

## 卫宁健康

300253

审慎增持 (维持)

传统业务加速在即，创新业务步入收获期

2020年02月24日

## 市场数据

市场数据日期	2020-02-23
收盘价(元)	23.41
总股本(百万股)	1641.10
流通股本(百万股)	1319.64
总市值(百万元)	38418.24
流通市值(百万元)	30892.88
净资产(百万元)	3523.08
总资产(百万元)	4657.52
每股净资产	2.15

## 主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1439	1880	2480	3228
同比增长	19.5%	30.7%	31.9%	30.2%
净利润(百万元)	303	410	548	771
同比增长	32.4%	35.1%	33.7%	40.8%
毛利率	52.0%	54.0%	55.4%	56.5%
净利率	21.1%	21.8%	22.1%	23.9%
净资产收益率(%)	9.7%	11.4%	13.2%	15.7%
每股收益(元)	0.19	0.25	0.34	0.48
每股经营现金流(元)	0.08	0.08	0.10	0.16

## 投资要点

- **行业景气持续上行，龙头公司率先受益。**我们判断此轮医疗信息化行业景气度上行的周期还远未结束。一方面，医保局 2018 年成立以来的诸多政策对需求的促进作用仍在持续。以电子病历升级改造为代表的新一轮信息化建设方兴未艾。另一方面，近期国家卫健委等政府部门再次强调了信息化的重要性。预计公共卫生信息化平台、远程诊疗等细分领域的建设步伐会进一步加快。卫宁健康深耕行业多年，产品线全面，客户资源深厚，技术研发超前，已经成为行业龙头之一，有望充分享受此轮行业红利。
- **超前布局“4+1”创新业务，勇于探索新的商业模式。**自 2015 年正式提出“4 朵云（云医、云药、云康、云险）+1 个创新服务平台”战略以来，公司积极依靠自身力量和引入外部合作方（阿里、中国人寿、国药集团等），采用互联网、云计算、人工智能等技术开拓新业务。2018 年，公司创新板块合计营收约 1.74 亿，同比增速高达 121%。除了传统的接口费、项目制盈利方式以外，创新板块已经确立了按支付或处方流量、技术服务能级、资源导入能力收费的商业模式。
- **互联网医疗行业政策拐点来临，公司创新业务有望进入收获期。**近期浙江、四川、上海等地逐步开通医保线上支付的功能，这意味着互联网医疗的政策拐点已经到来。医保线上支付互联网诊疗项目是病人广泛接受互联网医疗的重要前提之一。卫宁的创新业务在互联网医疗领域已经布局多年，有望在互联网医疗行业大潮中大展拳脚。我们预计公司创新业务将进入收获期，营业收入预计将持续快速增长。
- **盈利预测和投资建议：**预计公司 2019 年~2021 年 EPS 分别为 0.25 元、0.34 元、0.48 元，给予“审慎增持”评级。

**风险提示：医疗信息化订单落地节奏低于预期、互联网医疗行业竞争加剧等**

## 相关报告

分析师：

蒋佳霖

jiangjialin@xyzq.com.cn

S0190515050002

徐聪

xucong@xyzq.com.cn

S0190516060001

## 报告正文

## 1、“传统+创新”双轮驱动，医疗信息化龙头公司再出发

### 1.1、医疗信息化龙头，“传统+创新”双轮驱动

**老牌医疗信息化厂商，2015年起布局创新业务。**卫宁健康(全称卫宁健康科技集团股份有限公司)成立于1994年，是国内医疗信息化龙头上市公司，一直专注于提供医疗健康卫生信息化解决方案。自2015年起，公司逐步布局“互联网+”模式下的医疗健康云服务等创新业务，实施双轮驱动模型，即传统的医疗卫生信息化业务和创新的“互联网+健康”服务业务。传统医疗卫生信息化业务是卫宁健康一直以来的核心优势和发展根基，创新的“互联网+健康”业务则在公司“4+1”发展战略(“云医”、“云康”、“云险”、“云药”和创新服务平台)的推动下，与传统业务紧密衔接，共同发展。

**深耕行业多年，客户优势和技术优势突出。**截至2018年底，公司已累计为全国6000多家医疗机构提供过产品和服务，其中包括400多家三级医院。这意味着公司在国内医疗信息化市场已经占有相当大的份额。在国际数据公司IDC2017年发布的医疗科技公司排名中，卫宁健康跻身全球前50，位列33名，是中国甚至亚洲地区唯一一家上榜的医疗科技企业。

### 1.2、整体财务表现稳健，创新业务收入增速更快

**财务表现稳健，近年来公司营业收入稳步增长。**近年来公司营业收入以20%-30%的速度稳步增长，营收金额不断扩大。2016年、2017年公司非经常损益带来净利润增速出现大幅波动，2018年、2019年净利润增速恢复到正常增速，净利润增速较收入增速略高。根据公司的业绩预告，2019年公司营收增速预计超过30%，净利润增速约25%-40%。相较于2016至2018年，公司2019年营收增速有所加速。

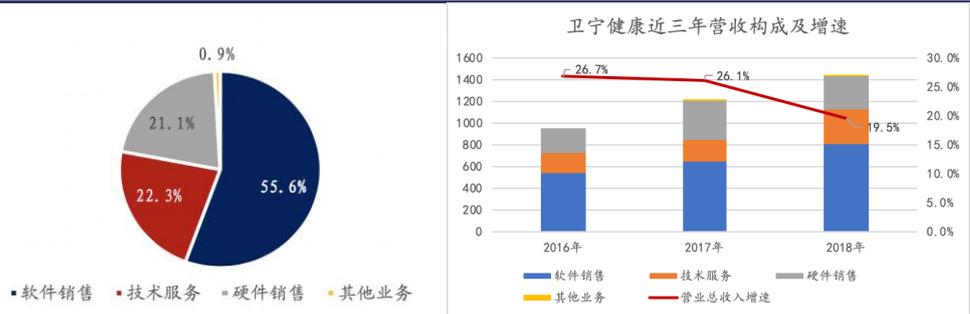
**表1、卫宁健康近三年营收、净利润及增速情况**

利润表(人民币百万元)	2016年	2017年	2018年	2019年
营业总收入	954	1,204	1,439	预计超过1,870
YoY	27%	26%	20%	超过30%
净利润	525	230	307	379.5-440.5
YoY	225%	-56%	34%	约25%-45%

资料来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院

**盈利能力较高的软件销售和技术服务占比不断提升。**从营收结构看，软件销售和技术服务业务是公司收入的主要来源。2019年软件销售收入占比约55.6%，技术服务收入占比约22.3%。从近年来营收构成的变化来看，软件销售和技术服务的合计占比在逐年提升，这促进了公司盈利能力的提升。

图 1、卫宁健康 2018 年营业收入结构、近三年营收构成及增速(单位: 百万元)



资料来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

创新业务收入快速增长, 但整体仍尚未盈利。公司创新业务主要是由子(孙)公司和参股公司开展, 包括纳里健康、卫宁互联网、卫宁科技、钥世圈等。2018 年四家公司营收合计约为 1.74 亿, 同比增速约 121%。2019 年, 钥世圈收入同比高速增长、卫宁科技收入同比快速增长、纳里健康收入同比较快增长、卫宁互联网收入同比略有增长。这意味着公司创新业务 2019 年仍保持了较快增长的势头。但由于投入较大, 公司创新业务 2019 年仍然尚未盈利。

表 2、卫宁健康创新业务板块相关公司营业收入、净利润

单位: 百万元 (除百分比)	持股比例	2016 年	2017 年	YOY	2018 年	YOY
<b>云医</b>						
纳里健康(并表)						
收入	69.37%	-	32.29	-	55.18	70.83%
净利润		-	-12.05	-	-9.86	22.34%
<b>云险</b>						
卫宁互联网(单体)						
收入	70%	-	2.61	-	18.84	620.09%
净利润		-	0.03	-	5.2	100.55%
卫宁科技(不并表)						
收入	42.86%	4.73	8.83	86.76%	12.32	39.57%
净利润		-24.85	-44.76	-80.09%	-32.56	27.25%
<b>云药</b>						
钥世圈(不并表)						
收入	34.62%	5.96	34.77	483.39%	87.43	151.44%
净利润		-9.80	-12.56	-28.11%	-9.27	26.17%

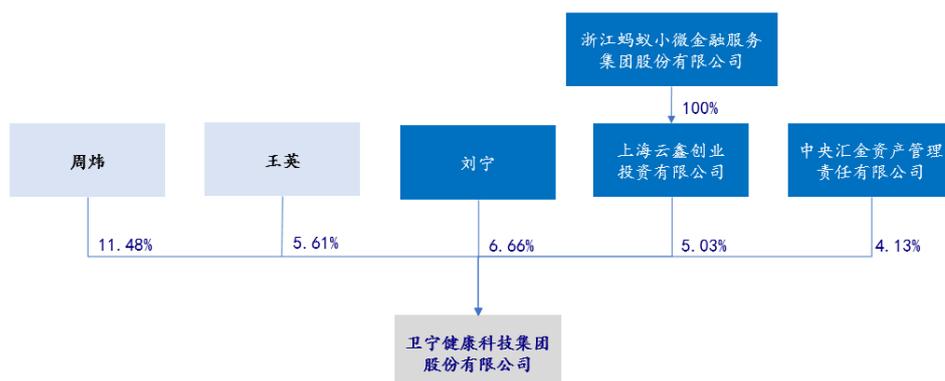
资料来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.3、股权合作带来业务合作, 扩大创新医疗业务生态圈

公司股权较为分散, 多家重磅战略性股东加持。公司控股股东、实际控制人是周炜、王英夫妇, 合计持有 17.09% 的股份。2018 年 6 月, 蚂蚁金服全资子公司上海

云鑫通过股份协议转让的方式获得卫宁健康 5.05% 的股权，交易对价约 10.58 亿元。与此同时，上海云鑫还出资 1.93 亿元对卫宁健康旗下子公司卫宁互联网科技有限公司（简称卫宁互联网）进行增资，占卫宁互联网 30% 的股份。此外，公司近年来不断引入国药、国寿等巨头公司加盟公司的创新业务，以股权合作和业务合作的模式加快形成完整的创新医疗业务生态圈。

图 2、上市公司股权结构



资料来源：公司 2019 年中报、兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、传统业务：行业需求持续向上，公司龙头地位稳固

### 2.1、产品线齐全，快速满足 B 端和 G 端客户的需求

在传统医疗卫生信息化领域，公司紧抓电子病历、互联互通和区域医联体建设等建设机遇，面向卫生行政机构、医疗机构、健康服务机构等医疗卫生行业 B 端客户提供一体化的医疗健康卫生信息化解决方案。目前，公司传统医疗信息化业务主要划分为两大版块。

**(1) 智慧医疗：**公司重点聚焦医院内部的全面智慧化建设，以高水平信息化等级评审为抓手，为各级医院搭建涵盖患者就医流程优化、临床辅助智能化、管理决策精细化等一系列信息化解决方案。

**(2) 智慧卫生：**公司重点聚焦区域公共卫生信息化建设，以提升信息互联互通水平为目标，在集团医院、医联体、县乡一体化等建设中形成了完善的解决方案。

### 表 3、卫宁健康传统业务产品与服务

传统医疗信息化业务—产品与服务	智慧医疗（医院信息化）	门诊临床管理系统解决方案 住院临床管理系统解决方案 医技解决方案 急诊管理解决方案 门诊输液解决方案 费用控制解决方案 HRP 解决方案 临床数据中心解决方案 临床质控管理解决方案 医联体解决方案 电子病历的等级评审解决方案 医院等级评审解决方案
	智慧卫生（公共卫生）	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

资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

**业务订单持续增长，预收账款大幅增加。**在近些年医疗卫生信息化需求旺盛的背景下，公司持续推进各省域内业务网络布局，市场占有率不断提升，订单总金额及平均金额增长明显。2018年，公司传统业务全年整体订单增速超过40%。2019年1-9月，公司新增千万级订单33个，较上年同期增加15个。受订单体量的高速增长拉动，公司预收账款大幅增加。2015-2018年，预收账款由6380万元大幅上升至2.05亿元，年均复合增速为38.5%。2019年前三季度，公司预收账款已高达1.67亿元，同比增长31.4%。

**表 4：2015 年至今公司预收账款整体上行**

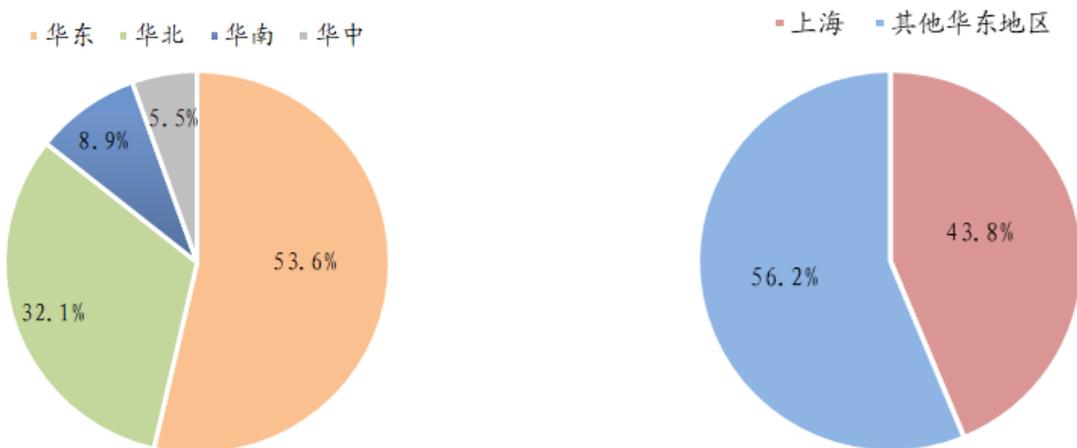
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 H1	2019 年 Q1-Q3
预收账款（百万元）	63.8	77.2	96.3	204.9	154.7	167.1
同比增速（%）	14.7%	20.97%	24.9%	112.8%	46.1%	31.0%
预收/营收（%）	8.5%	8.1%	8.0%	14.2%	23.1%	14.0%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**业务覆盖区域广泛，华东地区贡献过半营收。**公司累计服务超过6000家医疗机构家，是客户行业覆盖最广的公司之一，业务遍及全国各地。根据公司2019年半年报，华东地区对公司营收贡献超过一半，为53.6%。华南、华中和华北地区营收贡献分别为8.9%、5.5%、32.1%，合计占比46.4%。在华东地区内部，上海贡献了接近一半的营收，为43.8%，占公司营收总额的23.5%。

**图 3、分地区营收占比**

**图 4、华东地区内部各地区营收占比**



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、智慧医院

公司院内产品以医院信息平台为主线，对内全面覆盖支撑医院各类业务及日常管理，对外支撑区域化信息共享及协同业务，全方位打造高水平智慧医院。具体产品包括：门诊临床管理系统解决方案、住院临床管理系统解决方案、医技解决方案、急诊管理解决方案、门诊输液解决方案、费用控制解决方案、HRP 解决方案、临床数据中心解决方案、临床质控管理解决方案、医联体解决方案、电子病历的等级评审解决方案、医院等级评审解决方案等。目前，公司服务的医疗机构数量超 6000 家，其中三级医院超 400 家（截至 2018 年年报），在 JCI、HIMSS、互联互通以及电子病历系统功能应用水平分级评价等方面，助力多家医疗机构完成了示范项目的实施。

表 5、智慧医院产品介绍

产品	产品概述
门诊临床管理系统解决方案	门诊临床信息系统产品围绕事前干预，事中控制，事后分析的原则，进行持续的门诊临床操作和管理质控，开拓门诊临床与管理相结合的运营模式。同时对外完善医院的外部协同共享，与社区健康档案、疾病监控、供应商采购、银行等信息平台相连接，打破医院的信息孤岛，在医院的内、外环境形成良性的信息循环，提高医院的信息利用率，大大提升医疗发展水平。包括门诊医生工作站，处方点评系统等核心产品。
住院临床管理系统解决方案	住院临床管理系统解决方案以患者为视角进行整合，以诊疗过程为时间轴，使医护分别能够在各自角色的工作站平台中完成对住院病人的所有诊疗工作，同时基于病人 360 视图，实现患者历史就诊信息的完整调阅、历史医技结果的趋势图分析。在临床业务关键环节增加环节质控及知识库应用，显著提高了医嘱执行的及时性、准确性，降低了医疗差错。包括医嘱管理，电子病历，临床路径等子模块。
医技解决方案	医技解决方案通过影像后处理系统（PACS/RIS）、病理信息管理系统、全院级实验室信息管理系统（E-LIMS）、数字化血液透析信息管理系统、检验检查临床应用及智能提示系统致力于实现患者信息全流程闭环管理、电子化管理、全流程条码化管理、达到信息共享。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

临床数据中心解决方案	临床数据中心(CDR)以患者为中心,以患者基本信息检索目录(EMPI)为主线,组织、整合、存储患者临床数据,将患者所有医疗信息,如就诊记录、门诊处方、住院医嘱、电子病历、检查化验报告等统一整合存储,为临床数据的共享提供的平台支撑。其可以对各类临床数据进行标准化、结构化表达、组织和存储,并在此基础上开放统一的、标准的数据访问服务。
临床质控管理解决方案	临床质控管理系统,基于临床医疗知识库引擎,实现从“终末质量”向“环节质量”转变,由“事后提醒”向“即时反馈”转变,由“事务管理”向“智能管理”转变,由“经验管理”向“标准化管理”转变,由“单一化管理”向“全方位精细化管理”转变,达到对临床质量的高控制。包含电子病历质控,临床路径质控,处方点评质控等子系统。
电子病历的等级评审解决方案	电子病历应用水平等级评审解决方案依据标准对医院信息化实际情况进行实况评估,分析医院临床信息系统存在的各类疑难杂症,规划医院四级及以上医院信息化的总体建设规划,推动并完成各评估项改造,配合医院评级的现场评测和专家评审流程,协助医院获取等级评定证书。

资料来源:公司官网,兴业证券经济与金融研究院整理

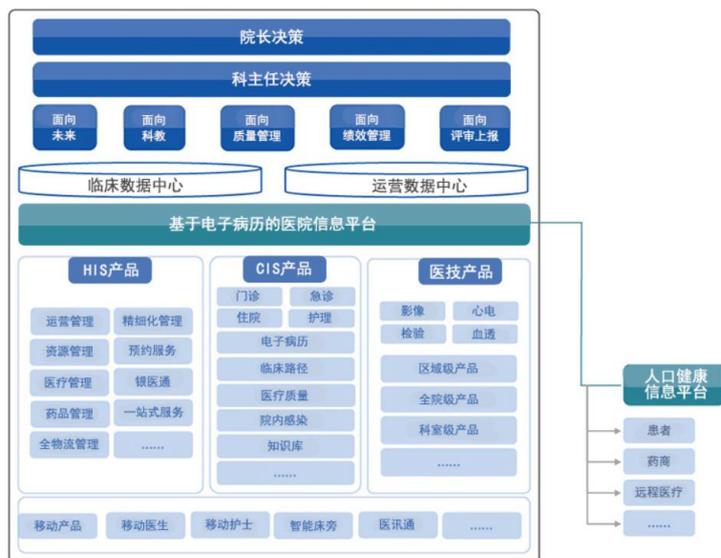
**表 6、2018 年以来公司助力医疗机构通过各项评级**

标准名称	机构名称
JCI	上海中医药大学附属龙华医院、上海市浦东医院、上海天佑医院
HIMSS7 级	上海中医药大学附属龙华医院、上海交通大学附属儿童医院
HIMSS6 级	广东省阳江市人民医院、上海市浦东医院
电子病历五级评价	上海市徐汇区大华医院,上海市儿童医院
互联互通四级甲等	重庆市南川区人民医院、安徽医科大学第一附属医院、福建省立医院、南京市六合区卫生和计划生育局、盐城市盐都区卫生健康委员会(区县级)、上海市第七人民医院、浙江省中医院、内蒙古自治区人民医院
互联互通五级乙等	上海中医药大学附属龙华医院、上海市儿童医院

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

**公司院内产品以临床信息化建设为中心,核心产品是电子病历系统。**医院临床医疗管理信息化(CIS)以患者为中心,聚焦医生临床诊疗行为,进而实现对手术、诊疗等医院核心医疗业务的信息化管理,其中电子病历系统是临床信息化建设的重点项目,是指用电子设备保存、管理、传输和重现病人的医疗记录,完成电子化汇总,从而取代手写纸张病历,提升医生工作效率。下图可以看出公司在临床信息系统的全方位布局及电子病历在整个医院信息平台的地位。公司电子病历系统引入模板知识库,强化病历质控管理,构成公司整个医院信息平台产品的基础,在此基础上搭建整个医院的临床数据中心和运营数据中心,实现医院决策的精细化管理。

**图 5、基于电子病历的医院信息平台**



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司电子病历解决方案在对医院信息化实况评估后，分析医院临床信息系统存在的各类疑难杂症，进而形成医院四级及以上医院信息化的总体建设规划。该方案具有以下优势特性：

- (1) 整合医院现有的各类信息系统，完善医院的信息系统的信息协同。
- (2) 消除信息孤岛，提高信息数据的高效利用，促进医疗信息在院内的互联互通。
- (3) 综合临床各学科知识，辅助医生选择合适的诊疗方案，提升病人满意度，提高医疗质量。
- (4) 临床医疗安全监控，提高临床运营效率。
- (5) 通过标准化数据采集和存储，有利于与外部医疗机构的信息交换，促进区域医疗协作和资源整合、优化，实现医院向更高的目标发展。

**表 7、公司电子病历产品功能/方案子系统介绍**

级别	系统	建设重点
	门诊病历	大部分医院需要建设门诊结构化电子病历
	住院病历	大部分医院需要建设住院结构化电子病历
	病人诊疗信息集成界面	门诊、住院的医疗信息未整合，需要通过病人诊疗信息集成界面提升院内医疗信息共享
	护理病历	非结构化护理病历较多，有待升级
	合理用药	合理用药只使用了配伍部分，而性别、年龄、体征、诊断等药品控制未得到充分应用
<b>四级</b>	处方点评	缺乏系统建设，且未与临床形成反馈，无法持续改进处方质量
	全院统一医技预约	开放医技预约资源，统筹安排病人的预约
	用血申请单	支持临床输血申请单，支持安全用血控制流程，提供用血辅助知识库
	手术麻醉系统	需要接入麻醉机、输液泵等手术麻醉设备，直接采集病人的体征等数据
	安全等保评测	未通过安全等保评测，导致各系统的信息安全、权限管理较为混乱
<b>五级</b>	病人主索引	门诊、住院、护理、检查、检验报告、手术、体检

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	等病人相关的各类医疗信息需要按照病人主索引整合，需要通过临床 portal 来展示病人完整的医疗信息
临床数据中心	搭建临床数据中心，进行统一的医疗数据集成，提供临床辅助决策的数据来源
药品闭环管理	闭环管理：缺少药品闭环、移动护理等系统
检查质控	检查、检验系统的质控有待完善
危机值管理	各系统必须进行危机值智能判断，实时发送危机值报警信息
临床知识库（含护理、检查、检验、治疗、用药等各类知识库）	各类临床、检查、检验知识库有待建设，各科室需要依据智能辅助决策来完成一些临床判断
其他系统	缺少处方点评、抗菌药物管理、院感系统
重症监护系统	重症监护系统未建设
安全等保三级	未通过安全等保三级评测
电子认证应用	需要建设 CA 电子认证应用

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

目前我国电子病历整体水平偏低，未来市场潜力巨大。2018 年 12 月，国家卫健委印发《电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）》和《电子病历系统应用水平分级评价标准（试行）》，明确提出要组织有关医疗机构持续推进电子病历信息化建设及电子病历系统功能应用水平分级评价，到 2019 年，所有三级医院电子病历系统应用水平要达到分级评价 3 级以上；到 2020 年，所有三级医院要达到分级评价 4 级以上，二级医院要达到分级评价 3 级以上。根据国家卫生健康委医政医管局副局长焦雅辉在 2019 中华医院信息网络大会（2019 CHINC）上的讲话，截止 2018 年年底，全国共有 4239 家二级医院（占比 47%）和 1695 家三级医院（占比 67%）参与了电子病历应用水平分级评估。其中，二级医院平均等级为 1.35 级（政策要求二级医院要达到分级评价 3 级以上），三级医院平均评级为 2.81 级（政策要求所有三级医院要达到分级评价 4 级以上）。结合调研情况，不论是三级医院还是二级医院，目前电子病历建设的完成度大概在 50%，需要更大的投入才能满足政策要求。假设三级医院电子病历项目金额大约为 500 万，二级医院大约为 300 万。我们可以保守地估算出三级医院电子病历市场增量为 43 亿，二级医院市场增量为 143 亿，二者合计约 186 亿（仅考虑未参加评估的医院）。电子病历的升级改造仍将是 2020 年及以后医院 IT 投入的重点之一。

表 8、电子病历市场空间测算

医院等级	截止 2018 年底医院数量 (个)	已参与评级医院数量 (个)	未参与评级医院数量 (个)	平均项目金额 (万元)	市场空间测算 (万元)
三级医院	2548	1695	853	500	43
二级医院	9017	4239	4778	300	143
一级医院	10613				
未定级医院	10613				
总计	32791	5934	5631	800	186

资料来源：《2018 年我国卫生健康事业发展统计公报》，互联网公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.3、智慧卫生

智慧卫生平台基于国家 46312 卫生信息化整体框架要求，聚焦基于规范化的基础平台及应用服务，不断推动区域医疗、区域公卫等区域平台增值服务及拓展应用，为 2020 年实现互联互通的人口健康信息服务体系奠定坚实基础。具体产品包括：区域卫生信息平台、区域公共卫生解决方案、区域医疗解决方案和基层医疗卫生机构信息系统。

图 6、卫宁健康智慧卫生平台



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、智慧卫生产品介绍

产品	产品概述
区域卫生信息平台	依托区域卫生信息平台的数据交换，实现各级医疗卫生机构的互联互通，整合医疗卫生信息资源，建设统一的数据中心，并提供平台基础服务支撑平台应用，包括区域医疗服务、区域公共卫生服务、区域综合管理、区域惠民服务等。支撑公共卫生机构、医院、社区卫生中心、卫生行政机构提供方便、高效、优质的医疗卫生服务。
区域公共卫生解决方案	区域公共卫生解决方案包括：1) 区域疾病控制信息系统，连接区域内各级医疗卫生机构，实现慢性疾病的早发现、早报告、早跟踪、早服务，建立信息互联互通、业务联动开展的区域慢病协作体系，实现对慢性病数据有效管理和应用。2) 区域妇幼保健信息系统，以妇女儿童健康档案为核心，包含妇幼卫生管理子系统和妇幼保健服务子系统，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，从而有效提高妇幼保健服务与综合管理、决策能力。
区域医疗解决方案	区域 HIS 系统，是供区域（市、区、县）内的基层医疗卫生机构应用于基础医疗服务的业务系统。系统采用多层集中式架构设计，数据统一集中存储，各基层医疗卫生机构通过网络即可获得业务系统的应用。系统可满足门诊量在 300-400，床位数在 100-200 的基层医疗卫生机构所有的医疗服务管理，系统功能覆盖门诊挂号与结算、药品管理、临床应用、医技管理、院长查询等，并可与社区卫生服务系统实现统一框架下的一体化整合，如诊疗过程中居民健康档案的动态更

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

### 基层医疗卫生机构信息系统

新与完善。

基层医疗卫生机构信息系统采用数据集中式的信息系统部署模式，支持在线和离线两种工作模式，主要由数据及业务处理中心和基于网络的业务展现端组成。覆盖健康档案、基础医疗、公共卫生、临床应用、运营管理，目前产品主要适合于床位在 300 张以下、日门诊量在 500 以内的社区卫生服务中心（站）、乡镇卫生院和村卫生室等建制的基层医疗卫生机构。

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

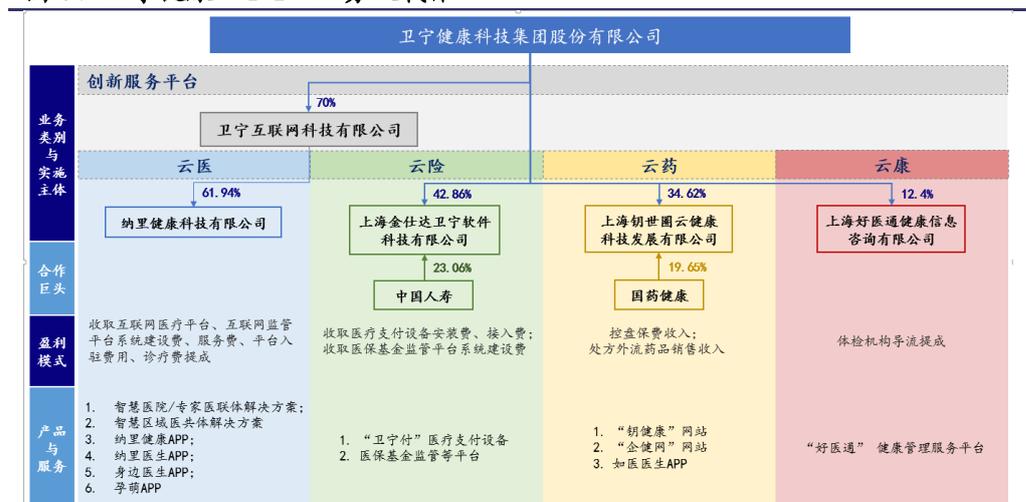
**智慧卫生产品以数据分析与挖掘为核心，以业务应用为驱动，助推区域公共卫生信息化建设水平提升。**其中以数据分析与挖掘为核心的优势特性体现在：（1）数据的标准化；（2）数据采集方式的拓展，数据采集质量的监控与提升；（3）落实数据分析与挖掘指标，提升数据质量需求。以业务应用为驱动的优势特性体现在：（1）提升各业务应用系统建设水平；（2）努力构建基于区域平台的业务应用子平台；（3）加强跨机构、跨系统间的业务协同，在业务协同中规范数据采集行为，提升数据采集质量。互联互通评级带来约 260 亿增量市场。2017 年 4 月，国务院办公厅正式出台《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》，明确医联体分为四种组织模式：城市医疗集团、县域医疗共同体、跨区域专科联盟和远程医疗协作网，从顶层设计上完善了对医联体建设的分类。2019 年 5 月，国家卫健委《关于开展城市医疗联合体建设试点工作的通知》及《关于推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的通知》明确要求：到 2019 年底，100 个试点城市全面启动城市医联体网格化布局与管理；到 2020 年底，100 个试点城市形成医联体网格化布局且取得明显成效，在 500 个县（含县级市、市辖区）初步建成新型县域医疗卫生服务体系。根据国家卫健委官网数据，截至 2018 年底，全国所有省份均出台医联体建设发展规划，所有三级公立医院都参与了医联体建设。共组建城市医疗集团 1860 个，县域医疗共同体 3129 个，跨区域专科联盟 2428 个，面向边远贫困地区的远程医疗协作网 5682 个，医联体建设取得阶段性成果。其中，江苏、湖南、山东、浙江、四川、福建、广东等省份的医联体建设走在全国前列，已建成的医联体均超过 300 个。因此，全国共有医联体 13099 个。结合已有医联体信息化建设项目中标情况，假设每个医联体信息化建设支出平均 200 万元，对应全国医联体信息化增量市场大约 260 亿。尽管部分医联体项目已经建设完毕，但随着每年医联体建设数量的增加，未来信息化需求仍会保持旺盛。

### 3、创新业务加速在即，“4+1”发展战略有望重塑商业模式

在传统业务稳健发展的同时，卫宁健康积极推动“互联网+医疗健康”业务的拓展，实施“4+1”发展战略。2015年起，公司开始实施“双轮驱动”（传统业务+创新业务）模型，贯彻“4+1”发展战略，即云医、云药、云康、云险和创新服务平台。“4+1”发展战略依托纳里健康科技有限公司（纳里健康）、上海金仕达卫宁软件科技有限公司（卫宁科技）、上海钥世圈云健康科技发展有限公司（钥世圈）、上海好医通健康信息咨询有限公司（好医通）、卫宁互联网科技有限公司（卫宁互联网）等子（孙）公司和联营企业来开展业务。近年来，公司不断通过自身发展、股权投资等灵活的机制和方式，与相关领域的巨头合作，充分整合双方优势资源，探索“互联网+医疗健康”模式下创新业务的发展和落地。

- 云医：公司主要通过纳里健康开展云医业务，帮助实体医院打造拥有自身特色、线上线下、院内院外深度结合的互联网医院模式。云医目前的收入来源主要是互联网医院平台的建设费以及诊疗费分成等。
- 云险：“云险”以医疗支付为主线，解决医疗场景中遇到的自费、商保、医保支付问题，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。云险业务主要通过卫宁科技和卫宁互联网两家公司开展。其中，卫宁科技主要定位为商保公司及医保部门提供保险智能风控和数据+AI服务。卫宁互联网主要定位在医疗支付，核心产品是“卫宁付”。
- 云药：云药业务主要依托参股公司钥世圈开展，力图持续打造一个融“处方流转、药险联动、B2B赋能、健康服务”于一体的“药联体”，推动钥世圈云药平台与卫宁医疗健康业务的搭载与延伸。
- 云康：业务目标是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，依靠参股公司上海好医通布局。

图 7、卫宁健康“4+1”业务及载体



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.1、云医：“互联网+医疗服务”新模式

#### 3.1.1、云医的业务模式

“云医”主要通过卫宁互联网的子公司纳里健康，布局医疗机构及医联体，以及纳里健康的子公司“身边医生”布局基层卫生服务领域。云医业务板块能够结合分级诊疗、家庭医生签约等环节，建立医生、患者、监管平台和第三方接入机构的多方连接，为医疗机构打造定制化的“互联网+医疗健康”解决方案。纳里健康主要从四个层级提供解决方案：面向单体医院的互联网医疗平台、面向医联体和医共体的协同医疗平台、面向区域的智慧城市医疗解决方案和面向行政部门的医疗监管平台。

表 10、“云医”解决方案

解决方案	具体内容
互联网医院解决方案	以实体医院为依托，利用互联网技术对接院内部信息系统，向患者提供基于互联网的线上问诊、就医服务、医患互动、病情管理和疾病诊治等全面的医疗健康互联网服务，打造一个线上线下服务一体化、诊前诊中诊后服务一体化的互联网医院。
医联体云平台解决方案	面向专科联盟、医联体单位，构建医疗医联体内各机构之间全面协同的医联体云平台，通过创建医院与医院之间合作、医生与医生之间协同、医生与患者之间互动的新模式，提升中心医院专家的服务效率、价值和品质，提高基层医院的服务能力和医疗水平。
区域医共体解决方案	以县人民医院为龙头，搭建医疗健康集团信息平台，完成医共体内各医院数据的统一整合和共享，建设数据中心、平台服务、业务中心、管理中心、医改监测和便民服务等系统，通过对服务模式创新、医疗资源开放、医疗业务协同、连续健康管理、人财物集中管理等举措，将县级区域内各级医疗机构变成一个整体，从而实现医共体服务一体化、业务一体化、管理一体化，达到医共体连续服务、整体运营、集团管理的效果，提高县域整体医疗健康服务能力，实现“大病不出县、小病不出乡”的目标。
城市智慧医疗健康云解决方案	整合线上与线下医疗资源，构建城市智慧医疗健康云平台，通过“互联网+医疗健康”业务应用、大数据中心、监督管理三大模块的集成建设，满足互联网医院，城市医联体、县域医共体、专科联盟等各种医疗组织形态的建设，实现各级各类医院之院内院外业务数据的整合，加强互联网+医疗健康服务的开展和医疗机构之间的医疗协作，创新服务模式，促进分级诊疗，推进卫生健康

	事业的创新发展，满足人民群众的健康需求。
省级互联网医院监管平台解决方案	省级互联网医院监管平台是对多种形式的互联网医院进行统一准入审批、业务实时监控、效果评价的信息平台。通过采集各互联网医院平台的业务数据，对各项互联网医疗业务从事前提醒、事中控制、事后追溯实现全过程监控和管理。

资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

以纳里健康与邵逸夫医院联合打造的邵医（纳里）互联网医院平台为例，云医业务能够助推医院转型升级。2018年，“互联网医院整体解决方案暨邵医（纳里）健康云平台3.0”发布。该平台致力于实现医院全面互联网化，重构医疗健康新生态。一方面，该平台促进服务融合。平台基于用户全生命周期的线上导诊、问诊、挂号、查单、缴费、远程医疗、慢病随访、处方外送、健康管理等业务的无缝衔接，形成了有效的闭环效应。在邵医（纳里）互联网医院平台上，医生能够在线进行远程咨询、远程教学及门诊/查房，双向转诊，开具互联网处方等，为基层百姓提供可视就诊服务，有效实现“首诊在社区、大病去医院、康复回社区”的分诊闭环。另一方面，平台实现技术加成，例如结合医疗大数据及AI向患者提供“智能”的医疗服务，使在线咨询的效率和准确率大幅提升。

图 8、邵医（纳里）互联网医院平台



资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.1.2、云医板块收入随着覆盖医疗机构数量的增加而快速增长

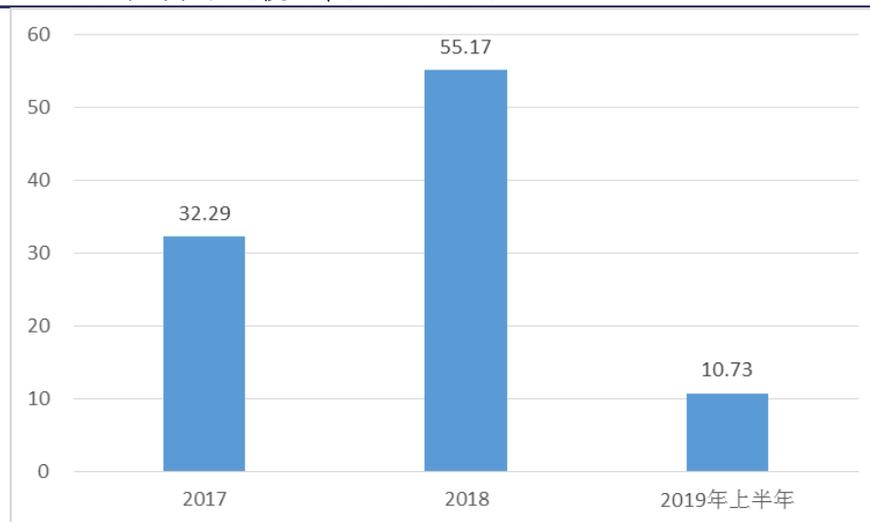
云医业务目前的盈利模式主要是收取系统建设费、接口费等。部分客户愿意与纳里健康合作共建互联网医院平台，这种模式下公司可以通过诊疗费分润来获得收入。2018年，纳里健康实现营业收入5518万元，同比增长70.83%，净利润亏损986.29万元。截止2019年7月份，纳里健康产品已覆盖全国31个省市，对接医疗机构超过2500余家，服务患者突破2亿人次。预计纳里健康2019年收入同比仍能够实现较快增长，净利润有望实现减亏。

表 11、纳里健康相关业务数据

	2016	2017	2018	2019 年上半年
累计接入国内医疗机构数	1000 家	超 1500 家	超 2000 家	2500 余家
注册医护人员数	十几万	20 万	超 20 万名	超 20 万名
远程医疗服务人次	-	350 万	超 200 万	超 200 万人次
服务患者人次	-	超 1000 万人次	超 1 亿人次	超 2 亿人次

资料来源：公司年报、兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、纳里健康的营收规模（单位：百万元）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

**互联网医院 IT 解决方案的市场空间约 300 亿。**截止 2018 年年底，国内三级医院约 2500 家，二级医院约 9000 家。这部分大型医院均有开设互联网医院的需求。根据我们的测算，为了打造互联网医院，二级、三级医院需要投入约 300 亿的资金。此外，医疗信息化公司也可通过与医疗机构的合作，共同运营互联网医院。医疗信息化公司有望获得持续性的平台运营（分成）收入。

表 12、二级、三级医院互联网医疗市场规模估计达 300 亿元

	截止至 2018 年底 医院数量	平均项目金额 (万元)	互联网平台市场规模 (亿元)
三级医院	2548	500	127.4
二级医院	9017	200	180.3
总计	11565	-	307.7

资料来源：《2018 年我国卫生健康事业发展统计公报》，互联网公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.1.3、互联网医疗政策将助推公司云医业务发展

政策的规范有望促进互联网医疗行业的健康长远发展。医疗行业涉及国计民生，一直以来都是一个强监管行业。早期互联网医疗行业缺乏统一的政策规范，第三方互联网医疗平台野蛮成长，但囿于政策的限制，商业模式的探索和变现仍较难

获得明显进展。自 2018 年开始，国务院、国家卫健委、医保局等部门多次出台相关政策，在规范行业行为的同时，也促进了行业主体特别是医疗机构开展互联网医疗服务的发展步伐。

**表 13、2018 年以来互联网医疗领域的相关政策**

政策出台时间	政策出台部门	政策文件名称
2018 年 4 月 25 日	国务院办公厅	关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见
2018 年 7 月 17 日	国家卫生健康委	互联网医院管理办法（试行）
2018 年 7 月 17 日	国家卫生健康委	互联网诊疗管理办法（试行）
2019 年 8 月 17 日	国家医疗保障局	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
2020 年 2 月 6 日	国家卫生健康委	关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知

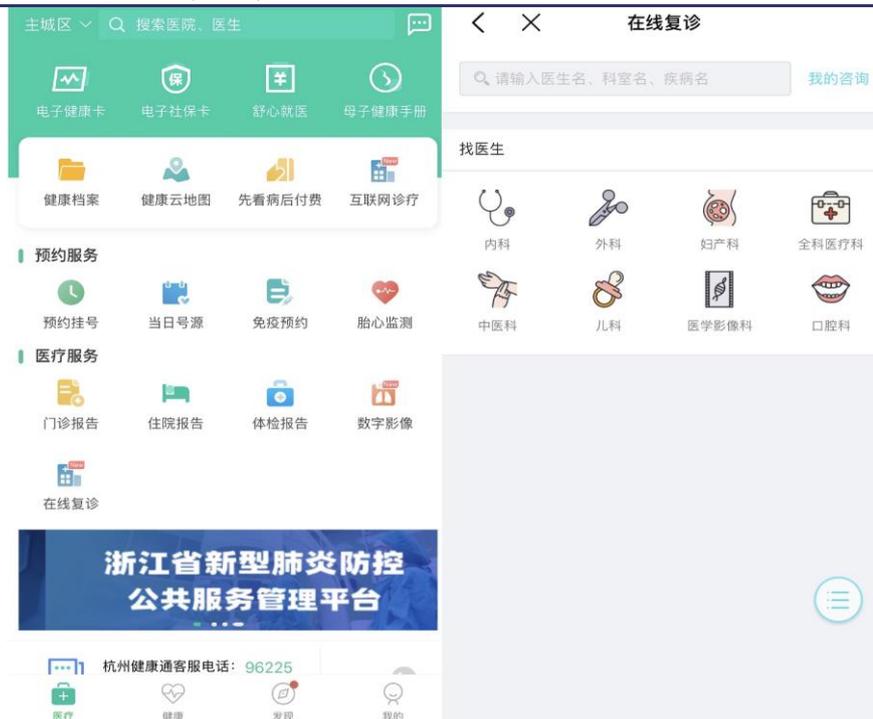
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

政策的规范主要体现在对互联网医疗服务以及实施主体进行明确定义。首先，互联网医疗服务（“互联网+医疗服务”）包含三类：远程医疗、互联网诊疗、互联网医院。其中，远程医疗发生在医疗机构之间，包括远程会诊和远程诊断。互联网诊疗和互联网医院属于医疗机构通过互联网直接为患者提供服务。两者的主要区别在于医疗机构是否通过设立互联网医院来对外提供服务。在实际操作中，有条件的医院一般都会设立或合作设立互联网医院平台，对外提供互联网医疗服务。其次，政策明确要求，医疗机构是开展互联网医疗服务的实施主体，互联网医院仅包含两种类型：作为实体医疗机构第二名称的互联网医院、依托实体医疗机构独立设置的互联网医院。这杜绝了第三方平台依托互联网独立对外提供医疗服务的可能。

互联网医院的出现解决的是供给问题，需求问题仍需政策解围。在政策影响下，各地医院纷纷建立互联网医院，对外提供挂号、问诊、缴费等服务。但受制于医保线上结算、药品配送等难题，病人目前对互联网医疗服务的接受度并不高。2019 年 8 月份，医保局出台《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》，提出要把互联网+”医疗服务价格，纳入现行医疗服务价格的政策体系统一管理。同时，意见特别指出，公立医疗机构提供“互联网+”医疗服务，价格包括了一个项目的完整费用，并按照属地化原则，由公立医疗机构或其所在地区的省级医疗保障部门制定。这意味着 19 年 8 月医保局出台政策后，各地省级医疗保障部门的后续政策将成为互联网医疗纳入医保的重要风向标。

各地互联网医疗纳入医保的动作有望加快。2020 年 2 月 12 日，杭州市医疗保障局联合市卫生健康委员会正式在杭州市主城区社区卫生服务中心上线“互联网+诊疗服务”试点工作。“互联网+诊疗服务”主要为杭州市社区卫生服务机构的签约参保人员提供在线咨询、慢性病复诊和续方服务，实现参保人员在家完成慢性病复诊及费用医保结算，相关药品将通过第三方配送上门。主城区三家社区卫生服务中心将作为首批试点医疗机构率先为签约人员提供“互联网+”慢性病复诊服务。主城区其他 48 家社区卫生服务中心也将在近期陆续上线提供服务。

图 10、杭州线上复诊允许医保支付



资料来源：杭州健康 app，兴业证券经济与金融研究院整理

## 3.2、云险：布局医疗支付+医保控费两大领域

### 3.2.1、云险的业务模式

“云险”以医疗支付为主线，解决医疗场景中遇到的自费、商保、医保支付问题，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”板块的两大载体：卫宁互联网和卫宁科技。卫宁互联网主要聚焦于医疗支付，通过投放支付设备、接入微信和支付宝等主流移动支付系统、打通商保直付通路等手段，让医疗支付手段更加快捷高效，让商业保险能够覆盖更多的诊疗业务。卫宁互联网的拳头产品是“卫宁付”统一支付平台。

“卫宁付”统一支付平台能有效解决医疗场景痛点。根据 HC3i 中国数字医疗网的研究，卫宁付统一支付平台能够提升诊疗效率，平衡各方利益。与普通支付场景不同，医疗支付场景十分繁琐复杂，患者的诊疗涉及医生、药店、保险机构等多方。而医生希望延长诊疗周期，患者因自费比例而希望调整药品或诊疗方式，保险机构则希望能有效控制费用，这之间便难免引起矛盾。传统的支付方式不仅过程繁琐、效率低下，严重影响患者的就医体验，而且在传统模式下医疗机构、药店、保险机构之间相互独立，业务缺乏有效互动，导致医疗资源无法得到有效利用，医疗环境进一步恶化。而“卫宁付”统一支付平台通过提供线上线下的便捷的患者服务，如预约、在线支付、报告查看的服务，并且覆盖医疗支付所有环节，集成医保、商保、自费等多种支付渠道，支持社保卡、银行卡、支付宝/微信、商保理赔等多种不同支付方式，提供人工窗口、自助设备、移动应用/支付宝生活号/微信公众号丰富支付入口，可供医院灵活选择和调用，极大提高了医疗支付场景

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

的效率。

图 11、卫宁付统一支付平台



资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

**数字化理赔服务平台实现商保直付。**以卫宁付统一支付平台为基础，公司可以快速搭建“数字化理赔服务平台”。通过该平台，患者可随时在手机上进行就诊记录查询和理赔申请提交。保险公司在收到理赔申请后，24小时内审核完毕，3天内完成理赔款支付。数字化理赔服务平台实现了医疗机构信息系统和保险机构理赔系统之间的实时对接以及患者就诊数据的实时共享。免去原本复杂的商保理赔流程。保险公司更有效降低人力成本，防范虚假理赔、保险欺诈等风险。

图 12、卫宁健康数字化理赔服务平台



资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

**卫宁科技主要定位为商保公司及医保部门提供保险智能风控和数据+AI 服务。**2016年6月，卫宁科技引进了战略股东中国人寿，中国人寿以人民币1.92亿元对卫宁科技增资。中国人寿的入股有助于发挥保险业务和医疗信息化业务的协同效应。2019年以来，卫宁科技陆续中标了中国保险信息技术管理有限责任公司（中国保信）重要平台项目和国家医疗保障局重要平台项目等项目，为后续提速发展奠定了坚实的基础。

### 3.2.2、短期仍处在投入期，长期成长潜力大

**云险业务主要靠两种模式盈利：卫宁互联网通过向医院、支付公司等客户收取设备安装费、接入费盈利，或者按照支付流水进行分润。卫宁科技目前主要通过为**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

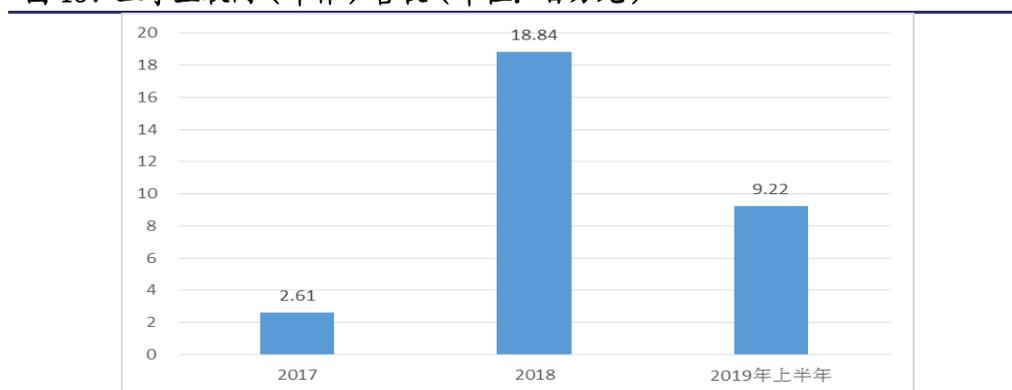
政府平台建设医保基金监管等平台，收取系统建设费、维护费来盈利。截止 2019 年上半年，公司新增覆盖医疗机构百余家，新增交易金额 80 多亿元，新增交易笔数 5,400 多万笔。2018 年，卫宁互联网（单体）实现营业收入 1884 万，同比增速 620.1%；卫宁科技实现营业收入 1232 万，同比增速 39.6%。2018 年，卫宁互联网（单体）净利润约 5.2 万，而卫宁科技亏损较大，亏损额约 3256 万元。

表 14、云险板块主要的业务数据

	2017 投入运营	2018	2019 年半年报
累计接入医疗机构数	600	1000	新增覆盖百余家
累计投放支付设备数	9000	12000	
累计交易金额	29 亿元	80 亿元	200 亿元
累计交易笔数	1800 万	5000 万	新增 5400 多万

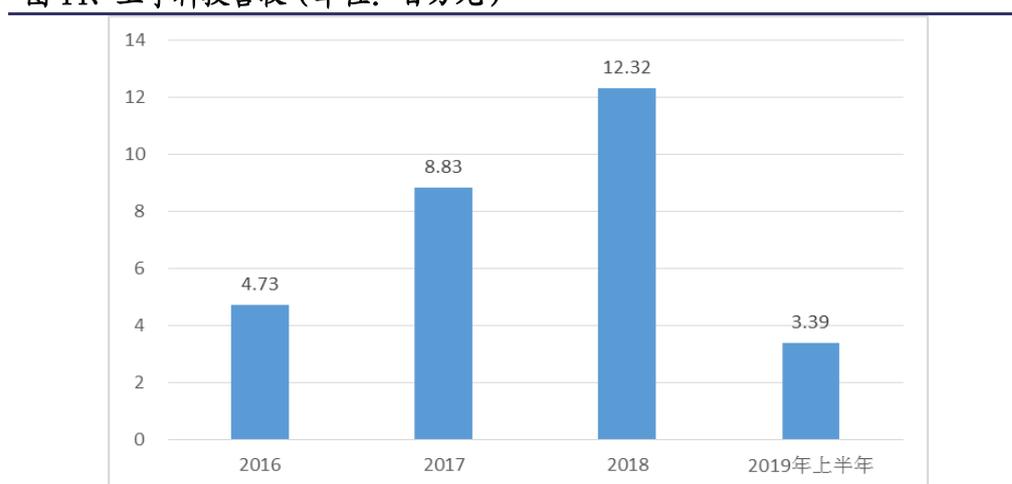
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、卫宁互联网（单体）营收（单位：百万元）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、卫宁科技营收（单位：百万元）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

**市场空间：**仅考虑三级医院医疗共享支付平台的建设，不考虑支付流水的分成。以肇庆智慧医疗支付共享平台建设项目的建设费（229 万）作为单个医院建设医

疗共享支付平台的单价，仅仅是三级医院的医疗支付平台建设市场规模就近 60 亿元。

**市场空间：政府医保控费规模约 20 亿。**2019 年 8 月，国家医保局在全国医保信息化建设培训中提出要求，2019 年底前完成省级信息平台设计、立项等前期建设工作，2020 年底前完成相关信息化建设任务，2021 年各地完成项目验收工作。根据调研情况，地方医保建设进度略有延迟，将在 2020 年迎来招投标高峰。结合省市两级医保局近期招标数据，假设省级医保局信息平台建设费用大约为 200-500 万；地级市医保信息平台直接承载辖区内医保数据处理任务，建设费用更高，大约为 500-800 万；由此估算全国医保信息平台建设市场空间将近 20 亿元。

**表 15、地方医保信息化建设释放医疗 IT20 亿市场空间**

	数量（个）	平均项目费用（万元）	市场空间测算
省级医保局	31	200-500	约 20 亿
地市级医保局	333	500-800	

资料来源：中国政府采购网，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3、云药：处方流转、药险联动

**云药有望对接药店和保险公司，以导流的模式助推协同发展。**“云药”的主要载体是上海钥世圈云健康科技发展有限公司（钥世圈）。“云药”持续打造一个融“处方流转、药险联动、B2B 赋能、健康服务”于一体的“药联体”，推动钥世圈云药平台与卫宁医疗健康业务的搭载与延伸。一方面对接上游的保险机构及其各险种（主要是健康险），丰富商业健康险服务内容，推动健康险理赔服务自动化水平；另一方面对接下游的各连锁药店以及医疗终端，通过导流等方式帮助线下药房业务的发展。

**云药业务的核心是卫宁云药房平台。**卫宁云药房平台（云药房处方流转及药品配送平台）旨在实现患者线上、线下就诊、续方后的处方流转、药品配送、安全监管及结算理赔等功能与服务。平台可对接各实体医院的线上以及线下问诊的电子处方流转系统，联动全社会药房、院内药房或有 B2C 药品配送资质的医药流通企业，实现送药上门或患者就近门店取药服务，实现广大医患处方，药品配送，保险直赔的全流程服务。截止 2019 年年底，云药房平台累计管理 35 亿元保费，2019 年实现近 4 亿线下取药、线上直赔服务。2018 年，钥世圈实现营业收入 8743 万，同比增速 151.4%。根据公司业绩预告，2019 年钥世圈营收实现同比高速增长。

**表 16、云药板块的主要运营数据**

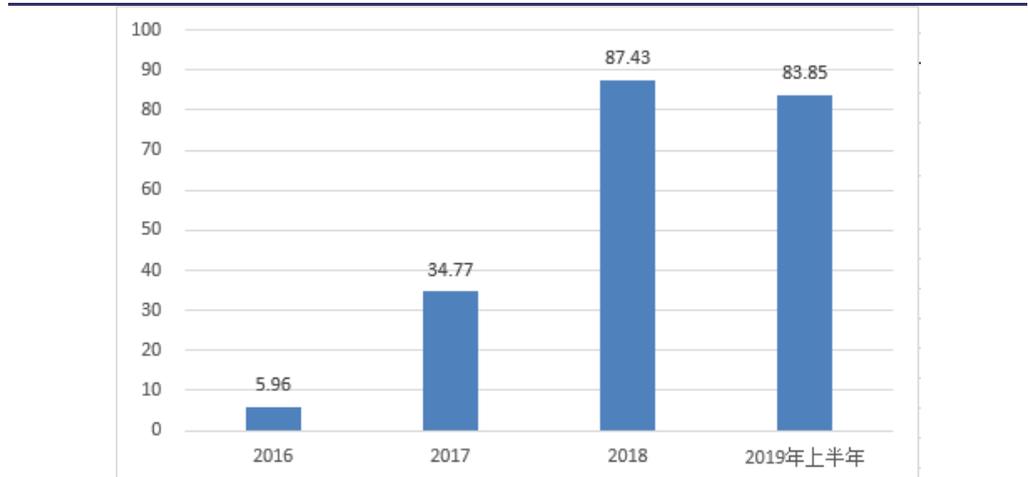
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
“药联体”合作成员	40000	60000	逾 7 万家	逾 7 万家
合作保险公司	30 家		50 余家	50 余家
管理保费金额	4.5 亿	25 亿	超 30 亿元	超 35 亿元

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

整体交易额（累计）		2.5 亿	逾 4.5 亿元	超过 4.5 亿元
自有药房		60		
服务人次	30 万			

资料来源：公司年报、兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、钥世圈营收（单位：百万元）



资料来源：公司年报、兴业证券经济与金融研究院整理

**盈利模式：**钥世圈已经确定并不断探索按处方流量、技术服务能级、资源导入能力收费的商业模式。

- 1、控盘保费收入：通过将商业保险公司客户引流到社会合作药房，收取药店提成和保险公司服务费来盈利。
- 2、处方外流收入：通过自有药店销售收入及合作药房药品销售收入提成盈利。

**市场规模测算：**

1、商业保险市场：

据中国银保监会《2018 年保险统计数据报告》，2018 年我国健康险业务保费收入 5448.13 亿元，同比增长 24.12%，假设收取商业保险公司 1% 的引流佣金，由此计算每年的市场规模逾 50 亿。

2、处方外流市场：

《2018 年我国卫生健康事业发展统计公报》显示，2018 年，全国医院总诊疗人次达 35.8 亿人次，医院次均门诊费用 274.1 元，医院药占比（即医院次均门诊药费占医院次均门诊费用比例）为 40.9%，比上年（42.7%）下降 1.8 个百分点。按照 2018 年数据测算，医院药品收入约 4000 亿元。假设政策放开后，50% 的处方能够流转，平台能够按照 1% 抽成，则市场空间约 20 亿/年。

### 3.4 云康：低频医疗需求转化为高频健康需求

云康业务的主要载体是参股公司上海好医通健康信息咨询有限公司。云康的业务目标是实现线上线下一体化的居民保健+慢病管理+就医导医+体检服务。截止 2018 年，上海好医通已连接 1,500 多家医院及体检中心，年体检服务超 32 万人次，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

服务企业客户超 6,500 多家，

**体检行业空间广阔，第三方平台导流的潜力巨大。**现阶段，体检行业互联网化主要通过两种形式：第一种是体检机构自建互联网平台或 APP，如美年大健康、慈铭体检等体检机构的网上商城；第二种是互联网医疗平台体检预约服务，如平安好医生、卫宁好医通等。这些平台通过导流体检机构客户从而获得提成。艾媒咨询数据显示，2017 年中国体检行业市场规模达 1329.8 亿元，预计 2018 年市场规模超过 1500 亿。假设 30% 的体检需求是由第三方平台引流至体检公司，则市场规模约 450 亿。假设第三方体检平台抽成比例为 5%，由此预计全市场第三方体检平台收入规模逾 22.5 亿元。

#### 4、盈利预测与估值

预计公司 2019 年~2021 年营业收入分别是 18.8 亿、24.8 亿和 32.28 亿，同比增速分别是 30.7%、31.9% 和 30.2%。预计公司 2019 年~2021 年归母净利润分别为 4.1 亿、5.48 亿和 7.71 亿，同比增速分别是 35.1%、33.7% 和 40.8%。预计公司 2019 年~2021 年 EPS 分别为 0.25 元、0.34 元、0.48 元，给予“审慎增持”评级。

#### 5、风险提示

医疗信息化订单落地节奏低于预期、互联网医疗行业竞争加剧等。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2067	2731	3464	4462	<b>营业收入</b>	1439	1880	2480	3228
现金	515	722	833	1054	营业成本	691	864	1105	1406
应收账款	1184	1547	2041	2657	营业税金及附加	16	21	28	36
其他应收款	142	186	245	319	营业费用	201	263	347	452
预付账款	36	45	57	73	管理费用	118	160	248	323
存货	158	198	253	321	财务费用	8	5	13	13
其他流动资产	32	34	36	38	资产减值损失	60	66	72	79
<b>非流动资产</b>	2170	2146	2121	2097	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	541	541	541	541	投资净收益	-8	-10	-10	0
固定资产	435	402	369	336	<b>营业利润</b>	310	456	609	858
无形资产	117	125	134	142	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	1077	1077	1077	1077	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	4237	4877	5586	6559	<b>利润总额</b>	310	456	609	858
<b>流动负债</b>	882	1043	1198	1390	所得税	3	41	55	77
短期借款	151	200	200	200	<b>净利润</b>	307	415	555	781
应付账款	195	244	312	396	少数股东损益	4	5	7	10
其他流动负债	536	600	686	794	<b>归属母公司净利润</b>	303	410	548	771
<b>非流动负债</b>	81	81	81	81	EBITDA	348	508	670	918
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.19	0.25	0.34	0.48
其他非流动负债	81	81	81	81					
<b>负债合计</b>	963	1125	1279	1471	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	140	146	152	162	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	1622	1622	1622	1622	<b>成长能力</b>				
资本公积	535	535	535	535	营业收入	19.5%	30.7%	31.9%	30.2%
留存收益	1073	1450	1998	2768	营业利润	20.5%	47.0%	33.7%	40.8%
归属母公司股东权益	3134	3607	4155	4926	归属于母公司净利润	32.4%	35.1%	33.7%	40.8%
<b>负债和股东权益</b>	4237	4877	5586	6559	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	52.0%	54.0%	55.4%	56.5%
					净利率(%)	21.1%	21.8%	22.1%	23.9%
					ROE(%)	9.7%	11.4%	13.2%	15.7%
					ROIC(%)	15.0%	17.3%	19.8%	23.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	22.7%	23.1%	22.9%	22.4%
					净负债比率(%)	17.59%	19.41%	17.07%	14.84%
					流动比率	2.34	2.62	2.89	3.21
					速动比率	2.16	2.43	2.68	2.98
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.36	0.41	0.47	0.53
					应收账款周转率	1	1	1	1
					应付账款周转率	3.45	3.94	3.98	3.97
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.19	0.25	0.34	0.48

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	124	132	157	257
净利润	307	415	555	781
折旧摊销	30	47	47	47
财务费用	8	5	13	13
投资损失	8	10	10	0
营运资金变动	-279	-418	-568	-708
其他经营现金流	51	74	99	124
<b>投资活动现金流</b>	-250	-32	-32	-22
资本支出	167	0	0	0
长期投资	21	0	0	0
其他投资现金流	-62	-32	-32	-22
<b>筹资活动现金流</b>	157	107	-13	-13

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

短期借款	-39	49	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.08	0.10	0.16
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.93	2.22	2.56	3.04
普通股增加	14	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	155	0	0	0	P/E	125.18	92.66	69.32	49.25
其他筹资现金流	26	58	-13	-13	P/B	12.11	10.53	9.14	7.71
<b>现金净增加额</b>	<b>30</b>	<b>207</b>	<b>111</b>	<b>221</b>	EV/EBITDA	107	74	56	41

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn