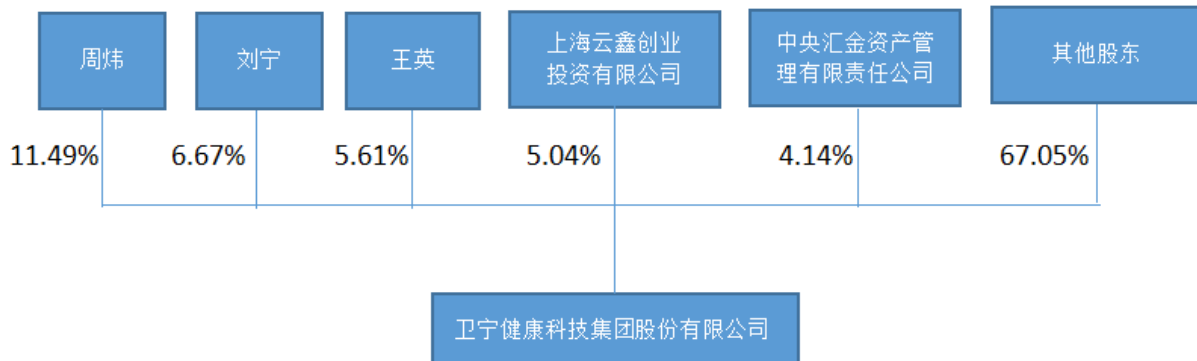
图2：集团布局完整



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

## 1.2 股权结构

图 3：公司股权结构

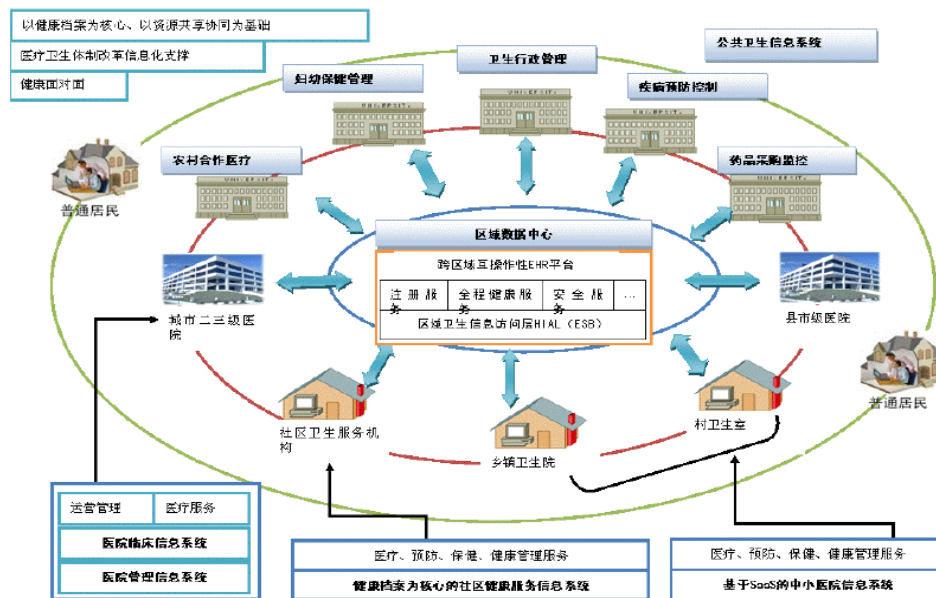


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

## 1.3 业务分析

公司的传统业务主要是医疗软件研究开发、销售与技术服务业务，并为医疗卫生行业信息化提供整体解决方案。公司的软件产品主要包括以实现财务、临床、物流及其他管理功能的医院信息管理系统；以实现医学影像信息管理、实验室信息管理、图像存储与传输等功能的医技信息管理系统以及以实现区域性信息化的公共卫生信息管理系统。

图 4：卫宁健康公司医疗信息化解决方案示意图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司的创新业务可以与传统业务衔接的更加紧密，实现联动发展。公司的创新业务是在对传统业务广大用户群体和对用户业务及健康服务业的深度理解基础上，制定的创新公司发展战略。公司的四朵云是为了解决线上诊疗、慢病管理等传统业务痛点而存在的，所以我们认为公司的双轮驱动战略有益于公司稳定、健康可持续地发展。

表 1：公司 4 朵云功能

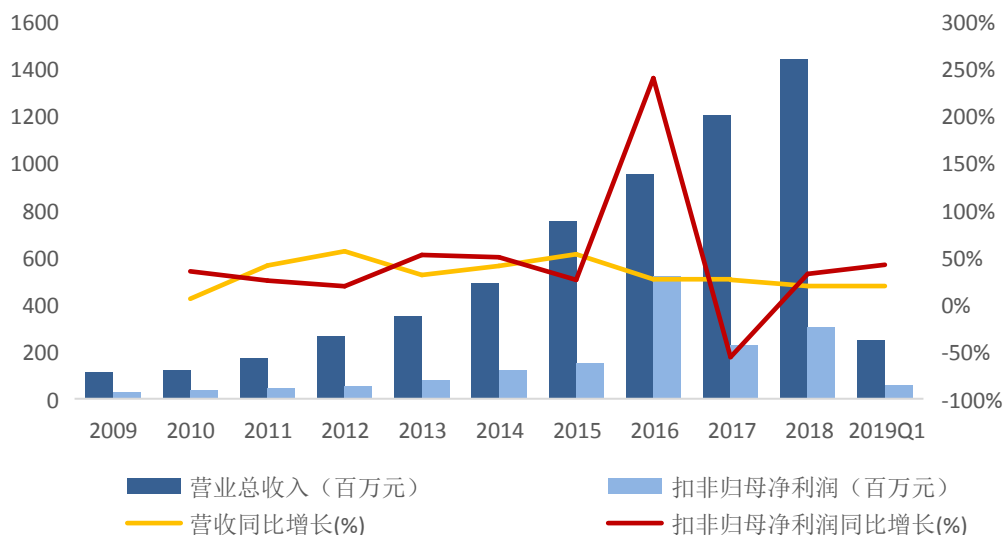
创新业务	业务功能
云医	主要通过纳里健康平台，布局医疗机构及医联体，以及“身边医生”布局基层卫生服务领域，结合分级诊疗、家庭医生签约、公共卫生、健康管理、医疗保险、人工智能等新业态， <b>建立充分和完善的医院、医生、患者等多方联接。</b>
云药	通过钥世圈“药联体”平台建设以及“药险联动、处方流转”两大核心业务。
云险	以医疗支付为主线，构建统一支付平台以及保险风控体系为核心，解决医疗场景中遇到的自费、商保、医保支付问题，为客户打造统一多渠道的支付服务、商保快速理赔服务以及企业年金的保险升级服务。
云康	将实现线上线下一体化的居民保健+慢病管理+就医导医+体检服务，推出的多款健康管理产品， <b>为不同患者人群提供定向健康管理服务。</b>

资料来源：根据公开资料整理、东兴证券研究所

近年来，由于医疗卫生信息行业的景气度持续上升，公司的营业收入和净利润自 2010 年以来一直维持高增长水平。公司营业收入一直维持在较高的增长水平，2014-2015 年，营业收入同比增长在 50% 左右，近三年的营业同比增长稳定在 25% 左右。扣非归母净利润除 2016 年突增之外，同比增长始终保持在较为稳定的水平。2016 年净利润突增的原因主要是公司对卫宁科技剩余股权按公允价值重新计量产生投资收益，造成利润影响约 3.79 亿元。

自 2009 年以来，公司的营业收入复合增长率为 32.6%；归母净利润复合增长率为 31.3%。

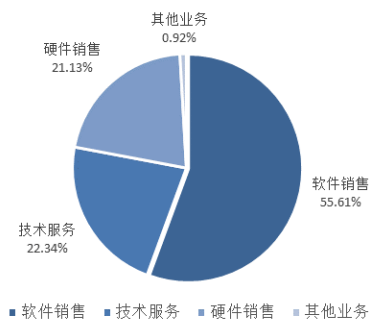
图 5：公司营业收入及扣非归母净利润始终维持高增长水平



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

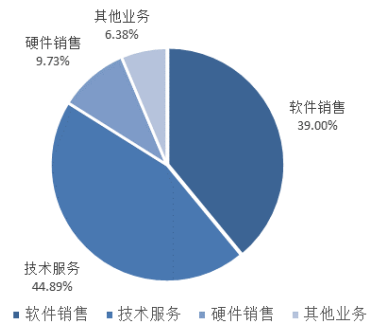
作为公司的主营业务，软件销售业务的毛利率稳定在70%左右，在行业内处于领先地位。分业务来看，2018年公司营业收入中占比最大的是软件销售业务，占比55.61%，其次是技术服务和硬件销售业务，分别占比22.34%和21.13%。2018年的公司毛利率组成中，占比最大的是技术服务，为44.89%，其次是软件销售业务，占比39.00%。

图 6：2018 年公司营业收入分业务构成



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 7：2018 年公司的毛利率分业务构成



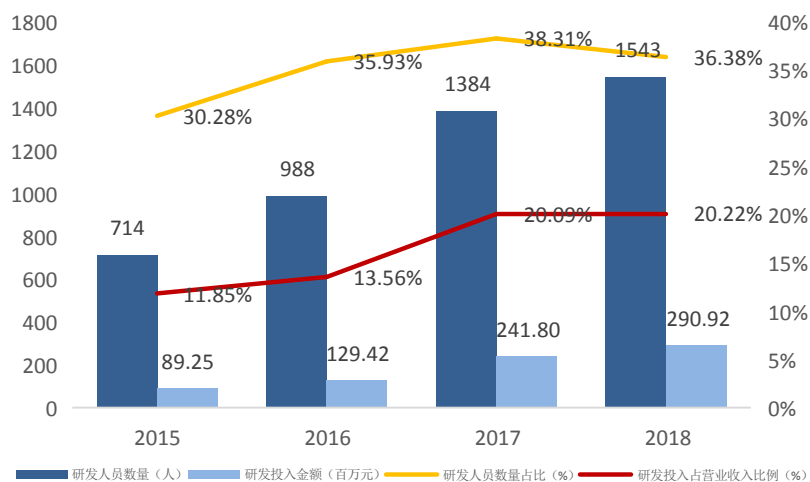
资料来源：wind，东兴证券研究所

## 1.4 公司的研发实力雄厚

公司发展的内生动力强劲。公司凭借成熟的研发能力和对健康医疗信息化的深度理解，不断实现技术创新，多次获得国家及国际权威机构的深度认可，进一步巩固了公司在我国医疗信息化领域的龙头地位，并筑造了更高的行业进入壁垒，提供了公司长久发展的内生动力。

此外公司在研发方面的投入和公司员工结构也显示出公司对于研发实力的重视。公司研发投入逐年增长，并且研发投入占营业收入的比例也在不断增加，近两年来占比更是达到20%以上。公司研发人员的数量和数量占比也呈现逐年升高的趋势，近年来均在35%以上。公司研发实力的提升是公司不断发展的重要保障。

图 8：公司十分重视研发投入



资料来源：Wind，东兴证券研究所

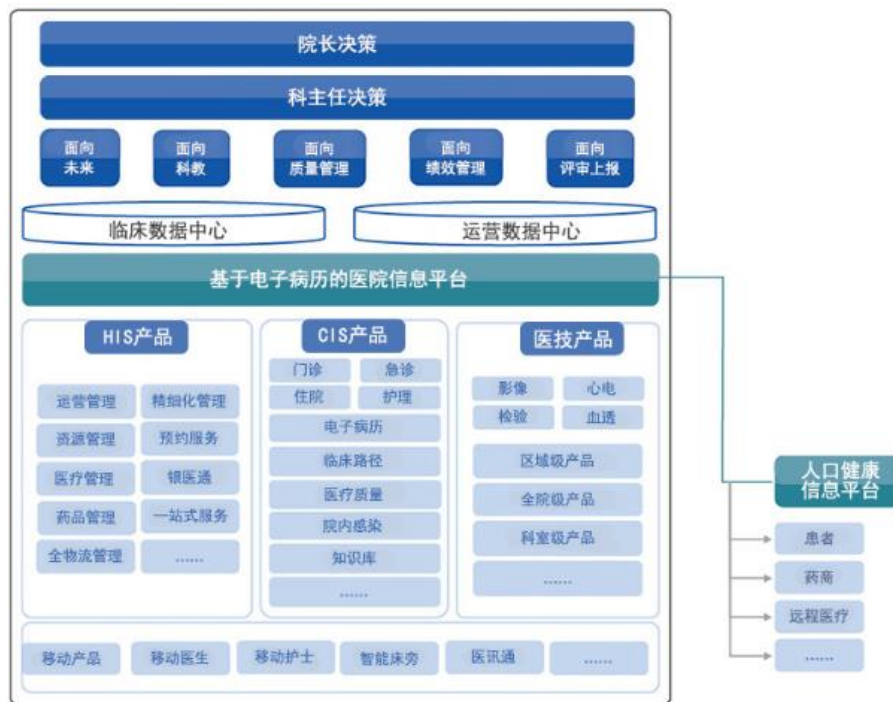
## 2. 行业高景气度有望持续带动传统业务增长

### 2.1 公司传统业务表现亮眼，受益于行业高景气度

公司目前已经建立了完整的传统医疗信息化业务和互联网+健康服务创新业务的双轮驱动业务生态。卫宁健康传统业务产品大致可以分为智慧医院和智慧卫生两大方面，对内可以全面覆盖支撑医院各类业务及日常管理，对外可以支撑区域化信息共享及协同业务，利于打破医院的信息孤岛，打造医院网络帝国。

其中，公司在智慧医院业务的产品主要有医院管理信息系统（HIS，Hospital Information System）和临床管理信息系统（CIS，Clinical Information System）。HIS 以收费为中心，采用计算机网络进行医疗中的财务事项，包括挂号、配药等，可以有效地改善病人的看病效率和看病体验，并且可以提高医生的诊疗效率，减少无谓的时间损失。CIS 是以病人为中心的，利用计算机网络手机各种检查设备的输出结果，可以提高诊疗自动化水平，利于建立电子病历，是实现区域卫生医疗的基础。

图 9：智慧医院业务流程

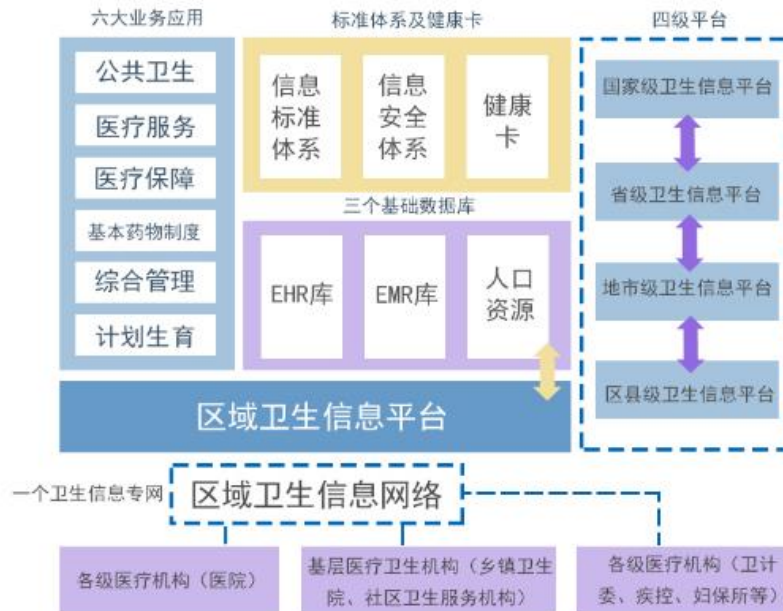


资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

公司在智慧卫生业务的产品主要是区域卫生信息平台。区域卫生信息平台管理系统是用 IT 技术把社会医疗保健资源和服务，如医疗保险、社区医疗、相关医院、远程医疗、卫生行政机关、药品供应商、设备供应商、银行等连接起来整合为一个系统，构建医疗信息帝国，实现局域医疗卫生服务。



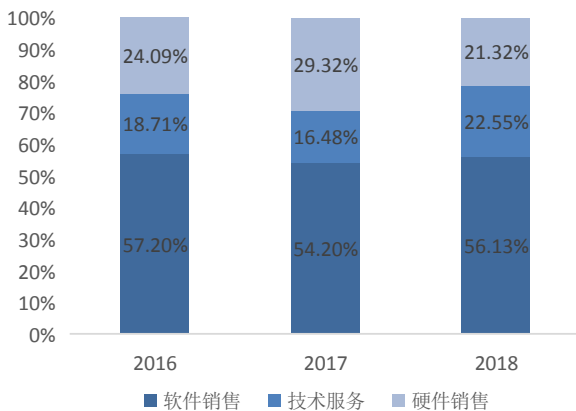
图 10：区域卫生信息平台利于构建医疗信息帝国



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

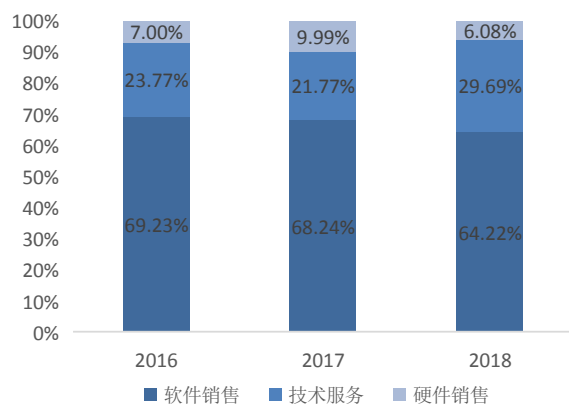
公司的业务按产品分类，可以分为软件销售、硬件销售和技术服务三种业务模式。其中软件销售作为公司的主营业务，毛利率占比接近 70%，远高于其他业务的毛利率水平。这主要得益于医疗卫生信息化领域的高景气度，并且目前我国相关领域发展时间不长，覆盖程度不高，特别是高集中度、高共享度的医疗信息化解决方案覆盖还不够，我国医疗健康信息化及医疗大数据服务未来需求空间巨大。所以行业的高景气度有望持续，公司高增长业绩可期。

图 11：公司三类业务营收构成



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 12：公司三类业务毛利构成



资料来源：wind，东兴证券研究所

注：2017 年公司其他业务收入占比 0.07%，2018 年公司其他业务收入占比 0.9%省略。

## 2.2 公司客户定位明确，柔性产品化研发模式挖掘潜能

目前服务网络遍及全国 31 个省、自治区、直辖市，服务的医疗机构数量超过 5,000 家，其中三级医院超过 200 家。行业中主要客户为政府性质的公立医院，对下游企业的定价能力偏弱。我国医疗行业现在的竞争格局为：行业集中度较低，竞争激烈，行业内兼并重组频繁，目前已初步形成第一梯队，具有一定品牌效应。同时，行业竞争环境总体有序，潜在进入者和替代品均不构成威胁。根据 IDC 数据，东软集团、卫宁健康、东华软件、创业软件、万达信息共同组成了行业第一梯队。其中东软集团的市场份额为 13.3%，而卫宁健康紧随其后。

图 13：公司的卫生行政类客户分布



资料来源：根据公开资料整理，东兴证券研究所

我国医院管理的复杂性，决定了医疗卫生软件的复杂性，因此，无法实现完全产品化。为了很好地适应客户多变的需求，目前绝大多数的医院信息系统软件供应商采用项目化的运作模式。当客户量少的时候，此模式非常有效，客户满意度较高；但随着客户数量的逐步上升，由于不同的项目各自相互隔离管理，将会严重阻碍企业的发展。公司紧密结合实践，深化了项目化运作的内涵，创造性地建立了适应未来发展的柔性产品化研发管理模式，建立了公司整个产品体系保持台阶式上升的结构。

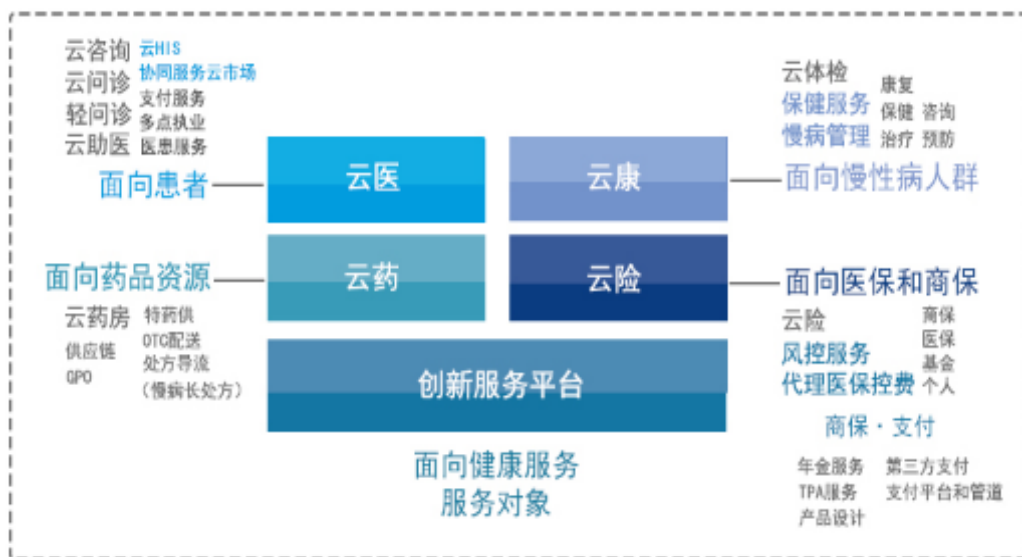
“柔性产品化研发模式”，是深度结合客户需求，以建立完善的基线产品模块库为中心，公司测试部门设立了统一版本合并机制。首先，公司会根据客户需求，从同一版本基线产品中获取最新版本，其次会根据客户实施的具体情况，添加适用的新功能。多年来，“柔性产品化”研发的实践，保证了公司基线产品模块功能的齐全性和领先性，并且有利于系统维护，大大降低了开发成本并提高了定制开发的效率。同时该研发模式也提高了公司的产品化程度，将促进我国未来医疗卫生信息化产品的标准化发展，在未来广阔的医疗信息化领域的市场中，公司有望分得更多的蛋糕。

### 3. 创新业务生态布局完整，前景可期

#### 3.1 “4+1”战略布局明确，构建闭环产业生态链

公司自 2015 年开始推行互联网+健康服务业务发展，创新和践行公司“4+1”战略（云医、云康、云险、云药+创新服务平台），通过不同抓手的功能定位，提高资源共享效率和品牌的广度深度，为保持长期健康快速发展奠定了扎实的基础。此战略是针对不同人群提供优质的健康信息，整体服务覆盖医疗服务、健康管理、医保风控等多个环节。与医疗服务提供者（医院、医生）与支付方（医保、商保）及药品生产、流通企业共同合作打造医疗行业新的闭环生态系统，从而真正推进三医联动，并实现盈利模式由软件实施向 O2O、B+B2C 的拓展。

图 14：“4+1”战略构建更具想象空间的健康产业链



资料来源：公司公开资料整理，东兴证券研究所

#### 3.2 云医、云药、云康、云险+创新服务平台

卫宁健康的“4+1”战略旨在建立医疗健康生态闭环的优势，进一步巩固公司的行业领先地位。“4+1”战略中的“4”指的是公司的4朵云—云医、云药、云康及云险。从患者的微观视角看就是医疗、医保、药品与健康管理的要素。而“1”指的是创新服务平台，是此战略中十分重要的一环，可以整合4朵云间资源，实现4朵云间业务联动、协同以及输出，推动公司创新业务发展。

表 2：公司“4+1”战略实施现状

“4+1”	主要平台	主要服务	发展现状
-------	------	------	------

云医	纳里健康身边医生	云医实现跨院医疗服务资源的汇聚、整合和输出，盘活医疗服务资源，实现医院、医生、患者用户的聚集和细分，依托创新服务模式，建立充分和完善的多方连接。	通过纳里健康平台，布局医疗机构及医联体，以及“身边医生”布局基层卫生服务领域。截止 2018H1，“纳里健康”平台已服务浙江等 24 个省市自治区，对接医疗机构超过 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”平台已在上海等地覆盖基层卫生机构超过 1200 家，月服务居民十万余次。
云药	钥匙圈	云药实现对机构的市场化集团采购（GP0）与供应链的无缝衔接，对个人医药电商+处方平台+直送+在线结算模式打通药品服务最后一公里。	截至 2017H1，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，平台整体交易额近 3.5 亿元。
云险	卫宁付	云险实现具备商业健康险和医疗服务特质的新型险种设计和销售，突破保险销售瓶颈；风控+PBM+第三方理赔直付创立商业健康险理赔服务的新模式。	“卫宁付”自 2017 年投入运营后，已在上海等地 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。
云康	上海好医通	云康实现线上线下一体化的人群保健+慢病管理+就医导医	上海好医通已连接 900 多家医院及体检中心，年体检服务达几十万人次，服务过的企业客户达 5900 多家。
创新服务平台	卫宁互联网	整合 4 朵云间业务资源、数据资源、服务资源，实现 4 朵云间业务联动、协同以及输出	

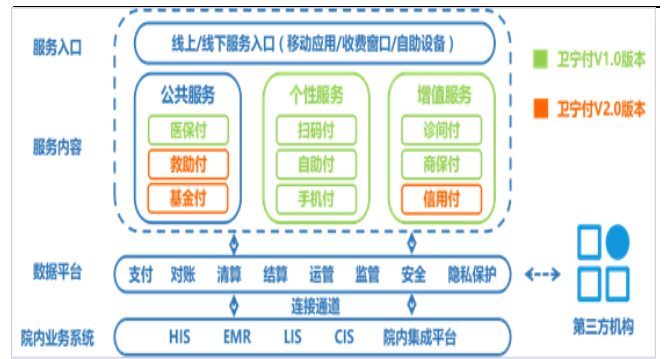
资料来源：公司公开资料整理，东兴证券研究所

图 15：纳里健康智慧区域医共体解决方案



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 16：卫宁付解决方案



资料来源：无极网，东兴证券研究所

卫安健康走的是 B+B2C 的路径，以服务医院与医生为基础，正向 C 端用户延伸。卫宁所有的产品与服务，都是以医院为核心的，而服务医院与服务医生不同，因为医学分类越来越细，医疗服务也呈现分工

协作的特点。其中，“4+1”的“1”意味着卫宁健康延伸到C端用户的战略，其有两种转化方法。其一，卫宁健康已与阿里健康、乐视等进行战略合作，同时通过医疗服务积极寻找直接的服务对象，并为这些直接客户提供健康管理服务；其二，通过做社区卫生服务综合信息系统，卫宁健康紧随国家力推的家庭医生签约服务制度改革步伐。

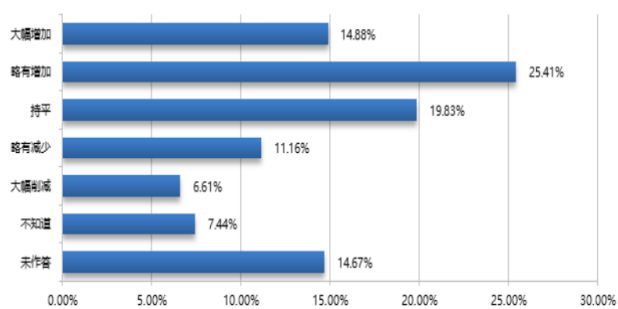
公司的创新战略最终有望实现传统医疗商业模式的变革，改善看病时的用户体验，加速医院优质资源下沉，提高医疗业务的效率。

## 4. 行业环境与国家政策双重利好，有望加速利润释放

### 4.1 行业需求增长是必然趋势

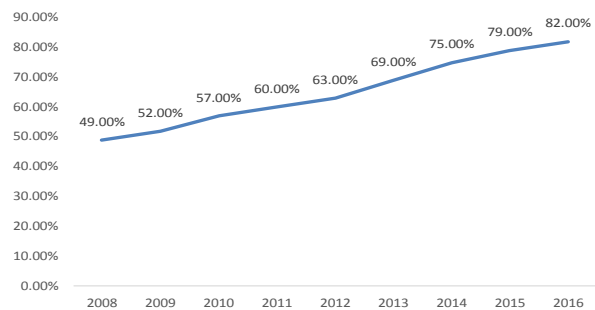
由于我国现阶段采用信息管理系统的医院占比较低，政策正加大这方面的投入，未来的医疗信息化领域行业景气度仍将继续。目前我国医院实施管理信息系统的整体比例低于55%，其中门急诊划价收费系统和门急诊挂号系统实施比例均在50%以上，但是仍然存在实施比例不足10%的系统，如客户关系管理系统和患者APP等。同时与发达国家相比，我国医院在信息化建设方面的实际投入仅占医院收入的0.3%-0.5%，远低于发达国家的3%-5%，医疗信息化领域仍具有巨大的市场空间。

图 17：2018 年度医院信息化建设预算变化



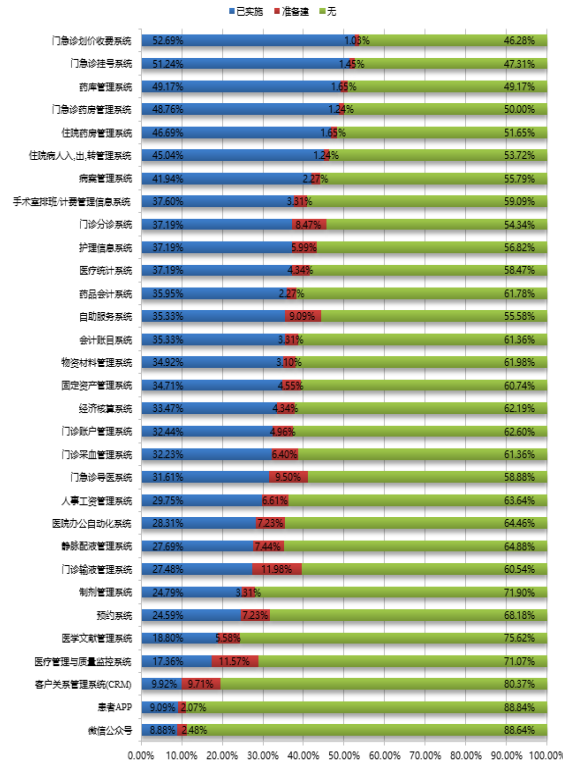
资料来源：CHIMA《中国医院信息化状况调查》，东兴证券研究所

图 18：医疗行业 IT 花费占比逐年升高



资料来源：前瞻研究院，东兴证券研究所

图 19：2017-2018 年度中国医院管理信息系统实施状况



资料来源：CHIMA《中国医院信息化状况调查》，东兴证券研究所

我国医院在信息化建设方面的预算投入大部分是处于上升趋势。据IDC《中国医疗IT解决方案2015-2019预测与分析》报告预计，到2019年医疗行业IT花费市场的规模将达到425.3亿元，2015至2019年的年复合增长率为13.8%，未来五年的增长速度高于中国IT市场的平均增速，尤其是软件和服务都将保持较高的增长速度。另外，据前瞻产业研究院数据，2008-2016年我国医疗信息化行业市场规模增速保持在20%以上，预计2016-2021年市场增速在21%左右，到2021年或将突破千亿元。

作为我国医疗信息化领域的领导者之一，公司在未来的医疗信息化领域市场份额，必将会分得一份蛋糕，公司业绩高增长持续可期。

## 4.2 政策支持，互联网+医疗是未来发展方向

2016年10月，中共中央、国务院发布《“健康中国2030”规划纲要》指出，未来15年，是推进健康中国建设的重要战略机遇期，2020年健康服务业总规模大于8万亿；2030年健康服务业总规模达到16万亿，实现更高水平的全民健康；推动健康服务供给侧结构性改革，优化要素配置和服务供给，补齐发展短板，推动健康产业转型升级，满足人民群众不断增长的健康需求。

传统医疗深度拥抱互联网已成必然趋势。近两年来，国家不断推出相关政策支持互联网+医疗健康的发展。这给医疗信息化领域的企业发展创造了良好的政策环境。

表3：近两年国家不断推动医疗信息化领域的发展

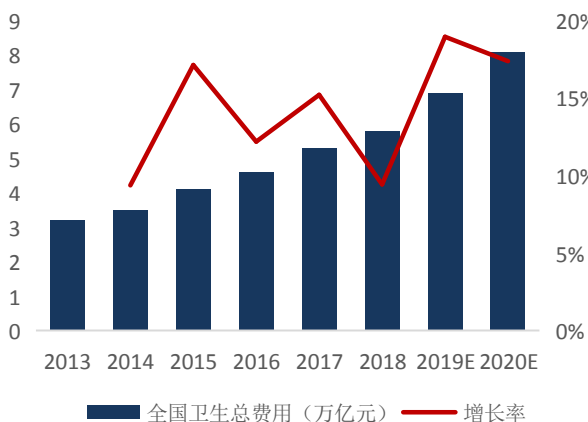
出台时间	政策名称	主要内容
------	------	------

2017.1	《“十三五”卫生与健康规划》	《规划》中提到，要促进人口健康信息互通共享。依托区域人口健康信息平台，实现电子健康档案和电子病历的连续记录以及不同级别、不同类别医疗机构之间的信息共享。全面实施“互联网+”健康医疗益民服务，发展面向中西部和基层的远程医疗和线上线下相结合的智慧医疗，促进云计算、大数据、物联网、移动互联网、应拟现实等信息技术与健康服务的深度融合，提升健康信息服务能力。
2017.2	《关于印发电子病历应用管理规范（试行）的通知》	一是明确了电子病历系统和电子病历的概念，对电子病历信息系统技术管理和电子病历质量管理提出具体要求；二是明确电子病历使用的术语、编码、模板和数据应符合相关行业标准和要求，以利用促进电子病历信息有效共享，三是关于电子病历的有关要求与电子签名法相衔接，四是明确封存电子病历复制件的具体技术条件及要求。
2017.4	《关于做实做好2017年家庭医生签约服务工作的通知》	各地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，促进信息互通共享。要建立家庭医生与签约居民的服务互动平台，通过开通网站、手机客户端、微信、微博、视频访视等手段，方便患者在线预约、在线咨询、健康管理、检查检验结果查询、在线支付等，增进医患互动，密切医患联系。
2018.4	《全国医院信息化建设标准与规范（试行）》	针对二级医院、三级乙等医院和三级甲等医院的临床业务、医院管理工作需要，从软硬件建设、安全保障、新兴技术应用等方面，明确医院信息化建设主要内容，并提出要求。
2018.4	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的国务院意见》	健全“互联网+医疗健康”服务体系；完善“互联网+医疗健康”支撑体系；加强行业监管和安全保障。

资料来源：各政府部门官网，东兴证券研究所

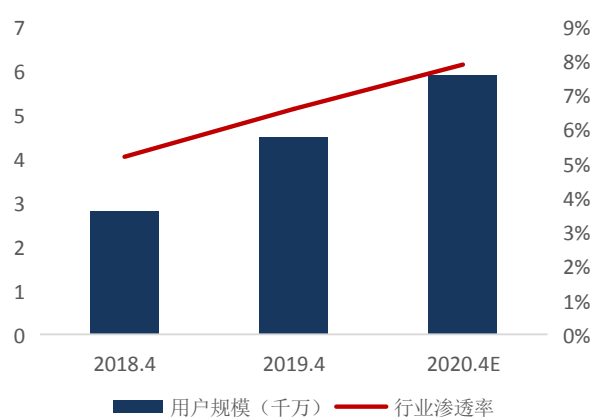
我国卫生总支出自2013年来呈现逐年递增的趋势，年增长率保持在10%以上，预计2020年卫生总支出将接近8万亿元，市场规模巨大。互联网医疗领域行业渗透率逐年攀升，用户规模预计将在2020年4月达到5900万人次，年复合增长率为45.16%，同时市场规模将达到7千亿元左右。

图 20：我国卫生总费用



资料来源：Mob 研究院，东兴证券研究所

图 21：互联网+医疗用户规模



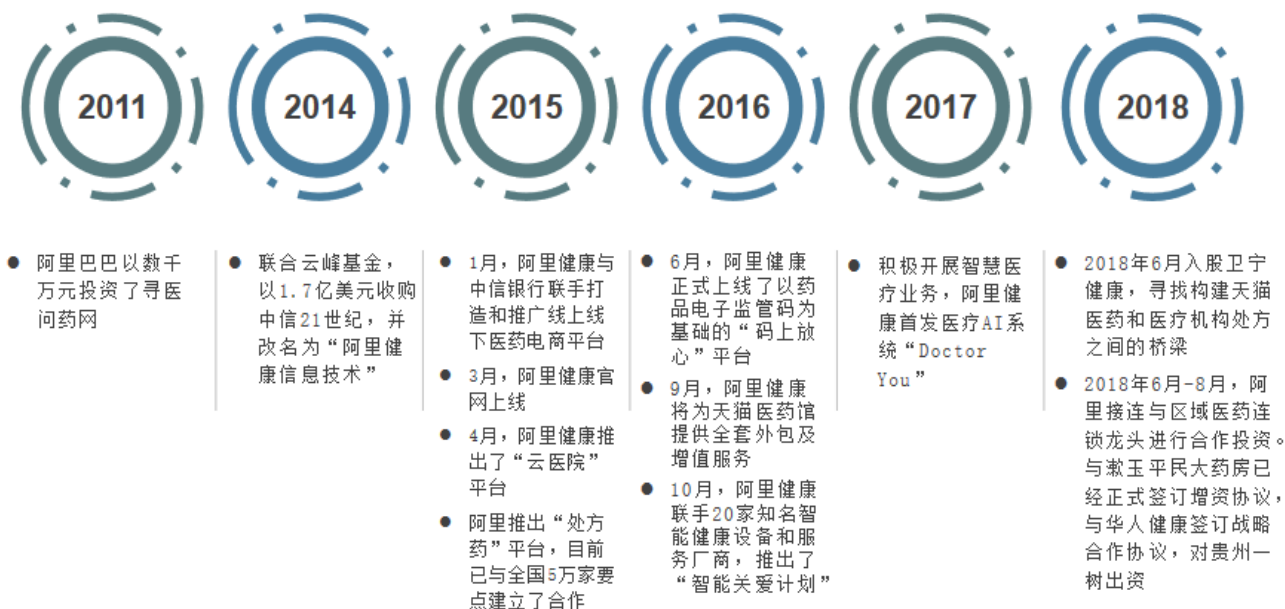
资料来源：Mob 研究院，东兴证券研究所

## 5. 互联网巨头加入合作，双方优势互补

2018年6月，蚂蚁金服战略入股卫宁健康与其子公司卫宁互联网，并与卫宁健康签署框架合作协议，有望与公司医疗信息化及“4+1”创新业务形成良好协同。公司与蚂蚁金服、上海云鑫签署框架合作协议，各方将以共同建设领先的大数据生态体系为核心，围绕“互联网+医疗健康”领域，开展建立合作。卫宁健康提供医疗信息化等优势业务、产品、技术和资源，蚂蚁金服、上海云鑫及其各自关联方提供大数据、人工智能、生物识别、信用认证、智能客服、区块链、移动支付、金融云等技术能力，共同实现“互联网+医疗健康”整体解决方案能力互补提升，打造相关运营业务与生态体系。

其实，阿里集团早在2011年就开始涉足智慧医疗体系。现在阿里健康布局的“医药资源+偏企业服务商+药品监管”的互联网医疗生态系统已见雏形。阿里集团与卫宁健康的合作，将充分发挥各自优势，形成良好的协同效应，共同打造医疗信息化闭环生态系统。

图 22：阿里集团很早便涉及智慧医疗领域



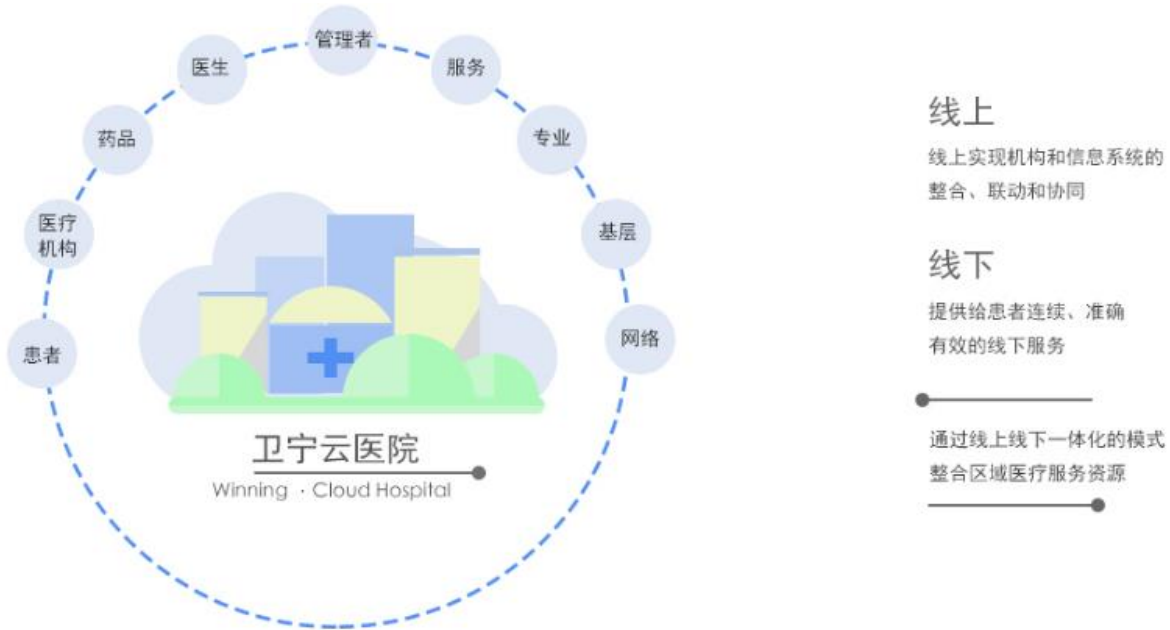
资料来源：丽睿克《移动互联网时代的健康医疗模式转型与创新》，东兴证券研究所

## 6. 典型成功案例——卫宁云医院

卫宁云医院是互联网+下医疗健康服务新形态，通过线上线下一体化的业务模式，实现各级医院间的业务协同，支持医院业务流程优化，为患者就诊提供更便捷服务，更好支撑院际业务协同，包括：分级诊疗、医生多点执业、检验检查协同，支撑多方联动的药品服务、保险服务、主动化健康管理和养老服务。

图 23：线上线下一体化模式





资料来源：公司公开资料整理，东兴证券研究所

患者应用 APP、医生服务 APP 的应用，帮助患者和医生实现就诊过程中的便捷性，患者可以通过 APP 进行全科医生基层首诊、咨询、预约、挂号和个人电子病历查询，抄方、审核、配送、结算处方一体化；医生可以在线回复患者咨询，通过视频会议平台进行远程门诊、在线会诊、双向转诊，利用视频会议系统，实现网上医生培训和医生间学术交流互动。同时，形成统一支付管道，实现医保、商保、第三方支付的对账接口。

图 24：云医院功能要点



资料来源：公司公开资料整理，东兴证券研究所

从政层面来说，云医院将三级医院的优质资源下沉，提升基层医疗卫生机构服务能力，推动建立基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的分级诊疗模式，全面推进深化医药卫生体制改革向纵深发展。

## 7. 可比公司估值与盈利预测比较

图 25：可比公司估值与盈利预测比较

可比公司盈利估值比较（流通市值截止到2019年7月3日，单位：百万元）

公司	证券代码	流通市值	总收入		净利润		PE			EPS			PB
			18A	18A	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A		
卫宁健康	300253.SZ	23,309.07	1,422.57	303.31	75.65	57.59	44.06	0.19	0.25	0.33	7.43		
创业慧康	300451.SZ	11,376.24	1,276.14	212.68	43.71	41.20	32.33	0.44	0.38	0.48	4.01		
思创医惠	300078.SZ	8,232.35	1,282.95	143.47	55.97	39.84	30.13	0.18	0.26	0.34	3.66		
东华软件	002065.SZ	22,151.08	8,453.27	806.41	26.85	24.17	20.18	0.26	0.29	0.35	2.36		
东软集团	600718.SH	15,927.19	7,099.49	110.12	130.31	36.99	28.84	0.09	0.35	0.44	1.62		

资料来源：wind，东兴证券研究所

## 8. 投资评级与投资建议

**公司盈利预测及投资评级：**公司是医疗信息化行业领军企业，医疗 IT 智能化移动化云化进程中有望持续领先。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.25/0.33/0.43 元，对应 PE 分别为 58/44/34 倍，给予“推荐”评级。

## 9. 风险提示

- 1) 行业竞争进一步加剧。**医疗信息化行业处于快速发展阶段，国内外市场参与者不断增加，竞争也将越来越激烈，鉴于行业广阔的发展前景和国内资本市场的进一步开放，缺乏竞争力和核心优势的企业将会被市场淘汰。
- 2) 公司规模扩张带来的管理风险。**公司自上市以来，持续快速发展。公司资产等都得到进一步扩张，加上并购脚步的加快且涉及大健康新领域，未来公司在机制建立、战略规划、组织设计、运营管理、资金管理和内部控制等方面的管理水平将面临更大的挑战。
- 3) 收款及经营业绩的季节性波动风险。**由于公司客户以国内的公立医院、卫生管理部门等机构为主，其对信息产品的采购一般遵守较为严格的预算管理制度，通常在每年上半年制定投资计划，需要通过预算、审批、招标、合同签订等流程，许多项目还需要纳入财政预算、政府采购，周期相对较长。公司客户年度资本开支主要集中在下半年尤其是第四季度，对公司的项目验收和付款也集中在下半年。

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	1710	2067	2652	3426	4390	<b>营业收入</b>	1204	1439	1913	2503	3249
货币资金		482	631	776	975	<b>营业成本</b>	575	691	881	1114	1407
应收账款	955	1184	1546	2041	2638	营业税金及附加	16	16	22	28	37
其他应收款	124	142	189	247	321	营业费用	156	201	257	337	437
预付款项	22	36	51	70	94	管理费用	226	118	157	205	267
存货	100	158	201	255	322	财务费用	4	8	2	8	14
其他流动资产	10	22	22	22	22	资产减值损失	48.07	59.58	73.85	91.52	113.43
<b>非流动资产合计</b>	2002	2170	2256	2340	2425	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	544	541	541	541	541	投资净收益	-18.70	-8.09	10.00	12.00	14.00
固定资产	371	435	492	551	611	<b>营业利润</b>	257	310	455	594	776
无形资产	95	117	139	158	175	营业外收入	2.06	0.09	0.09	0.09	0.09
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.24	0.85	0.85	0.85	0.85
<b>资产总计</b>	3712	4237	4908	5766	6815	<b>利润总额</b>	256	310	454	594	776
<b>流动负债合计</b>	956	882	1222	1628	2099	所得税	26	3	45	59	77
短期借款	190	151	296	447	591	<b>净利润</b>	230	307	409	535	699
应付账款	205	195	245	310	391	少数股东损益	1	4	5	6	8
预收款项	96	205	349	538	784	归属母公司净利润	229	303	404	529	691
一年内到期的非流动	55	18	18	18	18	EBITDA	286	347	487	638	831
<b>非流动负债合计</b>	97	81	81	81	81	<b>EPS (元)</b>	0.14	0.19	0.25	0.33	0.43
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	1053	963	1303	1708	2179	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	63	140	145	151	159	营业收入增长	26.12%	19.52%	32.98%	30.81%	29.81%
实收资本 (或股本)	1608	1622	1623	1623	1623	营业利润增长	-50.28%	20.55%	46.63%	30.65%	30.61%
资本公积	380	535	535	535	535	归属于母公司净利	-55.84%	32.42%	33.32%	30.70%	30.65%
未分配利润	705	959	1250	1653	2165	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	2596	3134	3460	3907	4476	毛利率 (%)	52.27%	52.00%	53.96%	55.47%	56.70%
<b>负债和所有者权益</b>	3712	4237	4908	5766	6815	净利率 (%)	19.09%	21.33%	21.38%	21.36%	21.50%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润 (%)</b>					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>ROE (%)</b>					
<b>经营活动现金流</b>	80	124	227	285	416	<b>偿债能力</b>					
净利润	230	307	409	535	699	资产负债率 (%)	28%	23%	27%	30%	32%
折旧摊销	25.13	29.02	30.37	36.89	42.12	流动比率	1.79	2.34	2.17	2.10	2.09
财务费用	4	8	2	8	14	速动比率	1.68	2.16	2.01	1.95	1.94
应收账款减少	0	0	-362	-495	-596	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	144	189	245	总资产周转率	0.34	0.36	0.42	0.47	0.52
<b>投资活动现金流</b>	-249	-250	-175	-201	-226	应收账款周转率	1.44	1.35	1.40	1.40	1.39
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.51	7.19	8.70	9.02	9.27
长期股权投资减少	0	0	6	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	-19	-8	10	12	14	每股收益 (最新摊)	0.14	0.19	0.25	0.33	0.43
<b>筹资活动现金流</b>	52	157	64	61	9	每股净现金流 (最新)	-0.07	0.02	0.07	0.09	0.12
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	1.61	1.93	2.13	2.41	2.76
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	783	14	1	0	0	P/E	99.72	75.65	57.59	44.06	33.72
资本公积增加	-515	155	0	0	0	P/B	8.89	7.43	6.73	5.96	5.20
<b>现金净增加额</b>	-117	30	117	144	199	EV/EBITDA	79.71	66.02	47.14	36.00	27.59

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

### 分析师：叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。