

# 史上最强医疗信息化产业及多家上市公司梳理

独角兽智库 来自雪球发布于 2016-12-08 11:19

## 一、结论

1. 医疗信息化行业主要依靠政府推动来发展的行业，目前行业内公司处于跑马圈地竞争阶段，行业具有一定门槛，竞争激烈但基本有序。
2. 医疗信息化行业具有很高的转换成本，行业竞争的关键点在于抢占更多区域更多客户。
3. 抢占市场的核心竞争力是政府公关能力、区域拓展能力以及资本运作能力。
4. 目前行业的商业模式主要是做项目收费模式，未来可期待新的商业模式的突破。
5. 横向对比行业中几家具有代表性的上市公司，[\\$东软集团\(SH600718\)\\$](#)、东华软件、[\\$万达信息\(SZ300168\)\\$](#)、[\\$卫宁健康\(SZ300253\)\\$](#)、创业软件，从公司经营和价值分析角度综合对比后推荐卫宁健康。
6. 卫宁健康目前估值 120 倍，处于高位，明显高于板块平均市盈率，因此并不是配置的好时点，较适用于追求相对收益的投资人。

## 二、医疗信息化行业研究

### 医疗信息化定义

医疗信息化指的是将信息技术运用到医院与公共卫生的管理系统和各项业务功能系统中，对医院、公共卫生系统进行流程化管理，实现特定的业务功能，提高医疗卫生机构的工作效率和医疗服务质量。

分类主要包括医院信息化和区域卫生信息化，医院信息化又包括医院管理信息化、临床管理信息化、医院信息集成，广义的医疗信息化，还包括远程医疗、移动医疗、云医疗、医保信息化、药品流通信息化等。

### 医院信息化

医院信息化以电子病历（EMR）为核心，通过信息技术实现医院管理信息和医院临床信息的数据采集、处理、存储、传输和共享，实现病人信息数字化、医疗过程数字化、管理流程数字化、医疗服务数字化、信息交互数字化。

由上图可知，底层架构是医院信息集成平台，其中电子医嘱、电子病历、临床路径、临床知识库等均建立在这个集成平台当中，电子病历是平台核心。

### 区域卫生信息化

区域医疗卫生信息化以居民电子健康档案为核心，以区域医疗资源共享为目标，以社区和农村居民基本医疗卫生服务为重点，运用信息化的手段，为国内公共卫生领域信息化建设提供全面解决方案。

分级诊疗可以通过区域信息平台实现病历档案共享，将医院间信息互联互通。

### 医疗信息化市场规模

根据 IDC 统计，2009 年我国医疗信息化支出仅为 87.5 亿元，2012 年达到

170.7 亿元，预计 2017 年将达 336.5 亿元，年化增长率为 15%。在总支出中硬件占比近 70%，服务和软件各占 10%左右。IDC 统计的量级比较大，因为它将所有医院 IT 方面的支出都算做信息化投入，而 A 股相关上市公司更加细化，主要从事医疗行业解决方案。预计 2016 年医疗行业解决方案市场规模将达到 108.5 亿元，年化增长率为 16.5%，主要包括 HIS、PACS、EMR、区域医疗卫生平台等。

### **医疗行业解决方案细分领域市场规模**

三级医院基本达到 HIS 全覆盖，而二级及以下也基本达到 80%覆盖，大中型医院的信息化建设中心已逐步由 HIS 转至以病人和临床为中心的数字化医院建设，将对 PACS 系统和电子病历系统、移动医疗的搭建和应用进行重点投资，中小型医院也将逐渐启动 CIS 部署。预计 2016 年 CIS 市场规模将突破 50.6 亿元。

### **医疗信息化市场格局**

目前从事医疗信息化的上市公司第一梯队包括卫宁健康、万达信息、东软集团、创业软件、思创医惠和东华软件等，市场份额不到 50%，比最大的东软占 12%。但东软和万达信息并非所有盈利都来自于医疗信息化，东软医疗信息化占主营占比份额是很小的，而像万达信息还有智慧城市等方面的业务，卫宁健康和创业软件则属于专注于医疗信息化的公司。思创医惠 50% 的主营收入来源于医疗信息化，但公司是次新股，估值目前偏离市场价值，所以不在本次讨论范围当中。

在医疗信息方面领域医疗信息化公司的盈利主要以项目收费为主，市场竞争激烈但基本有序，行业集中度低。

### **医疗信息化 PEST 分析**

医疗信息化行业的发展受到政策法规、宏观经济、社会文化和技术环境等因素影响。政府在推动行业发展中起决定性作用。行业下游客户多以公立医院为主，迎合政策和法规推动。

### **医疗信息化行业竞争结构**

上图以波特五力分析模型为基础，加入了互补者和政府关系两部分。

传统医疗信息化属于 IT 范畴，随着移动互联网的出现，形成了对医疗信息化的有效互补，行业较为特殊，下游客户以政府性质的公立医院为主，政府关系的部分就更加显得尤为重要。

**上下游：**上游以人力成本为主，软件工程师薪酬随市场决定。下游客户是各级医院，产品具有一定的定制化，多采用招标形式，行业对上下游的溢价能力均不强。

**潜在进入者：**需要相当长时间的行业积累，潜在进入者威胁不大。

**替代品：**转换成本比较高，目前产品替代性比较差。

**行业内竞争对手：**集中度较低，竞争激烈，行业内兼并重组频繁，目前已初步形成第一梯队，具有一定品牌效应。

**医疗信息化行业目前的竞争格局为：**行业内部现有公司激烈竞争跑马圈地阶段，行业竞争环境总体有序，潜在进入者和替代品均不构成威胁，目前对上下游的议价能力均不强，对政府关系要求极强，移动互联网将对医疗信息化形成有效互补。

### **医疗信息化商业模式有望创新**

短期内国内企业盈利的主要手段还是以医院项目为主，商业模式较为单一。

长期来看，领头医疗 IT 企业有望在获取大数据、优质客户资源的基础上进一步在医疗信息化产业链上拓展。

参照国外经验，区域医疗卫生信息化平台的收入主要包括政府补贴、会员费、按次服务收费、保险机构增值服务收入、大数据和健康管理，健康档案和大数据将成为未来重要的盈利来源。

### **互联网医疗将与现有医疗信息化形成互补**

互联网医疗产业的快速发展受到了供需平衡、政府放开、技术进步、资本推动等因素驱动。

#### **目前互联网医疗竞争主体包括：**

- 1) BAT、京东等大型互联网公司
- 2) 春雨医生等互联网创业团队
- 3) 传统医疗医药企业
- 4) 医疗 IT 厂商

医疗 IT 企业的核心优势在于能够打通医院以及政府医疗卫生行政机构等产业链中最强势的环节，通过医院端以及区域医疗信息平台医疗数据的积累、能够实现如药品交易、医保控费等医疗服务运营，实现面向商业保险公司、药企的变现模式。

### **行业核心竞争力分析**

医疗信息化行业需要的核心能力包括技术、品牌、销售、政府公关和资本运作等。

**政府公关：**类似一轮公务员考试，要通过笔试再到面试，也就是说，对于行业内公司来说，技术水平要首先达到第一梯队，而接下来则多依靠政府关系。

**资本运作：**我们可以注意到，上市公司近些年资本运作频繁，如果想拿下某区域的订单，自建分公司并不是一个很好的选择，因为效率过低，上市公司通常的做法是通过收购当地一家公司快速抢占市场，例如万达信息和卫宁，可以说其发展历程基本就是一部并购史。

### **医疗信息化行业总结**

医疗信息化行业是一个主要依靠政府推动的行业。目前行业竞争格局为行业内企业激励竞争阶段，行业集中度较低，并未形成寡头格局。行业中企业多以区域型企业为主，并未完全形成全国性企业。行业具备一定的门槛，需要长时间的经验积累，很难有外来进入者。行业所需要的核心竞争力包括技术水平、品牌、销售能力、政府公关能力和资本运作能力等。行业转换成本高，竞争的核心是抢占更多的客户，占领更多区域，区域拓展能力尤为重要，也可采用兼并重组方式。行业中主要客户为政府性质的公立医院，政府公关能力及其重要。移动互联网将对传统医疗信息化形成互补。未来医院信息将会汇总至区域医疗信息平台，为节省接口成本很可能与医院采用同一集成商，因此占据区域医疗信息化平台入口是重要切入点。行业目前主要的商业模式为做项目收费，未来有望借鉴国外提供服务收费的商业模式，未来有望实现大数据变现。总体来看，行业具有一定体量和增速，竞争格局良好，具有一定投资价值。

### **三、行业内重点上市公司介绍**

#### **基本情况对比**

**注册地对比分析：**通过这五家公司注册地的不同能看出，万达、卫宁由华

东地区起步，辐射全国，而东华软件在北方地区优势会更多一些。

**背景对比分析：**东软集团有国资背景，其他以民资背景为主，说明行业主要以民营企业为主。东软建团虽然有国资背景，但并不具备控制权，其他公司实际控制人以自然人为主。

#### **股本结构对比**

对比企业中东华软件总市值最大，超过 390 亿元，依次分别为万达信息、东软集团、东软集团、卫宁健康和创业软件。

#### **股东结构对比**

从前十大股东持股比例来看，最高的为创业软件 70%，其次为东华软件、万达信息、卫宁健康、东软集团，从户均持股比例角度看创业软件最高达到 0.06%，其次为卫宁健康 0.02%。从基金持股比例来看，创业软件达到了 22.8%，其余公司均在 5%以下。基金持股比例是双刃剑，行情好会吸引资金进驻，行情不好，抛压过重，则会加速股价下跌。

#### **历史股价对比**

从近三年股价走势来看，涨幅最好的是万达信息，其次为卫宁健康，因创业软件上市时间刚满一年，因此不具有可比性。

#### **估值分析**

计算机板块最常用的估值方法为 PE 法

通过十年对比企业的估值来看，创业软件超过 220 倍，卫宁健康和万达信息在 120 倍左右，东软 60 倍，东华软件 36 倍，而行业平均估值为 60 倍。目前创业软件、卫宁健康和万达信息估值大幅高于行业平均。

通过 PEG 估值法看，目前几家上市公司的 PEG 估值均处于历史高位，相对万达信息和卫宁健康的估值要高于东软和东华软件。

近 2 年万达信息估值高于卫宁健康。

### **四、上市公司经营对比分析**

#### **经营分析框架**

##### **盈利能力**

##### **主营业务收入**

对比企业中只有卫宁健康和创业软件只专注于医疗信息化领域，万达信息医疗信息化业务占其营收 70%左右，东软集团和东华软件医疗信息化业务只占其营收很少部分，东软占比不到 20%，东华软件不足 10%，从主营业务增速看近 5 年最高的是卫宁健康，每年均保持在 30%以上，其次为万达信息保持 20%以上。

从 2015 年人均产值来看，东华软件最高，达到了人均 80 万元，其次为东软和万达信息均为 41 万元。

从收入地区分布来看，对比企业主要市场为中国大陆，基本占据 100%收入来源。从国内具体区域来看，卫宁健康主要市场为华北和华东，创业软件的主要市场是华东和华南，目前来看卫宁区域拓展最为成功，占据华北、华东两大最主要市场，符合企业所在区域。（万达信息没有公布信息，需调研）

##### **毛利率**

卫宁健康和创业软件营收主要来自医疗信息化行业，产品主要为软件，涉及硬件较少，其毛利率明显高于东软集团、东华软件和万达信息。

## 研发支出占比

研发投入作为衡量电子信息行业技术创新重要指标。近 5 年各公司研发投入占比呈增长趋势,各公司对研发重视程度在不断提高,2015 年均超过 10%。

## 费用占比

各对比公司销售费用和管理费用近几年总体保持平稳。

近年卫宁健康不断进行外延式并购和区域扩张,因并表导致销售费用和管理费用占比升高,创业软件销售费用和管理费用高企属于非正常现象。因此行业公司较少进行贷款融资,故很少有财务费用产生。万达信息的费用占比并未有明显提高。创业软件体量小占比高。未来公司并表和并购重组事项减少,费用占比有下行空间。

## EBITDA

息税折旧前利润 (EBITDA) = 净利润 + 所得税 + 利息 + 折旧摊销, 衡量公司盈利能力。

表中的值有些不太准确, A 股报表体系与 GAP 体系有所区别。

近 5 年 EBITDA 东华软件、万达信息和卫宁健康均呈增长态势, 东软集团呈下降趋势, 创业软件基本维持平稳。

从 5 几年 EBITDA Margin 看东华软件、万达信息、卫宁健康均呈现上升趋势, 且保持领先, 东华软件和万达信息在 20% 以上, 卫宁健康在 15% 以上, 总体来看万达信息、东华软件、卫宁健康盈利能力较强。

## 净利润

近 5 年除东软集团外, 其余 4 家公司净利润均呈增长趋势。近 5 年卫宁健康净利润率一直是行业最高, 均保持在 20% 以上, 其次为东华软件、万达信息和创业软件。

## 营运能力

### 库存周转天数

库存周转天数 =  $365 / \text{存货周转次数}$ , 衡量产品从入库到消耗平均天数。

卫宁软件和创业软件主营主要为软件产品, 因此其存货处于行业最低, 近两年万达信息存货周转天数持续高企, 东软因有硬件产品存库存周转天数维持高位。

### 应收账款周转天数

应收账款周转天数 =  $365 / \text{应收账款周转率}$ , 衡量提供服务到回收现金平均需要的天数。

近 5 年各公司应收账款周转天数明显增加, 目前周转时间较长的是卫宁健康和东华软件均达到了 200 天以上。

### 应付账款周转天数

应付账款周转天数 =  $365 / \text{应付账款周转率}$ , 衡量购买产品或服务到支付现金平均需要的天数。

近 5 年应付账款周转天数总体保持平稳, 目前创业软件和卫宁健康高于行业内其他公司。

### 现金周转天数

现金周转天数 = 存货周转天数 + 应收账款周转天数 - 应付账款周转天数, 衡量公司现金周转速度, 数值越小说明效率越高。

近 5 年现金周转天数东软集团、创业软件和卫宁健康明显低于万达信息和东华软件, 故创业软件、东软集团和卫宁健康营运能力较好。

## 偿债能力

### 资产负债率

资产负债率=负债总额/资产总额的百分比，衡量总资产中有多大比例是通过借债来筹资的，数值越大公司经营风险越大。

适当使用杠杆对公司来说有利，但杠杆属于双刃剑。近 5 年除东华软件外其余公司资产负债率均呈上升趋势，目前来看万达信息资产负债率最高超过 60%，其次为东软集团达到 47%，其余公司均保持在 40%以下。

### 流动比率

近 5 年除卫宁健康大幅下降外其余公司流动比率均保持平稳，目前最低的是万达信息只有 1.0，最高的是东华软件达到 3.2 倍。

### 速动比率

近 5 年除卫宁健康大幅下降外其余公司速动比率均保持平稳，目前最低的是万达信息只有 0.6，最高的是创业软件达到 2.6 倍。

### 资本使用效率

## ROE

净资产收益率（ROE）=净利润/净资产，衡量公司净资产使用效率。

近 5 年各公司 ROE 基本保持平稳，目前最高的是卫宁健康达到 17%，最低的是东软集团只有 6.7%。各公司有不同程度下降。

## 杜邦分析

$ROE = \text{净利润率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数}$ （总资产周转率=营业收入/资产总额；权益乘数=1/(1-资产负债率)）。

对比近两年的杜邦分析结果，东华软件和卫宁健康的高 ROE 主要依赖高利润率，而万达信息主要依靠高资产负债率。

## ROIC

投入资本回报率（ROIC）=息税前收益（EBIT）\*（1-税率）/投入资本，衡量投入资本使用效率。

与 ROE 结果类似，近 5 年各公司 ROIC 基本保持平稳，目前最高的是卫宁健康达到 14.9%，最低的是东软集团只有 5.1%。

## 三、现金流分析

### 经营活动现金流

经营活动现金流为经营活动产生的现金流量，为公司现金的主要来源。

近 5 年只有卫宁健康经营活动现金流保持每年增长，在 2015 年东华软件出现负值，2014 年东华软件和万达信息均出现负值。

## 四、自由现金流

自由现金流=经营活动产生的现金流量-资本性支出，衡量公司可自由支配的现金量。

近年来医疗信息化行业上市公司近年进行频繁的并购，资本性支出大幅增加，因此自由现金流普遍不佳。但指标偏差较大，参考意义不大。

## 总结

## 五、价值分析框架

市值管理是近几年比较流行的业务。其理念是通过影响股价的因素来促使股价上涨，增加上市公司市值。如果能够详细分析影响股价的关键点，就能比较上市公司的优劣，但此部分需要详细的调研配合，在此先介绍主要框架。

## 六、战略

## 七、商业模式

八、创业软件首创的与中山市区域卫生平台 PPP 合作模式是创新商业模式的先河。

## 九、核心竞争力

## 十、企业文化

## 十一、公司治理

对比可以发现，卫宁健康的团队稳定性最强。

## 4R 管理

十二、目前分析师覆盖做的比较好的是东软、万达和卫宁。

## 十三、增减持、分红、股权激励

十四、2015 年股灾时卫宁实际控制人承诺半年不减持，为公司传递了一定正向刺激作用。

## 十五、并购重组、再融资

十六、除创业软件之外，其他四家公司均做出了定增，对股价刺激起到了一定正面作用。

## 十七、价值分析总结

十八、本版块中仍需要大量信息，需要调研等逐步补全，从现有的信息中个人推荐卫宁健康和万达信息。最后给大家推荐本书，对大家研究可能会有帮助。

## 十九、作者：独角兽智库

链接：<https://xueqiu.com/1048969405/78658798>

来源：雪球

著作权归作者所有。商业转载请联系作者获得授权，非商业转载请注明出处。