



300253.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 13.81

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     | 14.6  | (4.3) | 11.2 | 19.8 |
| 相对深证成指 | (8.7) | 2.4   | 14.2 | 18.2 |

|                  |        |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万)         | 1,625  |
| 流通股(%)           | 81     |
| 总市值(人民币 百万)      | 22,435 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 313    |
| 净负债比率(%) (2019E) | 净现金    |
| 主要股东(%)          |        |
| 周炜               | 11     |

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以2019年8月7日收市价为标准

相关研究报告

《卫宁健康》20190426

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

孙业亮

010-66229041

yeliang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080001

杨思睿

010-66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

# 卫宁健康

## HIT 高景气度照耀创新业务挺进未来

医疗信息化 (HIT) 是 IT 应用领域高景气赛道之一, 公司是业内龙头。政策催化下医院和卫健行政部门需求增长显著, 且有望维持 2-3 年, 为传统 HIT 业务增长提供基础。基于云的创新业务则处于大力投入阶段, 在市场格局未定之时抢占了先发优势。随着创新业务爆发, 将逐步成为增长主驱动力, 市值有 40% 以上提升空间。维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **双驱支撑全面布局医疗 IT 的领跑者。** 公司是全球可数的 HIT 龙头, 践行“双驱共进”发展战略: 传统软件业务领先优势持续, 订单高增长预示收入进一步向好; 云创新业务面对低渗透率市场, 快速突破中逐渐抢占先发优势, 看好中期爆发节奏。
- **业务高增验证传统业务前驱动力强, 市场扩容利好头部领军者。** 受电子病历分级评级、医院智慧服务评级等政策催化, 行业景气度持续提升, 医院等客户相关需求释放明显。2018 年新签订单超 20 亿元, 兑现 41% 增速, 超行业平均水平。公司高毛利率的软件收入近 8 成, 且预计进一步控制硬件类业务, 高增长叠加收入结构优化, 公司质地愈发优秀。
- **创新业务挖潜能力被低估, 2020 年估值近百亿。** 创新业务前期处于投入阶段, 2018 年创新业务营收增速达 122%, 亏损幅度缩窄。随着研发成果转化和市场推广力度加强, 2020-2021 年有望扭亏为盈。将云医、云险业务对标平安好医生, 云药业务对标阿里健康, 根据 PS 估值方法测算 2019 年创新业务估值超 60 亿, 2020 年估值超 90 亿。随着互联网医疗政策增强, 创新业务后驱潜力十足, 业绩弹性将拉高整体市值水平。

### 估值

- 预计 2019-2021 年净利润分别为 4.2/5.9/7.7 亿, 对应 EPS 为 0.26/0.36/0.47 元, 对应 PE 为 53/38/29 倍。当前估值反映行业高景气度、公司增速和龙头地位。按传统业务 PE 估值和创新业务 PS 估值分部估值分析, 未来 6 个月可有 40% 上升空间, 维持**买入**评级。

### 评级面临的主要风险

- 技术研发不及预期; 政策传导效果不及预期; 创新业务推进不及预期。

### 投资摘要

| 年结日: 12月31日     | 2017   | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万)    | 1,204  | 1,439 | 1,926 | 2,547 | 3,392 |
| 变动(%)           | 26     | 20    | 34    | 32    | 33    |
| 净利润(人民币 百万)     | 229    | 303   | 422   | 588   | 767   |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 0.141  | 0.187 | 0.260 | 0.362 | 0.472 |
| 变动(%)           | (77.6) | 32.4  | 39.1  | 39.3  | 30.5  |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 97.9   | 74.0  | 53.2  | 38.2  | 29.2  |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 281.2  | 181.1 | 128.8 | 175.2 | 52.4  |
| 每股现金流量(人民币)     | 0.05   | 0.08  | 0.11  | 0.08  | 0.26  |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 105.3  | 93.5  | 56.7  | 38.4  | 28.4  |
| 每股股息(人民币)       | 0.015  | 0.017 | 0.026 | 0.034 | 0.046 |
| 股息率(%)          | 0.1    | 0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.3   |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



## 目录

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| <b>双驱支撑全面布局医疗 IT 的领跑者 .....</b>    | <b>5</b>  |
| 全球可数的医疗信息化龙头 .....                 | 5         |
| 双驱强劲支撑，弹性与持续性并重 .....              | 9         |
| <b>传统前驱动力强，作为头部企业受益于市场扩容 .....</b> | <b>13</b> |
| 中期利好政策密集催化，需求继续扩容 .....            | 13        |
| 渗透率低叠加投入意愿增强，景气度提升驱动业绩增速 .....     | 16        |
| <b>创新后驱潜力足，云业务兑现成倍增长 .....</b>     | <b>20</b> |
| 短期仍为投入期，中期有望实现爆发 .....             | 20        |
| 盈利平衡点接近，对标平安好医生和阿里健康估值近百亿 .....    | 25        |
| <b>盈利预测与投资建议 .....</b>             | <b>31</b> |
| 盈利预测：增速持续，毛利率提升 .....              | 31        |
| 投资建议：分部估值法表明仍有 40% 提升空间 .....      | 32        |
| <b>风险提示 .....</b>                  | <b>33</b> |



## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1. 公司发展历程.....                    | 5  |
| 图表 2. 公司股权结构.....                    | 5  |
| 图表 3. 主要子公司及业务布局.....                | 6  |
| 图表 4. 公司 5 年营收 CAGR 为 31%.....       | 6  |
| 图表 5. 净利润实现较好增长.....                 | 7  |
| 图表 6. 公司扣非净利润 5 年 CAGR 近 26%.....    | 7  |
| 图表 7. 软件产品收入占比较高.....                | 8  |
| 图表 8. 毛利率及扣非后净利润率变化.....             | 8  |
| 图表 9. 公司费用率变化.....                   | 8  |
| 图表 10. 双轮驱动战略.....                   | 9  |
| 图表 11. 公司产品布局举例.....                 | 9  |
| 图表 12. 形成医院管理信息全系列产品覆盖.....          | 10 |
| 图表 13. 公共卫生信息管理系统.....               | 11 |
| 图表 14. 创新业务布局.....                   | 12 |
| 图表 15. 医疗信息化政策文件.....                | 14 |
| 图表 16. 河南省推进医联体平台建设.....             | 15 |
| 图表 17. 典型的医联体项目建设.....               | 15 |
| 图表 18. 政策规划影响业务路径.....               | 16 |
| 图表 19. 2019-2023 年中国医疗行业市场预测及分析..... | 16 |
| 图表 20. 信息化建设渗透率有待提升.....             | 17 |
| 图表 21. 单季度订单金额增长.....                | 18 |
| 图表 22. 单季度订单数量增长.....                | 18 |
| 图表 23. 公司大金额订单明显增多.....              | 19 |
| 图表 24. 四云主体公司股权比例结构.....             | 20 |
| 图表 25. “4+1” 创新业务内涵.....             | 20 |
| 图表 26. 纳里智慧医院的专家医联体解决方案.....         | 21 |
| 图表 27. 纳里健康的区域医共体解决方案.....           | 21 |
| 图表 28. 2019 年医联体建设提速.....            | 22 |
| 图表 29. 云药业务触及 C 端.....               | 23 |
| 图表 30. 医疗保障信息平台建设工程应用软件采购项目中标情况..... | 24 |
| 图表 31. 医疗保障信息平台软件市场规模测算.....         | 24 |
| 图表 32. 创新业务主体营收变化.....               | 25 |



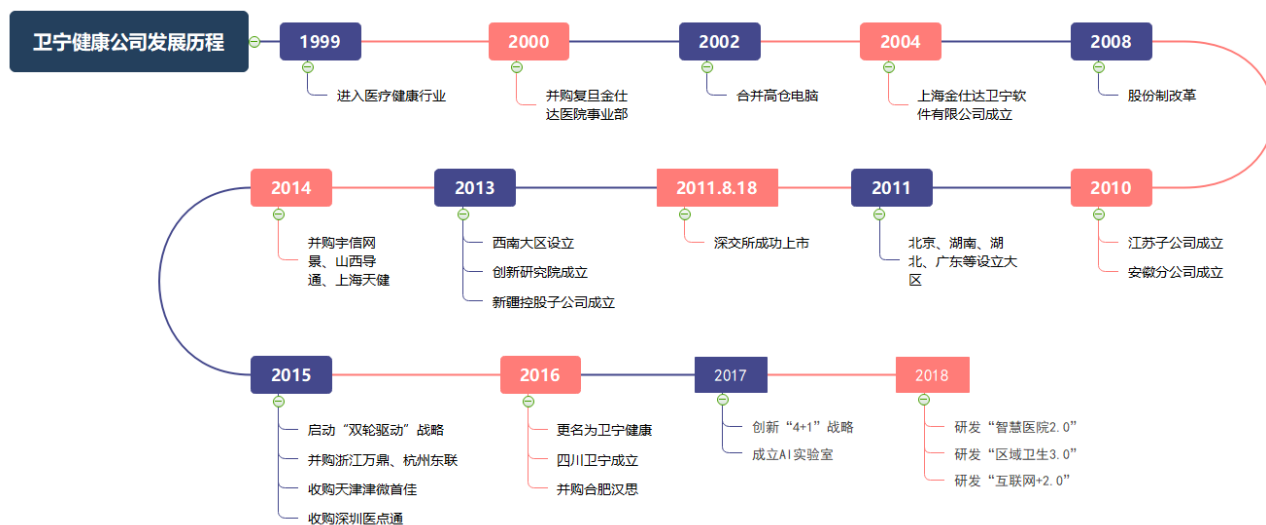
|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 33. 创新业务主体净利润变化 .....             | 26 |
| 图表 34. 三家公司整体营收变化.....               | 26 |
| 图表 35. 三家公司整体营收增速变化 .....            | 27 |
| 图表 36. 平安好医生 PS 估值变化 .....           | 27 |
| 图表 37. 2018 年平安好医生主要经营数据均实现快速增长..... | 28 |
| 图表 38. 三家公司创新业务营收增速变化 .....          | 28 |
| 图表 39. 2018 年平安好医生分部收入及毛利表现 .....    | 29 |
| 图表 40. 2018 年阿里健康收入结构划分 .....        | 30 |
| 图表 41. 阿里健康 PS 估值变化.....             | 30 |
| 图表 42. 2019 年创新业务估值 .....            | 30 |
| 图表 43. 公司分板块拆解业务预测 .....             | 31 |
| 图表 44. 可比公司市盈率对比.....                | 32 |

## 双驱支撑全面布局医疗 IT 的领跑者

### 全球可数的医疗信息化龙头

卫宁健康科技集团股份有限公司（以下简称“卫宁”或“公司”），成立于1994年，是国内第一家专注于医疗信息化的上市公司，致力于提供医疗健康卫生信息化解决方案。公司自主研发适应于不同医疗场景的产品及服务，业务从智慧医院、区域卫生、基层卫生到医疗保险等，是目前中国医疗健康信息行业极具竞争力的服务提供商。2017年，在国际数据公司 IDC Health Insights Health Tech TOP 50 全球医疗科技公司排名中，卫宁健康位列33名，是中国及亚洲地区唯一一家上榜的医疗科技企业。

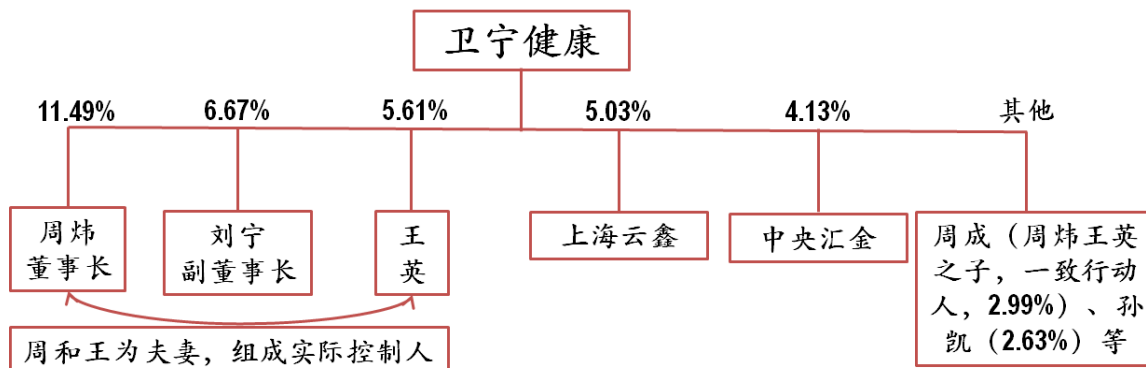
图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司年报，中银国际证券

公司实际控制人为自然人周炜和妻子王英，夫妻及其子周成为其一致行动人，合计股权比例近 20.1%。其中上海云鑫创业投资有限公司于 2018 年 6 月 15 日通过向周炜、刘宁和王英购买股份的方式入股，成为第四大单一股东（持股 5.05%），上海云鑫为浙江蚂蚁小微金融服务集团有限公司的全资子公司。

图表 2. 公司股权结构



资料来源：万得，中银国际证券



近期股权激励覆盖范围广，25%成长底线明确。2019年8月2号公司发布《2019年股票期权与限制性股票激励计划》，其一股票期权激励计划中公司拟向激励对象授予1,590.55万份股票期权，约占公司股本总额0.98%，其二限制性股票激励计划中拟向激励对象授予1,667.81万股限制性股票，约占公司股本总额1.03%。两计划激励对象总人数为858人，基本覆盖多数的中层管理人员和核心技术人员，行权条件要求以2018年净利润为基数，2019年和2020年业绩增速分别达到25%和55%，2020年同比增速为24%，预示未来两年业绩24%-25%的增速底线明确。

公司传统的医疗信息化主业主要由母公司和各地卫宁子公司承担，创新业务（“四朵云”，具体见后）主要有相应设立有参控股子公司（卫宁科技、卫宁软件）承担。

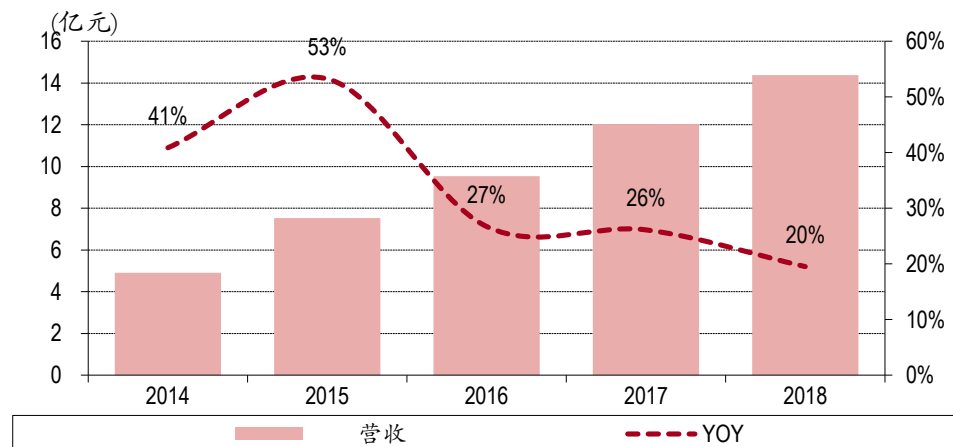
图表 3. 主要子公司及业务布局

| 子公司名称               | 参控关系 | 持股比例(%) | 主要业务领域       |
|---------------------|------|---------|--------------|
| 山西卫宁软件有限公司          | 子公司  | 100     | 传统医疗软件开发维护服务 |
| 江苏卫宁软件有限公司          | 子公司  | 100     | 传统医疗软件开发维护服务 |
| 北京梦天门科技股份有限公司       | 联营企业 | 51      | 传统医疗软件开发维护服务 |
| ODIN HEALTH LIMITED | 联营企业 | 51      | 传统医疗软件开发维护服务 |
| 上海金仕达卫宁软件科技有限公司     | 联营企业 | 50      | “云险”创新业务     |
| 上海钥世圈云健康科技发展有限公司    | 联营企业 | 34.62   | “云药”创新业务     |
| 卫宁互联网科技有限公司         | 子公司  | 70      | “云医、云险”创新业务  |
| 纳里健康科技有限公司          | 孙公司  | 50.78   | “云医”创新业务     |

资料来源：万得，中银国际证券

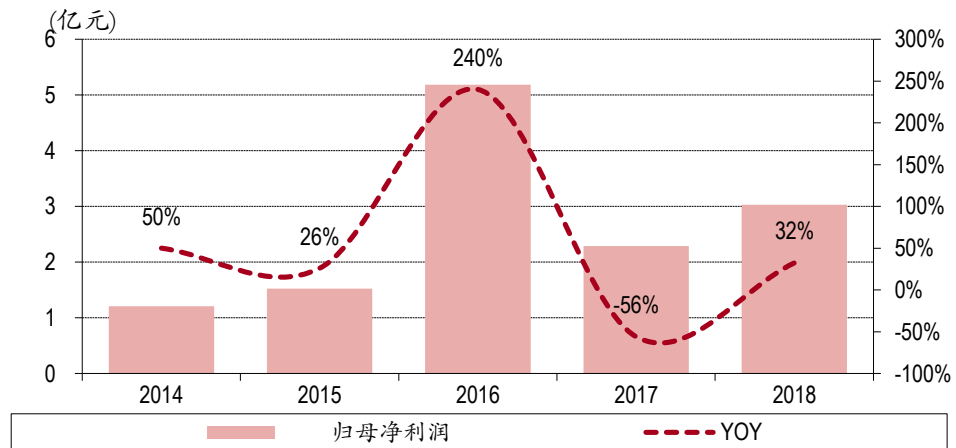
营收平稳增长，净利润提升节奏加快。根据公司2018年报披露，营收和扣非净利润增速分别为20%和31%，整体订单增速为40%。综合来看，营收和扣非净利润2014年~2018年4年CAGR分别为31%和26%，可见公司营收实现平稳增长，而利润提升节奏也在逐步加快。根据最新的业绩预告，2019H1实现归母净利润为1.54~1.78亿，YOY为30%~50%，2019全年继续高增具备坚实基础。

图表 4. 公司 5 年营收 CAGR 为 31%



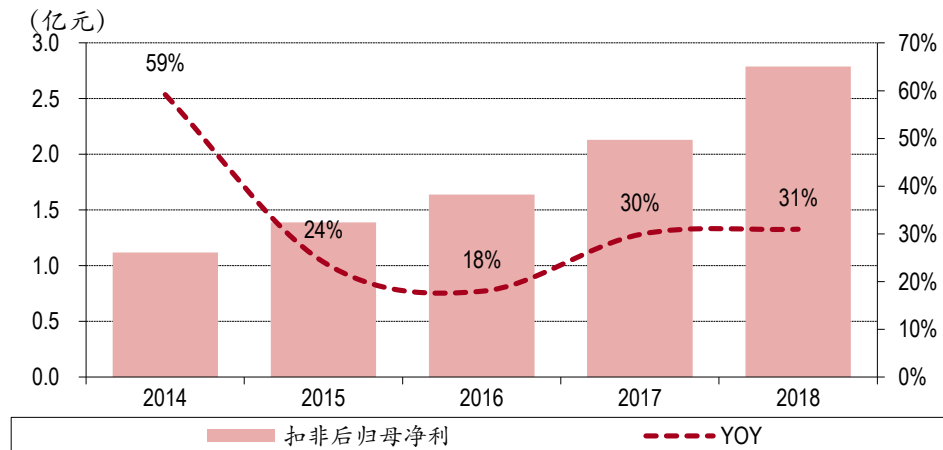
资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 净利润实现较好增长



资料来源：万得，中银国际证券

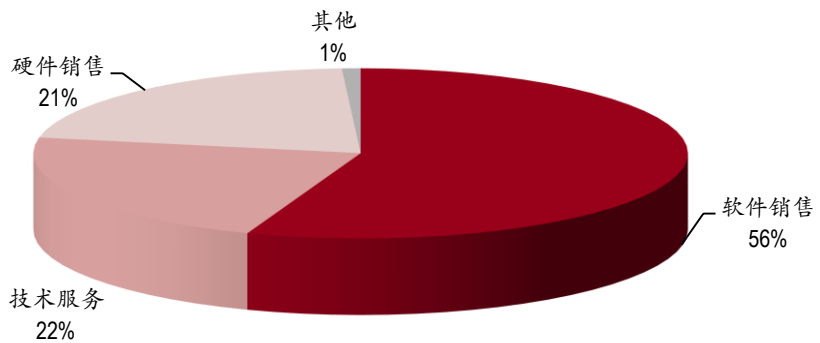
图表 6. 公司扣非净利润 5 年 CAGR 近 26%



资料来源：万得，中银国际证券

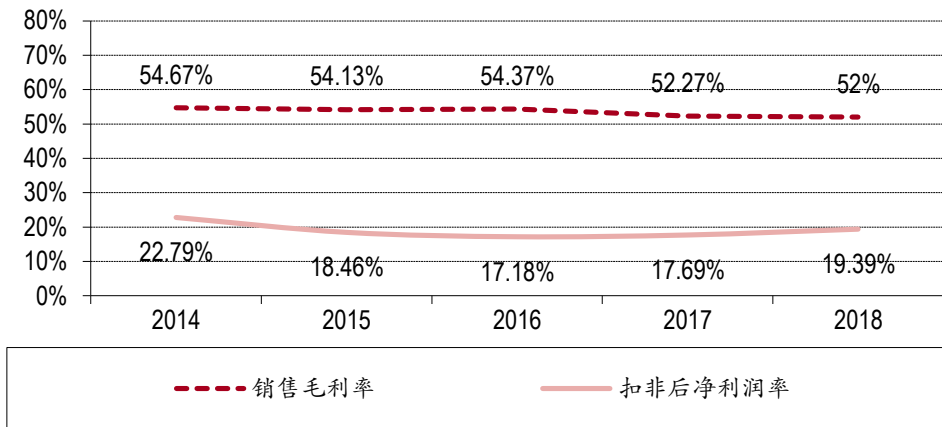
产品化程度较高，2018 年软件类综合收入占比高达 78%。按照收入类型划分，公司主营业务包括三大板块：软件销售（医院信息管理类，医技信息管理类，公共卫生管理类）、硬件销售和技术服务。由于全国医院诊疗机构和卫健行政机构众多，其需求各有不同。一般而言，一二级医院需要套装软件，而三级医院和特色专科医院一般需要进行定制化开发。公司客户群体超过 6,000 余家，2018 年纯软件产品销售收入占比接近 6 成，在业内产品化程度属于较高水平。2018 年公司主动减少部分毛利率相对较低且收款账期较长的硬件销售业务，向高毛利率的软件销售及技术服务业务倾斜，软件收入属性愈发明显。长期看随着行业竞争持续及头部客户定制化项目增加，公司毛利率呈现逐年下降现象，但 2018 年毛利率与 2017 年基本持平，未来有望随着软件收入占比提升而回升。

图表 7. 软件产品收入占比较高



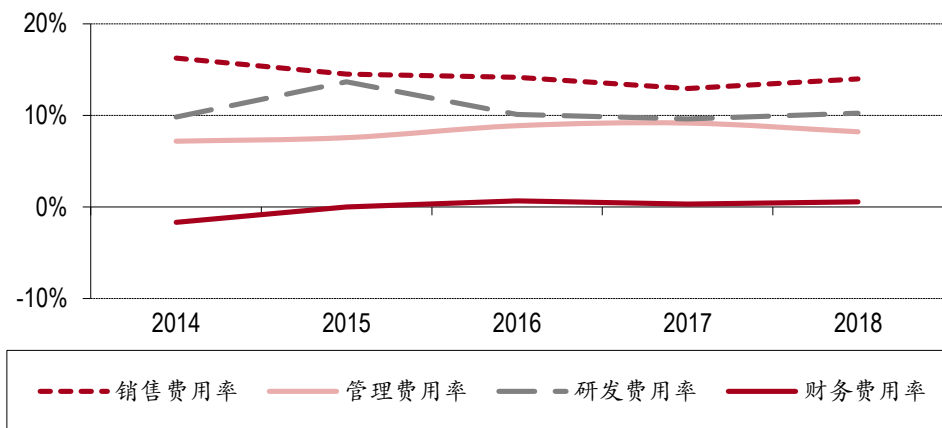
资料来源：公司 2018 年报，中银国际证券

图表 8. 毛利率及扣非后净利润率变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. 公司费用率变化



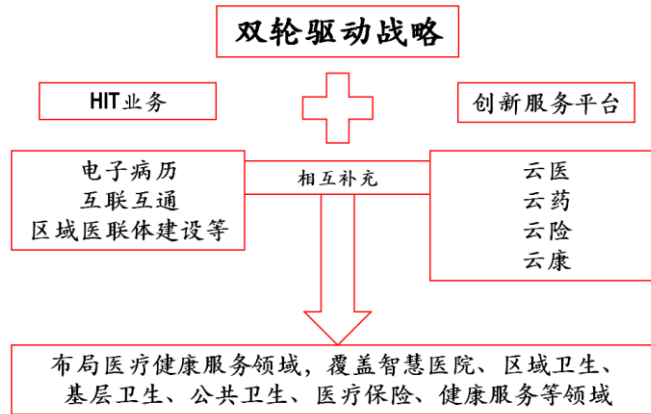
资料来源：公司年报，中银国际证券



**双驱强劲支撑，弹性与持续性并重**

公司业绩目前受“双驱共进”战略发展驱动：(1) 传统 HIT 业务领先优势继续扩大，保持行业增速；(2) 创新业务开拓低渗透率市场，抢占先发优势。

**图表 10. 双轮驱动战略**



资料来源：公司年报，中银国际证券

**图表 11. 公司产品布局举例**

| 业务划分 | 细分领域    | 产品           | 产品功能  |
|------|---------|--------------|---|
| 传统   | 医院业务端   | 住院临床管理系统解决方案 | 以患者为视角进行整合，以诊疗过程为时间轴，使医护分别能够在各自角色的工作站平台中完成对住院病人的所有诊疗工作，同时基于病人 360 视图，实现患者历史就诊信息的完整调阅、历史医技结果的趋势图分析，同时在临床业务关键环节增加环节质控及知识库应用，显著提高了医嘱执行的及时性、准确性，降低医疗差错。 |
|      |         | 门诊临床管理系统解决方案 | 围绕事前干预，事中控制，事后分析的原则，进行持续的门诊临床操作和管理质控，开拓门诊临床与管理相结合的运营模式。   |
|      | 卫健行政端   | 区域卫生信息平台     | 依托区域卫生信息平台的数据交换，实现各级医疗卫生机构的互联互通，整合医疗卫生信息资源，建设统一的数据中心，并提供平台基础服务支撑平台应用，包括区域医疗服务、区域公共卫生服务、区域综合管理、区域惠民服务等。  |
| 创新   | 药店领域    | 基层医疗卫生机构信息系统 | 采用数据集中式的信息系统部署模式，支持在线和离线两种工作模式，主要由数据及业务处理中心和基于网络的业务展现端组成，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将可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。          |
|      |         | 键健康服务        | 提供实体药店线上直付理赔、网上药店消费等服务。   |
|      | 保险赔付    | 卫宁付          | 打通在自费、医保、医保支付等医疗场景中可能存在的问题。同时，也为客户提供商保快速理赔服务以及年金保险升级服务，旨在打通商保直付最后一公里，有效连接医疗服务提供方、技术支持方和商业保险服务方的三方机构，让保险业务覆盖更多的生活场景。                                 |
|      | 体检及慢病管理 | 康信 APP       | 线上线下一体化的人群保健+慢病管理+就医导医。   |
|      | 云医院建设   | 纳里健康云医院平台    | 以分级诊疗为核心、以实体医院为支撑的移动智慧云医疗平台，对接第三方的物流配送、金融支付和医疗保险。通过创建医院与医院之间合作、医生与医生之间协同、医生与患者之间互动的新模式，帮助医院轻松构建自己的云医院平台和提供云医疗服务，为医院打造专属的医疗联合体。                      |

资料来源：公司官网，中银国际证券

公司传统的医疗 IT 产品应用范围广泛，主要涵盖各级医疗卫生机构（院端）、卫生健康行政部门（卫健行政端）等。

传统 HIT 业务涉及环节多，以解决方案的产品形式为主。院端产品主要包含管理信息化系统（HIS）、临床管理信息化系统（CIS）、局域医疗卫生服务系统（GMIS）和医院和公共卫生管理中的基本信息管理系统（MIS）等。由于二、三级医院信息化工作一般统一部署进行，并且院端软件产品需求较多，因此一般产品形式为整体解决方案。公司软件产品覆盖度高，具备较强竞争力。

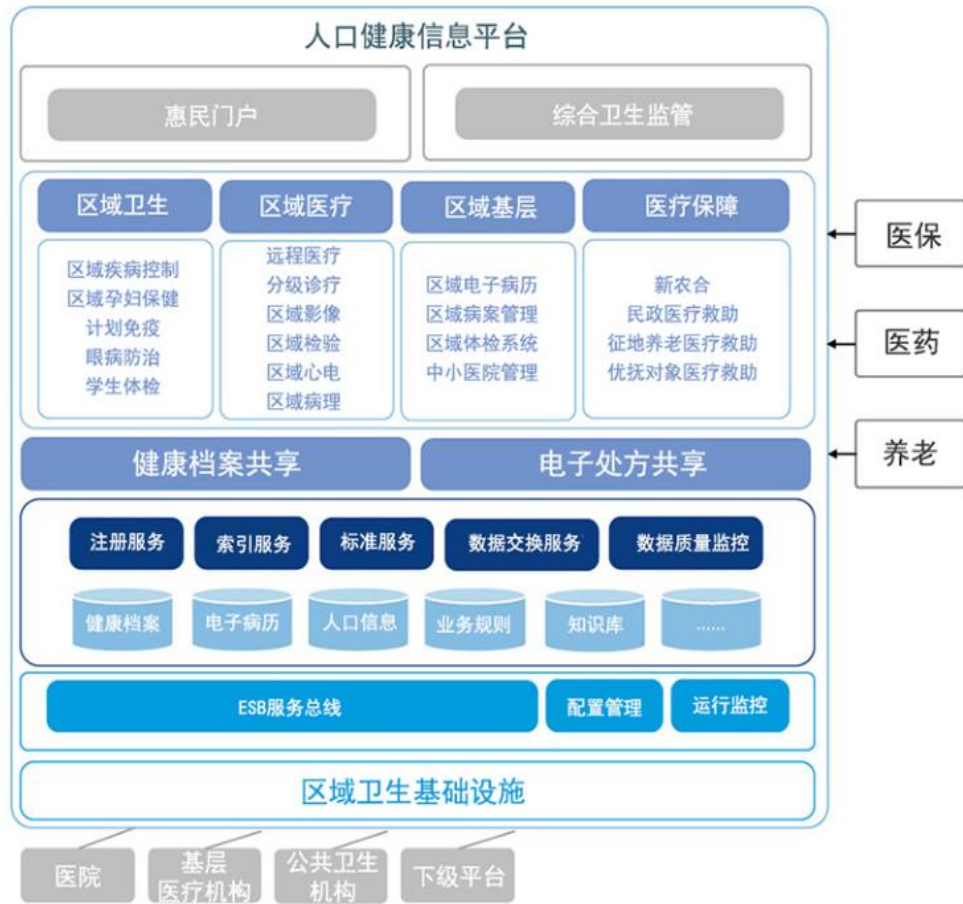
图表 12. 形成医院管理信息全系列产品覆盖



资料来源：公司官网，中银国际证券

卫健行政端产品贯通能力强。卫宁的公共卫生信息管理系统主要基于标准数据集和标准数据结构，结合数据采集和展示，通过建立区域卫生信息共享平台，实现了区域范围内的横向业务机构和纵向管理机构的互联互通。公司公共卫生信息管理系统主要包括区域卫生信息平台、社区卫生信息系统、农村卫生一体化解决方案、新型农村合作医疗信息管理系统等。

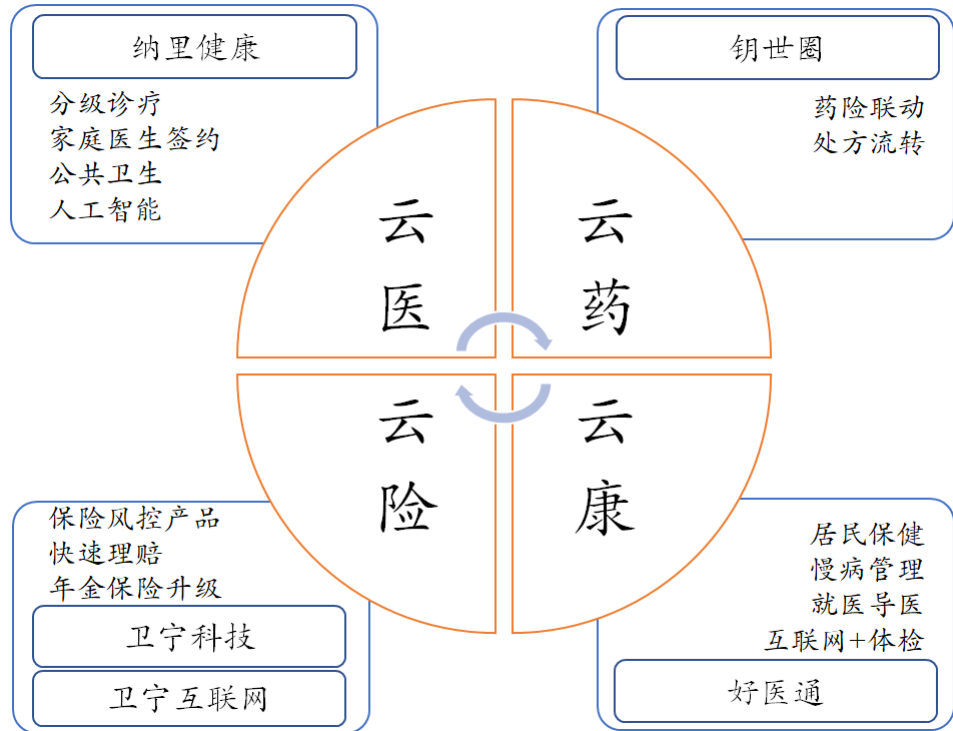
图表 13. 公共卫生信息管理系统



资料来源：公司官网，中银国际证券

乘“互联网+健康”之风，四大创新业务为后备驱动。公司以医疗场景为核心，围绕医院、医生、患者、医保、商保等各类用户，在“医生诊断、药品售卖及处方流转、保险控费及支付、健康检测”四大重点环节，以不同参股公司为主体，创新开展“云医、云药、云险、云康”四大业务。创新业务在 2017 年开始发力，由于创新业务采用“互联网+”思维打法，所以未来两年仍将处于大力投入期，预计尚需时间进入盈利阶段。

图表 14. 创新业务布局



资料来源：公司官网，中银国际证券

## 传统前驱动力强，作为头部企业受益于市场扩容

医疗信息化传统强项是公司目前的主要业务，其主要增长驱动因素是近年来市场空间受政策带动的飞升。同时，医疗IT项目体量存在明显增长趋势，意味着客户对厂商复杂软件能力的要求提升，因此行业内头部企业将更为受益，卫宁增速有望超过行业增速。

### 中期利好政策密集催化，需求继续扩容

医疗行业改革深化，结构调整催生新一轮信息化建设需求。自2017年至今，中央部委层面的医疗健康行业政策一直密集发布，不断催生行业变革，由此带动众多的IT需求出现。

**1、制度组织架构改革方面：**2017年《“十三五”深化医药卫生体制改革规划的通知》和《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》发布，催生分级诊疗和医联体等新制度新组织架构；

**2、应用场景方面：**2018年《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》和《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》发布，“互联网+医疗健康”支撑体系正式提上日程，互联网+医疗应用场景逐渐增多；

**3、产品升级创新方面：**2018年《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》发布，明确2019年所有三级医院的电子病历应达到3级以上，到2020年所有三级医院电子病历分级需达到4级以上，电子病历标准强制性提升带来产品升级创新，从而带动市场空间扩容。

**自上而下政策传导路径更加畅通，省市两级落实力度加强将扩容需求。**自国家卫健委和国家医保局组建完成后，中央层级政策规划发布自上而下传导路径更加畅通，传导至省市两级的效率提升明显，如江浙地区率先建设省级“互联网+医院”监管平台，三甲医院率先展开智慧医院建设。



图表 15. 医疗信息化政策文件

| 政策文件                             | 发布时间        | 主管部门 | 主要内容  |
|----------------------------------|-------------|------|---|
| 《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》        | 2019 年 6 月  | 国务院  | 一是要研究制定的文件，主要涉及健康中国行动、促进社会办医健康规范发展、鼓励仿制的药品目录、规范医用耗材使用、以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医改、医疗机构用药管理、 <b>互联网诊疗收费和医保支付、医疗保障基金使用监管</b> 等方面的 15 个文件。二是要推动落实的重点工作，主要围绕解决看病难看病贵问题和加强医院管理等方面，提出加大对医疗机构开展公共卫生服务的支持力度、 <b>建立全国公立医院绩效考核信息系统、开展按疾病诊断相关分组付费试点</b> 等共 21 项具体工作。 |
| 《关于推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的通知》          | 2019 年 5 月  | 卫健委  | 对开展紧密型县域医共体工作提出了工作要求，力争通过该项工作，进一步完善县域医疗卫生服务体系，加快提升基层医疗卫生服务能力，推动构建分级诊疗、合理诊治和有序就医新秩序。 <b>到 2020 年底，在 500 个县初步建成目标明确、权责清晰、分工协作的新型县域医疗卫生服务体系，逐步形成服务、责任、利益、管理的共同体。</b>   |
| 《医院智慧服务分级评估标准体系（试行）》             | 2019 年 3 月  | 卫健委  | 建立 <b>医院智慧服务分级评估标准体系</b> ，指导医院以问题和需求为导向持续加强信息化建设、提供智慧服务，为进一步建立智慧医院奠定基础。   |
| 《电子病历系统应用水平分级评价管理办法》（试行）         | 2018 年 12 月 | 卫健委  | 地方各级卫生健康行政部门要组织辖区内二级以上医院按时参加电子病历系统功能应用水平分级评价。 <b>到 2019 年，所有三级医院要达到分级评价 3 级以上；到 2020 年，所有三级医院要达到分级评价 4 级以上，二级医院要达到分级评价 3 级以上。</b>   |
| 《互联网诊疗管理办法（试行）》                  | 2018 年 9 月  | 卫健委  | 明确互联网诊疗是指医疗机构利用在本机构注册的医师，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。国家对互联网诊疗活动实行准入管理。  |
| 《互联网医院管理办法（试行）》                  | 2018 年 9 月  | 卫健委  | 明确互联网医院概念，包括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。国家对互联网医院实行准入管理。   |
| 《远程医疗服务管理规范（试行）》                 | 2018 年 9 月  | 卫健委  | 明确远程医疗服务的两种情形，以及与互联网医院之间的管理。  |
| 《深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务》     | 2018 年 8 月  | 国务院  | 有序推进分级诊疗制度建设、建立健全现代医院管理制度、加快完善全民医保制度、建立优质高效的医疗卫生服务体系等   |
| 《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工作的通知》 | 2018 年 8 月  | 卫健委  | 建立健全电子病历信息化建设工作机制、不断加强电子病历信息化建设、充分发挥电子病历信息化作用加强电子病历信息化水平评价。   |
| 《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》      | 2018 年 7 月  | 卫健委  | 明确推出“互联网+医疗健康”便民惠民 30 条举措，围绕居民健康服务需求所涉及的全部环节，提升便民服务能力，进一步优化服务流程，改善就医体验，让人民群众切实享受到“互联网+医疗健康”创新成果带来的实惠。   |

资料来源：国务院，国家卫健委，中银国际证券

医联体建设方面，公司在主体医院建设的 IT 系统有望实现规模化下沉扩散。医联体建设是新政策推动的重点任务之一，例如，河南省于 2017 年发布《关于推进医疗联合体建设和发展的实施意见》，明确 2017 年全面启动多种形式的医联体建设，三级公立医院全部参与并发挥引领作用，要求 2018 年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建设，各省辖市在城市至少建成 1 个有明显成效的医疗集团，在县域至少建成 1 个有明显成效的医共体。预计 2018 年城市医疗集团和医共体在组织架构上基本搭建完成，2019 到 2020 年信息系统将逐步上马。

医联体医共体及城市医疗集团建设将以核心三级医院为主体开展业务，因此主体医院的 IT 系统需要跟其他底层医院打通，IT 需求将集中在底层医院系统更换和集成平台建设。公司产品全面，覆盖客户范围广泛，客户主要集中在二、三级医院，医联体平台建设具备天然优势。

图表 16. 河南省推进医联体平台建设



资料来源：河南省医联体网络技术公司官网，中银国际证券

卫宁作为龙头厂商的优势将在医联体建设中得到体现。从《通知》要求中可以看出，城市医疗集团主要以城市三级医院为主体核心，自上而下带动区域网格内医疗机构统一开展业务，而在 IT 系统建设中，短期内主要的增量市场为医联体新平台建设。预计三级医院 IT 系统建设的主导话语权增加，而原来主要做三级医院的 IT 厂商将具备天然先发优势，并且区域内各医疗机构的电子病历和健康档案将会首先实现互联互通，在上面两个系统建设占优的厂商业务增量也将有所体现。医联体统一建设意味 IT 系统市场格局将进一步改善，产品能力+平台整合能力将成为龙头厂商有力护城河。卫宁作为业内龙头厂商，在三级医院及卫健行政端均有较强的比较优势，在医联体平台建设中将份额有望提升。

医联体平台三年建设空间可达 62 亿。从 2017 年开始，部分发达地区和领先的三甲医院已经率先开始进行医联体医共体项目建设，但整体数量较少。根据中国采招网数据，卫宁健康、创业慧康等头部厂商中标的医联体医共体项目仅为数十个，可见医联体平台市场尚未爆发。按照《通知》要求，试点范围将逐步扩大化，假设在 2021 年医联体组织形式推向全国，计算 2019-2021 年三年市场空间。仅以三级医院为主体建设保守计算，单体采购金额为 250 万，以 2,498 家三级医院为基数测算，三年市场规模为 62 亿，年均市场规模为 20 亿左右。

图表 17. 典型的医联体项目建设

| 招标方                      | 项目名称                           | 中标公司 | 中标金额 (万元) |
|--------------------------|--------------------------------|------|-----------|
| 兰州市第一人民医院                | 医联体云平台采购项目                     | 卫宁健康 | 270       |
| 吉林省神经精神病医院               | 采购医联体云平台项目                     | 卫宁健康 | 326.8     |
| 济南市中心医院                  | 医联体云平台开发服务项目                   | 卫宁健康 | 288       |
| 四川省凉山彝族自治州德昌县人民医院        | 信息化建设和区域医疗共同体信息化建设项目           | 医惠科技 | 160       |
| 苏州高新区(虎丘区)卫生和计划生育局       | 高新区东部医联体基层医院信息管理平台升级改造         | 创业慧康 | 275.9     |
| 武威市凉州医院                  | 建设互联网医院(医共体)云服务平台与信息系统维护服务采购项目 | 创业慧康 | 950       |
| 上海市闵行区卫生和计划生育委员会信息管理事务中心 | 闵行区区域医疗联合体建设项目                 | 创业慧康 | 3,399     |

资料来源：中国采招网，中银国际证券

从政策到落地，医疗信息化需求存在明确的需求路径，我们归纳如图表 18 所示。从表中可以看出，相关政策在硬性指标、市场空间和针对性等多个方面对公司业务带来直接助力。

**图表 18. 政策规划影响业务路径**

| 政策文件  | 涉及到的系统                      | 影响路径   |
|---|-----------------------------|--|
| 《关于推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的通知》                                   | 医联体、医共体整体信息系统               | 主体医院的 IT 系统需要跟其他底层医院打通，IT 需求将集中在底层医院系统更换和集成平台建设。公司产品全面，覆盖客户范围广泛，客户主要集中在二三级医院，医联体平台建设具备天然优势。  |
| 《医院智慧服务分级评估标准体系（试行）》                                      | 诊疗预约、远程诊疗、支付、家庭医生、转诊、宣教等子系统 | 参考招标网典型项目体量，以 11,174 家二、三级医院为基数，对标第 5 级标准，估算得到智慧服务评级对应的市场空间规模为 263 亿（智能导医、院内导航、健康宣教等在较早政策中较少提及的系统需求对应市场空间约为 112 亿）。若按中性假设，各指标综合渗透率（建成率）为 50%，即对应约 130 亿空间。公司作为 HIT 业务龙头企业，客户基数广泛，在传统的 HIT 业务基础上，更加容易的获取智慧服务项目订单。 |
| 《电子病历系统应用水平分级评价管理办法》（试行），《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工作的通知》 | 电子病历新建及升级                   | 电子病历建设标准提升是较为硬性的指标要求，在 2019 和 2020 年底均为建设时间截点，说明电子病历建设将快速放量。电子病历是传统 HIT 产品，公司在该领域优势较为明显，电子病历功能模块趋多引导单价提升，电子病历收入实现量价齐升。   |
| 《互联网诊疗管理办法（试行）》、《互联网医院管理办法（试行）》和《远程医疗服务管理规范（试行）》          | 远程医疗信息设备及系统、互联网医院整体系统       | 公司云医板块直接受益，体现为纳里健康和卫宁互联网收入增速较快。  |

资料来源：国务院，国家卫健委，中银国际证券

### 渗透率低叠加投入意愿增强，景气度提升驱动业绩增速

首先，预计行业仍将长期保持较高速增长。根据 IDC《中国医疗行业 IT 市场预测，2019-2023》报告，2018 年中国医疗行业的 IT 花费是 491.8 亿元，较 2017 年增长了 11.2%。IDC 预测 2023 年该市场规模将达到 791.6 亿元，2018 至 2023 年的年复合增长率将为 10.0%。另外从 C 端来看，根据国家统计局数据显示，2018 年中国人均医疗保健消费增速达 16.1%，远超过居民人均消费支出增速 8.4%。

**图表 19. 2019-2023 年中国医疗行业市场预测及分析**

### 2019-2023 年中国医疗行业市场预测与分析



资料来源：IDC 中国，中银国际证券



医疗信息化已实施多年，能够继续保持 10%以上增速的基础在于不同系统的渗透率水平不一，存在补短板机会。根据中国医院协会信息管理专业委员会 2018 年发布的《2017-2018 中国医院信息化状况调查报告》数据显示，在统计范围内的 484 家代表性医院中，已上线 MIS 系统的医院占比低于 55%，其中：（1）划价收费系统及挂号系统已实施比例占比超 50%；（2）药库管理系统、药房管理系统、住院药房管理系统及祝愿病人管理系统已实施比例在 45%~50%之间；（3）客户关系管理系统等的管理系统实施比率低于 10%。

报告统计了各医院系统受重视程度排名，排在前列的依次为 EMR、CIS、PACS、CPOE、HMIS 等，说明电子病历建设标准影响驱动医院投入意愿最为强烈，也与前述政策的强制性力度相一致。

图表 20. 信息化建设渗透率有待提升



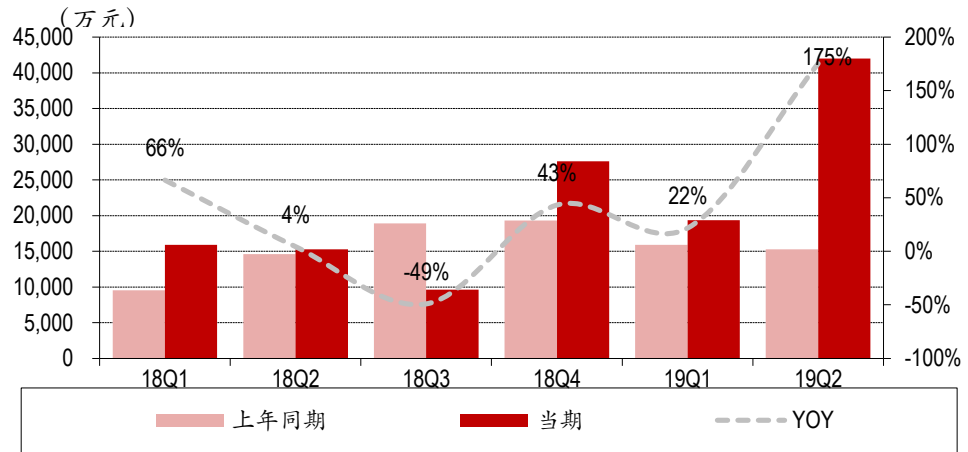
资料来源：中国医院协会信息管理专业委员会，中银国际证券

在手订单增多验证投入意愿增强。在系统渗透率仍有提升空间的基础上，订单情况初步验证医院端的 IT 投入意愿也确实在增长。根据公司公告和中国采招网数据显示，2018 年公司新签订单规模超 20 亿元，同比增长 41%，2019H1 新增订单同比增长 97%，保守统计金额达 6.1 亿。客户结构中，老客户的比例约为 70%，新客户的比例约为 30%。

订单实现量价提升，强者愈强局面更加明显。中国采招网统计数据显示，2018~2019Q1 期间公司季度订单数量和金额均实现较好的增长（18Q3 同比下降估计与医院等待当季新政策推出有关）。

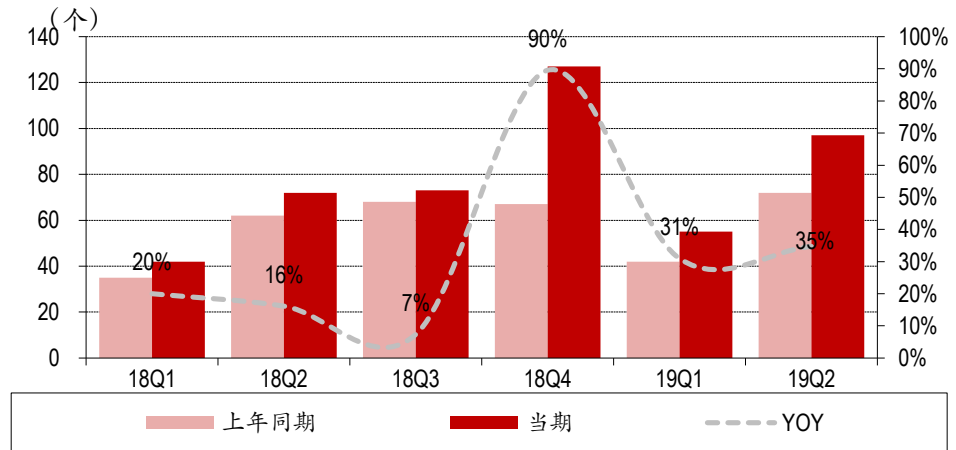
订单释放节奏印证了：（1）行业高增长趋势；（2）2018 年 7 月以来政策发布频次加快催化了医院端和行政端需求提速。

图表 21. 单季度订单金额增长



资料来源：中国采招网，中银国际证券

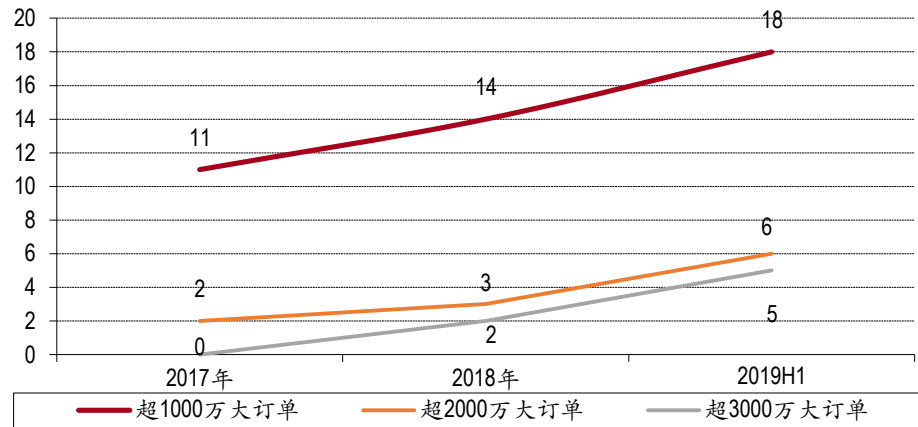
图表 22. 单季度订单数量增长



资料来源：中国采招网，中银国际证券

**大额订单数量增多利于头部厂商。**在 HIT 市场中，由于电子病历升级导致标准程度提高、互联互通项目需要产品服务经验丰富厂商实施、智慧医院整体建设提上日程等原因，大额订单增多。可从中标的大额订单项目增多验证该趋势。以超过 3,000 万订单数量为例，2018 年仅出现 2 个（最高金额约 3,500 万），而在 2019H1 出现了 5 个（最高金额超 5,600 万），数量和价格实现双提升。在超过 1,000 万订单方面，2017、2018 和 2019H1 数量分别为 11、14 和 18，这一趋势表现的更为明显。考虑到大订单在近两年频繁出现，且基本为领先厂商中标，由此预见龙头厂商更为受益，强者愈强态势进一步巩固。

图表 23. 公司大金额订单明显增多



资料来源：中国采招网，中银国际证券

## 创新后驱潜力足，云业务兑现成倍增长

传统医疗信息化业务更偏重于医院的管理和诊疗，创新业务需求的涌现在于行业格局的新趋势。尤其是近几年来“互联网+”、医保体制改革、互联网巨头业务拓展等因素激发了新的IT需求。例如，新组建的医保局系统建设及强烈的精确控费需求，商业保险为拓展业务将触角直接延伸到医院端；“互联网药店”带动了网络售药等需求等。公司以“互联网+”的思维推出和拓展对应的创新业务，能够为传统业务成熟之后提供新的广阔增长空间。

以“云医”、“云险”、“云药”、“云康”四大核心创新业务（“四朵云”，结合创新基础平台并称为“4+1”）布局清晰，通过内部孵化及产业链上下游公司股权合作等方式，快速推进。由于目前仍处于投入期，尚未实现盈利，因此市场主要关注的问题是：（1）市场竞争格局将如何演化？（2）创新业务的盈利时点在什么时候？（3）对该业务如何进行估值？

我们认为，创新业务未来两年仍将处于大力投入期；与平安好医生、春雨医生、阿里健康等创新者竞争；预计卫宁云医业务将率先盈利，云药业务在突破网上药品零售和电子处方流转政策限制后将快速放量，云险业务和云康业务则要考验公司运营能力。

### 短期仍为投入期，中期有望实现爆发

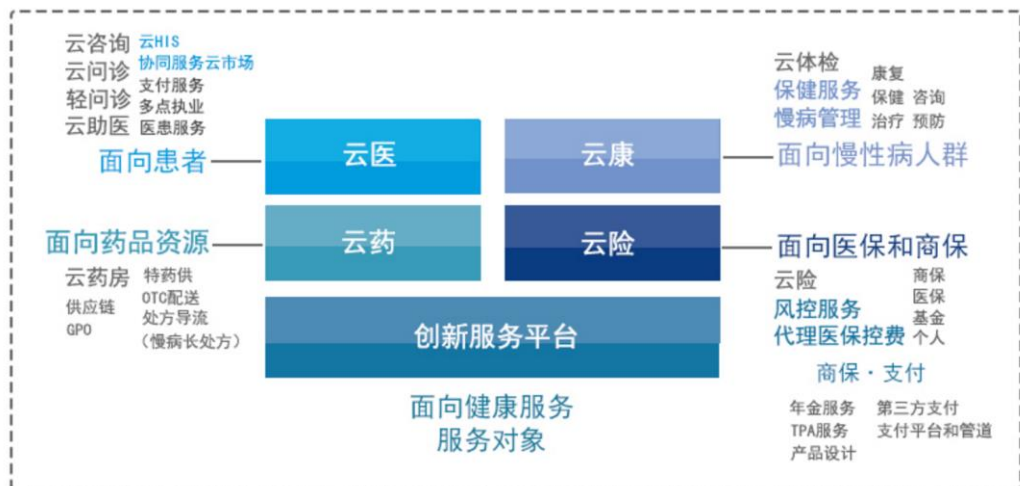
创新业务为公司双轮驱动发展的后驱，经营方式和市场拓展打法均借鉴互联网思维，除了业务收费模式外，还看重“互联网+医疗”服务项目背后宝贵的数据资产。未来，海量数据资产的变现存在较大可能性，有望成为主要的商业模式之一。

图表 24. 四云主体公司股权比例结构

| 子公司   | 卫宁参股比例 | 其他重要股东及持股比例                    | 备注  |
|-------|--------|--------------------------------|---|
| 纳里健康  | 50.78% | 上海云鑫创业投资有限公司（通过卫宁互联网参股 18.58%） | 公司直接持有 7.43%，并通过卫宁互联网参股 61.94%，实际合计持有比例为 50.78% |
| 铜世圈   | 34.62% | 国药健康实业（上海）有限公司（21.28%）         | —   |
| 卫宁科技  | 50.00% | 中国人寿保险股份有限公司（23.08%）           | —   |
| 卫宁互联网 | 70.00% | 上海云鑫创业投资有限公司（30.00%）           | —   |

资料来源：万得，中银国际证券

图表 25. “4+1” 创新业务内涵

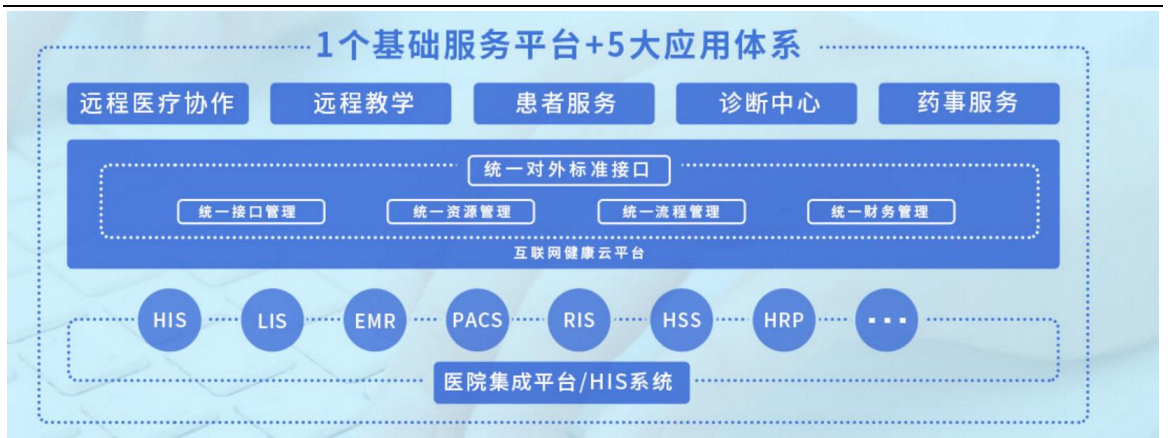


资料来源：公司官网，中银国际证券

**云医：线上运营平台+线下实体合作服务。**云医业务包含线上健康运营平台和线下基层医疗服务，线上业务主要通过“纳里健康”和“纳里医生”平台运营。截至2018年，纳里健康共签约医疗合作项目超200个，遍及云南、广西、广东、新疆、湖北、安徽、吉林等地，平台已接入国内医疗机构超2,000家，注册医护人员超20万名，远程医疗超200万人次，服务患者超1亿人次。线下业务为卫宁互联网布局的基层卫生医疗服务“身边医生”，已在北京、天津、上海、深圳等地区覆盖基层卫生机构超1,200家，月服务居民十余万次，并将结合分级诊疗、家庭医生签约、公共卫生、人工智能等新业态，建立更加充分完善的院际及医患联结生态。

**医联体试点范围扩容，信息系统建设提速。**2019年5月22日，国家卫健委、国家中医药管理局联合印发《关于开展城市医疗联合体建设试点工作的通知》，要在100个试点城市全面启动医联体网格化布局与管理，形成以城市三级医院牵头、基层医疗机构为基础，康复、护理等其他医疗机构参加的医联体管理模式。**通知中重点提出将统一信息平台，即推进医联体内各级各类医疗卫生机构信息系统的互联互通，实现电子健康档案和电子病历的连续记录。**并统一医联体内药品、医用耗材编码，逐步实现医联体内医疗卫生信息有效共享。

图表 26. 纳里智慧医院的专家医联体解决方案



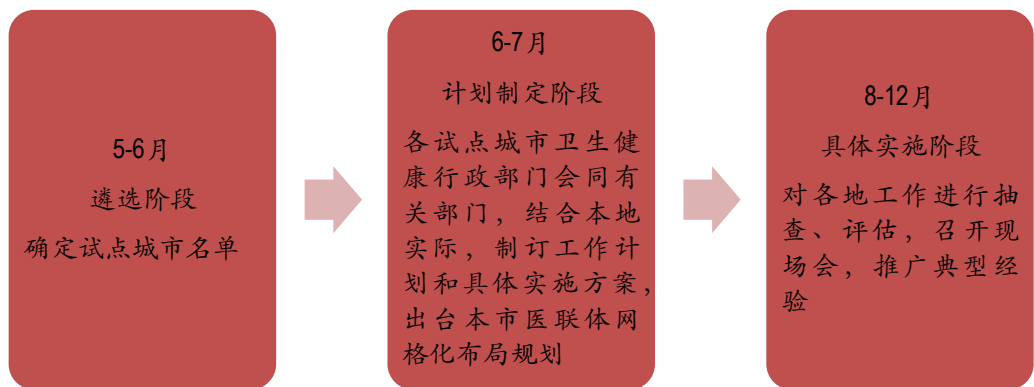
资料来源：纳里健康官网，中银国际证券

图表 27. 纳里健康的区域医共体解决方案



资料来源：纳里健康官网，中银国际证券

图表 28. 2019 年医联体建设提速



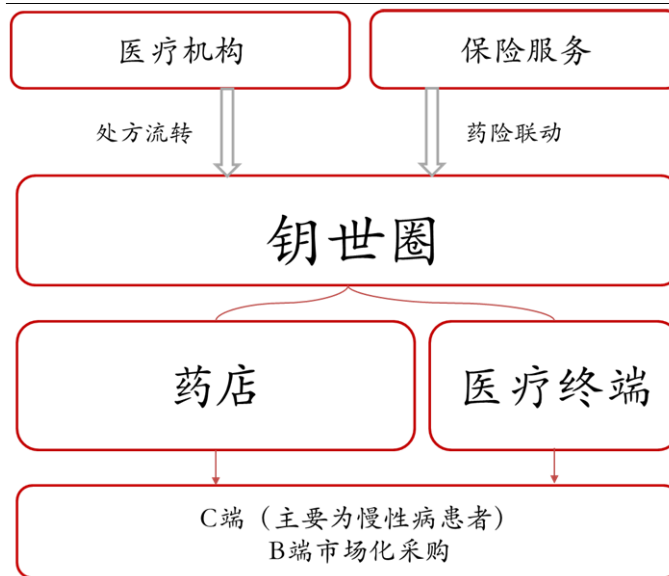
资料来源：国家卫健委、国家中医药管理局，中银国际证券

**云药：药联体平台建设+药险处方处理。**云药业务主要通过“钥世圈”运营，其核心业务主要为“药联体”平台建设及“药险联动、处方流转”两大块内容，并采取会员制，经“钥匙卡”、“企健网”门户平台，向上对接上游保险端的医疗机构及各类保险，向下对接下游的各类药店及医疗终端，最终实现面向 C 端（主要为慢性病患者）的处方流转平台及面向 B 端的市场化采购平台，推动健康险理赔服务自动化水平，又通过导流等方式帮助了线下药房业务的发展。

**云药进展效果显著，收入重点在于商保合作返佣。**公司通过与商业保险公司合作实现收入，第一部分是按照商业保险公司需求改装 IT 系统，将商保系统接入到医院的业务系统当中，收取建设改装费。第二步是接入商业保险后，按照数据流量进行收费，比如商保提出需要患者用户 A 的门诊数据，经过处理后公司收取商保一定比例返佣费用。**截至 2018 年“药联体”合作成员逾 7 万家，用户分布于全国 30 个省市，合作保险公司达 50 余家，管理保费金额超 30 亿元，依托“药联体”等平台，整体交易额累计超过 4.5 亿元，并在全国范围内进行业务推广等。**

**2C 药品售卖和电子处方静待政策限制突破。**钥世圈的药品社会化供应在杭州、天津等地开始试点运营，并在全国范围内推广“互联网+药联体+处方流转”的互通机制，成功与上海、江苏、浙江、黑龙江等多地的医院签订了处方流转战略。根据卫健委数据统计，目前全国具备互联网医院牌照数量仅有 158 家，整体数量偏少，主要因为互联网医院政策在 2018 年 9 月才正式出台，众多医疗机构处于观望状态，并且互联网医院建设改革重点将是电子处方流转及后期的医药售卖，需要突破一定的国家政策限制。**若未来相关政策边际改善，面向 C 端的药品售卖和电子处方流转业务有望实现新突破，云药业务增长弹性将非常好。**

图表 29. 云药业务触及 C 端



资料来源：公司官网，中银国际证券

**互联网医疗收费纳入医保政策可期，将强力扩容云险业务市场空间。**7月31日，国家医保局对十三届全国人大二次会议第2056号建议的答复中表示互联网医疗收费细则正在制定，已经形成了初稿，等待征求各方面意见修改完善后正式发布。假设在2019年内将互联网费用纳入医保报销体系，则对互联网医疗市场空间、保险赔付报销及支付处理形成扩容。

**云险主攻商保支付业务，卡位支付前端入口。**公司旗下卫宁科技拥有领先的保险风控产品，以医疗支付和商保直付为切入口，通过卫宁互联网的“卫宁付”一站式解决了医疗支付，打通在自费、医保、医保支付等医疗场景中可能存在的问题。并为客户提供商保快速理赔服务以及年金保险升级服务，有效连接医疗服务提供方、技术支持方和商业保险服务方的三方机构。

**卡位支付生态构建，平台收费模式简便易行。**卫宁TM产品系列中的TM1.0已开通扫码支付、自助支付、商保支付等支付服务，同时成功对接了支付宝、微信、商保公司、银联云闪付、百度小程序、银行APP等三方机构，为患者提供了可供选择的线上、线下支付模式。自2017年投入运营以来，已在上海、贵州、安徽等地近1,000家医疗机构投放支付设备12,000多台，交易金额超80亿元，交易笔数超过5,000万笔。

**完善医疗+金融链路，打通支付最后一公里。**公司积极布局医疗+金融服务，打通商保直付通路让保险覆盖更多的诊疗业务，接入企业客户建立医院黄金客户的服务模式，为医疗机构、医保机构、患者提供便捷支付、快速理赔、保险升级的一站式医疗健康支付服务解决方案，目前已接入中国平安、太保安联、泰康产险等多家保险公司以及上海保交所、众安科技等多家保险平台。

**云险短期内主要看阿里等支付返点变化，未来重点是支付生态构建。**目前云险业务收入主要是依靠建设费和商保支付返点收入，流量性收入主要依靠阿里腾讯等巨头的支付返点收入，阿里腾讯支付相互竞争，会按照市场竞争态势对返点比例进行调整，预计该比例在0.1%-0.2%左右。由于两年仍将处于大力投入期，未来两年仍将处于亏损状态。长期看流量支付收入未来将处于稳定状态，所以云险长期目标将是与支付巨头合作而非形成依赖，在支付通道业务中添加自身特色服务，最后形成服务性收入。

**中标国家医保局等平台建设项目，顶层综合实力为后续提供保障。**2019年公司中标中国保险信息技术管理有限责任公司（中国保信）重要平台项目和国家医疗保障局重要项目。2019年4月22日，卫宁科技中标国家医疗保障局“医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目”中的第六包“基金运行及审计监管子系统”及“医疗保障智能监管子系统”，总金额为328万元，占平台软件项目总金额1,694万元的19.4%，在子系统中金额绝对值和占比均为最高，体现公司在医保平台建设中的综合领先实力。

**图表 30. 医疗保障信息平台建设工程应用软件采购项目中标情况**

| 子系统                 | 中标厂商   | 中标金额 (万元)      |
|---------------------|--|----------------|
| 内部统一门户子系统、内部控制子系统   | 东软集团股份有限公司                                     | 259            |
| 跨省异地就医管理子系统         | 四川久远银海软件股份有限公司                                 | 199            |
| 支付方式管理子系统           | 创智和宇信息技术股份有限公司                                 | 83             |
| 医疗服务价格管理子系统         |  |                |
| 药品和医用耗材招采管理子系统      | 厦门海西医药交易中心有限公司                                 | 168            |
| 公共服务子系统、信用评价管理子系统   | 易联众信息技术股份有限公司                                  | 268            |
| <b>基金运行及审计监管子系统</b> | <b>上海金仕达卫宁软件科技有限公司</b>                         | <b>328</b>     |
| <b>医疗保障智能监管子系统</b>  |  |                |
| 宏观决策大数据应用子系统        | 平安医疗健康管理股份有限公司                                 | 207.35         |
| 运行监测子系统             |  |                |
| 基础信息管理子系统           | 易联众信息技术股份有限公司, 四川久远银海软件股份有限公司和创业慧康科技股份有限公司的联合体 | 100            |
| 医保业务基础子系统、应用支撑平台子系统 |  |                |
| 应用系统集成服务            | 东华软件股份公司                                       | 81.8           |
| <b>合计</b>           |  | <b>1694.15</b> |

资料来源: 中国采招网, 中银国际证券

**医保控费平台建设为新增量, 软件部分市场容量近 19 亿。**目前国家医保局重点任务之一为实现有效的医保控费, 但现在信息技术手段尚不完善, 未来工作重点将是通过建设医保控费平台该目标。预测未来的建设路径将通过统一的医保控费平台, 透过各医疗机构的 DRGs 系统, 对患者产生的医保费用进行有效分类管控。预期今年医保局的国家级平台将建设完成, 后期省级平台有望跟上, 然后通过省级平台延伸到各市, 通过连接各医疗机构的 DRGs 模块, 实现自上而下管控。

市场空间测算方法: 国家级平台软件部分金额为 1,700 万左右, 预计各省级在 2019 年会进行相继招标, 各省级系统中会相应的添加和剔除部分子系统功能, 然后是省会城市和地市级统筹区系统平台建设。假设招标价格为国家级平台的 70%, 则省厅级平台总价约为 1,000 万; 省厅级平台会相应的对接省会城市和地市级统筹区, 并且需要再剔除“宏观决策大数据应用子系统”。

由于之前人社部门涵盖医保系统功能, 因此省厅级、省会级城市及地市级统筹区系统建设可以参考人社系统建设, 假设单项系统建设价格如下。**测算医保信息平台软件市场规模达 18.8 亿元。**

**图表 31. 医疗保障信息平台软件市场规模测算**

| 层级             | 数量  | 金额 (万元) | 单项合计 (万元)      | 备注     |
|----------------|-----|---------|----------------|--------|
| 国家级            | 1   | 1,700   | 1,700          | 已招标建设  |
| 省级             | 31  | 1000    | 31,000         | 参考人社系统 |
| 省会及计划单列市 (含深圳) | 37  | 1500    | 55,500         | 参考人社系统 |
| 地市级统筹区         | 334 | 300     | 100,200        | 参考人社系统 |
| <b>合计</b>      |     |         | <b>188,400</b> | —      |

资料来源: 中国采招网, 中银国际证券

**云康针对健康体检特定领域, 主要作用为业务环节补充。**云康主要业务为医疗健康与体检行业, 配合医通讯、康信、优孕宝等 APP, 关注病患健康体检、慢性病管理及孕妇保健等领域, 从而实现了双向连接医院体检中心及企业, 为客户提供了预约挂号、远程会诊、健康检查、药物配送等服务。目前, 旗下参股公司上海好医通健康信息咨询有限公司布局的“互联网+体检”服务, 已连接 1,300 多家医院及体检中心, 年体检服务超过 30 万人次, 服务各类企业客户超 6,000 家。



### 盈利平衡点接近，对标平安好医生和阿里健康估值近百亿

**2018 年创新业务处于大力投入期，但亏损幅度收窄。**过去两年内四大创新业务正处于大力投入期，因此营收实现较快增长，而亏损幅度正在减少。其中，纳里健康和钥世圈亏损幅度小于 1,000 万，卫宁互联网实现盈亏平衡。

具体来看，2018 年经营情况和未来预期增长情况如下：

(1) 云医：纳里健康营收超 5,000 万，同比增长 71%，其中 70% 左右为平台建设收费，剩余 30% 为平台运营类收入，运营类收入呈加速增长趋势。总体毛利率约为 75%，净利润较去年同期增长 22%，亏损收至近 700 万。受益于政策鼓励，未来两年内医共体医联体等新形态建设速度将提升，已经实现盈利的平台建设收入将跟随快速增长。考虑到具备规模效应的平台运营类收入将在建设基础上快速放量，盈利模式成熟后利润得到较快释放，我们预计云医业务 2019 年亏损将会继续收窄，在 2020 年上半年初见盈利。

(2) 云药：钥世圈全年营收超 8,800 万，同比增长 154%，亏损额较去年收窄近 400 万，但由于存在区域集中采购的影响，使得毛利率较低，净利仅同比增长 26%。平台返佣情况中，全年返佣金额约为 2,500 万，目前 B2B 项目仍处于亏损状态。在带量采购的政策影响下，鉴于公司赚取的为通道信息服务费用，所以政策主要从返佣方面对云药产生影响。考虑带量采购政策的持续性影响，通道信息服务费用收入扩张范围变窄，并且药品网上零售竞争格局正在加剧，预计云药今年将实现盈亏平衡，在 2020 年底实现盈利。

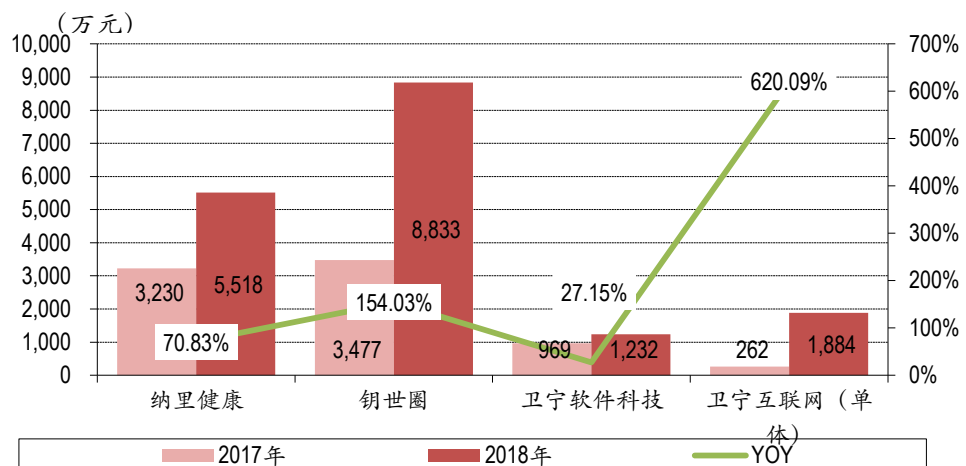
(3) 云险：

A、卫宁互联网（单体业务不包参股的纳里健康）收入规模较小，仅为纳里健康的三分之一，2018 年营收约为 1,884 万，同比增速高达近 620%，首先实现盈亏平衡，为旗下四家创新公司中增长速度最快的一家。卫宁互联网收入净利增速主要取决于蚂蚁金服返点比例变动，随着蚂蚁金服在医疗健康的大力布局，2019 年底有望实现过百万级别的净利润。

B、卫宁软件科技营收为 1,232 万元，同比增长 40%，净利润-3,256 万元，同比增长 27%。亏损业务主要为医保控费业务，虽然医保控费全盘资金达 35 亿，但实际转化为流水的金额仅占其中的 10%，约 3.5 亿。随着医保局控费平台建设逐步完善，部分业务结算的落实将带动规模性放量，假设医保控费平台在 2020 年底全部建设完成并上线，软件科技有望在 2021 年实现盈利。

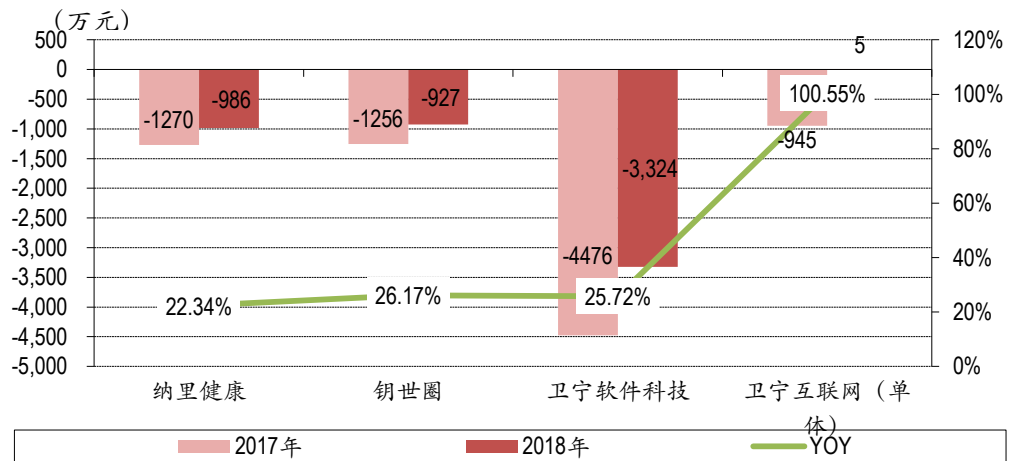
(4) 云康：2018 年底已经实现线上线下一体化的居民保健+慢病管理+就医导医+体检服务，其中公司参股的上海好医通健康信息咨询有限公司布局“互联网+体检”，已连接 1,500 多家医院及体检中心，年体检服务超 32 万人次，服务企业客户超 6,500 多家。相对而言目前体量较小，发展特点尚未成型，暂不展开讨论。

图表 32. 创新业务主体营收变化



资料来源：万得，公司年报，中银国际证券

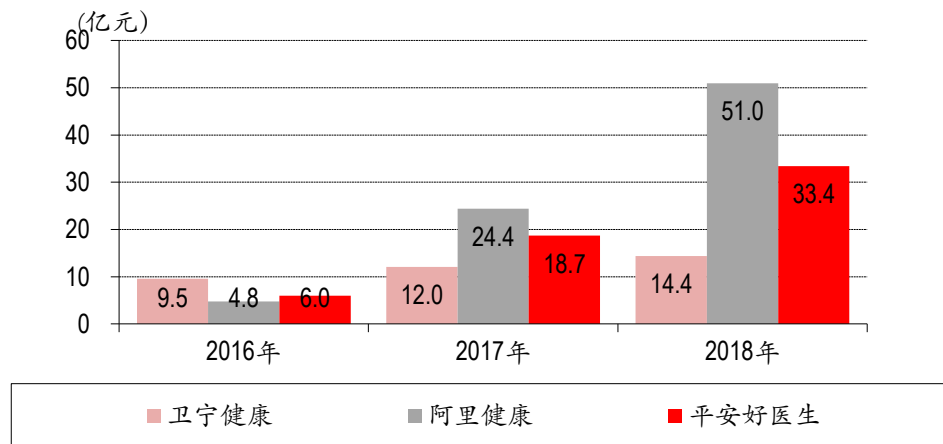
图表 33. 创新业务主体净利润变化



资料来源：万得，公司年报，中银国际证券

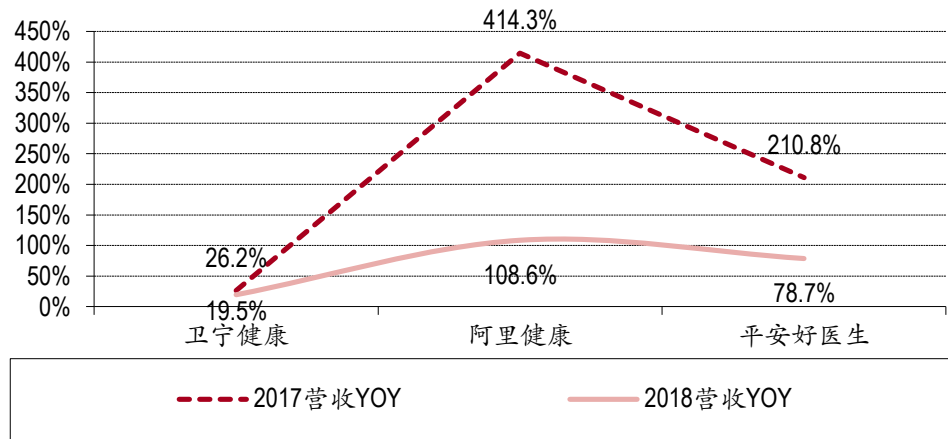
云医、云险对标平安好医生，云药对标阿里健康，运用 PS 对创新业务进行基础估值。卫宁的创新业务主要集中在“医、药、险”三大部分，对其估值可采用相对估值法。可比公司方面业务上，针对国内互联网医疗企业选择港股的平安好医生和阿里健康，其中云医、云险业务可对标平安好医生，云药业务可对标阿里健康。估值方法上，互联网创新业务仍在大力投入期，尚未盈利因此使用 PS 法估值。根据图表 35 可见公司整体业务营收增速远远低于阿里健康和平安好医生，主要是传统业务增速较低拖累相对整体表现。但根据图表 38 可见，卫宁健康创新业务营收增速远远高于阿里健康和平安好医生。

图表 34. 三家公司整体营收变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 35. 三家公司整体营收增速变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

**互联网医疗第一股平安好医生, 生态拓展布局进展良好, PS 估值中枢为 15 倍。**平安好医生是中国互联网医疗市场的先行者, 背后倚靠平安集团。业务主要为家庭医生服务、消费医疗服务、健康商城、健康管理及健康互动等。目前公司已成立具有覆盖全国的医疗健康服务提供商网络, 涵盖约 3,100 家医院 (包括逾 1,000 家三级甲等医院) 以及约 1,100 家体检中心、500 家牙科诊所及 7,500 家药店。公司的家庭医生服务、移动平台及服务提供商网络使公司成为重要的在线门户入口, 组成充满活力的医疗健康生态系统。

图表 36. 平安好医生 PS 估值变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 37. 2018 年平安好医生主要经营数据均实现快速增长

|             | 2018年  |                 | 同比變動   |
|-------------|--------|-----------------|--------|
|             | 12月31日 | 2017年<br>12月31日 |        |
| 註冊用戶數(百萬人)  | 265.2  | 192.8           | 37.6%  |
| 自有醫療團隊數量(人) | 1,196  | 888             | 34.7%  |
| 外部名醫數(人)*   | 5,203  | 2,139           | 143.2% |
| 累計諮詢量(百萬人次) | 407.1  | 211.8           | 92.2%  |

|                 | 截至12月31日止年度 |         | 同比變動  |
|-----------------|-------------|---------|-------|
|                 | 2018年       | 2017年   |       |
| 家庭醫生服務收入(人民幣千元) | 410,729     | 242,163 | 69.6% |
| 日均諮詢量(千人次)      | 535         | 368     | 45.4% |

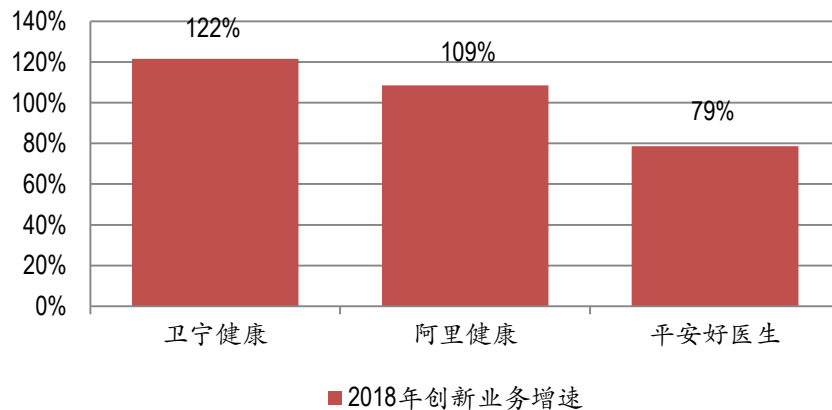
  

|          | 12月當月數 |       | 同比變動  |
|----------|--------|-------|-------|
|          | 2018年  | 2017年 |       |
| MAU(百萬人) | 54.7   | 29.5  | 85.4% |
| MPU(千人)  | 2,357  | 1,266 | 86.2% |

\* 均為三級甲等醫院副主任醫師及以上職稱。

资料来源：平安好医生 2018 年报，中银国际证券

图表 38. 三家公司创新业务营收增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

2018 年云医云险云康营收增速高于平安好医生，相比 15 倍 PS 可给予高溢价近 20 倍。平安好医生于 2015 年 4 月推出的移动平台，提供在线医疗健康服务，主要包含如下四大业务板块：家庭医生服务、消费型医疗服务、健康商城以及健康管理和互动。

1、家庭医生服务又可细分为在线咨询、转诊挂号、住院安排及二次诊疗四个子服务模块，在线咨询根据咨询内容的差异，可分为专注诊前和慢性病的医疗咨询及专注养生、护理的健康咨询。

2、消费型医疗服务：依托家庭医生服务推出商保型续费型产品，主要依靠平安集团整体强大的客户资源池和数据库。在 2018 年创新推出按年付费的商业保险产品，为保险客户提供涵盖预防、就医到康复的全流程医疗健康服务。商保合作及会员制已经是主要收入来源，2018 年商保收入 2 亿，会员超 100 万。

3、健康商城的主要服务内容为医疗保健药品的提供，通过自营与平台两种模式进行运作，对消费者提供健身器材、母婴保健用品等。自营的盈利模式为产品采购与销售中的差价，平台模式则为收取佣金及会员费。

4、健康管理及健康互动的盈利变现模式为通过平台投放广告，赚取广告费盈利，日均投放广告信息流超 4,300 条。用户黏性主要依附于平台向客户提供健康资讯、健康管理及评测服务，以刺激用户保有使用黏性，同时搭载有与消费型医疗服务及健康商城的导流入口。

根据上述业务性质分析，云医（互联网医院等）可对标家庭医生服务，云险对标消费型医疗服务（商保及会员制全流程服务），云康可以对标健康管理（健康商城提供健身器材和母婴保健产品，因此不作为云药的对标）。

基于以上分析，云药+云险+云康的 2018 年估值约 17 亿（=0.86\*20），而该创新业务增长迅速，未来营收增速有望继续翻倍，两年内中期估值可为 30-51 亿（17\*200%—17\*300%）。

图表 39. 2018 年平安好医生分部收入及毛利表现

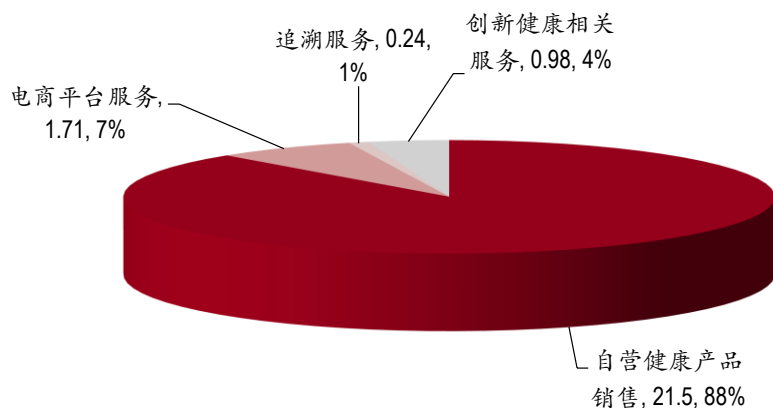
|             | 截至12月31日止年度      |                  |                 |
|-------------|------------------|------------------|-----------------|
|             | 2018年<br>人民币千元   | 2017年<br>人民币千元   | 同比变动            |
| <b>收入：</b>  | <b>3,337,849</b> | <b>1,868,021</b> | <b>78.7%</b>    |
| 家庭醫生服務      | 410,729          | 242,163          | 69.6%           |
| 消費型醫療       | 905,442          | 655,397          | 38.2%           |
| 健康商城        | 1,864,431        | 896,122          | 108.1%          |
| 健康管理和互動     | 157,247          | 74,339           | 111.5%          |
| <b>毛利：</b>  | <b>911,938</b>   | <b>612,070</b>   | <b>49.0%</b>    |
| 家庭醫生服務      | 164,752          | 142,525          | 15.6%           |
| 消費型醫療       | 418,098          | 304,148          | 37.5%           |
| 健康商城        | 200,928          | 104,593          | 92.1%           |
| 健康管理和互動     | 128,160          | 60,804           | 110.8%          |
| <b>毛利率：</b> | <b>27.3%</b>     | <b>32.8%</b>     | <b>-5.5個百分點</b> |
| 家庭醫生服務      | 40.1%            | 58.9%            | -18.8個百分點       |
| 消費型醫療       | 46.2%            | 46.4%            | -0.2個百分點        |
| 健康商城        | 10.8%            | 11.7%            | -0.9個百分點        |
| 健康管理和互動     | 81.5%            | 81.8%            | -0.3個百分點        |

资料来源：平安好医生 2018 年报，中银国际证券

云药可比公司阿里健康 PS 约 24 倍。阿里健康是阿里集团旗下在医疗医药科技行业重要布局的子公司，其主要业务包括中国药品行业的电子监管网（药品电子监管网）运营、医疗服务网络建设以及医药电子商贸业务，按照收入板块划分主要是自营健康产品销售、电商平台服务、追溯服务及创新健康相关服务四大业务板块。占比 88% 的自营健康产品销售业务包含自主经营的 B2C 业务和 B2B 集采分销业务，B2C 业务包含线上自营店（阿里健康大药房、阿里健康海外旗舰店和阿里健康旗舰店等）业务，B2B 集采分销业务主要是跟上游优质厂商进行合作，充当中介进行下游分销，“互联网+医药”占阿里健康 2018 年收入近 88%。

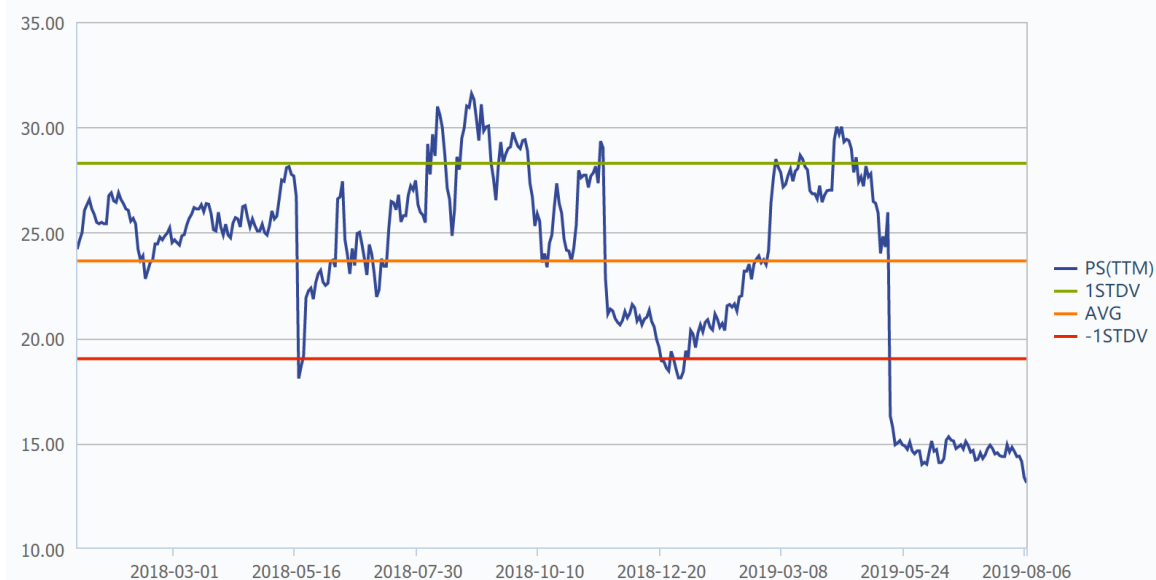
卫宁云药业务逊于阿里健康，可给予云药业务 PS 估值 12 倍。卫宁相对于阿里健康、平安好医生的优势在于十余年积累的传统 HIT 业务，在医院和行政部门的项目建设口碑优势明显，通过院端接触 C 端数据将更为直接。但是在云药方面，阿里健康龙头优势更为明显，依靠阿里巴巴的互联网平台在流量等方面享受溢价。因此卫宁云药 PS 水平应低于阿里健康，保守给予 12 倍的估值。

图表 40. 2018 年阿里健康收入结构划分



资料来源：阿里健康 2018 年报，中银国际证券

图表 41. 阿里健康 PS 估值变化



资料来源：万得，中银国际证券

综合以上，计算创新业务 2019 年估值为 62 亿。考虑 2020 年仍将是创新业务收入高速增长年份，保守估计 2020 年创新业务营收增速为 50%，即 2020 年创新业务估值为 93 亿左右。

图表 42. 2019 年创新业务估值

| 业务 | 2018 年营收(亿) | 2018 年营收增速 (%) | 2019 年营收(亿)<br>(按 2018 年增速比例) | PS | 2019 年估值(亿) |
|----|-------------|----------------|-------------------------------|----|-------------|
| 云医 | 0.55        | 71             | 0.94                          | 20 | 19          |
| 云药 | 0.88        | 154            | 2.24                          | 12 | 27          |
| 云康 | —           | —              | —                             | 20 | —           |
| 云险 | 0.31        | 153            | 0.79                          | 20 | 16          |
| 合计 | 1.74        | —              | 3.9                           | —  | 62          |

资料来源：万得，中银国际证券

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测：增速持续，毛利率提升

核心假设：

(1) HIT 行业景气度高，且 2018 年至今的行业需求边际改善状态将会持续三年。单就信息化程度而言，与美国 HIT 行业相较国内信息化程度依然偏低；再从利用信息化手段实现精确的分级诊疗以实现医疗资源瓶颈突破和效率优化目的讲，国家卫健委医管部门信息化重点明显转移到电子病历大升级、强制性互联互通、医联体医共体建设等领域，由此带动 HIT 行业高景气度持续，综合判断 HIT 行业重点细分领域增速可达 25% 以上。

(2) 龙头厂商强者愈强，产品项目型公司是紧抓需求扩容的最大受益者。根据订单统计情况，在行业新需求新形态趋势下，电子病历、智慧医院等过千万大额订单数量实现量级突破，软件产品增速将维持在 35% 以上，而大项目需要定制化服务，技术服务增速将在 40% 左右。

(3) 毛利率提升至 55% 以上。高毛利率的软件和技术服务业务增速远超低毛利率的硬件和其他业务，由此带动整体毛利率提升，待需求增长稳定后公司产品服务毛利率也将稳中有升。

因此，对公司 2018~2020 年各项业务的收入和利润情况拆分并预测如下。

图表 43. 公司分板块拆解业务预测

| (人民币：百万)    | 2018A    | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>软件销售</b> |          |          |          |          |
| 收入          | 800.14   | 1,128.20 | 1,534.35 | 2,071.37 |
| YOY(%)      | 22.73    | 41.00    | 36.00    | 35.00    |
| 成本          | 320.49   | 417.43   | 583.05   | 807.83   |
| 毛利          | 479.68   | 710.76   | 951.30   | 1,263.54 |
| 毛利率(%)      | 59.95    | 63.00    | 62.00    | 61.00    |
| <b>技术服务</b> |          |          |          |          |
| 收入          | 321.45   | 450.03   | 630.04   | 900.96   |
| YOY(%)      | 62.16    | 40.00    | 40.00    | 43.00    |
| 成本          | 99.68    | 133.66   | 189.01   | 270.29   |
| 毛利          | 221.77   | 316.37   | 441.03   | 630.67   |
| 毛利率(%)      | 68.99    | 70.30    | 70.00    | 70.00    |
| <b>硬件销售</b> |          |          |          |          |
| 收入          | 303.97   | 334.37   | 367.80   | 404.58   |
| YOY(%)      | (13.81)  | 10.00    | 10.00    | 10.00    |
| 成本          | 258.53   | 282.54   | 310.43   | 339.85   |
| 毛利          | 45.44    | 51.83    | 57.38    | 64.73    |
| 毛利率(%)      | 14.95    | 15.50    | 15.60    | 16.00    |
| <b>其他业务</b> |          |          |          |          |
| 收入          | 13.21    | 13.87    | 14.56    | 15.44    |
| YOY(%)      | 1,289.00 | 5.00     | 5.00     | 6.00     |
| 成本          | 11.91    | 12.48    | 13.11    | 13.89    |
| 毛利          | 1.30     | 1.39     | 1.46     | 1.54     |
| 毛利率(%)      | 9.81     | 10.00    | 10.00    | 10.00    |
| <b>合计</b>   |          |          |          |          |
| 收入          | 1,438.77 | 1,926.46 | 2,546.76 | 3,392.35 |
| YOY(%)      | 19.61    | 33.90    | 32.20    | 33.20    |
| 毛利率(%)      | 52.00    | 56.08    | 56.98    | 57.79    |

资料来源：万得，中银国际证券

### 投资建议：分部估值法表明仍有 40%提升空间

预计 2019~2021 年净利润分别为 4.22、5.88、7.67 亿，对应 EPS 分别为 0.26、0.36、0.47 元，对应 PE 为 54、39、31 倍。

图表 44. 可比公司市盈率对比

| 业务领域  | 公司名称       | 股票代码      | 股价<br>(元) | EPS   |       |       | PE        |           |           |
|-------|------------|-----------|-----------|-------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|
|       |            |           |           | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
| 医疗 IT | 创业慧康       | 300451.SZ | 15.03     | 0.59  | 0.79  | 1.04  | 25        | 19        | 15        |
|       | 思创医惠       | 300078.SZ | 10.06     | 0.26  | 0.36  | 0.48  | 39        | 28        | 21        |
|       | 和仁科技*      | 300550.SZ | 25.61     | 0.69  | 1.02  | 1.46  | 37        | 25        | 17        |
|       | <b>平均值</b> |           |           | —     | —     | —     | <b>34</b> | <b>24</b> | <b>18</b> |
| 软件龙头  | 中国软件*      | 600536.SH | 48.7      | 0.58  | 0.92  | 1.49  | 83        | 53        | 33        |
|       | 石基信息       | 002153.SZ | 33.6      | 0.52  | 0.64  | 0.77  | 64        | 53        | 44        |
|       | <b>平均值</b> |           |           | —     | —     | —     | <b>74</b> | <b>53</b> | <b>38</b> |
|       | 卫宁健康       | 300253.SZ | 13.81     | 0.26  | 0.36  | 0.47  | 53        | 38        | 29        |

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止最近一个交易日，标\*股票采用万得一致预测

(1) 按可比公司 PE 估值法：如上表所示，公司 PE 水平较医疗 IT 公司较高，表明作为行业龙头获得了一定的溢价；和其他软件行业龙头比较，2019~2020 年估值水平仍有 36%~39% 的提升空间。

(2) 按 PS+PE 分部估值法：按前文分析，通过 PS+PE 分部估值法计算公司市值更为合理。以 2020 年为基准，(a) 如前所述，创新业务估值约 100 亿；(b) 2020 年公司净利润 5.9 亿（创新业务预计亏损约 1,000~3,000 万，数额较小不作还原处理），比照软件行业一般 PE 水平（约 35~40X）对应市值 207~236 亿。新老业务相加得到整体市值为 307~336 亿元，相对当前市值的提升空间为 40%~53%。

综合判断，看好公司市值未来 6 个月市值存在约 40% 提升空间，维持买入评级。





## 风险提示

(1) **新产品的技术研发进程不及预期**：当前 HIT 软件产品标准化程度依客户层次而定，单一大项目研发实施交付周期可能拉长，且下游院端客户较为强势，对应新需求的软件产品研发周期可能不及预期。

(2) **催化政策传导效果不及预期**：尽管自上而下的政策传导性比较明确，但目前政府预算出现削减趋势，部分地方政府对院端和卫健行政端的配套资金可能到位不及时，且个别地区有可能出现信息化建设延误情况。

(3) **创新业务推进不及预期**：公司对于四云创新业务持续投入，但亏损金额取决于投入力度节奏变化，若外部竞争加剧，不排除公司减小创新业务主体股权比例的可能性。

### 损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日  | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E   | 2021E   |
|--------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 销售收入         | 1,204 | 1,439 | 1,926 | 2,547   | 3,392   |
| 销售成本         | (591) | (707) | (870) | (1,126) | (1,473) |
| 经营费用         | (403) | (496) | (669) | (847)   | (1,152) |
| 息税折旧前利润      | 210   | 236   | 387   | 574     | 768     |
| 折旧及摊销        | (27)  | (30)  | (40)  | (45)    | (50)    |
| 经营利润(息税前利润)  | 183   | 206   | 348   | 529     | 718     |
| 净利息收入/(费用)   | (4)   | (8)   | (6)   | (13)    | (20)    |
| 其他收益/(损失)    | 77    | 111   | 106   | 109     | 117     |
| 税前利润         | 256   | 310   | 448   | 625     | 815     |
| 所得税          | (26)  | (3)   | (22)  | (31)    | (41)    |
| 少数股东权益       | 1     | 4     | 3     | 6       | 6       |
| 净利润          | 229   | 303   | 422   | 588     | 767     |
| 核心净利润        | 229   | 303   | 422   | 588     | 767     |
| 每股收益(人民币)    | 0.141 | 0.187 | 0.260 | 0.362   | 0.472   |
| 核心每股收益(人民币)  | 0.141 | 0.187 | 0.260 | 0.362   | 0.472   |
| 每股股息(人民币)    | 0.015 | 0.017 | 0.026 | 0.034   | 0.046   |
| 收入增长(%)      | 26    | 20    | 34    | 32      | 33      |
| 息税前利润增长(%)   | 26    | 13    | 69    | 52      | 36      |
| 息税折旧前利润增长(%) | 30    | 12    | 64    | 48      | 34      |
| 每股收益增长(%)    | (78)  | 32    | 39    | 39      | 31      |
| 核心每股收益增长(%)  | (78)  | 32    | 39    | 39      | 31      |

资料来源: 公司公告, 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 | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 税前利润        | 256   | 310   | 448   | 625   | 815   |
| 折旧与摊销       | 27    | 30    | 40    | 45    | 50    |
| 净利息费用       | 4     | 8     | 6     | 13    | 20    |
| 运营资本变动      | (246) | (222) | (343) | (434) | (420) |
| 税金          | (26)  | 1     | (22)  | (31)  | (41)  |
| 其他经营现金流     | 65    | (2)   | 47    | (89)  | 4     |
| 经营活动产生的现金流  | 80    | 124   | 174   | 128   | 428   |
| 购买固定资产净值    | 121   | 143   | 90    | 100   | 95    |
| 投资减少/增加     | (41)  | (5)   | (13)  | (11)  | (12)  |
| 其他投资现金流     | (329) | (388) | (180) | (201) | (190) |
| 投资活动产生的现金流  | (249) | (250) | (104) | (111) | (107) |
| 净增权益        | (24)  | (28)  | (41)  | (56)  | (74)  |
| 净增债务        | (59)  | (76)  | 53    | 274   | 76    |
| 支付股息        | 24    | 28    | 41    | 56    | 74    |
| 其他融资现金流     | 112   | 233   | 51    | (69)  | (94)  |
| 融资活动产生的现金流  | 52    | 157   | 104   | 205   | (19)  |
| 现金变动        | (117) | 30    | 174   | 222   | 302   |
| 期初现金        | 600   | 482   | 515   | 689   | 911   |
| 公司自由现金流     | (169) | (126) | 71    | 17    | 321   |
| 权益自由现金流     | (225) | (194) | 130   | 304   | 417   |

资料来源: 公司公告, 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     | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物        | 482    | 515    | 689    | 911    | 1,213  |
| 应收帐款            | 1,090  | 1,331  | 1,792  | 2,194  | 3,021  |
| 库存              | 100    | 158    | 148    | 236    | 249    |
| 其他流动资产          | 22     | 36     | 30     | 52     | 51     |
| 流动资产总计          | 1,710  | 2,067  | 2,681  | 3,418  | 4,559  |
| 固定资产            | 468    | 436    | 378    | 325    | 271    |
| 无形资产            | 222    | 365    | 474    | 583    | 683    |
| 其他长期资产          | 672    | 705    | 872    | 943    | 1,021  |
| 长期资产总计          | 1,363  | 1,506  | 1,724  | 1,852  | 1,976  |
| 总资产             | 3,712  | 4,237  | 4,895  | 5,692  | 6,876  |
| 应付帐款            | 207    | 197    | 308    | 323    | 494    |
| 短期债务            | 190    | 151    | 191    | 403    | 498    |
| 其他流动负债          | 560    | 534    | 520    | 494    | 730    |
| 流动负债总计          | 956    | 882    | 1,019  | 1,220  | 1,721  |
| 长期借款            | 0      | 0      | 31     | 93     | 74     |
| 其他长期负债          | 97     | 81     | 89     | 85     | 87     |
| 股本              | 1,624  | 1,624  | 1,624  | 1,624  | 1,624  |
| 储备              | 1,174  | 1,608  | 1,988  | 2,521  | 3,214  |
| 股东权益            | 2,798  | 3,232  | 3,613  | 4,145  | 4,839  |
| 少数股东权益          | 63     | 140    | 143    | 149    | 155    |
| 总负债及权益          | 3,712  | 4,237  | 4,895  | 5,692  | 6,876  |
| 每股帐面价值(人民币)     | 1.72   | 1.99   | 2.22   | 2.55   | 2.98   |
| 每股有形资产(人民币)     | 1.59   | 1.77   | 1.93   | 2.19   | 2.56   |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (0.18) | (0.22) | (0.29) | (0.26) | (0.40) |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率(%)

| 年结日: 12月31日     | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力            |       |       |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%)     | 17.5  | 16.4  | 20.1  | 22.5  | 22.6  |
| 息税前利润率(%)       | 15.2  | 14.3  | 18.1  | 20.8  | 21.2  |
| 税前利润率(%)        | 21.3  | 21.5  | 23.2  | 24.5  | 24.0  |
| 净利率(%)          | 19.0  | 21.1  | 21.9  | 23.1  | 22.6  |
| 流动性             |       |       |       |       |       |
| 流动比率(倍)         | 1.8   | 2.3   | 2.6   | 2.8   | 2.6   |
| 利息覆盖率(倍)        | 46.5  | 25.7  | 59.8  | 40.2  | 35.4  |
| 净权益负债率(%)       | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 速动比率(倍)         | 1.7   | 2.2   | 2.5   | 2.6   | 2.5   |
| 估值              |       |       |       |       |       |
| 市盈率(倍)          | 97.9  | 74.0  | 53.2  | 38.2  | 29.2  |
| 核心业务市盈率(倍)      | 98.0  | 74.0  | 53.2  | 38.2  | 29.2  |
| 市净率(倍)          | 8.0   | 6.9   | 6.2   | 5.4   | 4.6   |
| 价格/现金流(倍)       | 281.2 | 181.1 | 128.8 | 175.2 | 52.4  |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 105.3 | 93.5  | 56.7  | 38.4  | 28.4  |
| 周转率             |       |       |       |       |       |
| 存货周转天数          | 59.4  | 66.7  | 64.1  | 62.2  | 60.1  |
| 应收帐款周转天数        | 287.8 | 307.0 | 295.8 | 285.7 | 280.6 |
| 应付帐款周转天数        | 56.9  | 51.2  | 47.9  | 45.2  | 44.0  |
| 回报率             |       |       |       |       |       |
| 股息支付率(%)        | 10.6  | 9.1   | 9.8   | 9.4   | 9.6   |
| 净资产收益率(%)       | 8.9   | 10.1  | 12.3  | 15.2  | 17.1  |
| 资产收益率(%)        | 4.7   | 5.1   | 7.2   | 9.5   | 10.8  |
| 已运用资本收益率(%)     | 2.0   | 2.3   | 2.8   | 3.4   | 3.7   |

资料来源: 公司公告, 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。

本报告期内含保密信息，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，或将此报告全部或部分内容发表。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。所有本报告期内使用的商标、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