

投资评级：增持(维持)

万达信息(300168)

目标价:17.9元

拨云见日，沙尽始金

## 市场数据 2019-03-06

收盘价(元)	14.95
一年内最低/最高(元)	9.69/27.16
市盈率	43.7
市净率	4.55

## 基础数据

净资产收益率(%)	13.39
资产负债率(%)	64.9
总股本(亿股)	10.99

## 最近12月股价走势



## 联系信息

<b>赵成</b>	<b>分析师</b>
SAC 证书编号: S0160517070001	
zhaoc@ctsec.com	
<b>蒋领</b>	<b>联系人</b>
jiangling@ctsec.com	021-68592267

## 相关报告

- 《300168-年报点评:短期虽有承压, 细拆别有洞天》 2019-01-31
- 《300168-事件点评:“一网通办”, 踏势而来》 2019-01-17
- 《300168-事件点评:人寿入股, 彰显公司价值》 2018-12-28

## ● 三维一体, 构建智慧城市大脑

公司是城市信息化领域的领军者, 形成了“造、租、孵”三维一体的纵深布局, 打造市民云及以医疗健康云, 迎接智慧城市时代的全面升维。

## ● 市民云具备可复制性

供给侧孤岛现象严重、需求侧多样化要求愈增将加速电子政务建设。根据预测, 电子政务的铺设或将解放 6448 个 EB 数据, 减少 15 亿元/年的支出, 并将带来千亿以上的社会价值。

电子政务建设正处于转型爆发期, 政府向服务型切换, 预计 2020 年其市场规模将超过 4622 亿元, 政务数据也将孕育出千亿级别的增量。

市民云以政务瘦身作为起点, 通过“合资与合作”方式在吸引大量社会企业入驻的同时, 接入超过 1274 项多元化的民生服务。我们从用户、政府这两个核心维度进行判断, 认为其模式可复制性较强, 而新项目的落地则是最佳的佐证方式。

## ● 医疗健康云即将进入业绩收获期

长期看以健康档案为抓手的区域信息平台建成后, 医疗大数据价值凸显, 其最大的盈利模式在于商保引入和处方外流, 我们判断其市场空间将分别达到千亿和百亿级别。

市场格局或将走向集中, 拥有综合能力的企业具备更强的变现能力, 而公司在医疗全产业链的布局是医疗信息化公司中最为全面的, 将充分享受行业红利。

市民云与健康医疗云存在明显的协同效应, 市民云在实现拓展的同时对于医疗健康云的延续具有显著的推进作用。在此优势下, 公司凭借其标杆性案例和多维竞争优势将加速该模式的全国性推广并有望在 2020 年正式进入收获期。

## ● 投资建议

我们预计公司 2018-2020 年净利分别达到 2.56、4.05、5.60 亿元, 对应 EPS 分别为 0.23、0.37、0.51 元, 对应 PE 分别为 64.1、40.6、29.3 倍, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 医疗信息化景气度不及预期; 市民云拓展不及预期。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	2,075	2,415	2,283	2,860	3,701
增长率	11.1%	16.4%	-5.5%	25.3%	29.4%
归属母公司股东净利润(百万)	238	327	256	405	560
增长率	3.2%	37.0%	-21.5%	57.9%	38.5%
每股收益(元)	0.22	0.30	0.23	0.37	0.51
市盈率(倍)	69.0	50.3	64.1	40.6	29.3

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财, 财通天下

## 内容目录

1、 三维一体构建智慧城市大脑.....	4
1.1 始终专注于城市信息化建设.....	4
1.2 公司业绩稳健，高研发投入奠定未来成长基石.....	5
1.3 人寿入资，彰显公司价值.....	7
2、 电子政务已拉开序幕，市民云登场静待绽放.....	7
2.1 供给侧“铜墙铁壁”，政务价值有待挖掘.....	7
2.2 政务信息化的需求客观存在且意义重大.....	9
2.3 服务型政府呼之欲出.....	10
2.4 政务瘦身为起点，多元化融入成就“超级APP”.....	13
3、 医疗信息化外延嬗变，健康云打造“国王的宝藏”.....	17
3.1 区域卫生平台将是最终目标.....	17
3.2 信息化重点在数据外延联动.....	19
3.3 新增空间或到千亿级别.....	21
3.4 双云协同，健康云复制已见曙光.....	24
4、 盈利预测.....	28

## 图表目录

图 1：公司发展历程介绍.....	4
图 2：公司营收和净利润均呈现稳步增长.....	5
图 3：公司盈利水平逐步向好.....	6
图 4：公司各项费用率情况.....	6
图 5：公司研发投入情况/亿元.....	6
图 6：公司研发人员规模.....	6
图 7：公司股权结构情况.....	7
图 8：物联网终端数量及预测.....	8
图 9：全球数据量及预测.....	8
图 10：造成政务信息孤岛的四大原因.....	8
图 11：我国政务信息化建设仍有较大上升空间.....	9
图 12：网络用户年轻化愈发明显.....	9
图 13：“一网通办”模式.....	9
图 14：各级政府网站数量统计/个.....	10
图 15：我国电子政务发展时间轴.....	12
图 16：电子政务市场格局分析.....	13
图 17：公司在政务服务领域的业务布局.....	14
图 18：“一网通办”模式优势凸显.....	14
图 19：公司具备明显的竞争壁垒.....	15
图 20：公司市民云平台.....	15
图 21：国家甲级涉密资质企业的比例.....	15
图 22：对于政府平台职能的要求.....	16
图 23：对于政府服务内容的要求.....	16
图 24：市民云的服务构成.....	16
图 25：医疗信息化发展路径.....	18
图 26：分级诊疗模式.....	18
图 27：医疗数据的构成及变现方式.....	20
图 28：医疗数据上线模式.....	21

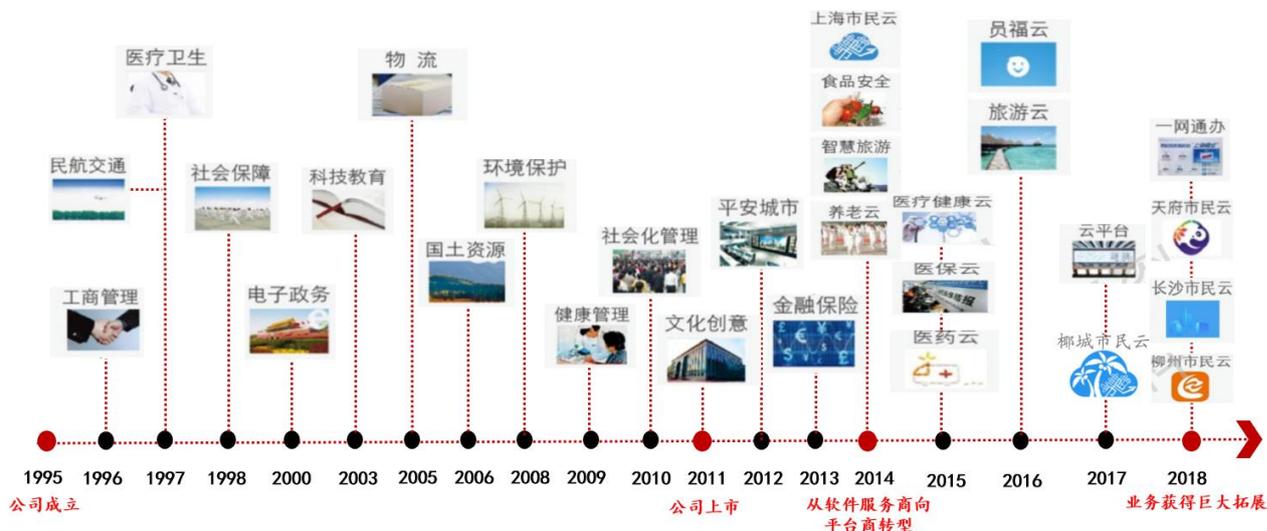
图 29: 我国医疗信息化行业格局及主要赛道.....	23
图 30: 公司医疗业务布局.....	24
图 31: 医疗健康云的闭环服务体系.....	25
图 32: 市民云与医疗健康云具有协同效应.....	25
图 33: 上海健康云运营状况.....	26
图 34: 公司创新业务成果.....	27
图 35: 公司盈利模式框架.....	27
图 36: 公司健康台州模式.....	28
图 37: 公司未来三年盈利预测/百万元.....	29
表 1: 公司财务及预测数据摘要.....	1
表 2: 公司控股子公司业务概述.....	4
表 3: 电子政务铺设带来千亿以上社会价值.....	10
表 4: 政策助力电子政务发展.....	11
表 5: 政务数据延伸空间测算.....	12
表 6: 公司市民云运营状况.....	17
表 7: 率先进入 5 大细分领域.....	19
表 8: 引入商业保险所衍生的新增空间.....	22
表 9: 处方外流市场新增体量测算.....	22

## 1、三维一体构建智慧城市大脑

### 1.1 始终专注于城市信息化建设

公司自 1995 年成立以来一直专注于城市信息化领域的建设，是国内较早进入该领域的综合性服务厂商。经过 23 年的持续发展，公司已实现在医疗健康、政务服务、社会保障、市场监管、平安城市和金融保险等细分领域的深度卡位，并依托于市民云、健康云等城市公共平台实现了数据价值的有效输出。

图 1：公司发展历程介绍



数据来源：公司公告，财通证券研究所

**确立全新战略方向，构建智慧城市大脑。**经过多年的战略布局，公司已在多个细分领域取得了长足进展，并为顺应“各行业+大数据 AI”的发展脉络，将业务从传统的软件开发、系统集成和运营服务逐步过渡到“造房子”-系统建设（原软件开发、系统集成），“租房子”-运营服务（主要为 SaaS 模式的云服务），以及与社会各界广泛合作“互联网+”增值业务。

同时，为加大在创新业务的拓展力度，进一步实现资源整合，公司作为主要投资方分别成立了药世界、振民智能、大亿精诚等控股子公司，并针对阳光采购平台、市民云、健康云等新型业务实现分步而治。

表 2：公司控股子公司业务概述

公司名称	主营业务	控股比例	成果
大亿精诚	定位于医疗健康云建设，打造三医联动及分级诊疗的全面闭环，实现互联网医疗的有效输出。	75%	“上海健康云”项目已为 90.6 万糖尿病患者提供闭环管理服务，覆盖全市 240 家社区卫生服务中心（99%），年增长速度超过 50%。
振民智能	以“智慧政务”为主旨，横向覆盖	80%	截止 2018 年底，市民云已覆盖上

	政府职能部门，纵向拓展各大社区基层，实现政务服务的全市通办，并以市民云为最终输出载体，做到线上线下一体化联动服务。		海、海口、成都、柳州、长沙和扬州六个城市，为 6000 多万用户提供公共服务。
药世界	以上海阳光医药采平台为标杆，延续全国药采服务平台的承接，实现上海试点带量采购的模式的全推广。	70%+	上海阳光采购平台作为全国药采服务的示范平台，已连接近 1500 家各级医院和近 6500 家医药企业，月成交超过 50 亿，标的全面覆盖药品、医疗器械和中药饮片。

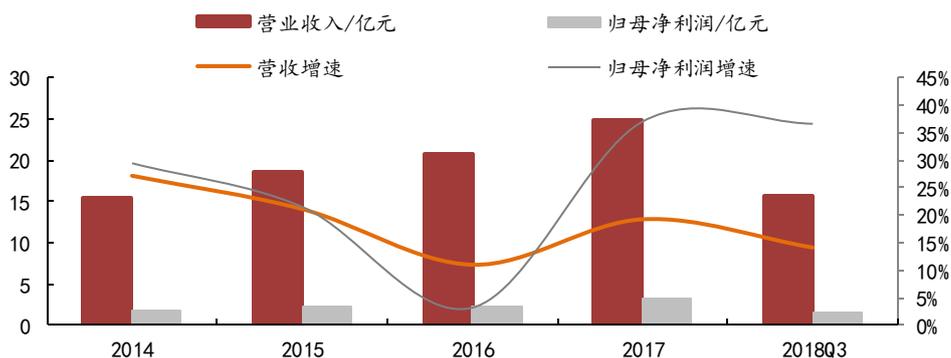
数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 1.2 公司业绩稳健，高研发投入奠定未来成长基石

公司整体营收增速稳健，净利润稳步增长。近年来公司营收水平保持稳定增长，2014 年至 2018 年前三季度分别实现营业收入 15.43、18.69、20.75、24.75 和 15.68 亿元，2014 年至 2017 年期间 CAGR 为 17.06%。分行业来看，民生服务收入从 2014 年的 4.46 亿元增长至 2017 年的 7.55 亿元，对于整体营收增长贡献较大。随着新一轮民生信息化改造到来，我们认为未来两年有望再次拉动公司整体营收快速增长。

公司在净利润方面也保持着稳定的增长态势。2014 年至 2017 年分别实现归母净利润 1.90、2.31、2.38 和 3.26 亿元，其中 2017 年上升幅度较为明显，主要系股权处置收益为公司带来 5543 万元非经常性损益，从而带动公司整体净利润上涨。

图 2：公司营收和净利润均呈现稳步增长



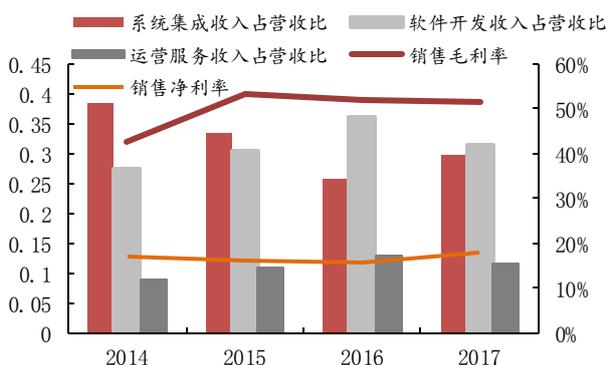
数据来源：Wind, 财通证券研究所

公司盈利水平向好，毛利率逐步提升。公司销售毛利率从 2014 年的 31.85% 上升至 2017 年的 38.55%，造成毛利率上涨的主要原因系公司业务的收入结构获得了大幅调整，毛利率较高的运营服务与软件开发收入占比大幅提高，促使公司整体毛利率上涨。从 2014 年至 2017 年，运营服务收入和软件开发收入的营收占比分

别提高 3.66pct 和 5.28pct，而系统集成收入营收占比下降达 8.94pct。

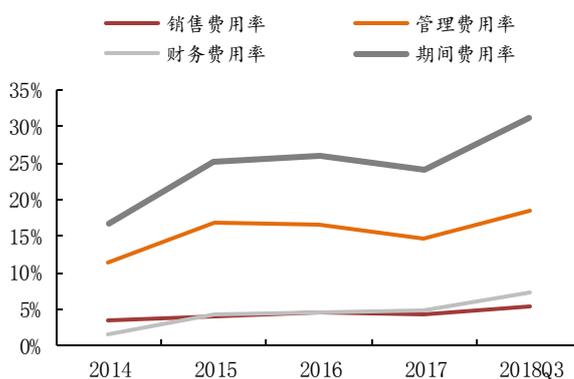
公司期间销售净利率的上涨幅度较毛利率略有不足，主要系两方面原因 1) 公司于 2014 年实行股票期权激励计划导致期间股权激励成本上涨明显，促使管理费用急速上升；2) 公司在此期间外延并购较多，导致借款及合并报表范围增加促使各项费用上涨。仅 2015 年当年，公司财务费用上涨幅度就达 221.04%，管理费用上涨约 77.47%。但 2017 年公司销售净利率上升幅度较为显著，同比 2016 年上升 1.77pct，达到 13.44%，其主要原因系股权激励成本的回冲带来 3600 万元的收益，从而促使管理费用明显好转。

图 3：公司盈利水平逐步向好



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 4：公司各项费用率情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

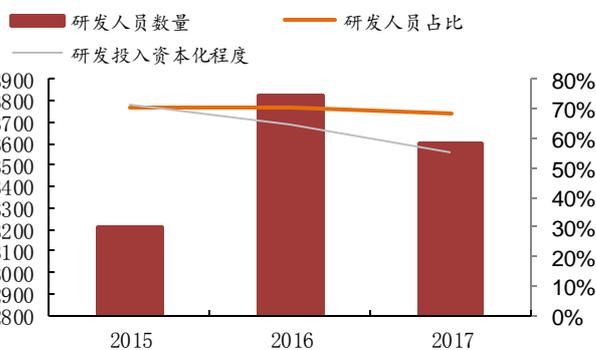
公司研发投入规模长期保持高位。2015-2017 年平均研发投入占营收比例为 16.33%，大幅高于可比公司约 12.02% 的均值，且其研发人员数量增长显著，2017 年公司研发人员数量较 2015 年增长了 400 人，研发人员占比高达 68.42%，由此说明公司在高研发投入的背景下正逐步加强研发团队建设，为公司未来的业务扩展奠定扎实的基础。公司研发资本化水平较高，3 年平均用于研发投入的资本化率为 64%，造成该结果的主要原因是，公司集中开发医疗云、健康云和市民云等城市公共平台项目，短期内投入力度较大，但因此类项目具有广泛的市场需求，我们认为，予以其较高的资本化将利好公司的长远发展。

图 5：公司研发投入情况/亿元



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 6：公司研发人员规模



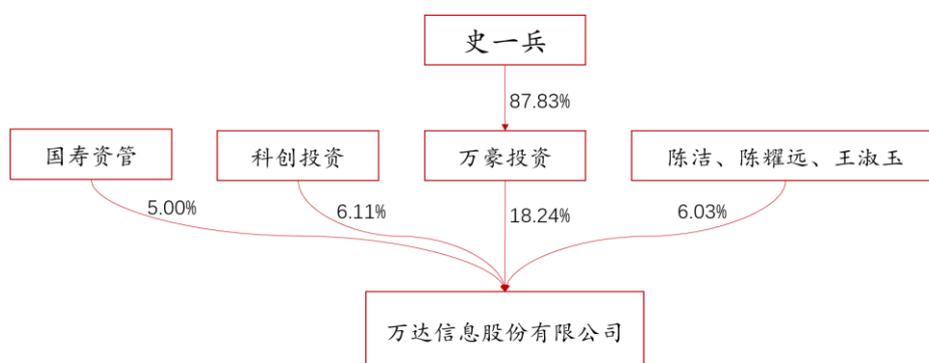
数据来源：Wind，财通证券研究所

### 1.3 人寿入资，彰显公司价值

2018年12月27日，公司控股股东上海万豪投资有限公司与中国人寿资产管理有限公司（以下简称“国寿资产”）签署了股份转让协议，国寿资产以其发行并管理的“国寿资产-凤凰系列专项产品”通过协议转让方式以每股11.50元的价格获得公司55,000,000股，占公司总股本5.0025%。受让后，公司控股股东万豪投资仍将持有公司200,588,800股，所占公司总股本18.24%，史一兵间接持有公司16.02%的股份，实际控制人地位不变，国寿资产成为公司第四大股东。

此次人寿的入股，一方面丰富了公司的股东结构，也是对公司发展路径和成效的肯定，而另一方面，也有望通过此次合作实现以商业保险为例的创新业务协同，完善公司在民生、政务及医疗健康领域的商业闭环，加快其业务拓展。

图7：公司股权结构情况



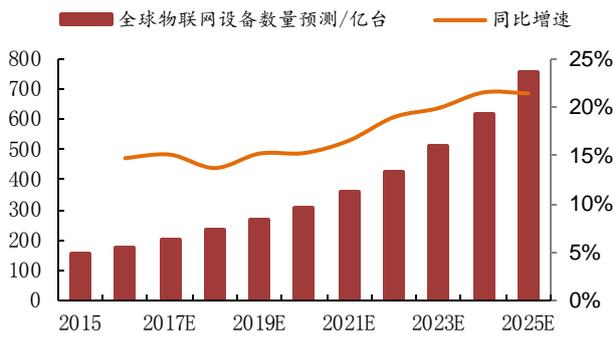
数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 2、电子政务已拉开序幕，市民云登场静待绽放

### 2.1 供给侧“铜墙铁壁”，政务价值有待挖掘

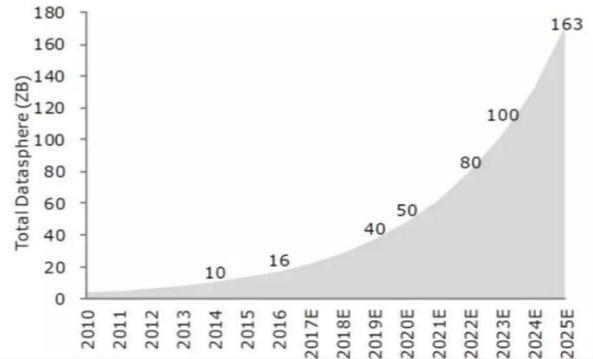
信息化加速数据产出，政府成为最大受益者。互联网渗透率的快速提升叠加物联网生态的完善，直接导致了数据信息呈现爆炸式的增长。根据IDC预测，全球数据总量于2020年将达到47个ZB，2025年攀升至163个ZB，而我国在2020年数据总量有望增加至8060个EB，占全球数据总量的18%。值得注意的是，在我国，各级政府部门掌握约80%以上的数据资源，若以此来计算，至2020年我国政府将掌握约6448个EB的数据量。

图 8：物联网终端数量及预测



数据来源：IHS, 财通证券研究所

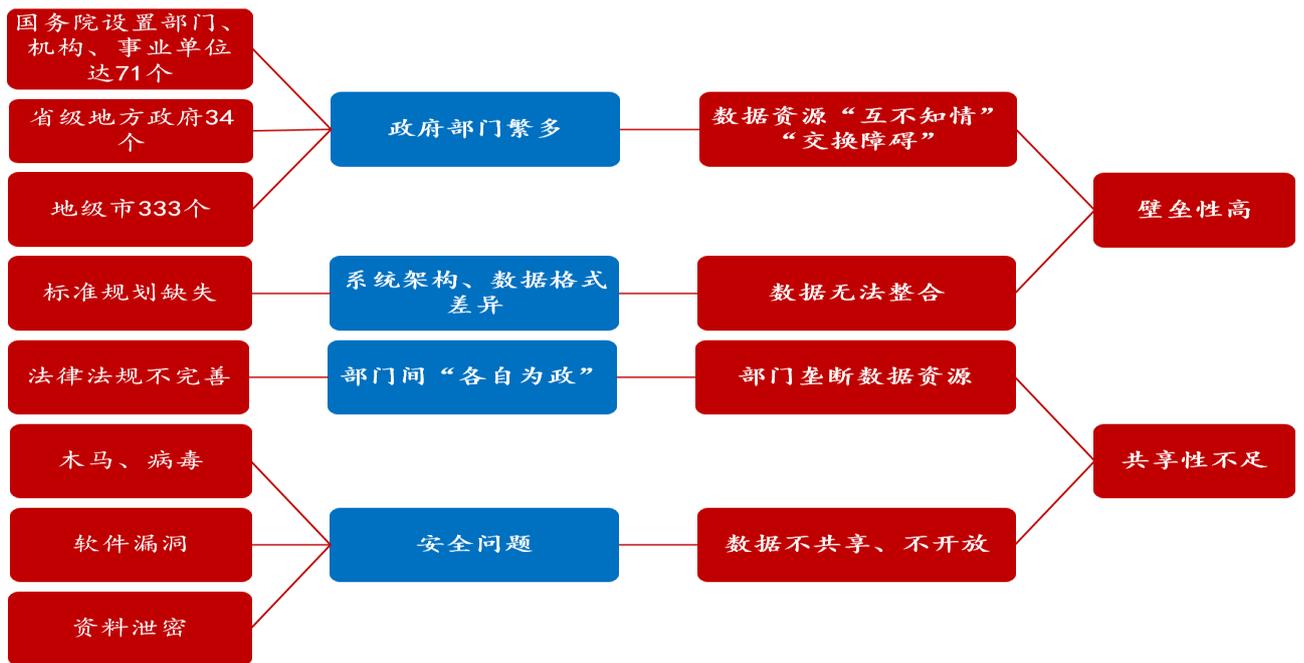
图 9：全球数据量及预测



数据来源：IDC, 财通证券研究所

各部门间信息孤岛现象严重，数据无法实现解放。云计算、AI 及新型移动网络技术的成熟，使得数据处理方式重新洗牌并逐渐走向深度挖掘和融合应用，但实现的前提是大量数据的开放及共享，尤其是以政府为主的数据拥有者。而我国政府虽受益于信息化红利坐拥海量数据，但其仍存在四大核心问题以致于各部门间信息孤岛现象严重，数据无法实现有效输出。因此，电子政务的建设迫在眉睫。

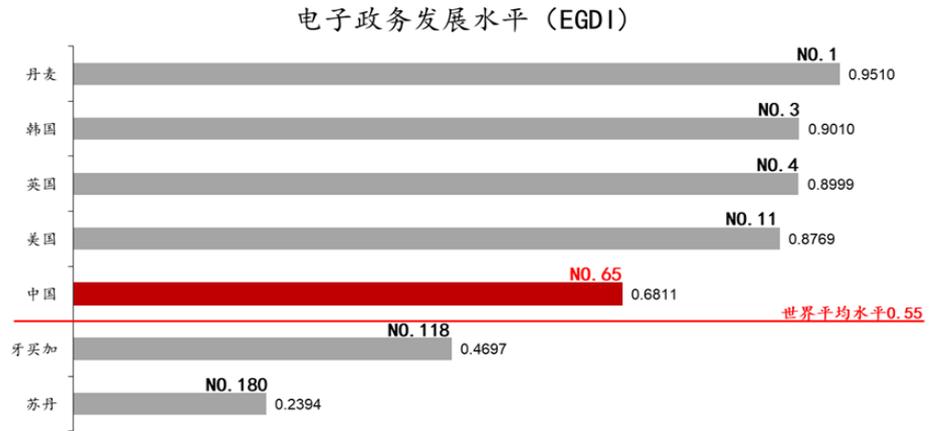
图 10：造成政务信息孤岛的四大原因



数据来源：财通证券研究所整理

政府部门的信息化建设水平处于中游，可提升空间巨大。参考《2018 年联合国电子政务调查报告》中的数据，我国电子政务发展指数 (EGDI) 为 0.6811，位于全球 193 个国家的第 65 位，政府部门的信息化建设与国家综合实力明显不匹配。究其背后有着政务发展的历史原因，但眼下的差距即是未来可拓展的空间，尤其是实现政务数据的整合及共享已成为当前的共识，信息化手段作为“必选项”，其需求客观存在且愈发强烈。

图 11：我国政务信息化建设仍有较大上升空间

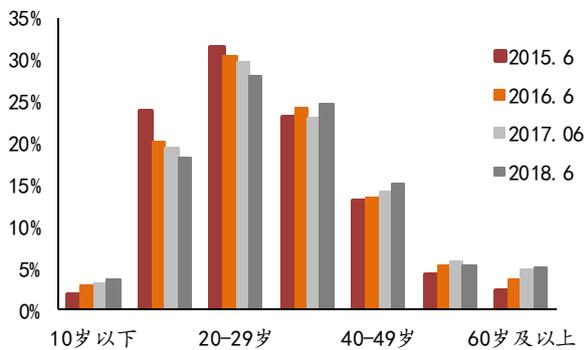


数据来源：联合国经济与社会事务部，财通证券研究所

## 2.2 政务信息化的需求客观存在且意义重大

从需求侧来看，政务服务的下游用户可以粗略的分为企业和社会公众，而随着社会公众群体中网络用户年轻化，其对于政务服务的要求已不再仅是信息的发布和公开，而是追求更为便捷、时效性的个性化服务，这也将为电子政务的发展孕育了肥沃的土壤。

图 12：网络用户年轻化愈发明显



数据来源：《中国互联网发展状况统计报告》，财通证券研究所

图 13：“一网通办”模式



数据来源：万达信息官网，财通证券研究所

电子政务的铺设将极大程度提升政务服务效率，并带来千亿以上的社会价值。根据人民网在 2018 年披露的一则关于“一网通办”数据：浦东新区已实现了 327 项网上涉企事项的覆盖，其中“全程网上办理，不见面审批”占 52.9%，“窗口只跑一次”占 47.1%，实际办理时间比法定时限压缩了 85%，施工许可审批时间从 279 天缩短到 41 天。

一旦我国全面实现以“一网通办”为例的电子政务覆盖，将带来巨大的社会价值。我们按均次政务审批时长 24 小时计算，电子政务的铺设能节约时长 20.4 小时。假设平均每小时全国办理政务的人数分别达目前全国总人口的 5%/10%/15%，则全社会每小时能节约 14/28/43 亿小时，届时按照每小时的经济价值 100 元计算，将为整个社会节省千亿以上的时间价值。

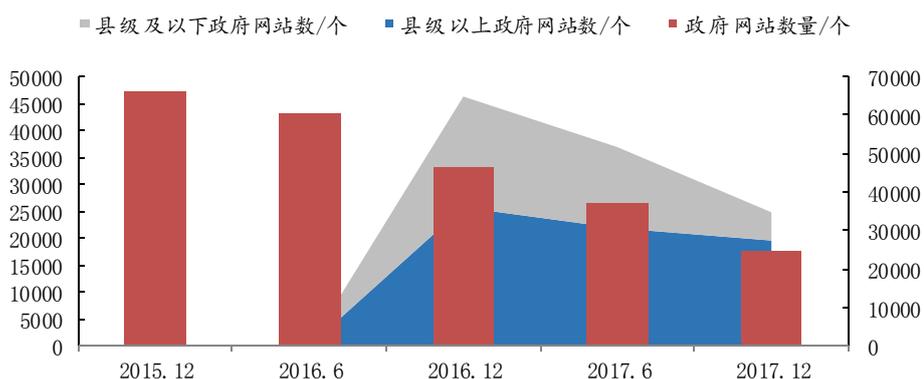
表 3：电子政务铺设带来千亿以上社会价值

平均节约时长/小时	20.4		
每小时办理政务人数占我国总人口比例	5%	10%	15%
每小时经济价值/元	100		
社会价值/亿元	1418	2836	4253

数据来源：财通证券研究所整理

若从经济成本考虑，电子政务的推行将至少节约 15 亿元/年的政府 IT 支出。参考《2016 年中国互联网信息资源数量调查报告》的统计数据，我国各级政府网站中“政府日常办公事务与网站相关服务结合较紧密”的比例仅为 28.2%，“几乎没有信息通过网站发布”的比例却高达 22.2%，政府网站存在明显空置现象。2017 年 6 月国务院办公厅发布《政府网站发展指引》，旨通过电子政务的推行，实现行政业务集约化管理，减少政务资源的浪费，并在此基础上不再允许县级及以下部门开设政府网站。根据《全国政府网站抽查情况通报》的数据显示，2017 年第二季度我国仍处于运行中的政府网站总数达 3.69 万个，其中县级以上政府网站为 2.19 万个，县级及以下（乡镇、街道）政府网站为 1.50 万个，若在此基础上假设每个政府网站的运维费用为 10 万元/每年，则电子政务的快速部署将至少节约 15 亿元/年的政府 IT 支出。

图 14：各级政府网站数量统计/个



数据来源：《全国政府网站抽查情况通报》，财通证券研究所

### 2.3 服务型政府呼之欲出

电子政务将推动政府向服务型转变。区别于传统政务高成本、低效率的粗放式管理，电子政务是以信息资源的数字化和信息交换的网络化为基础，实现从单项业务应用的纵向深化向纵横联动的数字化、智能化升级，并通过与政府职能的转变相结合，从而提升行政业务的办事效率和政府监管水平，并有效推动政府从管理

型向服务型转变。对此，我国先后出台了多项举措推进电子政务，将信息化深入运用到政务管理当中。

**表 4：政策助力电子政务发展**

发布日期	重要政策/规划	主要目标/内容
2016 年 9 月	《关于加快推进“互联网+政务服务”工作的指导意见》	实现互联网与政务服务深度融合，建成覆盖全国的“互联网+政务服务体系”，提升政务服务智慧化水平。
2017 年 1 月	《互联网+政务服务技术体系建设指南》	提出了优化政务服务供给的信息化解决路径和操作方法，为构建统一、规范、多级联动的“互联网+政务服务”体系提供保障。
2017 年 5 月	《政府网站发展指引》	全面推进政务公开和“互联网+政务服务”，规范网站域名，严格开办流程，加强监管考核、推进资源集约，实现政府网站有序健康发展。
2017 年 5 月	《政务信息系统整合共享实施方案》	要求各地区、各部门整合分散的政务服务系统和资源，于 12 月底前普遍建成一体化网上政务服务平台。
2017 年 6 月	《“十三五”国家政务信息化工程建设规划》	到“十三五”末，要形成共建共享的一体化政务信息公共基础设施大平台，总体满足政务应用需要；形成国家政务信息资源管理和服务体系；建成跨部门、跨地区协同治理大系统；形成线上线下相融合的公共服务模式。
2018 年 3 月	《深化党和国家机构改革方案》	在原有部委基础上，新组建 9 个国务院直属部门，以及国家监察委员会；同时新组建国家市场监督管理总局等 9 个机构。为电子政务行业发展创造大量新的需求。
2018 年 6 月	《进一步深化“互联网+政务服务”推进政务服务“一网、一门、一次”改革实施方案》	加快构建全国一体化网上政务服务体系，推进跨层级、跨地域、跨系统、跨部门、跨业务的协同管理和服务。到 2019 年底，重点领域和高频事项基本实现“一网、一门、一次”。
2018 年 8 月	《关于加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见》	加快建设全国一体化在线政务服务平台，推进各地区各部门政务服务平台规范化、标准化、集约化建设和互联互通，形成全国政务服务“一张网”。

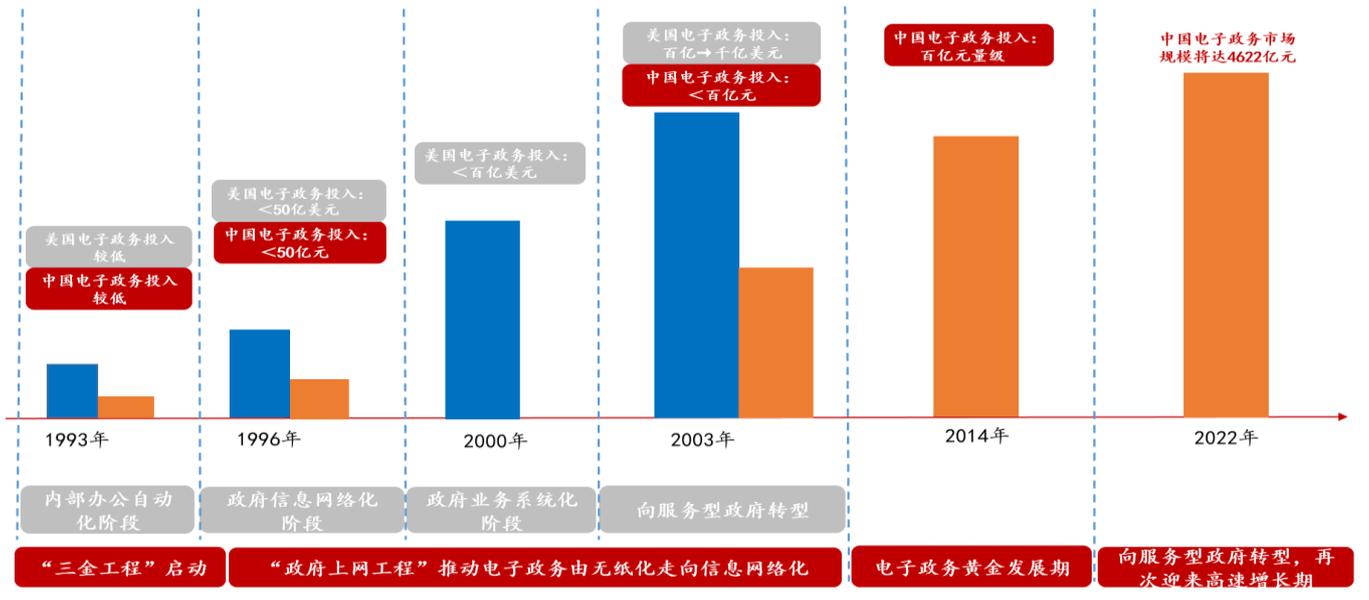
数据来源：各部委官网，财通证券研究所

参照美国电子政务的发展路径，我们认为目前我国正处于转型爆发期。美国电子政务自 1993 年正式提出后，分别经历了内部办公自动化、政府信息网络化、政府业务系统化等阶段，2003 年细化电子政府战略，开始全面向交互与服务型政府转型。

而纵观我国，“三金工程”的启动拉开了国民信息化建设的帷幕，1996 年“政府上网工程”推动电子政务由无纸化走向信息化，2003 年国家信息化领导小组开展“两网一站四库十二金工程”宣布电子政务建设进入业务系统的黄金发展期。直至 2014 年，由总书记领导的中央网络安全和信息化领导小组成立，开始推进数据共享，全面建设一体化网上政务服务平台，政府开始向服务型切换。

因此对比美国电子政务的发展路径，我们认为，目前我国正处于向服务型政府转型的爆发期，预计未来 5 年电子政务建设及应用将迎来高速增长。根据前瞻产业研究院预测，至 2022 年我国电子政务市场规模将超过 4622 亿元。

图 15：我国电子政务发展时间轴



数据来源：前瞻产业研究院，财通证券研究所整理

**政务数据将孕育千亿级市场。**随着政务数据逐步共享，从变现的方式来看，对于政务信息化服务商，在帮助政府实现公积金缴存、税收征缴等核心数据处理的同时，若进一步获得政府与用户的授权，其将拥有最为精准的人口数据，而该数据的精准营销将是明确的变现方式，征信机构、商业银行及保险机构将成为最直接的数据采购方，其盈利模式将以用户推送+佣金提成+业务自营等方式变现。商保引入或将成为其中最大的细分市场。

引入商业保险需要产品设计、产品推广、销售结算等三个环节，按照我们的测算三个环节合计每年空间在 514 亿元，如果乐观计算则会到 3889 亿元。

表 5：政务数据延伸空间测算

环节	产品设计	产品推广	销售结算
业务模式	人口数据支撑—用户画像推送，用于保险产品	用户价值转化—保险产品推广	产品价值输出—保单形成，产品销售
收费模式	按地区按年收费	按次数收费	按销售金额收费
各环节空间	58.8 亿元	55-330 亿元	400-3500 亿元
测算过程	<ol style="list-style-type: none"> <li>按每个地级市 200 万收费</li> <li>全国约有 294 个地级市</li> <li>则对应空间为 5.88 亿元；假设 10 家保险公司入驻，则对应空间达 58.8 亿元</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>根据中国信息中心预测，至 2020 年我国网民人数将达到 11 亿</li> <li>若按照每人每年 5-10 次推送计算，则每年共有 55-110 亿次推送过程</li> <li>按每次 1-3 元计算，则每年空间总量达 55-330 亿元</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>根据华兴资本预测，我国互联网保险总额至 2020 年将达到 4000 亿元至 1.75 万亿元，较 2015 年增长 5-17 倍</li> <li>按销售渠道返点 10%-20% 计算，则对应 400-3500 亿元</li> </ol>

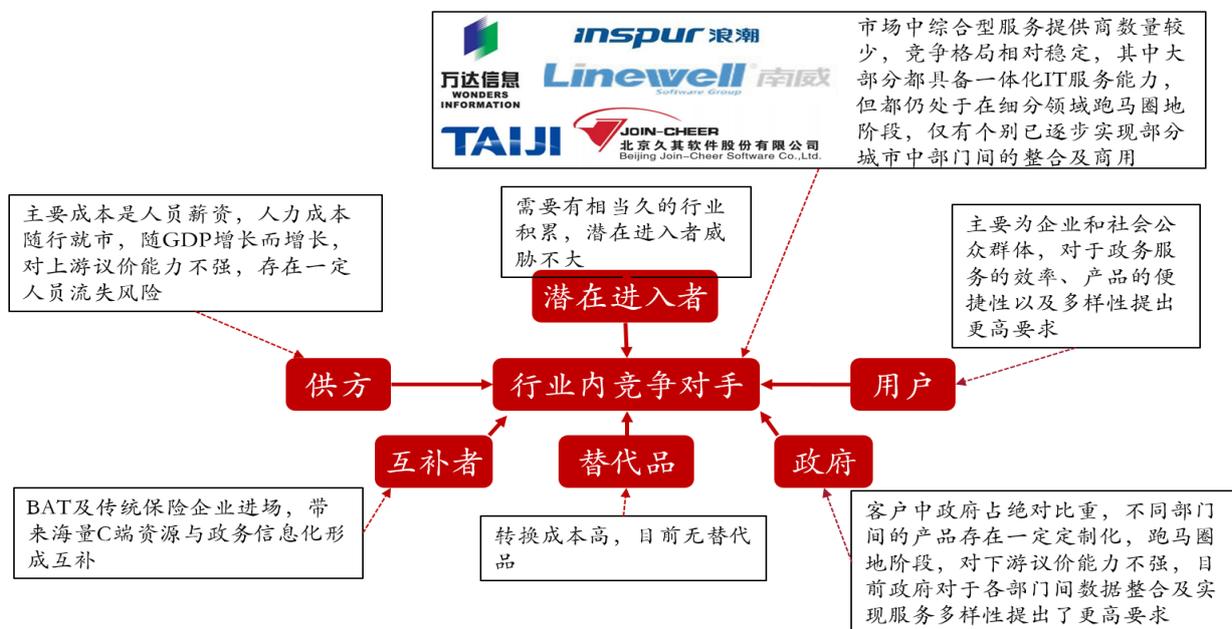
数据来源：财通证券研究所整理

对于电子政务领域,我们认为进入壁垒较高,具备服务多样性的综合型厂商占优。首先,由于我国电子政务的发展进程已向第四阶段开展,大规模硬件投入需求将降低,软件与服务比例逐步扩大,其中软件应用的迭代专业性较高,因此存在明显的竞争门槛。

其次,在政务 IT 企业的选择上,由于政府部门本身已经历了多轮系统的升级改造,若轻易更换厂商则将承担系统更换所带来的高成本压力和数据泄露等隐患,所以在叠加政府高议价权的情况下,优质厂商的客户粘性也将越强。

同时,随着政务数据逐步上线,政府对于产品覆盖区域的用户深度以及产品服务的多样性提出了更高的要求,而可持续竞争公司必须具备资金+人才+信息化服务+创造力等综合实力,才能实现技术+品牌+资金+渠道+产品的正反馈,马太效应将愈发明显,行业具有明显的竞争壁垒。

图 16: 电子政务市场格局分析

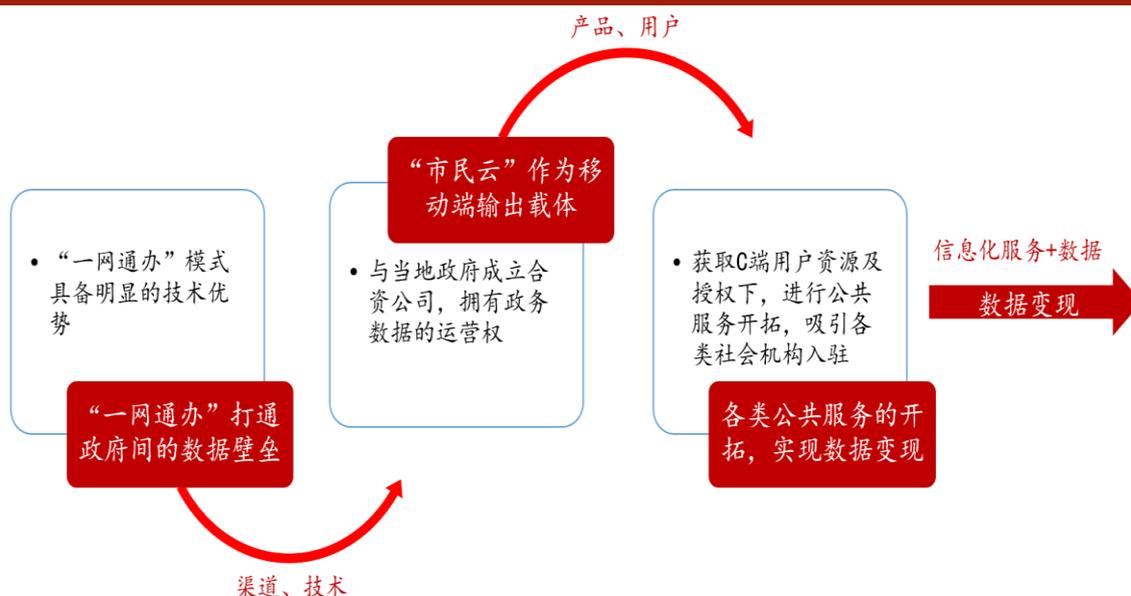


数据来源: 财通证券研究所整理

## 2.4 政务瘦身为起点,多元化融入成就“超级APP”

业务三步走,构建“超级APP”。公司在政务服务的业务我们可以分为三步理解。首先,公司作为“一网通办”的主要承建商,通过该模式横向覆盖政府职能部门,纵向拓展各大社区基层,实现政务服务的一站式办理,打通了各部门之间原本存在的数据沟壑。其次,公司在基于高保密资质和技术优势下,与地方政府成立合资公司,从而拥有政务数据的运营权,并以市民云 APP 作为其移动端的输出载体。最后,依赖于市民云做到线上线下一体化联动服务,在获取大量 C 端用户资源及授权下,不断进行各类公共服务的开拓,并吸引大量社会机构入驻,达到渠道+技术+产品+用户+信息化服务+数据的正反馈,最终实现数据变现。

图 17：公司在政务服务领域的业务布局

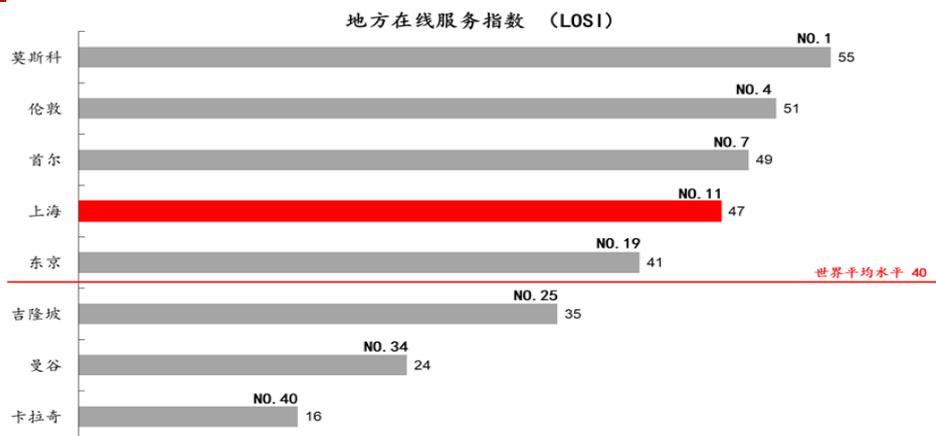


数据来源：财通证券研究所整理

从两个维度分析，印证可复制性。我们认为，强调公司的可复制性不能仅从市民云这一输出载体出发，而是需要纵观公司的业务模式来进行思考。因此，我们从两个核心维度（政府、用户的维度）来分别印证其模式的可复制性。

**模式的领先以及数据的安全是政府考虑的核心要素。**正如上文中所提及，随着政府职能的切换，其对于电子政务的改造要求已不再是打通单体部门间的数据孤岛，而是需要全面覆盖政府职能部门，加速政务数据的共享及应用。而公司所承接的“一网通办”模式，在优化政府内部工作的同时实现了跨部门的流程再造，倒逼政府改革从而建立各部门间的协同合作机制，推动公共数据实现整合应用。根据《2018 年联合国电子政务调查报告》的数据，上海凭借“一网通办”模式获得地方在线服务指数（LOSI）47 的高分，位于全球 40 个发达城市的第 11 位。基于此，我们认为“一网通办”模式具备明显的创新及整合优势。

图 18：“一网通办”模式优势凸显



数据来源：联合国经济与社会事务部，财通证券研究所

其次，政府在数据的授权上，对于企业的技术水平及资质具有较高要求。公司作为城市信息化领域的领军企业，深耕行业 23 年，在深度了解行业需求的基础上具备显著的竞争优势。其中值得一提的是，公司是为数不多拥有国家级政务云平台且具备三项涉密信息系统集成资质的甲级企业。

公司的另一创新点是，通过与地方政府成立合资公司，以合作运营的模式共同开展数据增值服务，采取该类方式一方面能有效保证政务数据的安全，另一方面则能提升公共数据服务的有效性。

图 19：公司具备明显的竞争壁垒

### 技术优势

#### 国家级企业技术中心

- 全国首家通过CMMI5评估的企业
- 已通过CMMIV1.3五级评估，达到国际最高标准
- 获得30余项国家级奖项

### 资质壁垒

#### 国家和行业标准编制及引领者

- 三项涉密信息系统集成资质甲级
- 《党政机关电子公文系统安全可靠应用集成服务企业名单》10家之一
- 国家级政务、医疗健康领域领先的可信云平台

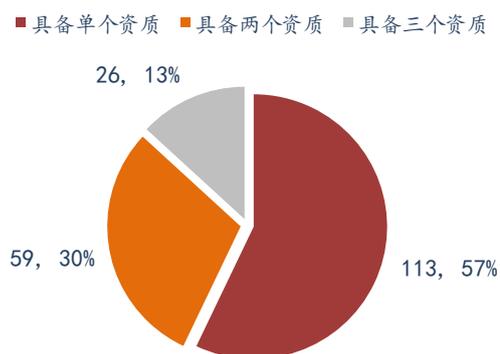
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 20：公司市民云平台



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 21：国家甲级涉密资质企业的比例

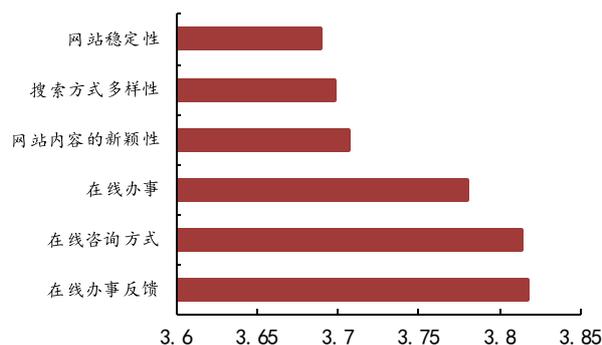


数据来源：国家保密科技测评中心，财通证券研究所

从用户的角度来看，内容多样性需求愈发强烈。根据中国科学院文献情报中心在 2013 年披露的一则关于政务服务的需求与满意度调查：从样本中我们可以观察到，对于政府平台的职能要求，在除去办事效率、反馈速度等基础指标外，平台

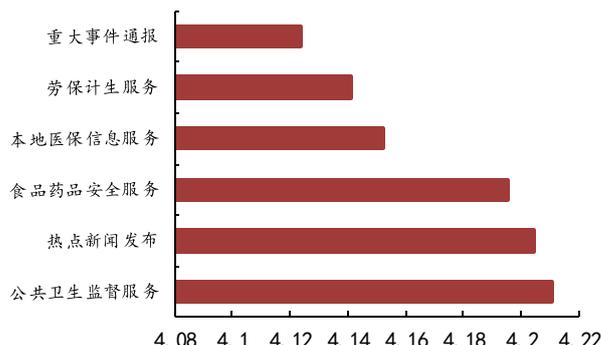
的新颖性以及咨询方式的多样性也被纳入前 5 序列中。而落实到具体内容，目前人们对于政务内容要求已不再仅限于热点问题及重大事件的公开与发布，而是聚焦于细分领域的多样化服务，例如安全、卫生及医保等，其中公共卫生监督的需求已超过了信息公布，达到均值 4.210（总值为 5）。由此说明，随着网络用户年轻化以及电子政务的逐步推广，人们对于服务内容的多样化及个性化提出了更高的要求。

图 22：对于政府平台职能的要求



数据来源：中国科学院文献情报中心，财通证券研究所

图 23：对于政府服务内容的要求



数据来源：中国科学院文献情报中心，财通证券研究所

市民云作为“一网通办”移动端的输出载体，以实名制用户体系为基础，面向智慧城市，并在开放的服务框架下，将市民数据作为中心，构建实名制统一身份认证、线上与线下结合（O2O）服务、多屏接入、个性访问的生态系统，形成一种汇聚政府服务、社会服务的创新模式。目前，市民云已集中汇聚了市政府各委办局共 1274 项服务事项，并提供预约、预审、进度查询、快递寄送等多层级服务，做到了公共事务的在线办理。同时，市民云将整合并取代当地的多个 APP 的功能，实现公共服务总入口的目的。因此，我们认为市民云的推出不仅能深度满足用户对于政务服务多样性及个性化的需求，同时随着各类公共服务的开拓以及大量社会机构的入驻，其未来竞争力将更加明显。

图 24：市民云的服务构成



数据来源：公司官网，财通证券研究所

项目不断拓展，佐证可复制性。公司城市级市民云平台已在上海、海口、成都、柳州、长沙和扬州等多个城市逐步落地，为 6000 余万人口提供公共服务。其中 2013 年底建设运营的上海市民云平台，目前注册用户已过千万，接入超过 1274 项服务事项；2018 年 9 月中旬上线的成都天府市民云平台用户也已突破 50 万，服务人次达到 450 余万；柳州市民云也已于 2019 年 2 月正式上线。

**表 6：公司市民云运营状况**

市民云项目	运营情况
上海市-市民云	2013 年底成立，截至 2018 年 9 月中旬，注册用户就已达 930 余万人，对接 30 多个政府与社会机构 2017 年列入上海市政府实事项目 2018 年成为“一网通办”移动端和智慧城市总入口，接入超过 1274 项服务事项
成都市-天府市民云	2018 年 5 月 28 日测试版上线公测 截至 2018 年 9 月中旬，注册用户已超过 24.3 万，服务市民 80 余万人，已对接成都市近 30 个政府部门和社会机构，提供 104 项城市服务
海口市-椰城市民云	2017 年 12 月 14 日，海南省委常委、海口市委书记张琦宣布椰城市民云正式上线 截至 2018 年 9 月中旬，注册用户突破 60 万，占常住人口 26%，对接 53 个政府与社会机构，提供 189 项城市服务 平台建设和用户增长速度最快的城市

数据来源：财通证券研究所

### 3、医疗信息化外延嬗变，健康云打造“国王的宝藏”

#### 3.1 区域卫生平台将是最终目标

医疗信息化大致要经历三个阶段：HIS、CIS 和 GMIS。

我国正处于 CIS（临床信息化）转型阶段，而区域医疗平台的建设也已在各地启动。区域医疗信息化是指通过信息通讯技术将社会医疗资源和服务进行连接，做到对公共卫生系统完整的流程化管理，提高医疗卫生机构的工作效率和服务质量。

其最终目的是在基于区域范围内打通医疗机构、妇幼保健、防疫、医保基金、商业保险基金、药房、家庭等各环节，做到辖区内健康数据的互联互通，并通过长时间、大规模、各维度积累后利用大数据分析技术制定更为准确的医疗支付方式和参数，也为远程诊疗、处方外流等互联网医疗服务提供现实依据，实现医疗资源配置的最优化，减少后续医疗支出所带来的压力。

图 25：医疗信息化发展路径



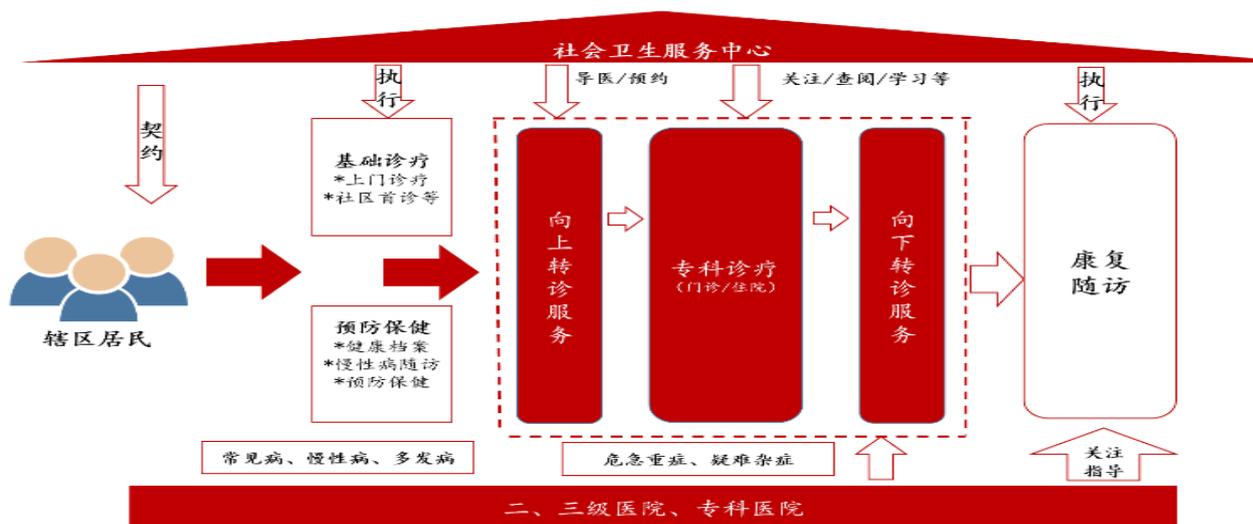
数据来源：ChinaHospeq，财通证券研究所

互联网医疗服务有望在 5 大领域率先启动。我们认为，随着区域信息平台的搭建及互联网医疗服务的逐渐开启，其作用将率先体现在 5 大细分领域，分别是分级诊疗、慢性病管理、商保引入、处方外流和医药分离。

未来 10-30 年时间是我国老龄化加速期，从目前老龄人在医院资源占比的趋势来看，未来增幅将更明显。老龄人患病多数是慢性病引起的并发症，而慢性病所带来的后续就诊将会造成更为明显的医疗支出压力，因此做好慢性病管理对于实现医疗控费具有重要的意义，而以优化资源配置、实现资源下沉为目的的分级诊疗及远程诊疗重要性凸显。

以分级诊疗为例，慢性病的确诊是最为重要的环节，确诊需要医院为主导，一旦确诊就转移病患到社区或乡镇卫生院进行慢性病治疗；而住院则采取自下而上的制度，本级医疗机构治愈不了的疾病实行向上级医院的转诊，治疗好后再分流到社区进行康复。

图 26：分级诊疗模式



数据来源：财通证券研究所整理

我国基础医保由于受到宏观经济影响较大，系数往上提升的概率并不大，反而有下降趋势，但医疗支出是刚性增长，长期会产生缺口，因此引入商业保险是承接医保压力的重要解决方案。

处方外配是实现信息互通后最重要的互联网医疗增值服务，日本、美国处方外流比例高达 50% 以上，我国只有 10%，未来卫生费用总体增长，医药费用也会出现较大增幅，我们判断国家一旦严格执行医药分类，处方外配市场就会大幅增长。

**表 7：率先进入 5 大细分领域**

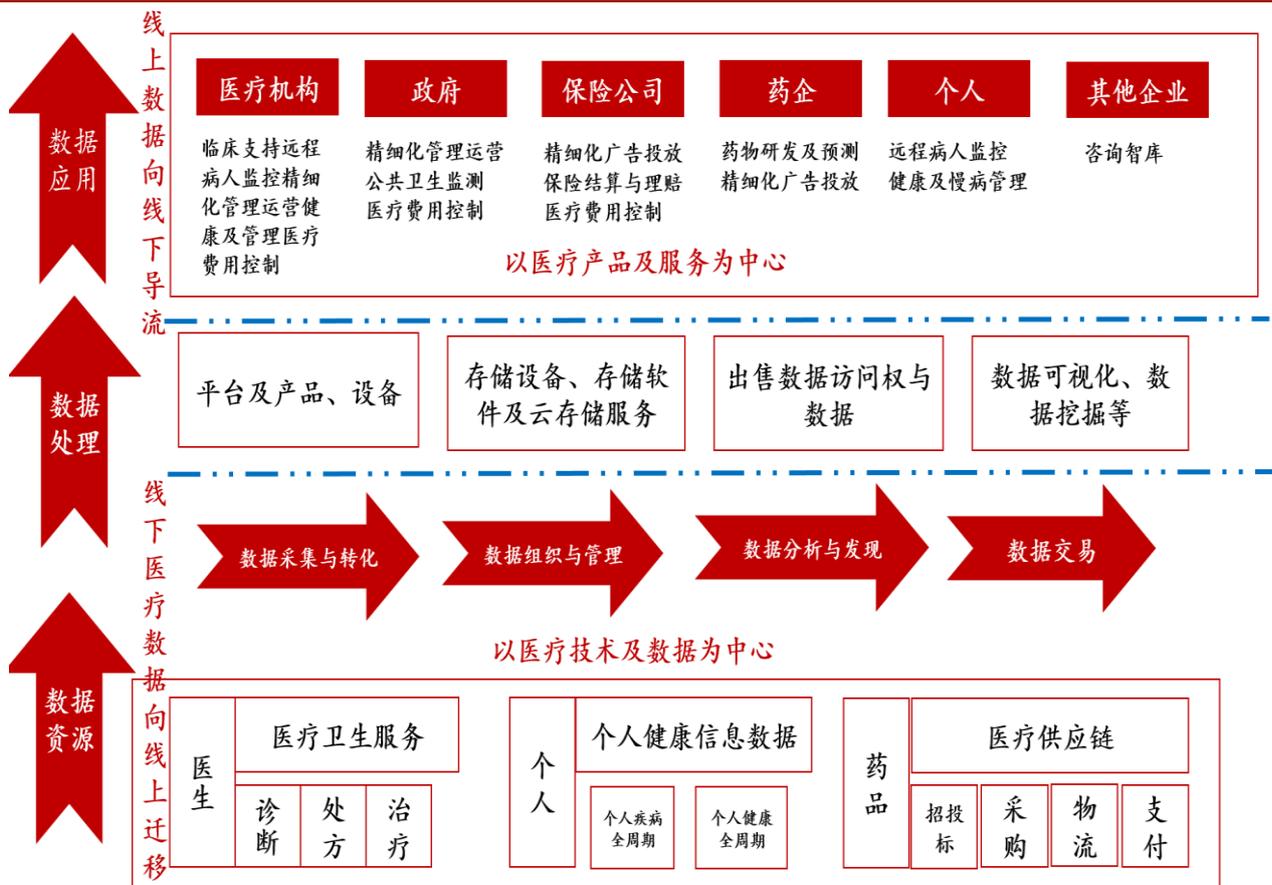
序号	功能	具体描述	承担主体	目的	盈利模式
1	分级诊疗	1、门诊自上而下分级 2、住院自下而上分级	医院、医联体、社区卫生机构	实现资源下沉,优化医疗配置	传统信息化
2	慢性病管理	医院确诊社区管理	社区卫生机构、互联网医院、药店	提供便民服务,减少后续医疗支出	平台模式
3	商保引入	商业保险纳入到现有结算体系	医疗机构、商业保险机构、基础医保、药店	承接基础医保压力	产品设计、引流销售、结算支持
4	处方外配	拿到门诊处方到药店拿药	医院、药店	实现医疗机构处方与和药品零售间的信息共享	药店引流收费
5	医药分离	医院 0 加价销售药品	医院和医药企业	改变以药养医的局面	平台模式

数据来源：财通证券研究所整理

### 3.2 信息化重点在数据外延联动

**商业模式将迎来变化。**随着院内信息化在医疗机构的普及与区域联网的不断完善，行业的信息纽带正由信息孤岛向互联互通转变，同时，在政策端明确三医联动、打通医保异地支付与放开互联网售药窗口，线下医疗数据有望向线上迁移。其次，行业的参与者也在增多，特别是数据巨头的不断涌入，使得行业变革提速趋势明确，这也意味着我国医疗信息化行业将迎来全面横向竞争格局的升级，线上流量向线下导流的商业模式有望实现部分突破。

图 27：医疗数据的构成及变现方式



数据来源：财通证券研究整理

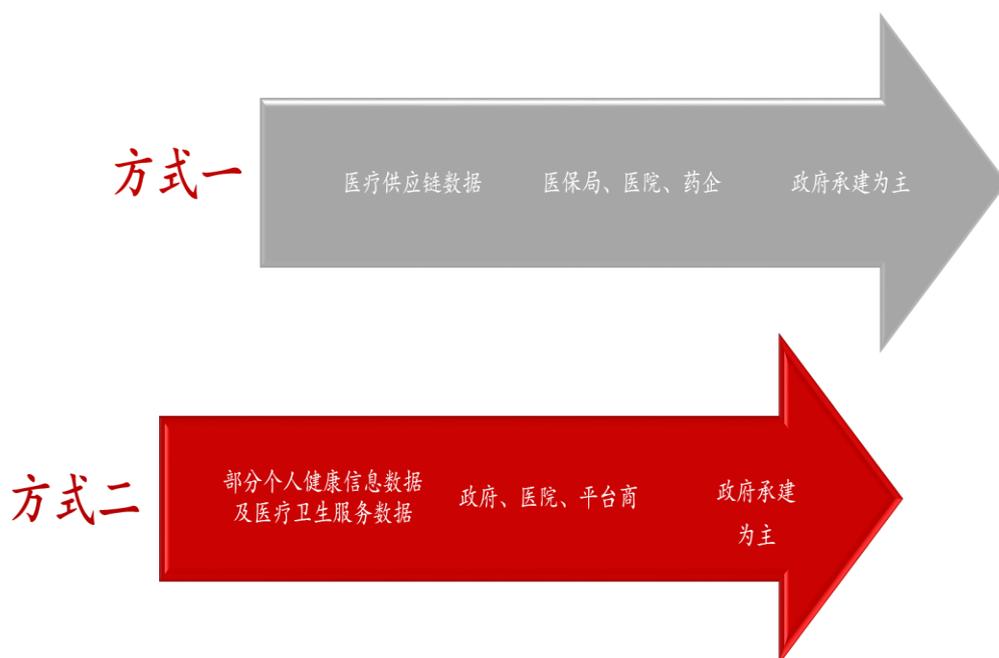
具体看，明显向线上迁移的院内数据主要包括医疗供应链数据、部分个人健康信息数据及医疗卫生服务数据，其变现方式大致以政府承建为主。

从数据上线的实现方式看，大致分为两类：

一、医疗供应链数据主要在于医疗保障局的推动，具体执行单位应该是地方医疗保障局、医院及药企的联合执行，实现模式大致是以政府采购承建为主，通过政府平台实现对医院和药企的对接，做到以医保支付和药品采购为核心数据的采集。

二、医院和互联网巨头的联合试点是推动部分个人健康信息及医疗卫生服务数据上线的原因之一，而变现发展重点在于政府与第三方商业平台的合作，目前医疗信息化公司均在布局。

图 28：医疗数据上线模式



数据来源：财通证券研究所整理

### 3.3 新增空间或到千亿级别。

**医疗数据价值或超千亿。**随着医疗数据的逐步上线，从创新业务的模式来看，对于医疗信息化服务商，在帮助政府实现医保支付、药品集中采购等核心数据处理的同时，最直接的变现方式来自佣金提成。其次，在获得政府或者医疗机构与个人授权下，部分个人健康信息数据及医疗卫生服务数据的精准营销将是明确的创新业务，线上药品销售平台或者医疗服务推送平台有望成为数据采购方，其盈利模式将以佣金提成+数据导流+业务自营等方式变现。我们认为，商业医保引入及处方外流将是创新业务中最大的细分市场。

根据波士顿咨询公司数据 2020 年我国商业医疗保险规模或达 1.1 万亿元，其中 4000 亿元为报销型商业保险，我们认为预测数据可信（按 4000 万人每年购入 1 万元报销型保险）。

同时我们从更为长远的角度看比如到 2030 年，我国医疗总体支出很可能在现有基础上再翻一倍达到 10 万亿体量，基础医保将面临巨大的支出压力，引入商业保险是较为重要的解决方案。

引入商业保险需要产品设计、引流销售、结算支付等三个环节，按照我们的测算三个环节合计每年空间在 1240 亿元，如果乐观计算则会到 2240 亿元。

**表 8：引入商业保险所衍生的新增空间**

序号	项目	产品设计	引流销售	结算支付
1	环节	需要数据支持—脱敏电子病历	互联网渠道：BAT 公司、各地市民云总入口	提供诊断记录、医保额度等
2	收费模式	按地区按年收费	按销售金额付费	按次收费
3	各环节空间	140 亿元	1000-2000 亿元	89.5-179 亿元
4	测算过程	1. 按每个县 50 万元收费； 2. 全国 2856 个县 3. 则对应空间为 14 亿元 4. 假设 10 家保险公司参与，则对应空间 140 亿元空间	1. 波士顿咨询公司计算 2020 我国商业医疗保险 1.1 万亿元，其中 4000 亿为报销型商业保险 2. 我们推测 2030 年报销型商业保险会达到 1 万亿规模； 3. 按销售渠道返点 10-20%，则对应 400-800 亿元的提成规模 4. 如算上整个医疗商业保险就会到 1100 亿以上规模	1. 根据原卫计委数据，2017 年我国诊疗量达到 81.8 亿次，若按每年 2% 增长，则 2020 年将达到 89.4 亿次，至 2030 年或将攀升至 100 亿次 2. 假设 20% 有报销型商业保险参与 3、则对应 17.9 亿次查询和赔付； 4、按每次 5-10 元计算，则总空间为 89.5-179 亿元

数据来源：财通证券研究所整理

在处方外流市场，我们认为空间在百亿级别。卫计委数据显示，2017 年我国医药销售规模 1.58 万亿元，处方药销售占大头为 1.34 万亿元，其中处方药通过零售药店及其他渠道售卖额为 0.27 万亿元。

到 2030 年我们认为整个医药市场会增长 80% 左右，假设通过医疗系统销售的处方药占比为 50%，则通过零售店及其他渠道销售的规模将增长 260% 到 0.97 万亿元，新增近 7000 亿元。

我们观察 2017 年一心堂、老百姓、益丰药房和大参林等四个药店公司的净利率，发现均在 10% 以下，因此我们判断在传统药房赚取较多利润的可能性并不大，但我们也倾向于认为未来会有更多互联网药房、互联网药品配送公司大量冒出来，信息化公司或平台公司通过大数据技术支撑获取 9700 亿元的 1% 的收入并不为过。

因此在处方外流市场我们认为会有 100 亿规模的增量。

**表 9：处方外流市场新增体量测算**

	医药销售	处方药销售规模	医疗系统销售	零售店及其他渠道
2017 年数据 (万亿元)	1.58	1.34	1.07	0.27
2030 年数据 (万亿元)	2.84	2.42	1.45	0.97
新增体量 (万亿元)	1.26	1.07	0.38	0.7
增幅	79.7%	80.0%	35.0%	260.0%

数据来源：财通证券研究所整理

**市场格局或将走向集中。**我国医疗信息化公司众多，根据医盟网统计 2017 年我国医疗 IT 企业超过 300 家，雇佣人员超过 1000 人的公司有创业慧康、卫宁健康、东软集团、东华软件、万达信息 6 家公司，和仁科技、医惠科技、麦迪科技等在 400 人以上。

我们将竞争领域分为区域平台建设、医疗领域、医保领域、医药领域等四个大板块，近三年内主要的赛道还是在以电子病历为代表的医疗信息化，但 10 年维度看我们认为区域卫生平台、医保控费和医药行业信息化等会接力医疗信息化建设高峰。

在目前电子病历赛道上，龙头公司都有布局，东华软件、卫宁健康在 HIS 阶段所涉及的医院最多，有优势；其余创业慧康、思创医惠等处于第二梯队。

从业务线条布局上看，万达信息布局最为全面，全国性卫生平台、省级卫生平台、区域公共卫生平台、医疗、医保和医药等全部打通；在卫生平台建设上份额最大，目前在浙江宁波、浙江台州等试行，全国卫生平台大数据分析平台和互联互通平台目前看全国唯一；在医保结算领域处于龙头地位（与东华软件、久远银海形成竞争）；在医药领域率先在上海推出阳光采购平台，有望推向全国。

我们认为从短期 3-5 年看，电子病历是医疗信息化公司的主要粮仓，长期 5-10 年看拥有综合能力的公司具备更强的变现能力。另外我们也倾向于认为在未来 10 年里格局将越来越集中，头部公司会受益。

图 29：我国医疗信息化行业格局及主要赛道

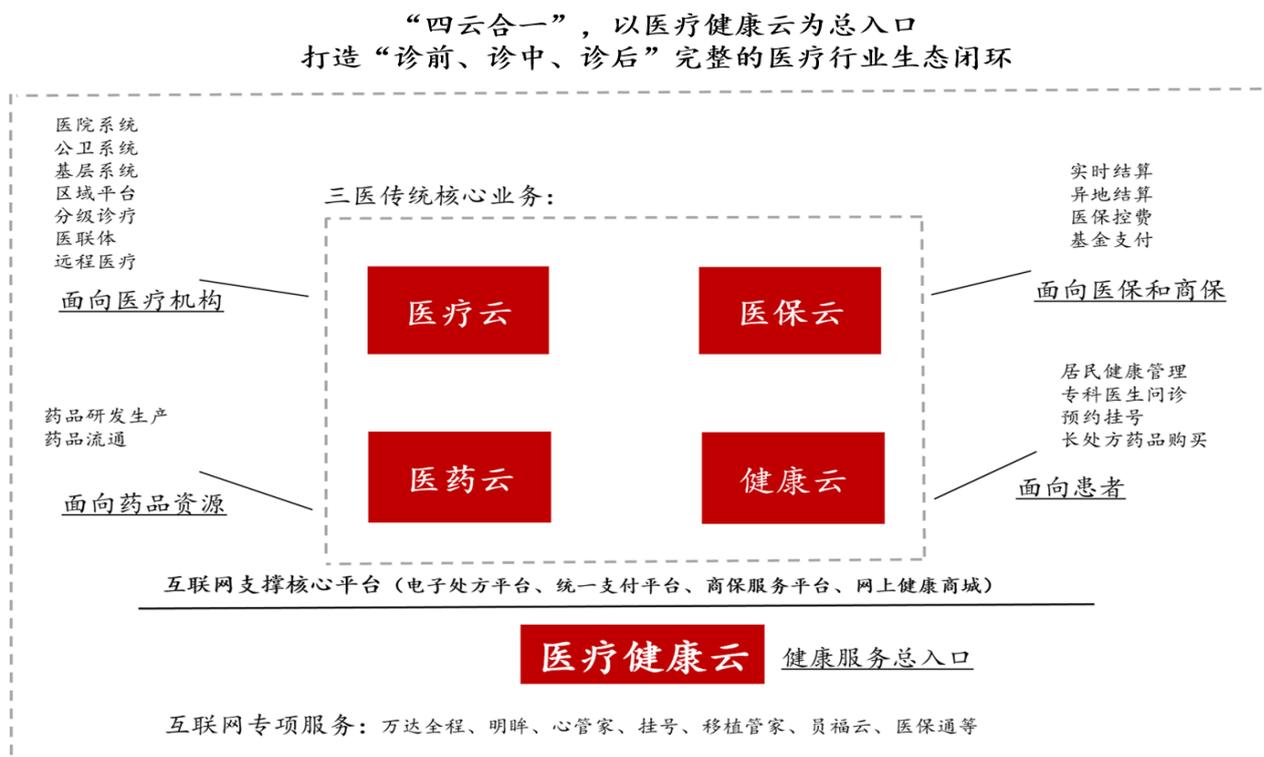
		东华软件	东软集团	万达信息	卫宁健康	创业慧康	思创医惠	和仁科技	麦迪科技
全国卫生平台	大数据平台			√					
	互联互通平台			√					
省级卫生平台		√	√	√					
区域公共卫生平台		√	√	√	√	√	√		
医疗	医院								
	HIS	√	√	√	√	√	√		
	电子病历	√	√	√	√	√	√	√	√
	公共卫生	√	√	√	√	√	√		
	基层系统	√	√	√	√	√	√		
	分级诊疗	√	√	√	√	√	√		
医保	医联体	√	√	√	√	√	√		
	远程医院	√	√	√	√	√	√		
	实时结算	√	√	√					
	异地结算		√	√					
医药	医保控费	√	√	√					
	基金支付	√	√	√					
	临床试验管理平台			√					
招采配一体化		√		√					

数据来源：财通证券研究所整理

### 3.4 双云协同，健康云复制已见曙光

公司此前提出“四云合一”的创新业务战略，拓展健康服务业。通过与医疗服务提供者（医院、医生）与支付方（医保、商保）及药品生产、流通企业共同合作打造“诊前、诊中、诊后”完整的闭环服务体系，推动三医联动健康发展，并实现盈利模式由软件实施向 O2O、B+B2C 拓展。

图 30：公司医疗业务布局



数据来源：财通证券研究所整理

#### 以医疗健康云对接原本四大云服务：

**医疗云：**提供以电子病历为核心的院内一体化解决方案，并利用互联网、移动互联等智能化手段支持移动医疗、远程医疗等医疗业务的布局与实施，在有效提升医疗机构运营管理效率、降低运营成本的同时，能够增强患者服务体验，提高医疗系统的监管水平。

**医保云：**通过该平台实现对各医疗机构和各商业保险公司的联接，做到诊疗与结算信息的互联互通，使之具备商业健康险和医疗服务特质的新型险种设计和销售能力，突破传统保险销售的瓶颈，并促使医院与保险公司的医疗费用的结算升级为更简便、快捷、安全的状态。

**医药云：**以云服务的方式，提供药品查询比价、药品知识库、互联网交易、物流配送服务、智能用药指导及管理等服务，合作了好药师、国药在线、国大药房、华氏大药房、泉源堂等多家知名药品供应商入驻医药云平台，为用户+医药

电商+处方平台+直送+在线结算模式打通医药服务的最后一公里。

**健康云：**以“为提供居民贴心健康服务”为目标，利用物联网和互联网技术，解决病人和医生两端医疗产业互联网+的需求，实现线上线下一体化的人群保健+慢病管理+就医导医。

医疗健康云作为健康服务的总入口，通过对接原本四大云业务，将实现从病种监测、病人就诊至康复指导的一站式服务。

图 31：医疗健康云的闭环服务体系



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司在具备地市级综合服务渠道+标杆性案例+差异化优势下有望加速医疗健康云的拓展及延续。医疗健康云的优势主要体现在以下几个方面：

- 1) 具备较强的复制能力。**公司凭借市民云为载体实现业务拓展的同时，将与地方政府建立良好的合作关系，而市民云的输出模式是面向 C 端全面的城市化服务，医疗健康是其中不可缺少的一环，市民云与健康医疗云具有明显的协同效应。因此，我们认为公司在具备存量的地市级综合服务渠道下，有望凭借其标杆性案例及服务优势实现医疗健康云的快速复制。

图 32：市民云与医疗健康云具有协同效应



数据来源：公司官网，财通证券研究所

- 2) 与互联网服务商相较拥有医院数据的天然接口。区别于平安好医生、微医、春雨医生等互联网医疗服务商，公司“互联网+医疗健康”的创新业务主要建立在公司已建的院内 IT 系统之上，可以说是以传统业务为基石，而医疗 IT 系统作为医院数据的天然接口，是公司“互联网+”业务一个重要的差异化优势。
- 3) 相比于竞争者拥有明显的基层医疗资源优势。在“互联网+医疗”趋势逐步明朗下，以处方外流为代表的创新业务将率先得到发展，而相较于三甲医院的高议价能力，基层医疗机构对于处方上传的可实施性更大。公司作为区域医疗信息化领域的龙头企业，已实现全国 80% 以上的区域覆盖，合作超过 4000 多家公立医疗机构。公司在拥有基层医疗资源下将协同创新业务，实现医疗健康的全闭环管理，其中包括线上复诊及处方外配等。
- 4) 拥有标杆性城市级案例。公司上海健康云实名注册用户目前已超过 330 万，成功对接了 16 个区 240 家社区卫生服务中心（占全市的 99%），为近 100 万糖尿病患者提供线上线下的闭环管理服务。在提供闭环管理服务的同时，公司积累了大量城市级的居民健康数据。依托于慢病/专病管理的云数据中心，可以衍生出很多的创新业务，比如健康体检、商保服务等；还可以通过大数据定制慢病管理方案、做糖尿病的专病管理。

图 33：上海健康云运营状况

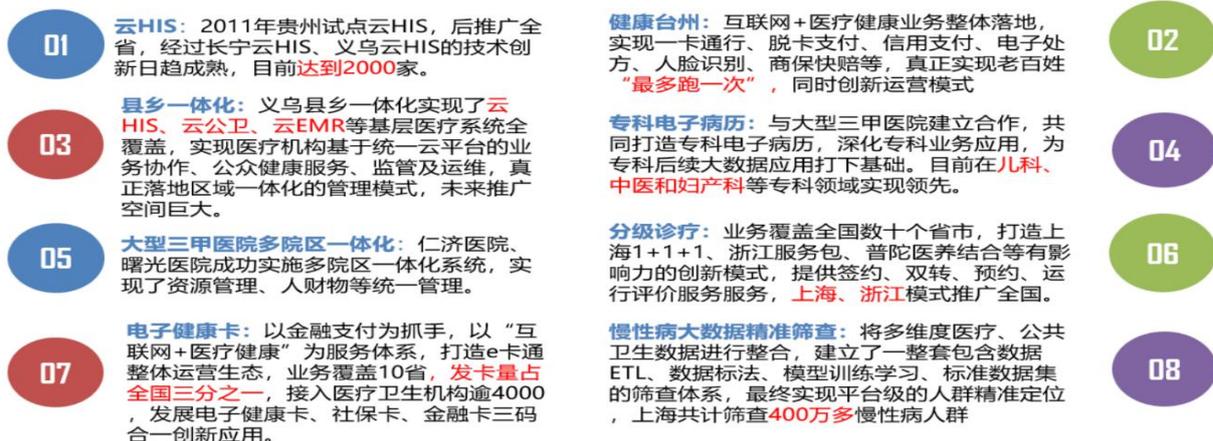


数据来源：公司官网，财通证券研究所

- 5) 收费对象明确，盈利方式稳定。不同于单一向 B 端收费的模式，公司医疗健康云的收费对象初步更偏向于政府部门。首先在城市级健康云的搭建上，将由政府出费以服务购买的形式交付，而公司在运营过程中所积累的客户资源及信息数据，通过筛选与处理以数据增值服务的模式向以保险机构为主的 B 端客户收费。采取这一模式，一方面保证了公司业务初期的盈利规模及稳定性，而另一方面其业务将由政府牵头，更有助于快速拓展。
- 6) 布局最为全面，亦是国家级平台承建者。公司 6 月份中标国家卫健委的“全

民健康保障信息平台”，平台建成后将连通全部 32 个省级平台，进而连接所有各级各类医疗卫生机构，并将汇聚全国的个人健康档案、电子病历数据，支撑包括但不仅限于计划免疫、临床诊疗等民生问题关注的领域，最终实现医疗健康业务在全国范围内的连接和协作。我们认为，公司在医疗全产业链的布局是现有医疗信息化公司中最为全面，具备多个省级区域卫生平台建设的经验。同时，公司作为国家级平台的承建者，平台建成后有望为公司的医疗健康、医保医药、商业保险等创新业务带来新的增长空间。

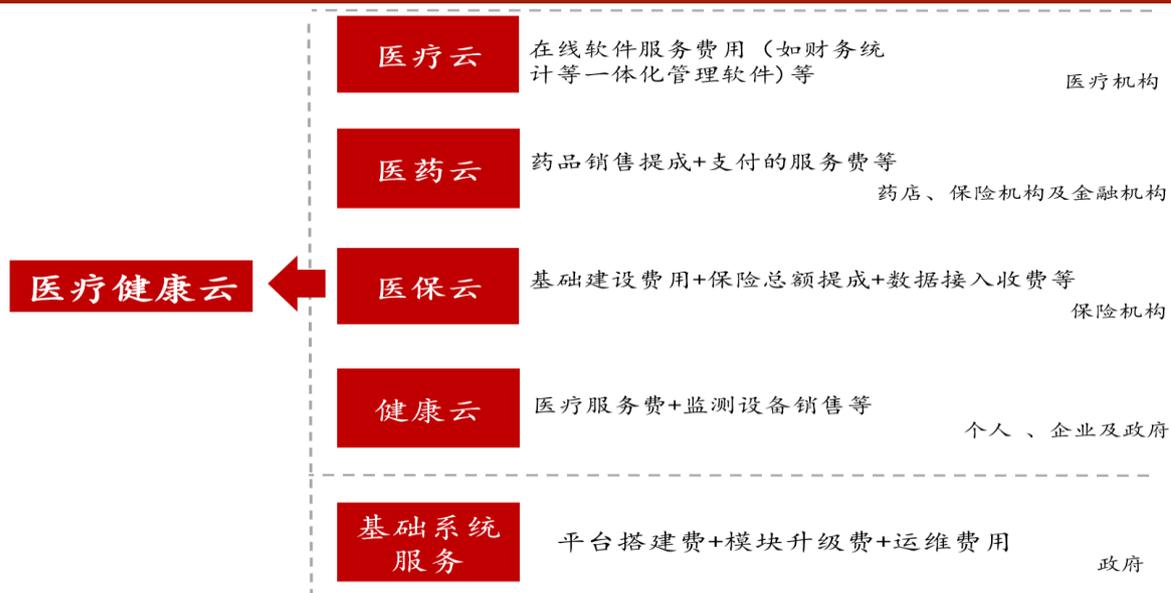
图 34：公司创新业务成果



数据来源：公司公告，财通证券研究所

盈利模式将由传统软件实施向数据应用变现拓展。从具体收入分布来看，其主要分为两部分，分别是HIT收入和后续数据应用变现。其中，HIT收入主要来源于政府和医疗机构采购的基础系统服务。而后续数据应用则主要来自于医疗支付、导流导购、保险引流等数据变现服务。

图 35：公司盈利模式框架



数据来源：财通证券研究所整理

以上海为基础，模式复制已有实例。健康台州作为公司继上海健康云之后的又一成功案例，再次佐证了其模式的可行性及创新性，截止目前，台州健康云注册用户已高达 100 万，占台州常住人口总数的 1/6。从具体内容来看，台州模式的特点可以归纳为“以三医联动为核心、实现四大服务全覆盖”。其模式在基于台州市三医联动服务平台下，实现了与医保、商保、医药企业等的业务联动和信息联动，并面向居民，打造“最多跑一次”式的就医体验。同时，台州模式还实现了电子健康卡，将社保卡和健康就诊卡整合，市民无需带卡，使用云卡扫条形码或者二维码即可就诊，将绝大部分的就医环节放到了线上，极大简化了线下就医流程，提升了线下就医体验，并衍生出了其他需求，例如挂号和处方外配等，而这也将会为公司未来创造盈利增量。

图 36：公司健康台州模式



数据来源：公司公告，财通证券研究所

#### 4、盈利预测

公司业务分为四大类，分别是软件开发、运营服务、系统集成以及流量类业务，我们在对公司进行估值时分拆了各项细分业务，并作出如下假设：

**1. 软件开发：**软件开发仍然是公司目前业绩的主要支撑，其中院内信息化业务占据较大比例，控股子公司宁波金唐和上海复高贡献明显。而整块业务的成长逻辑在于医疗供需失衡且拉距加大，供给侧改革深化倒逼院内信息化升级带来新增空间，其中以电子病历升级为主的增量需求，至 2022 年将达到 125.42 亿元。在院内信息化格局加速集中下，公司作为核心厂商之一，将充分享受行业爆发红利。需要说明的是，根据公司 2018 年业绩快报披露，由于控股子公司四川浩特的亏损以及部分重点项目未能在该年确认收入，或将导致其业务收入同比下滑明显。但我们认为，随着医疗信息化行业景气度提升，公司在基于高市占率下竞争优势显现，院内信息化业务将达到 30% 的平均增幅。

**2. 运营服务：**公司在运营服务的收入，我们需分为两大子板块来看，分别是市民云和医疗健康云。

**1) 市民云:** 市民云的运营收入主要分为两部分, 分别是基础服务以及数据增值业务。我们认为, 其模式的拓展进度是衡量该业务收入的核心指标, 正如我们在上文中所述, 市民云的可拓展性可从整个模式去观察, 并从两个角度切入判断, 而新项目的落地是最佳的佐证方式。

**2) 医疗健康云:** 健康云的收费模式与市民云相似, 但值得一提的是, 市民云的输出模式是面向 C 端全面的城市化服务, 医疗健康是其中不可缺少的一环, 市民云与健康医疗云具有明显的协同效应, 市民云在进行城市拓展的同时对于医疗健康云的延续具有明显的推进作用。

因此, 我们假设政府对于电子政务的铺设力度加大, 公司在凭借市民云多维竞争优势下实现多地拓展。若在此基础上医疗健康云能有效协同, 依靠其地市级综合服务渠道+标杆性案例+差异化优势快速推进, 则整体业务将逐步提升至 50%左右增幅。

**3. 流量类业务:** 我们认为, 该块业务的收入是随着市民云及医疗健康云的规模效应及商业模式成熟而逐渐起量, 而 2020 年或将是公司上述业务成熟的大年。因此, 我们预计该类收入也有望在 2020 年迎来明确的收入规模增长。

**4. 系统集成:** 作为公司传统业务之一, 长期保持着稳定增长, 但 2018 年由于控股子公司四川浩特的亏损, 或将导致集成业务营收下滑。但从长期来看, 公司在主动收缩四川浩特的业务规模下, 该块业务的收入将逐步回稳, 并将仍保持在 20%左右增幅。

**图 37: 公司未来三年盈利预测/百万元**

业务分类	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>系统集成: 传统业务, 稳定增长</b>				
收入	986.25	887.63	1065.15	1278.18
yoy	38.38%	-10.00%	20.00%	20.00%
毛利率	22.31%	21.00%	21.00%	21.00%
<b>软件开发: 受益于院内信息化红利, 业绩增长显著</b>				
收入	1040.87	948.00	1205.42	1501.20
yoy	3.80%	-9.00%	27.15%	24.54%
毛利率	49.82%	47.00%	46.00%	46.00%
<b>运营服务: 市民云+医疗健康云的快速拓展, 规模效应逐渐显现</b>				
收入	388.37	431.75	557.71	862.00
yoy	8.00%	11.17%	29.18%	54.56%
毛利率	49.57%	49.00%	50.00%	50.00%
<b>流量类收入: 在基于市民云、健康医疗云模式成熟下将获得规模增长</b>				
收入	-	15.98	31.95	59.55
yoy	-	-	100.00%	86.40%
毛利率	-	80.00%	82.20%	83.50%

数据来源: 财通证券研究所整理

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>2,075</b>	<b>2,415</b>	<b>2,283</b>	<b>2,860</b>	<b>3,701</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,267	1,484	1,427	1,777	2,261	营业收入增长率	11.1%	16.4%	-5.5%	25.3%	29.4%
营业税费	10	11	10	13	17	营业利润增长率	4.9%	30.7%	-19.1%	49.7%	43.6%
销售费用	95	108	108	138	182	净利润增长率	3.2%	37.0%	-21.5%	57.9%	38.5%
管理费用	348	357	414	506	641	EBITDA 增长率	18.4%	26.6%	-0.1%	29.6%	30.4%
财务费用	98	118	76	60	59	EBIT 增长率	9.5%	21.7%	-19.4%	34.1%	38.0%
资产减值损失	25	75	21	22	26	NOPLAT 增长率	17.5%	26.0%	-21.4%	33.2%	37.1%
加: 公允价值变动收益	0	-0	-	1	2	投资资本增长率	3.0%	43.3%	-22.8%	42.6%	-14.8%
投资和汇兑收益	26	55	48	65	73	净资产增长率	17.7%	20.8%	-2.8%	13.1%	15.4%
<b>营业利润</b>	<b>259</b>	<b>339</b>	<b>274</b>	<b>410</b>	<b>590</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	11	28	2	37	30	毛利率	38.9%	38.5%	37.5%	37.9%	38.9%
<b>利润总额</b>	<b>270</b>	<b>367</b>	<b>276</b>	<b>448</b>	<b>620</b>	营业利润率	12.5%	14.0%	12.0%	14.4%	15.9%
减: 所得税	28	42	26	45	67	净利润率	11.5%	13.5%	11.2%	14.1%	15.1%
<b>净利润</b>	<b>238</b>	<b>327</b>	<b>256</b>	<b>405</b>	<b>560</b>	EBITDA/营业收入	23.1%	25.1%	26.6%	27.5%	27.7%
						EBIT/营业收入	17.2%	18.0%	15.4%	16.4%	17.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	824	1,875	183	229	296	固定资产周转天数	58	66	77	72	62
交易性金融资产	0	12	4	6	7	<b>流动营业资本周转天数</b>	196	228	235	198	181
应收帐款	932	1,335	842	1,557	1,383	流动资产周转天数	470	569	547	362	344
应收票据	3	0	3	0	4	应收帐款周转天数	158	169	172	151	143
预付帐款	13	17	12	25	22	存货周转天数	172	171	176	165	156
存货	1,033	1,266	963	1,653	1,550	总资产周转天数	963	1,046	1,002	724	652
其他流动资产	31	296	127	151	191	投资资本周转天数	486	516	569	480	404
可供出售金融资产	300	305	173	186	194	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	10.5%	11.9%	9.6%	13.3%	15.9%
长期股权投资	32	61	135	217	313	ROA	4.0%	4.1%	5.3%	5.9%	8.4%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROIC	11.6%	14.2%	7.8%	13.4%	12.9%
固定资产	451	437	538	613	661	<b>费用率</b>					
在建工程	47	48	104	171	254	销售费用率	4.6%	4.5%	4.7%	4.8%	4.9%
无形资产	404	596	568	505	405	管理费用率	16.8%	14.8%	18.1%	17.7%	17.3%
其他非流动资产	1,958	1,754	1,024	1,430	1,222	财务费用率	4.7%	4.9%	3.3%	2.1%	1.6%
<b>资产总额</b>	<b>6,027</b>	<b>8,004</b>	<b>4,706</b>	<b>6,804</b>	<b>6,592</b>	三费/营业收入	26.0%	24.1%	26.2%	24.6%	23.8%
短期债务	2,134	3,112	661	428	508	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	772	494	704	807	1,178	资产负债率	61.4%	64.9%	41.9%	54.6%	45.9%
应付票据	-	-	1	0	1	负债权益比	158.9%	184.5%	72.2%	120.2%	84.8%
其他流动负债	281	295	307	367	418	流动比率	0.89	1.23	1.28	2.26	1.64
长期借款	380	494	-	1,476	217	速动比率	0.57	0.91	0.70	1.23	0.90
其他非流动负债	133	796	301	635	702	利息保障倍数	3.65	3.69	4.59	7.88	10.91
<b>负债总额</b>	<b>3,699</b>	<b>5,191</b>	<b>1,973</b>	<b>3,714</b>	<b>3,026</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	52	61	54	52	45	DPS(元)	0.03	0.04	0.04	0.05	0.08
股本	1,031	1,031	1,099	1,099	1,099	分红比率	13.0%	12.0%	18.5%	14.5%	15.0%
留存收益	1,243	1,503	1,579	1,939	2,422	股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
<b>股东权益</b>	<b>2,328</b>	<b>2,813</b>	<b>2,733</b>	<b>3,090</b>	<b>3,567</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.22	0.30	0.23	0.37	0.51
净利润	242	325	256	405	560	BVPS(元)	2.07	2.50	2.44	2.76	3.20
加: 折旧和摊销	129	181	256	316	376	PE(X)	69.0	50.3	64.1	40.6	29.3
资产减值准备	25	75	21	22	26	PB(X)	7.2	6.0	6.1	5.4	4.7
公允价值变动损失	-0	0	-	1	2	P/FCF	25.1	18.2	-7.3	25.4	159.2
财务费用	114	159	76	60	59	P/S	7.9	6.8	7.2	5.7	4.4
投资收益	-26	-55	-48	-65	-73	EV/EBITDA	33.3	27.6	27.9	22.8	16.3
少数股东损益	4	-2	-7	-2	-7	CAGR(%)	18.5%	19.4%	2.9%	18.5%	19.4%
营运资金的变动	-849	-824	1,714	-1,749	810	PEG	3.7	2.6	22.4	2.2	1.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>115</b>	<b>-234</b>	<b>2,270</b>	<b>-1,012</b>	<b>1,753</b>	ROIC/WACC	1.1	1.4	0.8	1.3	1.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-408</b>	<b>-549</b>	<b>-129</b>	<b>-418</b>	<b>-427</b>	REP	4.9	2.9	7.0	3.0	3.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>436</b>	<b>1,835</b>	<b>-3,834</b>	<b>1,476</b>	<b>-1,259</b>						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证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理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。