

卫宁健康 (300253)

互联网医疗与新冠疫情催化带来积极边际变化

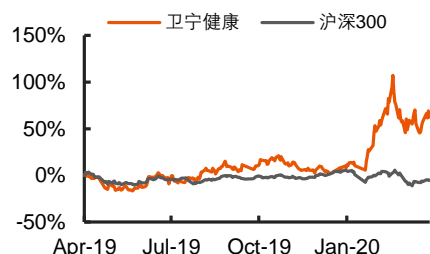
强烈推荐 (上调)

现价: 23.42 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.winning.com.cn
大股东/持股	周炜/11.36%
实际控制人	王英
总股本(百万股)	1,641
流通 A 股(百万股)	1,322
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	384.40
流通 A 股市值(亿元)	309.62
每股净资产(元)	2.27
资产负债率(%)	23.7

行情走势图



证券分析师

陈苏 投资咨询资格编号
S1060519090002
010-56800139
CHENSU109@PINGAN.COM.CN

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
010-56800140
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

研究助理

付强 一般从业资格编号
S1060118050035
FUQIANG021@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **互联网医疗迎来拐点，创新业务或显著受益：**互联网医疗内涵丰富，具有诸多优势，尤其有助于分级诊疗实现。在政策层面，合规的“互联网+医疗服务”基本模式已然得以明确，“互联网+药品流通”相关规定亦大幅松绑。2019年8月，国家医保局正式发文将“互联网+”纳入医保覆盖范围，且近期新冠疫情爆发正在加速其普及，行业拐点已至。此外，各省医保信息平台建设启动在即，公司“云险”业务将显著受益于此。上述因素带动下，2020年起，公司创新业务的积极变化有望成为重要看点，财务层面应会出现显著改善。
- **传统信息化业务需求旺盛，疫情或催生新投入：**传统以医院为核心的医疗IT建设仍是整个医卫系统的信息化基础。在医院端，电子病历建设依然是2020年的工作重心，不排除后续提出更高要求的可能；其次，面向患者的智慧服务已出台试行评价标准，医院智慧管理方面也可能推出类似标准，且近1-2年均有可能上升为强制性要求。此外，全国医保平台系统、医联体与区域平台、DRGs建设等，均将带动相关的传统信息化需求放量。针对疫情，IDC预计2020-2022年将带动200亿元相关的IT投入，我们认为公共卫生防疫及应急处置、急诊急救及传染病治疗、药品器械供应链管理可能为发力方向。总的来看，广泛的需求足以支撑公司传统业务延续良好增势。
- **借助行业发展机遇，有望成长为中国医疗IT巨头：**更为根本来看，出于落实分级诊疗及医保控费的强烈诉求，政策层面已将信息化、标准化列为全国医卫工作的重点。相应的，IT在医疗体系中的地位大幅提升，未来数年行业高景气延续成为大概率事件。公司拥有庞大的客户群体以及相对较强的竞争力，在“互联网+”布局领先多数友商，居于国内医疗IT行业的龙头地位。目前，国内医疗IT市场格局仍然松散，借助未来数年的行业窗口期，卫宁最为有望在竞争中胜出，成长为中国的Cerner。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1439	1908	2552	3374	4320
YoY(%)	19.5	32.6	33.7	32.2	28.0
净利润(百万元)	303	398	514	787	1076
YoY(%)	32.4	31.4	29.0	53.1	36.7
毛利率(%)	52.0	51.4	53.1	53.5	54.0
净利率(%)	21.1	20.9	20.1	23.3	24.9
ROE(%)	9.4	10.1	11.8	15.5	17.7
EPS(摊薄/元)	0.18	0.24	0.31	0.48	0.66
P/E(倍)	126.7	96.5	74.8	48.8	35.7
P/B(倍)	12.3	10.3	9.1	7.8	6.5

- **盈利预测及投资建议：**基于良好的经营状况和乐观的发展前景，我们调升公司盈利预测，预计 2020-2022 年营收为 25.52、33.74、43.20 亿元，同比增长 33.7%、32.2%、28.0%；归母净利润 5.14、7.87、10.76 亿元，同比增长 29.0%、53.1%、36.7%；EPS 为 0.31 (+0.01)、0.48 (+0.03)、0.66 (新增) 元，对应 4 月 10 日收盘价 (23.42 元) 的 P/E 为 74.8x、48.8x、35.7x。

中国医疗 IT 行业依然处于 2018 年启动的新一轮景气周期途中，卫宁作为国内龙头受益于此，传统信息化业务正在强势增长，创新业务亦迎来拐点，2020 年开始有望进一步在财务层面得以体现。若长期考量，卫宁也最为有望借助行业发展机遇成长为中国的医疗 IT 巨头，拥有坚实的长期逻辑。基于上述理由，我们将公司的投资评级由“推荐”上调至“强烈推荐”。

- **风险提示：**

- 1) **政策及监管的不确定性。**医疗健康行业受政策及监管影响较大，如后续政策支持力度不足，或是行业管制对互联网医疗构成钳制，将制约公司业务发展。
- 2) **疫情未带动医卫投入增加。**在我们的推荐逻辑中，新冠疫情将带动急诊急救、公共卫生防疫等相关 IT 投入增加，若实际并非如此，则该理由不成立。
- 3) **互联网医疗发展不及预期。**互联网医疗是基于网络或 O2O 结合的新业态，患者就医习惯、模式创新等因素与其发展紧密相关，探索过程中存在较大不确定性。
- 4) **疫情冲击的不利影响。**新冠疫情对项目实施、招投标活动等已形成冲击，或许还会拖累部分医疗机构的 IT 预算，这可能影响医疗 IT 企业的全年订单和收入。

正文目录

一、 互联网医疗内涵丰富，意义重大	5
1.1 互联网医疗内容多样，已步入规范发展阶段	5
1.2 互联网医疗意义重大，尤其有助于分级诊疗落实	5
二、 互联网医疗模式逐步明确，部分管制趋向放松	6
2.1 “互联网+医疗服务”基本模式得以确立	6
2.2 “互联网+药品流通”管制大幅松绑	7
三、 医保支持与疫情催化下，互联网医疗迎来拐点	9
3.1 获得医保支持是互联网医疗的重要进展	9
3.2 新冠疫情加速互联网医疗推广普及	10
3.3 互联网医疗会迅速迎来大爆发吗？	11
四、 未来至少 2-3 年，公司业务可维持高景气	13
4.1 边际上看，创新业务将呈现出显著的积极变化	13
4.2 传统业务仍是医疗体系信息化的基石，需求依然旺盛	16
五、 针对行业痛点及趋势，拟发行转债用以升级产品服务	18
六、 盈利预测与投资建议	19
6.1 盈利预测：传统业务稳健，创新业务向好，规模效应延续	19
6.2 投资建议：行业趋势向好，龙头价值凸显	20
七、 风险提示	21

图表目录

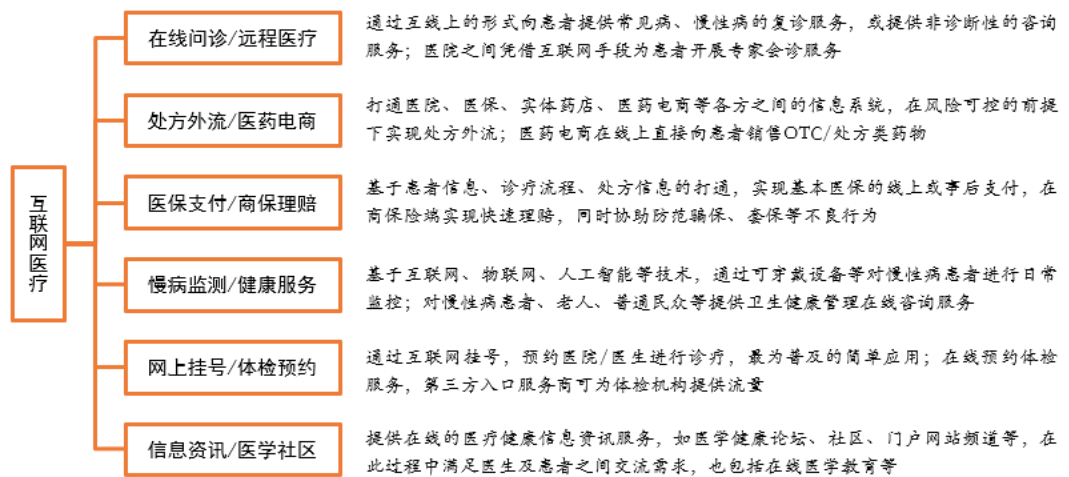
图表 1	互联网医疗的几种主要形式和内涵.....	5
图表 2	互联网医疗对于中国的重要意义以及分级诊疗的基本内涵	6
图表 3	试行文件所界定的三种“互联网+医疗服务”模式.....	7
图表 4	“互联网+药品流通”相关的正式政策文件与主要内容	8
图表 5	“互联网+医疗服务”价格形成和医保支付的关键政策内容	9
图表 6	疫情期间典型第三方互联网医疗平台访问或咨询量	10
图表 7	“互联网+医疗服务”纳入医保支付范围的省份	11
图表 8	“互联网+”纳入医保有望带动的典型增量市场的远期空间估算.....	12
图表 9	公司创新业务布局及主要业务内容.....	13
图表 10	公司“云医”平台接入医疗机构数量	14
图表 11	国内互联网医院牌照发放数量	14
图表 12	中国商业健康险市场快速成长，但在医疗支付中的作用还十分有限	15
图表 13	智慧医院的三大内涵.....	16
图表 14	政府卫生支出历史变化情况.....	17
图表 15	疫情带动医疗 IT 投入与原预计市场规模的比较	17
图表 16	公司可转债发行相关的拟募投项目（单位：万元）	18
图表 17	拟募投项目的实施主体及主要内容.....	18
图表 18	公司盈利预测的关键假设	20

一、互联网医疗内涵丰富，意义重大

1.1 互联网医疗内容多样，已步入规范发展阶段

互联网医疗是指以互联网作为技术手段和渠道载体向消费者提各类医疗健康服务，同时也涵盖面向医护人员及监管者的组织协调服务和监管辅助服务等，是互联网技术在医疗卫生领域的应用。互联网医疗内涵丰富，广义上，如在线问诊/远程医疗、处方外流/医药电商、医保支付/商保理赔、慢病监测/健康服务、网上挂号/体检预约、信息资讯/医学社区等内容均属于其范畴。

图表1 互联网医疗的几种主要形式和内涵



资料来源：百度、易观、平安证券研究所

互联网医疗已在国内发展多年，如互联网医疗平台好大夫在线早在 2006 年便已创立，另一领先平台微医成立于 2010 年。随后，春雨医生、平安好医生、阿里健康、京东健康等平台大批涌现，并且互联网医疗的服务内容也开始从挂号问诊为主向更加多元化的方向发展，典型如医联、健客网、叮当快药、1 药网、医脉通、健康界、丁香园等，均是专科慢病管理平台、医药电商、医疗资讯平台等细分领域的代表性企业。

大约在 2011-2016 年，国内互联网医疗行业整体处于野蛮生长阶段。与之相伴的是，在搜索引擎竞价排名、互联网健康咨询、医药交易平台等领域出现了不少乱象，如魏则西事件则是其中最为典型的体现。针对于此，国家医卫监管部门对互联网医疗加大了管制力度，2017 年起其发展速度明显放缓，不少初创企业陆续裁员甚至倒闭，行业开始步入规范发展阶段。

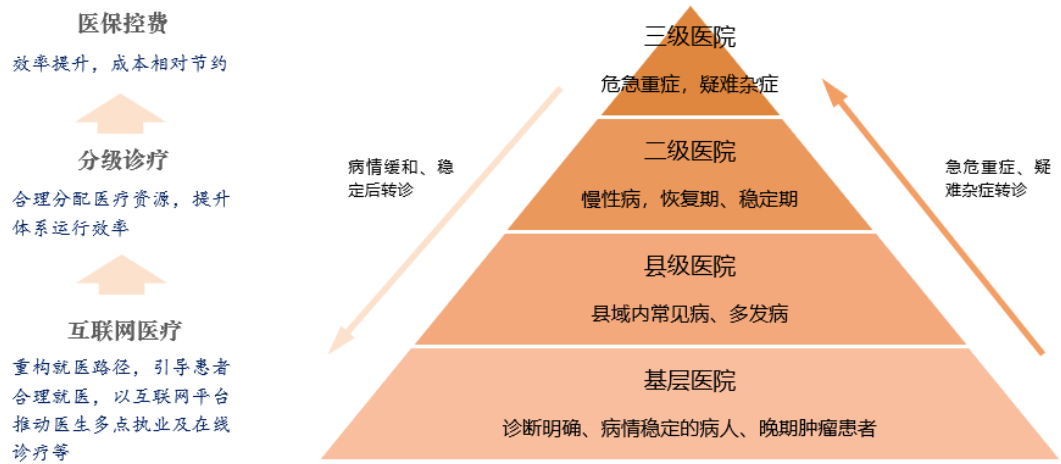
1.2 互联网医疗意义重大，尤其有助于分级诊疗落实

互联网医疗意义重大，尤其有助于解决国内医疗资源分布不平衡与老龄化趋势下民众日益增加的医疗卫生需求之间的矛盾。第一，互联网医疗允许消费者借助网络享受挂号预约、诊疗咨询、线上支付、查看化验单、送药到家等服务，是一项便民措施；第二，借助互联网媒介，可获取居民健康状况、生活环境、人际交往等更多维度信息，并借此做出更准确的诊断；第三，汇集更多信息，有助于更及时、准确的开展公共卫生防疫活动；第四，借助互联网可获取更多的医疗健康资讯，亦可以促进患者、医生等之间经验交流；第五，借助互联网，医卫监管机构也可以获取更多、更准确、更及时的信息，透明度提升有助于提高监管水平。

除了上述优点外，对于中国而言，我们认为互联网医疗更大的意义在于有助于分级诊疗落实，提升医疗体系的运行效率。分级诊疗即是指按照疾病的轻重缓急及治疗的难易程度进行分级，不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗，逐步实现从全科到专业化的医疗过程。更为具体的，分级诊疗机制要求根据疾病类型及轻重缓急在不同级别或类别的医疗机构之间分配病人，根据病人病情的发展动态在不同医疗机构之间进行转诊，医疗机构之间需在一定程度上共享诊疗信息和医疗资源。在上述过程中，互联网医疗显然可在信息共享、资源分配、分工协作等方面提供不小的帮助。

间接的，由于互联网医疗有助于实现分级诊疗，提升医疗资源利用效率，换个角度来看，成本的相对节约对医保控费也会产生帮助。未富先老是中国必须面对的长期问题之一，未来必将对医保基金收支平衡带来显著压力。一方面，老年人体弱易病，医护需求上升必将要求医保支出增加；另一方面，老年人占比上升，劳动人口占比下降，也意味着医保收入的相对下降。由于形势紧迫，医保控费已成为国家医药卫生工作的重点任务之一，互联网医疗的重要性也随之提升。

图表2 互联网医疗对于中国的重要意义以及分级诊疗的基本内涵



资料来源：人民日报、平安证券研究所

二、互联网医疗模式逐步明确，部分管制趋向放松

2.1 “互联网+医疗服务”基本模式得以确立

在政策层面，互联网医疗在大约 2014-2015 年起获得明确支持。例如，国家卫计委于 2014 年 8 月出台《关于推进医疗机构远程医疗服务的意见》，除了医疗机构之间的 B2B 业务外，并首次将医疗机构直接面向患者的 B2C 服务正式纳入承认范围。随后，在《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》、《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》、《健康中国 2030 规划纲要》、《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）》、《“十三五”深化医疗卫生体制改革规划的》、《进一步改善医疗服务行动计划（2018-2020）》等文件中，均表达了政府对互联网医疗的支持态度。

最新一轮大部制改革后，国家卫健委与国家医保局于 2018 年 3 月双双组建完成，对互联网医疗提出了新的发展思路，核心转向将互联网医疗定位于实体医疗机构的延伸。2018 年 4 月，国务院办公厅发布《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，提出依托医疗机构发展互联网医院、开展部分常见病/慢性病线上复诊、构建覆盖诊前/诊中/诊后的线上线下一体化服务模式的基本要求，并且在“互联网+”公共卫生、家庭医生、药品供应、医保结算等方面提出相应意见。此外，文件也要求到 2020 年，二级以上医院均需提供一定的线上服务内容。

2018年9月，国家卫健委正式印发了《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）》三个试行文件，在最为核心的看病问诊环节，具体落实了《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》中的要求，将“互联网+医疗服务”的内涵限定为远程医疗、互联网诊疗、互联网医院三种模式。我们认为，三份文件意义重大，通过明确界定当前互联网医疗的基本定位和发展方向，为互联网医疗行业提供了基础性的规范指引，有助于相关医疗机构和商业企业规避风险、合法合规开展业务，从而促进整个行业健康发展。

图表3 试行文件所界定的三种“互联网+医疗服务”模式

	可提供的服务内容	服务对象	相关规定
互联网+医疗服务	远程医疗	由医疗机构之间使用本机构注册的医务人员，利用互联网等信息技术开展远程会诊和远程诊断	B2B2C 远程医疗服务管理规范（试行）
	互联网诊疗	医疗机构使用本机构注册的医务人员，利用互联网为患者提供部分常见病、慢性病复诊和家庭医生的签约服务	B2C 互联网诊疗管理办法（试行）
	互联网医院	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。可使用在本机构和其他医疗机构注册的医师为患者提供部分常见病、慢性病复诊和家庭医生的签约服务；针对到实体医疗机构就诊的患者，可通过互联网医院邀请其他医师进行会诊	B2C/B2B2C 互联网医院管理办法（试行）

资料来源：国家卫健委、平安证券研究所

注：实务操作中，医院开展互联网诊疗业务通常要申请“互联网医院”牌照，并需接入省级互联网医疗服务监管平台，接受实时监管

2.2 “互联网+药品流通”管制大幅松绑

除了“互联网+医疗服务”以外，“互联网+药品流通”亦是现阶段互联网医疗工具箱中应用范围较广的服务内容。粗略分类来看，“互联网+药品流通”可大致划分为药品生产企业、药品经营企业、医疗机构之间 B2B 的网络药品交易，以及药品零售单位面向消费者的 B2C 网络销售。总体上，由于 B2C 业务直接涉及消费者的合理用药与身体健康问题，受到的监管更为严格。

通过对历年“互联网+药品流通”相关的正式政策文件进行梳理，可以看到国家医药管理部门对网络售药的管制趋于逐步放松，尤其近年起松绑速度明显加快。在国内互联网兴起的早期，2000年生效的《处方药与非处方药流通管理暂行规定》完全禁止药品网络零售。2005年，《互联网药品交易服务审批暂行规定》正式出台，除 B2B 药品网络交易被正式承认外，OTC 药物的 C 端网络零售正式放开，但仍面临较多限制。2017年起，政府开始大幅放松对网络售药的限制，包括网售资质获取难度降低、认可第三方药品配送、解除处方药网售限制等。

我们将“互联网+药品流通”视为互联网医疗的重要构成部分，尤其是处方药网络销售将成为未来数年医药业界的重要关注点。这不仅由于“互联网+药品流通”具有明显的便民属性，更是因为处方药网络销售与医疗机构处方外流紧密相关，是“医药分开”改革的重要一环。商业视角来看，这还将对现有医药销售和流通体系形成明显冲击，孕育着巨大商机。

图表4 “互联网+药品流通”相关的正式政策文件与主要内容

时间	政策	主要相关内容
1999.12	处方药与非处方药流通管理暂行规定	药品的批发销售须由具备相应资质的药品生产企业、批发企业经营，但不得直接向病患者推荐、销售处方药；在零售端，暂不允许网上售药
2005.9	互联网药品交易服务审批暂行规定	允许药品生产企业、药品经营企业、医疗机构之间开展法人机构之间的 B2B 互联网药品销售业务；允许药品连锁零售企业向个人消费者销售非处方药
2013.10	关于加强互联网药品销售管理的通知	强调零售单体药店不得开展网上售药业务，零售连锁企业只能网上销售非处方药，且应使用符合 GSP 认证的药品配送系统自行配送；不具备相应资质的药品生产企业、药品经营企业等不得开展网上零售业务
2017.1	关于第三批取消中央指定地方实施行政许可事项的决定	取消省级食药监部门负责互联网药品交易服务企业（第三方平台除外）的审批，互联网药品交易 B 证、C 证退出历史舞台，药品网络交易管制进一步放开
2017.2	关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见	推进医药分开，支持“互联网+药品流通”规范发展，支持药品流通企业与互联网企业加强合作，推进线上线下融合发展，鼓励有条件的地区开展药师网上处方审核、合理用药指导等药事服务
2018.4	关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见	对线上开具的常见病、慢性病处方，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送；探索医疗卫生机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享，促进药品网络销售和医疗物流配送等规范发展
2019.8	药品管理法（2019 修订）	网络售药获得认可，增添相关条款；第三方药品网络交易平台采用备案制管理，除实行特殊管理的药品不得通过网络销售外，未对处方药做出特别限制，意味着法律层面打开了处方药网售的口子

资料来源：国家食药监局、中国政府网、搜狐、平安证券研究所

注：除上述正式文件外，《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》等非正式文件，亦在网络销售资质管理、第三方药品配送、处方药网售等方面表明当时监管层的政策倾向，应对实务操作产生一定影响

三、 医保支持与疫情催化下，互联网医疗迎来拐点

3.1 获得医保支持是互联网医疗的重要进展

尽管医卫监管部门官方于 18 年 9 月便明确三类规范的“互联网+医疗服务”模式，但截至当前，“互联网+”在医疗领域的应用仍主要集中在以预约挂号、轻问诊（健康问询、就医前咨询，不能开具处方）和 OTC 类医药电商为主，官方所定义的远程医疗、互联网诊疗、互联网医院整体发展仍较为缓慢。除了信息化水平的制约之外，医保支付政策支持与否对于互联网医疗推广至关重要——国内大约 70%~80% 的患者支出源自医保资金。

实际上，早在 2015 年 1 月，国家发改委办、国家卫计委联合发布《关于同意在宁夏、云南等 5 省区开展远程医疗政策试点工作的通知》，要求“研究将远程医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金和新农合报销范围”。不过，该文件试点内容主要局限于 5 个试点省区的 B2B 远程医疗服务，其中如内蒙等也并未将其纳入医保覆盖范围，尽管后续湖北等少数试点外省市也将远程医疗纳入医保支付范围，不过在全国未形成波澜。

2019 年 8 月，国家医保局正式印发《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》，在国家层面就“互联网+医疗服务”的项目管理、定价机制提出统一的指导意见，并将其纳入医保覆盖范围。我们认为，医保支付是打通互联网医疗发展的关键环节，尽管《指导意见》尺度相对保守，限制较为严格，但仍不妨碍将其视为国内互联网医疗发展历程的重要政策节点。此外，国家卫健委、国家医保局正在全国范围推广电子健康卡、电子医保凭证的应用，这有利于落实医保脱卡支付，助力互联网医疗发展。

图表5 “互联网+医疗服务”价格形成和医保支付的关键政策内容



资料来源：国家医保局、平安证券研究所

注：仅为《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》中的部分关键内容，并不全面，但足以现出文件的核心思路

3.2 新冠疫情加速互联网医疗推广普及

在新冠疫情的冲击下，绝大部分行业受到显著的负面影响，但对互联网医疗而言，疫情则产生了一定的正面推动作用。新冠肺炎潜伏期长，具有很强的传染性，且早期症状与一般感冒发烧类似，患者难以准确判断自身病情。在疫情爆发期间，如冒然赶往医院，不仅加大聚集风险，并有可能加重医院负担；对于其他非急症患者，若此时前往医院看病，也存在被感染的可能。对于此类情形，互联网医疗是一种有效的解决方案。

首先，新冠疫情爆发促使借助网络咨询病情的人数大幅增加，这在客观上产生了一定的用户教育效果。疫情高峰期间，全国至少有数百家公立医院开通免费的发热/新冠肺炎线上问诊咨询服务，阿里健康、平安好医生、微医、丁香园、春雨医生等第三方平台亦表现活跃，纷纷推出抗疫专区，访问和咨询量均大幅上涨。定性来看，尽管疫情期间绝大多数访问为健康咨询服务，并非可开具处方的在线诊疗，但这依然对培养用户在线就医的习惯大有益处。

图表6 疫情期间典型第三方互联网医疗平台访问或咨询量

平台	截至日期	累计访问/咨询量
 微医	3月26日	访问1.3亿次，咨询167.2万例
 阿里健康	2月8日	访问近1000万人，问诊超93万例
 平安好医生 要健康上平安好医生	2月17日	平台累计访问人次11.1亿
 春雨医生 你的医生朋友	2月1日	咨询53万例，几乎翻番
 丁香园 WWW.DXY.CN	2月5日	问诊量60万，环比增135%

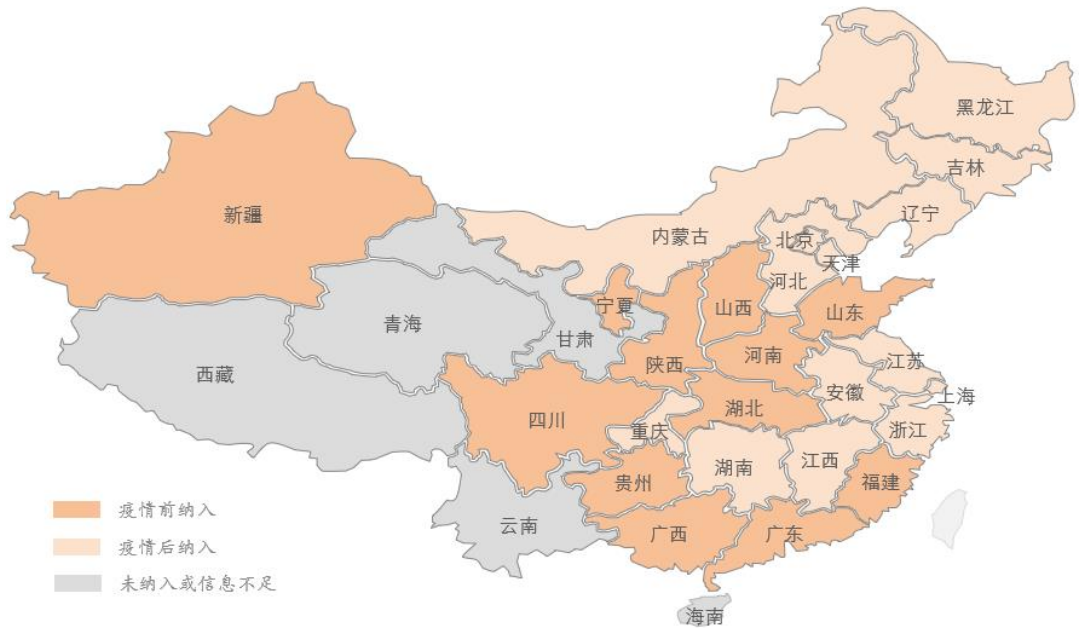
资料来源：微医 APP、搜狐、平安证券研究所

其次，疫情的出现促使政策对互联网医疗的支持力度显著加大，加速了互联网医疗的普及。2月上旬，国家卫健委相继发布《关于加强信息化支撑新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》、《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》，要求各省市在疫情期间加强远程医疗、互联网诊疗的应用。26日，国务院新冠疫情联防联控机制综合组印发《关于开展线上服务进一步加强湖北疫情防控工作的通知》，再次强调“互联网+”在抗击疫情中的作用。

3月2日，国家医保局、国家卫健委联合印发《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》，督促各省市在疫情防控期间将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围，鼓励各地探索将在线处方和网络购药纳入医保报销政策。5日，中共中央、国务院发布医保改革的纲领性文件《关于深化医疗保障制度改革的意见》，文中亦提出对“互联网+医疗”等新服务模式发展的支持。

从地方医保政策角度看，根据我们对网络公开信息的梳理，疫情爆发前，全国共12个省将互联网医疗纳入医保支付范围，其中5省在2019年8月底国家医保局底发布《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》之前纳入，服务内容主要局限于远程医疗。疫情爆发后，受政策推动，16省及直辖市明确发文将“互联网+医疗服务”纳入医保支付范围，其中如湖北、山西等将医保覆盖内容从原本就涵盖的远程医疗扩展至常见病/慢性病的复诊。由上述事实可见，疫情防控对于互联网医疗的推广，确具有明显的促进作用。

图表7 “互联网+医疗服务”纳入医保支付范围的省份



资料来源：各省市医保局或卫健委官网、百度、平安证券研究所

注：截至4月10日，源于网络公开可得信息，包括地方政府政策文件、新闻报道等，或许并不完全准确；医保覆盖远程诊疗或慢性病、常见病复诊均算作纳入支付范围，涵盖正式纳入、疫情期间临时纳入、试行纳入、医疗机构试点等

3.3 互联网医疗会迅速迎来大爆发吗？

无论是纳入医保支付范围，还是源自新冠疫情的催化，互联网医疗的确正在加速推广，尤其“互联网+医疗服务”在政策刺激下取得重大进展。那么，互联网医疗会迅速迎来大爆发吗？从0到1的意义上看，过往仅有少数省市明确将“互联网+”纳入医保覆盖，内容基本限于远程医疗、远程监测等少数服务，如今将慢性病及常见病的复诊也纳入医保，叠加全国推广，2020年确有望看到小基数意义上的一轮跃升。不过，在1到N的意义上，我们不认为互联网医疗会在未来1-2年内便形成全面爆发的局面，理由主要如下：

1) 疫情期间全国在线咨询问诊的人数暴增，但其中大多数为疫病相关的免费咨询，大量参与者为心理紧张的市民，而非可归入医疗行为的互联网诊疗活动。随着疫情高峰结束，此类人数应已大幅回落。尽管这在人们接触互联网医疗方面形成一定的用户教育作用，但短期不宜期望过高，这对于不熟悉电脑及智能手机操作的大量老年慢性病患者而言，尤其是如此。

2) 控费是医保管理中最为重要的目标之一。老龄化背景下，医保基金本身面临着巨大的收支平衡压力，且医保运行中时常出现过度医疗、骗保等行为，互联网医疗涉及线上交易，相比线下监管难度更高。以上因素决定着医保对“互联网+”的覆盖会谨慎扩大，预计近年主要以公立机构为主，支付来源主要限于个人账户，统筹账户的放开则是循序渐进。

3) 医保政策与互联网医疗对接存在不少难题。例如，当前医保主要以属地化管理为主，各地政策存在差异，广泛的异地结算受限，且针对定点机构的管理主要基于规模和往年数据的总额预付制，这与“互联网+”的属性不符。而大尺度松绑亦可能诱使患者和资源进一步向大型医院聚集，违背分级诊疗的初衷。短期看，我们预计“互联网+医疗服务”将主要局限于本地本机构线下首诊患者向线上的存量转移，医保政策如何进一步放开仍需探索。

尽管不大可能发生迅速的、全面的大爆发，但我们认为互联网医疗确已迎来拐点，在医保政策倾斜和疫情催化下，长期成长空间已经打开，未来数年应会看到一个渐进的加速过程：

首先，医保支付纳入远程医疗及复诊，实际上是将“互联网+”从轻问诊扩展至复杂病症与慢性病的治疗，相比于前者以健康咨询为主、附加值低的特性，后者属于正规医疗性质，附加值更高；

其次，复杂病症与慢性病的治疗往往衍生可观的处方药需求，尤其慢性病的用药周期长，若辅以处方外流政策进一步明确，将逐步带动“互联网+”处方药市场的发展；

再次，无论是基本医保还是有待发展的商业健康险，面对愈发多样化的医药服务模式，科学运营及控费需求将明显增长，基于“互联网+”的第三方医保管理也有望渐渐兴起。

图表8 “互联网+”纳入医保有望带动的典型增量市场的远期空间估算

项目	估算过程	远期空间	发展顺序
远程医疗	全国 80 多亿门诊人次中，假定远程医疗占比 0.6%~0.8%，单次均价 150~200 元，服务商抽成 20%	15~25 亿	B2B2C 模式，医联体内方便开展，相对容易监管，推广速度应最快
互联网复诊	全国门诊人次 80 余亿，约 6 成即 50 亿左右为复诊，假定其中 2/3 可通过网络解决，人均费用 10~15 元，服务商抽成 20%	67~100 亿	直接面向 C 端，监管难度略高，且用户习惯需培养，应渐进加速
处方药线上流转	国内处方药年销售规模约 1.3 万亿，假设其中 30%~40%通过线上导流或销售，处方流转服务商抽成 3%~5%	120~260 亿	处方外流和“互联网+医疗服务”为先导，逐步放开，规模开始扩大
第三方医保管理	中国基本医保支出约 2 万亿，若未来基本医保/商保/个人医疗支出达到 65:20:15，商保支出规模约 6200 亿，假设服务商可对基本医保抽成 1%~2%，商保抽成 3%~5%	380~700 亿	有赖于 IT 系统建设、医保政策完善、DRGs 体系建立等，短期仍处于探索与布局阶段

资料来源：国家卫健委、国家医保局、贵州卫健委、多彩贵州网、IQVIA、平安证券研究所

注：我们所掌握信息不足以对市场成长过程做出可靠预计，仅是对远期空间进行量级意义的粗略估算，其中也未考虑基础医疗药品市场未来的增长；对于远程医疗，贵州 16 年 9 月将远程医疗纳入医保，故将其作为参照，贵州 19 年前 11 月远程医疗总量约 60 万例，18 年全部诊疗人次 1.63 亿，远程医疗占比接近 0.4%，假定随着技术进步、医联体建设及线上医疗推广力度加大，远期该比例再增长 50%~100%，则得到 0.6%~0.8%的假设值；对于处方药线上流转，估算中主要关注的是 IT 导流价值，而非医药 O2O 销售整体；对于第三方医保管理，当前国内缺乏清晰商业模式，但随着 DRGs 与智能监管等推广，应存在盈利模式，在此仅粗略假定

从上表的估算结果可以看到，若当前政策确可激起互联网医疗的发展，即使不考虑前期的信息化建设环节，相关运营类服务的增量市场空间也是十分可观。其中，单纯的“互联网+医疗服务”（现今主要限定为远程医疗、互联网复诊）潜在规模并不算太大，但其导流作用非常重要，处方外流、医保相关的运营管理的市场空间则更大。

四、未来至少 2-3 年，公司业务可维持高景气

4.1 边际上看，创新业务将呈现出显著的积极变化

2015 年起，卫宁便开始布局“互联网+”模式的医疗健康创新业务，起步时点领先于多数的国内医疗 IT 企业。公司创新业务遵循“4+1”发展战略，包括云医、云药、云险、云康四大业务板块，并以创新服务平台推动 4 块业务打通资源，协同输出。其中，云医为并表业务，云药、云险、云康则以参投的形式开展。

图表9 公司创新业务布局及主要业务内容

	业务主体	卫宁持股	合作伙伴 (参股)	核心业务
创新业务	云医	纳里健康 69.37%	蚂蚁金服	为医院开展“互联网+”业务提供解决方案及平台 帮助接入平台的医疗机构实现对接，结成医联体 为监管机构提供针对互联网医院的业务监管平台
	业务主要聚焦于互联网医院及医联体的建设和运营			
	云药	钥世圈 31.97%	国药集团	直接面向C端消费者的线上线下售药 机构与机构之间的B2B药品销售中间平台 直接对接药店，代保险公司对客户购药进行直付理赔
	定位于中国版的PBM (Pharmacy Benefit Management)			
云险	卫宁科技 42.86%	中国人寿	向政府及商保公司提供医保监管解决方案和相应服务	
当前定位于医保监管TPA (Third Party Administrator)				
云康	医通健康 12.40%	-	主要业务为第三方互联网体检服务平台	
对于卫宁而言，完善“互联网+”创新业务的生态布局				

资料来源：公司公告、公司官微、子公司官网、天眼查、平安证券研究所

注：卫宁持股是指卫宁健康及其控股子公司的合计持股比例；合作伙伴的参股或通过旗下投资平台实现；除卫宁与实控人外，医通健康其他投资人均为一级市场财务投资机构

公司 2019 年财务数据显示，创新业务中居于核心地位的云医、云险、云药依旧处于投入阶段，均呈现亏损状态。不过，由于互联网医疗发力以及全国医保信息平台建设开启，2020 年三项业务均应该会看到积极的边际变化，云医、云险业务应尤为明显。

• “云医”直接受益于政策松绑与疫情催化

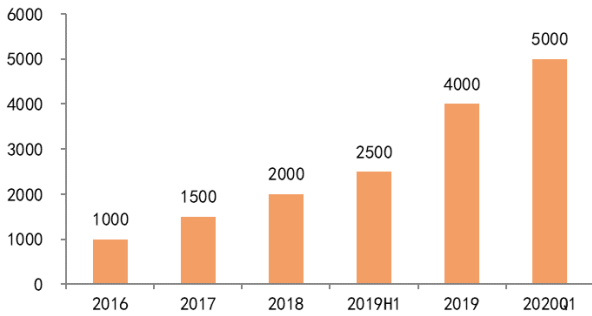
相较于微医、好大夫在线等互联网基因平台，卫宁“云医”业务更加偏重于 B 端 IT 服务性质，即定位于向医疗机构提供开展“互联网+”服务所需的技术平台和运营服务，而非取代医疗机构，所以在商业关系上具有更强的合作属性。并且，由于当前监管层将互联网医疗定位于实体医疗机构的线上延伸，公司“云医”平台的功能定位更加符合政策取向。在技术层面，卫宁深耕医疗 IT 领域 20 余年，深入理解医院业务与 IT 流程，在深度打通线上线下系统、助医疗机构更好开展 O2O 业务方面具有一定优势。基于上述理由，我们认为卫宁“云医”平台具有强劲的竞争力。

由于“互联网+医疗服务”纳入医保及疫情催化，“云医”直接受益，我们认为 2020 年该业务有望取得跃迁式的进展。截至 2020 年一季度，“云医”平台已接入医疗机构 5000 余家，相比 2019 年中期 2500 余家大幅上升，呈现出明显的加速趋势，政策及疫情的催化或发挥不小作用。接入平台的医疗机构中，开通在线问诊类功能的有 1300 余家，与实体医疗机构合作共建、取得互联网医院牌照的约 100 家。根据可得数据，截至 2019 年 10 月，全国仅有 269 家医院获得互联网医院牌照，若以此作为比较基准，卫宁在互联网医院建设市场中体现出相当的竞争力。空间上看，尽管《互联网医院

管理办法（试行）》出台后互联网医院数量大幅增加，但相比全国万余家二级及以上医院而言，仍相差甚远，故而互联网医院建设、运营相关的市场机会仅刚开始释放。

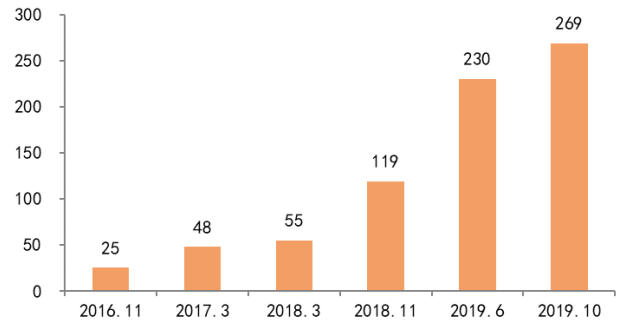
卫宁“云医”平台为公有云平台，医院接入后由公司负责提供“互联网+”业务的运营服务。卫宁拥有 6000 余家医院用户，其中 400 余家为三级医院，客户数量可谓庞大。由于线下系统已采用卫宁产品，存量客户如要开设互联网医院，选择卫宁作为 IT 服务商的可能性应大于其他友商，我们将此视为公司推广互联网医院业务的一项重要优势。

图表10 公司“云医”平台接入医疗机构数量



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表11 国内互联网医院牌照发放数量



资料来源：动脉网、健康界、平安证券研究所

注：“云医”平台接入医疗机构数量均为概数，来源于财报披露；互联网医院在 2018 年 9 月国家卫健委发布《互联网医院管理办法（试行）》前便存在地方试点，相应牌照数量来自媒体报道，可能并不完全准确

互联网医院定位于开展远程医疗、在线复诊、处方外流、医保支付等业务，很可能需要对线下 IT 系统改造升级，深度打通线上线下系统，并根据医院需要客开个性化功能模块。保守预计，在互联网医院建设环节，三级医院需投入 200~300 万元，二级医院需 50~100 万元。仅假定全国 1/2 三级医院、1/4 二级医院开设互联网医院或类似业务，则市场订单总额可达到 40~60 亿元量级。

在运营环节，卫宁可针对远程医疗、在线复诊、药品器械销售等，获取其服务费或销售毛利的一定比例（如 2:8）作为收入，该模式已被浙江邵逸夫医院所接纳。若 2020 年推广至 15~20 家互联网医院，则仅线上诊疗相关的运营收入有望达到 4000~5000 万元。此外，如处方外流进一步放开，公司或许也可从中收取相应的信息服务费。

另根据《互联网医院管理办法（试行）》，省级卫健委应当建立省级互联网医疗服务监管平台，互联网医院开展业务必须接入监管平台，接受实时监管。除服务医疗机构与医联体外，“云医”平台亦可向监管部门提供面向互联网医院的监管解决方案，获取相应的 IT 建设和运维收入。目前，卫宁在互联网医院监管平台方面，已与浙江、山西、甘肃、宁夏等省卫健委达成合作。

• “云险”将显著受益于全国医保信息平台建设

“云险”业务聚焦于医保支付和相应的智能风控，业务对象主要为政府基本医保及商保公司。除支付通道、商保快赔外，旗下参股子公司卫宁科技的智能风控 IT 业务最为值得关注。2019 年，公司相继拿下中国银保信（保险业信息共享基础设施运营单位）平台及国家医保局平台（基金运行及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统）两个标杆项目。

按照国家医保局部署，国家局医保信息平台将于 2020 年 10 月完成验收，地方局平台于年底完成建设，2021 年完成验收。尽管受疫情影响，各地建设进度是否延后存在不确定性，但 2020-2021 年注定是医保 IT 大年，卫宁“云险”业务将主要受益于此。近日，全国首个青海省级医保信息平台建设项目已开标，卫宁以 397 万元中标其中的智能监管分析系统，拔得头筹。

目前，省市级医保信息平台的建设模式尚未完全确定，或许不同地方之间存在差异。例如，某些省份将主要以省级平台为主，地市级平台稍加完善即可，建设内容较少；而对于另一些省份，则可能以各地市分别招标建设的形式为主，各市平台的功能均较重，建设内容较多。出于保守原则，我们仅考虑 31 个省级平台控费监管子系统的建设，不考虑地市级医保平台（大致可对应全国约 330 个医保统筹区）的投入，假定中标均价为 500~600 万元（青海预算在全国应属于偏低水平，且厂商为了获得标杆案例，也倾向于在首个项目中接受低价），则市场空间可达 1.5~1.9 亿元。

在国内医保控费 IT 市场，国新健康、平安医保科技、卫宁科技是最为有力的三个厂商，合计市场份额约为 8 成。按照医保平台的建设模式，国家局系统开发过程中先形成基础软件版本，随后各省市在基础版本之上结合各地情况做客开与实施，形成地方局系统。卫宁科技中标国家局项目，在地方局项目的竞标中应拥有一定优势。基于前述对市场空间的保守估计，若卫宁科技拿下 40%~50% 的份额，则 2020~2021 年可获得累计合同收入 6000~9000 万元。

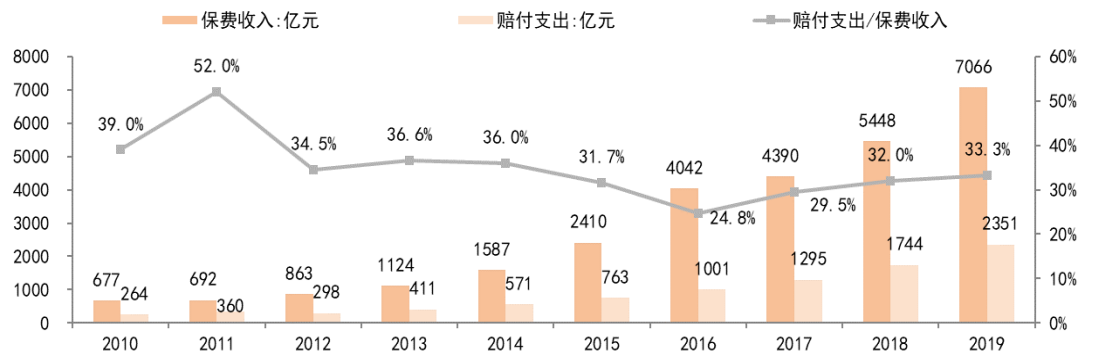
• “云药”业务亦存在积极因素

“云药”致力于构建融“处方流转、药险联动、B2B 赋能、健康服务”于一体的“药联体”，当前业务内容主要聚焦于 B2B、B2C 的药品流通/销售，以及搭建直连药店的通道，代保险公司向购买药品的商业健康险参保人提供直付理赔服务。

从业务动力来看，“互联网+医疗服务”极可能加速院内处方的外流进程，带动院外药品交易的规模扩大，从而促使“云药”B2B、B2C 药品流通/销售业务的规模扩张。而且，处方外流将对消费者购药过程中的信息化管控提出更高要求，这不仅促使商业险种加大对这种信息化管控服务的需求，未来基本医保或也会纳入“云药”业务范围。

另一方面，按照现有趋势，基本医保未来收支平衡存在很大的压力，亟需商业险发展作为补充。当前，国内商业健康险尚处于发展初期，虽然成长迅速，但在医疗支付体系中的作用十分有限，发展空间可谓广阔。在中共中央、国务院发布的医保改革纲领性文件《关于深化医疗保障制度改革的意见》之中，“加快发展商业健康保险，丰富健康保险产品供给，用足用好商业健康保险个人所得税政策，研究扩大保险产品范围”被写入其中；另据银保监会《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》规划，2025 年商业健康险市场规模力争超 2 万亿元。随着商业健康险愈发受到政策重视，其地位和规模势必大幅提升，“云险”参保人购药支付理赔服务的发展前景乐观。

图表12 中国商业健康险市场快速成长，但在医疗支付中的作用还十分有限



资料来源：银保监会、平安证券研究所

注：赔付支出远低于保费收入与商业健康险正处于快速成长期、产品寿险化、重疾险比重高、理财功能强有关，对日常医疗的保障功能有限

4.2 传统业务仍是医疗体系信息化的基石，需求依然旺盛

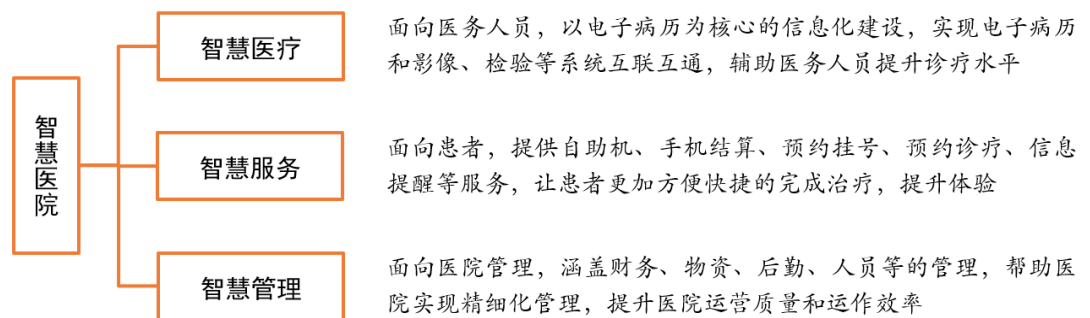
无论对于互联网医疗还是医保控费、分级诊疗等来说，传统的以医院为核心的医疗 IT 建设是整个医疗体系信息化基础——医疗体系的网络化、智能化必须建立在基础的数字化之上。在政策刚性要求的驱动下，包括 2020 年在内至少未来 2-3 年，传统医疗信息化的景气度均将维持在高水平，卫宁作为医疗 IT 龙头将受益于此。而新冠疫情的爆发，或将为整个行业带来新的信息化需求。

• 政策驱动下，传统信息化建设将延续高景气

在医院端，电子病历应用水平等级评审将继续作为 2020 年医疗信息化领域最为重要的主题。按照政策要求，2020 年三级/二级医院电子病历应用水平须达到 4/3 级，以 2018 年全国三级/二级医院电子病历平均等级 2.81/1.35 作为比较基准，假定三级/二级医院达标 IT 投入需要 500/200 万元，则市场空间约 300 亿元。若 30%~40% 工作在 2020 年收尾，则相应订单金额应为 100~120 亿元。参照美国电子病历建设历程，在《HITECH》法案颁布后的七八年中，政府先后推出多个激励计划以促使电子病历不断升级，因此不排除中国医卫管理部门继续提出更高政策要求的可能。

如以更宽泛的视角来看，国家卫健委所提出的“智慧医院”为医院信息化的建设目标，囊括智慧医疗、智慧服务、智慧管理三大方面，核心是借助 IT 技术提升医院的医疗水平、管理效率以及服务体验。对于智慧医疗，电子病历建设即为核心工作，已于 2018 年起体现在强制性标准之中；对于智慧服务，国家卫健委于 2019 年 3 月颁布《医院智慧服务分级评估标准体系（试行）》，2020-2021 年存在升级为强制性要求的可能；而对于智慧管理，2020 年也有望推出相应的分级评估试行标准。这样，智慧服务、智慧管理将与电子病历一同成为医院信息化建设的政策驱动力。

图表13 智慧医院的三大内涵



资料来源：国家卫健委、动脉网、平安证券研究所

此外，如医联体及区域医疗建设、医保局系统建设、DRGs 相关的信息化建设等均将与院内 IT 建设同步推进。对于卫宁来说，其中既涉及其传统信息化业务，也与部分创新业务中的内容相关。次序上看，若疫情影响不大，2020 年应是医保局系统的建设高峰；对于医联体及 DRGs 而言，2020 年仍处于试点阶段，预计 2021~2022 年将陆续进入相关 IT 建设的高峰。综合来看，需求端各类驱动因素陆续发力应可支持医疗传统医疗 IT 业务持续繁荣。

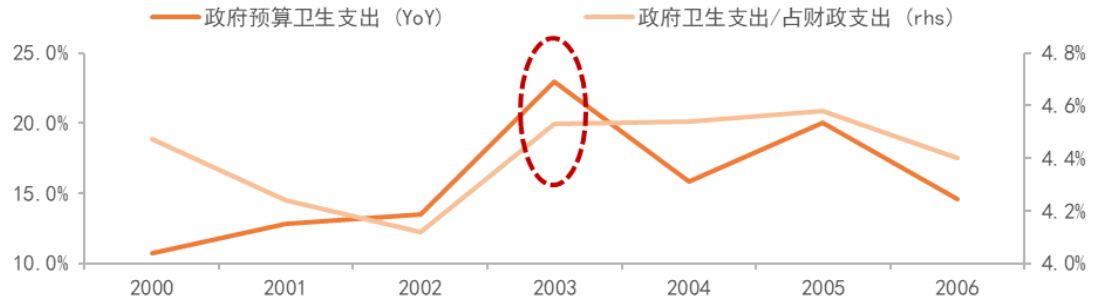
• 新冠疫情或催生增量医疗 IT 需求

新冠疫情对绝大多数行业产生不利影响，短期来看，这对医疗 IT 行业亦是如此。根据卫宁一季度业绩预告，公司 2020 年前三月营收同比上升仅 10%~15%，归母净利润同比下降 73.9%~91.3%，尽管其中有股权激励费用、抗疫捐赠支出等财务因素影响，但疫情却对公司人员复工、项目实施、合同签约、订单结算形成拖累。不过，由于医疗机构、医卫管理部门等客户基本采用年预算制，随着

疫情影响逐渐消退，全年影响应有限。实际上，公司 3 月份单月订单金额已明显恢复，同比增长超过 1 倍，预计二季度及全年的订单与收入会继续反弹。

积极方面来看，新冠疫情暴露了公共卫生应急、医疗机构接诊能力、医疗物资供应协调等方面的不少短板，这极可能会促使医疗体系开展一轮“补短板”工作，从而带动相应的信息化投入增加。参照 2003 年 SARS 经验，疫情爆发当年政府卫生支出的同比增速及其在全部财政支出中的比重均出现一次跃升。就在近日，财政部表态允许地方政府专项债投向应急医疗救治、公共卫生类项目，已发出积极信号。

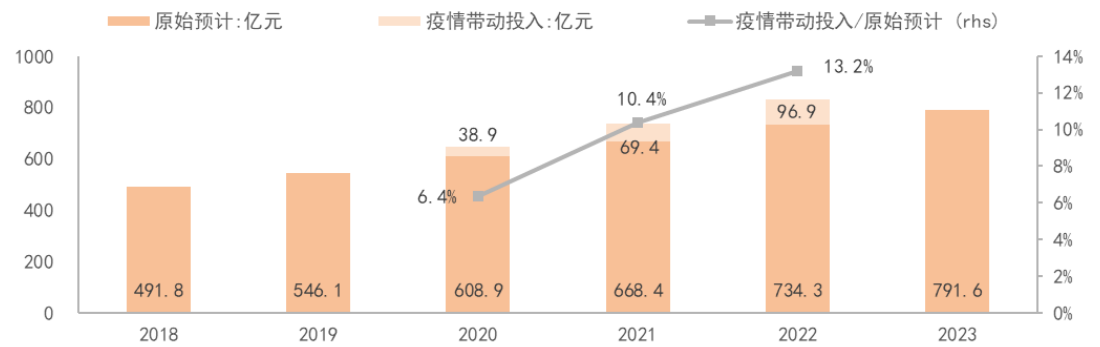
图表14 政府卫生支出历史变化情况



资料来源：国家卫计委、国家统计局、平安证券研究所

另据 IDC 近期调查，国内 88%的三级医院为应对疫情对 IT 系统做了升级或新建，96%的三级医院受疫情启发制定了新的 IT 升级计划。IDC 预计，疫情刺激所带动的医疗 IT 投资将在 2020 年下半年陆续启动，2020-2022 年总投入为 200 亿元左右，三年投入额分别为 38.9、69.4、96.9 亿元。若以上均为增量投入，则可对国内医疗 IT 市场扩张形成可观的增量贡献。

图表15 疫情带动医疗 IT 投入与原预计市场规模的比较



资料来源：IDC、平安证券研究所

注：医疗 IT 市场规模的预估中包括硬件、软件、IT 服务三类投入；我们不清楚 IDC 所预估的疫情防控 IT 投入是否均为增量投入，仅作为比较参考

对于潜在的 IT 投入方向，公共卫生防疫及相应的应急处置或是其中之一。疫情过后，预计医卫管理部门将加强公共卫生防疫体系建设，相关信息管理系统的升级改造将是其中的重要内容。尤其是打通医院、社区、电信、交通等多维数据来源，借此构建更为完善的疫情监控和大数据分析系统。其次，区域医卫平台与公共卫生管理紧密相关，亦是协调医联体运行及应急处置的重要载体，公共卫生防疫及应急体系建设也有望带动区域医卫平台更为迅速的推广。

在医院端，如在病情严重的武汉地区，医疗系统的急诊急救与重症监护能力遭受了极大的挑战。受到此类情况启发，各地或将加大急诊急救与重症监护体系的建设。例如，新建或扩建急救中心以扩大急救体系的区域覆盖半径，升级强化院内急救能力以提升单体医院的急救效率和接纳能力。同样

的，在疫情的刺激下，各地或许也会新建或扩建专门的传染病医院，普通医院内部也可能建设专门的传染病区或病房。以上若可落实，均有可能带动相应的 IT 投入增加。

除上述两者外，口罩、防护服、消毒液等医卫防护物资的短缺以及分配的混乱也是本轮疫情暴露的重大短板，这在疫情中心武汉地区体现的尤为明显。尽管物资短缺的主因是供给能力不足，但需求信息滞后和调配不力也是重要因素。故而，在本轮疫情的刺激下，建设更为统一的、高效的、贯穿供应厂商、监管机构、医疗机构、销售门店等的医疗物资供应链管理和监控系统，亦有可能被提上日程，我们也将此视为医疗信息化的广义构成。

五、针对行业痛点及趋势，拟发行转债用以升级产品服务

2月29日，公司发布可转债发行预案，拟募资不超过14亿元，以用于新一代智慧医疗产品开发及云服务项目、互联网医疗及创新运营服务项目、营销服务体系扩建项目、补充流动资金及偿还银行贷款。发行预案已获得监管机构受理。

图表16 公司可转债发行相关的拟募投资项目（单位：万元）

序号	项目名称	建设期	总投资	募资投入额
1	新一代智慧医疗产品开发及云服务项目	3年	49,450.00	40,000.00
2	互联网医疗及创新运营服务项目	3年	36,413.50	35,000.00
3	营销服务体系扩建项目	3年	14,027.05	14,000.00
4	补充流动资金及偿还银行贷款项目	-	42,000.00	42,000.00
合计			141,890.55	140,000.00

资料来源：公司公告、平安证券研究所

募投资项目涉及产品升级、中台架构、云服务、“互联网+”、供应链等多个方面。按照我们的理解，其中“新一代智慧医疗产品开发及云服务项目”主要针对现有 IT 系统庞杂且孤立、数据价值难以充分挖掘、智能化与网络化程度低的痛点而提出，中台架构与云服务均有助于解决这样的问题，也可以更低的成本为用户提供灵活的服务；“互联网医疗及创新运营服务项目”的落脚点则在于助力互联网医疗及分级诊疗落地，帮助医院提升药品耗材的供应链管理。综合来看，募投资项目均针对客户痛点和行业趋势提出，若成功落地可强化公司的市场竞争力，有利于扩大市场份额。

图表17 拟募投资项目的实施主体及主要内容

项目名称	实施主体	主要内容或目标
新一代智慧医疗产品开发及云服务项目	卫宁健康	1) 以数据为核心、AI 为引擎，升级公司已有医院信息系统、区域卫生信息系统、健康养老信息系统，拓展和深化服务场景 2) 对技术层、数据层和业务层进行重构，构建中台基础架构，形成面向医疗机构、专业应用提供商的公共服务平台 3) 打造云产品，向医疗机构、社区、养老机构等提供云服务，包括医疗云、社区云、人工智能辅助诊断云、养老云

项目名称	实施主体	主要内容或目标
互联网医疗及创新运营服务项目	卫宁互联网	1) <u>“云医”项目</u> : 建立以“云医”为代表的健康服务云, 通过“互联网+”模式实现分级诊疗、家庭医生签约、预约挂号、智能导诊、智能就诊等医疗新业态
	卫宁互联网	2) <u>商保数字化理赔项目</u> : 建立以商保数字化理赔等为代表的健康服务云, 构建统一支付平台及保险风控体系, 提供商保快赔及企业年金的保险升级服务, 并在区块链、金融云、信用认证等领域开展“医疗+金融”的探索及合作
	快享医疗	3) <u>药品耗材供应链管理项目</u> : 构建包含药品、耗材在内的智能化物资物流管理与运营体系, 以优化医院供应链为目标, 重塑医院在物资物流方面的全生命周期的管理能力, 强化医院对供应商的管控和定价能力, 降低管理成本和人力成本
营销服务体系扩建项目	卫宁健康	全面升级营销服务网络, 对上海总部进行改造, 扩建哈尔滨、贵阳两个大区级营销服务中心, 新建广西、海南、江西、河北、内蒙古、辽宁、吉林、宁夏、甘肃、青海、西藏共计 11 个省级营销服务中心, 营销服务中心场地均通过租赁解决

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

注: 卫宁互联网为公司持股 70% 的控股子公司, 持有重要孙公司纳里健康 61.9375% 的股权, 单体当前以支付平台类业务为主业; 快享医疗为公司旗下控股子公司, 持股 74.71%, 专注于为医院提供院内第三方供应链运营管理服务

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测: 传统业务稳健, 创新业务向好, 规模效应延续

根据财报, 2019 年公司业务继续稳健增长, 营收及归母净利润同比增幅均略超 30%。作为业务纯正的代表性医疗 IT 龙头, 公司良好的业绩也是对行业高景气的一种证实。同时, 公司加强了对收付款的管理, 已取得良好成效, 经营性净现金流 88.31% 的同比增速大幅高于净利润。

不过, 公司扣非后净利润同比增速为 22.59%, 明显低于扣非前指标。除 2019 年新增股权激励计划的费用摊销外, 创新业务亏损额扩大是最为重要的原因。尽管如此, “云医”、“云险”在核心经营指标或标杆项目方面已展现出拐点, “云险”则延续高速增长, 预计 2020 年创新业务在财务层面至少会大幅减亏, 2021-2022 年将可实现盈亏平衡或盈利。

至 2019 年末, 公司员工数量为 4852 人, 相比 2018 年增长 14.4%, 该同比增速为 2011 年以来最低水平。相应的, 人均创收增至 39.32 万元, 相比 2016-2018 年 34 万元左右的水平显著提升, 公司长期产品化战略下的规模效应开始显现或是重要原因, 后续有待继续观察。

费用层面看, 或是同样受益于规模效应带动以及经营效率的提升, 公司的销售费用率、管理费用率分别下降 1.29、0.86 pct 至 12.67%、7.35%, 降幅明显。不过, 面对互联网医疗、云计算、医院系

统一化的行业窗口，公司依然保持高强度的研发活动，“研发投入/营业收入”维持在略超 20% 的水平，叠加资本化率小幅下降，研发费用率提升 0.55 pct 至 10.78%。

此外，公司 2019 年 9 月推出含有期权、限制性股票的新一期股权激励计划，当年年内两者合计摊销费用 2358 万元，剩余待摊费用 1.67 亿元。按照原预计，上述股权激励成本主要集中于 2020 年摊销，相应费用将超过 1 亿元，故而应对 2020 年管理费用的表现金额带来一定压力。

综上，在医疗 IT 行业高景气的驱动下，公司订单增长强劲，业绩表现稳健，并展露出规模效应开始显现的迹象。尽管创新业务财务亏损额扩大，但在业务经营层面已发生积极的实质性变化。基于上述因素，暂不考虑转债发行的影响，我们对公司未来 3 年的关键财务指标做出如下假设：

图表18 公司盈利预测的关键假设

关键指标	2019A	2020E	2021E	2022E	备注说明
收入及毛利：					
营收（百万元）	1908.0	2551.8	3374.0	4319.6	软件+技术服务稳健增长，硬件占比稳定，并表创新业务中增量运营类收入年增幅 5000 万
YoY（%）	32.61	33.74	32.22	28.02	
毛利率（%）	51.42	53.13	53.53	54.04	软件+技术服务因产品化和云技术趋势性小幅提升，硬件基本稳定，增量运营类假定 80%
销售费用率（%）	12.67	12.50	12.25	12.25	规模效应带动，继续小幅下降
管理费用率（%）	7.35	9.53	7.71	7.25	反映规模效应及股权激励摊销
研发费用率（%）	10.78	11.00	10.92	10.83	高峰后投入微降，资本化率续减
信用减值/营收（%）	4.81	4.50	4.25	4.00	随着对收款管理的强化而回落
其他收益/营收（%）	7.51	7.93	7.72	7.82	近年平稳，采用两年滚动均值
投资收益（百万元）	-34	-10	0	15	仅限于云险、云药的参股投资收益，信息不足所限，主要是基于方向性考虑的粗略假设
综合税率（%）	4.13	4.25	4.25	4.25	参照 2019 年税率保守假定

资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：“信用减值损失”在新报表准则施行前计入“资产减值损失”；由于缺少创新业务相关子公司的详细信息和财务数据，且政策与商业层面均存在高不确定性，故而仅作粗略的假设

基于上述假设，我们调升公司盈利预测，预计 2020-2022 年营收为 25.52、33.74、43.20 亿元，同比增长 33.7%、32.2%、28.0%；归母净利润 5.14、7.87、10.76 亿元，同比增长 29.0%、53.1%、36.7%；EPS 为 0.31（+0.01）、0.48（+0.03）、0.66（新增）元，对应 4 月 10 日收盘价（23.42 元）的 P/E 为 74.8x、48.8x、35.7x。未来三年，公司将维持强势增长。

6.2 投资建议：行业趋势向好，龙头价值凸显

最后，小结我们关于公司的观点和逻辑：

- 1) 互联网医疗内涵丰富，具有诸多优势，尤其有助于分级诊疗实现。在政策层面，合规的“互联网+医疗服务”基本模式已然得以明确，“互联网+药品流通”相关规定亦大幅松绑。2019年8月，国家医保局正式发文将“互联网+”纳入医保覆盖范围，且近期新冠疫情爆发正在加速其普及，行业拐点已至。此外，各省医保信息平台建设启动在即，公司“云险”业务将显著受益于此。上述因素带动下，2020年起，公司创新业务的积极变化有望成为重要看点，财务层面应会出现显著改善。
- 2) 传统以医院为核心的医疗IT建设仍是整个医卫系统的信息化基础。在医院端，电子病历建设依然是2020年的工作重心，不排除后续提出更高要求的可能；其次，面向患者的智慧服务已出台试行评价标准，医院智慧管理方面也可能推出类似标准，且近1-2年均有可能上升为强制性要求。此外，全国医保平台系统、医联体与区域平台、DRGs建设等，均将带动相关的传统信息化需求放量。针对疫情，IDC预计2020-2022年将带动200亿元相关的IT投入，我们认为公共卫生防疫及应急处置、急诊急救及传染病治疗、药品器械供应链管理等可能为发力方向。总的来看，广泛的需求足以支撑公司传统业务延续良好增势。
- 3) 更为根本来看，出于落实分级诊疗及医保控费的强烈诉求，政策层面已将信息化、标准化列为全国医卫工作的重点。相应的，IT在医疗体系中的地位大幅提升，未来数年行业高景气延续成为大概率事件。公司拥有庞大的客户群体以及相对较强的竞争力，在“互联网+”布局领先多数友商，居于国内医疗IT行业的龙头地位。目前，国内医疗IT市场格局仍然松散，借助未来数年的行业窗口期，卫宁最为有望在竞争中胜出，成长为中国的Cerner（美国医疗IT龙头）。

综上，中国医疗IT行业依然处于2018年启动的新一轮景气周期途中，在政策驱动下，广泛的信息化建设需求以及互联网医疗的发展，至少仍可支持高景气延续2-3年。卫宁作为国内医疗IT龙头受益于此，传统信息化业务正在强势增长，创新业务亦迎来拐点，2020年开始有望进一步在财务层面得以体现。若长期考量，卫宁也最为有望借助行业发展机遇成长为中国的医疗IT巨头，拥有坚实的长期逻辑。基于上述理由，我们将公司的投资评级提升至“强烈推荐”。

七、风险提示

（1）政策及监管的不确定性

医疗健康行业受政策及监管影响较大，如后续政策支持力度不足，或是行业管制对互联网医疗构成钳制，将制约公司业务发展。

（2）疫情未带动医卫投入增加

在我们的推荐逻辑中，新冠疫情将带动急诊急救、公共卫生防疫等相关IT投入增加，若实际并非如此，则该理由不成立。

（3）互联网医疗发展不及预期

互联网医疗是基于网络或O2O结合的新业态，患者就医习惯、模式创新等因素与其发展紧密相关，探索过程中存在较大不确定性。

（4）疫情冲击的不利影响

新冠疫情对项目实施、招投标活动等已形成冲击，或许还会拖累部分医疗机构的IT预算，这可能影响医疗IT企业的全年订单和收入。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2606	3526	4339	5733
现金	715	893	1181	1512
应收票据及应收账款	1488	2032	2467	3293
其他应收款	153	242	280	388
预付账款	28	57	56	89
存货	175	255	309	405
其他流动资产	47	47	47	47
非流动资产	2513	2634	2805	3009
长期投资	589	579	579	594
固定资产	430	439	454	472
无形资产	511	633	789	960
其他非流动资产	984	984	984	984
资产总计	5119	6160	7144	8742
流动负债	1106	1682	1922	2517
短期借款	224	285	464	458
应付票据及应付账款	288	416	506	661
其他流动负债	594	980	951	1398
非流动负债	105	95	100	97
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	105	95	100	97
负债合计	1211	1776	2022	2615
少数股东权益	175	177	183	194
股本	1641	2133	2133	2133
资本公积	752	259	259	259
留存收益	1496	1958	2669	3642
归属母公司股东权益	3733	4206	4939	5934
负债和股东权益	5119	6160	7144	8742

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	233	364	426	724
净利润	396	517	793	1087
折旧摊销	53	64	80	98
财务费用	3	13	17	22
投资损失	20	5	-5	-20
营运资金变动	-319	-226	-463	-461
其他经营现金流	80	-8	4	-2
投资活动现金流	-262	-190	-246	-282
资本支出	192	141	167	191
长期投资	-49	10	0	-15
其他投资现金流	-119	-39	-80	-106
筹资活动现金流	226	-57	-70	-104
短期借款	73	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	19	492	0	0
资本公积增加	216	-492	0	0
其他筹资现金流	-83	-57	-70	-104
现金净增加额	198	117	109	337

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1908	2552	3374	4320
营业成本	927	1196	1568	1985
营业税金及附加	22	29	39	49
营业费用	242	319	413	529
管理费用	140	243	260	313
研发费用	206	281	368	468
财务费用	3	13	17	22
资产减值损失	0	115	143	173
其他收益	143	201	258	335
公允价值变动收益	13	0	0	0
投资净收益	-20	-5	5	20
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	413	552	828	1135
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	12	1	0
利润总额	413	540	828	1135
所得税	17	23	35	48
净利润	396	517	793	1087
少数股东损益	-3	3	6	11
归属母公司净利润	398	514	787	1076
EBITDA	447	583	884	1200
EPS(元)	0.24	0.31	0.48	0.66

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	32.6	33.7	32.2	28.0
营业利润(%)	32.9	33.7	50.2	37.0
归属于母公司净利润(%)	31.4	29.0	53.1	36.7
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	51.4	53.1	53.5	54.0
净利率(%)	20.9	20.1	23.3	24.9
ROE(%)	10.1	11.8	15.5	17.7
ROIC(%)	9.5	11.0	14.2	16.5
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	23.7	28.8	28.3	29.9
净负债比率(%)	-12.3	-13.7	-13.8	-17.1
流动比率	2.4	2.1	2.3	2.3
速动比率	2.1	1.9	2.0	2.1
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1.4	1.5	1.5	1.5
应付账款周转率	3.8	3.4	3.4	3.4
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.31	0.48	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.22	0.26	0.44
每股净资产(最新摊薄)	2.27	2.56	3.01	3.62
估值比率	-	-	-	-
P/E	96.5	74.8	48.8	35.7
P/B	10.3	9.1	7.8	6.5
EV/EBITDA	111.0	85.0	56.0	40.9

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033