# 卫宁软件（300253.SZ）

## 医保控费投资者交流会议点评与纪要

- **行业进入爆发前夜，医保控费厂商盈利空间打开**

在目前社会医疗保险收支压力渐增的情况下，国家对推动商业医保应是动力十足，这一点从近期密集落地的商保利好政策也可一窥端倪。而商业保险的崛起将为医保控费厂商打开彻底打破盈利模式瓶颈，带来广阔的盈利空间。我们预计到 2020 年我国商业健康保险保费有望达到 7,000-10,000 亿元，与财险、寿险并列的三大业务之一。届时，假设控费厂商与保险公司的分成比例为 5%，则未来即有 350 亿~500 亿元的潜在收入规模。

- **线下医院 HIS 系统资源强化卡位优势，上调公司评级至“买入”**

公司在医院信息化解决方案领域拥有全国性布局，市场占有率超过 10%，在医保控费与移动医疗等创新业务模式都需接入医院系统的前提下，公司广泛布局的线下医院资源与医院信息流将在互联网时代得到价值的明显提升。此外，凭借医技信息化系统积累多年的临床知识库，公司在商保爆发前夕顺利在医保控费领域完成卡位，近期与社保和商保的和合作接连落地。我们看好公司未来在医保控费和互联网医疗领域的发展前景，**上调公司 2014~2016 年 EPS 至 0.57 元、0.90 元、1.37 元，上调评级至“买入”。**

- **风险提示**

实际的收费时点还需紧密跟踪，医院端推广进展有待观察

**盈利预测：**

| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 265.77 | 348.83 | 507.57 | 785.95 | 1,068.89 |
| *增长率(%)* | 56.41% | 31.25% | 45.51% | 54.85% | 36.00% |
| EBITDA(百万元) | 36.13 | 61.40 | 102.93 | 193.23 | 297.13 |
| 净利润(百万元) | 52.85 | 80.60 | 122.96 | 193.52 | 295.99 |
| *增长率(%)* | 19.32% | 52.51% | 52.54% | 57.39% | 52.95% |
| EPS（元/股） | 0.247 | 0.373 | 0.569 | 0.896 | 1.370 |
| 市盈率（P/E） | 44.58 | 97.26 | 167.75 | 106.58 | 69.69 |
| 市净率（P/B） | 4.46 | 12.48 | 27.47 | 21.84 | 16.63 |
| EV/EBITDA | 53.80 | 120.22 | 194.97 | 103.11 | 66.20 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

| 公司评级 | 买入 |
|---|---|
| 当前价格 | 88.69 元 |
| 前次评级 | 谨慎增持 |
| 报告日期 | 2015-01-21 |

**相对市场表现**

分析师： 刘雪峰 S0260514030002
02160750605
gfliuxuefeng@gf.com.cn
分析师： 康 健 S0260111040002
010-59136690
kangjian@gf.com.cn

**相关研究：**

卫宁软件（300253.SZ）：收入增速逐季向好，全年有望更进一步 2014-10-24

卫宁软件（300253.SZ）：上半年软件和服务较快增长，毛利率明显改善 2014-08-13

卫宁软件（300253.SZ）：客户机构调整影响仍在、后续有望逐渐向好 2014-04-20

联系人： 孙阳冉 021-60750629
sunyangran@gf.com.cn

# 会议问答环节交流纪要

**Q1:**

公司从做医疗信息化到医保付费，知识库是如何形成的？对其他想做类似业务的厂商有什么壁垒？

**A1:**

公司有十几年医技系统开发经营积累，从临床路径建立知识库初步模型；在做医保控费后，从医保中拿到的数据和医院的数据进行验证，进一步完善了医疗到医保支付领域的跨越。

**Q2:**

社保方面厂商较多，万达、东软、银海都有，结算系统的厂商可否从结算系统抽取数据做类似业务？

**A2:**

金保厂商做的是结算系统不是复杂的业务系统，主要记录的是收入、支出、钱应该花到什么地方去。他们数据结构里所有数据大多是支付型的数据，较少涉及业务内容的数据。我们和社保信息化厂商在一些地区有比较大的合作，并且得到了人社部的认可，未来可能会作为典型案例向全国推广。

**Q3:**

行业的成长空间有多大？

**A3:**

我们现在的slogan是“完美打造医疗保险行业信息流解决方案”。去年大家在医保控费领域主要关注的问题是怎么操作更省钱。之后考虑的是如何帮政府和现金流控制方的资金利用更有效。，再后来逐步演变成以医保控费数据作为行业基础数据，去做理赔直付、医院的个人APP、云医院。有点类似于物流行业供应链的信息流、资金流、物流。我们希望做成整个医疗保险行业整体信息流解决方案供应商。服务于现金流控制方（保险公司、药品流通企业、阿里巴巴这样的企业），来更好地服务与物流服务方医院、药厂。这个空间会比单一的医保控费更大。

核心医保控费数据向上是给省政府作参考，例如山西项目；对医院是做事前提醒端，例如我们给无锡和亳州的医院；还给了保险公司。除此之外，我们还给数据加了理赔直付服务。公司要去更好地利用这些信息流，更好地帮助使用方，来规范他们信息流的使用效率。只有信息的使用效率提高了，现金使用效率才会提高。

**Q4:**

现实地来讲，具体业务的收入，如果和政府合作，空间不一定会很大，商保这块空间会不会更大？会有保费分成作为技术服务费的形式吗？

**A4:**

我们正在和一些规模比较大的保险公司在各类险种，比如团险方面谈合作。对于按保费基数百分比分成的模式，大家都比较认可。现在我们也在积极进行分工和试点的讨论，会很快落实。

**Q5:**

之前文件说要开放医保医疗的数据共享，才能用来设计产品。目前细则还没有推到地方，我们未来什么时候可以名正言顺地使用从医保抽取的数据与保险公司合作？

**A5:**

保险公司说的所有数据实际是基于现在社保产生的大病数据。国家现在在数据上撕开两张口子，第一个口子是大病医保，第二个实际上是利用医疗保险的固定百分比去外采购保险公司的商业社保普通险。大病医保的数据社保有义务直接给保险公司，但是金保系统中产生的原始数据保险公司可能不能直接用，所以由我们重新换算再把数据给他们。是通过保险公司直接做大病医保的赔付，还是保险公司只负责运营，模式的不同会导致数据链路的不同。针对后一种，我们直接把数据分析结果给商保，不会涉及到数据归属的问题；针对商业医保，我们通过信息化手段帮助保险公司做保费引流，让他们集中在商保定点医院，给医院带去收入，换得医院对数据的授权，再由我们做处理、审核和赔付。

**Q6:**

短期、长期收入的来源是以哪块业务为主？

**A6:**

短期收入第一块是政府，政府有大有小，每一级政府和不同地方政府的敏感程度也有差别。有的政府只只在中心端有建设需求。有的政府会深入到医院端，这块建设是政府来出钱的，这是一次性的合同。还有一种是需要拿政策性文件去每家医院和药房签合同，这是传统医保控费的内容。

另外，我们也在尝试做PPP模式，比方说帮政府做一个全市的理赔支付的系统，在帮它运营上面政府支付的大病医保、政府花钱购买的商业保险等，也在上面跑纯粹的商业险。因为由社保基金直接支付的网络这一块数据相当敏感，拿数据来直接挣钱很难。但是厂商通过数据总结出来的模型是可以对商业保险有帮助的。

**Q7:**

未来大家和药企的合作，政策这块会怎么样的趋势？

**A7:**

这一块很难讲。所有的巨头都在关注这个问题，其中一个巨头已经在做了。所有的大一点的公司现在都很看好大健康背后医药品相关的这一块。我们的考虑是我们的优势和劣势，劣势是我们和药品以及药品的流通的直接相关性不大，但是我们擅长的是信息流这一块的东西。现在我们看到阿里在做的尝试，信息流来自于患者到医院去看病，

想办法拿到处方，然后用手机拍个照上传到系统。用这种方式解决信息流的问题，效果还是有局限性。我们擅长的就是解决类似于这样的问题。所以，未来的一种可能性就是，这么大的一个市场，（甚至可能比美国还大），不是一家两家厂商参与，而是一个生态系统，各家有着自己的优势和侧重点，做着各自擅长的事情。比如我们现在把我们自己定义为信息流这一块，但是类似阿里这样的我们把它定义为物流。这样的话就是一个分工合作的问题。大家看到了这样的趋势和空间，应该是足够大。我们就在做这方面的工作，前期工作做好，等相关政策成熟之后，可能市场化的合作就自然而然形成，到时候合作会是大家的共识。

举个例子来说，现在和保险公司的沟通里面，有一个问题就是所有从医院到保险公司到医保端，这三步是同步的，我们现在签在协议里面的同步正是我现在在做的。这三步里面还有什么问题呢——药品目录。我们有庞大的数据，卖医疗普通险的话，保险公司通过我们做药品目录，直接控制到落地产品的商保定点医院去控制药品成本。这个目录的数据在我手上，希望我们帮他将多少成本，我们就会帮他去选指定的药。我们接触的这几家大型保险公司里有的已经在和我们谈这方面的业务。

希望大家不要单单去看医保控费这一个环节。实际上做决策时，能够把整个外延或者整个闭环做全的情况下，我们尽可能成为信息流的服务供应商，很可能成为信息流控制方的参与者之一。无论是帮医院自查自纠，还是去修正和建立目录，以及提供处方点评，不用考虑是不是需要创造商业环境，在我们这里一切都是顺理成章的，都是供需双方要求达成的。公司在上海中标的两家保险公司，保险公司做的很初步，都是人工流程，很不健全，而公司是想把信息流扩大，做成大闭环。

**Q8:**

关于商业保险公司这一块，1）目前国内规模还不是很大，会不会限制空间？2）一旦这些保险公司的规模发展起来，会不会自建团队，或者在技术平台上进行发展，对我们的发展规模产生威胁？

**A8:**

1）今年和去年的同比的城镇居民医疗保险征缴的增长比例是13.2%，支出的比例是28.6%，差了15%，情况非常严峻。所以政府希望保险公司接入，用商业化的手段平移未来可能带来的风险。

2）与公司洽谈的第二家保险公司，原先就是其中一个合作伙伴，IT实力很强。现在公司不谈IT只谈理赔支付，原因是公司有很多合作伙伴可以选择。医院这块肯定只希望集成一次，不可能全国每家保险公司集成一次。保监会结算中心我们也在合作，推广标准。我们的医院在某些区域密度是很大的，我们把我们已经有的医院打通，以后只卖服务，不会卖产品。

**Q9:**

未来接入医保的话，我们是独家，还是接口是公共数据，大家都可以进入？

**A9:**

1）肯定是有准入的，不可能是公开接口；

2）现阶段确实医保为主，商保为辅。但商保的发展已经远超出公司在11、12年的预期。现在国家政策实际上就是加快商业保险介入医保的速度。2-3年可能商保的规模会大幅上升。公司现在去和现有的保监会做数据标准，与大保险公司一起，用这种半商业的模式把它做成行业标准，这时候就有准入了。拿到牌照就去执行标准。没有牌照是不可能的。

**Q10:**

1）我们规则是的知识库上做的还是从HIS和社保数据里提炼的？别的公司可以从海外引进成熟的技术和数据，但会受到本地化的限制，这是不是导致在国内有经验的公司比如卫宁更加有优势？

2）规则库我们开发了很多，为什么在每个地方没有开放全部条目？地方差异来自哪里？

**A10:**

1）每个厂商对知识库的设计不一样，公司是把所有基础的医疗信息数据按照最小行为单元拆散，用特殊的算法导入本地数据，根据疾病谱现场推规则出来的；涉及自然语言的算法，比如在语义环境中某个动词的频率，这就成为技术算法。

2）所有这些规则我们已经在用了，部里面这次下发的27类规则有很大一部分是我们做出来的，因为每个地方典型疾病不一样，所以规则不一样。

**Q11:**

医院的大数据、社保数据，公司有权限把数据给你使用吗？

**A11:**

今天如果商业保险公司想去做社保，然后说给政府投资一笔钱，经保系统他来建立，他对这个数据是没有权限的。但是，如果将本地数据进行分析，再将优化后的数据用到本地，这是可以的。因为这样拿回来的是经验规则，不是数据。

保险公司希望在每个地市做一个理赔中心，帮他们把数据传过来。保险公司的数据都是和个人签过release agreement的，保险公司也和厂商背靠背签的RA，是由厂商去拿数据的。

**Q12:**

以后和保险公司合作，他的数据基本上是可以用的？

**A12:**

是的。但是他的保密条例里面最关键的不是数据，是产品包。保险公司最看重的我们如何测算出产品包，安全性是怎么设立的。数据反而比较容易通过原始单据拿到。

现在保险公司数据比较少。从社保抽取的数据总结出来的模型可以用，用在和商业保险公司合作上，医院和社保这边也没问题。

**Q13:**

在收入增速方面，公司有没有一个中长期的目标？如果没有的话，依照现在省份的进展和保险公司协议的进展，可否给一个前瞻的预测？

**A13:**

公司内部有一些中短期规划。在这里就提几点，我们现在公司大的方向分成两大块：

a. 医疗信息化：通过各种手段，包括扩张，努力快速提高全国的份额，去年和今年都做了一些并购； 15年也给大家看到了公司的决心，刚开年就开展了两个地域的合作，也是希望加快在医院端的布局，这样的决定是因为公司客观上长期积累具备这样的能力，主观上希望快速占领和整合全国市场。现在是整个医疗信息化快速整合的一个很好的机会，公司很想抓住这个机会。新疆公司成立不到一年，我们在业务发展上得到了大的突破。

b. 新兴业务：近期公司披露的医保控费和延生出来的理赔。另外一块公司做了一些储备，比如云医院，和医生的风险职业、医疗增加密不可分。还有比如健康管理，很多公司在做，还没有看到哪家公司有明确的商业模式。这一块公司想更多的与其他优势业务相结合。所以公司一直在积极探索，这种模式的探索一旦尘埃落地，推广就会有很大的基础，因为公司有市场的优势。

**Q14:**

互联网的巨头，比如阿里和腾讯，他们去和医院谈合作的时候，如果都是直接先和医院达成合作，然后再从医院开放接口接入系统，会不会造成在产业链上绕开我们的系统？

**A14:**

首先要看他们跳过HIS公司，在医院方达成的是什么样的合作。为什么我们不讲大数据要讲信息流，因为信息在闭环里面流转起来才有价值，停在一个地方只能作为参考依据，没有办法成为业务内容的支撑。如果说他们也打通了整个信息流，那就是我们的直接竞争对手；但如果不是，那么他们的基础的信息流失去通畅的，这后面就不用去讲是想象空间了。打通信息流之后后面的事情都是顺理成章，只是说我们愿不愿意去做，来不来得及去做的问题。

看阿里未来医院的计划，他们是从比较强的支付角度入手，比如从出租车角度，是一个非常成功的一个推进，但是在医院这个方面，推进速度并不快，因为行业还是有很高的行业壁垒，和普通的商品流通不一样。其次，阿里做医院这一块，切入点还是以前擅长的支付，与医院本身的业务和治疗相关性不够强。这对医院这个特殊群体来说有价值，但是不是核心价值还有待商榷。对医院这个行业来说，抓住核心价值才能抓住客户和市场。所以我们现在的一些展示和规划，都是切入核心系统。我们和商业保险公司的合作，也是基于这样的出发点。那么如果是在一些边缘或普通领域去拓展，市场空间可能会受到很大的局限，这是我们对这件事的理解。所以现在公司对阿里的介入很关注和重视，但不是特别担心。

**Q15:**

阿里之前与东华有合作，一起推未来医院，那是否和我们在这方面有接触和合作呢？

**A15:**

阿里选择东华合作可能主要因为东华的三甲医院客户比较多，与阿里的未来医院主攻方向是契合的。而我们主攻方向是比三甲公司要小一级的公司，这是我们的战略选择。因为客观上说，三甲医院个性化需求很多，对信息化系统提供商来说压力比较大，质量很难控制，也比较难盈利。对阿里来说东华和东软这类公司都是合作对象。实际上我们卫宁的三甲医院的数量排名也是全国前三位的。基于公司现在的份额，未来理论上也不排除和阿里合作的机会，公司目前也在关注这个领域。

**Q16:**

1）可不可以这样理解，我们现在做的这个产品，是帮社保商保做一个像裁判做的事情，判断医院的药物和治疗方式是否正确？

2）我们现在的平台完全是2B的，没有什么2C的业务，我们是不是通过社保商保把规模变大，我们有没有直接和一些2B的业务联系呢？

**A16:**

1）从最早的做医保控费的角色来讲的话，公司承担的是这个角色；

2）B2C这块实际上公司也在做APP，给商保的参保人去用。

**Q17:**

医保控费是怎么和现有的医院、药店、银行来连接？

**A17:**

如果是做商保的理赔支付这一块的话，公司会去用一个平台去和他们所有的系统做对接；如果是金保这一块的话，就去和金保的结算系统对接。公司和金保的数据接口两三年前就已经全部做完了。

**Q18:**

会不会我们把系统建好，上海市最后只有一个平台，国家只建一个系统，最后只剩下一个公司？

**A18:**

只存在一个公司是不太可能的，但集中的趋势肯定存在。2015年可能会以异地结算信息化为引子做省市的集中化。对数据安全要求高要求会限制行业的准入门槛。公司和阿里巴巴这类的企业不冲突，只是想办法把信息流转起来，大家各取所需，与什么样的厂商都有可能合作。

**Q19:**

公司现在和大型保险公司合作模式如果是分成的话，分的是新增的量吗？分成依据是

什么？

**A19:**

我们现在谈的是目前售卖的总盘子的百分比。理赔直付是带控费的，公司帮他节省的钱是一部分，还有人工处理保单的费用；会按照合理的百分比和保险公司商谈，按照每年新增所有保额的百分比。不过这和险种有关，团险和健康险是不一样的，团险极端情况比较多。

## 风险提示

实际的收费时点还需紧密跟踪

医院端推广进展有待观察

资产负债表 单位：百万元

| 至12月31日 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 586 | 679 | 814 | 1095 | 1487 |
| 货币资金 | 412 | 458 | 559 | 703 | 956 |
| 应收及预付 | 145 | 212 | 243 | 376 | 511 |
| 存货 | 26 | 7 | 11 | 15 | 19 |
| 其他流动资产 | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| **非流动资产** | 37 | 62 | 72 | 58 | 46 |
| 长期股权投资 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 固定资产 | 24 | 30 | 41 | 27 | 15 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 2 | 20 | 20 | 19 | 19 |
| 其他长期资产 | 6 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| **资产总计** | 623 | 741 | 886 | 1153 | 1533 |
| **流动负债** | 81 | 104 | 119 | 192 | 276 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付及预收 | 81 | 104 | 119 | 192 | 276 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **非流动负债** | 10 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 10 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| **负债合计** | 90 | 111 | 126 | 199 | 283 |
| 股本 | 107 | 108 | 216 | 216 | 216 |
| 资本公积 | 288 | 313 | 205 | 205 | 205 |
| 留存收益 | 134 | 207 | 330 | 523 | 819 |
| 归属母公司股东权 | 529 | 628 | 751 | 944 | 1240 |
| 少数股东权益 | 4 | 2 | -1 | 9 | 18 |
| **负债和股东权益** | 623 | 741 | 886 | 1153 | 1533 |

现金流量表 单位：百万元

| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 27 | 50 | 83 | 122 | 228 |
| 净利润 | 52 | 78 | 120 | 204 | 305 |
| 折旧摊销 | 4 | 7 | 8 | 11 | 10 |
| 营运资金变动 | -31 | -45 | -20 | -64 | -55 |
| 其它 | 2 | 10 | -25 | -29 | -33 |
| **投资活动现金流** | -22 | -22 | 18 | 21 | 25 |
| 资本支出 | -17 | -21 | 18 | 21 | 25 |
| 投资变动 | -5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | -1 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 银行借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 4 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -5 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| **现金净增加额** | 4 | 38 | 101 | 144 | 253 |
| **期初现金余额** | 406 | 412 | 458 | 559 | 703 |
| **期末现金余额** | 410 | 451 | 559 | 703 | 956 |

利润表 单位：百万元

| 至 12 月 31 日 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 266 | 349 | 508 | 786 | 1069 |
| 营业成本 | 121 | 160 | 214 | 294 | 381 |
| 营业税金及附加 | 4 | 5 | 7 | 11 | 15 |
| 销售费用 | 60 | 68 | 101 | 156 | 199 |
| 管理费用 | 49 | 61 | 91 | 143 | 187 |
| 财务费用 | -9 | -7 | -8 | -8 | -8 |
| 资产减值损失 | 5 | 11 | 13 | 15 | 15 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | 36 | 51 | 90 | 175 | 280 |
| 营业外收入 | 22 | 34 | 39 | 44 | 48 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | 58 | 84 | 128 | 219 | 328 |
| 所得税 | 5 | 6 | 9 | 15 | 22 |
| **净利润** | 52 | 78 | 120 | 204 | 305 |
| 少数股东损益 | 0 | -2 | -3 | 10 | 9 |
| **归属母公司净利润** | 53 | 81 | 123 | 194 | 296 |
| EBITDA | 36 | 61 | 103 | 193 | 297 |
| EPS（元） | 0.49 | 0.75 | 0.57 | 0.90 | 1.37 |

主要财务比率

| 至12月31日 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力(%)** | | | | | |
| 营业收入增长 | 56.4 | 31.3 | 45.5 | 54.8 | 36.0 |
| 营业利润增长 | 7.8 | 40.7 | 76.8 | 95.3 | 59.9 |
| 归属母公司净利润增长 | 19.3 | 52.5 | 52.5 | 57.4 | 52.9 |
| **获利能力（%）** | | | | | |
| 毛利率 | 54.5 | 54.1 | 57.8 | 62.6 | 64.4 |
| 净利率 | 19.7 | 22.5 | 23.6 | 25.9 | 28.5 |
| ROE | 10.0 | 12.8 | 16.4 | 20.5 | 23.9 |
| ROIC | 25.6 | 30.3 | 47.3 | 68.9 | 89.7 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 14.5 | 15.0 | 14.4 | 17.3 | 18.4 |
| 净负债比率 | -0.8 | -0.7 | -0.7 | -0.7 | -0.8 |
| 流动比率 | 7.28 | 6.53 | 6.83 | 5.70 | 5.38 |
| 速动比率 | 6.91 | 6.44 | 6.72 | 5.61 | 5.29 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.46 | 0.51 | 0.62 | 0.77 | 0.80 |
| 应收账款周转率 | 3.20 | 2.44 | 2.44 | 2.44 | 2.44 |
| 存货周转率 | 6.97 | 9.70 | 20.28 | 20.28 | 20.28 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 0.49 | 0.75 | 0.57 | 0.90 | 1.37 |
| 每股经营现金流 | 0.26 | 0.46 | 0.38 | 0.57 | 1.06 |
| 每股净资产 | 4.94 | 5.82 | 3.48 | 4.37 | 5.74 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 44.6 | 97.3 | 167.8 | 106.6 | 69.7 |
| P/B | 4.5 | 12.5 | 27.5 | 21.8 | 16.6 |
| EV/EBITDA | 53.8 | 120.2 | 195.0 | 103.1 | 66.2 |

## 广发计算机行业研究小组

刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997 年起先后在数家 IT 行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理工作。2010 年 7 月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014 年 1 月加入广发证券发展研究中心。

惠毓伦：TMT 群组首席研究顾问，发展研究中心总经理助理，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，16 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，12 年证券研究所从业经历。

康　健：资深分析师，美国南加州大学金融数学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。

孙阳冉：研究助理，华中科技大学通信工程学士，美国东北大学金融学硕士，2014 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|---|---|---|---|---|
| 地址 | 广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼 | 深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04 | 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼 |
| 邮政编码 | 510075 | 518026 | 100045 | 200120 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | |
| 服务热线 | 020-87555888-8612 | | | |

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。