

卫宁健康 (300253.SZ) 新产品 WiNEX 发布, 传统+创新业务齐发展

2020年09月21日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

陈宝健 (分析师)

chenbaojian@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

日期	2020/9/21
当前股价(元)	19.89
一年最高最低(元)	30.78/14.36
总市值(亿元)	424.42
流通市值(亿元)	343.43
总股本(亿股)	21.34
流通股本(亿股)	17.27
近3个月换手率(%)	158.86

● 国内领先的医疗 IT 解决方案提供商

公司作为国内领先的医疗 IT 解决方案提供商, 面对国家医疗 IT 升级的市场机遇和线上医疗服务运营需求释放的行业变化, 公司传统业务和创新业务皆有望快速发展。因此, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.10、6.84、9.41 亿元, EPS 为 0.24、0.32、0.44 元/股, 当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 84、63、46 倍, 低于其他涉云业务的可比公司 PE 均值, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 产品覆盖医疗 IT 全生命周期, 创新业务快速增长

卫宁健康通过传统+创新业务的双轮驱动实现医疗行业全覆盖, 先后与国药、中国人寿、蚂蚁金服等达成合作, 创新业务旗下的纳里健康运营数据增速亮眼。根据公司中报数据, “云医”板块的主体纳里健康 2020H1 提供在线医疗服务超过 107 万单 (同比增长超过 8 倍), 累计承建 7 个省级互联网医院平台, 占比已有平台的 1/3, 医生注册量超过 7 万人, 同比增长 3 倍; 患者注册量超过 500 万人, 同比增长 1.6 倍。

● 发布中台产品 WiNEX, 助力医疗机构数字化转型

WiNEX 产品是基于微服务框架和中台定位推出的通用型产品, 支持云部署, 已落地试点。该产品可对院内系统结构进行梳理和调整, 为医院服务实现从“信息化”到“数字化”的转变的技术支持。目前, WiNEX 产品已在上海、山西等地医院试点, 且该产品支持云部署, 客户端统一管理。

● 政策推动医疗 IT 水平的提升, 线上诊疗纳入医保支付助力新经济发展

医疗体系改革对信息化要求日益提高, 对线上诊疗政策的扶持支持公司创新业务的快速发展。1) 未来对 DRGs 的推广和提升医院智慧服务评级水平都需要基于相关医疗信息化建设水平的提升, 我们认为未来医疗机构建设从打补丁式升级往系统化升级方向发展, 行业规模持续扩大; 2) 政府对互联网医院就诊范围、处方外流的放松, 提供医保覆盖线上医疗的尝试, 对公司创新业务发展起到积极作用。

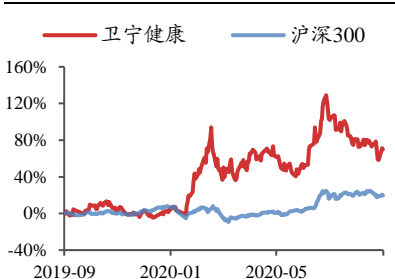
风险提示: 医疗信息化招标工作恢复不及预期的风险; 人才竞争加剧的风险; 创新业务持续亏损风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,439	1,908	2,481	3,222	4,133
YOY(%)	19.5	32.6	30.1	29.8	28.3
归母净利润(百万元)	303	398	510	684	941
YOY(%)	32.4	31.4	28.1	34.0	37.6
毛利率(%)	52.0	51.4	50.9	51.2	51.4
净利率(%)	21.1	20.9	20.6	21.2	22.8
ROE(%)	9.4	10.1	11.7	13.7	16.0
EPS(摊薄/元)	0.14	0.19	0.24	0.32	0.44
P/E(倍)	142.5	108.5	84.7	63.2	46.0
P/B(倍)	13.8	11.6	10.3	9.0	7.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

目 录

1、 医疗信息化行业领军企业，覆盖医疗信息化全生命周期.....	3
1.1、 医疗信息化领军企业，传统+创新业务双轮驱动.....	3
1.2、 母公司和子公司股权均引入战投，加深双方合作.....	3
1.3、 业务布局广泛，覆盖医疗信息化全生命周期.....	5
2、 政策利好不断，推动医疗 IT 行业高景气发展.....	8
2.1、 国家医保局明确 DRGs 推广时间线，带来传统医疗信息化新增量.....	8
2.2、 政策支持互联网医疗发展，助推创新业务加速扩张.....	10
3、 创新业务和 WiNEX 持续推广，新旧业务共同发展.....	11
3.1、 近 4 年业绩增长稳健，创新业务仍处投入期.....	11
3.2、 发布 WiNEX 中台产品，助力医疗行业数字化转型.....	14
4、 盈利预测和投资建议.....	15
4.1、 核心假设.....	15
5、 风险提示.....	16
附： 财务预测摘要.....	17

图表目录

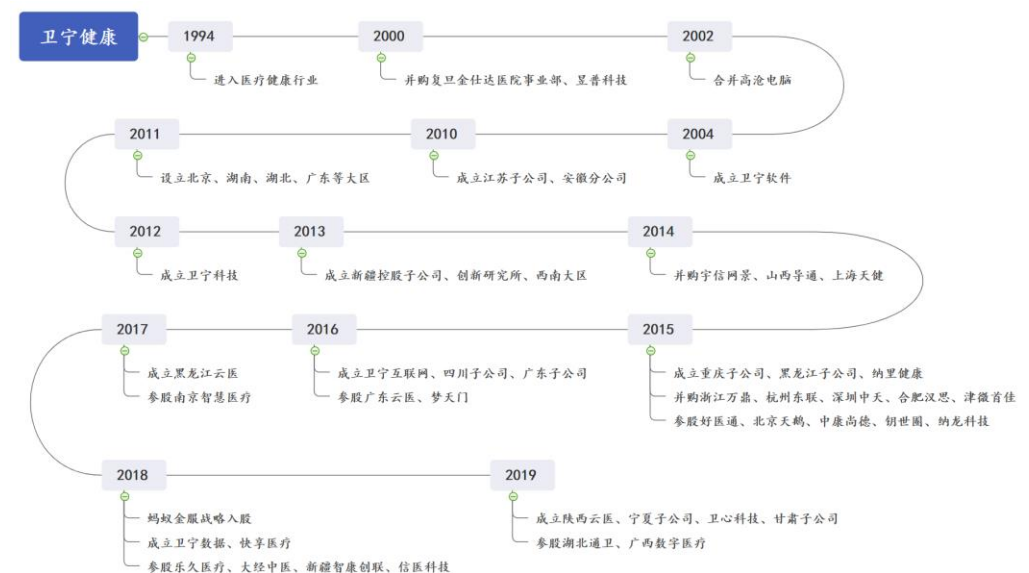
图 1： 公司通过内生外延不断扩张业务版图.....	3
图 2： 公司股权结构相对集中.....	4
图 3： 公司引入行业巨头参股子公司.....	4
图 4： 智慧医院信息化建设提供体系化治理方案.....	5
图 5： 智慧卫生实现人口健康信息服务体系互联互通.....	6
图 6： 创新业务打造四云联动的闭环生态系统.....	6
图 7： 云医提供互联网医院解决方案.....	7
图 8： 处方共享平台实现处方合规有序流转.....	7
图 9： 卫宁付提供快速商保理赔服务.....	8
图 10： 卫宁付打造统一多渠道的支付服务.....	8
图 11： DRGs 实质上是一种以病例分类为标准的付费方式.....	9
图 12： DRGs 的推广基于相关医疗信息化建设水平的持续提升.....	10
图 13： 16-2020H1 营业收入持续稳健增长.....	12
图 14： 16-2020H1 归母净利润增速产生一定波动.....	12
图 15： 16-19 年毛/净利率水平保持稳定.....	13
图 16： 16-19 年期间费用率整体趋于下降.....	13
图 17： 创新业务板块营收持续高增长.....	13
图 18： 创新业务板块净利润仍处于亏损.....	13
图 19： 创新业务各板块营收持续高速增长.....	14
图 20： 创新业务仍处投入期.....	14
图 21： WiNEX 业务中台和原有架构对比.....	15
表 1： 互联网医疗发展受到政策大力支持.....	11

1、医疗信息化行业领军企业，覆盖医疗信息化全生命周期

1.1、医疗信息化领军企业，传统+创新业务双轮驱动

卫宁健康成立于 1994 年，长期专注为医疗卫生行业信息化提供整体解决方案，业务覆盖医疗信息系统的全生命周期。在 2017 年 IDC 全球医疗科技公司 TOP50 榜单中作为亚洲唯一入选企业排名 33 位。2015 年开始，公司基于医疗卫生信息化传统业务，制订“4+1”发展战略（云医、云药、云险、云康+创新服务平台），创新拓展互联网+医疗健康业务，通过双轮驱动公司业务发展。此外，公司布点多省地区、设立子公司，同时实施外延并购策略，吸收浙江万鼎、杭州东联、天津津微首佳、深圳医点通等公司，整合并强化医疗健康资源，加速积累庞大客户基础。截至 2020H1，公司医疗卫生机构客户超 6000 家，其中三级医院超 400 家，服务网络遍及全国 31 个省市自治区及特别行政区。

图1：公司通过内生外延不断扩张业务版图

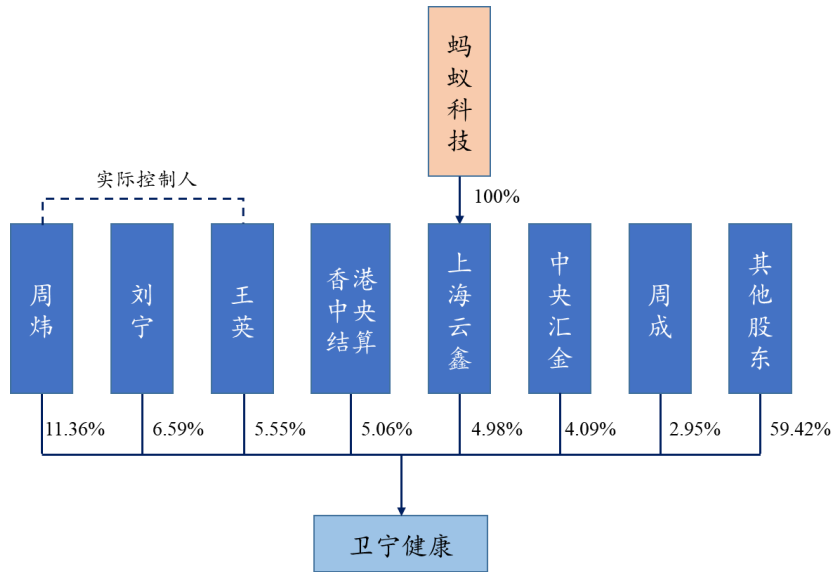


资料来源：卫宁健康官网、开源证券研究所

1.2、母公司和子公司股权均引入战投，加深双方合作

公司股权结构相对集中，实控人夫妇合计持股比例 16.91%，阿里系为第五大股东，持股比例 4.98%。根据公司中报，实际控制人为周炜、王英夫妇，合计持有公司股权 16.91%。同时，周炜、王英夫妇与其子周成构成一致行动人。公司第二大股东为公司副董事长刘宁，持有公司股权 6.59%。2018 年卫宁健康与阿里旗下蚂蚁金服、上海云鑫签署《框架合作协议》，一方面加强双方在“互联网+医疗”领域的合作，试点医疗支付和支付宝的应用，另一方面，阿里系持股 4.98%，成为前 5 大股东，双方利益进一步绑定。

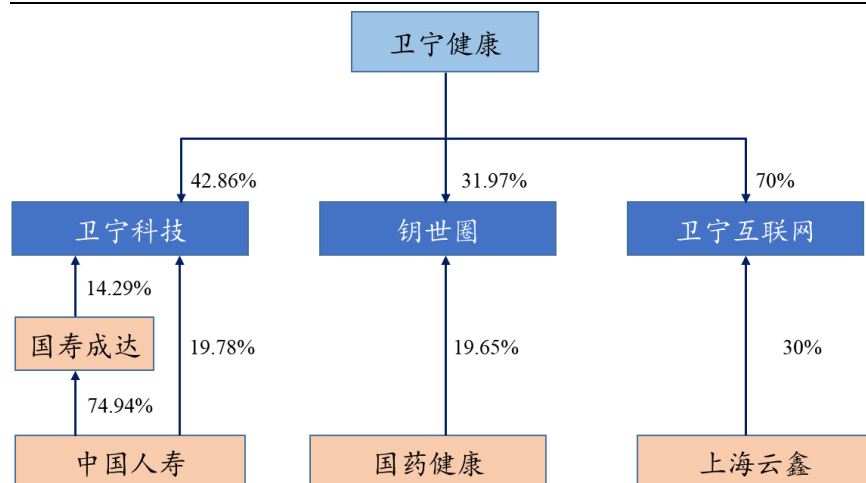
图2: 公司股权结构相对集中



资料来源: 天眼查、公司 2020H1 半年报、开源证券研究所

子公司引入行业战投，注资深度绑定，助力创新业务发展。卫宁健康持续与互联网、保险、医药等行业领军企业达成战略合作协议，并合资成立创新业务子公司，推动公司在医疗 IT 新经济业务，如互联网医药、互联网保险、互联网医院等领域发展。2015 年国药健康与卫宁健康合资成立钥世圈，利用国药的药品流通资源，帮助公司“云药”业务在各大医院的推广。保险方面，2016 年中国人寿参股卫宁科技，推进公司在商业健康险领域的扩展，2019 年中国人寿通过控股子公司国寿成达再次增资卫宁科技，合计直接和间接持有卫宁科技 34.07% 股份，进一步强化公司“云险”业务实力。2018 年上海云鑫除了成为母公司卫宁健康股东，另外增资公司创新服务平台——卫宁互联网科技，强化公司医疗信息化相关资源与阿里系技术优势的融合协作，为孵化新一代创新业务筑造基础。

图3: 公司引入行业巨头参股子公司

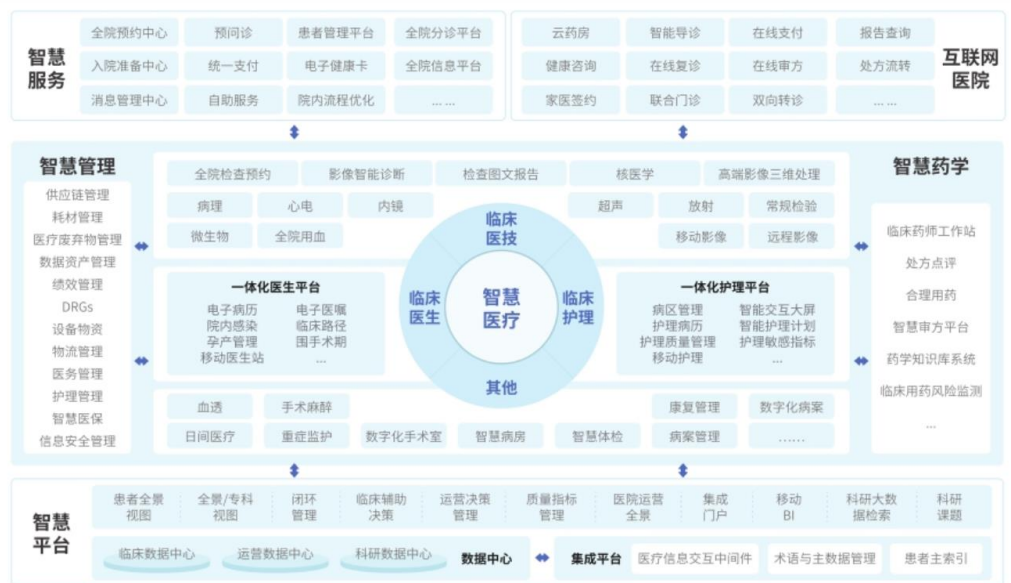


资料来源: 天眼查、公司公告、开源证券研究所

1.3、业务布局广泛，覆盖医疗信息化全生命周期

卫宁健康传统业务包括智慧医院和智慧卫生两大板块。智慧医院板块深入各级医院和医疗机构，提供支撑各类医疗业务流程运转的解决方案，形成体系化治理。典型产品包括医院信息系统 HIS 和临床信息系统 CIS，其中 HIS 面向医院围绕行政管理与业务运营，向各部门管理人员提供覆盖医院物流资产管理（药品、设备、耗材等）、医疗管理（医保费控、病案管理、护理管理等）、运营管理（挂号、出入院管理、医保接口、医技收费等）、临床管理（治疗项目管理、手术管理等）等数据，提高医院信息化管理水平。CIS 围绕临床医生的日常工作，集成门诊、病历、住院等患者就医全过程中的业务和数据，实现无纸化、流程化闭环管理，加强医疗辅助诊断和治疗。

图4：智慧医院信息化建设提供体系化治理方案



资料来源：公司官网

智慧卫生板块联通医院、基层医疗机构、公共卫生机构、保险机构、药品服务机构等区域卫生基础设施，打破信息孤岛、将个人健康信息共享和流转，有力支撑三医联动、分级诊疗/医联体、县域医共体、医防联动。典型产品包括全民健康信息平台，可实现诊疗全程可视化跟踪。平台整合全员人口信息、电子健康档案、电子病历三大数据库构建健康医疗大数据中心后，能够对医改成效进行动态监管，并提供全民健康与公共卫生风险预警，促进新医改的实施落地和服务全人群的健康产业良性发展。

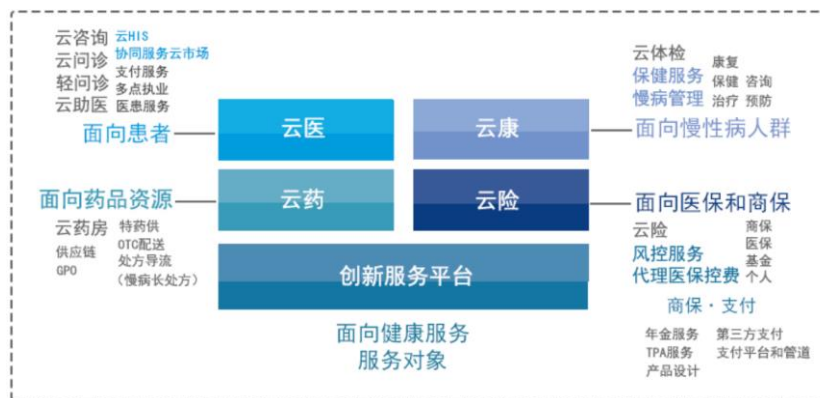
图5：智慧卫生实现人口健康信息服务体系互联互通



资料来源：公司官网

互联网+健康业务协同传统医疗信息化业务，双轮驱动打造线上线下的医疗生态。创新业务是传统医疗信息化业务的延伸，云医、云药、云险、云康四朵云分别对应医疗、药品、保险、健康管理四类环节，由实体平台落实开展业务，意在携手医疗服务提供者（医院、医生）、支付方（医保、商保）、药品生产企业、药品流通企业等多个医疗健康产业的参与者，打造四云联动的闭环生态系统。

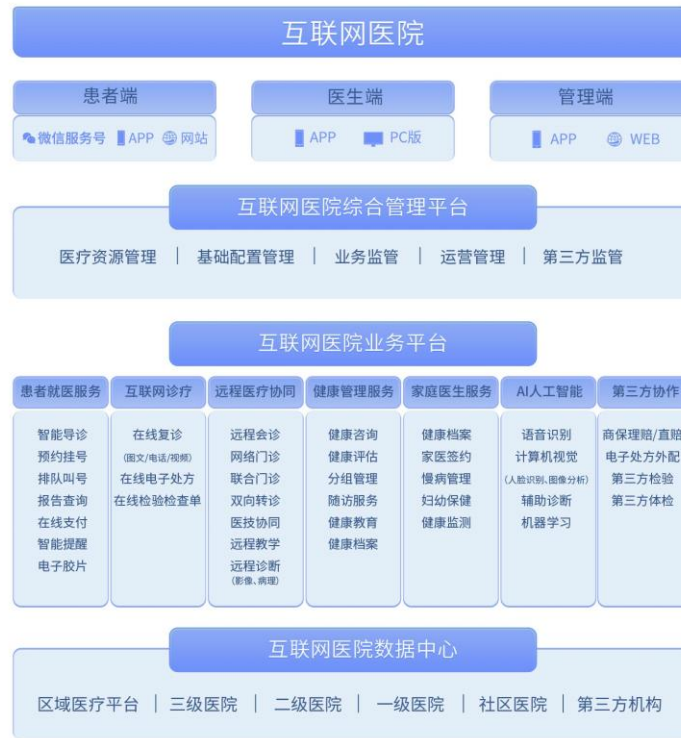
图6：创新业务打造四云联动的闭环生态系统



资料来源：公司官网

云医基于分级诊疗，提供互联网医院解决方案。云医板块主要借助卫宁互联网科技控股的子公司纳里健康实施，以分级诊疗为核心，充分调动医疗机构、医联体、医生群体等医疗资源，将医疗服务的辐射范围扩大到互联网平台，提供包括在线问诊、在线挂号、在线问诊、家庭医生、电子处方、慢病管理、药品配送等诊前、诊中、诊后全流程功能服务。具有代表性的产品包括纳里健康与阿里健康共同建设的浙江省互联网医院平台，是全国首个“服务+监管”一体化的互联网医院平台，以及背靠浙江邵逸夫医院为实体医院成立的互联网医院平台。

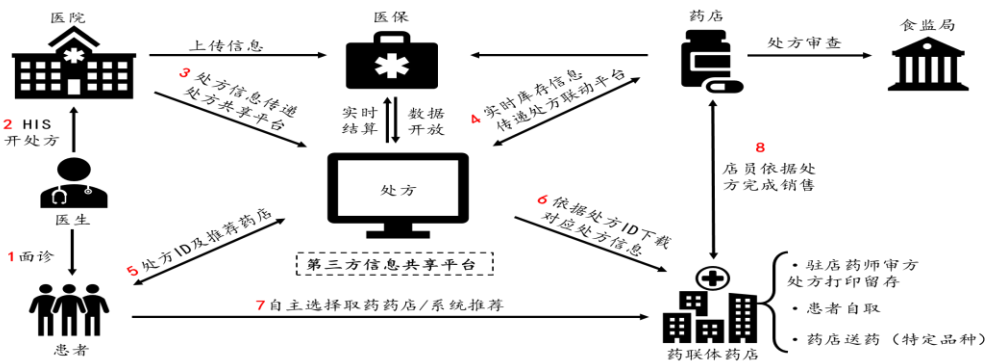
图7：云医提供互联网医院解决方案



资料来源：纳里健康官网

云药构建医疗机构-药店-保险公司链条，实现药险联动+处方共享。云药板块主要借助钥世圈实施，旗下已推出“钥匙卡”、“钥匙链”、“云药平台”等药事相关产品。“钥匙卡”两端衔接保险公司和药店，将商险融入钥匙卡体系，与药店打通，保障用户便捷、安全获得药品，并且可以为药店注入流量，实现药险联动。此外，平台还提供商保在线理赔直付，推广统一的健康保险理赔标准，降低信息不对称，提高各方效率。同时，钥世圈依托传统业务布局的全国医疗机构 HIS 体系，建立处方共享平台，衔接医疗机构和药店，实现处方流转。具体看，医疗机构在 HIS 系统上开具处方传递到处方共享平台，平台接入药店实时扫描药店库存后向患者发送信息，患者可以通过取药码自选药店和领取方式，药店通过取药码下载处方信息，同时驻店药师可以审核处方，最后完成配药、收款，有助于推动医药分离、处方合规有序流转。

图8：处方共享平台实现处方合规有序流转



资料来源：中国医院协会信息网络大会（CHIMA2018）、开源证券研究所

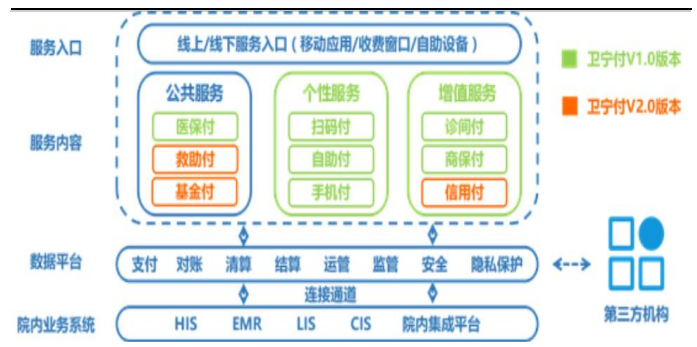
云险创立风控+医疗福利管理（PBM）+第三方理赔直付的商业健康险理赔服务新模式。云险板块主要借助卫宁科技和卫宁互联网公司实施，通过建立统一支付平台和保险风控体系，对接医院、保险、第三方支付机构，解决关于自费、商保、医保的支付问题，面世产品包括卫宁互联网推出的卫宁付和卫宁科技的风控引擎。其中卫宁付集成多种支付渠道（医保无卡支付、商保理赔/直付、移动支付、诊间代扣等），支持不同支付方式（支付宝、微信、银联云闪付、银行 APP 等），为医院提供便捷支付渠道端口、为患者提供灵活支付选择；风控引擎提供医疗控费服务，以及基于医疗知识信息库的商保理赔服务。医疗控费借鉴医疗福利管理（PBM）模式，在不降低医疗服务质量的前提下，对处方进行审查并用效果相仿的低价药替换高价药，实现对医疗费用支出的控制。

图9：卫宁付提供快速商保理赔服务



资料来源：卫宁付产品发布会

图10：卫宁付打造统一多渠道的支付服务



资料来源：卫宁付产品发布会

云康目标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。其中云康板块在“互联网+体检”领域的布局对应产品医讯通，主要通过参股第三方健康管理服务机构——好医通实施，卫宁健康持有其 12.4% 股权。好医作为中国最大的公立医院体检+医疗服务平台运营供应商，对接医院和体检中心，主要为企业提供全流程、一体化的体检服务。此外，公司还通过内部孵化推出慢病管理产品和妇幼保健管理产品。在慢病管理领域，公司和上海第六人民医院联手研发康信 APP，目前主要针对糖尿病病人，提供日常监测、医患互动，以及预约挂号等功能。在妇幼保健领域，公司推出优孕宝、孕乐宝等 APP 产品，与线下医院/妇幼保健机构联动，实现孕妇/胎儿体征数据实时监测、诊疗预约、移动随访等功能。

创新服务平台作为创新业务的平台和孵化器，促进四朵云业务协同发展。创新服务平台主要借助卫宁互联网公司实施，整合四朵云间业务、数据、服务资源，实现各板块业务间的协同和联动，同时向全国推广四朵云的运作模式。

2、政策利好不断，推动医疗 IT 行业高景气发展

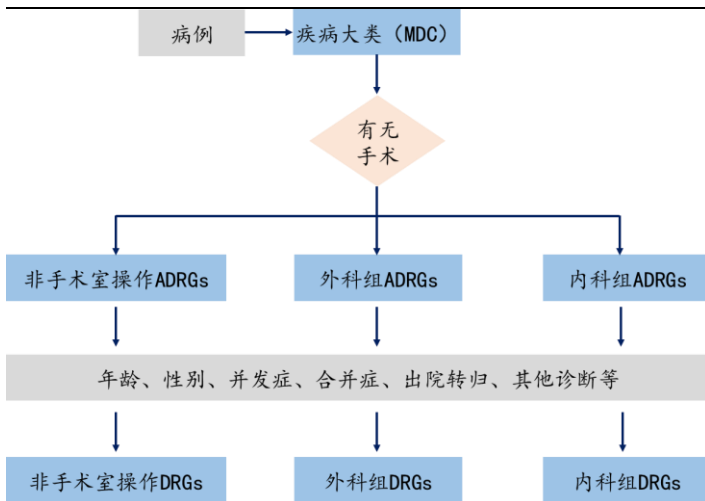
2.1、国家医保局明确 DRGs 推广时间线，带来传统医疗信息化新增量

DRGs 支付改革三步走时间线明确，带来电子病历需求外的医疗 IT 新增量。2018 年 12 月，国家医保局首次发布决定组织开展按疾病诊断相关分组付费国家试点申报工作的通知，并初步计划按照“顶层设计、模拟测试、实施运行”三步走的策略推进 DRGs 实施；2019 年 6 月，国家医保局确定北京、上海、天津等全国 30 个城市作为按疾病诊断相关分组付费国家试点城市，同时 DRGs 支付改革的时间线逐渐明确：2019 年医保局完成顶层设计，2020 年全国试点城市模拟运行，2021 年 DRG 实际运用；2019 年 10 月，国家医保局发布《关于印发疾病诊断相关分组（DRG）付费

国家试点技术规范 and 分组方案的通知》，表示医保局制定出国家分组器，完成顶层设计。最终 DRGs 在全国的实施将强化医疗机构对成本的精细化管理，从而提高医保基金使用效率、降低医保支付负担。从 DRGs 模拟运行到实施运行的逐步推广过程均需要当地拥有相应匹配的医疗信息化水平，将加速各地医保、医院、卫健委三方对相关医疗信息化系统的建设需求，推动行业高景气发展。

DRGs 可以控制医保支出，推动医保支付方式改革。 DRGs 实质上是一种以病例分类为标准的付费方式，在 DRGs 方式下，首先基于病患年龄、诊断、合并症、并发症、治疗方式、病症严重程度及转归和资源消耗等因素将病例归入疾病诊断相关分组 (DRG)，再按照各组规定的价格支付费用，因此不同的疾病诊断相关分组代表各种病例固定的治疗成本，推动医疗提供方主动制订合适的诊疗方案，控制治疗支出，将低于治疗成本的费用转为盈余。对于医保支付方，支付方式产生变革，由按实际服务项目付费转变为病例归属的分组付固定费，同时，受益医疗机构主动控费，医保支付方的费用压力降低。

图11: DRGs 实质上是一种以病例分类为标准的付费方式

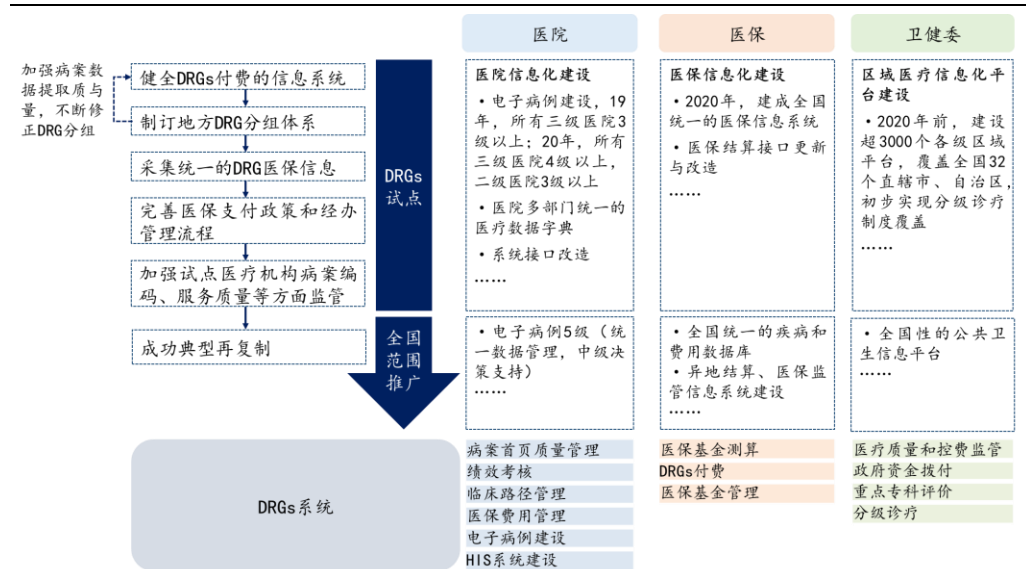


资料来源：江苏省人民医院、开源证券研究所

DRGs 推广需要相关医疗信息化建设先行,推动行业景气度持续。 国家医保局在通知申报和确定 DRG 试点城市的同时提到，当地需要能够提供近三年的完整、规范、标准化医保结算数据和医疗相关数据；支持医疗机构信息系统、医保经办系统、DRGs 分组器的互联互通。因此，从参与方要求看，推广 DRGs 需要院内信息化系统达到一定水平，同时将信息与医保端（医保控费与付费管理）、卫健委端均打通（聚焦审核和监管医院），故需要对区域医疗信息平台进行建设和升级。

以试点城市为单位灵活制订本地 DRGs,之后在推广复制为全国范围的 DRGs。 从推广进程看，试点城市的医院和医保局首先对系统接口改造，确保医疗机构系统与医保支付系统对接。下一步医保局提取医疗机构历史数据，形成标准的病案信息，并基于国家层面制定的统一 ADRG 进一步细化形成本地 DRG 分组。在模拟运行期间，不断提高病案数据质与量，推动本地化 DRG 分组结果得到修正和完善。同时，医院信息化建设、医保信息化建设、区域医疗信息化平台建设并行，完成基础信息化建设后，才能够建立 DRGs 全国规则库。因此，我们认为 DRGs 全国实施的周期将在 2022 年后，此前都是相关信息化系统建设、升级、改造的高峰期，看好 2021-2022 年医疗 IT 需求持续。

图12: DRGs 的推广基于相关医疗信息化建设水平的持续提升



资料来源: 卫健委、开源证券研究所

2.2、政策支持互联网医疗发展, 助推创新业务加速扩张

互联网医疗管理政策开放程度日益增加, 加速互联网相关医疗服务需求发展。从18年国务院发布《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》开始, 政策对包括互联网医院、慢性病在线服务管理、互联网+药品等医疗信息化行业创新业务释放的利好信号不断, 政府逐步放开对互联网医疗供给端的限制, 打开需求释放通道。叠加疫情期间, 用户被强制性、大范围覆盖的使用了互联网医疗相关产品, 例如在线问诊、在线购药、远程医疗等等新服务, 同时设立互联网诊室的医院数量大幅增多, 我们认为未来几年将成为创新业务快速发展期。

1) 互联网医院: 互联网医院建设处于规范化建设快车道, 互联网首诊开放的潜在可能性+线上诊疗纳入医保支付范畴, 为互联网医院建设商和互联网医疗平台带来市场机遇。2018年国务院《关于促进“互联网+医疗健康”发展的指导意见》明确允许依托医疗机构发展互联网医院, 国家卫健委出台互联网医院管理办法指引行业规范发展, 促进互联网医院建设有序进入快车道。疫情期间国家卫健委连续发布多个文件, 鼓励互联网诊疗在疫情防控中发挥效用, 缓解线下医疗压力, 促使医院集中上线互联网平台, 加速互联网医院普及。此外, 2020年3月, 国家发改委首次提出在国家层面探索互联网医疗首诊和分诊预约制, 互联网诊疗业务有望覆盖更大客群; 另一方面, 互联网诊疗被纳入医保支付范围, 慢性病日常管理、线上复诊配药等最常见和广泛使用互联网医疗的场景获得流量变现的资金支持, 成为互联网医院建设需求释放的新动力, 同时医保在线支付的引入会带来原有医保支付、结算、管理系统的升级改造带来需求, 为医疗信息化厂商带来业务增量空间。

2) 在线购药与处方流转: 政策推动处方外流趋势明确, 第三方处方流转平台重要性上升, 为互联网企业带来更多盈利点。2017年开始中共十九大报告提出, 全面取消以药养医, 健全药品供应保障制度。目前医药分离趋势明显, 公立医院探索将药房剥离、药占比政策趋严, 推动处方外流逐渐明确。此外, 网售处方药部分放开、药品允许符合资质的第三方配送等政策利好进一步打开处方外流市场, 互联网医疗企业通过承接第三方处方共享平台参与处方外流市场, 提供技术支持、资源对接、运营

监管、远程审核等服务，能够促进处方有序流转，有望成为处方外流的最佳平台。处方外流市场的扩大将直接带动承接处方共享平台的互联网医疗企业分成增长。

表1: 互联网医疗发展受到政策大力支持

时间	政策	内容
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
2018.4	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	1) 互联网医院：允许依托医疗机构发展互联网医院，支持医疗卫生机构、符合条件的第三方机构搭建互联网信息平台； 2) “互联网+”公共卫生服务：以高血压、糖尿病等为重点，加强老年慢性病在线服务管理。鼓励利用可穿戴设备获取生命体征数据，为孕产妇提供健康监测与管理； 3) 药品：线上开具的常见病、慢性病处方，经药师审核后，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
2018.7	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》	加快推进智慧医院建设、建立完善网上预约诊疗服务平台、鼓励发展互联网医院；推动医疗机构在线支付和患者自费和医保基金报销便捷支付
2018.7	《互联网医院管理办法（试行）》 《远程医疗服务管理规范（试行）》 《互联网诊疗管理办法（试行）》	规范互联网诊疗活动，推动互联网医疗服务健康快速发展，保障医疗质量和医疗安全
2019.1	《药品网络销售监督管理办法(送审稿)》	明确允许三方平台向个人消费者售药；允许通过网络向个人消费者销售处方药；允许单体药店通过网络销售药品；允许向个人消费者售药网站发布处方药信息
2019.2	《关于开展“互联网+护理服务”试点工作的通知》	规范引导“互联网+护理服务”健康发展，明确“互联网+护理服务”提供主体、服务对象、相关责任
2019.8	《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》	明确非营利性医疗机构开展的“互联网+”医疗服务，按项目管理；营利性医疗机构可自行设立医疗服务价格项目。对于公立医疗机构提供“互联网+”医疗服务，主要由医疗保障部门对项目收费标准的上限给予指导；非公立医疗机构价格实行市场调节。医保支付政策，明确对线上线下项目实行平等的支付政策
2019.8	《中华人民共和国药品管理法》	明确了在一定条件下，不禁止网络销售处方药
2020.2	《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》	1) 互联网医院：鼓励包括省级定点救治医院在内的各大医院提供远程会诊、防治指导等服务； 2) 药品：鼓励在线开展部分常见病、慢性病复诊及药品配送服务
2020.2	《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》	各省级卫生健康行政部门要统一建立全省的互联网医疗服务平台和新型冠状病毒肺炎防控服务管理平台，或依托各省级卫生健康行政部门官方网站等公开规范渠道，集中整合发布已经注册审批的互联网医院、互联网诊疗平台
2020.3	《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》	将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围；鼓励定点医药机构提供“不见面”购药服务
2020.4	《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》	以国家数字经济创新发展试验区为载体，在卫生健康领域探索推进互联网医疗医保首诊制和预约分诊制，开展互联网医疗的医保结算、支付标准、药品网售、分级诊疗、远程会诊、多点执业、家庭医生、线上生态圈接诊等改革试点、实践探索和应用推广

资料来源：各政府官网、开源证券研究所

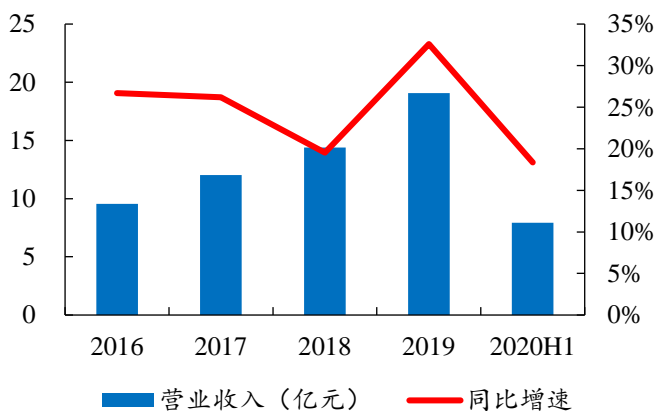
3、创新业务和 WiNEX 持续推广，新旧业务共同发展

3.1、近 4 年业绩增长稳健，创新业务仍处投入期

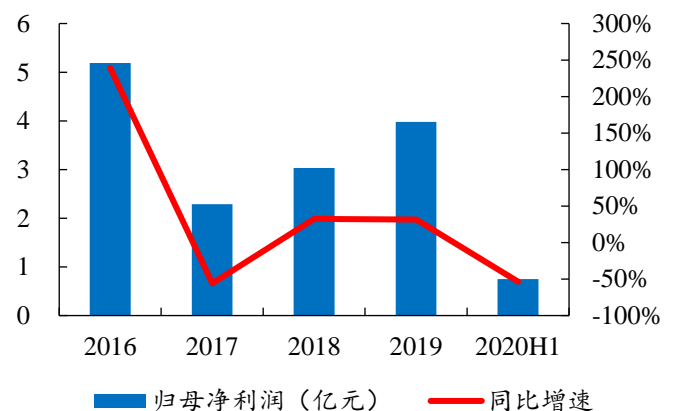
公司业绩持续稳健增长，2016-2019 年营业收入同比增速维持 20% 以上。2020H1，公司实现营业收入 7.93 亿元，同比增长 18.49%；实现归属于上市公司股东的净利润

7465.48 万元，同比下降 53.97%。根据公司中报数据，2020Q1 受到疫情和春节双重影响，招投标及采购合同流程停滞或节奏明显放缓，导致既往在手订单实施、交付及验收有所延迟，一季度业绩下滑。但是 2020Q2 营收环比增长 85.39%，归属归母净利润环比增长 435.46%，疫情影响已逐渐削弱，预计公司下半年尤其是第四季度经营情况将会继续提升。

复盘过去 4 年，2016-2019 年公司营业收入稳定增长，业绩在 2016 年受投资收益影响外，业绩增速呈现一定波动。2018 年营收增速放缓主要是由于公司主动减少毛利率较低的硬件销售业务，2019 年受益电子病历等院端 IT 建设需求，营收同比增长 32%。2016-2019 年公司归母净利润产生波动，主要由于 2016 年确认投资收益 3.47 亿元，占归母净利润比例达 67%，导致 2016 年归母净利润增长异常。若扣除该事件影响，则 2016 年公司归母净利润 1.72 亿元，2016-2019 年的 CAGR 为 23.34%。营收和业绩的稳健增长，一方面反映公司受益医疗信息化行业下游需求的高景气，另一方面反映公司产品在市场中竞争力的提升与业务规模的不断扩大。

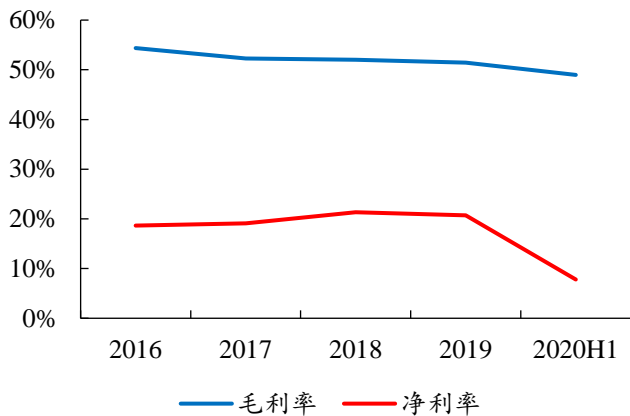
图13: 2016-2020H1 营业收入持续稳健增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2016-2020H1 归母净利润增速产生一定波动


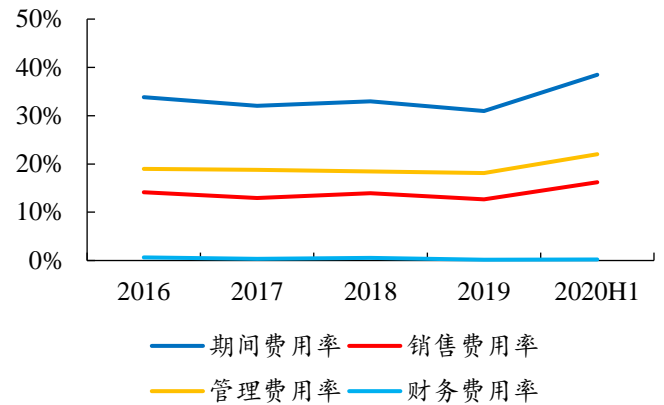
数据来源: Wind、开源证券研究所

2016-2019 年公司毛/净利率水平相对稳定，2020H1 受硬件和技术服务毛利率下滑影响，导致毛利率下滑至 48.97%。2016-2019 年公司毛利率维持约在 50% 左右；净利率维持约 20% 的水平，略有上升。2016-2019 年公司期间费用率呈现一定波动，原因是销售费用率的浮动相对较大，受益规模效应带来管理费用率稳定下降，最终期间费用率从 2016 年的 33.8% 下降至 2019 年的 30.96%。

图15: 2016-2019年毛/净利率水平保持稳定


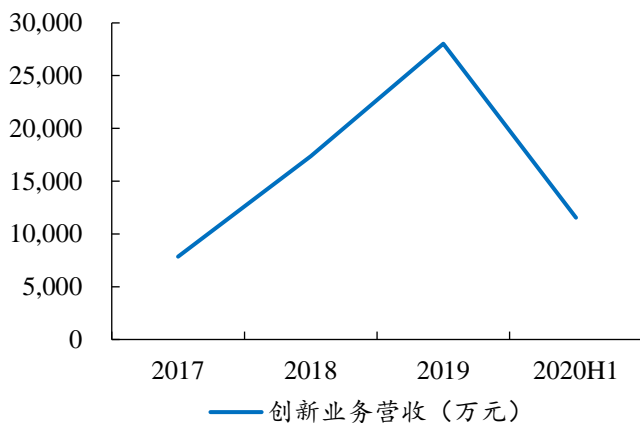
数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 2016年毛利率扣除卫宁科技投资收益影响

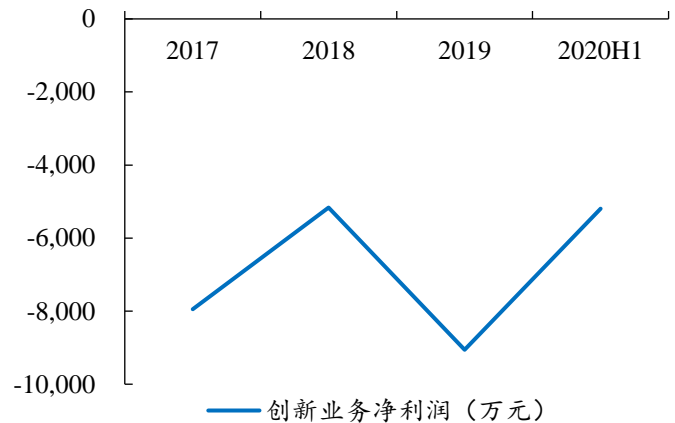
图16: 2016-2019年期间费用率整体趋于下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

创新业务营收持续快速增长, 但尚未跨过盈亏平衡点, 仍处于投入期。以纳里健康、钥世圈、卫宁科技、卫宁互联网为主体的创新业务板块于2018、2019年实现营收1.73亿元、2.8亿元, 分别同比增长121.32%、61.28%, 按权益计算2019年创新业务收入占比提升至6.5%。从亏损情况看, 2017-2019年创新业务亏损均超5000万元, 年波动较大, 说明公司创新业务仍处于投入期, 尚未跨过盈亏平衡点。2020年上半年创新业务收入增速并不明显, 2020H1创新业务实现营收1.15亿元, 同比增长7.68%。

图17: 创新业务板块营收持续高增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

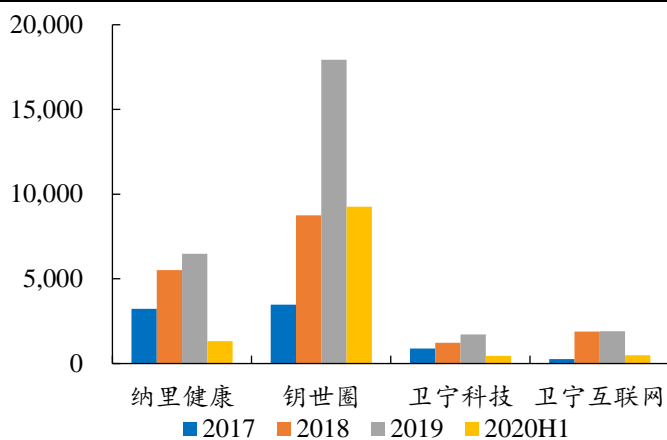
图18: 创新业务板块净利润仍处于亏损


数据来源: Wind、开源证券研究所

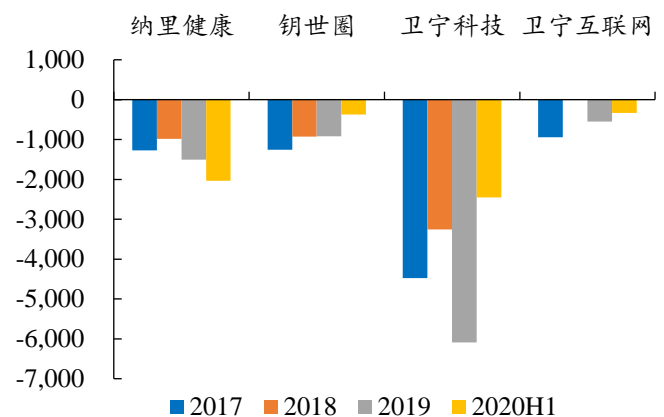
纳里健康2020H1运营服务数据亮眼, 但2B的业务成本投入加大, 导致仍未达到盈亏平衡。根据公司中报, 纳里健康2020H1提供在线医疗服务超过107万单(同比增长超过8倍), 与一季度相比增长约2倍, 累计承建7个省级互联网医院平台、卫宁科技中标青海省医保局项目, 累计接入国内医疗机构5000余家; 与实体医疗机构签订合作共建协议的互联网医院累计260余家; 医生注册量超过7万人, 同比增长3倍, 累计医生注册量超过28万人; 患者注册量超过500万人, 同比增长1.6倍, 累计患者注册量超过1500万人。此外, 2020年5月, 纳里健康及钥世圈联合国药和上药, 为上海市儿童医院打造了互联网医院“云药房”服务, 将处方直送药企在进行配送。整体看, 覆盖的医院、患者范围持续扩大, 标杆项目持续增多, 考虑未来互联网医疗纳入医保体系政策的持续推进, 纳里健康的盈利水平有望上升。

钥世圈对创新业务收入贡献最大，收入增速最快。钥世圈在创新业务 2017-2019 年中占比均超过 44%，其中 2019 年收入占比达到 63.97%，且 2018、2019 年的营收分别同比增长 151.44%、105.07%，属增速最快的创新业务板块。截至 2020H1，钥世圈整体交易金额累计超过 10 亿元，累计用户 180 多万，不断扩大的业务规模将有望带来更多返佣。

卫宁科技在创新板块亏损中占比最高，中标大型项目使公司投入继续增加。卫宁科技定位为商保公司和医保部门提供保险智能风控和数据+AI 服务，其中涉及的控费引擎项目需要大量投入，因而净利润的亏损程度尚未出收窄趋势。2019 年以来卫宁科技陆续中标中国保信平台、国家医疗保障局信息平台等高投入项目，使公司亏损进一步扩大，影响创新业务整体业绩表现。

图19：创新业务各板块营收持续高速增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：创新业务仍处投入期


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、发布 WiNEX 中台产品，助力医疗行业数字化转型

新经济、医疗数字经济的持续发展，国家在政策层面持续推进医改深化、智慧医院和医疗联合体等方向的发展于业务创新。公司作为行业领军的医疗 IT 全套方案提供商，紧跟市场和政策变化，前瞻性的与客户联手打造具有高水平的智慧医院标杆项目，并于 2020 年 4 月推出新一代适合医疗行业的数据中台产品—WiNEX，帮助医疗机构实现数智化转型。

WiNEX 是基于微服务框架和中台定位，推出的通用型中台产品，可对医院核心业务系统从技术架构、数据架构、业务架构等层面进行梳理重塑，支持云部署和客户端统一管理。为医院服务实现从“信息化”到“数字化”的转变的技术支持。目前，WiNEX 产品已在上海第六人民医院东院和山西医科大学第二医院等医院试点落地。

图21: WiNEX 业务中台和原有架构对比


资料来源：公司官网

卫健委发布 2020 年医院智慧服务分级评估工作函，未来有望继续推动医院应用信息系统的升级与建设。根据《医院智慧服务分级评估标准体系（试行）》的要求，评级一共分为 6 档，其中 3 级以上要求医院内外可建立线上线下一体化医疗服务，病历信息可在院内外进行实时共享，是对当前电子病历、互联互通、互联网医院建设的一个汇总性评估标准。我们认为未来医院智慧服务分级评估工作有从自愿性往审核性转变的可能，对公司这样具备全套产品性和有打造智慧医院三级标准经验的公司，存在积极影响。

4、盈利预测和投资建议

4.1、核心假设

核心假设 1: 营收持续受益院端信息化系统新建和更新换代的需求释放，上半年因疫情延迟的招标工作有望在下半年加速开展，因而公司未来营有望持续增长；

核心假设 2: 公司业务结构持续优化，毛利率偏低的硬件销售业务占比持续下降，因而我们预计公司毛利率将逐渐上升。

核心假设 3: 随着公司业务的持续扩张，规模效应带来员工人均创利的持续上升，因为我们预计公司整体的费用率将逐步下降。

4.2、盈利预测与投资建议

公司作为国内领先的医疗 IT 解决方案提供商，面对国家医疗 IT 升级的市场机遇和线上医疗服务运营需求释放的行业变化，公司传统业务和创新业务皆有望快速发展。因此，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.10、6.84、9.41 亿元，EPS 为 0.24、0.32、0.44 元/股，当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 84、63、46 倍，低于其他涉云业务的可比公司 PE 均值，首次覆盖给予“买入”评级。

表2: 公司 PE 低于行业可比公司平均水平 (截止 2020.09.18 收盘)

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600570	恒生电子	1038.56	13.23	16.37	20.39	78.52	63.45	50.95
600588	用友网络	1266.68	8.55	10.80	13.49	148.15	117.29	93.90
002410	广联达	832.42	4.03	6.14	8.13	206.56	135.57	102.39
	行业平均	1045.89	8.60	11.10	14.00	144.41	105.44	82.41
300253	卫宁健康	432.31	5.10	6.84	9.41	84.72	63.24	45.97

数据来源: Wind、开源证券研究所 (恒生电子为 Wind 一致预期)

5、风险提示

- 1) 医疗信息化招标工作恢复不及预期的风险。**下半年疫情发展仍存在不确定性,考虑医疗信息化项目实施需要实地完成,如果疫情存在反复,仍会对公司招标和实施产生影响,进而影响全年业绩目标的达成。
- 2) 人才竞争加剧的风险。**人才竞争的加剧可能使得公司面临人才短期或人才成本大幅提升的风险。
- 3) 创新业务持续亏损风险。**公司创新业务仍处于早期市场扩张阶段,2B 的业务模式导致客户开垦的成本支出较大,因而全年看公司创新业务有继续亏损的可能。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2067	2606	4532	5451	7428
现金	515	715	1788	2322	2978
应收票据及应收账款	1189	1488	2106	2485	3452
其他应收款	142	153	265	254	427
预付账款	36	28	63	50	98
存货	158	175	272	298	433
其他流动资产	28	47	38	42	40
非流动资产	2170	2513	2600	2869	3138
长期投资	541	589	571	586	614
固定资产	435	430	547	692	870
无形资产	365	511	576	650	731
其他非流动资产	829	984	905	942	923
资产总计	4237	5119	7132	8320	10567
流动负债	882	1106	2658	3222	4577
短期借款	151	224	1405	1940	2664
应付票据及应付账款	197	288	386	458	634
其他流动负债	534	594	868	824	1278
非流动负债	81	105	93	99	96
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	81	105	93	99	96
负债合计	963	1211	2751	3321	4672
少数股东权益	140	175	177	180	182
股本	1622	1641	2134	2134	2134
资本公积	535	752	259	259	259
留存收益	1073	1496	1955	2569	3414
归属母公司股东权益	3134	3733	4203	4820	5712
负债和股东权益	4237	5119	7132	8320	10567

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	124	233	143	465	414
净利润	307	396	513	686	943
折旧摊销	30	53	58	71	86
财务费用	8	3	26	64	89
投资损失	8	20	25	7	-10
营运资金变动	-279	-319	-480	-357	-690
其他经营现金流	51	80	2	-6	-4
投资活动现金流	-250	-262	-179	-337	-344
资本支出	167	192	191	211	262
长期投资	-21	-49	18	-32	-29
其他投资现金流	-104	-119	30	-158	-110
筹资活动现金流	157	226	-108	-110	-147
短期借款	-39	73	-37	18	-9
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	14	19	493	0	0
资本公积增加	155	216	-492	0	0
其他筹资现金流	26	-83	-72	-129	-138
现金净增加额	30	198	-144	17	-77

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1439	1908	2481	3222	4133
营业成本	691	927	1219	1571	2007
营业税金及附加	16	22	31	39	49
营业费用	201	242	315	403	508
管理费用	118	140	186	238	302
研发费用	147	206	261	332	413
财务费用	8	3	26	64	89
资产减值损失	60	0	0	0	0
其他收益	120	143	110	150	200
公允价值变动收益	0	13	3	4	5
投资净收益	-8	-20	-25	-7	10
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	310	413	532	721	980
营业外收入	0	0	17	5	6
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	310	413	548	725	985
所得税	3	17	35	39	41
净利润	307	396	513	686	943
少数股东损益	4	-3	3	2	3
归母净利润	303	398	510	684	941
EBITDA	333	458	617	836	1131
EPS(元)	0.14	0.19	0.24	0.32	0.44

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	19.5	32.6	30.1	29.8	28.3
营业利润(%)	20.5	32.9	28.9	35.7	35.8
归属于母公司净利润(%)	32.4	31.4	28.1	34.0	37.6
获利能力					
毛利率(%)	52.0	51.4	50.9	51.2	51.4
净利率(%)	21.1	20.9	20.6	21.2	22.8
ROE(%)	9.4	10.1	11.7	13.7	16.0
ROIC(%)	9.1	9.8	9.3	10.7	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	22.7	23.7	38.6	39.9	44.2
净负债比率(%)	-10.4	-12.3	-8.6	-7.5	-5.2
流动比率	2.3	2.4	1.7	1.7	1.6
速动比率	2.1	2.1	1.6	1.6	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
应付账款周转率	3.4	3.8	3.6	3.7	3.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.19	0.24	0.32	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.11	0.07	0.22	0.19
每股净资产(最新摊薄)	1.47	1.75	1.97	2.26	2.68
估值比率					
P/E	141.3	107.6	84.0	62.7	45.6
P/B	13.7	11.5	10.2	8.9	7.5
EV/EBITDA	128.2	93.0	69.2	51.0	37.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn