

2020 年 05 月 26 日

创业慧康 (300451.SZ)

携手平安，共创未来

- **携手中国平安，医疗信息化龙头踏上新征程。**公司是医疗信息化行业领军企业之一，2019 年全面升级战略，全新组建了医卫信息化、医卫物联网、医卫互联网三大事业群，在立足主业医疗信息化的基础上，重点拓展医疗物联网以及互联网医疗两大业务，逐步从医疗 IT 供应商向大健康产业“运营商”的转型。
- **医疗信息化：充分受益行业景气度以及集中度双升。**新冠疫情按下医疗信息化产业“加速键”，行业景气度有望持续上行。综合产品服务能力、客户资源等多方面因素考虑，公司的综合实力位居行业前列，有望充分受益于行业高景气度持续提升市场占有率。
- **互联网医疗：卡位行业关键资源，联手合作伙伴加速变现。**2018 年以来，互联网医疗行业迎来重要的政策拐点，行业逐步切入医疗产业核心环节。公司在互联网医疗领域的方法论是：以健康城市为抓手切入行业，快速掌握互联网医疗核心资源，打造一站式医疗健康服务运营平台。基于上述方法论，公司历时多年精心打磨“健康中山”的已经开始运营，并进入全国异地复制的环节。总体来看，健康城市的商业变现场景丰富，前景光明。
- **投资建议：**公司是医疗信息化行业领军企业之一，主业充分受益行业景气度以及集中度双升，保持强劲增长态势。在立足主业的同时，公司以健康城市为抓手积极切入互联网医疗行业，逐步从医疗 IT 供应商向大健康产业“运营商”的转型。综合业务成长性和业绩确定性来看，公司均是计算机行业中的翘楚，我们看好公司未来发展前景，暂不考虑后续定增摊薄影响，预计 2020、2021 年 EPS 为 0.36、0.48 元，维持买入-A 评级，6 个月目标价 20 元。
- **风险提示：**互联网医疗业务发展低于预期；医疗信息化业务发展低于预期；行业竞争加剧导致毛利率降低。

公司深度分析

证券研究报告

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价：**20 元**
 股价 (2020-05-25) **14.41 元**

交易数据

总市值 (百万元)	15,989.73
流通市值 (百万元)	12,001.68
总股本 (百万股)	1,109.63
流通股本 (百万股)	832.87
12 个月价格区间	13.97/27.29 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.11	-2.88	15.36
绝对收益	-6.69	-13.16	57.52

胡又文

分析师
 SAC 执业证书编号：S1450511050001
 huyw@essence.com.cn
 021-35082010

凌晨

分析师
 SAC 执业证书编号：S1450517120005
 lingchen@essence.com.cn
 021-35082059

相关报告

- 创业慧康：业绩符合预期，毛利率显著提升/胡又文 2020-04-27
- 创业慧康：业绩符合预期，2020 年全年向好/胡又文 2020-03-26
- 创业慧康：业绩符合预期，与平安后续合作值得期待/胡又文 2020-02-28
- 创业慧康：与平安系达成资本层面合作，强强联手迈入新纪元/胡又文 2020-01-21
- 创业慧康：业绩符合预期，关注新产品体系的市场拓展/胡又文 2020-01-20

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	1,290.3	1,479.8	1,954.8	2,624.3	3,465.6
净利润	212.7	314.1	396.9	537.4	722.5
每股收益(元)	0.19	0.28	0.36	0.48	0.65
每股净资产(元)	2.09	2.33	3.06	3.49	4.07
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	75.2	50.9	40.3	29.8	22.1
市净率(倍)	6.9	6.2	4.7	4.1	3.5
净利润率	16.5%	21.2%	20.3%	20.5%	20.8%
净资产收益率	9.2%	12.1%	11.7%	13.9%	16.0%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
ROIC	13.3%	16.1%	18.3%	22.6%	28.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 携手中国平安，医疗信息化龙头踏上新征程	5
1.1. 医疗信息化行业领军企业，携手平安开启新征程	5
1.2. 打造三驾马车，转型升级大健康产业运营商	6
2. 医疗信息化：充分受益行业景气度以及集中度双升	6
2.1. 政策强力驱动，行业迎来新一轮黄金发展期	6
2.1.1. 新冠疫情按下医疗信息化产业“加速键”	6
2.1.2. 医疗信息化行业投入动力显著增加	8
2.2. 行业更新换代周期下，竞争格局有望加速向龙头收敛	10
2.3. 厚积薄发，充分受益行业景气度以及集中度双升	11
2.3.1. 行业领军企业，综合实力位居行业前列	11
2.3.1.1. 产品“无死角”覆盖，创新能力出色	11
2.3.1.2. 客户资源丰富，营销服务网络体系完善	13
2.3.1.3. 行业标杆案例众多，以点带面辐射全国	13
2.3.2. 公司有望继续提升市场占有率	14
3. 互联网医疗：卡位行业关键资源 联手合作伙伴加速变现	15
3.1. 政策春风至，互联网医疗迎拐点	15
3.2. 以健康城市为抓手，快速圈地行业核心资源	15
3.3. “中山模式”树立标杆，进入全国异地复制阶段	17
3.4. 商业变现场景丰富，前景光明	18
3.4.1. 健康城市商业变现场景丰富	18
3.4.2. 处方流转有望率先突破	19
4. 财务分析、盈利预测&投资建议	20
4.1. 财务分析	20
4.2. 盈利预测	22
4.3. 投资建议	22
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司业务发展历程	5
图 2：公司引入平安系资本	5
图 3：公司三大事业群版图	6
图 4：三驾马车驱动公司转型升级大健康产业运营商	6
图 5：国内医院信息化产业发展历史	7
图 6：政策对医院信息化行业的积极影响	8
图 7：医院投入信息化建设的目的	9
图 8：政府将继续保持医疗信息化的投入，为医改保驾护航	10
图 9：IDC 调查有 52.9% 的医院计划全面升级信息系统	11
图 10：医院选择软件供应商的考量因素	11
图 11：公司产品线	12
图 12：公司创新产品研发规划	13
图 13：公司客户资源积累	13

图 14: 公司销售/服务网络体系.....	13
图 15: 中山市项目架构.....	14
图 16: 公司的城市级一站式互联网医疗平台.....	16
图 17: 健康中山实现了“便民、便医、便政”.....	18
图 18: 健康中山实现了“便民、便医、便政”.....	18
图 19: “百城亿家”计划.....	18
图 20: 我国公立医院药品收入占比及单位药品利润在下降.....	19
图 21: 日本医药分开率目前超过 70%.....	19
图 22: 处方信息共享平台卡位处方流转核心环节.....	20
图 23: 处方外流市场规模估算.....	20
图 24: 公司近 5 年的营收及增速.....	21
图 25: 公司近 5 年的净利润及增速.....	21
图 26: 公司医疗业务比例保持上升趋势.....	21
表 1: 医院信息化近 2 年来重要政策文件.....	8
表 2: 电子病历新政预计带来的增量信息化需求.....	9
表 3: 公司上市以来的重要并购事件.....	12
表 4: 2011 VS 2018 国内医疗 IT 解决方案的市场份额.....	15
表 5: 互联网医疗相关政策.....	15
表 6: 公司已经广泛连接产业合作方.....	17
表 7: 健康城市的盈利模式.....	19
表 8: 博泰服务完成业绩承诺.....	21
表 9: 公司分业务营收&增速&毛利率预测.....	22

1. 携手中国平安，医疗信息化龙头踏上新征程

1.1. 医疗信息化行业领军企业，携手平安开启新征程

医疗信息化行业领军企业。公司自 1997 年成立以来，始终秉承“创造智慧医卫，服务健康事业”的企业宗旨，专注于医疗信息化。在三轮医改变革中，公司准确踏中医改信息化的建设热点和节奏（97 年创立切入医院 HIS 市场，06 年起率先进军区域医疗平台市场），充分享受了行业红利，逐步成长为国内医疗信息化行业领军企业之一。根据公司年报披露，截止 2019 年底，公司累计实施了 2 万多个医疗卫生信息化建设项目，行业用户数量 6000 多家，公共卫生项目遍及全国 340 多个区县，积累超过 2.5 亿份居民健康档案，市场占有率居于行业领先地位。

图 1：公司业务发展历程

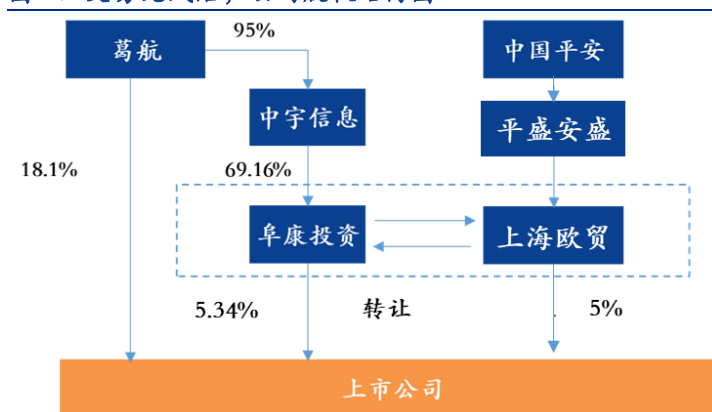


资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

董事长葛航是公司实控人。截止 2020 年 3 月 31 日，董事长葛航共计持有上市公司股权 28.44%（与平安旗下的上海欧贸完成股权转让交易后，持股比例将降至 23.44%），是公司实际控制人。值得一提的是，公司上市后较早实施了广而深的股权激励计划（2015 年面向管理层和核心技术人员，授予了 0.8% 和 3.47% 的股票期权和限制性股票；2019 年面向管理层和核心技术人员，授予了 1.80% 的限制性股票），有效的调动了员工和管理层的积极性，为公司的长远发展奠定了良好的基础。

携手中国平安，开启新征程。公司 2020 年 5 月 26 日晚间公告，公司董事长葛航控制的杭州阜康与平盛安康（中国平安控制）达成《股权转让协议》，拟向平盛安康指定方——上海欧贸转让的方式转让 5.00% 的上市公司股权。我们认为，公司是国内医疗信息化的领军企业，凭借过硬的 IT 服务能力、深厚的医院客户资源以及运营服务经验的积累，有望成为平安医疗生态圈重要的拼图。借助平安在医疗健康领域的生态势能，公司有望实现业务的升级和腾飞。

图 2：交易完成后，公司股权结构图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 打造三驾马车，转型升级大健康产业运营商

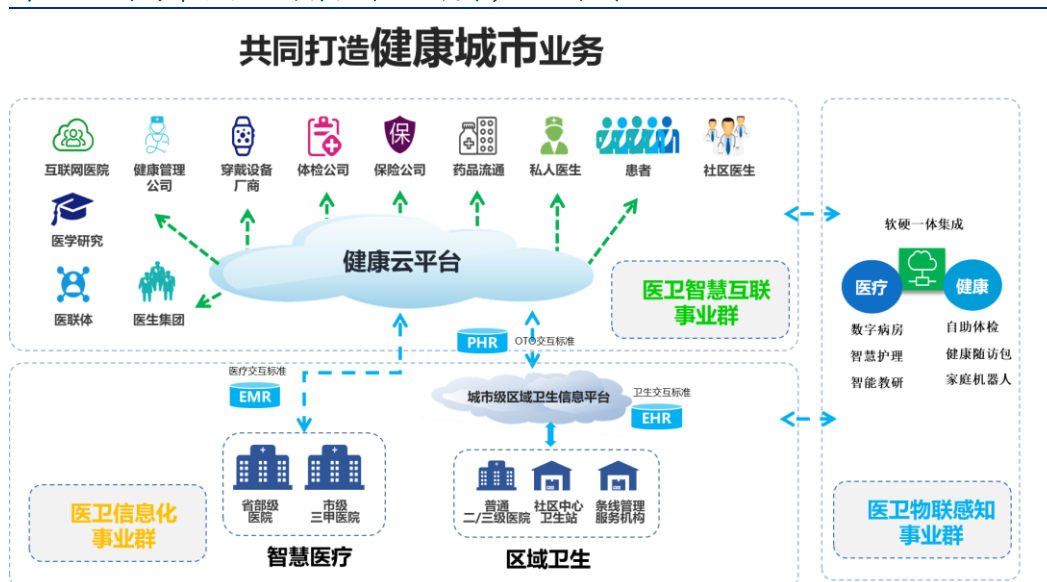
打造三驾马车，转型升级大健康产业运营商。公司 2019 年全面升级战略，全新组建了医卫信息化、医卫物联网、医卫互联网三大事业群，在立足主业医疗信息化的基础上，重点拓展医疗物联网以及互联网医疗两大业务。其中，互联网医疗业务承载着公司产业角色升级转型的重任，公司将以城市级互联网医疗平台及单体医院互联网医疗平台为两大抓手，与医养服务、药品流通、移动支付、商业保险等多产业实现跨界互联，致力于打通大健康全产业链，实现从医疗 IT 供应商向大健康产业“运营商”的转型。

图 3：公司三大事业群版图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：三驾马车驱动公司转型升级大健康产业运营商



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 医疗信息化：充分受益行业景气度以及集中度双升

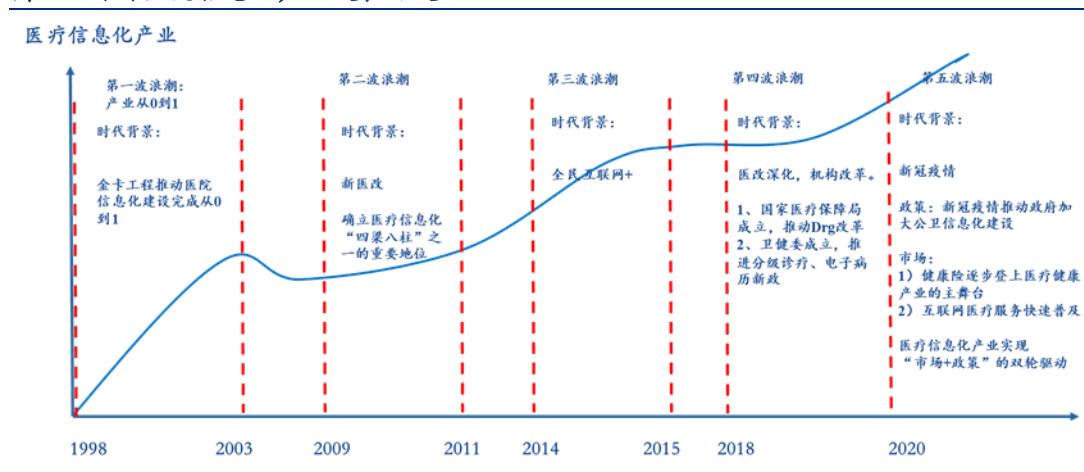
2.1. 政策强力驱动，行业迎来新一轮黄金发展期

2.1.1. 新冠疫情按下医疗信息化产业“加速键”

国内医院信息化的核心驱动力也来自于政策的推动。2018 年以来，行业迎来新一轮黄金发展期。

- 1) 医院信息化行业的第一波黄金期是在 1998-2003 年。政策背景是国家金卡工程的推出，先是在局端完成了医保系统的建设，之后要求医保系统与医院对接，实现业务的实时结算。政策的要求带动了医院信息化的从 0 到 1，在全国普及了医院住院、门诊的结算（也就是最早的 HIS）。
- 2) 医院信息化行业的第二波黄金期是 2009 年-2011 年。国家开始新医改，确立了医疗信息化作为新医改的四梁八柱之一的重要地位。原卫生部统计信息中心主任饶克勤表示，涨幅新医改 8500 亿元的投资中，信息化建设投资的比例肯定不止 100 亿。巨大的财政支出推动了医院信息化的第二波建设浪潮，以公卫信息化、人口健康档案等为代表的区域医疗信息化系统实现了全国的普及。
- 3) 新冠疫情按下医疗信息化产业“加速键”，医院信息化行业将迎来新一轮黄金发展期。2018 年以来，卫健委、国家医疗保障局等推出了一系列政策。从医院端以及政府端的信息化投入来看，我们预计会对行业产生深远的积极影响。此外，以新冠疫情为重要转折点，政府有望加大公共卫生信息化建设的投入，推动医院信息化行业景气度持续向上。

图 5：国内医院信息化产业发展历史



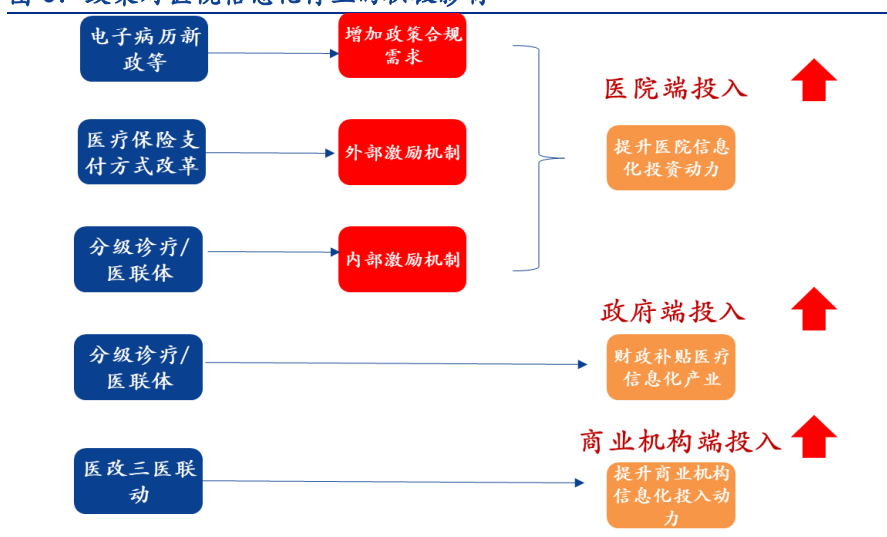
资料来源：安信证券研究中心整理

表 1：医院信息化近 2 年来重要政策文件

时间	政策文件	内容要求
2017.2.21	《国家卫生计生委关于印发“十三五”全国人口健康信息化发展规划的通知》	“到 2020 年，基本建成统一权威、互联互通的人口健康信息平台，实现与人口、法人、空间地理等基础数据资源跨部门、跨区域共享，医疗、医保、医药和健康各相关领域数据融合应用取得明显成效”
2017.4.26	《国务院办公厅关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	2017 年末，所有三级公立医院都要启动医联体工作；2020 年，所有二级公立医院和政府办基层医疗机构全部参与医联体。
2017.6.29	《国务院办公厅关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》	2017 年起，进一步加强医保基金预算管理，全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。各地要选择一定数量的病种实施按病种付费，国家选择部分地区开展按疾病诊断相关分组（DRGs）付费试点，鼓励各地完善按人头、按床日等多种付费方式。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。
2018.8.28	《卫健委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》	“到 2020 年，辖区内所有三级医院电子病历要达到分级评价 4 级以上。”；“到 2020 年，三级医院要实现院内各诊疗环节信息互联互通，达到医院信息互联互通标准化成熟度测评 4 级水平”
2018.10.31	《卫健委发布进一步改善医疗服务行动计划(2018-2020 年)考核指标》	对于医疗机构的考核中，首提智慧医院，占据 14%分值。
2018.12.7	卫健委《电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）》	“到 2019 年，所有三级医院要达到分级评价 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。”
2019.3.18	卫健委发布《关于印发医院智慧服务分级评估标准体系（试行）的通知》	“明确将对医院应用信息化为患者提供智慧服务的功能和患者感受到的效果进行分级评估”

资料来源：安信证券研究中心数据来源：卫健委，国务院，安信证券研究中心整理

图 6：政策对医院信息化行业的积极影响

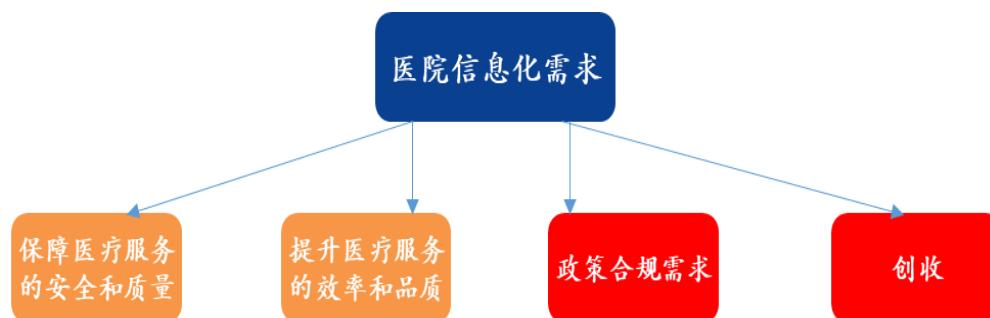


资料来源：安信证券研究中心整理

2.1.2. 医疗信息化行业投入动力显著增加

医院端：投入有望显著增加。根据 IDC《中国医疗行业 IT 市场报告预测，2018-2022》报告数据显示，2017 年国内医疗机构的 IT 支出为 330.7 亿元。《2017 年中国卫生和计划生育统计年鉴》数据显示，截至 2016 年底，我国医院总收入为 25784 亿元。相对而言，医疗机构的 IT 支出占收入比重仍然偏低，远低于发达国家 3-5% 的平均水平。我们认为，过去医院投入信息化的主要目的是保障医疗服务的安全和质量以及提升医疗服务的效率和品质，由于缺乏明显的投入产出量化指标，导致投入动力相对不足。在众多行业政策的引领下，未来无论是处于政策合规需求还是内部、外部激励机制下的创收需求，医院信息化投入的主动性将有明显提升。

图 7：医院投入信息化建设的目的



资料来源：安信证券研究中心整理

电子病历新政提升医院信息化投入的政策合规性需求。卫健委电子病历新政首次明确医院信息化的建设达标水平和建设节点。“到 2020 年，要达到分级评价 4 级以上”、“到 2020 年，三级医院要实现院内各诊疗环节信息互联互通，达到医院信息互联互通标准化成熟度测评 4 级水平”、“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”。

表 2：电子病历新政预计带来的增量信息化需求

	保守预测	中性预测	乐观预测
1、平均单个医院信息化增量投入（万元）			
二级医院	150	200	300
三级医院	800	1000	1200
2、指标完成率			
二级医院	80%	90%	100%
三级医院	80%	90%	100%
3、医院数量（个）			
二级医院		8825	
三级医院		2311	
4、市场规模（亿元）	254	367	542

数据来源：卫健委，安信证券研究中心估算

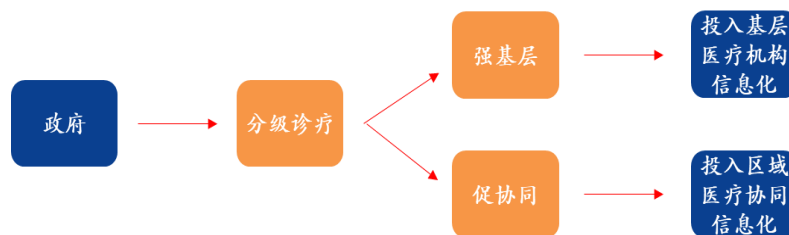
医疗保险支付改革有望形成外部激励机制，间接提升医院投入动力。根据《国务院办公厅关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》，“到 2020 年，医保支付方式改革覆盖所有医疗机构及医疗服务，全国范围内普遍实施适应不同疾病、不同服务特点的多元复合式医保支付方式，按项目付费占比明显下降。”到 2018 年，国家机构改革落地，成立医疗保障局，有望加速国内医疗支付方式改革。我们认为国内医疗保险支付方式改革的落地意味着形成医院信息化投入外部经济激励机制。在更为合理的医疗支付方式的引导下，医院将产生充足的控费动力，通过加大信息化投入降低整体医疗服务的成本。

分级诊疗持续推进形成内部激励机制，直接提升医院投入动力。国家医改大力推行分级诊疗制度，希望按照疾病的轻重缓急及治疗的难易程度进行分级，不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗，有效提升整体的医疗资源利用效率，解决看病难的问题。分级诊疗的核心就是形成“基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动”，医联体的建设是分级诊疗的重要抓手。根据《国务院办公厅关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》规定，“2017 年末，所有三级公立医院都要启动医联体工作；2020 年，所有二级公立医院和政府办基层医疗机构全

部参与医联体。”国内医院的产业生态将从单个医院快速向医联体过渡。在分级诊疗模式下，上级医院将自身的医疗能力通过远程医疗等技术辐射到下级医疗机构，而下级医疗机构则成为了上级医院的患者流量来源之一。很显然，辐射范围越广，生态伙伴越多的医院将获得更多的高质量的患者，形成更多的收入。出于自身创收的目的，医院将有充分的动力通过信息化建设加强与其他医院的连接，构建医联体。

政府端：继续保持投入，持续推动分级诊疗建设，为医改保驾护航。1) 基层医疗机构信息化投入。根据草根调研，以医疗信息化建设相对领先的上海为例，目前社区卫生服务中心几乎没有大的投入，信息管理系统简单，仍然存在部分社区医疗机构没有与大医院信息联网的情况，一定影响上影响了分级诊疗制度的开展。我们预计，为了持续推动分级诊疗建设，政府将加大对基层医疗机构的投入；2) 区域医疗协同平台。分级诊疗的实现，除了强基层之外（基层医疗机构信息化投入），围绕业务协同的信息化投入同样重要。根据《国家卫生计生委关于印发“十三五”全国人口健康信息化发展规划的通知》，“到 2020 年，基本建成统一权威、互联互通的人口健康信息平台，实现与人口、法人、空间地理等基础数据资源跨部门、跨区域共享，医疗、医保、医药和健康各相关领域数据融合应用取得明显成效”。我们认为，政府对于区域医疗协同平台的投入力度也将保持甚至加强。

图 8：政府将继续保持医疗信息化的投入，为医改保驾护航

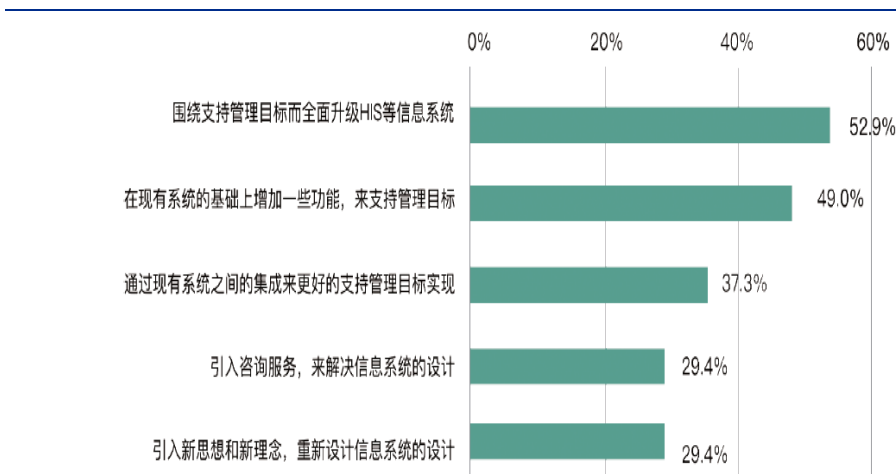


资料来源：安信证券研究中心整理

2.2. 行业更新换代周期下，竞争格局有望加速向龙头收敛

老一代 HIS 业务系统已经达到生产力的极限，医院正在进入新一代 HIS 系统更新换代周期。中国医院现在运行的主流 HIS，研发大多起步于 20 年前。面对新技术、新应用需求，特别是互联网大潮冲击，已然产生了各种“不适应症”。根据北大医信周志坚分析，当前医院信息系统面临着几个痛点和难题亟需去解决。首先是开发工具陈旧，过去及目前主要的 HIS 都是采用 PB、VB 等 90 年代的开发语言和技术，很多目前已经停止更新支持。其次是产品架构越来越臃肿，修改成本太高。现阶段的主流应用都经历了 20 多年的积累，不断在落后的架构上进行修修补补，累积效应导致修改困难，且修改后稳定性差。再次是系统设计围绕以费用为主线展开，而没有真正服务于基本医疗和多层次医疗服务。最后是主流 HIS 产品同质化严重，多数还是基于实现方式的数据设计，缺乏针对系统层面的知识设计。根据 IDC 调查，有 52.9% 的医院正计划全面升级原有的 HIS 系统。

图 9：IDC 调查有 52.9% 的医院计划全面升级信息系统



数据来源：IDC，安信证券研究中心，样本数=50

技术架构升级驱动下，行业龙头加速完成对本地化厂商的市场替代。从技术实现角度来看，新一代的 HIS 系统与老一代 HIS 系统的区别在于——医院核心管理系统通常需要建立一个集成平台。从应用的软件开发技术来讲，该平台使用开放性的技术架构，从而使系统更加易于集成，易于维护和修改；从应用系统的角度来看，该平台构建一个基础的核心医院系统架构，在此架构上诊疗流程能够做柔性配置，支持各类诊疗流程管理的软件功能模块开发；从集成的角度来看，该平台能够与其他专业的系统做数据交换和集成，并能够动态输出数据来构建新的系统。总而言之，新一代的 HIS 系统将会在底层技术架构层面有明显提升，毫无疑问也将大大提高了行业门槛。参考 chima 《2017-2018 年度中国医院信息化调查报告》，过去医院选择选择软件供应商的评分占比中，本地化服务能力是排的第一位的。这是现阶段大量区域性本土医疗信息化小厂商赖以生存的核心竞争力，也部分造成了行业竞争格局较为分散。而随着技术架构的升级，医院对于供应商的技术实力和产品能力的评分权重将进一步提升，行业龙头公司有望凭借研发、服务的规模优势以及解决方案的完整性和领先性，完成对本地化小厂商的市场替代。

图 10：医院选择软件供应商的考量因素



资料来源：chima，安信证券研究中心

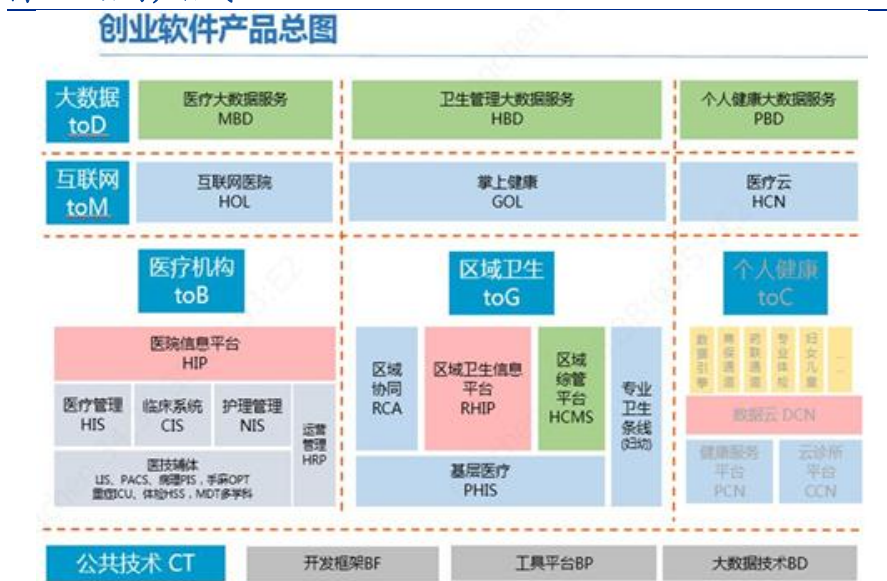
2.3. 厚积薄发，充分受益行业景气度以及集中度双升

2.3.1. 行业领军企业，综合实力位居行业前列

2.3.1.1. 产品“无死角”覆盖，创新能力出色

拥有完整的行业产品线，实现业务“无死角”覆盖。自 2015 年上市以来，公司借助资本的力量加速行业整合，迅速补全产品体系以及提升服务能力。在保持高研发投入的基础上，公司打造了完整的行业产品线，旗下目前共有八大系列 200 多个自主研发产品。产品线横向覆盖 2B 医院信息化、2G 区域信息化以及 2C 个人健康，纵向囊括信息化、大数据、互联网应用到医疗物联网等技术，是行业内极少数业务“无死角”覆盖的公司，可以充分应对市场多元化需求。值得一提的是，公司上市以后继续反复打磨产品，提炼出客户的共性需求，重组了传统产品的技术架构，将部分紧耦合的系统打散，实现应用的轻量化实施、模块化组装，目前整体产品具备“易于交付”的属性，交付周期和定制化开发成本显著下降。

图 11：公司产品线



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

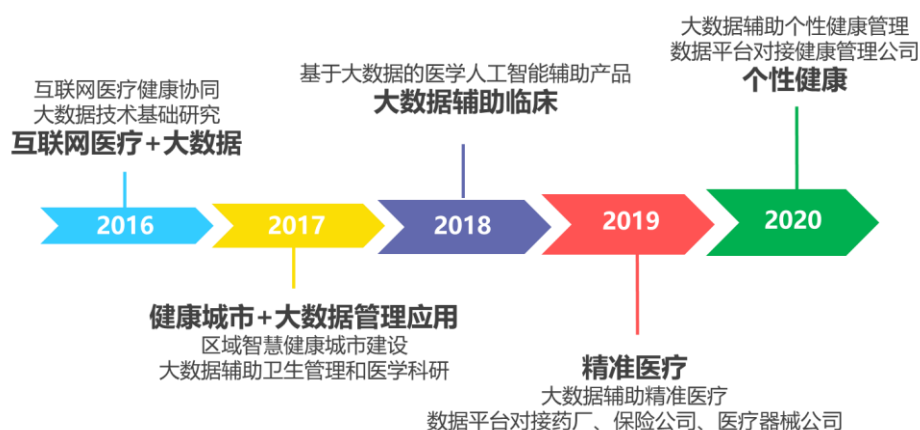
表 3：公司上市以来的重要并购事件

时间	事件
2016	以 4000 万增资控股蓝天电脑及中拓信息，补强中山市区域的服务能力及客户资源
2016	以 12.38 亿的对价收购博泰服务 100% 股权，补强公司医疗信息化业务的技术运维服务能力。
2017	斥资 4080 万收购美诺泰科 51% 股权，获得其在区域协同分级诊疗和医疗急救信息化领域的技术团队和产品解决方案，
2017	收购杭州卓腾，补充数字病理云平台产品线
2017	控股梅清数码，补充医用胶片、打印终端产品线
2018	斥资 5460 万收购美诺泰科剩余 49% 股权

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

产品持续创新能力出色。自 2015 年上市以来，随着医疗卫生信息化应用场景的深化，公司一直在持续推进基于云计算、大数据、物联网等新技术的创新医疗卫生信息化服务，以满足客户的升级需求。以互联网医院、医疗大数据为代表的自主研发的创新产品线取得了极高的市场认可度。其中，1) 互联网医院产品线。公司积极打造“互联网医院”重塑医疗服务模式，已成功建设 70 多家医院的互联网医院项目，典型案例包括复旦大学附属金山医院、上海东方医院等；2) 医疗大数据产品线。公司前期与上海市闵行区卫计委、江阴市人民医院、白银市第一人民医院等 400 余家医疗卫生机构及卫生行政部门签署了关于大数据业务合作及实施意向协议，后续有望继续挖掘存量客户的升级需求。

图 12：公司创新产品研发规划



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3.1.2. 客户资源丰富，营销服务网络体系完善

客户资源丰富。公司 2019 年年报披露，已累计实施近 2 万个医疗卫生信息化建设项目，公共卫生项目遍及全国 340 多个区县，为 30 万基层医生提供工作平台，积累超过 2.5 亿份居民健康档案，行业用户数量 6000 多家，处于医疗卫生信息化行业第一梯队。医疗信息化行业普遍存在合作的“惯性”和“粘性”，公司海量的存量客户为未来的业务拓展打下了良好的基础。

全国销售/服务网络体系完善。公司上市前即已经完成全国销售/服务网络体系的搭建，目前在全国设有 7 个大区市场营销服务中心及 15 个省级营销服务中心，覆盖全国 30 个省（市）、自治区，并在全国范围内通过信息化手段，实现了与客户之间的及时沟通并提供贴心的本地化服务，为公司业务持续快速增长奠定了良好的基础。此外，2017 年公司并购了博泰服务（现改名为慧康物联网公司），作为国内专业的 IT 运维服务商，博泰服务已搭建完成庞大且高效的服务网络，遍布全国近 30 个省级行政区（含计划单列市），270 多个本地化服务网点，拥有完善的客户服务应急响应机制。通过整合博泰服务，公司的服务能力得到了进一步的提升。

图 13：公司客户资源积累

20多年的市场资源积累 - EMR\EHR\医疗资源网络



资料来源：公司官微，安信证券研究中心

图 14：公司销售/服务网络体系



资料来源：公司官微，安信证券研究中心

2.3.1.3. 行业标杆案例众多，以点带面辐射全国

全国区域信息化平台标杆——“闵行模式”。2006 年，公司承接了上海市闵行区社区卫生信息化项目。项目为社区居民建立个人健康档案，记录居民生命周期中包括出生时的健康状况、

预防接种、体检诊疗、健康评估等重要健康信息，把基础医疗与公共卫生在社区层面结合起来，整体设计思路行业领先。“闵行模式”因此被原卫生部列为应用居民电子健康档案推进居民健康管理信息化的试点，公司也顺势将社区医疗信息化推广至全国上百个城市，成为国家健康档案标准制定的相关成员之一。可以说，“闵行模式”的打造，奠定了公司的行业龙头地位。

行业首个实时医疗大数据分析项目——福建医科大学附属协和医院“医疗大数据挖掘分析平台”。2017年11月，公司中标福建医科大学附属协和医院“医疗大数据挖掘分析平台”项目，该项目系国内首个真正意义上能够实现实时大数据分析的医疗大数据产品。该大数据平台采用了大数据、人工智能和知识图谱等最新的技术手段，医生和科研人员通过该平台实现对文本电子病历、数值检查检验、医学影像等结构化、非结构化数据进行深度挖掘和科学分析，使得医疗科研手段和方法、效率和准确性大为提高。项目实现一个支持海量PB级别医疗历史数据实时结构化语义检索、响应效率高的医疗大数据挖掘分析平台，针对医生的科研和临床需求，提供病历精准检索、导出，数据统计分析、人工智能挖掘分析、精准医疗辅助等全面科研、临床辅助诊断服务平台，提升科研效率，共享科研成果。基于福建医科大学附属协和医院医疗大数据项目良好的示范效应，公司在医疗大数据产品线的全国拓展十分顺利，已在国家级、省级、市县级多个大型医院和区域卫生信息化项目中得到成功应用。

全国首个健康城市PPP项目——“中山模式”。公司2015年中标中山市健康城市项目，也是全国首个医疗卫生信息化PPP项目。基于“项目建设+特许经营权”的模式，公司获得了中山市健康城市10年的运营权。2018年底，公司“健康中山”运营平台正式验收发布，业界评价其为2018年度明星项目。目前，公司已经广泛牵手产业各方，共同探索开展包括但不限于医疗、药品、保险、健康、金融、数据、广告等多领域、多方式的运营服务。

图 15：中山市项目架构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3.2. 公司有望继续提升市场占有率

乘势而上，有望继续提升市场占有率。根据 IDC 的数据显示，自 2011 年以来，国内医疗 IT 解决方案市场的市场集中度有所提升，CR10 从 48.5% 上升至 55.4%，公司凭借过硬的产品和服务实力顺利上升至行业前三。根据前文分析，2018 年以来医院信息化行业的第三波黄金发展期与行业更新换代周期叠加，行业龙头将加速完成对本地化厂商的市场替代。我们判断，公司作为综合实力全面领先的行业龙头，有望继续提升市场占有率。

表 4：2011 VS 2018 国内医疗 IT 解决方案的市场份额

	2011	市场份额	2018	市场份额
1	东软	16.1%	东软	12.5%
2	北京天健	5.7%	卫宁	10.2%
3	重庆中联	5.5%	创业慧康	5.8%
4	卫宁	5.0%	万达信息	5.3%
5	嘉和美康	4.1%	东华	4.9%
6	东华	3.6%	医惠科技	3.8%
7	万达信息	3.1%	易联众	3.6%
8	用友医疗	2.9%	重庆中联	3.1%
9	南京海泰	1.3%	嘉和美康	2.9%
10	华海医信	1.2%	和仁科技	2.9%
合计	CR10	48.5%	CR10	55.0%

资料来源：安信证券研究中心数据来源：IDC，安信证券研究中心，附注：此处医疗 IT 解决方案指厂商的应用软件和应用服务收入

3. 互联网医疗：卡位行业关键资源 联手合作伙伴加速变现

3.1. 政策春风至，互联网医疗迎拐点

新政明确业务边界，互联网医疗产业迎拐点。2018 年互联网医疗行业迎来重要的政策拐点，国家卫健委正式印发《互联网医院管理办法（试行）》、《互联网诊疗管理办法（试行）》、《远程医疗服务管理规范（试行）》三套文件，其内容包括互联网诊疗的执业细则、互联网医院基本标准、监督管理等。新政进一步明晰了互联网医疗产业的边界，给了之前起伏不定的互联网医疗一颗“定心丸”，使得互联网医疗可以从预约挂号、诊间结算、移动支付等外围业务，逐步走向诊断和治疗的核心业务。同时，也对之前摸索中前行的互联网医疗提出了规范和要求，明确了法律责任主体。在新政发布后，国内互联网医疗产业迎来新的黄金发展期，根据健康界近期发布的《2020 中国互联网医院发展研究报告》显示，截止 2019 年 11 月，全国目前已有 294 家互联网医院，“互联网+医疗健康”的政策体系基本建立，行业发展态势良好。

表 5：互联网医疗相关政策

时间	颁布机构	文件名称	核心要点
2018.9	卫健委	《互联网医院管理办法（试行）》、《互联网诊疗管理办法（试行）》、《远程医疗服务管理规范（试行）》	明确互联网医疗的合法性定位
2019.8	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》	互联网医疗服务项目正式纳入医保支付范畴
2020.2	卫健委、国家医疗保障局	《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》	在医保报销“互联网+”医疗服务的基础上，实现在线结算功能
2020.2	卫健委	《国家卫生健康委办公厅关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》	大力开展互联网诊疗服务

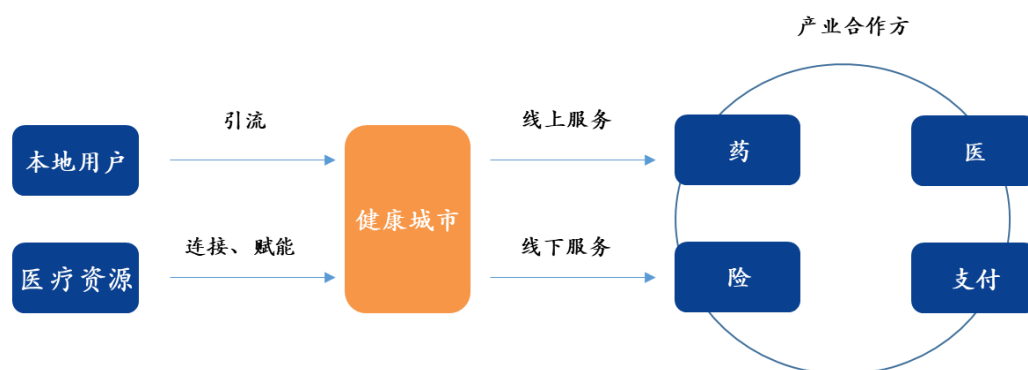
资料来源：卫健委，国家医疗保障局，安信证券研究中心

3.2. 以健康城市为抓手，快速圈地行业核心资源

公司的互联网医疗方法论：以健康城市为抓手，打造一站式医疗健康服务运营平台。长期以来，国内医疗行业面临三甲医院人满为患的困局，分级诊疗被寄予厚望，希望能够缓解三甲医院的压力。但碍于数据不通、基层医疗服务能力薄弱等限制，分级诊疗很难真正落地。家庭医生也是现阶段力推的措施。然而，分配式的家庭医生，在无电子健康档案以及完善的转诊制度支持，同时无医患信任的情形下，也难以发挥作用。众多互联网医疗企业都在通过自

己的模式试图解决这一痛点，公司选择了以城市为单元，打造一站式医疗健康服务运营平台的策略。以健康城市为切入点，为卫健委等政府机构提供医保结算、远程问诊、分级诊疗平台、居民健康档案等基础设施系统，可以将本地的医疗资源（医院和医生）整体打包接入平台。基于连接医院、医生，同时积累了大量用户的城市级互联网医疗平台，公司可以联合产业合作方提供各类增值服务，包括平台电商、保险核算、以及市场化的家庭医生等，满足用户医疗健康需求的同时，发掘新的变现方式。

图 16：公司的城市级一站式互联网医疗平台



资料来源：安信证券研究中心整理

以健康城市为切入口，公司迅速掌握互联网医疗核心资源。以健康城市为切入口的互联网医疗方法论，有助于公司迅速掌握互联网医疗核心资源，形成竞争壁垒。1) 为新进入者设置了高的进入门槛。迎合国家健康城市、分级诊疗的医改建设需求，公司通过信息化工具深度赋能城市区域内的医院以及医生，构建了较强的服务粘性，对新进入者设置了非常高的门槛；2) “产品+运营”的体系，助力公司与公立医院的深度合作。区别于在众多医疗信息化和传统 IT 服务企业，公司除了医疗信息化产品赋能医院、医生开展互联网医疗业务之外，更重要的是，提供了完整的运营体系。在帮助医院打造互联网医院的过程中，可以保障互联网医院平台的实际运营效果，真正让医院开展的互联网医院业务在当地推广和使用开来。

广泛连接产业合作方，进一步发挥自身产业连接器的价值。公司围绕“健康城市”运营业务生态体系已经分别与妙手医生、华为、网易、蚂蚁金服、腾讯、联想等优秀的设备制造、互联网、数据应用厂商达成了合作意向并签署了合作协议。通过与产业合作方强强联手，公司将进一步挖掘和放大自身产业连接器的价值。

表 6：公司已经广泛连接产业合作方

合作对象	合作内容	协议签署日期
蚂蚁金服	未来双方将就共同打造“未来医疗”新模式的生态体系，共同打造“未来医疗”新模式的就医体验，将共同开展支付宝业务合作，共同进行大数据、人工智能方面探索创新，共同推进生物识别技术在健康医疗领域落地应用等方面进行合作。	2018 年 6 月
腾讯	1) 共同打造健康城市整体建设运营解决方案，推进入脸识别、电子社保卡、微信城市门户、微信支付等便民惠民服务； 2) 共同研发基于腾讯觅影人工智能、微信智慧医院的医疗卫生行业增值产品，为医院、基层医疗的人工智能可收费服务的开展搭建支持平台； 3) 融合双方产品优势，共同探索以腾讯平台为核心的开放式医院信息化发展思路，提升合作站位，创新深度合作模式。	2018 年 8 月
平安医疗健康管理股份有限公司	开展包括慢性病管理服务、健康服务保障产品设计、药品福利管理业务（PBM）等医疗、健康保障领域的合作	2018 年 12 月
联想	联想、创业慧康、慧康物联三方将以共同建设领先的智能设备、数字病房、穿戴设备、人工智能体系为核心，围绕“互联网+健康”领域，开展长期合作：1、能力互补，优化“互联网+健康”生态体系；2、基于物联网新技术共同合作试点智慧医疗创新业务模式；3、共同推进物联网技术在健康医疗领域落地应用；4、全国范围内展开物联网业务，并共同推进优化、提升健康医疗的智能体验。	2019 年 1 月
妙手医生	1、借助于创业慧康已有的用户资源和圆心科技（妙手医生）已经落地成型的电子处方业务模式，双方将在电子处方流转、互联网+药品、互联网+护理、电商、商业保险等互联网+健康服务等领域进行深度融合，共同寻找双方交叉和增量的市场。 2、依托创业慧康在健康、医疗信息化等优势业务、产品、技术和资源，妙手医生提供自身在互联网+医疗+药品领域的优势资源，不断探索基于互联网医院的电子处方与药品零售、三方配送的信息共享模式，探索构建基于互联网医院的在线问诊、处方、药品配送到家的全流程服务体系。 3、为充分发挥各自优势、寻求合作发展，公司与圆心科技同意共享资源，并共同出资设立有限责任公司，在互联网+药品服务、护理服务、电商、商业保险、电子处方等互联网+健康服务方面进行紧密深化的合作。	2019 年 3 月

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

3.3. “中山模式”树立标杆，进入全国异地复制阶段

历经近 4 年时间打磨，“健康中山”树立行业标杆。公司自 2015 年成功中标健康中山 PPP 项目后，历经近 4 年时间打磨，于 2018 年底实现项目的验收，并宣布正式进入运营期。总体而言，健康中山实现了“便民、便医、便政”。1) 便民：实现了所有全市范围内医疗资源、数据的互联互通，老百姓只要下载“健康中山”APP，不光可以挂号、约医生，个人的医疗信息也全部集中在这一平台；2) 便医：医护人员可以基于健康中山平台获取完整的居民健康信息，提供更有效的诊疗服务，也可以基于平台实现更好的医患互动。同时，平台也彻底解决中山市医疗机构间的信息孤岛问题，有效提高了医疗机构间协作的水平。全流程支付、线上预约、报告查询等便捷就医服务也能提升单体医院的运营效率；3) 便政：对于医疗卫生管理者而言，通过健康中山的平台能够动态掌握全市医疗服务资源，实时、科学地进行管理，提高医疗结构的诊疗服务水平。作为健康中山的运营商，公司以医院信息平台、区域卫生平台、居民健康档案、家庭医生健康卡构筑一个健康城市服务体系，同时与医养服务、药品流通、商业医疗保险等多产业实现跨界互联，共建大健康产业生态圈。

图 17：健康中山实现了“便民、便医、便政”



家庭医生版



管理版

资料来源：公司官微，安信证券研究中心

图 18：健康中山实现了“便民、便医、便政”



居民版



- 家庭医生
每个家庭有一个合格的家庭医生。
- 电子健康档案
每一位居民有一个动态的电子健康档案。
- 居民健康卡
每一位居民有一个功能齐备的居民健康卡。

资料来源：公司官微，安信证券研究中心

以健康中山为样本，向全国复制，实现“百城亿家”蓝图。根据长城国际健康论坛报道，公司董事长葛航在《建设健康城市，打造百岁工程》主题演讲中披露了公司未来转型升级大健康产业运营商的“百城亿家”的计划：打造 100 个健康城市，服务于 1 亿个家庭，3 亿用户，构建一张中国健康网。值得强调的是，未来公司健康城市的主要目标是原有客户中已经建设成的有区域医疗、医共体的地区，鉴于其区域医疗和医院共同体都是已经建成，公司只需在原有的平台上搭建运营平台即可，建设周期和投入的成本都会较“健康中山”大幅降低。我们认为，经过 4 年的精心打磨，以健康中山正式验收和进入运营期为标志，公司以健康城市为抓手，打造城市级一站式互联网医疗平台的战略已经进入到新的阶段，即全国快速复制拓展的阶段。

图 19：“百城亿家”计划



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.4. 商业变现场景丰富，前景光明

3.4.1. 健康城市商业变现场景丰富

健康城市的商业变现场景丰富。公司健康城市的盈利模式主要分为两大类：HIT 收入以及运营收入。在前期建设阶段，公司收入主要将来源于为政府、医疗卫生行业管理者、健康机构和消费者持续提供监管、数据与运维服务等。而进入运营期，公司则可以广泛连接产业合作方，对平台上的流量、数据进行变现。

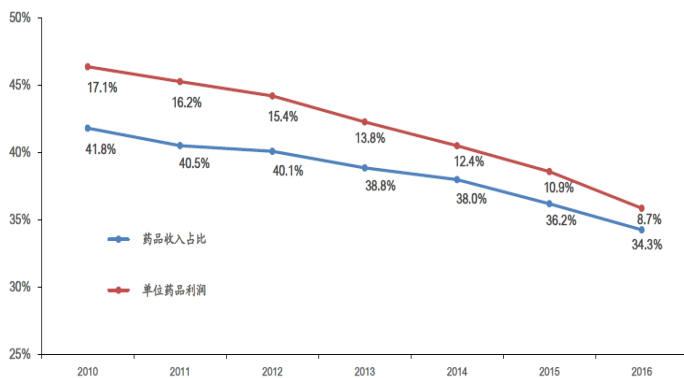
表 7：健康城市的盈利模式

大类	类目	项目
HIT 收入	政府购买	基层系统、大数据分析系统、接口建设、医联体平台、多学科远程诊断平台、城市急救系统等
	公立医院	
	民营机构	
运营收入	支付服务类	流量接入、支付返佣等
	药品服务类	处方流转、配送、特效药分销等
	保险服务类	保险控费服务、保险险种设计、理赔结算等
	健康服务类	家庭、企业健康管理、家庭医生、专家名医等
	导流导购类	医院导流、体检导流、消费医疗、母婴市场、养老机构等
	通道资源类	互联网挂号预约、人工智能导医、问诊服务等
	数据产品类	健康档案征信、健康档案管家、脱敏数据等
	平台产品类	云影像存储、数字影像服务、云胶片等
	其他销售类	C 端商城销售、家医产品、健康小屋、C 端广告等

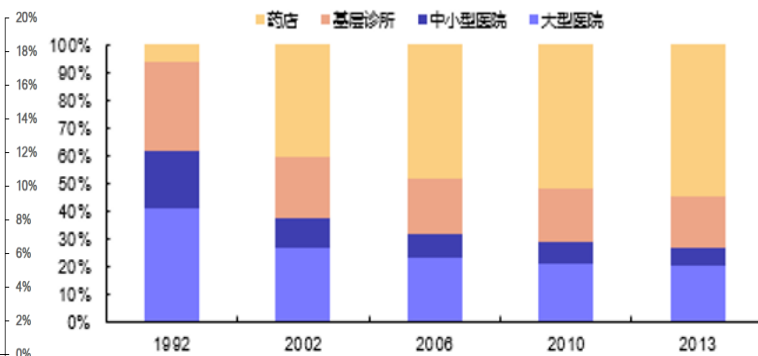
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.4.2. 处方流转有望率先突破

医改持续推进，医药分开是行业新生态。自 2009 年以来，中国政府出台多项政策推进医药分开。2016 年国务院发布《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》，提出推动医药分开，采取综合措施切断医院和医务人员与药品、耗材间的利益链。从目前改革成效来看，国公立医院药品收入占比已经有明显的降低。参考日本医药分开的推进历程，我们判断随着医改持续推进，国内医药分开的趋势将不断深化，医药分开是行业新生态。

图 20：我国公立医院药品收入占比及单位药品利润在下降


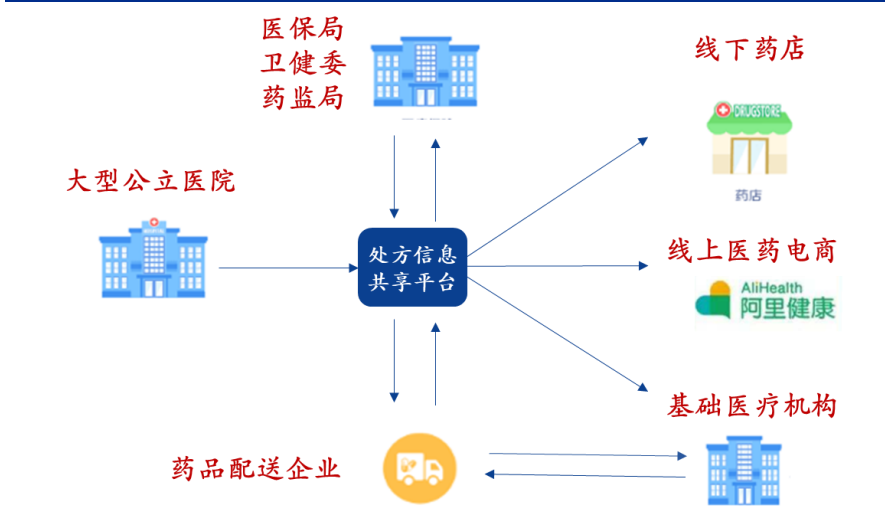
资料来源：2017 年卫生统计年鉴，安信证券研究中心

图 21：日本医药分开率目前超过 70%


资料来源：日本药剂师会，安信证券研究中心

公司卡位处方流转核心环节。过去患者在大型公立医院看病购药，随着医药分开的实现，处方从医院顺利外流，患者的购药场景将发生改变。我们认为，未来将新增三类购药场景：在线下零售药店购药；通过医药电商购药；对于部分慢病患者，则可以选择在基层医疗机构经家庭医生诊断后，延续上级医院的医嘱用药。新的购药场景催生了新的 IT 需求，梳理处方外流的业务流程，最核心的 IT 需求是处方信息共享平台的建设。其作用和意义在于：1) 三医之间信息和数据互联互通的平台。实现医疗机构处方信息、医保结算信息和药品零售消费信息的互联互通、实时共享，本质上是三医（医院、药店、医保）联动的平台；2) 承接外流处方的信息平台。医院医生通过 HIS 系统连接处方共享平台，可以开具电子处方，将处方外流到院外。公司健康城市平台作为不同医疗机构间的数据通道和业务纽带以及城市居民的就医入口，卡位了处方流转核心环节，在处方外流的产业趋势中扮演着重要的角色。

图 22：处方信息共享平台卡位处方流转核心环节



资料来源：安信证券研究中心整理

处方外流有着清晰的商业模式。根据动脉网的报告,国内处方外流的潜在市场规模在 400-900 亿元/年,市场空间巨大。在处方流转过程中,公司作为就医入口有望成为院外处方的分配中心,可以向零售药店、医药电商等药品流通渠道收取可观的处方导流费用。根据产业链调研,根据不同种类的药品,处方导流收入可以从药品流水中收取 5-10% 不等的导流费用。我们认为,处方外流的潜在市场规模巨大、商业模式清晰、行业驱动力强(医改),公司的健康城市运营变现有望率先从处方外流领域突破。值得强调的是,公司已经在积极践行处方流转的商业模式。2019 年 3 月,公司宣布与妙手医生达成战略合作。妙手医生是国内领先的互联网医疗平台,拥有行业关键资源的积累,旗下拥有的“妙手医生”网站及 APP 产品是国内首批互联网医院牌照获得者,其在院外处方流转、互联网医院运营、药品供应链及 DTP 全国布点、品牌医生运营方面深具能力。公司将与妙手医生共同构建基于互联网医院的在线问诊、处方、药品配送到家的全流程服务体系。

图 23：处方外流市场规模估算



资料来源：动脉网，安信证券研究中心，附注：1) 渠道法，按照院外渠道的占比，大致估算处方外流规模；2) 药占比法，因为外流处方的来源主要是医院，影响医院的药占比，从医院药占比变化，推算规模

4. 财务分析、盈利预测&投资建议

4.1. 财务分析

业绩保持高速增长趋势。公司近 5 年业绩保持高速增长，2019 年营业收入、净利润分别达

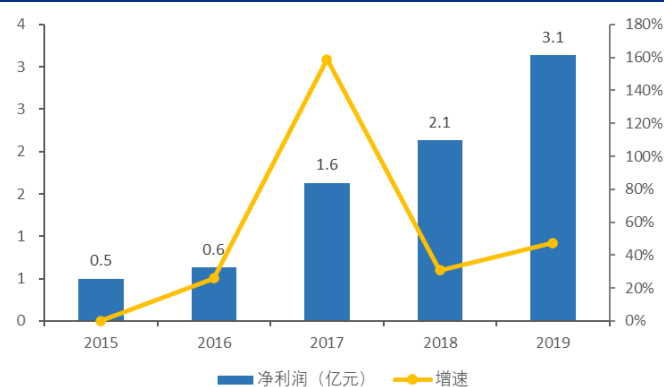
到 12.9 亿、2.13 亿。过去 5 年营收的复合增长率为 26%，净利润的复合增长率为 35%。其中，2017 年高增长的主要原因是收购的博泰服务于 2017 年 2 月完成并表。

图 24：公司近 5 年的营收及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

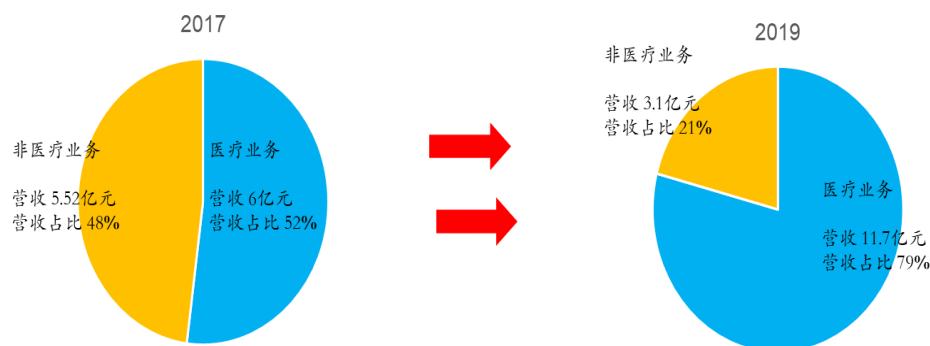
图 25：公司近 5 年的净利润及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

整合取得良好效果，优化人力结构，医疗业务比例持续上升。此前市场对于公司整合博泰服务的效果存在担忧。从 2018 年开始，在顺利完成业绩承诺的基础上，公司加速了对博泰服务的整合。一方面主动收缩原有非医疗业务，对人员进行了结构优化（公司生产人员从 2017 年的 2574 人降至 2019 年的 1714 人，减少人员主要来自博泰服务）；另一方面调整了其业务发展方向，重心转向医疗物联网业务，与公司主业的协同效应正在逐渐显现。我们认为，从实际进展来看，整合效果良好。公司的医疗业务占比也在持续上升，2019 年营收占比达到 79%。

图 26：公司医疗业务比例保持上升趋势



资料来源：wind，安信证券研究中心

表 8：博泰服务完成业绩承诺

承诺期	承诺利润 (万元)	实际净利润 (万元)
2016	8650	8745.63
2017	9950	10511.97
2018	11400	11427.94
2019	/	10454.47

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

研发资本化程度低，业绩质量高。公司一直保持着较高的研发投入比例，2016-2019 年研发投入营收占比分别为 15.41%、10.04%、12.61%、14.11%。同时，公司研发资本化程度显

著低于同行业公司，经营业绩质量高。

4.2. 盈利预测

核心假设 1)：受益于行业的高景气度，医疗信息化业务将持续保持高增长。

核心假设 2)：以慧康物联网公司（原博泰服务）为主的非医疗行业业务将继续主动收缩，业务重点逐渐转向医疗物联网领域。

核心假设 3)：互联网医疗业务逐步开始探索运营模式，未来将成为公司重要增长极。

表 9：公司分业务营收&增速&毛利率预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收（亿元）					
医疗信息化业务	8.3	11.7	15.8	21.2	28.1
非医疗业务	4.6	3.1	3.3	3.6	4.0
互联网医疗			0.5	1.5	2.5
合计	12.9	14.8	19.5	26.2	34.7
营收增速					
医疗信息化业务	39%	41%	35%	34%	33%
非医疗业务	-17%	-32%	5%	10%	12%
互联网医疗			-	200%	67%
合计	12%	15%	32%	34%	32%
毛利率					
医疗业务	54%	56%	57%	57%	58%
非医疗业务	42%	45%	45%	46%	46%
互联网医疗			40%	40%	40%
合计	50%	53%	55%	55%	55%

资料来源：wind，安信证券研究中心预测

4.3. 投资建议

公司是医疗信息化行业领军企业之一，主业充分受益行业景气度以及集中度双升，保持强劲增长态势。在立足主业的同时，公司以健康城市为抓手积极切入互联网医疗行业，逐步从医疗 IT 供应商向大健康产业“运营商”的转型。综合业务成长性和业绩确定性来看，公司均是计算机行业中的翘楚，我们看好公司未来发展前景，暂不考虑后续定增摊薄影响，预计 2020、2021 年 EPS 为 0.36、0.48 元，维持买入-A 评级，6 个月目标价 20 元。

5. 风险提示

医疗信息化业务发展低于预期；互联网医疗业务发展低于预期；行业竞争加剧导致毛利率降低。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,290.3	1,479.8	1,954.8	2,624.3	3,465.6	成长性					
减:营业成本	648.3	688.9	888.1	1,193.3	1,562.7	营业收入增长率	11.9%	14.7%	32.1%	34.2%	32.1%
营业税费	14.2	15.2	21.2	28.1	36.7	营业利润增长率	22.7%	44.5%	28.3%	35.2%	34.0%
销售费用	119.5	150.4	191.6	257.2	339.6	净利润增长率	30.3%	47.7%	26.3%	35.5%	34.4%
管理费用	151.7	170.3	220.9	296.5	391.6	EBITDA 增长率	25.4%	74.7%	23.8%	31.2%	32.0%
研发费用	129.9	138.1	179.8	241.4	318.8	EBIT 增长率	27.1%	80.4%	24.0%	33.7%	34.0%
财务费用	7.5	5.8	0.4	-6.3	-8.4	NOPLAT 增长率	35.8%	41.6%	26.6%	33.7%	34.0%
资产减值损失	30.7	-6.1	10.0	10.0	10.0	投资资本增长率	17.2%	11.3%	8.1%	5.2%	12.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	13.8%	11.3%	31.2%	14.2%	16.7%
投资和汇兑收益	8.7	46.5	15.0	15.0	15.0						
营业利润	246.9	356.7	457.8	619.0	829.5	利润率					
加:营业外净收支	-0.9	1.8	0.1	0.3	0.8	毛利率	49.8%	53.4%	54.6%	54.5%	54.9%
利润总额	246.0	358.5	457.9	619.4	830.2	营业利润率	19.1%	24.1%	23.4%	23.6%	23.9%
减:所得税	25.9	39.8	50.4	68.1	91.3	净利润率	16.5%	21.2%	20.3%	20.5%	20.8%
净利润	212.7	314.1	396.5	537.4	722.5	EBITDA/营业收入	17.8%	27.1%	25.4%	24.8%	24.8%
						EBIT/营业收入	15.9%	25.0%	23.4%	23.3%	23.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	85	72	52	36	25
						流动资产周转天数	46	68	82	81	82
						流动资本周转天数	307	347	361	381	383
						应收账款周转天数	156	188	185	180	180
						存货周转天数	25	28	25	25	25
						总资产周转天数	806	811	717	640	575
						投资资本周转天数	518	515	427	339	280
						投资回报率					
						ROE	9.2%	12.1%	11.7%	13.9%	16.0%
						ROA	7.1%	8.9%	9.7%	10.7%	12.5%
						ROIC	13.3%	16.1%	18.3%	22.6%	28.8%
						费用率					
						销售费用率	9.3%	10.2%	9.8%	9.8%	9.8%
						管理费用率	11.8%	11.5%	11.3%	11.3%	11.3%
						研发费用率	10.1%	9.3%	9.2%	9.2%	9.2%
						财务费用率	0.6%	0.4%	0.0%	-0.2%	-0.2%
						四费/营业收入	31.7%	31.4%	30.3%	30.1%	30.1%
						偿债能力					
						资产负债率	23.4%	26.9%	17.9%	23.5%	22.5%
						负债权益比	30.6%	36.7%	21.8%	30.8%	29.1%
						流动比率	1.70	1.71	3.09	2.72	3.09
						速动比率	1.58	1.56	2.92	2.53	2.91
						利息保障倍数	27.14	64.24	1,134.85	-97.67	-97.43
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.03	0.04	0.06	0.07
						分红比率	11.4%	10.6%	12.3%	11.4%	11.4%
						股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	220.1	318.7	396.5	537.4	722.5	EPS(元)	0.19	0.28	0.36	0.48	0.65
加:折旧和摊销	25.7	35.9	37.5	37.5	37.5	BVPS(元)	2.09	2.33	3.06	3.49	4.07
资产减值准备	30.7	52.3	-	-	-	PE(X)	75.2	50.9	40.3	29.8	22.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.9	6.2	4.7	4.1	3.5
财务费用	7.5	8.2	0.4	-6.3	-8.4	P/FCF	2,121.5	124.6	310.4	34.3	34.0
投资损失	-8.7	-46.5	-15.0	-15.0	-15.0	P/S	12.4	10.8	8.2	6.1	4.6
少数股东损益	7.4	4.6	11.0	13.8	16.4	EV/EBITDA	39.2	32.2	30.3	22.5	16.7
营运资金的变动	-100.5	-379.8	-182.6	-102.4	-283.2	CAGR(%)	35.8%	32.4%	34.2%	35.8%	32.4%
经营活动产生现金流量	169.7	80.2	247.9	465.1	469.8	PEG	2.1	1.6	1.2	0.8	0.7
投资活动产生现金流量	-157.0	-73.1	15.0	15.0	15.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	92.7	59.4	207.1	-55.4	-74.7	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

胡又文、凌晨声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售经理	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034