

唐月

执业证书编号: S0730512030001

021-50588666-8032

tangyue@ccnew.com

借力新医改, 深耕医疗信息化的沃土

——卫宁软件(300253)深度分析报告

证券研究报告-深度分析

增持(首次)

发布日期: 2013年1月25日

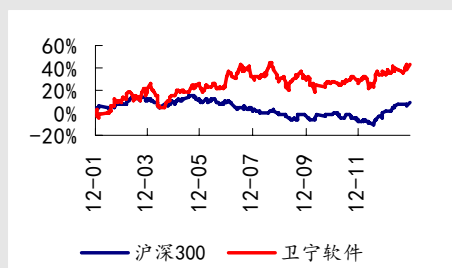
市场数据(2013年1月22日)

收盘价(元)	23.63
一年内最高/最低(元)	40.82/18.1
沪深300指数	2596.90
市净率(倍)	5.29
流通市值(亿元)	11.82

基础数据(2012年9月30日)

每股净资产(元)	4.74
每股经营现金流(元)	-0.54
毛利率(%)	55.60
净资产收益率(%)	6.83
资产负债率(%)	11.68
总股本/流通股(万股)	10700/5001
B股/H股(万股)	/

个股相对沪深300走势



联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8037

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

作为国内唯一一家专业从事医疗信息化解决方案的上市企业, 公司借助新医改给行业带来的成长机遇和自身业务扩展能力, 驶入了发展的快车道。预测公司12-14年EPS为0.57元、0.72元、1.01元, 按22日收盘价23.63元计算, 对应市盈率分别为41.61倍、32.74倍和23.36倍, 给予公司“增持”评级。

投资要点:

- **公司是国内唯一一家专业从事医疗信息化解决方案的上市企业。**通过多年行业实施经验的积累, 公司成为目前行业内产品线最齐全的企业之一, 也是国内少数拥有全部三大产品线自主知识产权的公司之一。2011年公司三级甲等医院客户82家, 市场占有率9.3%, 在同行业中拥有较为明显的产品优势。
- **新医改主推医疗信息化行业驶入发展快车道。**09年新医改政策的实施, 给医疗信息化行业带来了发展的新机遇。2011年我国医疗行业IT总体市场规模为146.3亿元, 同比增长28.9%; 预计2016年将达到339.9亿元, 其年均复合增长率为18.4%。
- **持续的研发能力, 柔性产品化的开发模式, 是公司竞争力的保证。**公司加大研发投入的同时新品频出, 助推收入快速增长。同时, 柔性产品化的开发模式提高了公司的运作效率和盈利能力。
- **大举进行异地开拓, 成果显著。**2009年公司开始开拓华东地区以外的市场, 同时在上市以后利用募投项目兴建区域性的销售服务中心, 有利于公司长期发展和成本费用控制。
- **盈利预测和公司估值:** 预测公司12-14年每股收益为0.57元、0.72元、1.01元, 按照1月22日收盘价23.63元计算, 对应市盈率分别为41.61倍、32.74倍和23.36倍, 给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 公司在公共卫生领域面临较大竞争压力; 公司异地扩张的同时带来成本和费用压力; 行业受政策推动不达预期。

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1.70	2.55	3.54	4.65
增长比率	41.33%	50.32%	38.64%	31.38%
净利润(百万元)	0.44	0.61	0.77	1.08
增长比率	25.31%	37.19%	27.07%	40.17%
每股收益(元)	0.41	0.57	0.72	1.01
市盈率(倍)	57.08	41.61	32.74	23.36



目录

1. 医疗信息化领域的领先企业	4
2. 医疗信息化符合民生需要	4
2.1. 民生问题的解决推动医疗信息化的发展	4
2.2. 医疗信息化发展的结构性特征明显	6
2.3. 新医改推动行业快速发展	7
2.4. 行业集中度低，处于区域割据的状态	8
3. 公司主营收入增长稳定，业务扩张带来费用压力	9
3.1. 医疗软件服务业务多年保持高速增长	9
3.2. 业务扩张期，费用率偏高	11
3.3. 人均指标预示运营效率的回升	12
4. 公司产品竞争优势将在全国得到复制	13
4.1. 公司产品齐全，研发能力突出	13
4.2. 良好的客户基础保证公司业务发展的持续性	15
4.3. 全国性销售网络的建立打破区域瓶颈	16
4.4. 柔性产品化的开发模式增强了公司竞争力	17
5. 盈利预测	18
6. 估值比较与评级	18
7. 风险提示	18

图目录

图 1: 公司股权分布及组织结构	4
图 2: 医疗行业 IT 总体市场规模	5
图 3: 2008 年医疗行业 IT 支出的分布	5
图 4: 2008-2014 年医疗 IT 解决方案市场规模预测	5
图 5: 2009-2014 医疗信息行业结构及增速预测	6
图 6: 公司营业收入和净利润规模及增长情况	10
图 7: 剥离硬件业务的收入及增速	10
图 8: 2010-2012Q3 公司 100 万元以上合同金额及增速	10
图 9: 2010 年公司各项业务收入占比	10
图 10: 2007-2012Q3 公司盈利能力	11
图 11: 2008-2012 年上半年公司各项业务毛利率	11
图 12: 2007-2012Q3 公司费用率	11
图 13: 2007-2011 年公司人均运营效率指标	12
图 14: 2007-2011 年公司人员增长情况	12
图 15: 公司营运指标	13
图 16: 公司经营性现金流	13
图 17: 2007-2012Q3 公司费用率	14
图 18: 2011 年公司人员结构	14
图 19: 公司新增软件著作权证书状况	15
图 20: 公司三级甲等客户及市场占有率	15
图 21: 医疗信息软件供应商选择中的决定性因素	16
图 22: 2008-2012 上半年公司区域收入占比	17
图 23: 2008-2012 上半年公司区域收入及增速	17

表目录

表 1: 医疗信息系统概要	6
表 2: 新医改的实行政策	7
表 3: 行业内主要厂商	9
表 4: 公司管理费用率和销售费用率对比	12
表 5: 公司软件著作权	13
表 6: 公司区域性销售服务网络	16
表 7: 可比上市公司估值	18
表 8: 公司 3 大报表预测	19



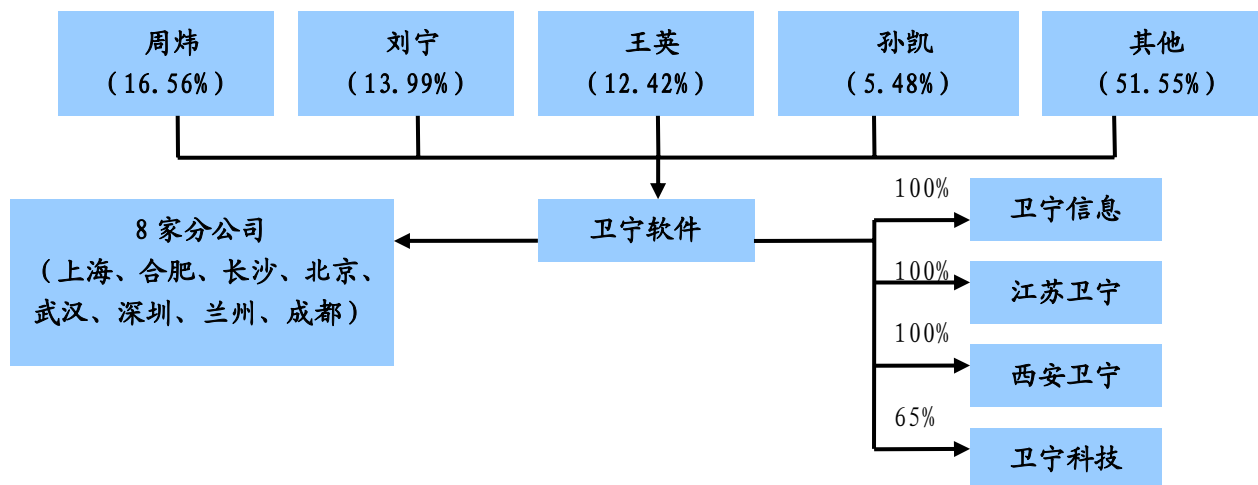
1. 医疗信息化领域的领先企业

公司是国内唯一一家专业从事医疗信息化的上市企业。多年来，公司的业务始终以医疗卫生领域应用软件的研究开发、销售和技术服务为主，同时还提供配套硬件销售。

公司是目前国内医疗卫生应用软件行业产品线最齐全的企业之一，也是国内少数拥有全部三大产品线自主知识产权的公司之一，在同行业中拥有较为明显的产品优势。在 IDC 评选的 2008 年、2009 年“中国医疗卫生信息化解决方案十大供应商”中连续两年均位居行业第一名。

公司实际控制人为周炜、王英夫妇，两人合计持有公司 28.98% 的股份。公司 2004 年成立，并于 2011 年 8 月成功登陆创业板。在向全国进行业务扩张的过程中，公司先后成立了 8 家分公司和合肥、常州两个区域研发中心，同时拥有卫宁信息、江苏卫宁、西安卫宁三家全资子公司和卫宁科技 65% 的股权。

图 1：公司股权分布及组织结构



资料来源：中原证券、公司公告

2. 医疗信息化符合民生需要

2.1. 民生问题的解决推动医疗信息化的发展

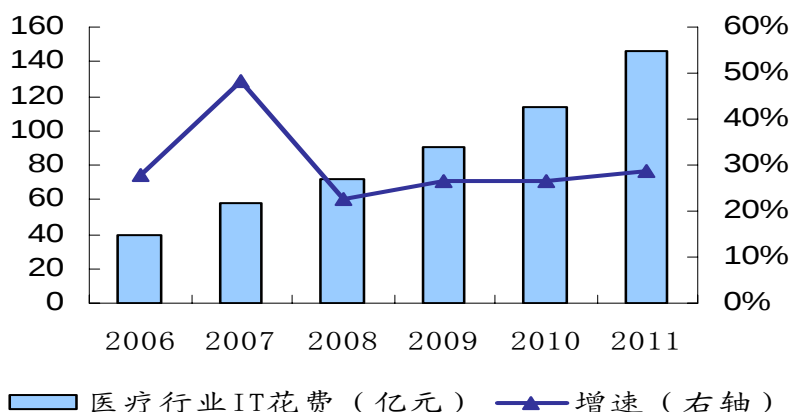
医院信息化和公共卫生信息化的建设以民生为根本，有利于改善整体的就医环境，符合“以人为本”的时代发展主题。其在我国医疗卫生行业发展中的作用主要体现在以下几个方面：（一）重塑我国医院管理的新概念，实现了以病人为中心的理念，增加了管理的精细化、智能化；（二）提高就医效率改善就医难的问题，提高管理的透明度解决就医贵的问题；（三）医疗信息化是新医疗体制改革的需要。

我国医疗卫生行业信息化发展起步较晚。在整体 IT 投资规模上，目前

国内医疗行业每年实际的投入只占医院年收入的 0.4-0.7%，而发达国家和地区是 3-5%，两者存在 7 倍的差距。

受益于社会生活水平的提高，近年来医疗卫生行业信息产品市场的投资规模持续扩大，已经连续 5 年保持 20% 以上的增速，远高于全球市场 5.1% 的年均复合增长率。2011 年中国医疗行业 IT 总体市场规模为 146.3 亿元，同比增长 28.9%；预计 2016 年将达到 339.9 亿元，其年均复合增长率为 18.4%。

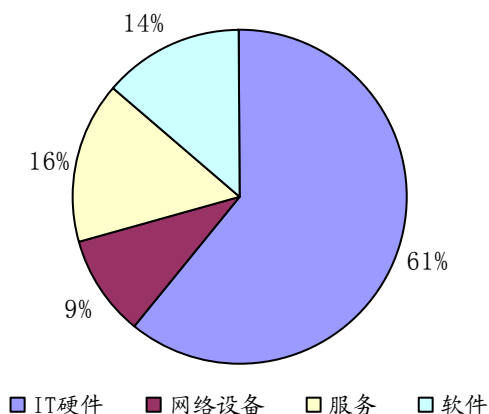
图 2：医疗行业 IT 总体市场规模



资料来源：中原证券、IDC

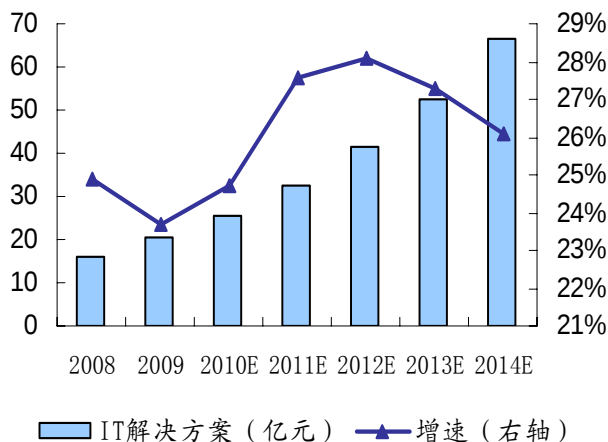
目前，医疗行业 IT 支出中依然以硬件投入为主，重硬轻软问题比较严重。根据 IDC 数据，2008 年 IT 硬件、网络设备、服务、软件在全部 IT 支出占比分别为 61%、9%、16%、14%。

图 3：2008 年医疗行业 IT 支出的分布



资料来源：中原证券、IDC

图 4：2008-2014 年医疗 IT 解决方案市场规模预测



资料来源：中原证券、IDC

随着硬件基础设施建设的完成，软件和服务建设需求将越来越重要。2009 年中国医疗卫生行业 IT 解决方案的市场规模为 20.3 亿元，较 2008

年增长了 23.7%；预计 2014 年将达到 66.4 亿元，其年均复合增长率为 26.7%。

2.2. 医疗信息化发展的结构性特征明显

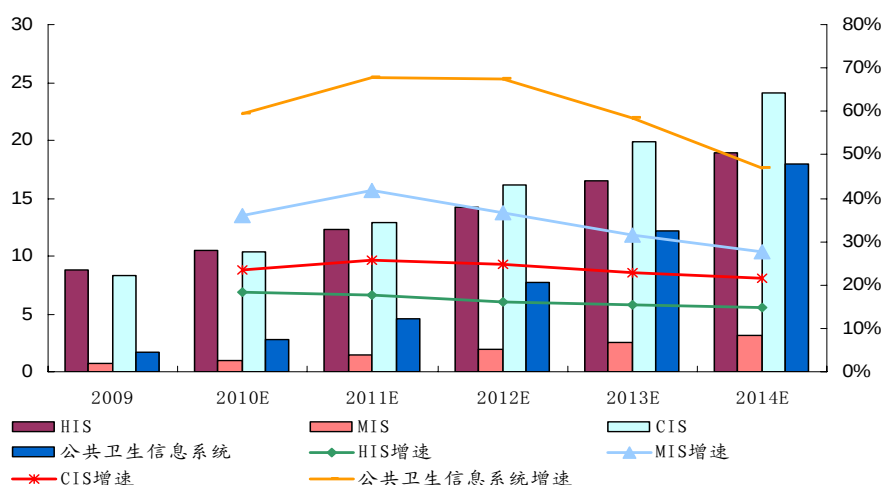
根据国际统一的医疗系统信息化水平划分，医院信息化发展普遍经历三个阶段：（1）以实现财务、临床、物流及其他管理功能的医院管理信息化（HIS）阶段；（2）以病人为中心的临床管理信息化（CIS）阶段；（3）以实现区域性医疗信息化为中心的局域医疗卫生服务（GMIS）阶段。

表 1：医疗信息系统概要

系统	核心	内容	当前状态	所属大类
医院管理信息系统（HIS）	收费	门诊医生工作站、门诊护士工作站、住院医生工作站、手术室管理、体检管理、收费、无线护理等子系统	成熟期	医院信息系统
临床管理信息系统（CIS）	病人	影像存档和传输系统（PACS）、放射信息系统（RIS）、检验信息系统（LIS）、病理信息系统（PIS）、手术信息系统（ORIS）、电子病历等	高峰期	医院信息系统
公共卫生与区域医疗卫生管理信息系统	区域医疗	区域卫生信息平台、社区卫生信息系统、农村卫生一体化解决方案、新型农村合作医疗信息管理系统、中小医院信息系统	起步期	区域性公共卫生信息系统
基本管理信息系统（MIS）	基础业务的管理	成本核算管理和OA	起步期	医院信息系统

资料来源：中原证券

图 5：2009-2014 医疗信息行业结构及增速预测



资料来源：中原证券、IDC

在各类医疗行业解决方案中，HIS 系统已经处于成熟阶段，CIS 系统建设处于快速发展期，而公共卫生管理信息系统由于起步较晚基数较低，目前发展最为迅速。根据 IDC 的预测，2010-2014 年 HIS 系统将以 16.4% 的年均



复合增长率保持稳定发展,其市场份额在总体解决方案中比例逐渐减小;CIS系统预计会保持 23.6%的年均复合增长率,市场份额不断提高;社区卫生信息系统将保持高速增长,预计年均复合增长率为 72.3%;区域医疗解决方案也进入高速增长期,将保持 50.3%的年均复合增长率。

医疗信息化行业的下游为医疗卫生行业,主要包括医院、卫生院、社区卫生服务中心(站)、门诊部、疗养院、妇幼保健院、专科疾病防治机构、疾病预防控制中心、医学科研机构、各级医疗卫生行政管理机构等医疗卫生机构。根据卫生部公布的统计数据,2011 年上述国内卫生机构数量为 291,495 家。此外还有 66.3 万个村卫生室,其中有一半以上信息化的需求来自于医院。

未来发展方向上来看,医疗行业信息化发展的主要驱动力主要来自四个方向,包括:基层医院信息系统的普及和升级建设,大型医院的全面数字化建设,区域医疗信息平台的全面推广和公共卫生信息系统的启动建设。

2.3. 新医改推动行业快速发展

2009 年 4 月国务院《关于深化医药卫生体制改革的意见》的颁布,标志着新医改的到来。随着中国医疗体制改革继续深入推进,医疗信息化已经成为医疗体制改革的重点发展方向。

结合新医改,2010 年底国家卫生部通过《卫生事业“十二五”规划(初步意见)》确立了十二五期间卫生信息化以“3521 工程”为总体的建设路线图,即建设国家级、省级和地市级三级卫生信息平台,加强公共卫生、医疗服务、新农合、基本药物制度、综合管理 5 项业务应用,建设健康档案和电子病历 2 个基础数据库和 1 个专用网络建设的发展规划。

新医改政策颁布以来,国务院办公厅、卫生部等部委陆续发布了若干推进医疗卫生信息化建设的政策文件、试点项目和规范来落实新医改的政策目标。

表 2: 新医改的实行政策

方向	内容
试点项目	基于电子健康档案、电子病历、门诊统筹管理的基层医疗卫生信息系统试点项目:(13个) 2010年第一批(39亿),上海、浙江、安徽、重庆、新疆 2011年第二批,北京、内蒙、江苏、河南、湖南、云南、宁夏、新疆兵团
	公立医院改革国家联系试点城市信息系统建设项目:(2010年3.22亿,全国17个国家联系试点城市、37个省级试点城市和18个省745家公立医院) 辽宁省鞍山市、黑龙江省七台河市、上海市、江苏省镇江市、安徽省芜湖市及马鞍山市、福建省厦门市、山东省潍坊市、河南省洛阳市、湖北省鄂州市、湖南省株洲市、广东省深圳市、贵州省遵义市、云南省昆明市、陕西省宝鸡市、青海省西宁市、北京市 主要建设内容: 1. 基于医院信息平台的、以电子病历为核心的医院信息系统建设



	2. 基于区域卫生信息平台的区域医疗信息共享与协作系统建设 3. 基于区域卫生信息平台的医院医疗行为管理系统建设
规范	2009,《电子病历基本架构与数据标准(试行)》
	2009,《健康档案基本架构与数据标准(试行)》
	2009,《跨区域互操作性EHR 平台的建设指南》
	2010,《电子病历系统功能规范(试行)》
	2010,《基于电子病历的医院信息平台建设技术解决方案(第一版)》
	2011,《卫生综合管理信息平台建设指南(试行)》
	2011,《居民健康卡技术规范》
其他政策	2009年12月,《卫生部关于规范城乡居民健康档案管理的指导意见》提出到2009 年底,按照国家统一建立居民健康档案的要求,农村居民健康档案试点建档率达到5%,城市地区居民健康档案建档率达到30%;到2011 年,农村达到30%,城市达到50%。到2020 年,初步建立起覆盖城乡居民的,符合基层实际的、统一的、科学的、规范的健康档案建立、使用和管理制度
	2010 年12 月,卫生部发布《2010 年中西部地区村卫生室信息化建设项目管理方案的通知》,为中西部地区90%的村卫生室配备电脑,70%以上的农村居民配备健康卡,开发整合村卫生室信息化软件,加快区域(地级市和县级)卫生信息平台建设

资料来源: 中原证券

2.4. 行业集中度低, 处于区域割据的状态

国产软件产品在我国医疗信息化市场中占据主导地位。由于我国的医院管理体制,特别是财务处理流程与国外差异较大,在软件设计思想和数据流程上有很大的不同,国内软件更能适应用户的需要。同时,国内软件在价格上也对比国外产品有很大优势,因而国内企业占据了 90%以上市场。

我国医疗卫生机构的信息化产品通常采用直接购买、自主研发、合作开发等三种方式。其中,少数大型综合医院或著名大学的附属医院凭借雄厚的研发能力和人力资金支持,主要采用自主研发和合作开发的方式。我国医疗卫生软件市场的竞争主要集中于除大型著名医院外的普通医院特别是大量的中小医院。

而在市场集中度方面,我国医疗卫生软件市场还处于比较零散的状态,而且主要以区域性的优势企业为主。由于不存在行政限制壁垒,目前国内医疗卫生软件企业数量多达 500-600 家,绝大多数企业规模较小,市场集中度低,缺乏跨区域优势的医疗卫生软件企业。这主要源于前期医院系统建设简单,本地化企业实施可以更有效降低成本。但随着应用系统复杂度提高和工程规模的扩大,对于大规模优势企业将更加有利。

近年来,随着区域性医疗管理系统的兴起,医疗信息化吸引了国内外大量的企业参与竞争,市场格局发生了比较大的变化。除了东华软件、东软集团、卫宁软件等传统医疗信息化领域的优势企业外,银江股份、万达信息、用友软件、金蝶国际等公司也相继加大对医疗信息化行业的投入,同时行业内的并购趋势明显。

表 3：行业内主要厂商

公司	地域	成立时间	规模及业务占比	08年行业排名	企业情况	优势
东软集团	沈阳		1.03+0.4亿 (2008)	2	国内最大的离岸软件外包商之一，医疗软件事业部，东软医疗系统有限公司（设备） 2011年收购望海康信（2008年行业排名第7）	产品全，有医疗设备有良好的政府关系
卫宁软件	上海	1994	1.7亿（2011） 100%	1		产品全，产品化程度高
东华软件	北京	1999	0.61亿（2008）	4	引入国外HIS 产品Medtrak & TrakCare软件本地化实施 医疗事业部	高端三甲医院市场占有率高
万达信息	上海	2003	0.45亿（2009） 11%	-		在区域卫生信息化平台建设上实力较强
银江股份	上海	2003	1.8亿（2011） 18%	-	11年1月并购浙江浙大健康管理 有限公司；8 月设立银江智慧医疗集团有限公司；11月设立了杭州银江电子病历软件有限公司	在无线医疗系统解决方案、临床移动信息系统解决方案上实力较强
用友软件	北京	2004	0.72（2011）	-	由用友医院管理软件有限公司、广州安易和江门安易组成用友医疗化信息	HRP
金蝶国际	广州	2009		-	2011年1月金蝶医疗收购做LIS系统的上海科华进入医疗行业， 2011年收购广州慧通公司（1997年成立）	慧通在华南市场占有率第一
北京天健	北京	1993	1.01（2008）	3	最早从事医疗信息系统开发的大型专业化软件企业之一	PACS等
重庆中联	重庆	1998	0.58（2008）	5		西南地区
杭州创业	杭州	1997		-		科室

资料来源：中原证券、公司公告、IDC

3. 公司主营收入增长稳定，业务扩张带来费用压力

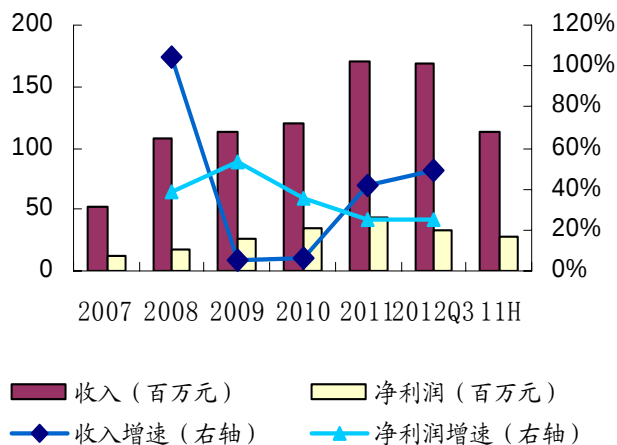
3.1. 医疗软件服务业务多年保持高速增长

多年来，公司主营业务保持了稳定增长。截止 2012 年前 3 季度，公司实现销售收入和净利润分别为 1.68 亿元、3366 万元，同比增长 49.51%、24.81%。虽然在 2009-2010 年公司收入增速下滑，但是这主要是硬件销售减少造成的。由于硬件销售主要是为了辅助公司软件销售，这部分收入毛利低，并未对公司业务造成实质性影响，因而 2007-2011 年公司始终保持了 25%以上的净利润增速。

从订单状况来看，公司 12 年业绩增长确定性较强。截止 2012 年前三季

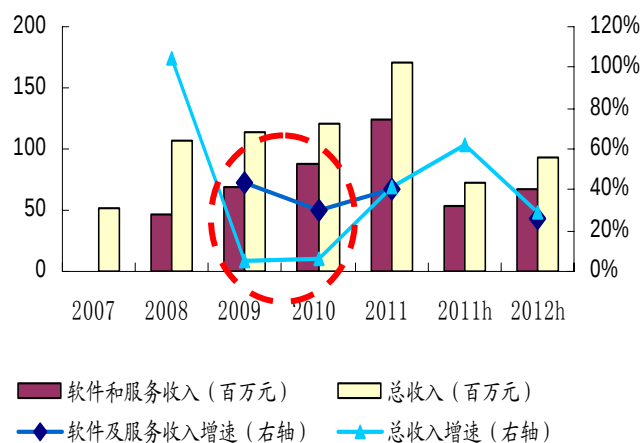
度公司 100 万元以上合同总金额达到 1.51 亿元，同比增长了 100.9%。

图 6：公司营业收入和净利润规模及增长情况



资料来源：中原证券、公司公告

图 7：剥离硬件业务的收入及增速



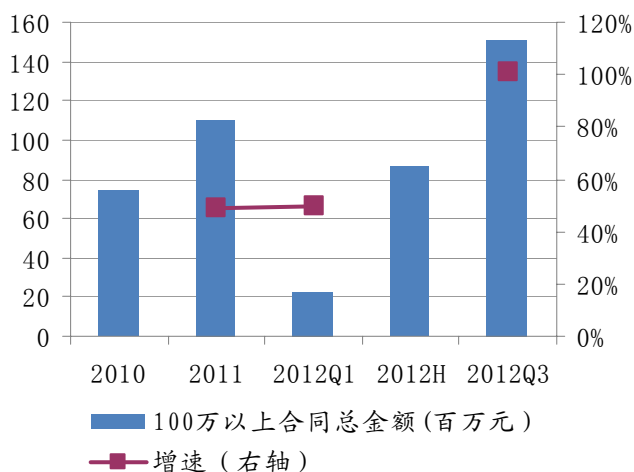
资料来源：中原证券、公司公告

分产品来看，公司软件业务是公司的主要收入来源，2009 到 2011 年间其毛利占比分别为 64%、75%、65%。软件业务的分项收入以 HIS 软件收入为主，根据 2010 年财报，公司软件业务收入占比为 57%，其中 HIS 占比 40%，CIS 占比 10%，公共卫生信息管理系统占比 7%。

技术服务主要是为公司的软件客户提供售后服务和技术支持，在 2010 年营收中占比 17%。

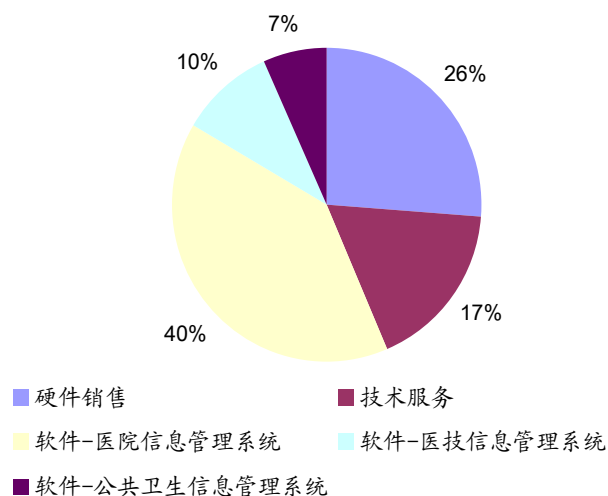
硬件业务主要是为医疗客户提供的配套采购，更好的为软件客户服务，毛利率较低。2009 年开始公司逐渐减少了向非医疗客户的硬件销售，使得 2009-2010 年硬件业务收入出现了下滑。

图 8：2010-2012Q3 公司 100 万元以上合同金额及增速



资料来源：中原证券、公司公告

图 9：2010 年公司各项业务收入占比



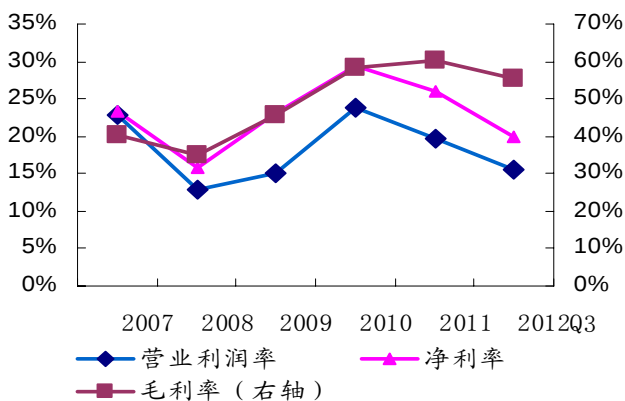
资料来源：中原证券、公司公告

2012 年前 3 季度公司毛利率、营业利润率和净利润率分别为 55.6%、

15.6%和 20%，较 11 年同期分别下降了 4.2、10.1 和 3.9 个百分点，出现了较为明显的下滑。

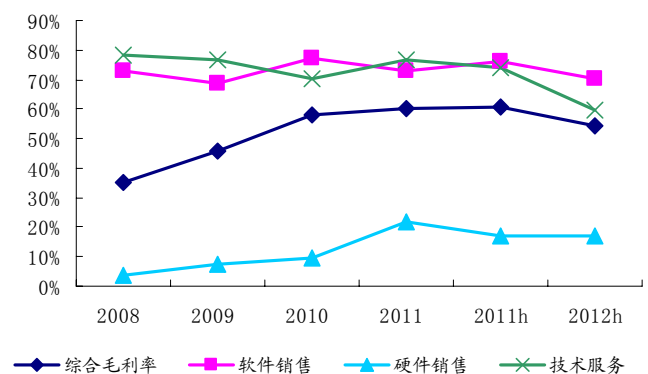
2012 年出现的综合毛利下滑，外地开拓和人力成本上涨是主因。分项业务中，在公司加强外地开拓的背景下，二次开发成本提高，使得上半年软件销售毛利率下滑了 5.65 个百分点，而同期公司技术服务毛利率在人员增长和单位人力成本上涨的双重因素下下滑了 14.38 个百分点。

图 10: 2007-2012Q3 公司盈利能力



资料来源：中原证券、公司公告

图 11: 2008-2012 年上半年公司各项业务毛利率

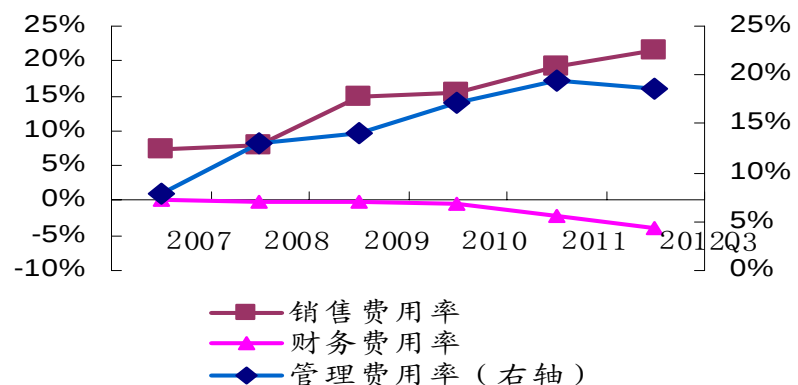


资料来源：中原证券、公司公告

3.2. 业务扩张期，费用率偏高

2009 年以来，公司费用率上涨明显。12 年前三季度公司销售费用率和管理费用率分别为 21.6%、18.6%，较 08 年分别增长了 13.7 和 5.5 个百分点。

图 12: 2007-2012Q3 公司费用率



资料来源：中原证券、wind

业务扩张和人员投入是费用上涨的主因。公司从 09 年开始大幅拓展华东地区以外的市场，使得销售费用上涨明显。同时医改以来，公司也加大了研发费用的投入，来满足市场对于原产品的升级和新产品的开发需求。2011



年公司研发费用占收入比重达到 11.2%，较 2008 年增长了 4.2 个百分点。仅 2011 年研发人员就从年初的 92 人增长到 140 人。

由于医疗信息化行业起步晚，还处于快速发展期，前期开拓投入费用较多，公司费用率还将维持高位。但是随着公司前期投入逐渐转化为业务增长，公司费用率上涨的现象将得到改善。

同行业比较来看，公司销售费用率和管理费用率都高于同行业。这主要源于公司业务主要以软件销售为主，相比以系统集成为主的企业，公司毛利率更高，但是费用率也偏高。同时，公司正在进行全国化的业务扩张，异地销售带来的成本费用投入也更高。

表 4：公司管理费用率和销售费用率对比

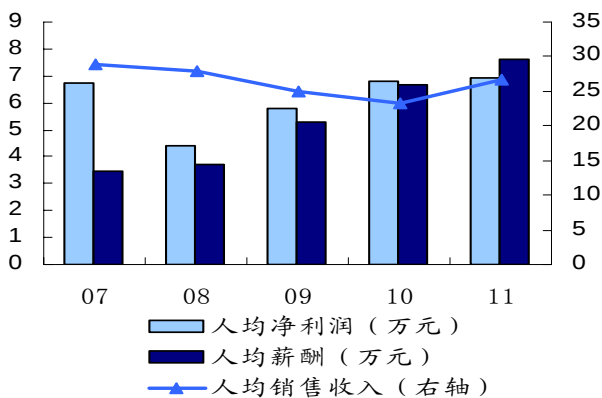
代码	简称	管理费用率		销售费用率	
		2012Q3	2011	2012Q3	2011
300168.SZ	万达信息	17.39	11.52	5.55	3.81
300020.SZ	银江股份	8.49	7.87	5.46	5.77
002065.SZ	东华软件	10.38	7.51	5.02	4.38
600588.SH	用友软件	35.20	28.42	51.85	44.05
600718.SH	东软集团	15.44	14.26	9.53	8.66
行业平均		17.38	13.92	15.48	13.33
300253.SZ	卫宁软件	18.62	19.48	21.59	19.10

资料来源：中原证券、Wind

3.3. 人均指标预示运营效率的回升

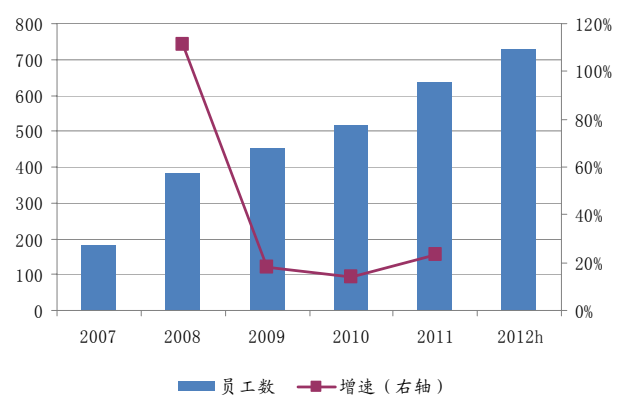
公司人均指标预示运营效率的回升。11 年公司人均销售额和净利润分别为 26.6 万元和 6.9 万元，比 10 年分别增长 15%和 2%。2008 年公司员工人数增长达到了 112%，使得人均净利润触及历史低位而后不断上涨。公司人均销售额也在 2010 年实现触底回升。在人力成本持续上涨的大背景下，公司人均指标仍然呈现出了向好迹象。

图 13：2007-2011 年公司人均运营效率指标



资料来源：中原证券、wind

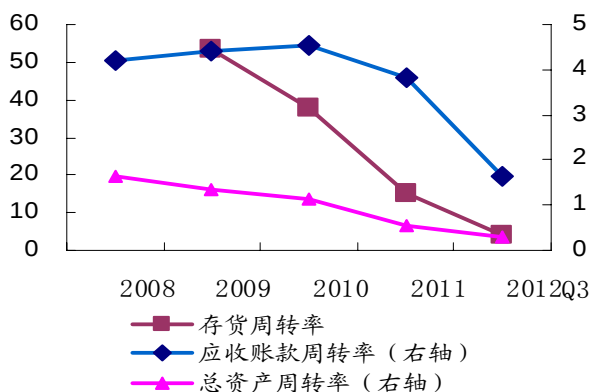
图 14：2007-2011 年公司人员增长情况



资料来源：中原证券、公司公告

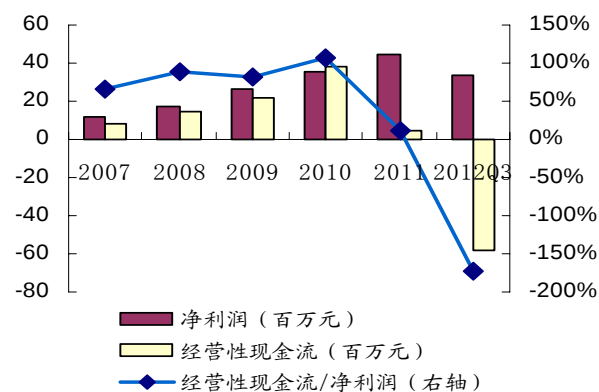
公司客户具有较好的支付能力,应收款项违约风险较低。虽然 2011 年公司应收账款周转率为 3.84 次,比 2010 年降低 0.71 次,但这主要源于在财政资金拨付流程影响下,部分医疗卫生管理机构的预算及付款手续更为严格,并非客户支付能力变化引起。

图 15: 公司营运指标



资料来源: 中原证券、wind

图 16: 公司经营现金流



资料来源: 中原证券、wind

公司 11 年经营性现金流 460 万元,与净利润比值从 10 年末的 107.7% 降为 10.4%,主要也是源于应收款项的增长,影响因素不具有持续性。

4. 公司产品竞争优势将在全国得到复制

4.1. 公司产品齐全,研发能力突出

通过多年的行业经验积累,公司产品齐全,已经覆盖了医院信息管理系统、医技信息管理系统、公共卫生信息管理系统三个产品大类,拥有系统集成 3 级资质,并且能够提供完整的医疗卫生行业 IT 整体解决方案,在医疗信息化市场具有领先优势。

表 5: 公司软件著作

所属产品	最新软件著作	历史著作
医院信息系统	医院信息管理软件V4.5.1 (10.11) 电子病历软件V4.0 (10.5) 电子病历系统应用软件V4.0 (10.12) 临床路径软件V1.0 (10.8) 抗菌药物管理系统应用软件V1.0 (11.6) 无线诊疗与护理软件V4.0 (11.3)	医院信息管理软件V4.5 (HIS) (08.12) 医院信息管理系统V4.0 (HIS) (04.10)
医技信息系统	医技信息管理软件V5.0 (MHS) (08.12) 医学影像存档与通讯软件V5.0 (10.3) 医学影像存储与传输软件V5.0 (11.1) 影像后处理及辅助诊断系统应用软件V1.0 (11.5)	医技信息管理软件V4.0 (CIS) (06.06)

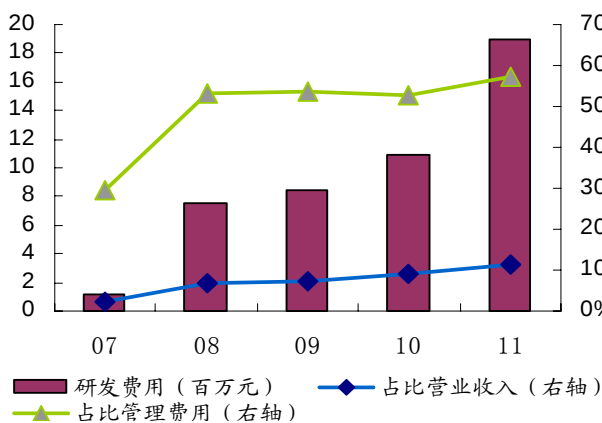


	超声信息管理软件V5.0 (10.9) 病理信息管理软件V5.0 (10.11) 内镜信息管理软件V5.0 (10.10) 放射信息管理软件V5.0 (10.8) 实验室信息管理软件V5.0 (10.1) 医学实验室信息管理软件V5.0 (10.12)	
公共卫生信息管理系统	公共卫生信息管理软件V5.0 (PHIS) (08.12) 区域卫生信息平台软件V4.5 (11.5) 区域卫生决策分析系统应用软件V4.5 (10.12) 区域医疗协同系统应用软件V4.5 (11.4) 区域医疗卫生信息软件V5.00 (11.1) 区域卫生信息集成总线软件V4.5 (10.8) 跨机构文档共享系统应用软件V4.5 (11.7) 社区卫生信息系统应用软件V4.5 (10.6) 新型农村合作医疗信息系统应用软件V4.5 (10.8) 农村卫生信息系统应用软件V4.5 (10.7) 中小医院信息管理软件V1.0 (08.12)	公共卫生信息管理软件V4.0 (PHIS) (06.06)
其他	HL7 引擎系统应用软件V4.5 (10.17)	

资料来源：中原证券、公司公告

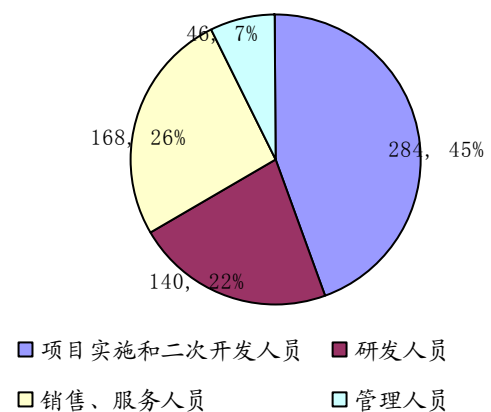
公司具有丰富的项目运作能力和突出的研发实力。为了满足医改后行业对软件产品的新需求，公司持续加大研发力量的投入，2011 年研发投入增长达到了 74.35%，研发人员增长达到了 52.17%，研发人员占比进一步提高到 22%，进一步增加了公司的产品和人员储备。

图 17：2007-2012Q3 公司费用率



资料来源：中原证券、wind

图 18：2011 年公司人员结构



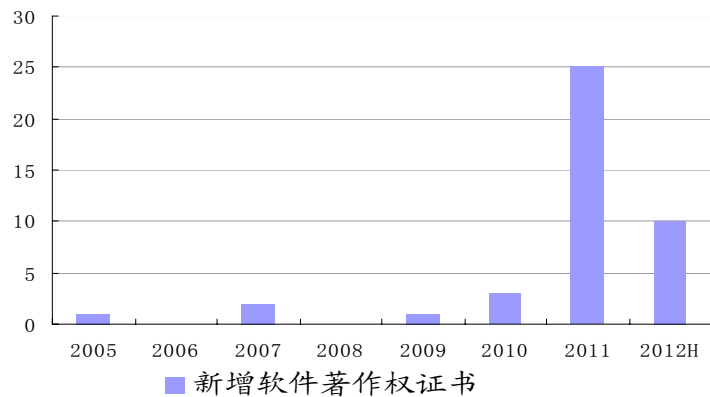
资料来源：中原证券、wind

公司设立以来，不断推出新的技术和产品。自 2004 年以来公司在市场上率先推出的技术和产品包括自助胶片打印系统、医疗保险费用控制系统、基于语义结构化电子病历系统、检查检验预约中心系统、新农合村级实时结



报系统等。2010 年公司又推出了一站式门诊自助优化流程、基于 3G 网络的区域医疗、移动医疗系统等产品。2011 年，公司新取得了 25 项软件著作权，涉及医院管理信息化新产品、医院临床信息化、医院医技信息化、区域医疗等方面。

图 19: 公司新增软件著作权证书状况



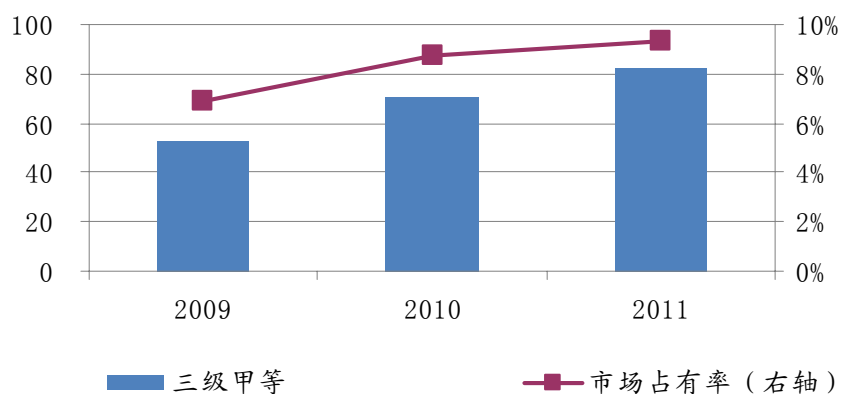
资料来源：中原证券、公司公告

面对未来技术发展趋势，公司还加强了在云计算的软件服务模式、大数据处理系统、临床决策系统等新型技术的储备，以适应行业的创新和保持长远竞争优势。

4.2. 良好的客户基础保证公司业务发展的持续性

公司客户众多，是国内同行业中拥有案例经验最丰富的公司之一。

图 20: 公司三级甲等客户及市场占有率



资料来源：中原证券、公司公告、卫生部

在医院信息系统领域，截止 2011 年末，公司拥有 82 家三级甲等医院客户，在全国 881 家三级甲等医院中占比为 9.31%，具有一定的市场优势。公司的三级甲等医院客户包括复旦大学附属肿瘤医院、上海交通大学医学院附属仁济医院、复旦大学附属眼耳鼻喉科医院、上海市胸科医院、首都医科

大学附属北京安定医院、重庆医科大学附属第一医院、新疆生产建设兵团总医院、福建省立医院、贵州省人民医院、江西省人民医院、青海省中医院、内蒙古自治区医院等著名医院等。

区域性公共卫生信息系统领域,公司典型客户包括了上海市及各区卫生局、湖南省卫生厅、安徽省卫生厅、上海市合作医疗事务中心、上海申康医院发展中心、上海市医药集中招标采购事务管理所、宁波市镇海区卫生局、徐州市卫生局等公共卫生部门等。

良好的客户基础是公司业务持续发展的保证。一方面,考虑到行业处于快速发展阶段,老客户仍为公司带来持续的系统更新需求,是公司收入重要的组成部分;另一方面,丰富的案例经验体现了公司的产品实力,为后续产品的销售发挥了品牌效应。

4.3. 全国性销售网络的建立打破区域瓶颈

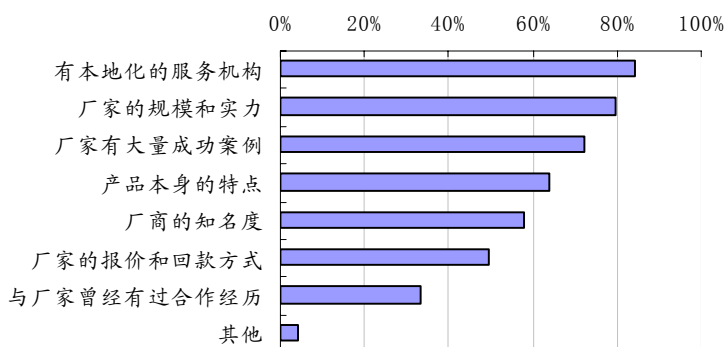
2009 年以来,公司全国性布局的步伐日益明晰。截止 2010 年公司已在北京等地设立 7 家分公司,上市后公司又投入募投资金 1798 万元在上海、北京、武汉、广州、西安、重庆组建 6 个区域性销售服务中心,通过区域性营销服务中心的布点,形成公司全国范围的业务开发。

表 6: 公司区域性销售服务网络

中心城市	区域名称	覆盖地区	设立机构
上海	华东大区	上海、江苏、安徽和浙江	总部, 上海、合肥分公司, 合肥、常州区域研发中心, 卫宁信息(售后有偿服务), 江苏卫宁(售后有偿服务)
北京	华北大区	北京、内蒙古、河北、山东及东北地区	北京分公司
武汉	华中大区	河南、湖北、湖南和江西	武汉、长沙分公司
广州	华南大区	福建、广东、海南和广西	深圳分公司
西安	西北大区	山西、陕西、宁夏、甘肃、新疆和青海	兰州分公司、西安卫宁(研发、销售服务)
重庆	西南大区	重庆、四川、贵州和云南	成都分公司

资料来源: 中原证券、公司公告

图 21: 医疗信息软件供应商选择中的决定性因素



资料来源: 中原证券、中国医院协会信息管理专业委员会

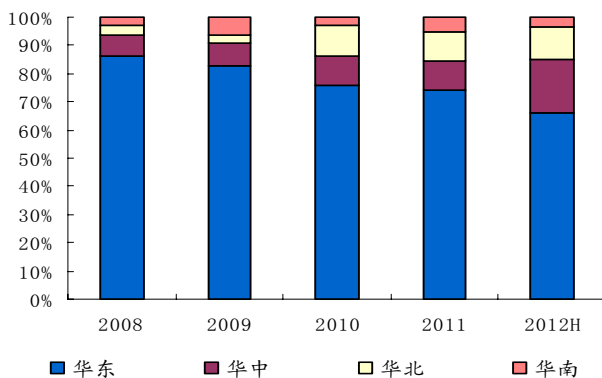
区域性服务机构的建立为公司长远布局打下坚实基础。区域性分支机



构的建立，将改变销售、实施、服务人员由上海外派的局面，降低异地扩张的成本。从中国医院协会信息管理专业委员会的调查数据来看，具有本地化的服务机构已经成为医院在医疗信息软件供应商选择中最为重要的因素，公司建立的区域分支机构也能帮助公司更及时地完成销售服务的跟踪。

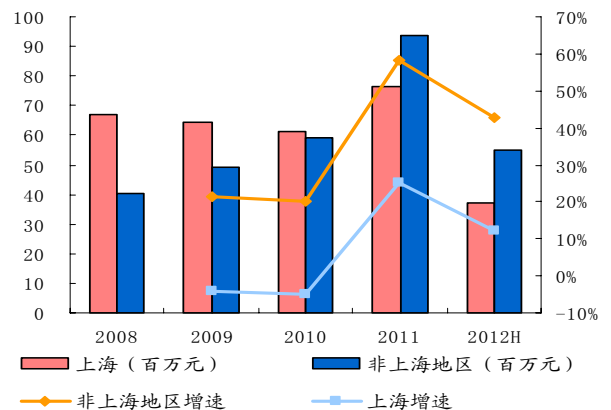
公司的客户群集中在上海及周边地区，2009 年公司开始开拓华东地区以外的市场，并取得了较为明显的成效。2012 年上半年公司华东地区以外的业务收入较上年同期增加了 917 万元，增幅为 41.9%。同期，上海以外地区的收入占比达到 59.68%，增速为 42.9%。截止 2011 年，公司的客户已经遍布全国 29 个省市自治区。由于上海地区医疗信息化发展处于国内前列，公司在本地销售服务的经验为其在全国市场的扩张做了很好的铺垫。

图 22：2008-2012 上半年公司区域收入占比



资料来源：中原证券、wind

图 23：2008-2012 上半年公司区域收入及增速



资料来源：中原证券、公司公告

4.4. 柔性产品化的开发模式增强了公司竞争力

公司产品的一大特点是软件的产品化程度比较高。产品化程度高是软件成熟的标志。根据 2008 年 IDC 数据，软件和二次开发服务在 HIS 解决方案收入中占比分别为 58.1%和 41.9%，而在成熟度较低的 CIS 解决方案中占比为 42.2%和 57.8%。通过前期在行业经验上的积累，有助于软件开发企业将行业的共性需求开发成产品模块，以便在后期实施过程中缩短实施周期，减少二次开发工作量，提高系统维护的效率。

“柔性产品化”研发模式有效的保证了公司产品化程度的持续提高。医院管理的复杂性带来了医疗卫生软件需求的多样性。当行业内多数企业都还停留在项目化的运作模式中时，公司已经致力于深化项目运作的内涵，开发形成了庞大的组件模块库。2009 年、2010 年与上年相比，公司软件基线产品模块可实现的功能参数分别增加了 12.40%和 20.20%，基线产品模块功能越来越齐全。这样服务运营模式不但增强了公司的运作效率，也为企业长远发展做了很好的积淀。

5. 盈利预测

预计 12-14 年公司在医改的大背景下需求持续上涨，公司对于营销网络和新产品研发方面的投入的效应也将逐渐显现。公司综合毛利率受到异地实施成本上涨和人员增长双重因素影响出现下滑。销售费用率受到异地扩张的影响上涨，管理费用率在上市投入期后出现转好迹象。

预测公司 12-14 年营业收入分别为 2.55 亿元、3.54 亿元、4.65 亿元，归属母公司净利润分别为 0.61 亿元、0.77 亿元、1.08 亿元，EPS 分别为 0.57 元、0.71 元、1.01 元，对应 1 月 22 日收盘价 23.63 其市盈率为 41.61 倍、32.74 倍和 23.36 倍。

6. 估值比较与评级

行业 2012 -2014 年的平均市盈率分别为 23.91 倍、18.09 倍、14.09 倍，公司的估值远高于行业均值。但是考虑到公司是专业从事医疗信息行业的上市公司，受益行业增长的弹性更大，给予公司“增持”评级。

表 7：可比上市公司估值

代码	简称	EPS				股价		PE			
		11	12E	13E	14E	1 月 22 日		11	12E	13E	14E
002065.SZ	东华软件	0.61	0.82	1.11	1.44	14.80		24.26	17.98	13.36	10.26
300020.SZ	银江股份	0.34	0.48	0.66	0.90	14.84		43.14	31.04	22.54	16.53
300168.SZ	万达信息	0.34	0.50	0.68	0.86	18.00		52.80	36.30	26.61	20.98
600588.SH	用友软件	0.55	0.63	0.79	1.01	10.14		18.49	16.03	12.79	10.02
600718.SH	东软集团	0.34	0.40	0.48	0.62	7.82		23.02	19.55	16.14	12.67
平均市盈率		-		-		-		32.34	24.18	18.29	14.09
300253.SZ	卫宁软件	0.41	0.57	0.71	1.01	23.63		57.08	41.61	32.74	23.36

资料来源：中原证券、wind

7. 风险提示

公司在公共卫生领域面临较大竞争压力；公司异地扩张的同时带来成本和费用压力；行业受政策推动不达预期。

表 8: 公司 3 大报表预测

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	503.52	618.03	705.78	824.87	营业收入	169.92	255.42	354.10	465.22
现金	405.93	527.74	570.72	638.43	营业成本	67.89	114.17	157.94	202.81
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	3.59	4.78	7.08	9.28
应收票据	1.23	1.37	2.33	2.97	销售费用	32.45	54.92	72.59	90.72
应收款项	82.65	75.53	109.80	148.09	管理费用	33.10	43.42	59.49	74.44
存货	8.51	4.57	9.08	15.07	财务费用	-3.91	-8.50	-7.50	-7.50
其他	5.19	8.83	13.85	20.31	资产减值损失	3.46	-0.34	2.66	2.97
非流动资产	17.71	17.80	16.75	15.70	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.04	0.01	0.01	0.01
固定资产	14.41	13.43	12.45	11.46	营业利润	33.39	46.98	61.85	92.52
无形资产	0.39	0.37	0.35	0.34	营业外收入	15.67	19.00	22.00	25.00
其他	2.90	4.00	3.95	3.90	营业外支出	0.01	0.01	0.02	0.01
资产总计	521.23	635.83	722.52	840.57	利润总额	49.05	65.97	83.83	117.50
流动负债	41.17	42.70	53.69	65.62	所得税	4.76	6.40	8.13	11.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	44.29	59.58	75.70	106.11
应付帐款	9.87	11.36	15.71	20.17	少数股东权益	0.00	-1.19	-1.51	-2.12
预收帐款	14.30	15.41	16.70	18.15	归属母公司净利润	44.29	60.77	77.22	108.23
其他	17.00	15.93	21.28	27.30	EPS (元)	0.41	0.57	0.72	1.01
长期负债	1.98	1.98	1.98	1.98	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	1.98	1.98	1.98	1.98	每股指标				
负债合计	43.15	44.68	55.67	67.60	每股收益	0.41	0.57	0.72	1.01
股本	53.50	107.00	107.00	107.00	每股经营现金	0.09	0.51	0.28	0.48
资本公积金	338.39	338.39	338.39	338.39	每股净资产	8.94	5.54	6.26	7.27
未分配利润	75.33	130.02	199.52	296.92	增长率				
少数股东权益	0.00	-1.19	-2.71	-4.83	营业收入增长率	41.33%	50.32%	38.64%	31.38%
母公司所有者权益	478.08	592.35	669.56	777.80	营业利润增长率	16.42%	40.70%	31.64%	49.59%
负债及权益合计	521.23	635.83	722.52	840.57	净利润增长率	25.31%	37.19%	27.07%	40.17%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	60.05%	55.30%	55.40%	56.41%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	26.07%	23.79%	21.81%	23.26%
经营活动现金流	4.60	54.58	29.61	51.67	ROE	9.26%	10.26%	11.53%	13.92%
净利润	44.29	59.58	75.70	106.11	ROIC	6.31%	11.47%	18.04%	30.34%
资产减值准备	3.46	-0.34	2.66	2.97	偿债能力				
折旧摊销	0.93	1.05	1.05	1.05	资产负债率	6.79%	6.18%	6.62%	8.91%
财务费用	-3.91	-8.50	-7.50	-7.50	流动比率	12.23	14.47	13.15	12.57
投资收益	0.04	0.01	0.01	0.01	速动比率	12.02	14.37	12.98	12.34
营运资金变动	0.00	2.81	-42.30	-50.95	营运能力				
投资活动现金流	-13.66	0.01	0.01	0.01	资产周转率	0.53	0.44	0.52	0.60
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	15.31	17.46	23.14	16.80
其他投资	-13.66	0.01	0.01	0.01	应收帐款周转率	3.84	4.24	5.01	4.90
筹资活动现金流	340.53	62.00	7.50	7.50	估值比率				
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	57.08	41.61	32.74	23.36
其他	340.53	62.00	7.50	7.50	PB	2.64	4.27	3.78	3.25
现金净增加额	331.47	116.59	37.12	59.18					

资料来源：中原证券，wind



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。