

多重政策利好下行业龙头再度启航

——渗透率、集中度提升，政策大力支持，创新业务发力

报告要点:

● 医疗信息化与创新业务双轮驱动，竞争优势显著

公司业务主要分为传统医疗信息化以及创新业务两大板块，医疗信息化业务主要向医院以及地方政府提供软件产品及服务，公司深耕医疗信息化市场多年，累积为全国 6,000 多家医疗机构提供过产品和服务，产品种类丰富，技术实力强劲，竞争优势显著。创新业务方面，公司云医、云药、云康、云险以及创新平台均进展顺利，商业模式逐渐跑通，营业收入大幅增长。

● 医疗信息化水平有待提高，政策文件密集出台助力行业高景气

目前我国医疗信息化水平与发达国家仍有显著差距，HIS、CIS、DRGs 等领域尚有巨大市场空间，据我们测算，仅 EMR 一项市场待开发空间就有 171 亿元。同时，各部门鼓励电子病历、DRGs、互联网医疗等相关政策文件密集出台，受益于政策推动，下游客户信息化需求快速增长，作为行业龙头公司有望成为最大的受益者。

● 技术水平不断提升，助力行业集中度不断提升

随着医疗行业信息化水平不断提升，医疗行业信息化建设重点逐渐由 HIS（管理需求）转向 CIS（业务效率需求），系统对于技术的要求不断提高，HIS 建设期时，技术要求较低，各个子系统往往单独建设，由不同公司承包，CIS 阶段对于系统稳定性要求显著提升，往往打包交给一家进行建设，头部公司凭借产品性能、产品线完备、综合服务能力的优势，显著受益于招标门槛的提升。从订单上看，公司 500 万以上大单数量增加，有利于行业龙头企业，有助于行业集中度提升。

● 投资建议与盈利预测

预计 2019-2021 年，公司归属母公司股东净利润分别为：3.83、4.70 和 7.25 亿元，对应基本每股收益分别为：0.24、0.29 和 0.45 元，对应 PE 估值分别为 66、54 和 35 倍。考虑到公司在医疗信息化行业的龙头地位，以及互联网+医疗行业在政策刺激下有望迎来快速发展，维持公司“增持”的投资评级。

● 风险提示

政策落地不及预期、创新业务推进不及预期、大单占比提升导致项目交付不及预期

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1204	1439	1918	2500	3167
收入同比 (%)	26	20	33	30	27
归母净利润(百万元)	229	303	383	470	725
归母净利润同比 (%)	-56	32	26	23	54
ROE (%)	8.8	9.7	10.7	11.6	15.2
每股收益 (元)	0.14	0.19	0.24	0.29	0.45
市盈率(P/E)	111.03	83.85	66.45	54.09	35.06

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

增持|维持

当前价/目标价：15.39 元/18.31 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：16.6 / 9.89

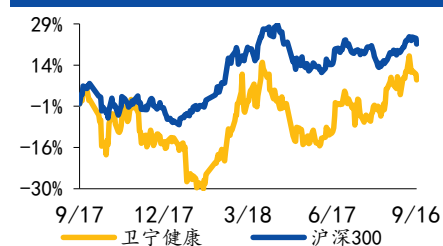
A 股流通股 (百万股)：1316.32

A 股总股本 (百万股)：1624.49

流通市值 (百万元)：20258.20

总市值 (百万元)：25000.93

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《卫宁健康 (300253) 业绩增长符合预期，创新业务快速发展》2018.09.03

《国元证券公司研究-卫宁健康 (300253) 医疗信息化龙头，业绩稳定增长》2018.01.23

报告作者

分析师 宗建树

执业证书编号 S0020519010001

电话 021-51097188-1850

邮箱 zongjianshu@gyzq.com.cn

目 录

1. 医疗信息化行业龙头，业绩增速稳健	4
1.1 公司简介	4
1.2 股权结构	5
1.3 财务分析	6
1.3.1 经营状况稳中求进	6
1.3.2 研发投入持续增加，经营现金流回升	7
2. 产品线完备、技术领先，核心竞争优势显著	9
2.1 产品线覆盖完备	9
2.2 客户覆盖广泛，技术实力强大	15
2.3 与阿里联手，携手建设互联网+医疗	17
3. 医疗信息化机遇来临，时势造英雄	19
3.1 医疗信息化行业现状	19
3.1.1 我国的医疗信息化渗透率仍有较大的提升	19
3.1.2 从 HIS 发展到 CIS 和 GMIS，渗透率提升、有望带动行业集中	20
3.2 监管政策带动医疗 IT 行业进入新一轮高景气周期	24
3.2.1 传统业务新增量：EMR、DRGs、GMIS 等	24
3.3 创新业务新空间：互联网医院等的新商业模式逐渐跑通	29
3.3.1 互联网医疗逐渐进入应用成熟阶段	29
3.3.2 “互联网+医疗健康”相关业务迎来政策大力支持	29
3.3.3 浙江标杆项目投入运营，互联网医院有望加速推广	31
3.3.4 人口老龄化医保支出承压，商保兴起大势所趋	32
4. 新一轮股权激励落地彰显长期增长信心	34
5. 盈利预测	36
6. 风险提示	38

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司双轮驱动战略	5
图 3：公司股权结构	5
图 4：公司营业收入及扣非净利润情况	6
图 5：近年各季度营收情况（亿元）	6
图 6：公司各项业务占营收比重	7
图 7：公司毛利率与同行比较（%）	7
图 8：公司研发投入及占营收比例	7
图 9：公司费用率情况	7
图 10：公司预收账款及占营收比例	8
图 11：公司经营活动产生的现金净流量（亿元）	8
图 12：公司智慧医院产品线示意图	9

图 13: 公司智慧卫生产品线示意图	10
图 14: 公司创新业务形成联动效应	12
图 15: 公司“云药”战略模式	13
图 16: 处方共享流转模式	13
图 17: 阿里健康业务示意图	17
图 18: 2018 年中美电子病历建设情况比较	19
图 19: 医疗信息化发展历程	20
图 20: 医疗信息化行业格局优化逻辑	24
图 21: 2018 年中国互联网医疗市场 AMC 模型	29
图 22: 中国互联网 IT 解决方案市场规模 (亿元)	30
图 23: 2011-2019 中国移动医疗市场规模 (亿元)	30
图 24: 公司互联网医院生态圈	31
图 25: 居民基本医疗保险基金收入支出情况	32
图 26: 2015 年主要国家个人医疗支出结构	32
图 27: 卫宁付商业流程示意	33
表 1: 卫宁产品方案	10
表 2: 公司创新业务组成	14
表 3: 公司创新业务发展顺利	15
表 4: 公司承建的卫生机构通过等级测评	16
表 5: 公司 2019 年新战略	16
表 6: HIS 系统和 CIS 系统分类	21
表 7: 2017-2018 年度中国 HIS 已实施状况不同等级医院比较	21
表 8: 2017-2018 年度中国 CIS 已实施比例不同等级医院比较	22
表 9: HIS 和 CIS 系统建设周期	23
表 10: 医疗信息化行业有订单金额逐步增大的趋势	24
表 11: 公司大订单占比提高	24
表 12: 电子病历相关政策	25
表 13: EMR 市场规模测算	26
表 14: DRGs 相关政府文件	26
表 15: DRGs 系统中标价格	27
表 16: 各省区 DRGs 建设进度情况	27
表 17: DRGs 市场空间预测	28
表 18: 区域医疗卫生服务平台中标金额	29
表 19: “互联网+医疗健康”相关政策汇总	30
表 20: 公司股权激励详细情况	34
表 21: 股权激励摊销情况	35
表 21: 公司业务分拆预测	36
表 22: 可比公司比较估值 (PE)	37

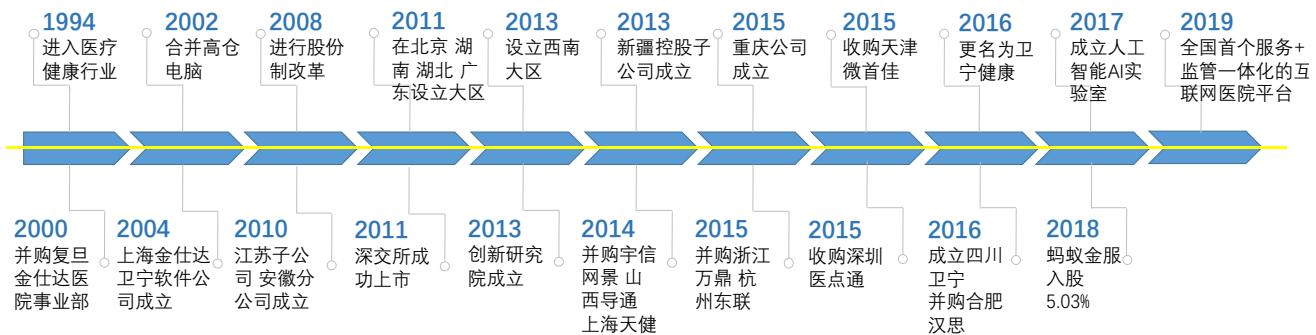
1. 医疗信息化行业龙头，业绩增速稳健

1.1 公司简介

公司成立于1994年，专注于医疗健康信息化业务，2011年公司登陆深交所后，利用资本市场优势先后并购宇信网景、山西导通、上海天健、浙江万鼎、杭州东联等公司，内生与外延相结合，逐渐成为国内医疗信息化龙头。

公司致力于提供医疗健康卫生信息化“一体化解决方案”，自主研发适应各类应用场景的产品和解决方案，业务覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险和健康服务等领域，公司产品线完备，产品化能力强，是国内唯一一家跻身 IDC 全球医疗科技 50 强的中国企业，竞争优势显著。

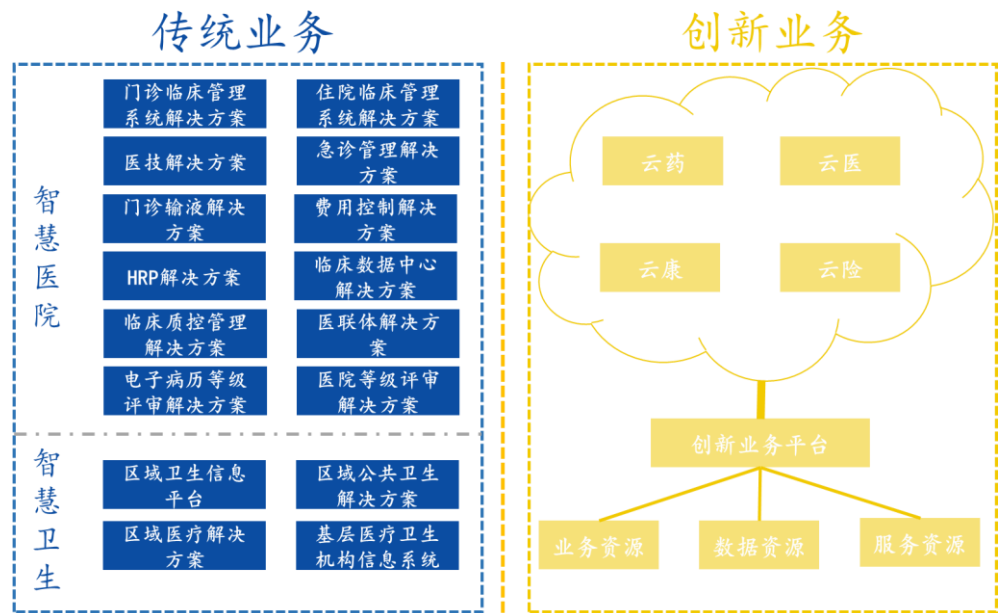
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

公司坚持传统医疗信息化与互联网+健康服务双轮驱动战略，公司认为传统的医疗卫生信息化是立足之基础，创新的互联网+医疗健康服务将是大势所趋，也是公司发展的提升之道，公司一方面通过内生式发展和外延式扩张强化自身在传统医疗卫生信息化业务的，另一方面制定了“4+1”发展战略（4代表云医、云康、云险、云药四个业务板块，1代表创新服务平台）利用传统业务庞大用户群体和资源，构建线上线下相结合的涵盖药品流通、诊疗、医保风控、保险理赔、健康管理等多个环节的医疗健康服务体系，将商业模式逐渐由项目制向服务化、运营化拓展。

图 2：公司双轮驱动战略

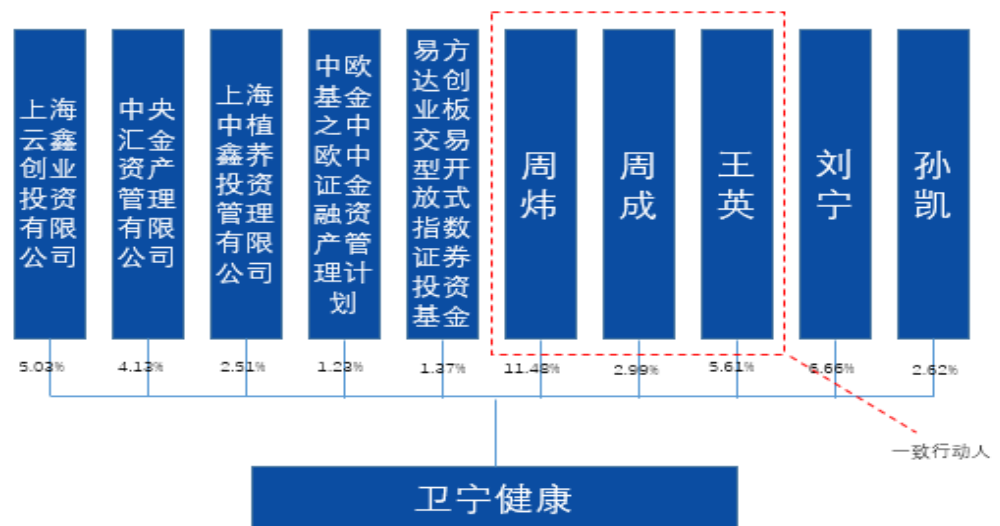


资料来源：公司官网，国元证券研究中心

1.2 股权结构

公司股权结构稳定。实际控制人周炜、王英夫妇，两人及其子周成合计持股 20.08%，构成一致行动人。2018 年蚂蚁金服通过全资子公司上海云鑫入股公司，持股比例达 5.03%。

图 3：公司股权结构



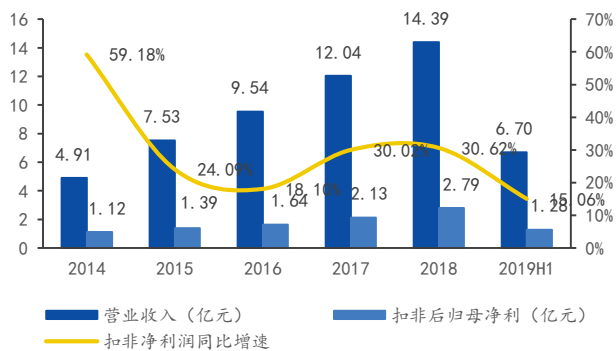
资料来源：公司年报，国元证券研究中心

1.3 财务分析

1.3.1 经营状况稳中求进

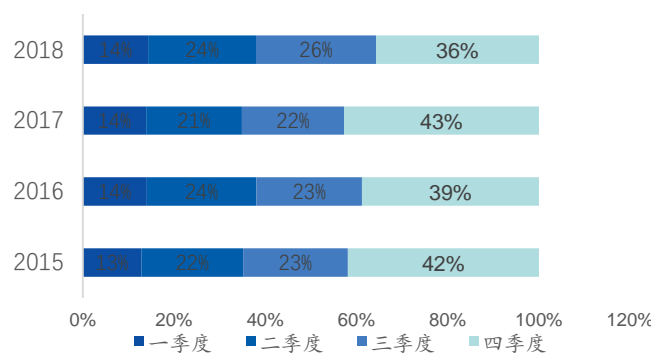
2019 上半年公司实现营业收入 6.70 亿元, 同比增长 22.44%; 实现归母净利润 1.62 亿元, 同比增长 36.61%; 实现扣非后归母净利润 1.28 亿元, 同比增长 15.06%; 2019 上半年公司将研发投入资本化比例由 54.51% 降至 44.11% 影响了 2019H1 扣非后归母净利润的表现。2014-2018 年公司营收 CAGR 30.84%, 扣非后归母净利润 CAGR 25.63%, 持续保持快速增长态势。值得注意的是, 由于医院、卫生部门等机构采购集中在上半年, 打款往往集中在下半年, 因此公司营收大头往往集中在三四季度, 从近几年的数据来看上半年占全年营收比重平均在 45% 左右, 2018- 年以来公司承接不少体量较大的订单, 一定程度上导致收入确认周期进一步延后。

图 4: 公司营业收入及扣非净利润情况



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 5: 近年各季度营收情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

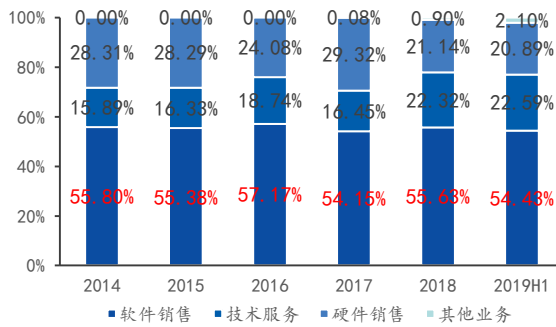
公司业务主要由软件销售、硬件销售、技术服务三大块构成, 2019 年公司继续加强核心产品软件销售及技术服务业务, 该项业务占营收比重从 18H1 的 74.81% 提升至 75.32%, 该部分同比收入增长 23.27%。在加强软件和技术销售的同时, 公司根据市场情况及时做了调整, 削减了毛利率较低和账款回收期较长的硬件销售业务, 将目光聚焦于高毛利业务上。2019H1 年公司毛利率提升 1.49pct 至 51.42%, 近五年来公司毛利率均维持在 50% 以上, 高于东软集团、万达信息、创业慧康、思创医惠等竞争对手, 处于行业领先水平。

2019 上半年公司持续深化“双轮驱动”发展战略, 持续做大做强主营业务, 传统的医疗卫生信息化业务订单持续保持快速增长, 增速较去年同期进一步加快, 新增千万级订单近 20 个, 持续保持高景气态势。同时, 创新的互联网+健康服务业务整体有序推进, 2019 上半年创新业务中, 云险新增覆盖医疗机构百余家, 新增交易金额 80 多亿, 新增交易笔数 5400 多万笔; 云医业务主体纳里健康累计接入医疗机构 2500 余家, 注册医护人员超过 20 万名, 其余各项业务数据均保持良好增长态势; 截止 2019 年 6 月底, “药联体”合作成员超过 7 万家, 合作保险达公司 50 余家, 管理保费金额超 35 亿。

虽然上半年创新业务整体持续保持良好的增长态势, 但因第三方支付公司返点费率大幅下调 (下调幅度达 75%) 等原因, 导致卫宁互联网 (单体) 收入同比仅略微增长 (其中第二季度收入同比为下降); 但因项目结算滞后等原因, 导致纳里健康收

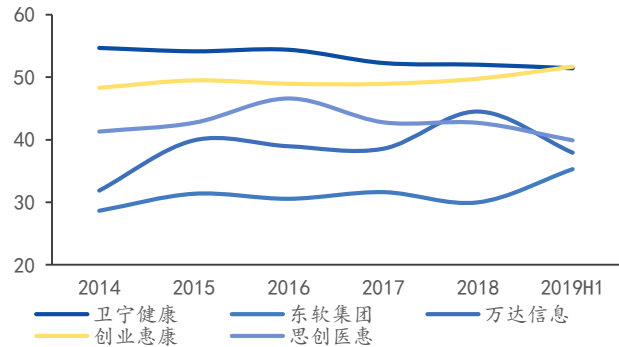
入同比为下降(其中第二季度收入同比基本持平)。此外, 钥世圈收入同比高速增长; 卫宁科技收入同比小幅增长, 整体亏损较去年同期有所放大, 预计下半年创新业务盈利将逐渐好转。

图 6: 公司各项业务占营收比重



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 7: 公司毛利率与同行比较 (%)

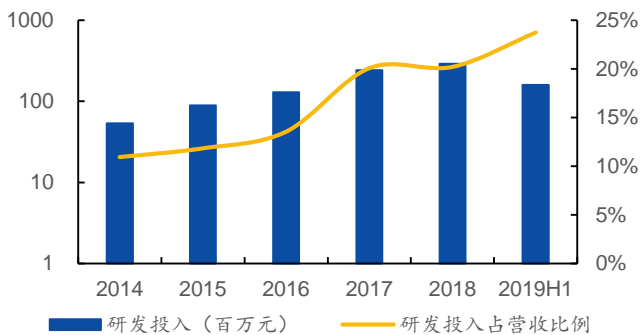


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

1.3.2 研发投入持续增加, 经营现金流回升

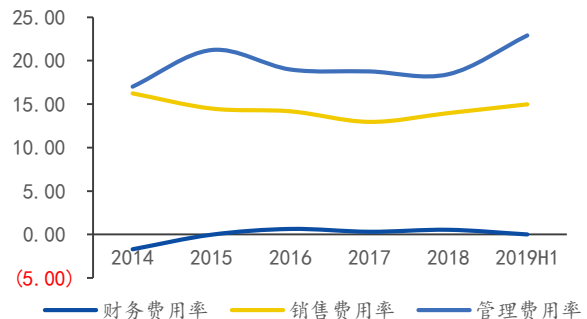
公司持续加大对传统业务的再开发和创新业务的研发力度, 大力开拓“4+1”发展战略, 研发投入持续上升。2019H1 公司研发投入 1.59 亿元, 占营业收入 23.75%。费用方面, 公司将三项费用控制在较低水平, 其中管理费用率(旧会计准则口径)连续三年下降, 销售费用率有所上升, 主要受传统业务和创新业务拓展所致。

图 8: 公司研发投入及占营收比例



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 9: 公司费用率情况



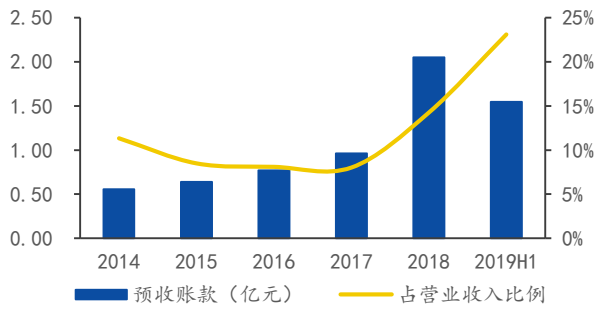
资料来源: Wind, 国元证券研究中心 (管理费用率系老会计准则研发未拆分口径)

据公司 18 年年报及 19 年半年报披露, 受益于行业整体景气度提升, 公司业务订单快速增长, 2018 年订单增速超过 40%。预收款项受此影响, 同比大增 115.48%。2019 年上半年公司订单增速相比去年同期进一步提升, 2019H1 公司预收款项 1.55 亿元, 同比增长 46.06%。

2017 年, 公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 43.15%, 主要原因是购买商品、支付劳务、人工成本增加、以及支付的其他与经营活动有关的现金增加。2018 年, 公司加大了管理水平和经营质量的提升, 收款明显好转, 销售回款同比增 38.11%, 经营活动产生的现金流量净额触底回正, 同比增 55.28%。经营现金流趋于向好。2019H1 公司经营性现金流净额-2.04 亿元, 同比增长 25.49%, 延续 2018 年经营

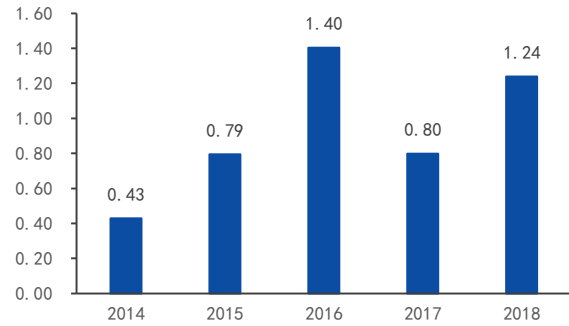
质量优化态势。

图 10：公司预收账款及占营收比例



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 11：公司经营活动产生的现金净流量 (亿元)



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

2.产品线完备、技术领先，核心竞争优势显著

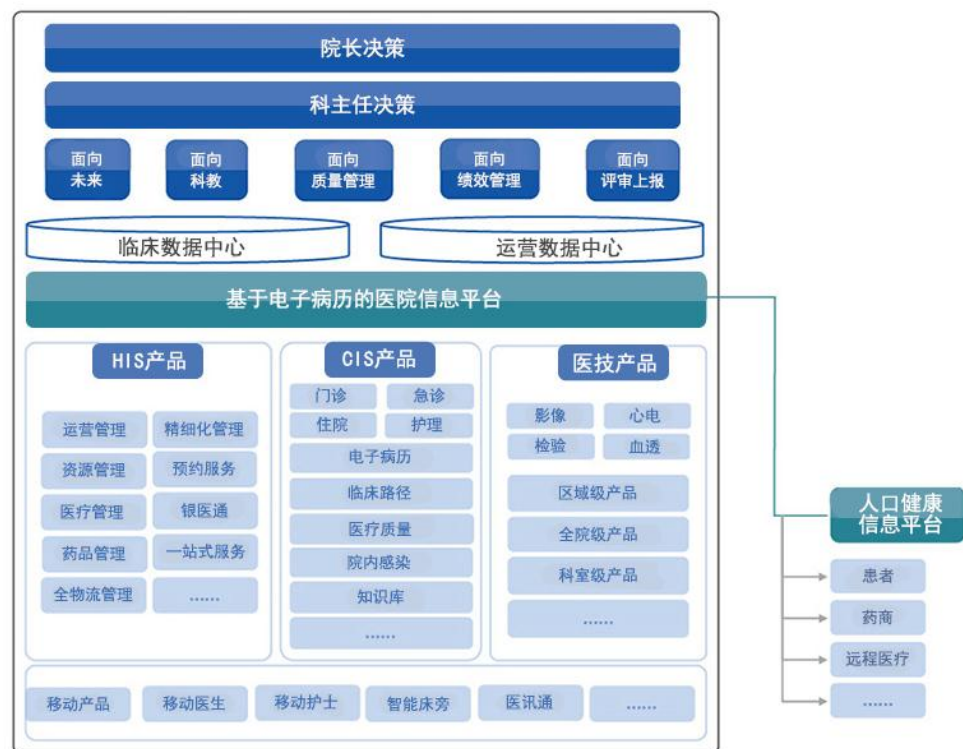
2.1 产品线覆盖完备

1、传统产品覆盖全面

受益于传统医疗信息化领域利好政策，行业呈现高景气态势，公司医疗信息化建设迎来高峰期。传统业务上公司有两大板块：智慧医院和智慧卫生，当前公司将业务重点放在电子病历 EMR、互联互通、区域医联体建设三个方向，加快推进各省内服务网络布局，订单充足，订单金额也有了大幅提升。

智慧医院板块主要提供数字化医院产品和解决方案，包括 HIS、CIS、医技产品等产品线。HIS(Hospital Information System)产品聚焦于医院行政管理与事务管理的支持作用，CIS(Clinical Information System)用于支持医院收集和处理病人临床信息，更好的进行临床医学护理，医技产品也可归类于 CIS，指的是在影像、心电、血透等技术层面提升医生诊断质量。公司智慧医院产品线以医院信息平台为主线，集成功能、联动业务，提升了医生和医护职业能力，改善患者就医体验，全面推进了医院智能化建设水平。

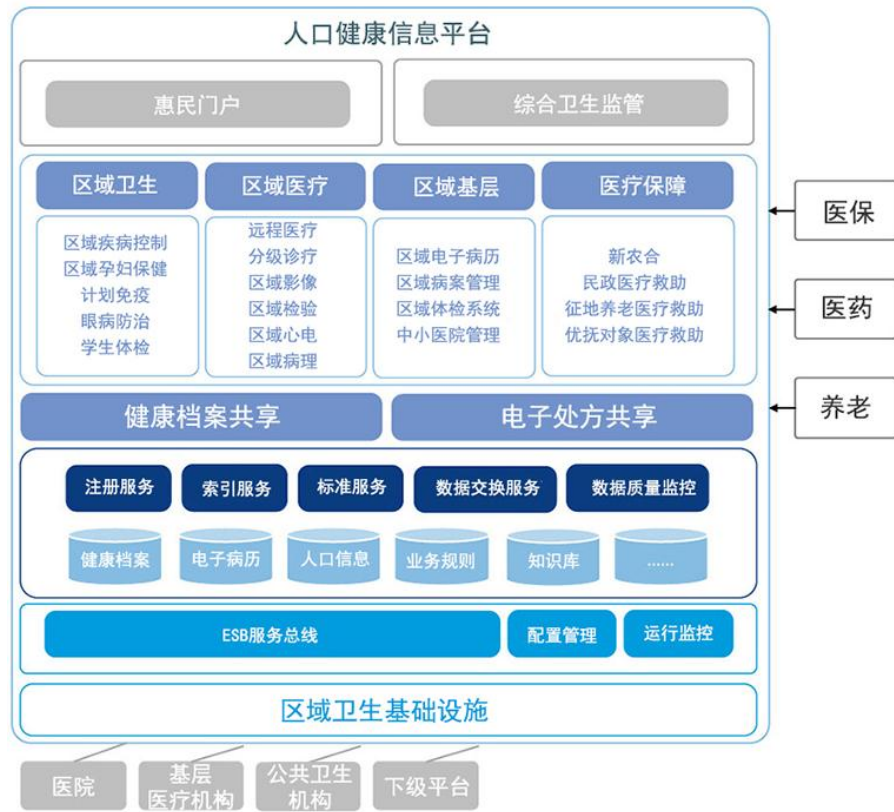
图 12：公司智慧医院产品线示意图



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

智慧卫生业务聚焦于推动区域医疗、区域公卫建设，主要产品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、基层医疗卫生机构信息系统等。区域卫生信息平台包含四个层级：国家级、省级、城市级、区县级，通过互联互通以实现医疗卫生信息的整合。

图 13：公司智慧卫生产品线示意图



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

在 Winning World 2018 大会上，公司对未来做了规划。在智慧医院领域，公司将迈向智慧医院 2.0 时代，即以数据为核心，AI 为引擎，平台为基础，利用物联网、云计算及大数据技术，构建“以人为中心”的新医疗服务体系，建设更高级的智慧医院。在卫生领域，公司将努力实现区域卫生 3.0，即响应新医改政策，打造全民健康、三医联动、分级诊疗、便民惠民、综合监管等业务体系，推动行业进入新阶段。

表 1：卫宁产品方案

板块	产品方案	细分子产品/功能
智慧医院	门诊临床管理系统解决方案	门诊医生工作站：优化工作界面、简化操作流程，提升用户满意度、提高临床一线工作人员的工作效率； 处方点评系统：对临床处方进行综合统计分析，反映医疗机构处方工作的整体和细分情况，为决策提供科学的数据支持
	住院临床管理系统解决方案	医嘱管理、电子病历、临床路径、抗菌药物、院感管理、病区事务、护理病历、移动护理、智能护理、护理人力资源
	医技解决方案	PACS/RIS 系统：安全、高效、稳定的访问/存储/调阅架构和强大的影像后处理功能，还是全院一体化的 PACS 系统； 病理信息管理系统解决方案：满足病理检查业务全院电子化、条码化闭环流程管理，使得病理检查流程规范化； E-LIMS：基于传统实验室信息系统 LIS 之上的全新信息管理系统；

数字化血液透析信息管理解决方案：满足科室内数字化管理的需求和血透科室全院信息共享和质控管理需求；
 检验检查临床应用及智能提示系统

急诊管理解决方案	急诊大厅管理：预检管理系统、群体事件管理、急诊分诊系统 抢救室管理：抢救室管理系统、抢救护理病历、移动护理管理 留观病区：留观病区管理系统、留观护理病历、移动护理管理 急诊医生站：急诊医生站、急诊电子病历 急诊科管理：医院质量管理体系
门诊输液解决方案	系统设置、呼叫皮试、配药、呼叫输液、输液核对、患者呼叫、统计等功能
费用控制解决方案	医保指标预测和分析：设置医保下达给医院每年的八个医保指标，同时对指标的完成情况设置超标比例的报警上下限； 指标完成情况预警：可根据不同的维度查询当前指标完成情况，可进行预警； 医保月度分析：显示每月的医保指标完成情况； 医保年度分析：显示年度医保指标完成情况并分析； 医保按科室或医生分析、主动控制等
HRP 解决方案	预算管理系统：预算编制、执行、控制、分析 成本核算系统：数据采集、分摊算法、成本计算、统计报表 绩效考核系统：考核指标、考核方案、绩效考核、奖金分配 人力资源系统、财务管理系统、物流管理系统、资产管理系统、医疗信息系统、决策支持系统
临床数据中心解决方案	临床数据视图：使临床人员能便捷的查看患者临床数据 专科视图：在诊疗过程中集中展示科室或疾病重点，为临床方案制定提供有力支持 全息诊疗信息系统：三维重建功能的诊疗信息展示 科研数据分析及应用系统：辅助医务人员利用临床数据完成科研项目的管理
临床质控管理解决方案	医疗质量监控：护理病历质控、护理三级管理、护理不良事件质控、护理质量监控等； 临床医疗知识库：护理知识库、用血知识库、药品知识库、手麻知识库等； 临床辅助决策：辅助疾病诊断、辅助用药方案、辅助诊疗方案、辅助检查检验方案、辅助护理方案
医联体解决方案	各级医院前置机、各级医院平台、三级医院信息平台 院际平台：运行监控、服务集成、数据采集、数据整合、数据交换
电子病历的等级评审解决方案	门诊病历、住院病历、病人诊疗信息集成界面、护理病历、合理用药、处方点评、全院统一医技预约、手术麻醉系统等
医院等级评审解决方案	临床质控系统、医院等级评审管理系统、医院质量指标管理系统
区域卫生信息平台	六大应用：公共卫生、医疗服务、医疗保障、基本药物制度、综合管理、计划生育
区域公共卫生解决方案	举例：区域妇幼保健信息系统：实现妇幼保健信息的统一高效、资源整合、互联互通、信息共享、业务协同
智慧卫生	承载基层医疗卫生机构的各种应用：区域公共卫生服务、区域医院管理信息服务、区域检验信息服务、区域影像信息服务等，各基层医疗机构通过网络链路访问获取各种医疗卫生信息服务

资料来源：公司官网、国元证券研究中心

2、创新业务发展良好，商业模式逐渐跑通

公司创新业务分为四朵云——“云医、云药、云险、云康”，四云围绕创新服务平台，形成联动体系。

图 14：公司创新业务形成联动效应



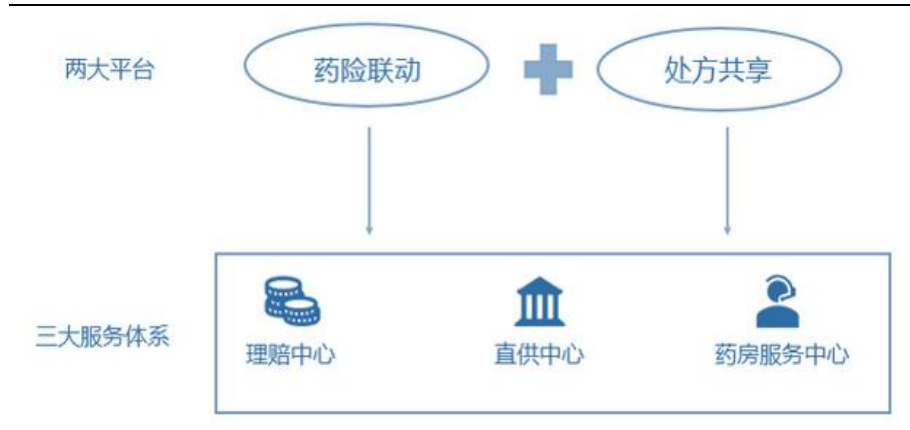
资料来源：公司发布会，国元证券研究中心

云医，是打破医院传统界限的尝试，通过纳里健康平台，对云诊所、云HIS、云影像和院际协同进行布局，整合分级诊疗、家庭医生签约、公共卫生、健康管理等行业资源，尝试连接医院、医生、患者三方，打造互联网+的新业态。今年1月，纳里健康和阿里健康联手打造的全国首个互联网医院平台在浙江省上线，截止到2019年6月，纳里健康平台已入驻医疗机构超2500家，医护人员20多万名，服务患者超2亿次。

云药，致力于打造“处方流转、药险联动、B2B赋能、健康服务”四位一体的药联体，连接医院、药房、保险三方，整合钥世圈云药平台和卫宁医疗健康业务，加以拓展和延申。云药第一阶段，实现保险与全国药房的互联互通：向上对接上游保险

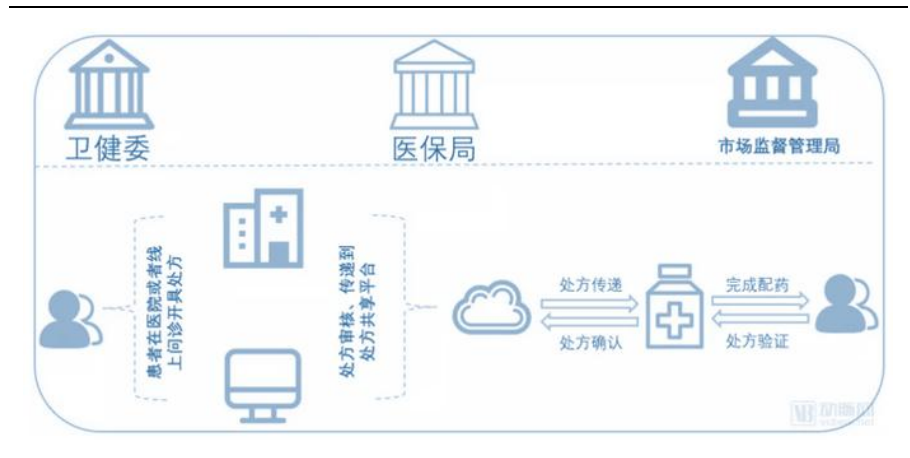
机构及各险种，向下对接各连锁药店和医疗终端。第二阶段，努力实现处方共享：让处方在医疗机构医生、药师、药监、卫健委、人社局等责任方间永久可追溯。目前，云药处于第一和社会药房之间联通，启用区块链技术，保证处方在医疗机构、阶段，截止到 2019 年 6 月合作成员已超 7 万家，合作保险公司超过 50 家，覆盖国内主流保险企业，管理保费超过 35 亿元，依托“药联体”等平台，整体交易额累计超过 4.5 亿。

图 15：公司“云药”战略模式



资料来源：CHIMA2018 大会，国元证券研究中心

图 16：处方共享流转模式



资料来源：动脉网，国元证券研究中心

云险，重在打造基于医院的统一支付平台和保险风控体系，解决自费、商保、医保支付等医疗场景下的常见问题，为客户打造统一多渠道的支付服务、商保快速理赔服务以及企业年金的保险升级服务。云险业务已经在已在上海、贵州、安徽、江苏、重庆、广西、四川、广东、湖北、天津、浙江、湖南、青海、内蒙古、山西、山东、云南、福建、北京、河南等地近 1,000 家医疗机构投放支付设备 12,000 多台，2019 上半年公司新增交易机构百余家，新增交易金额 80 多亿元，交易笔数超过 5,400 多万笔。

云康，致力于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，向

上连接公立医院和民营医院的体检中心，向下连接企业团体用户和个人用户，开展云体检、保健服务、就医导医、慢病管理等服务业务，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”，目前已连接 1500 多家医院及体检中心，年服务 32 万人次。

从收费模式来看，创新子业务商业模式优于传统业务。纵观子公司创新业务收费方式，可以基本分为两种，一种是系统安装费或平台接入费，这种费用一般是一次性收费的；另一种是走流量抽成，或是走金额流量，或是走数据流量，持续性较好。这种一次性+持续性收费的收费模式，利于使创新业务长久发展下去。

表 2：公司创新业务组成

创新业务	负责公司	潜在盈利模式
云医	纳里健康 卫宁互联网	1、互联网医院建设费 2、医生远程问诊费抽成：患者和医生对接，对产生的诊疗费用进行抽成
云药	钥世圈	1、向药房收导流费：将患者导向药房，赚取导流费用； 2、从药厂直购药物赚取差价； 3、向商保公司收取服务费
云险	金仕达卫宁（卫宁科技） 卫宁互联网	1、 医保及商保公司中心端建设费及服务费 2、 未来医保及商保大数据商业化运营收入
云康	上海好医通	体检导流费：为体检中心引导流量，按照付费金额抽成导流费

资料来源：公司公告、公司官网、国元证券研究中心

从经营情况来看，创新业务市场推进速度很快，效果显著。覆盖区域、合作机构、服务人次、交易金额四个维度上每年均有大幅提升，云医、云药、云险的年度营收都在千万级，未来产品在市场全面铺开后可望迎来建设成本下行、营收提升，从而扭亏为盈。

表 3：公司创新业务发展顺利

	2018 年经营情况	2017 年经营情况	2016 年经营情况	2018 年	
				营收	净利
云医	纳里健康共签约医疗合作项目超过 200 个，遍及云南、广西、广东、新疆、湖北、安徽、吉林等地，已接入国内医疗机构超过 2000 家，注册医护人员超过 20 万名，远程医疗超过 200 万人次，服务患者超过 1 亿人次。	“纳里健康”云平台业务覆盖至全国 24 个省、直辖市及自治区，对接医疗机构超过 1,500 家，连接 20 多万名医生和 350 多万名患者，服务患者超 1,000 万人次。	接入浙江、云南、湖北等 10 省直辖市及自治区的 1000 多家医疗机构、医疗联合体和医疗集团，上线医生十几万名。	5517.86 万元	-986.29 万元
云险	已在上海、贵州、安徽、江苏等 20 余个省自治区直辖市的 1000 家医疗机构投放支付设备 12000 多台，交易金额超过 80 亿元，交易笔数超过 5000 万笔	已在上海、贵州、安徽、江苏、重庆、广西、四川、广东、湖北、天津等地 600 多家医疗机构投放支付设备 9,000 多台，交易金额 29 亿元，交易笔数超过 1,800 万笔。	已建设了统一的医院支付平台，对接医院、保险和第三方支付机构，目前公司的扫码支付、刷卡支付等业务已完成几十家医院的服务。上海金仕达卫宁成功引进中国人寿，以单方面对其增资人民币 1.92 亿元，成为卫宁科技重要的战略股东	卫宁互联网 1884.34 万元； 卫宁科技 1232.20 万元	卫宁互联网 5.2 万元； 卫宁科技 -3256.14 万元
云药	“药联体”合作药房逾 70000 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	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 60,000 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，销售增长率超过 100%。	钥世圈已与 30 余家健康险、寿险公司、40,000 多家药房、多家公立医院签订了合作协议，通过各种终端为被保险人提供健康、供药、理赔、直付、就诊、医保通赔等多项服务，累计实现保险控盘保费 4.5 亿元，服务人次超过 30 万	钥世圈 8742.85 万元	钥世圈 -927.18 万元
云康	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	已连接 900 多家医院及体检中心，年体检服务达几十万人次，服务过的企业客户达 5,900 多家	上海好医通布局“互联网+体检”，已连接数百家三级医院体检科，每年可完成数十万体检服务	-	-

资料来源：公司年报、国元证券研究中心

2.2 客户覆盖广泛，技术实力强大

客户覆盖广泛。公司作为医疗信息化全国领军企业，深耕行业多年，销售渠道遍布全国，积累了众多客户资源。智慧医院方面，公司在全国服务的医疗机构超过 6000 家，服务的主体大多为二级医院，主要分布在三四线城市及县级，少数为三级医院，这一部分数量在 400 多家。区域卫生渠道遍布全国 17 个省市自治区，覆盖了近 120 个卫生管理机构。

技术实力领先。2019年6月10日，国家卫生健康委正式发布2018年度EMR分级评价评审结果，卫宁健康负责承建的四家医院达到电子病历五级标准，目前累计通过电子病历五级以上的高级别医院共有84家，公司承建了其中的17家。2018年度国家医疗健康信息互联互通成熟度测评中，卫宁健康承建的6家卫生机构又获四级甲等和五级乙等级别称号。

表 4：公司承建的卫生机构通过等级测评

	卫生机构名称	等级
2018年电子病历应用水平分级评价	上海市浦东新区人民医院	2018版电子病历五级
	上海交通大学附属儿童医院	2018版电子病历五级
	张家港市第一人民医院	2018版电子病历五级
	温州医科大学附属第一医院	2018版电子病历五级
	上海交通大学附属儿童医院	国家医疗健康信息互联互通五级乙等
2018年医疗健康信息互联互通成熟度等级测评	上海中医药大学附属龙华医院	国家医疗健康信息互联互通五级乙等
	盐城市盐都区卫生健康委员会	国家医疗健康信息互联互通四级甲等（区县级）
	内蒙古自治区人民医院	国家医疗健康信息互联互通四级甲等
	上海中医药大学附属第七人民医院	国家医疗健康信息互联互通四级甲等
	浙江省中医院	国家医疗健康信息互联互通四级甲等

资料来源：卫宁新闻、国元证券研究中心

迈向智能化。医疗信息化行业处于快速发展阶段，新技术的应用层出不穷，其中公司认为有必要牢牢抓住AI技术在该行业的应用趋势，为此公司提出“智慧医院2.0”、“区域卫生3.0”、“互联网+2.0”战略。此外，在2019年，公司将重点实施HBT技术（医疗业务技术：内容及服务重构实现生态赋能）在产品和技术研发中的应用，解决服务中的问题并重构服务，规划设计新一代的产品，使之具备智能化、云化、集团化的架构，以此增强技术对公司竞争力的推动。

表 5：公司 2019 年新战略

战略	将开发的内容
智慧医院 2.0	临床应用： EMR 引入模板知识库、强化病历质控管理 移动医生站： 进行升级，增加智能语音医嘱与病历录入 医学影像系统： 常见疾病辅助检测系统、基于深度学习算法的 AI 引擎 此外还要研发 医务管理系统、患者 360 视图、电子用药清单、闭环管理系统
区域卫生 3.0	云 HIS 数据中心管理平台： 基于分布式数据库和大数据计算，完成实时监控和运维管理 区域一体化的绩效考核系统 基层医疗机构的人脸识别服务平台
互联网+2.0	三大技术：大型高并发高可靠架构、区块链技术、AI 和大数据技术 一个中心两个平台： 数据服务中心，互联网应用平台、互联网监管平台

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

2.3 与阿里联手，携手建设互联网+医疗

2018 年，蚂蚁金服通过全资子公司上海云鑫创投入股公司 5.05% 股份，卫宁、蚂蚁金服、云鑫创投三方达成合作框架协议，一方面要结合蚂蚁金服、云鑫创投及其各自关联方在区块链、金融云、信用认证、智能客服等方面的实力，与卫宁健康和卫宁互联网进行资源和能力互补，实现“互联网+医疗健康”生态系统的建设；另一方面，协议各方将基于各自平台和业务的优势，在医疗支付领域和支付宝的应用进行融合，利用支付宝平台和实力开展医疗费用支付的合作。

我们看到，蚂蚁金服通过子公司入股卫宁健康，有望通过阿里系强大的 C 端资源，为公司引导客户流量，这将有效赋能公司创新业务，同时，阿里系强大的技术实力也有望促进公司技术水平升级换代，另一方面，阿里系在医疗健康领域布局久远，与公司业务有诸多契合之处。

阿里健康经过多年的发展，已经形成了医药电商、智慧医疗、产品追溯三个业务板块。从阿里健康的布局来看，与公司创新业务有众多契合之处。

图 17：阿里健康业务示意图



资料来源：阿里健康资料，国元证券研究中心

医药电商业务：打通线下医药连锁企业和上游品牌商、经销商，通过自营大药房和天猫医药馆代运营方式营业。自营大药房的 B2C、B2B 集采分销业务为商家和消费者提供更多增值服务。可对标公司云药。

智慧医疗业务：三大板块，一是互联网医疗业务（可对标公司云医），该业务帮助患者在线找寻医生进行诊疗；二是人工智能业务（可对标公司智能化战略），该业务下设人工智能开放平台、医师训练平台、肺结节智能检测、科研数据平台以及糖尿病智能用药引擎，用人工智能技术赋能平台战略发展；三是健康管理业务，具体开展了个人健康管理中心，以提供专业化个性化健康管理方案，同时开展了智能关爱计划和个人健康管理服务，这部分业务可对标云康。

产品追溯业务：“码上放心”追溯平台可处理千亿级码量大数据，可以为医药行业各方的药品、食品、滋补品进行数据化和透明化管理，具体开发了产品追溯、渠道管理、疫苗冷链追溯、患者管理和医保控费等功能。

3. 医疗信息化机遇来临，时势造英雄

3.1 医疗信息化行业现状

3.1.1 我国的医疗信息化渗透率仍有较大的提升

中外医疗信息化水平差距明显，国内有巨大提升空间。西方发达国家的医疗信息化建设起步很早，最早可以追溯到上世纪 50 年代，经过 60 年的发展，目前发展水平很高，以电子病历 EMR 为例，西欧一些国家电子病历建成比例达到 95% 以上。根据 HIMSS 的数据显示，2018 年美国通过 HIMSS 电子病历评审超过 6 级的医院数量达到 2363 家，同期中国通过 HIMSS 电子病历 6 级仅有 59 家，根据国家卫生健康委医院管理研究所的数据显示 2011-2018 84 家医院通过 5 级以上的电子病历评审，与美国相比中国医院电子病历的水平仍有很大的提升空间。

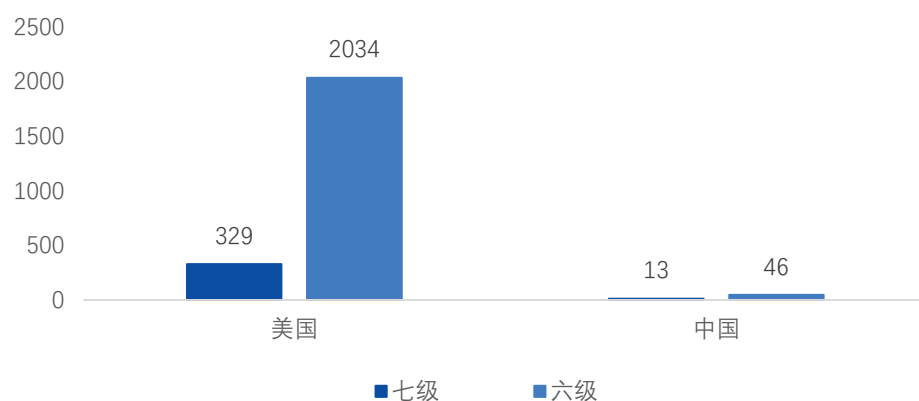
我国医疗信息化发展经历了三个阶段：

第一阶段，上世纪 80 年代到 2003 年“非典”之前，是我国医疗信息化建设的起步阶段。全国以大型医疗机构为牵头主力，建设信息化的工作软件，加大工作流程的电子化水平，当时医疗性细化主要是开发一些应用以及小型管理软件，后面才开始建立小型局域网；

第二阶段，2003 年“非典”事件爆发到 2009 年深化医改之前，是公共卫生积极建设期。这一阶段由国家牵头加大对公共卫生的信息化投入，重点建设了传染病预防控制、卫生应急指挥、妇幼卫生保健等信息系统，硕果累累，这个阶段几乎所有三级医院以及 80% 的二级医院都开展了信息化建设；

第三阶段，2009 年深化医改至今，可以称作医疗信息化的现代化建设阶段。我国组织地方积极建设了区域医疗卫生服务系统，组织大型医院开展建设以 EMR 为基础的医院信息系统、临床信息系统等，信息化水平逐步提升。

图 18：2018 年中美电子病历建设情况比较



资料来源：HIMSS，国元证券研究中心

如今，我国医疗信息化建设如火如荼，不断取得新的进步，但信息化建设程度和欧

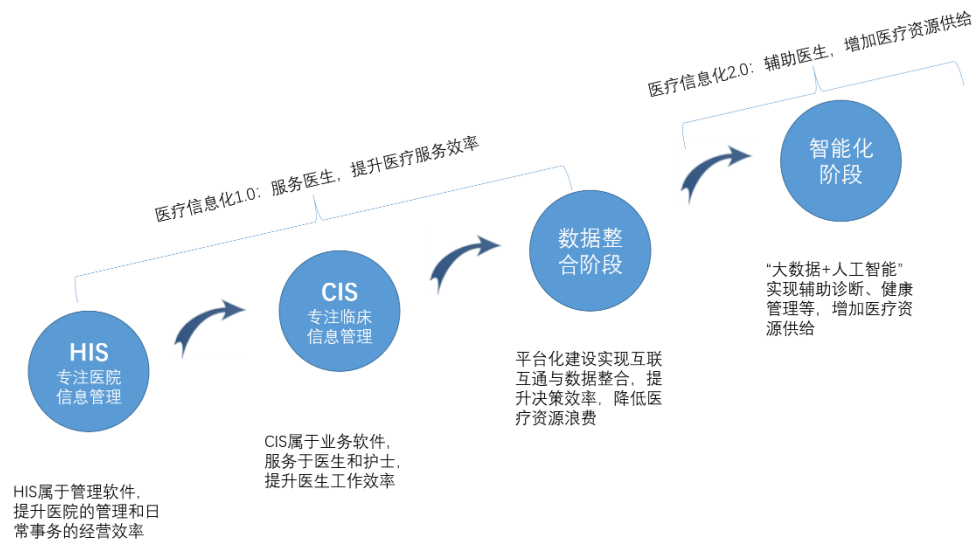
美发达国家仍有较大差距，这既是不足，也是发展的机遇。

国家鼓励政策积极出台。2009 年深化医改以来，国家密集出台了大量医疗信息化相关政策文件，鼓励和指导各地提升卫生信息化建设水平，加大政策扶持力度。政策覆盖区域医疗卫生服务、医院信息管理、临床信息管理、医保信息化、互联网+医疗健康等诸多方面，表明医疗信息化进入了全面建设阶段。

3.1.2 从 HIS 发展到 CIS 和 GMIS，渗透率提升、有望带动行业集中

从发展历程上看，HIS 发展到 CIS 是行业发展的必经途径。总的来看，国内医疗信息化行业经历了三个发展阶段，分别是 HIS 阶段、CIS 阶段、数据整合阶段，目前国内大多数医疗机构正处于 CIS 建设阶段，部分医疗机构进入数据整合阶段，未来医疗信息化行业将对智能化进行尝试。

图 19：医疗信息化发展历程



资料来源：中商产业研究院，国元证券研究中心

HIS 可以视为医疗信息化的第一阶段，组成系统可划分为医院业务系统和事务管理系统两大类，具体实现医院业务管理和事务管理的数据化，包括十余种子系统。HIS 系统是对传统纸质办公阶段的提升，极大减少了信息录入的工作量，提升了工作效率。

CIS 可以视为医疗信息化的第二阶段，该阶段重点建设基于临床的系统需要，侧重治疗过程的细节，这意味着信息技术在医疗过程中得到了真正的应用，技术渗透进治疗过程中。

表 6: HIS 系统和 CIS 系统分类

HIS 系统大类	系统名称	CIS 系统大类	系统名称
医院业务系统	门急诊计价收费系统	临床系统	门急诊医生工作站系统
	门急诊挂号系统		EMR 电子病历系统
	门诊分诊系统		实验室信息系统
	病案管理系统		手术麻醉信息系统
	药库管理系统		住院医生工作站系统
	自助服务系统		住院护士工作站系统
	预约系统		重症监护信息系统
事务管理系统	固定资产管理系统	医技系统	临床决策支持系统
	经济核算系统		数字化影像存储系统
	人事工资管理系统		放射科系统
	医院办公自动化系统		超声系统
	医疗管理与质量监控系统		内窥镜系统
	医疗统计系统		病理科系统
	CRM 客户关系管理		心电图系统
	物资材料管理系统		
	会计账目系统		

资料来源：公司官网、国元证券研究中心

从渗透率上看，HIS 和 CIS 仍具有很大提升空间。HIS 经过近 30 年的建设，建成率和计划建设率已经达到了较高的水平，只剩一些细分领域等待渗透率继续提升。根据 CHIMA《2017-2018 中国医院信息化状况调查报告》，HIS 各子系统建设方面，三级医院约比三级以下医院高 10-20% 渗透率，三级医院建设较好但仍有巨大提升空间。随着三级以下医院升级的意愿加大，更多的低级别医院将踊跃完善信息化系统，从而可提升 HIS 渗透水平。

表 7: 2017-2018 年度中国 HIS 已实施状况不同等级医院比较

	三级医院	三级以下医院
门急诊计价收费系统	61.60%	42.08%
门急诊挂号系统	60.46%	40.27%
药库管理系统	58.56%	38.01%
门急诊药房管理系统	58.17%	37.56%
住院药房管理系统	57.79%	33.48%
住院病人入、出、转管理系统	54.37%	33.94%
门诊分诊系统	50.57%	21.27%
病案管理系统	50.57%	31.67%
手术室排班/计费管理信息系统	49.43%	23.53%
自助服务系统	47.91%	20.36%
医疗统计系统	47.15%	25.34%

护理信息系统	46.01%	26.70%
药品会计系统	45.63%	24.43%
固定资产管理系统	45.25%	22.17%
会计账目系统	44.87%	23.98%
物资材料管理系统	44.11%	23.98%
门诊采血管理系统	43.73%	18.55%
经济核算系统	42.21%	23.08%
门急诊导医系统	41.44%	19.91%
人事工资管理系统	40.30%	17.19%
医院办公自动化系统	39.54%	14.93%
预约系统	39.16%	7.24%
静脉配液管理系统	38.78%	14.48%
制剂管理系统	34.22%	13.57%
门诊输液管理系统	33.84%	19.91%
医学文献管理系统	24.71%	11.76%
医疗管理与质量监控系统	24.71%	8.60%
客户关系管理系统	14.45%	4.52%

资料来源：CHIMA《2017-2018 中国医院信息化状况调查报告》、国元证券研究中心

而在医疗信息化的第二阶段，CIS 建设正如火如荼的进行，渗透率快速提高，市场空白份额较 HIS 更大。同时，和 HIS 相比，CIS 在三级医院和三级以下医院间差距更大，意味着三级以下医院在 CIS 建设上明显较为落后，未来医院升级将带来渗透率提升。

表 8：2017-2018 年度中国 CIS 已实施比例不同等级医院比较

	三级医院	三级以下医院
住院医生工作站	52.85%	33.48%
门急诊医生工作站	51.71%	30.77%
住院护士工作站	50.95%	32.13%
EMR 电子病历系统	49.05%	27.60%
PACS 系统	48.29%	22.17%
RIS 放射科信息系统	47.53%	19.91%
LIS 实验室信息系统	47.15%	25.34%
超声影像信息系统	45.25%	21.27%
内窥镜影像系统	41.83%	18.55%
体检中心管理系统	39.92%	17.65%
医院传染/感染监控系统	39.54%	10.41%
病理科信息系统	38.78%	17.19%
手术麻醉信息系统	37.64%	14.93%
临床路径信息系统	36.12%	12.67%
心电图信息系统	35.74%	12.67%
重症监护信息系统	32.32%	8.14%
输血系统	28.90%	5.43%

移动医疗系统	27.76%	4.52%
远程医疗教育系统	23.95%	10.41%
临床知识库系统/临床决策支持系统	20.15%	8.60%
人力资源 HRP	19.77%	4.07%
信息系统集成平台	17.11%	4.07%
区域卫生信息系统	14.07%	6.33%
临床数据存储库 CDR	13.69%	3.62%
急诊留观系统	12.17%	14.48%

资料来源：CHIMA《2017-2018 中国医院信息化状况调查报告》、国元证券研究中心

CIS 具有更快的更新周期。从更新周期上看，CIS 平均更新周期为 5 年左右，HIS 产品更新周期约为 10 年。产品升级的原因有二：一是技术的发展推动需求的升级，比如图像识别分辨率的提高推动医院升级系统，二是供应商推出新一代产品时，老产品不会升级，仅提供运维服务，由此刺激医院升级换代。CIS 由于具有更短的更新周期，因此市场规模的变化也将具有更明显的周期性。

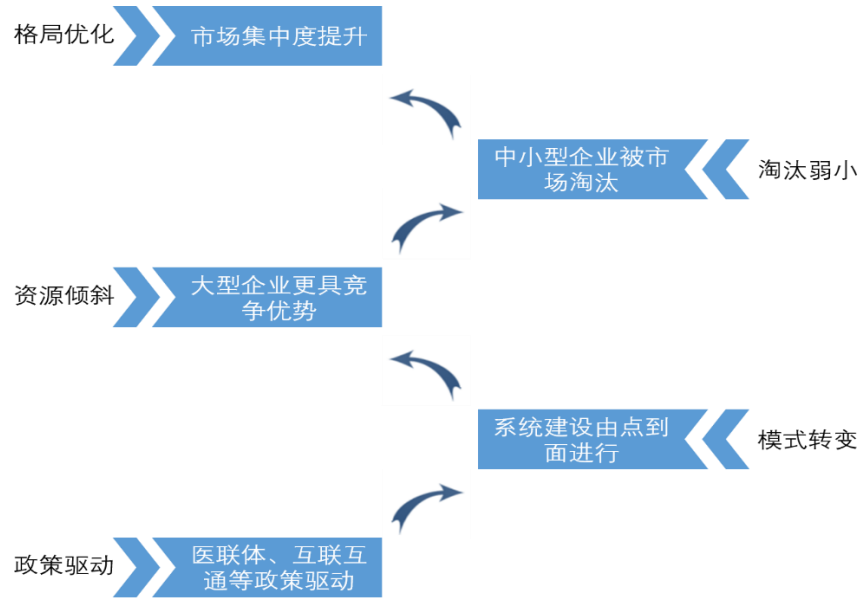
表 9：HIS 和 CIS 系统建设周期

产品类型	医院	医院等级	更换时间	更新周期
HIS 系统	中国医科大附一医院	三甲	1996 年-2006 年-2016 年	10 年
	南昌大学附一医院	三甲	2001 年-2011 年	10 年
	仁济医院	三甲	2009 年-2018 年	9 年
CIS 系统	广安门医院	三甲	PACS 系统：2005 年-2010 年-2016 年	5 年

资料来源：观研天下、中国报告网、国元证券研究中心

系统升级预计带来行业集中趋势，小公司的市场可能会被大公司占据。医疗信息化建设，从 HIS 到 CIS，从 CIS 到医联体、互联互通，建设范围从点到面，对整体性、系统健壮性要求逐渐提高。以往小公司单独承包某个细分系统建设，目前医院则采取区域化统一、总包的形式招标，这要求公司具有驾驭大项目的技术能力。中小公司将会由于技术实力弱、产能不足、产品结构单一而逐渐被市场淘汰，行业将向大型公司倾斜。

图 20：医疗信息化行业格局优化逻辑



资料来源：观研天下，国元证券研究中心

表 10：医疗信息化行业有订单金额逐步增大的趋势

	2015 年	2016 年
过千万大单总金额（亿元）	7.70	12.32
总中标金额（亿元）	32.07	42.00
占比	24.03%	29.34%

资料来源：观研天下、国元证券研究中心

公司明显受益行业集中趋势，公司作为龙头企业前景大好。我们对公司近年来订单进行了汇总统计，2016 年，公司 500 万以上项目个数为 17，到 17 年个数为 38，18 年为 43 个。500 万以上项目占比从 16 年的 9.19% 提升到 19 年上半年的 19.29%。

表 11：公司大订单占比提高

	2016	2017	2018	2019 上半年
500 万以上项目个数	17	38	43	29
500 万以上项目占比	7.14%	17.35%	12.95%	19.08%

资料来源：剑鱼标讯、国元证券研究中心

3.2 监管政策带动医疗 IT 行业进入新一轮高景气周期

3.2.1 传统业务新增量：EMR、DRGs、GMIS 等

增量市场之 EMR：

电子病历是指医院信息系统记录的文字、图像、符号、数据等信息的医疗记录，电子病历是 CIS 系统的核心。

目前政策导向主要是推进电子病历为核心的 CIS 系统建设，2018 年 9 月，卫健委下发的《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》强调，医疗机构要在住院病历、医嘱等系统基础上，将电子病历信息化向临床各诊疗环节拓展，全面提升临床诊疗工作的信息化程度。到 2019 年，所有三级医院要达到分级评价 3 级以上，即实现医院内不同部门间数据交换；到 2020 年，所有三级医院要达到分级评价 4 级以上，即医院内实现全院信息共享，并具备医疗决策支持功能，二级医院要达到分级评价 3 级以上。

表 12：电子病历相关政策

年份	政策	部门	内容
2010	《卫生部关于电子病历试点工作的通知》	卫生部	在“十二五”卫生信息化统一规划框架内，通过电子病历应用试点，在医院建立和完善以电子病历为核心的医院信息系统，与居民电子健康档案有效衔接
2011	《2011 年公立医院改革试点工作安排》	国务院	逐步完善与区域卫生信息系统衔接、以电子病历建设和医院管理为重点的医院信息化网络
2012	《关于“十二五”期间推进临床路径管理工作的指导意见》	卫生部	进一步加强以电子病历为核心的医院信息化建设工作，探索临床路径管理与医院现有信息系统相衔接
2017	《电子病历应用管理规范（试行）》	卫健委	第六章 31 条内容详细规范了电子病历应用场景
2018	《关于印发进一步改善医疗服务行动计划（2018-2020 年）》	卫健委	以医联体为载体，完善信息系统建设工作，完整记录健康信息，实现医联体内电子健康档案和电子病历信息共享，医疗机构间以单病种一体化临床路径为基础，明确分工协作任务，为患者提供健康教育、疾病预防、诊断、治疗、康复、护理等连续医疗服务。
2018	《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》	卫健委	医疗机构要在住院病历、医嘱等系统基础上，将电子病历信息化向临床各诊疗环节拓展，全面提升临床诊疗工作的信息化程度。到 2020 年，三级医院要实现电子病历信息化诊疗服务环节全覆盖。

资料来源：公开资料整理、国元证券研究中心

价格：根据剑鱼标讯数据，我们抓取了一些电子病历建设的相关订单，经过统计，EMR 在三级以下医院中标价约为 150 万元，在三级医院中标价约为 500 万元。

渗透率：根据 CHIMA 《2017-2018 年度中国医院信息化状况调查报告》，我国三级医院 EMR 建成比例为 49.05%，三级以下医院 EMR 建成比例为 27.60%。

医院数量：根据国家卫健委 2019 年 2 月份公布的最新数据，我国目前有医院 33125 家，其中，三级医院 2582 家，二级医院 9061 家，一级医院 10850 家。

根据以上数据，我们对 EMR 在医院中的市场规模进行测算，二级医院 EMR 的建成比例参考三级以下医院 EMR 建成比例，EMR 尚有潜在市场规模 171.06 亿元。

表 13: EMR 市场规模测算

	三级	二级
单价 (万元)	500	150
建成比例	49.05%	27.60%
医院数量	2852	9061
已建成规模 (亿元)	69.95	37.51
潜在规模 (亿元)	72.65	98.40
合计潜在规模 (亿元)	171.06	

资料来源: 剑鱼标讯、CHIMA《2017-2018 中国医院信息化状况调查报告》、卫健委、国元证券研究中心

增量市场之 DRGs:

DRGs (Diagnosis-Related Groups, DRGs) 产生于上世纪 80 年代的美国, 当时社会的医疗需求快速扩张, 医疗费用给美国政府带来了沉重的财务负担, 为解决控费的问题, DRGs 应运而生。DRGs 可以认为是国际上比较公认的合理的医疗费用支付方式, 通过对患者年龄、疾病症状、治疗手段、医疗费用进行比较, 将相似病人归为一类给予定额付费, 实践证明 DRGs 确实能带来良好的控费效果。

2018 年, 中国成立国家医保局, 正式推动 DRGs 的实施。年底医保局发布《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》, 决定开展 DRGs 国家试点申报工作, 推进中国式 DRGs 建设。

表 14: DRGs 相关政府文件

年份	部门	政策	内容
2017	人社部、财政部、卫计委	《关于加强基本医疗保险基金预算管理发挥医疗保险基金控费作用的意见》	提出全面实施以总额预算为基础, 门诊按人头付费, 住院按病种、按疾病诊断相关分组 (DRGs)、按床日付费等多种方式相结合, 适应不同人群、不同疾病及医疗服务特点的复合支付方式, 逐步减少按项目付费。
2017	国务院	《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》	推行以按病种付费为主的多元复合支付方式; 选择部分地区开展按 DRGs 试点
2017	国务院	《关于进一步完善基本医疗保险支付方式改革的指导意见》	提出开展按疾病诊断相关分组 (DRGs) 试点。到 2020 年, 医保支付方式改革覆盖所有医疗机构及医疗服务, 全国范围内普遍实施适应不同疾病、不同服务特点的多元复合式医保支付方式, 按项目付费占比明显下降。
2018	国家医保局	《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》	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, 决定组织开展 DRGs 国家试点申报工作

资料来源: 政府公告、国元证券研究中心

DRGs 系统价格: 经在投标网站查询, DRGs 整套系统中标价格平均在 90 万元左右

右。

表 15: DRGs 系统中标价格

采购人	项目	中标金额 (元)
福建医科大学附属第一医院	福建医科大学附属第一医院 DRGs 应用采购	934500
济宁市第一人民医院	济宁市第一人民医院基于 DRGs 医院医疗质量管理评价系统采购项目	900000
永康市第一人民医院	永康市第一人民医院 DRGs 及相关费用等项目	980000
宜昌市中心人民医院	宜昌市中心人民医院 DRGs 系统建设服务项目	750000

资料来源：剑鱼标讯、国元证券研究中心

各地区建设进度：从 17-18 年开始，各省开始逐步推行 DRGs 试点建设工作，17-18 年可以视为 DRGs 试点推广的元年。按照推广速度预计，目前仍处于系统建设高峰期，市场整体规模较大。

表 16: 各省区 DRGs 建设进度情况

时间	地区	建设进度
2017 年	北京	DRGs 组数：2017 年：796 组
2018 年 4 月 10 日	上海	探索开展 DRGs 在医疗服务绩效评价中的作用
2017 年 7 月 17 日	天津	积极开展疾病诊断相关分组付费试点
2018 年 3 月 28 日	重庆	探索开展按疾病诊断相关分组付费试点
2018 年 2 月 27 日	河北	启动疾病诊断相关分组评价工作
2017 年 10 月 13 日	山西	正式启动 DRGs 收付费制度改革
2018 年 6 月 1 日	辽宁	从沈阳开始探索开展 DRGs 试点
2018 年 6 月 4 日	吉林	扩大按疾病诊断相关分组 DRGs 收付费试点
2017 年 7 月 14 日	黑龙江	鼓励有条件的地方开展按疾病诊断相关分组付费试点
2018 年 3 月 28 日	江苏	开展 DRGs 付费方式试点
2018 年 2 月 7 日	浙江	在二级以上医院及规模民营医院开展 DRGs 应用

资料来源：海外医管交流、国元证券研究中心

DRGs 潜在建设市场空间测算：DRGs 目前建设主要以二三级医院以及地市级政府为主从招标网站的订单数据显示，三级医院 DRGs 平均预算金额为 120 万元，二级医院的平均预算金额为 20 万元，地市级平台平均预算金额为 190 万元，总体市场空间测算 55 亿。（目前处于建设初期，项目数据较少仅供参考）

表 17: DRGs 市场空间预测

	数量	平均价格 (万元)	市场空间 (亿元)
地级市	334	190	6
三级医院	2582	120	31
二级医院	9061	20	18
市场空间 (亿元)			55

资料来源: 剑鱼标讯、卫健委、国元证券研究中心

增量市场之 GMIS:

GMIS (Globe Medical Information Service), 区域医疗卫生服务, 关键是对区域内各机构的数据进行整合, 连接各信息化系统。区域医疗服务的主要功能在于, 分别建立面向医疗机构和面向居民的门户, 通过统一的服务接口, 提供不同的医院信息服务, 实现个人与医院的信息交流。个人可以网上挂号、服务预约、报告查询等, 医生可以查询病人在其他医院的就医情况、医学影像等, 帮助区域内实现二三级医疗机构与社区医疗机构的双向转诊。

GMIS 建立在医院 HIS、CIS 较为成熟的前提下, GMIS 在此基础上能够打通区域内医院与医院、医院与各级卫生行政管理机关、医疗保险等机构间的信息通道, 消除信息孤岛现象, 以提升资源利用水平。

区域医疗卫生服务平台往往有地方医疗部门主导建设。2019 年 5 月 15 日, 国家卫健委联合国家中医药管理局下发《关于推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的通知》, 提出通过紧密型医共体建设, 进一步完善县域医疗卫生服务体系, 提高县域医疗卫生资源配置和使用效率, 推动构建分级诊疗、合理诊治和有序就医新秩序。通知强调了 2020 年前的区域医疗卫生服务建设目标: 到 2020 年底, 在 500 个县(含县级市、市辖区)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。首批遴选一批试点县进行试点建设。

《通知》附带的指导方案给出了明确建设方向: 1、整合县乡医疗卫生资源, **每个县组建 1-3 个**以县级医疗机构为龙头, 其他若干家县级医疗机构及乡镇卫生院、社区卫生服务中心为成员单位的紧密型医共体; 2、**加强信息化建设**, 推进医共体内县级医疗机构和基层医疗卫生机构信息系统融合, 发展远程医疗服务, 以县级医疗机构为纽带, 向下辐射有条件的乡镇卫生院和村卫生室, 向上与城市三级医院远程医疗系统对接。

GMIS 试点工作正式推进, 未来市场空间值得期待, 我们同样采集了区域医疗卫生服务相关系统的建设成本, 供参考。

表 18：区域医疗卫生服务平台中标金额

项目名称	采购人	金额 (万元)
永春县医院区域医疗卫生信息平台服务类采购项目	永春县医院	547
高栏港经济区区域医疗卫生信息系统建设项目	高栏港经济区管理委员会社会保障和公共事业局	2519
西藏那曲地区区域医疗卫生平台建设项目	西藏那曲市卫生和计划生育委员会	1655
汕头市区域医疗卫生信息平台（一期）招标项目	汕头市卫生健康局	1009

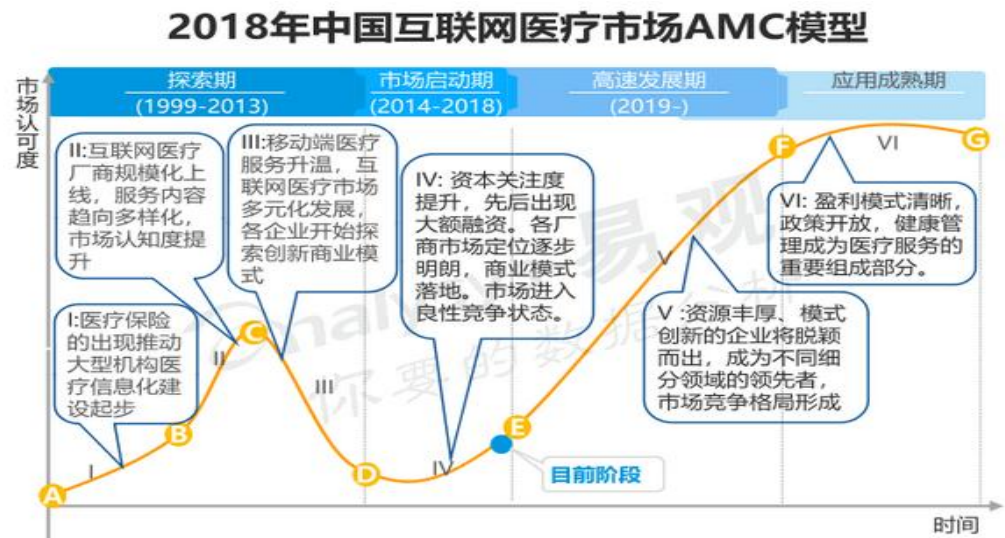
资料来源：剑鱼标讯、国元证券研究中心

3.3 创新业务新空间：互联网医院等的新商业模式逐渐跑通

3.3.1 互联网医疗逐渐进入应用成熟阶段

互联网医疗是以互联网为载体将信息技术与传统医疗相结合提供医疗健康服务，利用网络低成本、广触及的优化互联网医疗在优化医疗资源配置、拓展医疗服务范围上起到非常重要的作用。自 2014 年互联网医疗进入启动期以来，经过 5 年的发展，互联网医疗逐渐探索出一批成熟的商业模式，2019 年开始数字化医院、医药电商、问诊挂号 APP 等细分领域进入高速发展阶段，互联网医疗逐渐进入成熟期，商业模式逐渐跑通，未来资源整合、构建全链条服务能力将是未来各家厂商竞争的重点。

图 21：2018 年中国互联网医疗市场 AMC 模型



资料来源：易观咨询，国元证券研究中心

3.3.2 “互联网+医疗健康”相关业务迎来政策大力支持

从 2018 年 4 月国务院出台《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》以来，“互联网+医疗健康”获得了政策支持。2018 年 7 月，卫健委和国家中医药管理局针对

互联网医院、远程医疗、互联网诊疗，分别推出了三个管理办法，具体措施涵盖就医诊疗、医疗结算、患者用药、家庭医生、远程诊疗等细分场景。

随着互联网医疗政策文件越来越多的推出，“互联网+医疗健康”行业的成长束缚将逐渐得到放开，市场空间有望进一步扩大。

表 19：“互联网+医疗健康”相关政策汇总

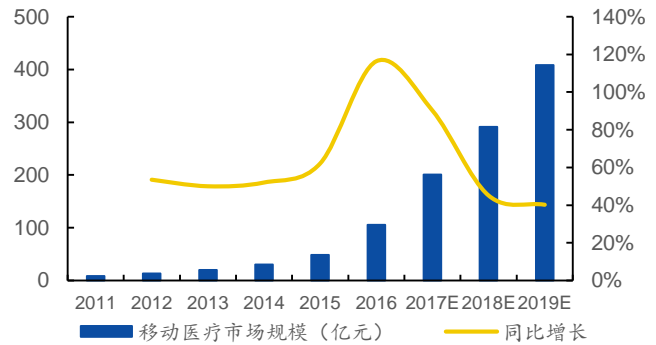
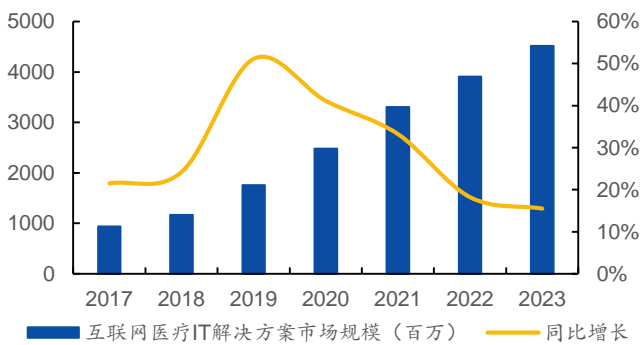
发布时间	文件	内容
2018/4/28	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	鼓励互联网+医疗、公共卫生、家庭医生、药品供应、医疗保障等行业开展
2018/7/13	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》	推进就医诊疗、结算服务、患者用药、公共卫生、家庭医生、远程医疗等行业的信息化建设
2018/7/17	《互联网医院管理办法（试行）》	推动互联网医院持续健康发展，规范互联网医院管理，提高医疗服务效率，保证医疗质量和医疗安全
2018/7/17	《远程医疗服务管理规范（试行）》	进一步推动远程医疗服务持续健康发展，优化医疗资源配置，促进优质医疗资源下沉，推进区域医疗资源整合共享，提高医疗服务能力和水平
2018/7/17	《互联网诊疗管理办法（试行）》	进一步规范互联网诊疗行为，发挥远程医疗服务积极作用，提高医疗服务效率，保证医疗质量和医疗安全
2018/10/26	《关于印发公立医院开展网络支付服务指导意见的通知》	有条件的地方可以探索区域共享网络支付平台建设。通过提供更加便捷的支付结算服务，优化就诊流程，提高工作效率，提升服务质量
2019/6/4	《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》	制定互联网诊疗收费和医保支付的政策文件。（国家医保局负责，2019 年 9 月底前完成）组织开展“互联网+医疗健康”省级示范区建设，支持先行先试、积累经验。继续推进全民健康信息国家平台和省统筹区域平台建设。改造提升远程医疗网络。

资料来源：国元证券研究中心

根据 IDC 的数据显示我国互联网医疗 IT 解决方案市场空间达到 11.8 亿元，预计到 2023 年互联网医疗 IT 解决方案市场将达到 45.1 亿元，5 年 CAGR 31.1%。根据易观咨询的数据显示 2016 年移动医疗市场规模达到 105.6 亿元，同比增值 116.4%，预计到 2019 年移动医疗市场将会达到 408.6 亿元，3 年 CAGR 56.99%。

图 22：中国互联网医疗 IT 解决方案市场规模（百万元）

图 23：2011-2019 中国移动医疗市场规模（亿元）



资料来源：IDC，国元证券研究中心

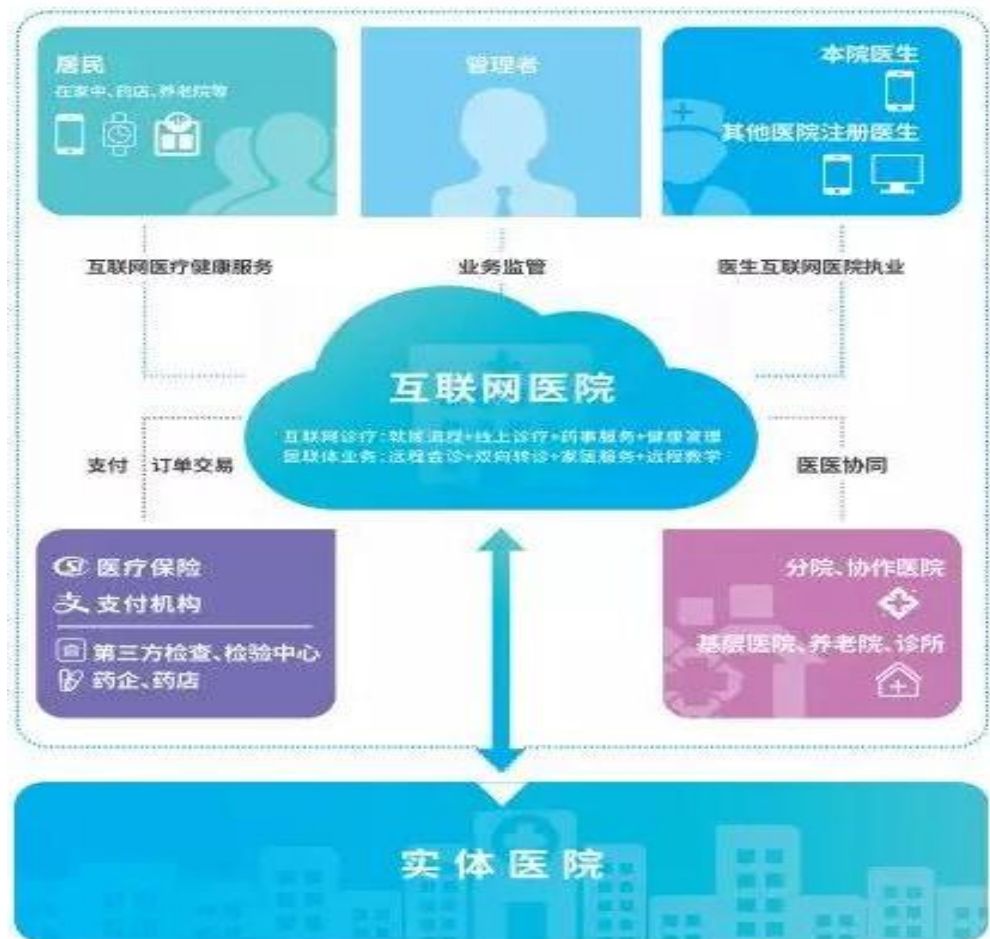
资料来源：易观，国元证券研究中心

3.3.3 浙江标杆项目投入运营，互联网医院有望加速推广

2018年11月浙江大学附属邵逸夫医院与纳里健康共同建设的邵医健康云平台3.0正式上线，邵逸夫自2014年开始联合纳里健康打造互联网医疗云平台，从1.0的解决院内流程到2.0实现院际互联网协作，到了3.0阶段已经实现线上导诊、问诊、挂号、查单、缴费、远程医疗、慢病随访、处方外送、健康管理等基于用户全流程移动化智慧医疗无缝衔接，信息互通分享以及院际间高校协同的分级诊疗。

传统医疗信息化公司主要以项目制的形式获取医院订单的产生收入，互联网医疗的模式下公司与医院联合打造互联网医院，通过线上诊疗分成与导流获取收入，商业模式由软件实施向运营分成转变，2019年6月国务院深化医药卫生体制改革领导小组简报（第59期），专门刊发了《浙江省邵逸夫医院探索“互联网+医疗服务”新模式提升医疗服务和医院管理水平》经验做法，并向全国转发推广。未来公司互联网医院有望凭借邵医健康云平台的示范效应逐渐向其它医院拓展。

图 24：公司互联网医院生态圈

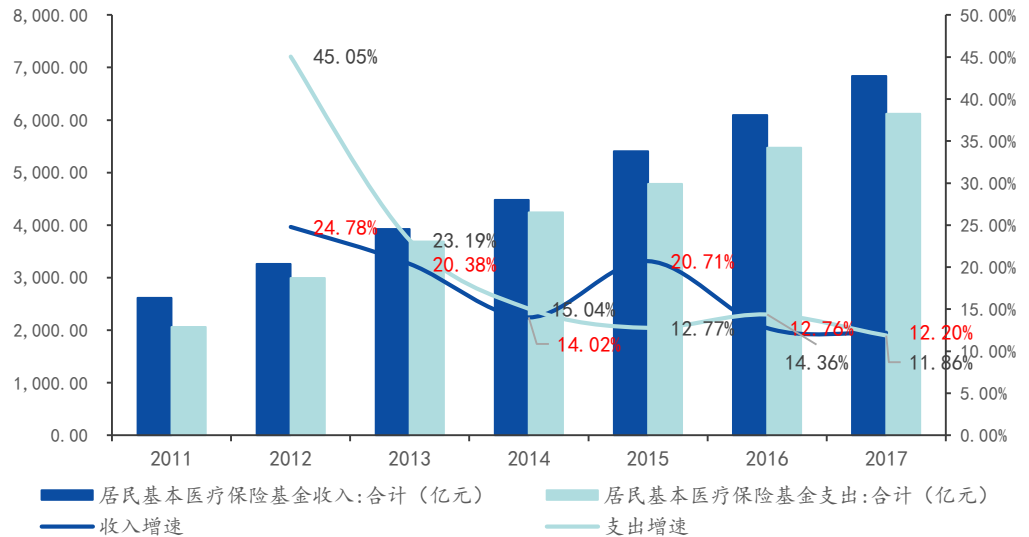


资料来源：卫宁健康公众号，国元证券研究中心

3.3.4 人口老龄化医保支出承压，商保兴起大势所趋

医保控费的压力使商保兴起，商保渗透率上升。我国医保基金支出面临严峻的形式。根据 Wind 数据，2017 年我国居民基本医疗保险基金收入 6838 亿元，支出 6121 亿元，分别同比增长 12.20%、11.86%。随着人口老龄化加剧和劳动力红利减少，未来医疗保险基金将持续承压。

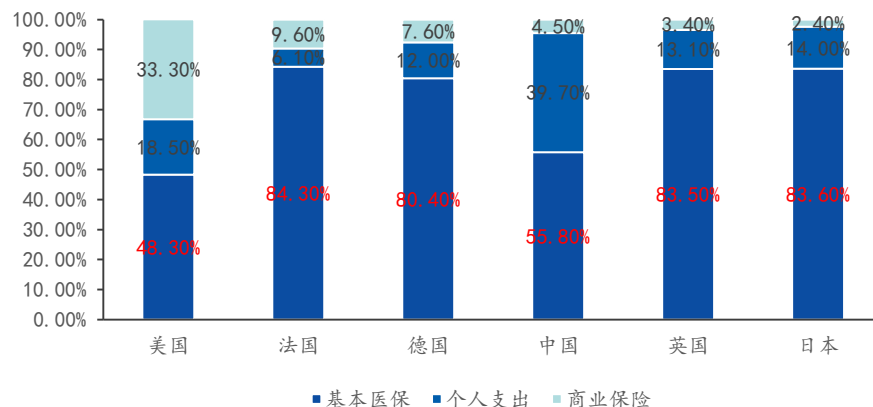
图 25：居民基本医疗保险基金收入支出情况



资料来源：卫宁官网，国元证券研究中心

在此环境下，商业健康保险越来越受到重视。商业健康保险被视为缓解基本医疗保险的一大法宝。近年来，我国个人医疗费用支出结构和发达国家相比仍处于不太合理的状态，表现为：基本医保偿付额度不足、个人支出金额高、商业保险资源待开发三个特点。

图 26：2015 年主要国家个人医疗支出结构

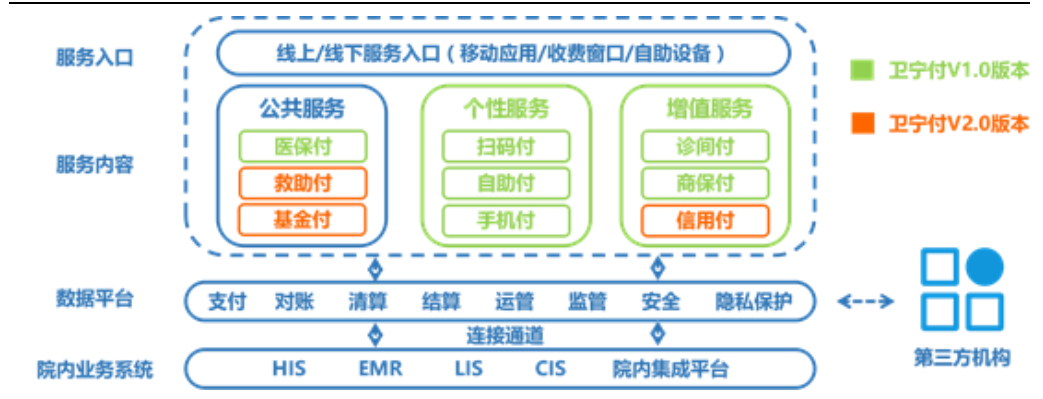


资料来源：智研咨询，国元证券研究中心

这些情况给了互联网医疗保险平台良好的成长环境。互联网保险平台架起患者、保

险公司、医院三方沟通的桥梁，方便快捷的处理理赔业务，提升服务质量，降低保险公司和医院的运营成本。卫宁云险业务打造医院的统一支付平台和保险风控体系，解决自费、商保、医保支付等场景问题，公司将继续完善医疗+保险服务链路，打通商保直付通路让保险覆盖更多的诊疗业务。2018年，卫宁互联网实现营业收入1884.34万元，同比增620.09%，卫宁科技实现营业收入1232.20万元，同比增39.57%，未来公司云险业务将显著受益。

图 27：卫宁付商业流程示意



资料来源：卫宁健康，国元证券研究中心

4.新一轮股权激励落地彰显长期增长信心

2019年8月2日，公司发布2019年股票期权与限制性股票激励计划（草案），拟向858名激励对象（公司（含控股子公司）董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员）授予权益总计3258.36万份，实际授予，约占公司公告日股本总额2.01%，，股权激励来源为公司向激励对象定向发行公司A股普通股，其中拟向激励对象授予1590.55万份期权，行权价格14.02元/股，约占公司公告日股本总额的0.98%；拟向激励对象授予1667.81万股限制性股票，限制性股票授予价格7.01元/股，约占公司公告日股本总额的1.03%。

此次股权激励的考核目标主要分为两个方面，一个是公司业绩层面，以2018年净利润（扣非后净利润且不考虑股权激励产生的股份支付费用）为基数，2019与2020年净利润增速不低于25%与55%。另一个是个人绩效考核层面，公司将绩效评价结果分为A、B、C、D、E五个层级，C及C以上100%解锁，D与E分别解锁70%以及0%。

表 20：公司股权激励详细情况

		激励规模（实际）	占股本规模	激励对象			
股权激励计划	股票期权激励	1553.75 万份	0.96%	董秘靳茂与副总裁孙嘉明获授 100 万份，其余中层管理与核心骨干获授 1353.75 万份。			
	限制性股票激励	1653.15 万股	1.02%	总裁王涛与王利各获授 60 与 50 万股，其余 541 名中层管理与核心骨干获授 1543.15 万股。			
	合计	3206.90 万份	1.98%	834 人包含公司董事、高级管理人员、核心骨干等。			
		第一个行权期（授予日完成后 12-24 个月）		第二个行权期（授予日完成后 12-24 个月）			
解锁条件	公司业绩层面	以 2018 年净利润为基数，公司 2019 年净利润增长率不低于 25%。		以 2018 年净利润为基数，公司 2019 年净利润增长率不低于 55%。			
	个人绩效考核层面	等级	A	B	C	D	E
		分数段	95 分以上	80-94.9 分	65-79.9 分	50-64.9 分	50 分以下
		行权比例	100%		70%		0%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2019年9月16日股权激励正式授予完成，实际授予股权激励此次拟股权激励授予面较广、股权激励规模较大，激励力度较大，虽然股权激励摊销一定程度上会对未来净利润产生一定影响，但是影响相对有限，综合来看股权激励有助于激发员工活力，助力公司业绩实现高增长。

表 21：股权激励摊销情况

指标	数量(万份)	摊销总费用 (万元)	2019E (万元)	2020E (万元)	2021E (万元)
股票期权	1553.75	4832.16	1008.81	2870.38	952.97
限制性股票	1653.15	14332.81	3105.44	8679.31	2548.06
合计	3206.90	19164.97	4114.26	11549.69	3501.02

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

5. 盈利预测

基本假设：

受到政策刺激的因素未来电子病历、区域医疗、医保信息化、互联网医疗将持续保持高景气，预计未来三年公司软件销售以及技术服务未来三年复合增速将分别达到30%与50%，

由于硬件业务毛利率低占用现金流大预计短期内公司仍将持续压缩硬件销售业务的规模。

随着业务体量不断扩大，预计未来公司毛利率将小幅下滑。

表 21：公司业务分拆预测

项目	指标	2019E	2020E	2021E
软件销售	收入（百万）	1080.19	1404.25	1755.31
	收入增速	35%	30%	25%
	毛利率	58%	56%	55%
硬件销售	收入（百万）	288.77	274.33	301.77
	收入增速	-5%	-5%	10%
	毛利率	14%	14%	14%
技术服务	收入（百万）	530.39	795.59	1074.04
	收入增速	65%	50%	35%
	毛利率	68%	68%	68%
其它	收入（百万）	18.49	25.89	36.25
	收入增速	40%	40%	40%
	毛利率	10%	10%	10%
合计	收入（百万）	1917.85	2500.06	3167.37
	收入增速	33%	30%	27%
	毛利率	53.68%	54.73%	54.99%

资料来源：国元证券研究中心

公司是目前 A 股医疗信息化行业龙头，A 股创业慧康、东华软件、万达信息、思创医惠、和仁科技等公司也从事类似业务，预计 2019-2021 年，公司归属母公司股东净利润分别为：3.83、4.70 和 7.25 亿元，对应基本每股收益分别为：0.24、0.29 和 0.45 元，对应 PE 估值分别为 66、54 和 35 倍。股权激励费用并不影响公司经营，根据我们的测算将股权激励加回后未来公司三年归母净利润 CAGR 36%，19 年对应归母净利润 4.25 亿，考虑到公司在医疗信息化行业的龙头地位，以及互联网+医疗行业在政策刺激下有望迎来快速发展，给予公司 70X，对应目标价 18.31 元，维持“增持”的投资评级。

表 22：可比公司比较估值（PE）

证券代码	公司简称	2018	2019E	2020E	2021E
300253	卫宁健康	67	61	45	34
300451	创业慧康	44	43	34	26
002065	东华软件	27	26	23	18
300168	万达信息	57	37	32	24
300550	和仁科技	107	55	36	24

资料来源：Wind 一致预期、国元证券研究中心

6.风险提示

政策落地不及预期、创新业务推进不及预期、大单占比提升导致项目交付不及预期

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1710	2067	2595	3123	3918
现金	482	515	582	511	592
应收账款	955	1184	1598	2090	2674
其他应收款	124	142	151	173	199
预付账款	22	36	61	100	151
存货	100	158	190	233	283
其他流动资产	26	32	14	16	19
非流动资产	2002	2170	2265	2390	2523
长期投资	544	541	541	541	541
固定资产	371	435	403	370	337
无形资产	95	117	140	171	207
其他非流动资产	991	1077	1181	1308	1437
资产总计	3712	4237	4860	5514	6441
流动负债	956	882	1052	1228	1420
短期借款	190	151	164	165	161
应付账款	207	197	231	260	299
其他流动负债	560	534	657	804	960
非流动负债	97	81	83	85	87
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	97	81	83	85	87
负债合计	1053	963	1136	1314	1507
少数股东权益	63	140	145	150	158
股本	1608	1622	1622	1622	1622
资本公积	380	535	535	535	535
留存收益	793	1073	1423	1893	2618
归属母公司股东权益	2596	3134	3580	4050	4775
负债和股东权益	3712	4237	4860	5514	6441

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	80	124	156	134	307
净利润	230	307	387	475	733
折旧摊销	27	30	52	54	58
财务费用	4	8	13	26	41
投资损失	19	8	20	20	10
营运资金变动	-259	-279	-367	-519	-620
其他经营现金流	59	51	51	78	84
投资活动现金流	-249	-250	-152	-180	-182
资本支出	162	167	1	1	1
长期投资	61	21	-22	0	0
其他投资现金流	-26	-62	-174	-180	-181
筹资活动现金流	52	157	64	-26	-44
短期借款	-50	-39	13	1	-3
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	783	14	0	0	0
资本公积增加	-515	155	0	0	0
其他筹资现金流	-165	26	51	-26	-41
现金净增加额	-117	30	68	-71	81

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1204	1439	1918	2500	3167
营业成本	575	691	888	1132	1426
营业税金及附加	16	16	24	30	38
营业费用	156	201	254	316	376
管理费用	116	118	173	262	196
研发费用	110	147	197	261	344
财务费用	4	8	13	26	41
资产减值损失	48	60	80	105	132
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-19	-8	-20	-20	-10
营业利润	257	310	421	519	806
营业外收入	2	0	10	10	10
营业外支出	3	1	1	1	1
利润总额	256	310	430	528	815
所得税	26	3	43	53	81
净利润	230	307	387	475	733
少数股东损益	1	4	4	5	8
归属母公司净利润	229	303	383	470	725
EBITDA	288	348	486	599	905
EPS (元)	0.14	0.19	0.24	0.29	0.45

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	26.1	19.5	33.3	30.4	26.7
营业利润 (%)	-50.3	20.5	35.7	23.3	55.2
归属母公司净利润 (%)	-55.8	32.4	26.2	22.9	54.3
获利能力					
毛利率 (%)	52.3	52.0	53.7	54.7	55.0
净利率 (%)	19.0	21.1	20.0	18.8	22.9
ROE (%)	8.8	9.7	10.7	11.6	15.2
ROIC (%)	14.2	15.0	15.6	16.2	20.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.4	22.7	23.4	23.8	23.4
净负债比率 (%)	23.28	17.59	16.21	14.05	12.02
流动比率	1.79	2.34	2.47	2.54	2.76
速动比率	1.68	2.16	2.29	2.35	2.56
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.36	0.42	0.48	0.53
应收账款周转率	1	1	1	1	1
应付账款周转率	3.09	3.42	4.15	4.61	5.09
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.14	0.19	0.24	0.29	0.45
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.05	0.08	0.10	0.08	0.19
每股净资产 (最新摊薄)	1.60	1.93	2.21	2.50	2.94
估值比率					
P/E	111.03	83.85	66.45	54.09	35.06
P/B	9.80	8.11	7.10	6.28	5.33
EV/EBITDA	85	70	50	41	27

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188