

卫宁健康(300253)/计算机

医疗 IT 高成长具备长期性，创新业务蓄势待发

评级: 买入(维持)

市场价格: 15.32

分析师: 何柄渝

执业证书编号: S0740519090003

Email: heby@r.qlzq.com.cn

研究助理: 杨亚宇

Email: yanggy@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,204	1,439	1,902	2,635	3,670
增长率 yoy%	26.12%	19.52%	32.20%	38.55%	39.25%
净利润(百万元)	229	303	400	501	801
增长率 yoy%	-55.84%	32.42%	31.96%	25.25%	59.72%
每股收益(元)	0.14	0.19	0.25	0.31	0.49
每股现金流量	0.05	0.08	0.28	0.11	0.24
净资产收益率	8.82%	9.68%	11.32%	12.42%	16.56%
P/E	47.59	66.74	62.18	49.64	31.08
PEG	—	2.06	1.95	1.97	0.52
P/B	4.20	6.46	7.04	6.17	5.15

备注:

投资要点

■ **行业龙头企业，与阿里强强联合，“传统医疗 IT+创新业务”双轮驱动。**公司成立于 1994 年，并于 2011 年深交所上市，公司致力于为国内各类医疗机构以及卫健委等政府部门提供 IT 解决方案，产品体系包含智慧医院、智慧卫生以及智慧健康。公司拥有遍布全国的 20+分支机构，形成较完善的市场营销和售后服务网络。目前公司服务各类医疗卫生机构用户达 6000 余家，客户遍布全国。公司重视研发投入，在全国拥有多个研发基地，产品不断推陈出新，在医疗大数据、医疗 AI 领域进行前沿布局，其 AI 骨龄检测产品荣登入榜国家卫健委公开发布的“医疗健康人工智能应用落地 30 最佳案例”。2018 年公司医疗 IT 收入达 14.4 亿元，同行业公司中公司收入规模最大，公司已经成为医疗 IT 行业龙头公司。除传统医疗信息化业务外，公司积极推进互联网医疗的创新业务发展，全力推进“云医”、“云药”、“云险”、“云康”和“互联网创新服务平台”协同发展战略，现已形成“4+1”互联网+医疗健康生态格局。2018 年蚂蚁金服通过上海云鑫创业投资有限公司入股卫宁，间接持股 5.03%，并且云鑫还直接持有卫宁健康子公司卫宁互联网 30% 股份。阿里已经成为公司重要的战略股东。公司依托在医疗 IT 领域的优势，叠加与互联网巨头阿里的强强联合，加速推动“传统医疗 IT+创新业务”双轮驱动新战略的落地。

■ **传统医疗 IT 业务短中期高成长性确定，长期发展空间可期。**为提高医疗机构的信息化成熟度，卫健委进行医疗机构电子病历和互联互通评级。医疗机构“以评促建”，加速对医疗 IT 的投入力度。据测算，两者带来的市场增量超 300 亿元。并且根据政策推进的时间安排，即 2019 年三级医院达到电子病历三级，2020 年底二级医院达到电子病历三级和三级医院达到电子病历四级及互联互通四级。政策带来的行业增量空间有望在 2-3 年集中释放，行业景气度提升，卫宁健康作为行业龙头企业，医疗 IT 传统业务的高成长也具有高确定性。2019 年卫健委进行智慧医院服务评级，国家医保局进行 DRGs 全国试点，两者旨在信息化成熟度完善后的医疗数据利用。智慧医院服务评级主要将医疗数据用于对患者的服务，而 DRGs 主要将医疗数据用于医保控费和医院经营管理。智慧医院服务评级和 DRGs 都将给医疗 IT 行业带来百亿规模的市场增量，驱动公司传统医疗 IT 业务中期的业绩高速增长。从长期来看，信息化是医保控费的基础，医保资金的使用过程监督、患者医疗数据的管理、医院经营行为及医生诊疗行为的监管都需要信息化作为支撑，医疗 IT 的投入具备长期性。

■ **“4+1”创新业务已搭建互联网医疗生态体系，业绩具备高弹性。**公司的创新业务是指：云医、云药、云康、云险和创新业务平台，即“4+1”模式。云医、云药、云康、云险分别开展互联网医疗服务、互联网+医药、互联网+健康管理以及医（商）保控费和商保创新服务，创新服务平台依托卫宁互联网来开展。卫宁互联网主要作为卫宁创新业务的平台和孵化器，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。公司“4+1”创新业务围绕“医、药、险”已搭建互联网医疗生态体系，运用互联网等科技手段赋能医疗机构、商业保险、药店等多类客户，实现多业务协同发展。2018 年创新业务实现总收入 1.74 亿元，同比增长 121.3%；2019 年 H1 实现收入 1.07 亿元，同比增长 98.7%，其中云药收入 8385.39 万元，同比提高 195.73%。公司创新业务收入端呈现高成长趋势，意味着公司产品和服务体系以及商业模式得到市场的高度认可。随着互联网对医疗行业的渗透，并且国家政策大力支持，互联网+医疗健康已成为行业发展趋势。公司率先实施战略布局，产品服务体系完备，并且依托战略股东阿里巴巴在互联网 C 端流量及科技领域的优势，竞争优势明显，市场需求旺盛，公司创新业务具备高弹性。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 19.0 亿元/26.4 亿元/36.7 亿元，归母净利润分别为 4.00 亿元/5.01 亿元/8.01 亿元（已考虑 2019-2021

基本状

总股本(亿股)	1,624.49
流通股本(亿股)	1,316.32
市价(元)	15.32
市值(亿元)	24,887.21
流通市值(亿元)	20,166.06

股价与行业-市场走势对比



相关报告

年公司股权激励费用分别为 0.4 亿元、1.15 亿元和 0.35 亿元), EPS 分别为 0.25 元/0.31 元/0.49 元。

■ **投资建议:** 医疗 IT 行业景气度高, 公司作为医疗 IT 行业龙头标的, 市场竞争力强, 预计未来传统医疗 IT 业务有望实现成长。并且其创新业务在 A 股具有稀缺性和业绩的高弹性, 能对公司整体估值有积极的影响作用。我们对卫宁健康给予“买入”评级。

■ **风险提示:**

- 1) 电子病历评级、互联互通评级等政策推进缓慢, 导致公司传统医疗 IT 业务发展低于预期;
- 2) 创新业务推进缓慢, 但创新业务在发展初期需要较大的投入, 导致创新业务持续亏损对公司业绩及后续发展带来负面影响;
- 3) 市场空间测算基于一定的假设条件, 存在不及预期的风险;
- 4) 文中提到的部分产品的系统建设费用来自于调研, 可能因样本不足与实际有偏差;
- 5) 行业竞争加剧, 导致公司收入增速放缓以及盈利能力下降。

内容目录

1、公司基本情况：医疗 IT 行业龙头，联合阿里，双轮驱动	- 5 -
1.1、自然人持股，阿里战略入局	- 6 -
1.2、销售网络广，客户过六千	- 7 -
1.3、立足医疗信息化行业，积极拓展创新业务	- 8 -
1.4、业绩高增长，十年收入利润复合增速分别高达 32.67%和 31.37%.....	- 9 -
1.5、竞争优势显著：卡位好、交付能力强、客户广	- 11 -
2、传统业务：短中期高成长性确定，长期发展空间可期	- 12 -
2.1、公司医疗 IT 产品体系丰富，可为客户提供整体解决方案	- 12 -
2.2、政策驱动，2019-2020 年传统医疗 IT 业务具备高成长性	- 14 -
2.3、2020 年以后，智慧医院服务评级及 DRGs 有望驱动业绩高成长	- 16 -
2.4、信息化是医保控费的基础，医疗 IT 投入具备长期性	- 17 -
3、创新业务：搭建互联网医疗生态体系，业绩具备高弹性	- 19 -
3.1、云医：建设并运营互联网医院，发展空间广阔	- 20 -
3.2、云药：“导流返佣+自有药房+GPO”，新模式获市场高度认可	- 23 -
3.3、云险和创新业务平台：卫宁付+医保控费，打造支付管理监督平台 ..	- 24 -
3.4、云康：互联网+体检，打造体检领域的“天猫商城”	- 26 -
4、盈利预测与投资建议	- 27 -
5、风险提示	- 28 -

图表目录

图表 1: IDC Health Insights 2017 医疗科技公司排名	- 5 -
图表 2: 公司股权结构示意图	- 6 -
图表 3: 集团企业分布情况	- 7 -
图表 4: 公司主要合作伙伴	- 7 -
图表 5: 行业内重点公司的客户情况	- 8 -
图表 6: 2015 年公司进行业务转型	- 8 -
图表 7: 2009-2018 年公司营业收入情况	- 9 -
图表 8: 2009-2018 年公司归母净利润情况	- 10 -
图表 9: 2009-2018 年公司扣非归母净利润情况	- 10 -
图表 10: 2009-2018 年我国医疗信息化市场规模情况	- 11 -
图表 11: 公司上市以来的并购及交易情况	- 11 -
图表 12: 数字化医院产品及解决方案	- 13 -
图表 13: 智慧卫生整体解决方案	- 14 -
图表 14: 电子病历带来的新的需求增量	- 15 -
图表 15: 互联互通带来的新的需求增量	- 15 -
图表 16: 智慧医院服务评级的数据填报时间顺序	- 16 -
图表 17: DRGs 市场空间测算	- 17 -
图表 18: 国内医保基金支出与收入情况	- 18 -
图表 19: 中美医院信息化程度对比	- 18 -
图表 20: 卫宁健康创新业务布局	- 19 -
图表 21: 2018 年卫宁健康创新业务进展	- 19 -
图表 22: 2019 年 H1 卫宁健康创新业务进展	- 20 -
图表 23: 纳里健康服务城市	- 20 -
图表 24: 纳里健康互联网医院技术结构图	- 21 -
图表 25: 云医的互联网医院解决方案	- 22 -
图表 26: 钥世圈指定线上药店	- 23 -
图表 27: 卫宁付服务流程示意图	- 24 -
图表 28: 卫宁科技医保控费产品体系	- 25 -
图表 29: 医通健康互联网+体检业务截图	- 26 -
图表 30: 医通健康重点客户情况	- 27 -

1、公司基本情况：医疗 IT 行业龙头，联合阿里，双轮驱动

- 公司简介。**卫宁健康科技集团股份有限公司（卫宁健康，300253.SZ）成立于 1994 年，并于 2011 年深交所上市。卫宁健康拥有遍布全国的 20+分支机构与研发基地，目前服务各类医疗卫生机构用户达 6000 余家。标杆用户上海交通大学附属儿童医院是国内首家通过 HIMSS 7 级的儿童专科医院；上海中医药大学附属龙华医院是全球首家通过 HIMSS 7 级评审与 JCI 认证的中医特色医院。
- 技术领先，荣获国际荣誉。**2014 年，公司通过 CMMI 5 级评估，研发能力和过程能力成熟度行业领先。2017 年，公司达到 ITSS 信息技术服务运行维护标准成熟度一级。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: IDC Health Insights 2017 医疗科技公司排名



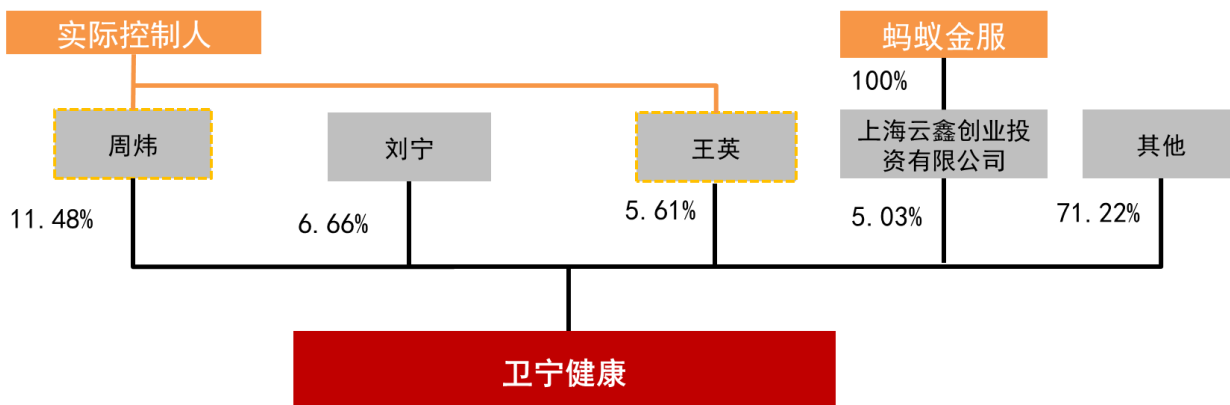
来源：IDC、中泰证券研究所

- **医疗 IT 行业龙头企业。**根据 2018 年上市的医疗 IT 公司披露的年报信息可知，卫宁健康医疗 IT 收入规模最大。2018 年医疗 IT 收入，卫宁健康 14.4 亿元，东华软件 11.0 亿元，创业慧康 8.3 亿元，思创医惠 5.63 亿元，和仁科技 3.7 亿元，麦迪科技 2.8 亿元。卫宁健康医疗 IT 收入显著高于同行业其他企业，卫宁健康已经成为医疗 IT 行业龙头公司。

1.1、自然人持股，阿里战略入局

- **卫宁健康自然人控股，实控人为周炜、王英夫妇。**公司实际控制人是周炜、王英夫妇，两人合计持股 17.09%。公司第二大股东刘宁持股 6.66%。
- **阿里战略入局卫宁健康。**2018 年 6 月 16 日，公司股东周炜、王英、刘宁与上海云鑫签订《股份转让协议》，分别将自身持有的部分公司股份转让给上海云鑫，合计转让 8170 万股，占公司总股本的 5.05%。2018 年 7 月 13 日，转让双方收到中国证券登记结算有限责任公司出具的《证券过户登记确认书》，周炜、王英、刘宁协议转让给上海云鑫的 8170 万股无限售流通股份已于 2018 年 7 月 12 日完成了过户登记手续。目前(2019 年 9 月)，蚂蚁金服通过上海云鑫创业投资有限公司（简称“上海云鑫”）间接持股 5.03%。
- **阿里增资卫宁互联网，助力创新业务发展。**此外，蚂蚁金服旗下上海云鑫出资人民币 1.93 亿元对卫宁健康子公司卫宁互联网单方面增资，其中人民币 0.86 亿元作为增资额计入卫宁互联网的注册资本，剩余部分人民币 1.07 亿元作为增资的溢价计入卫宁互联网的资本公积。本次交易后，卫宁健康持有 70% 股权，云鑫持有 30% 股权。董事会由三名董事组成，上海云鑫有权提名一名，卫宁健康有权提名 2 名。
- **阿里与卫宁强强联合，互利双赢。**我们认为，公司可以借助支付宝流量入口，实现公司医疗卫生信息化业务、创新业务等与阿里的互联网金融、移动支付业务在全国范围的对接和推广。两者通过资本+业务层面形成深度利益共同体，有利于驱动卫宁互联网相关业务的市场拓展和卫宁健康快速提升“4+1”战略的推进速度。

图表 2：公司股权结构示意图

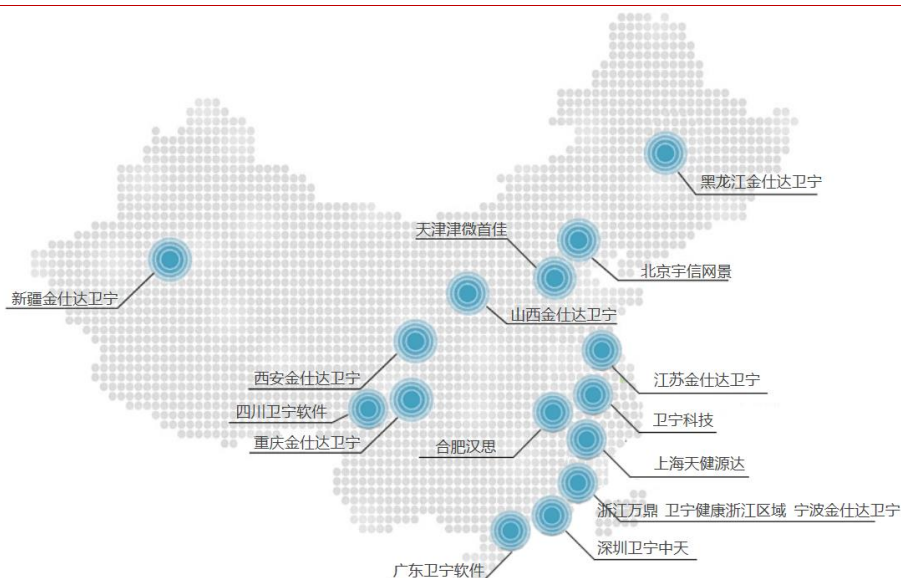


来源：Wind、中泰证券研究所（2019 年 9 月）

1.2、销售网络广，客户过六千

- **销售网络遍布全国。**公司总部位于上海，在北京、山西、新疆、大庆、西安、上海、湖南、湖北、广东、安徽、江苏、浙江、云南、天津、四川等地设有子/分公司，在山东、江西、广西、福建、重庆、浙江等地设有办事处，形成较完善的市场营销网络。在国内医疗信息化市场占有相当大的份额。

图表 3: 集团企业分布情况



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **客户数量过六千。**根据 2019 年 2 月卫健委的统计数据，我国共有 2582 家三级医院，9061 家二级医院。截至 2018 年底，公司已累积为全国 6000 多家医疗机构提供过产品和服务，其中包括 400 多家三级医院。创新业务已对接 2000 多家医疗机构。卫宁健康是国内对接医疗机构数量最多的 HIT 企业之一。

图表 4: 公司主要合作伙伴



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 5: 行业内重点公司的客户情况

证券代码	证券简称	客户情况
300253.SZ	卫宁健康	截至 2018 年底,公司已累积为全国 6000 多家医疗机构提供过产品和服务,其中包括 400 多家三级医院
002065.SZ	东华软件	2017 年,公司在全国已拥有近 500 多家签约医疗卫生客户,客户以三甲医院为主
300078.SZ	思创医惠	至 2018 年底,公司已经累计为全国 1000 多家各级医疗机构提供医疗信息化建设服务,其中包括 14 家全国 20 强医院、50 家全国百强医院和 6 家港澳医院
300550.SZ	和仁科技	300 多家医疗机构客户,以军队医院和三级医院为主
603990.SH	麦迪科技	截至 2018 年 12 月末,公司终端用户超过 1400 家医疗机构,其中三级甲等医院 400 多家
600718.SH	东软集团	截至 2018 年末,累计拓展各级卫健委客户 100 余家,区域卫生业务覆盖国家、省、市、县四级平台,服务医院客户 2500 余家,三级医院近 500 家,基层医疗机构和诊所 30000 余家
300168.SZ	万达信息	2018 年,公司承建的医院系统覆盖了 43 家三级以上医院、76 家二级医院、1200 余家社区(乡镇卫生院以及养老院)、8000 余家社区卫生服务站(村卫生室)
300451.SZ	创业慧康	截至 2018 年 12 月 31 日,公司全国客户数量达 6000 多家,公共卫生项目遍及全国 340 多个区县
002777.SZ	久远银海	截至 2018 年 12 月 31 日,在智慧医院领域,公司有四川省、云南省及重庆市等覆盖了 10 余家三甲医院和 2000 余家中小医院的 HIS 系统

来源: 公司官网、中泰证券研究所

1.3、立足医疗信息化行业,积极拓展创新业务

- 业务转型。**2015 年公司由软件服务向健康服务业转型,以 HIT (Healthcare Information Technology, 医疗信息化/卫生信息化) 为基础,积极布局和转型健康服务业发展,建设 4+1 云服务体系(云医、云药、云康、云险+创新服务平台),形成区域为重点,整合为依托,线上线下一体化标志,集互联网+(医疗、药品、保险)为特征的健康服务新模式。2016 年公司名称由上海金仕达卫宁软件股份有限公司更改为卫宁健康科技集团股份有限公司,正式由传统的医疗信息化软件服务企业转型为“传统的医疗信息化服务业务及创新的互联网+健康服务业务”双轮驱动的健康服务公司。

图表 6: 2015 年公司进行业务转型



来源: 中泰证券研究所

- 双轮驱动。**近几年,公司已经逐步建起传统的医疗卫生信息化和创新的互联网+医疗健康服务的双轮驱动的业务体系。传统的医疗信息化业务

是公司的基础和保障，创新的互联网+健康服务业务是公司未来的战略方向。在巩固原有业务的前提下，公司规划利用双轮驱动，推动“互联网+”模式下的医疗健康云服务体系的发展，建设 4+1 云服务体系（云医、云药、云康、云险+创新服务平台）。

1.4、业绩高增长，十年收入利润复合增速分别高达 32.67%和 31.37%

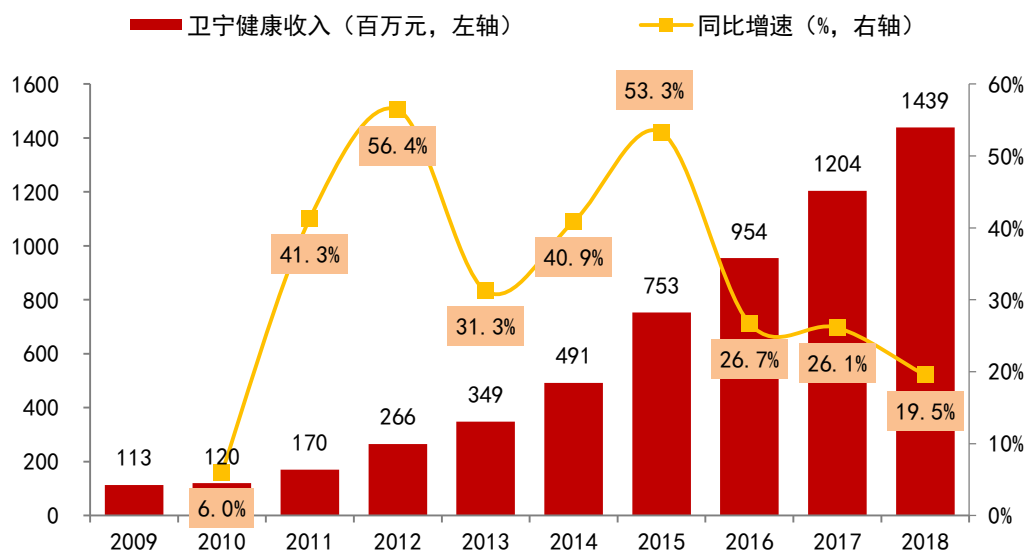
■ 业绩高增长，2009-2018 年收入利润复合增速超 30%

- (1) 2009-2018 年，公司营业收入十年复合增长率高达 32.67%。2018 年，公司营收 14.39 亿元。
- (2) 2009-2018 年，公司归母净利润十年复合增长率高达 31.37%，公司扣非归母净利润十年复合增长率高达 31.33%。2018 年，公司归母净利润 3.03 亿。

■ 业绩异常值分析

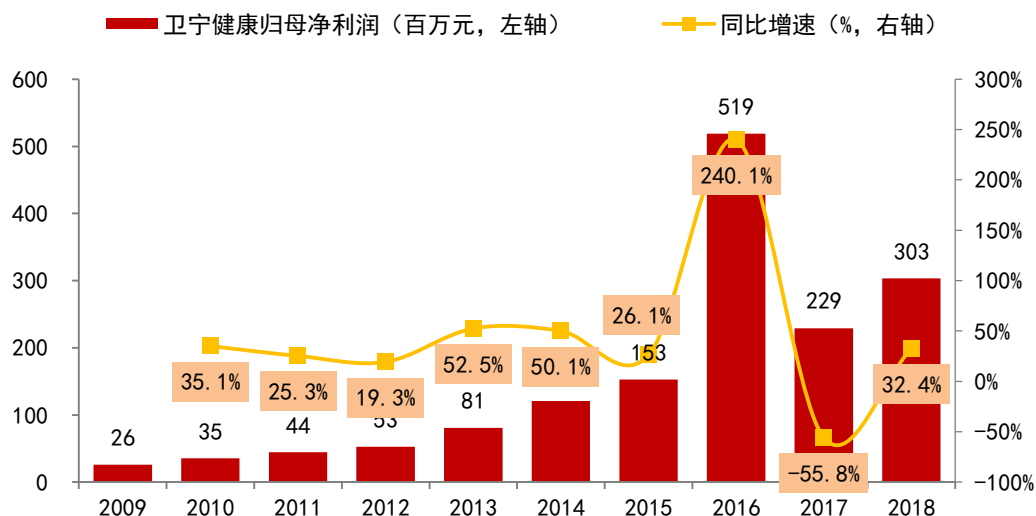
- (1) 2016 年公司归母净利润同比增加 240%，主要原因在于人寿入股卫宁科技导致剩余股权按公允价值重新计量产生的利得计入非经常性损益(增加 4.09 亿)，非经常性损益大幅增加，扣除非经常性损益后的归母净利润同比增加 18.1%。
- (2) 2017 年公司归母净利润同比减少 55.8%，主要原因在于 2016 年人寿入股卫宁科技，公司丧失控制权，剩余股权按公允价值重新计量，投资收益对净利润贡献大，但剔除非经常性损益后，扣非归母净利润同比增加 30%。业绩增速良好。

图表 7：2009-2018 年公司营业收入情况

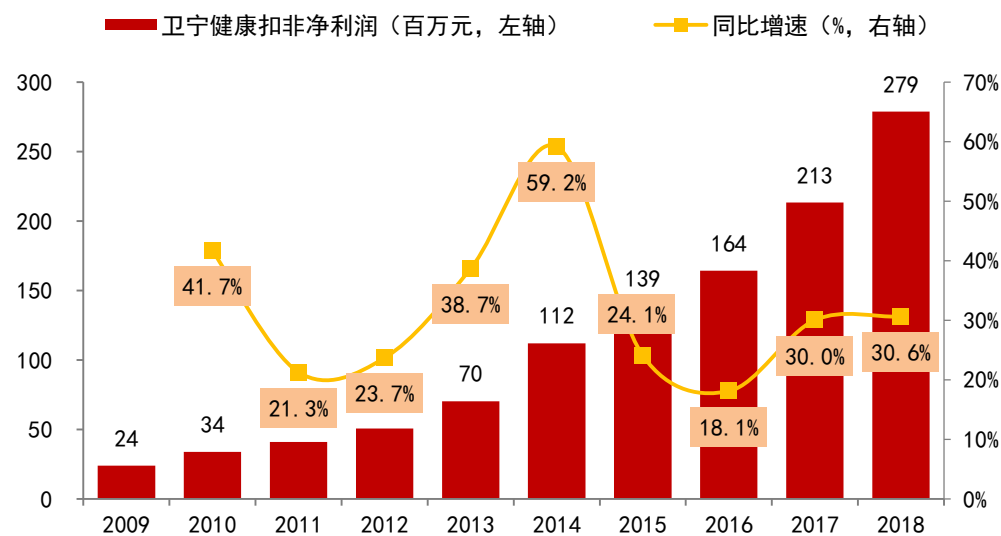


来源：Wind、中泰证券研究所

- 2019 年上半年，公司实现营业收入 6.70 亿元，同比增长 22.44%；归母净利润 1.62 亿元，同比增长 36.61%；扣非归母净利润 1.28 亿元，同比增长 15.06%。

图表 8：2009-2018 年公司归母净利润情况


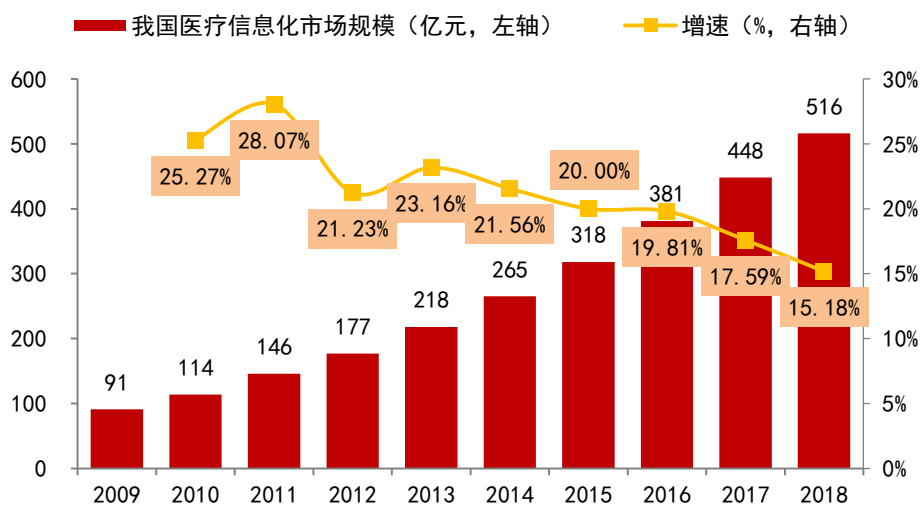
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 9：2009-2018 年公司扣非归母净利润情况


来源：Wind、中泰证券研究所

- **业绩高增长的原因。**2009-2018 年，公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润年复合增长率均超过 30%。我们认为，原因在于：

 - (1) **公司内生。**公司是国内医疗信息化行业领先者，上市以来，客户数量，订单金额逐年提升。
 - (2) **公司外延并购。**公司上市后通过外延发展，补充传统医疗卫生信息化业务，拓展创新的互联网+医疗健康服务体系。
 - (3) **行业景气度高。**2009 年，我国医疗信息化市场规模 91 亿，我国医疗信息化市场规模 516 亿元。2009-2018 年，我国医疗信息化行业年复合增长率达 21.3%。

图表 10: 2009-2018 年我国医疗信息化市场规模情况


来源: 前瞻产业研究院、中泰证券研究所

图表 11: 公司上市以来的并购及交易情况

首次披露日	交易标的	交易买方	交易总价值(万元)
2016-07-09	宇信网景 20%股权	卫宁健康(300253.SZ)	2,800.00
2016-06-30	津微首佳 40%的股权	卫宁健康(300253.SZ)	6,500.00
2016-06-14	铜世圈 13.164%股权	卫宁健康(300253.SZ)	263.28
2016-04-07	梦天门 25%的股权	卫宁健康(300253.SZ)	9,166.67
2016-02-03	宇信网景 20%股权	卫宁健康(300253.SZ)	1,000.00
2016-01-05	合肥汉思 51%股权	卫宁健康(300253.SZ)	4,335.00
2015-12-31	中康尚德 5%股权	卫宁健康(300253.SZ)	1,901.32
2015-12-18	北京天鹏 15%的股权	卫宁健康(300253.SZ)	1,800.00
2015-12-04	纳龙科技 9.04%股权	卫宁健康(300253.SZ)	2,000.00
2015-11-10	医点通 90%股权	卫宁健康(300253.SZ)	3,000.00
2015-10-27	铜世圈 65.294%股权	国药健康: 卫宁健康(300253.SZ)	1,305.88
2015-09-16	好医通 4.8375%股权	卫宁健康(300253.SZ)	1,242.00
2015-08-26	浙江万鼎 90%股权	卫宁健康(300253.SZ)	2,450.00
2015-08-26	杭州东联 100%股权	卫宁健康(300253.SZ)	4,000.00
2015-08-15	津微首佳 60%股权	卫宁健康(300253.SZ)	6,180.00
2015-08-04	好医通 11.70%股权	卫宁健康(300253.SZ)	1,323.00
2015-02-28	宇信网景 60%股权	卫宁健康(300253.SZ)	3,600.00
2014-12-18	上海天健 51%股权	卫宁健康(300253.SZ)	2,000.00
2014-06-27	导通科技 100%股权	卫宁健康(300253.SZ)	28,300.00
2014-01-03	宇信网景 60%股权	卫宁健康(300253.SZ)	3,000.00

来源: Wind、中泰证券研究所

1.5、竞争优势显著: 卡位好、交付能力强、客户广

- **优势 1: 卫宁健康主要为医院提供 HIS、电子病历等核心 IT 系统, 与医院深度绑定, 具有独特的卡位优势。**

- 与其他行业的 IT 系统不同，医疗卫生机构的 IT 系统复杂，且核心数据极为重要。我们认为如果某家医疗卫生机构长期使用某家企业提供的核心 IT 系统（即 HIS、CIS、电子病历），其更换 IT 系统提供商的可能性相对较小。
 - 如果某 HIT 企业已经进入医疗卫生机构的核心 IT 系统，其从核心系统扩展到其他非核心系统相对容易。但是，如果某 HIT 企业只是医疗卫生机构的非核心 IT 系统供应商，从非核心系统扩展到核心系统相对困难。
 - 截至 2018 年底，公司已累积为全国 6000 多家医疗机构提供过产品和服务，其中包括 400 多家三级医院。
-
- **优势 2：卫宁健康拥有医院整体解决方案交付能力。**
 - 目前，国务院、卫健委所提出的电子病历评级、互联互通评级、医院智慧服务评级等并不是针对单个系统，往往是针对医院整个 IT 系统做出评估，因此能提供整体解决方案的公司占据竞争优势。
 - 卫宁健康的数字化医院产品可以全面覆盖支撑医院各类业务及日常管理，外部支撑区域化信息共享及协同业务。具体而言，公司的数字化医院产品及解决方案（智慧医院业务）主要包括：门诊临床管理系统解决方案、住院临床管理系统解决方案、医技解决方案、急诊管理解决方案、门诊输液解决方案、费用控制解决方案、HRP 解决方案、临床数据中心解决方案、临床质控管理解决方案、医联体解决方案、电子病历的等级评审解决方案、医院等级评审解决方案等。
-
- **优势 3：医改方向是强基层，卫宁客户多为三级以下中小医院。**
 - 国内不同地区、不同等级医院 IT 水平相差较大，我们认为，未来医改方向是强基层，国内中小、边远地区医院的 IT 系统升级需求更强。卫宁健康、创业软件等公司客户多为三级以下中小医院。截至 2018 年底，卫宁健康已累积为全国 6000 多家医疗机构提供过产品和服务，其中包括 400 多家三级医院。

2、传统业务：短中期高成长性确定，长期发展空间可期

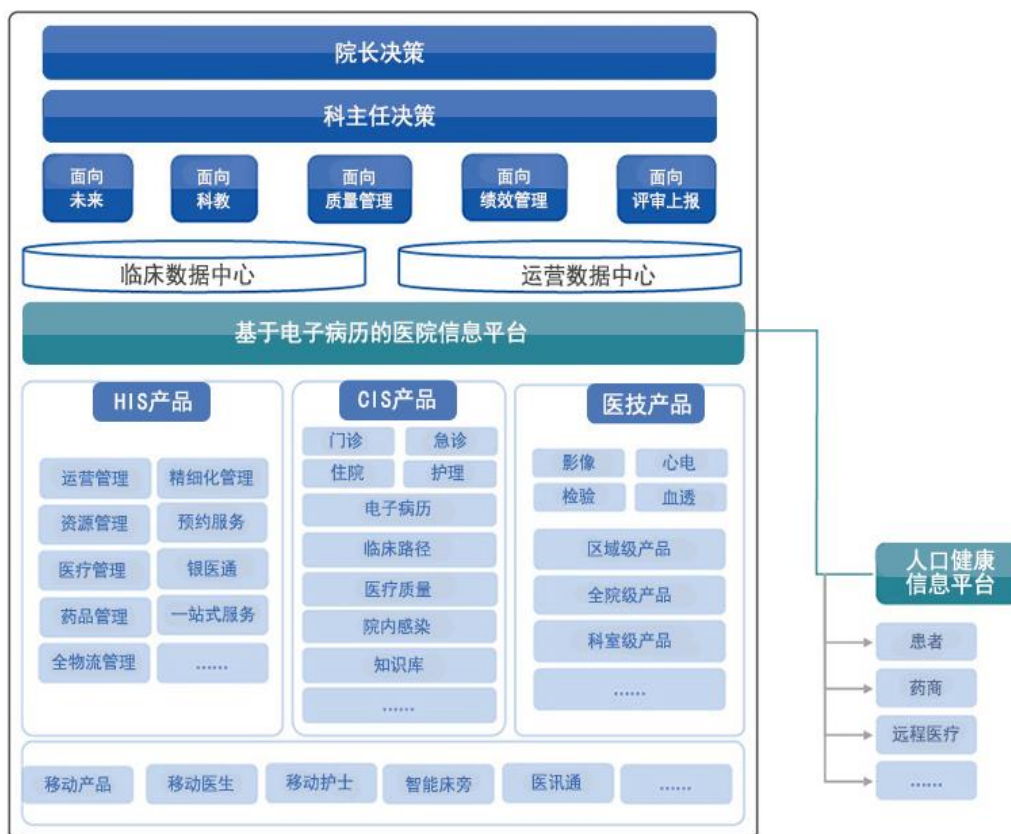
2.1、公司医疗 IT 产品体系丰富，可为客户提供整体解决方案

- 公司的产品和服务主要包括智慧医院、智慧卫生和智慧健康。其中智慧医院、智慧卫生属于传统业务，智慧健康属于创新业务。

2.1.1、智慧医院业务主要是提供数字化医院产品及解决方案

- 卫宁健康致力于提供优质的医疗健康信息服务。卫宁数字化医院产品内部全面覆盖支撑医院各类业务及日常管理，外部支撑区域化信息共享及协同业务。

图表 12: 数字化医院产品及解决方案



来源: 公司官网、中泰证券研究所

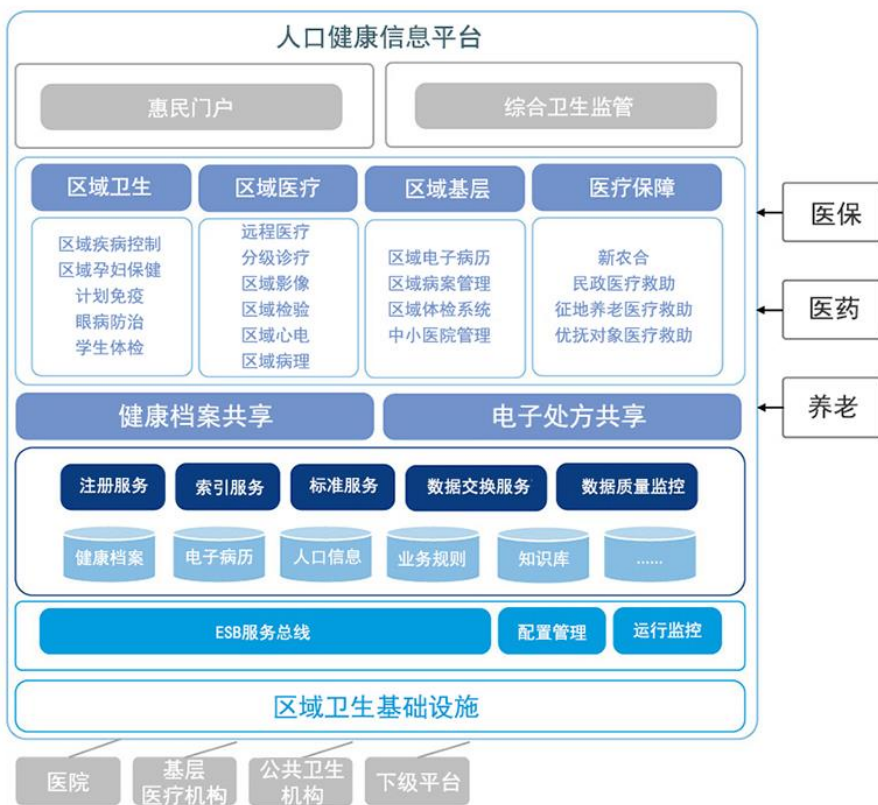
- **智慧医院构成。**具体而言，公司的数字化医院产品及解决方案（智慧医院业务）主要包括：门诊临床管理系统解决方案、住院临床管理系统解决方案、医技解决方案、急诊管理解决方案、门诊输液解决方案、费用控制解决方案、HRP 解决方案、临床数据中心解决方案、临床质控管理解决方案、医联体解决方案、电子病历的等级评审解决方案、医院等级评审解决方案等。

- **智慧医院业务的特点。**（1）以医院信息平台为主线，一体化集成联动业务；（2）重视医院数据沉淀积累，规范化管理信息资源；（3）聚焦医院医疗质量监管，全方位保障患者安全；（4）积极探索移动互联模式，高效率提升服务能力。

2.1.2、智慧卫生业务主要是为卫健委提供产品及解决方案

- **智慧卫生业务简介。**智慧卫生平台基于国家 46312 卫生信息化整体框架要求，聚焦基于规范化的基础平台及应用服务，推动区域医疗、区域公卫等区域平台增值服务及拓展应用，为 2020 年实现互联互通的人口健康信息服务体系奠定坚实基础。

图表 13: 智慧卫生整体解决方案



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **智慧卫生平台构成。**具体而言，公司的智慧卫生平台主要包括：区域卫生信息平台、区域公共卫生解决方案、区域医疗解决方案和基层医疗卫生机构信息系统。
- **智慧卫生业务的特点。**公司的智慧卫生业务以数据分析与挖掘为核心，并以业务应用为驱动。**(1) 以数据分析与挖掘为核心主要是指：**A、数据的标准化；B、数据采集方式的拓展，数据采集质量的监控与提升；C、落实数据分析与挖掘指标，提升数据质量需求。**(2) 以业务应用为驱动。主要是指：**A、提升各业务应用系统建设水平；B、努力构建基于区域平台的业务应用子平台；C、加强跨机构、跨系统间的业务协同，在业务协同中规范数据采集行为，提升数据采集质量。

2.2、政策驱动，2019-2020 年传统医疗 IT 业务具备高成长性

2.2.1、利好政策频发，驱动医疗 IT 需求释放

- 2018 年至今，国务院、卫健委、医保局陆续发布《关于印发进一步改善医疗服务行动计划（2018—2020 年）的通知》、《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》、《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》、《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》、《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》、《互联网诊疗管理办法（试行）》、《互联网医院管理办法（试行）》、《远

程医疗服务管理规范(试行)》、《关于印发电子病历系统应用水平分级评价管理办法(试行)及评价标准(试行)的通知》、《关于开展“互联网+护理服务”试点工作的通知》、《关于印发深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务的通知》等多项相关政策,从国家层面推动医疗信息化行业的快速发展。政策制定多项信息化建设标准以及建设目标,并且采取信息化系统等级评审等方式促进政策落地,这有利于刺激医疗机构对医疗IT需求加速释放。

■ 2.2.2、电子病历评级及互联互通政策驱动超300亿市场

- **电子病历评级驱动市场增量约300亿。**根据2019年2月卫健委的公开数据,我国有2582家三级医院,9061家二级医院。如果满足卫健委关于电子病历的相关要求,中性条件下,2019-2020年二级医院需求增量131亿元,三级医院需求增量174亿元,共300亿市场增量。

图表 14: 电子病历带来的新的需求增量

		三级医院			二级医院		
医院数量		2582			9061		
目前平均等级 ^注		2.11			0.83		
		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
一级升二级	单价(万元)	20	40	60	10	20	30
	投入规模(亿元)	\	\	\	9.1	18.1	27.2
二级升三级	单价(万元)	200	250	300	100	125	150
	投入规模(亿元)	46.0	57.4	68.9	90.6	113.3	135.9
三级升四级	单价(万元)	350	450	550			
	投入规模(亿元)	90.4	116.2	142.0			
总投入规模(亿元)		136.3	173.6	210.9	99.7	131.4	163.1

来源: 招标网、中泰证券研究所 注: 医院电子病历评级为2017年底数据

- **互联互通评级带来市场增量约125亿。**截至2018年5月,国内共有5家医院达到了互联互通标准化成熟度五级,82家医院达到了互联互通标准化成熟度四级。目前,我国有2582家三级医院,2019-2020年,有2495家医院要参加互联互通标准化成熟度测试,并达到四级。中性条件下,2019-2020年由互联互通带来的医院需求增量约125亿元。

图表 15: 互联互通带来的新的需求增量

		三级医院		
医院数量		2495		
		悲观	中性	乐观
达到互联互通四级	单价(万元)	400	500	600
	投入规模(亿元)	99.8	124.8	149.7

来源: 招标网、中泰证券研究所

- 行业景气度提升，利好行业龙头卫宁健康业务高增长。互联互通、电子病历评级的部分要求可能是交叉和重合的。因此，互联互通、电子病历测算出的市场规模增量有重合部分。整体来看，两者带来的市场增量超 300 亿元，与目前医疗 IT 行业规模相当。并且根据政策推进的时间安排，即 2019 年三级医院达到电子病历三级，2020 年底二级医院达到电子病历三级和三级医院达到电子病历四级和互联互通四级。政策带来的行业增量空间有望在 2-3 年集中释放，行业景气度提升，卫宁健康作为行业龙头企业，医疗 IT 传统业务的高成长也具有高确定性。

■ 2.2.3、订单增速验证传统业务高景气度

- 我们认为，公司 2018 年至今的订单数据也可以验证公司传统业务的高景气度。
 - (1) 根据公司公告，卫宁健康 2018 年全年订单同比增速超过 40%。
 - (2) 根据中国招标网的数据，卫宁健康 2019 年 1-6 月，订单增速超过 70%。我们预计 2019 年公司全年订单增速也将超过 40%。

2.3、2020 年以后，智慧医院服务评级及 DRGs 有望驱动业绩高成长

■ 2.3.1、智慧医院服务评级有望刺激更大的行业需求

2019 年 3 月，国家卫生健康委制定并印发了《医院智慧服务分级评估标准体系（试行）》，将对应用信息系统提供智慧服务的二级及以上医院进行智慧服务分级评估。根据卫健委安排，2018 年 8 月 1 日至 9 月 10 日，全国总计 31 个省市 32 个分区将在一个月的时间内陆续完成开展评估的数据填报工作。根据招投标信息可知，三级医院为智慧医院服务评级的整体资金超千万元。智慧医院服务评级有望刺激更大的医疗 IT 需求。

图表 16：智慧医院服务评级的数据填报时间顺序

开展时间	开展地区
8 月 1 日-8 月 10 日	河北省、浙江省、湖南省、重庆市、云南省、西藏自治区、甘肃省、新疆建设兵团
8 月 11 日-8 月 20 日	北京市、吉林省、安徽省、福建省、河南省、海南省、青海省、新疆维吾尔自治区
8 月 21 日-8 月 30 日	内蒙古自治区、辽宁省、上海市、山东省、江西省、广西壮族自治区、贵州省、陕西省
8 月 31 日-9 月 10 日	天津市、山西省、黑龙江省、江苏省、湖北省、广东省、四川省、宁夏回族自治区

来源：招标网、中泰证券研究所

■ 2.3.2、DRGs 将给行业带来百亿市场需求

- 2018 年 12 月，国家医保局发布《关于申报按疾病诊断相关分组付费国

家试点的通知》。要求加快推进按疾病诊断相关分组（DRGs）付费国家试点，探索建立 DRGs 付费体系。2019 年 6 月国务院办公厅发布《关于印发深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务的通知》，提出加快推进医保支付方式改革，开展 DRGs 付费试点，继续推进按病种为主的多元复合式医保支付方式改革。扩大长期护理保险制度试点。

- 根据调研信息，地市级医保局初步建设 DRGs 系统费用大约在 1000 万左右，其中包含数据的清洗、DRGs 咨询、信息系统建设等费用。但 DRGs 分组以及收费标准会随着医药行业发展以及政策变化而变化，因此医保局 DRGs 系统不仅需要系统的运维服务，而且需要 DRGs 标准的咨询服务。预计系统建成后的运维服务费用约为 200 万元-300 万元。从医院端 DRGs 来看，三级医院建设 DRGs 系统的费用约 100 万元-200 万元；二级医院约 50 万元-100 万元。医院 DRGs 系统建设完毕后，后续每年收取 10%左右的系统运维费用。由此可以测算出，医保及医院端 DRGs 系统建设的市场空间将达 140 亿元，运维服务费用约 20 亿元。DRGs 系统市场空间广阔，有望打开医保信息化成长空间。

图表 17: DRGs 市场空间测算

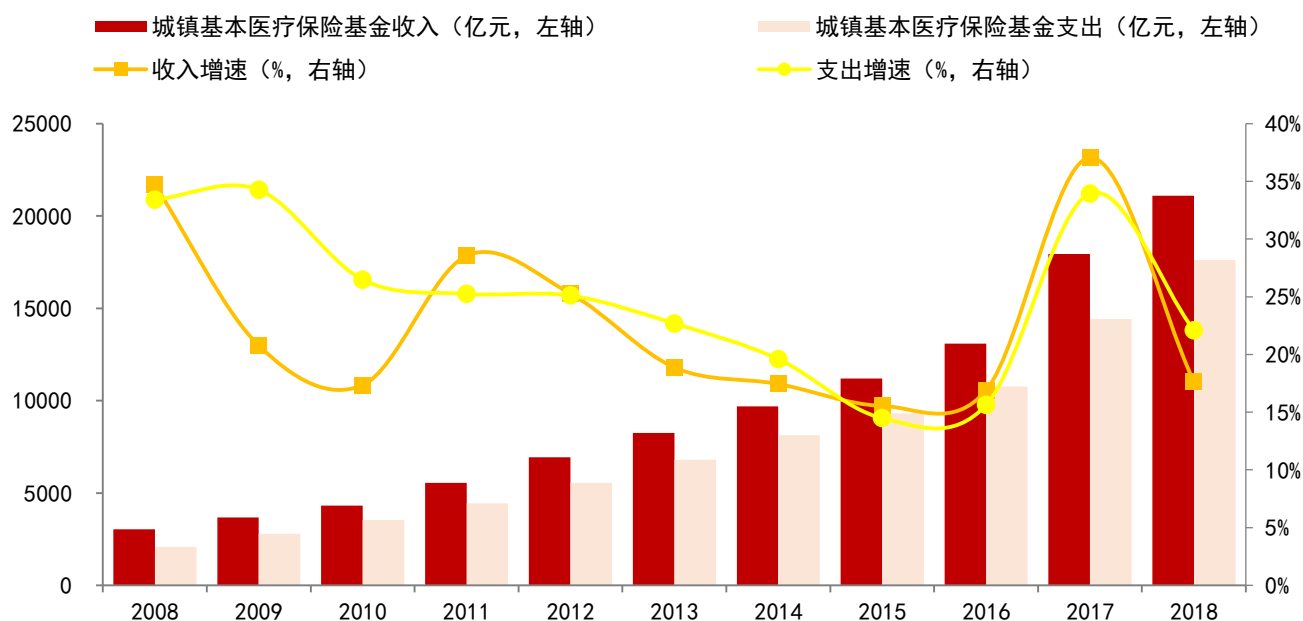
	数目 (个)	单价	市场规模
医保局端	334	建设: 约 1000 万元	约 30 亿元
		服务: 200-300 万元/年	约 10 亿元/年
医院端	三级医院	100-200 万元/套	约 50 亿元
	二级医院	50-100 万元/套	约 60 亿元

来源: 统计局、中泰证券研究所

2.4、信息化是医保持费的基础，医疗 IT 投入具备长期性

- **医保资金滥用亟需整治。**根据国家医疗保障局 2019 年 6 月 30 日发布的《2018 年全国基本医疗保障事业发展统计公报》，2018 年，国内打击欺诈骗取医疗保障基金专项行动期间，全国检查定点医疗机构和零售药店 19.7 万家，查处违法违规定点医药机构 6.6 万家，约占抽查机构的三分之一，占全部定点医药机构的九分之一，其中解除医保协议 1284 家、移送司法 127 家，查处违法违规参保人员 2.4 万人。
- **医保基金愈加紧张，医保持费需求迫在眉睫。**根据医保局发布的《2018 年全国基本医疗保障事业发展统计公报》，2018 年国内医保基金支出同比增长 23.6%，但收入仅增长 19.3%，低于支出增速约 4.3 个百分点。并且随着我国人口老龄化加剧，老龄人口数据将加速增长，医疗费用的支出未来还将进一步增长，但年轻一代人口数目相比较少，医保基金收入高增长将面临压力。因此，未来几年医保基金将愈加紧张，医保持费需求迫在眉睫。

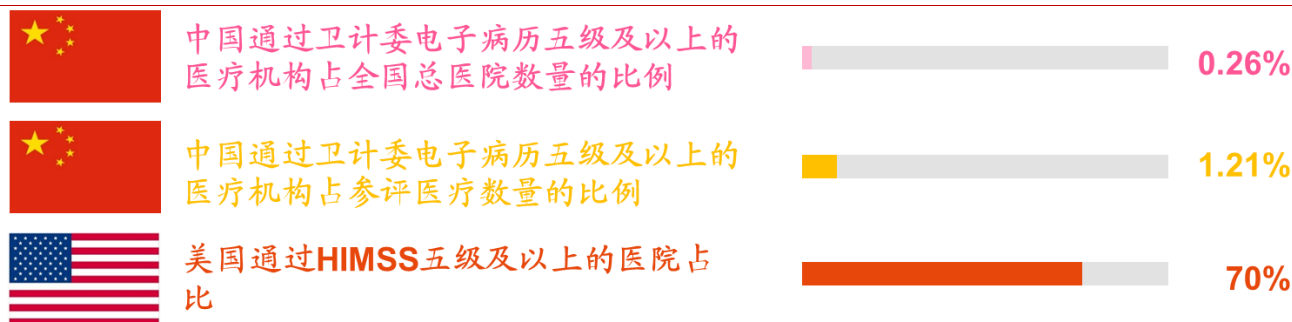
图表 18: 国内医保基金支出与收入情况



来源: 医保局、中泰证券研究所

- **信息化是医保控费的基础。**我们认为, 医疗信息互联互通、病历高度电子化、医疗保障标准化和信息化、DRGs 等的最终目的都是实现医保控费。
- 国内医疗信息化程度低, 信息化建设具有长期性。
 - (1) **国内通过卫计委电子病历五级及以上的医疗机构占参与评审医院数量的 1.21%。**截至 2019 年 2 月底, 中国共有 33125 家医院, 2011-2018 年, 全国约有 7000 家医院参与卫计委电子病历分级评估。截至 2019 年 6 月 10 日, 国内通过五级及以上的医疗机构只有 85 家 (包括 2 家七级医院, 15 家六级医院和 68 家五级医院), 仅占全国总医院数量的 0.26%, 占参与评审医院数量的 1.21%。
 - (2) **截至 2017 年, 美国通过 HIMSS 五级及以上的医院占比已高达 70%。**
 - (3) 即使按照规划, 2020 年, 所有三级医院要达到卫健委电子病历分级评价 4 级以上, 二级医院要达到卫健委电子病历分级评价 3 级以上。与美国相比, 国内医疗信息化程度仍然不高。

图表 19: 中美医院信息化程度对比



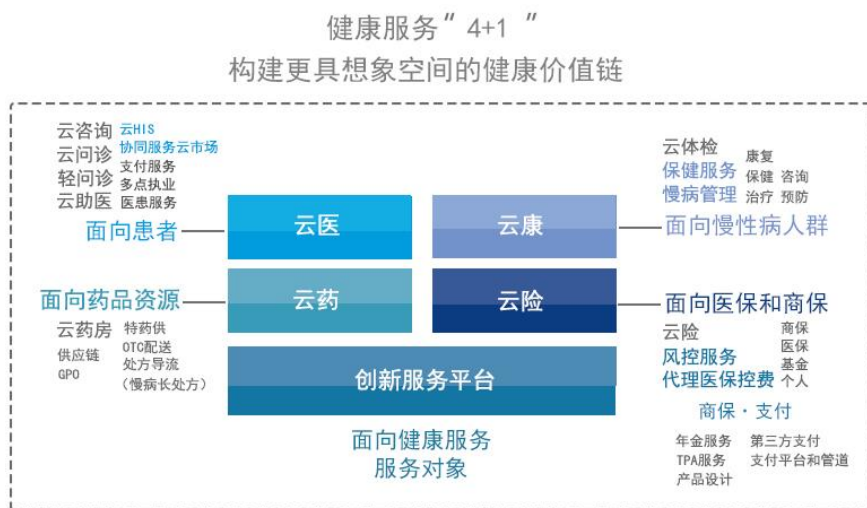
来源: HIMSS、卫计委、中泰证券研究所

- 我们认为，2020年，三级医院达到医院信息互联互通标准化成熟度测评4级水平、卫健委电子病历分级评价4级，二级医院达到卫健委电子病历分级评价3级后，并不意味着医保控费的IT基础就完全实现了。未来电子病历继续升级、DRGs、医保IT系统改造、智慧医院服务评级等会为行业带来新的需求增量。

3、创新业务：搭建互联网医疗生态体系，业绩具备高弹性

- 公司的创新业务是指：云医、云药、云康、云险和创新业务平台，即“4+1”模式。云医、云药、云康、云险分别开展互联网医疗服务、互联网+医药、互联网+健康管理以及医（商）保控费和商保创新服务。创新服务平台依托卫宁互联网科技有限公司。卫宁互联网是作为卫宁创新业务的平台和孵化器，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。

图表 20：卫宁健康创新业务布局



来源：公司官网、中泰证券研究所

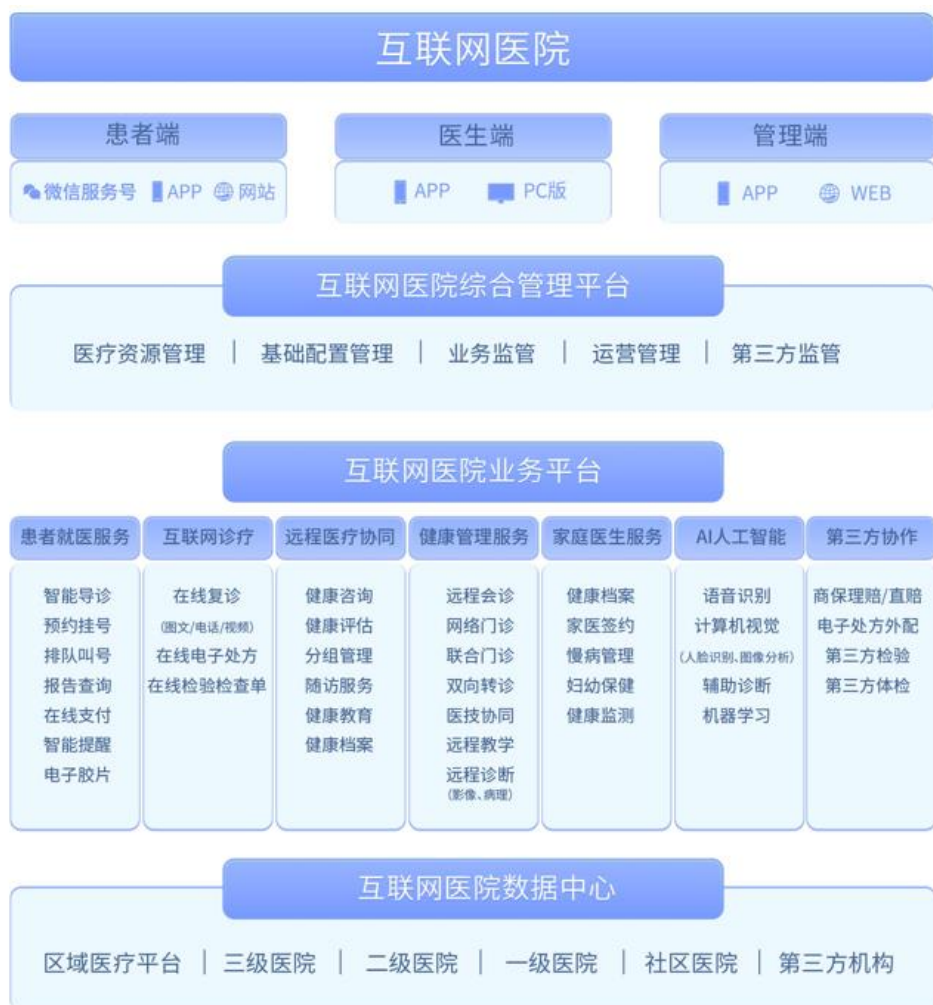
图表 21：2018年卫宁健康创新业务进展

公司	卫宁持股 比例	营业收入		
		2018年	2017年	增长率
卫宁互联网（单体）	70.00%	1,884.34	261.68	620.09%
纳里健康	69.37%	5,517.86	3,230.03	70.83%
钥世圈	34.62%	8,742.85	3,477.11	151.44%
卫宁科技	50.00%	1,232.20	882.85	39.57%
合计		17,377.25	7,851.67	121.32%

来源：公司财报、中泰证券研究所 单位：万元

- “4+1”创新业务模式获市场认可，业务加速推进。2018年创新业务实现总收入1.74亿元，同比增长121.32%，其中卫宁互联网母公司收入

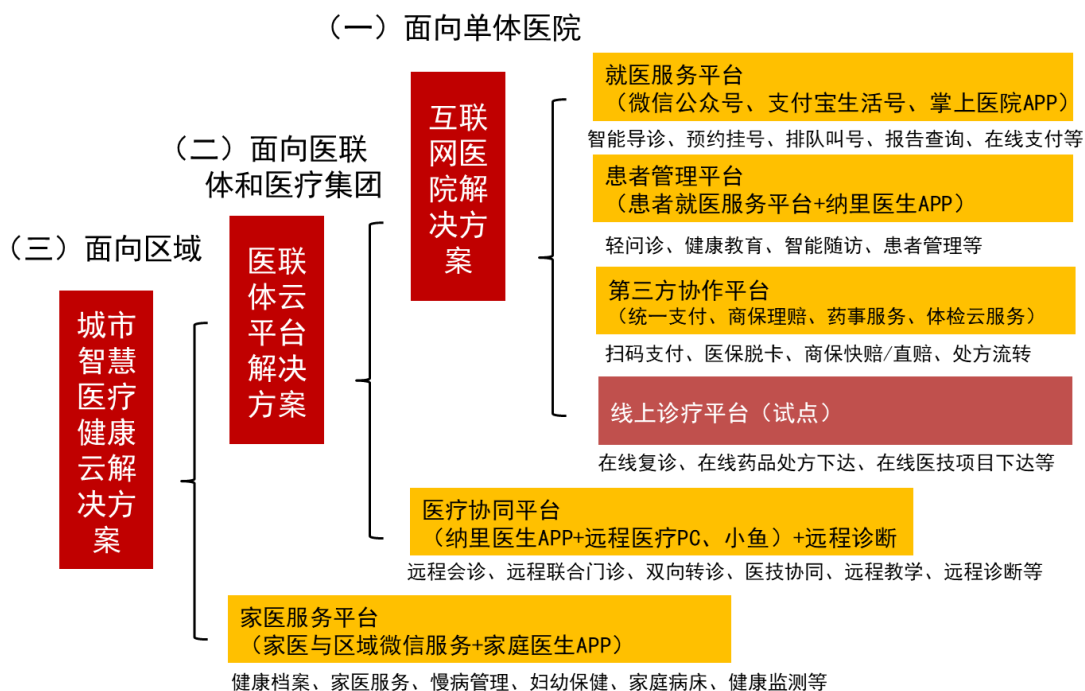
图表 24: 纳里健康互联网医院技术架构图



来源: 公司官网、中泰证券研究所

- **商业模式。**根据产业调研,目前云医的商业模式主要是“建设费+运维服务费+运营分成”。
 - (1) **建设费:**大医院可能几百万,小医院可能几十万。但是建设费、运维服务费不是云医未来的核心看点。
 - (2) **运营分成:**根据互联网医院的运营收入,按照一定比例和医院分成。
 - (3) 根据产业调研,互联网医院主要有两种模式:一种是共建模式,医院和HIT企业一起运营;另一种是入驻模式,由政府或相应厂商提供平台,医院通过这种中间平台提供服务。从卫宁的策略讲,主推共建模式。
 - (4) 根据公司2019年1月初,“云医”在浙江率先落地了服务+监管一体化的省级平台(共建模式),对后续互联网医院的推广起到非常好的推动作用。我们认为,虽然纳里健康还是以建设、运维服务为主,目前运营分成收入占比较小,但是未来趋势是向运营的方向发展。

图表 25: 云医的互联网医院解决方案



来源: 卫宁健康、中泰证券研究所

■ 云医进展

- (1) 根据 2018 年 4 月 28 日国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，到 2020 年，二级以上医院将普遍提供分时段预约诊疗、智能导医分诊、候诊提醒、检验检查结果查询、诊间结算、移动支付等线上服务。根据 2019 年 5 月国家卫健委发布的《关于促进“互联网+医疗健康”发展情况的报告》，全国目前已有 158 家互联网医院。
- (2) 截至 2019 年 6 月底，纳里健康平台已累计接入国内医疗机构 2,500 余家，注册医护人员超 20 万名，远程医疗超 200 万人次，服务患者超 2 亿人次。其中，浙江省内平台活跃医生 8,600 余名，覆盖省内 11 个地市 82 个县（市、区）的 210 家医疗机构，转诊、会诊等核心业务总量已突破 110 万单。
- (3) 2019 年上半年，纳里健康实现营业收入 1073 万元。

■ **互联网诊疗医保支付逐步落地。**之前，由于政策尚未放开，互联网诊疗无法进行医保支付，大都是慢性病复诊和自费诊疗，互联网医院流水有限。根据国务院 2019 年印发的《关于印发深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务的通知》，国务院要求国家医保局 2019 年 9 月底前完成制定互联网诊疗收费和医保支付的政策文件。2019 年 8 月 30 日，国家医疗保障局发布《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》，提出明确“互联网+”医疗服务的医保支付政策、确定医保支付范围：

- (1) 定点医疗机构提供的“互联网+”医疗服务，与医保支付范围内的线下医疗服务内容相同，且执行相应公立医疗机构收费价格的，经相应备案程序后纳入医保支付范围并按规定支付。

(2) 属于全新内容的“互联网+”并执行政府调节价格的基本医疗服务，由各省级医疗保障部门按照规定，综合考虑临床价值、价格水平、医保支付能力等因素，**确定是否纳入医保支付范围**。

- **弹性变化点**。纳里健康 2018 年营收 5500 万，主要是建设费和运维服务费收入，运营分成收入很少。2018 年，全国城镇基本医疗保险基金支出 1.76 万亿元，医保支出市场是万亿级别的市场，云医未来发展空间很大。我们认为，未来随着互联网诊疗医保支付的落地，互联网医院的线上运营收入或将出现指数性增长，云医的运营分成收入或将快速增长。
- 我们认为，公司诸多创新业务中，云医是近几年最大的看点。

3.2、云药：“导流返佣+自有药房+GPO”，新模式获市场高度认可

- **卫宁对钥匙圈的持股情况**。“云药”依托钥世圈云健康。公司持有钥世圈云健康 34.62% 的股权。
- **商业模式**。钥世圈已开发出“钥匙卡”、“钥匙链”、“云药平台”等药事相关产品。钥世圈盈利模式如下：第一，通过商业保险为合作药房导流返佣获得收入；第二，通过自有药房的订单获得收入；第三，GPO（group purchasing organization，即集团采购）带来的收入。我们认为，云药处于起步阶段，未来商业模式具有可塑性。

图表 26：钥世圈指定线上药店

网上药店消费

用户可在指定网上药店选购商品，按直付理赔流程填写配送信息，输入理赔凭证号及密码完成直付理赔。指定网上药店：



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **云药进展**
 - (1) 截止 2017 年底，累计实现保险控盘保费达 **25 亿元**，自有药房 60 多家，合作药房 60000 多家，用户分布于全国 30 个省市，平台整体交易额达 **2.5 亿元**。
 - (2) 截至 2018 年上半年，“云药”平台合作药房逾 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**。
 - (3) 截至 2019 年上半年，公司打造的“药联体”合作成员逾 7 万家，用户

分布于全国 30 多个省市，合作保险公司达 50 余家，管理保费金额超 35 亿元，依托“药联体”等平台，整体交易额累计超过 4.5 亿元。

(4) 2019 年上半年，铜世圈实现营业收入 8385 万元，同比增长 196%。

- 弹性变化点。我们认为，云医是云药的基础，随着互联网诊疗医保支付的落地、互联网医院运营的展开，卫宁健康院外药品服务的衔接会慢慢起来。

3.3、云险和创新业务平台：卫宁付+医保控费，打造支付管理监督平台

- 卫宁的持股情况。“云险和创新业务平台”依托卫宁互联网和卫宁科技。公司持有卫宁互联网 70% 的股权（上海云鑫持股 30%）、公司持有卫宁科技 50% 的股权，另外中国人寿持有卫宁科技 23.1% 股份。

图表 27：卫宁付服务流程示意图



来源：天极网，中泰证券研究所

- 云险和创新业务平台的商业模式。“云险和创新业务平台”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。具体地，“云险和创新业务平台”方面分成两块：一块是卫宁互联网做统一支付、商保理赔，卫宁和支付宝、微信、银联、百度等多家都在进行业务合作，另一块是卫宁科技做医保控费。医保控费系统主要通过内部控制，外部监督两条主线，对医保基金支付过程进行控制，全程监管，远程监控。
- (1) 卫宁互联网的商业模式。卫宁互联网可大体分为第三方支付和商保快直赔两块业务。
 - 卫宁付主要收取第三方支付返佣费用。
 - 根据调研可知，商保快直赔收取接口费（建设费）和数据服务费。建设费为一次性收费，每家保险公司接入一家医院都要收取建设费，数据费按照流量收费。
- (2) 卫宁科技的商业模式。卫宁科技的商业模式目前主要是收取医保控费系统的建设费。医保控费平台建设的模式与传统业务类似。

图表 28: 卫宁科技医保控费产品体系


来源: 公司官网、中泰证券研究所

■ “云险和创新业务平台”进展

- (1) 2019 年上半年, 新增覆盖医疗机构百余家, 新增交易金额 80 多亿元, 新增交易笔数 5,400 多万笔。同时, 已为多家医院接入多种支付渠道: 如支付宝、微信、银联云闪付、百度小程序、银行 APP 等。
- (2) 因第三方支付公司返点费率大幅下调等原因, 2019 年上半年, 卫宁互联网单体报表实现营业收入 921.79 万元, 同比增长 2.17%, 净利润-361.85 万元。
- (3) 因承接国家医保局重要项目导致投入加大等原因, 卫宁科技目前仍处于亏损状态。2019 年 H1 实现营业收入 339.33 万元, 同比增长 4.69%, 净利润-2,503.01 万元。

■ 卫宁互联网弹性变化点: 第三方支付付费规模。

- (1) **目前规模不大。**根据市场研究集团益普索发布的《2018 四季度第三方移动支付用户研究报告》, 以日常开销为计, 国内由第三方支付完成的占比为 54%。根据草根调研, 目前医院第三方支付付费占比不到 10%。
- (2) **潜在空间大。**2017 年开始运营以来, 截止 2018 年公司在全国投放支付设备 12,000 多台, 交易金额仅 80 亿元。根据中国卫生和计划生育统计年鉴 2017 年的数据, 全国医疗机构总收入 36975 亿元, 假设未来第三方支付完成的占比为 50%, 如果卫宁占据 10%的份额, 则卫宁互联网每年交易金额可能达到 1849 亿元, 远高于现阶段 80 亿元的交易金额。

- **卫宁科技弹性变化点。**虽然 2019 年上半年卫宁科技因投入加大导致报告期内仍然亏损, 但今年以来陆续中标了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平台项目等, 为后续提速发展奠定了坚实的基础。我们认为, 国家医保局成立后, 医保系统升级改造、医保控费系统建设将加速发展, 我们看好卫宁科技在医保 IT 领域未来的发展前景。

3.4、云康：互联网+体检，打造体检领域的“天猫商城”

- **卫宁的持股情况。**“云康”主要依托医通健康来开展业务。公司持有医通健康 12.40%的股权。医通健康主要从事以健康体检为基础的健康管理服务，率先完成对全国三甲医院、公立医院、知名（连锁）体检机构体检资源的整合，是中国第三方互联网体检服务平台开创者，目前提供互联网+体检、体检信息化建设、海外医疗、健康小星(优医家)等服务。

图表 29：医通健康互联网+体检业务截图



来源：公司微信小程序、中泰证券研究所

- **商业模式。**云康的主要商业模式是为医院及体检中心导流,收取服务费。
- **“云康”进展:**“云康”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。截至 2018 年 12 月底,医通健康的“互联网+体检”,已连接 1500 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 6500 多家。

图表 30: 医通健康重点客户情况



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- **弹性变化点。**根据中关村新智源健康管理研究院、中南大学健康管理研究中心及社会科学文献出版社共同发布《2019 健康管理蓝皮书》,2018 年中国健康体检人次达到 5.75 亿,占全部人口的 42%,云康年体检服务人次仅 32 万(市占率 0.056%)。我们认为,目前,云康处于初级发展阶段,市占率不高,但未来成长空间很大。

4、盈利预测与投资建议

- **盈利假设:**传统医疗 IT 业务及创新业务盈利假设如下:
 - ✓ **传统业务方面:**受益于 2018 年电子病历评级、互联互通评级等政策,2019-2020 年,卫宁健康的传统医疗 IT 业务成长性具有高确定性。2019 年新推出的医院智慧服务评级、DRGs 等政策,有望驱动公司医疗 IT 业务在 2020 年后依旧维持高成长。并且信息化是医保控费的基础,医保控费是中长期的工作任务且需要动态调整,医疗信息化建设需求长期存在。公司医疗 IT 业务长期发展空间广阔。
 - ✓ **创新业务方面:**随着互联网+医疗等相关政策的持续推进,我们认为,公司创新业务收入规模或将继续扩大,且接下来有可能迎来从亏损到盈利的重要拐点。

- **盈利预测:** 基于传统医疗 IT 业务以及创新业务发展情况, 我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 19.0 亿元/26.4 亿元/36.7 亿元, 归母净利润分别为 4.00 亿元/5.01 亿元/8.01 亿元(已考虑 2019-2021 年公司股权激励费用分别为 0.4 亿元、1.15 亿元和 0.35 亿元), EPS 分别为 0.25 元/0.31 元/0.49 元。
- **投资建议:** 医疗 IT 行业景气度高, 公司作为医疗 IT 行业龙头标的, 市场竞争力强, 预计未来传统医疗 IT 业务有望实现高成长。并且其创新业务在 A 股具有稀缺性和业绩的高弹性, 能对公司整体估值有积极的影响作用。我们对卫宁健康维持“买入”评级。

5、风险提示

- 电子病历评级、互联互通评级等政策推进缓慢, 导致公司传统医疗 IT 业务发展低于预期;
- 创新业务推进缓慢, 但创新业务在发展初期需要较大的投入, 导致创新业务持续亏损对公司业绩及后续发展带来负面影响;
- 市场空间测算基于一定的假设条件, 存在不及预期的风险;
- 文中提到的部分产品的系统建设费用来自于调研, 可能因样本不足与实际有偏差;
- 行业竞争加剧, 导致公司收入增速放缓以及盈利能力下降。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	515	976	1,164	1,570
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	1,189	1,393	1,945	2,701
存货	158	161	224	307
其他流动资产	206	244	329	445
流动资产合计	2,067	2,775	3,662	5,023
可供出售金融资产	187	187	187	187
长期投资净额	541	541	541	541
固定资产	435	418	401	383
无形资产	117	103	89	75
商誉	475	475	475	475
非流动资产合计	2,170	2,139	2,108	2,076
资产总计	4,237	4,914	5,769	7,099
短期借款	151	151	151	151
应付款项	197	271	367	508
预收款项	205	231	339	463
一年内到期的非流动负债	18	18	18	18
流动负债合计	882	1,155	1,504	2,026
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	81	81	81	81
长期负债合计	81	81	81	81
负债合计	963	1,236	1,585	2,107
归属于母公司股东权益合计	3,134	3,534	4,036	4,836
少数股东权益	140	144	149	156
负债和股东权益总计	4,237	4,914	5,769	7,099

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,439	1,902	2,635	3,670
营业成本	691	894	1,225	1,688
营业税金及附加	16	23	31	43
资产减值损失	60	63	66	74
销售费用	201	266	369	514
管理费用	118	196	329	330
财务费用	8	4	2	1
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-8	10	15	20
营业利润	310	412	518	829
营业外收支净额	-1	0	0	0
利润总额	310	412	518	829
所得税	3	8	11	21
净利润	307	404	506	808
归属于母公司净利润	303	400	501	801
少数股东损益	4	3	5	8

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	307	404	506	808
资产减值准备	60	63	66	74
折旧及摊销	30	31	31	31
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	10	6	6	6
投资损失	8	-10	-15	-20
运营资本变动	-273	-36	-416	-508
其他	-17	0	0	0
经营活动净现金流量	124	458	179	392
投资活动净现金流量	-250	10	15	20
融资活动净现金流量	157	-6	-6	-6
企业自由现金流	437	317	780	1,157

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益 (元)	0.19	0.25	0.31	0.49
每股净资产 (元)	1.93	2.18	2.48	2.98
每股经营性现金流量 (元)	0.08	0.28	0.11	0.24
成长性指标				
营业收入增长率	19.52%	32.20%	38.55%	39.25%
净利润增长率	32.42%	31.96%	25.25%	59.72%
盈利能力指标				
毛利率	52.00%	53.00%	53.50%	54.00%
净利率	21.08%	21.04%	19.02%	21.82%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	273.23	267.42	269.35	268.71
存货周转率 (次)	68.25	65.85	66.65	66.38
偿债能力指标				
资产负债率	22.72%	25.14%	27.47%	29.67%
流动比率	2.34	2.40	2.43	2.48
速动比率	2.12	2.23	2.25	2.29
费用率指标				
销售费用率	13.96%	14.00%	14.00%	14.00%
管理费用率	8.21%	10.30%	12.50%	9.00%
财务费用率	0.56%	0.21%	0.06%	0.02%
分红指标				
分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E (倍)	66.74	62.18	49.64	31.08
P/B (倍)	6.46	7.04	6.17	5.15
P/S (倍)	15.89	13.08	9.44	6.78
净资产收益率	9.68%	11.32%	12.42%	16.56%

资料来源：中泰证券

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。