

2019 年 08 月 19 日

看好

相关研究

证券分析师

刘洋 A0230513050006  
liuyang2@swsresearch.com  
洪依真 A0230519060003  
hongyz@swsresearch.com

联系人

洪依真  
(8621)23297818×转  
hongyz@swsresearch.com

# 互联网医疗首次进医保！重点关注四类公司

——医疗信息化行业深度之三

## 本期投资提示：

- 自 2019 年 6 月《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》强调 2019 年 9 月底之前完成互联网诊疗收费和医保支付相关政策的制定后，互联网医疗迎来行业新机会。
- 互联网医疗首次纳入医保支付范畴，具有历史性意义！1) 互联网医疗概念在 15 年后曾经受挫，18 年 4 月《互联网+健康意见》标志互联网医疗新起点；2) 19 年 6 月提出要将互联网医疗纳入医保支付，7 月 31 日明确未将互联网诊疗项目排除在外；3) 互联网医疗支付方首次涵盖医保支付，从支付上鼓励行业发展；4) 首次实现真正意义上的“医保脱卡支付”，扩大医疗线上化部分，互联网公司得以加大渗透。
- 预计“进医保”与“脱卡”分三步走，互联网诊疗、互联网医疗服务、互联网购药。1) 已明确互联网诊疗纳入医保。即由符合要求的互联网医院开展的部分常见病、慢性病复诊、家庭医生签约；2) 轻问诊、远程医疗等互联网医疗服务预计部分纳入，互联网问诊咨询服务长期以来存在难以管理等问题，且进入医保支付可能导致滥用；3) 预计互联网购药一段时间内无法完全纳入医保支付，全国打通的非处方药医保互联网购药需要解决医保跨区域结，预计网售处方药仍将通过医保卡绑定在线下，慢病、常见病复诊或形成突破口。
- 四类上市公司重大机会！1) 帮助线下医院建立互联网医院的平台运营商；2) 打通区域卫生平台闭环的健康城市运营商；3) 提供医疗咨询、保险等服务的互联网企业；4) 政府医保相关信息和服务商。建议重点关注四个具有代表性的公司。
- 1) 卫宁健康：互联网医院 4 年探索，医+药全流程打通，互联网诊疗进医保核心受益！2019 年后卫宁核心互联网业务云医进入 3.0 时代。目前主要两种盈利模式：信息化建设费；诊疗、咨询等收入分成，电子处方导流至院外分佣。预计互联网诊疗进入医保支付会使云医业务 2019、2020、2021 年整体收入从 0.84、1.3、2.1 亿元上升至 0.96、1.8、3.4 亿元。
- 2) 创业慧康：健康档案管理+电子处方流转+药联体，打通区域卫生平台运营闭环。公司在传统优势区域卫生信息化基础上建立健康城市运营平台，2019 年“健康中山”运营平台正式进入后续 10 年特许数据运营期，变现模式包括：年 IT 运维收入、第三方支付流量返佣、处方外流平台药厂导流收费、商保快速赔付查询费，预计平台年运营收入 2000 万以上，并将随着互联网医疗进医保，支付流水、电子处方数上升，年运营费将上升。
- 3) 平安好医生：互联网问诊服务 5 年积淀，商业保险背景，长期最具竞争潜力。医疗团队与 AI 配合，线上医疗咨询 5 年积累，相比线下医院核心模式有更高的咨询回复效率。
- 4) 久远银海：专业的社保支付 IT 信息化服务商，分享支付系统更新 10 亿建设机会。医保局成立后医保基金支付系统更新需求，19 年 5 月国家医保信息平台招标结束。后续各省、市医保局端将升级建设带来 10 亿元以上增量市场空间。公司作为金保核心建设商将受益。
- 风险提示：互联网医疗政策进度推迟，社保支付能力低预期，互联网医院平台获客、运营成本高/活跃度付费率低，互联网、商保巨头挤压行业空间。



monitor inner (monitor inner) 使用 1

## 投资案件

### 结论和投资建议

- 1、互联网医疗首次纳入医保支付范畴，具有历史性意义！从支付上鼓励行业发展；实现真正意义的上的“医保脱卡支付”，扩大医疗线上化部分，互联网公司得以加大渗透。
- 2、以卫宁健康、创业慧康、平安好医生、久远银海为代表的四类上市公司重大机会。

### 原因及逻辑

预计“进医保”与“脱卡”分三步走，互联网诊疗、互联网医疗服务、互联网购药。

1、首先以慢病、常见病复诊，即互联网诊疗预计率先纳入医保支付范畴，目前互联网诊疗业务已经在卫宁健康参与建设的互联网医院中开展，例如：以邵逸夫医院为核心的邵医（纳里）健康互联网医院。目前主要两种盈利模式：信息化建设费；诊疗费、咨询费等收入分成，电子处方导流至院外收取分佣。预计互联网诊疗进医保，将加快各线下医院互联网平台建设进度，同时增加互联网平台使用率。

2、打通区域卫生平台闭环的健康城市运营商模式可对接各医院互联网平台，例如创业慧康的“健康中山”运营平台，目前正式进入后续10年特许数据运营期，变现模式包括：年IT运维收入、第三方支付流量返佣、处方外流平台药厂导流收费、商保快速赔付查询费。预计年运营收入2000万元以上，并随着互联网医疗进医保，支付流水、电子处方数上升，年运营费将上升。

3、以平安好医生为代表的线上问诊服务目前不属于互联网诊疗范畴，预计部分纳入，不排除部分逐步纳入医保，且通过账户支付上限加以限制；预计互联网购药一段时间内无法完全纳入医保支付，互联网诊疗慢病、常见病复诊电子处方或形成突破口。

4、医保局成立、医保支付范畴变化后，IT系统需要新一轮建设，19年5月国家医保信息平台招标结束。后续各省、市医保局端将升级建设，预计空间14亿。预计此前参与人社部金保工程的信息化建设久远银海将受益。

### 有别于大众的认识

1、市场对于医疗IT行业目前关注度主要集中在传统业务信息化建设增长，我们认为当前关注重点可部分转向即将受益于重要政策的互联网医疗业务。

2、市场对于9月互联网医疗进入医保的政策力度、意义未清晰认识，我们认为该政策从支付上肯定了互联网医疗可行性，并且政策隐含前提“医保脱卡支付”，这可以使得互联网公司加大行业渗透。

3、市场对于医保支付涵盖范围有诸多不明确，我们分析各方诉求与支付监管难度后，提出将按照：互联网诊疗、互联网医疗服务、互联网购药三步走。

4、新政策对于互联网医疗核心标的卫宁健康的云医业务利好缺乏定量分析，我们认为新政策将对云医年运营收入从20、21年起产生正向影响。初步测算云医2019、2020、2021年整体收入将从0.84、1.3、2.1亿元上升至0.96、1.8、3.4亿元。

本研究报告通过网站仅供自能人(monitor inner)使用2

## 目录

<b>1.互联网医疗进医保即将到来，行业历史性变革！</b>	<b>5</b>
1.1.从“远程医疗”到互联网医疗，行业关注度再起	5
1.2.政策明确：没有将互联网诊疗项目排除在外	5
1.3.互联网医疗即将首次进入医保支付，具有重要意义	6
<b>2.预计互联网医疗进医保分三步走</b>	<b>8</b>
2.1.预计互联网诊疗最先纳入支付	8
2.2.轻问诊、远程医疗等互联网医疗服务预计部分纳入	11
2.3.预计互联网购药一段时间内无法完全纳入医保支付	12
<b>3. 四类上市公司重大机会！</b>	<b>14</b>
3.1.线下医院为核心的互联网医院平台运营商	14
3.2.打通区域卫生平台闭环的健康城市运营商	18
3.3.提供医疗咨询、保险等服务的互联网企业	18
3.4.政府医保相关信息化服务商	19
<b>4. 核心假定的风险</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1：互联网医疗行业在 2017 年 5 月后遇冷，在 18 年 4 月后逐渐升温 .....	5
图 2 只有完成线上化支付的部分互联网公司才可以深度参与 .....	7
图 3：与 15 年“远程医疗”不同，新互联网医疗需以线下医疗机构为核心 .....	8
图 4：互联网医疗每阶段人群画像与需求特征 .....	9
图 5：邵逸夫互联网医院邵医（纳里）在线续方 .....	10
图 6：微脉与绍兴中心医院合作互联网医院在线续方 .....	10
图 7：浙江省互联网医院平台已连接 30 家三甲医院 .....	10
图 8：中山市健康中山 APP 复诊续方功能即将上线 .....	10
图 9：平安好医生 APP 提供互联网医疗专家问诊咨询服务 .....	11
图 10：昆明智慧医保平台支持电子医保卡线下扫码支付 .....	12
图 11：涵盖诊疗、咨询、药品流通环节 .....	15
图 12：院内随处可见平台引导 .....	15
表 1：2018 年后重要互联网医疗相关政策 .....	6
表 2：互联网医疗各内容有严格管理范围 .....	8
表 3：互联网公司提供多种形式的互联网医疗问诊咨询服务 .....	11
表 4：线下药店与互联网售药纳入医保支付情况 .....	13
表 5：卫宁互联网创新业务简介 .....	14
表 6：浙江省互联网医院平台参与连接二乙以上医院共 41 家（截至 2019.8.15） .....	15
表 7：卫宁核心互联网医疗业务云医（纳里健康）收入测试中性（万元） .....	16
表 8：卫宁核心互联网医疗业务云医（纳里健康）收入测试乐观（万元） .....	17
表 9：互联网诊疗纳入医保对卫宁创新业务线可能产生的影响 .....	17
表 10：国家医保信息平台中标情况 .....	19
表 11：新医保平台核心系统建设空间约 14 亿 .....	20
表 12：重点公司估值表 .....	20

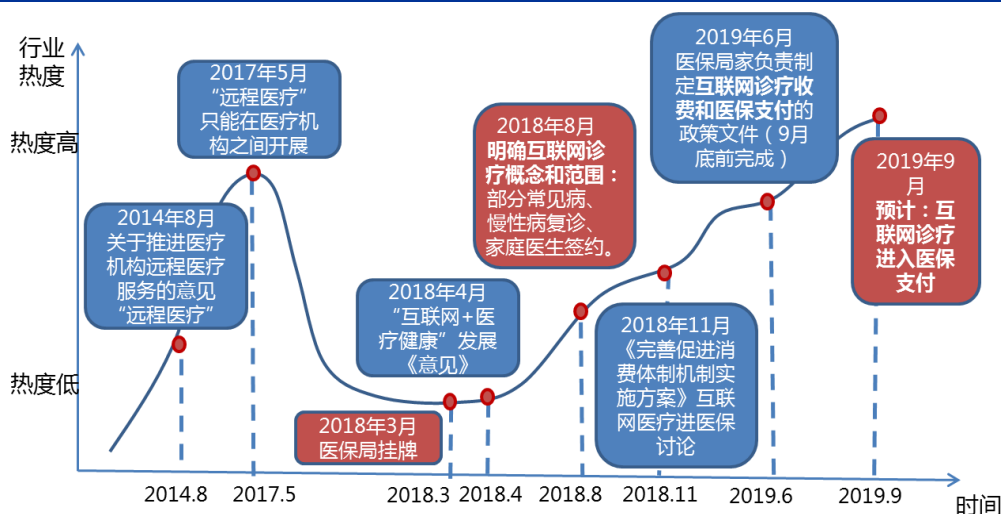
# 1.互联网医疗进医保即将到来，行业历史性变革！

自 2019 年 6 月《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》强调 2019 年 9 月底之前完成互联网诊疗收费和医保支付相关政策的制定后，互联网医疗迎来行业新机会。

## 1.1.从“远程医疗”到互联网医疗，行业关注度再起

自 2018 年以来，国家陆续出台多项政策鼓励“互联网+医疗健康”行业发展，互联网医疗行业热度从 17 年 5 月低点后逐渐恢复。

图 1：互联网医疗行业在 2017 年 5 月后遇冷，在 18 年 4 月后逐渐升温



资料来源：国务院办公厅、医管局等官网、申万宏源研究

互联网医疗概念在 15 年后曾经受挫<sup>1</sup>，18 年 4 月《互联网+健康意见》标志互联网医疗新起点。2018 年 4 月国务院公布“互联网+医疗健康”发展意见，重提互联网医院，允许以医疗机构为提供主体，把互联网医院作为医疗机构的第二名称。这是 18 年医保局成立后，互联网医疗行业再次受到关注的起点。

## 1.2.政策明确：没有将互联网诊疗项目排除在外

19 年 9 月互联网医疗进医保解决支付问题，互联网医疗历史性新机会。近期，2019 年 6 月《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》强调相关部门必须在 2019 年 9 月底之前完成互联网诊疗收费和医保支付相关政策的制定。

7 月 31 日，国家医保局网站做出进一步解答：国家层面，对于医疗服务项目采取排除法管理，没有将互联网诊疗项目排除在外。随着互联网医疗的发展，国家医保局加强对各

<sup>1</sup>。2015 年“互联网健康”热潮的一大原因是 2014 年的“远程医疗”政策，该政策没有明确定义远程是否包括直接的 B2C 诊疗服务。然而 2015 年后涌现的一批互联网医疗项目很多利用了“远程医疗”政策的不明确性，直接开展轻问诊等 B2C 业务。17 年 5 月政策收窄，定义远程医疗只能在医疗机构之间开展，15 年后的互联网医院、云医院、网络医院等不符合定义的服务内容，在政策后 15 日内全部撤销。“轻问诊”行业受到重大打击。

本研究报告通过网站仅供机构投资者（monitor inner）使用



地的指导，支持各地医保部门根据基金承受能力，将符合条件的互联网诊疗项目纳入医保支付范围。

### 1.3.互联网医疗即将首次进入医保支付，具有重要意义

我们认为互联网医疗进医保，首次将医保纳入支付方，有助于扩大互联网医疗覆盖范围，具有历史性意义。于此同时，互联网医疗进医保意味着线上支付的最后一道壁垒“医保脱卡”即将攻破。

#### 1、互联网医疗支付方首次涵盖医保支付，从支付上鼓励行业发展

此前，无论是以轻问诊为主的医疗服务，还是以常见病、慢病复诊为主的互联网诊疗，都是通过自费或商业保险支付。只有部分省份（如贵州）深度贫困县患者可按常规医疗服务项目报销远程会诊、远程诊断等费用，报销比例在 70%-85%之间。

2018 年 9 月，国家卫健委明确互联网医院可以合规进行复诊，并开具部分常见病和慢病处方。这是国家层面上首次允许互联网诊疗并开具处方。

2019 年 6 月 4 日国务院《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务的通知》，明确规定制定互联网诊疗收费和医保支付的政策文件，责任方依然为国家医保局，且强调在 2019 年 9 月底前完成。这是首次明确提出互联网医疗可以纳入医保支付。

表 1：2018 年后重要互联网医疗相关政策

时间	政策	可以开展业务的机构	允许业务范围
2018 年 4 月	“互联网+医疗健康”发展《意见》	1、以医疗机构为提供主体，医疗机构利用互联网信息技术来拓展服务时间和空间，并且把互联网医院作为医疗机构的第二名称 2、一些互联网公司和企业已经申办了互联网医院	互联网医院诊疗科目要与批准的实体医疗机构，相关诊疗科目一致
2018 年 8 月	《互联网诊疗管理办法》 《互联网医院管理办法》	互联网医院：1、医疗机构为提供主体，医疗机构用互联网信息技术拓展服务时间空间；2、线上线下一致监管，有实体医疗机构为依托	明确互联网诊疗概念和范围：部分常见病、慢性病复诊、家庭医生签约。
2018 年 11 月	《完善促进消费体制机制实施方案》	逐步将符合条件的互联网诊疗服务纳入医保支付范围。国家医保局正在加紧制订互联网医疗物价指导原则，目前已进入专家讨论阶段	
2019 年 6 月	《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》	制定互联网诊疗收费和医保支付的政策文件（国家医保局负责，2019 年 9 月底前完成）	

资料来源：国务院办公厅、医管局等官网、申万宏源研究

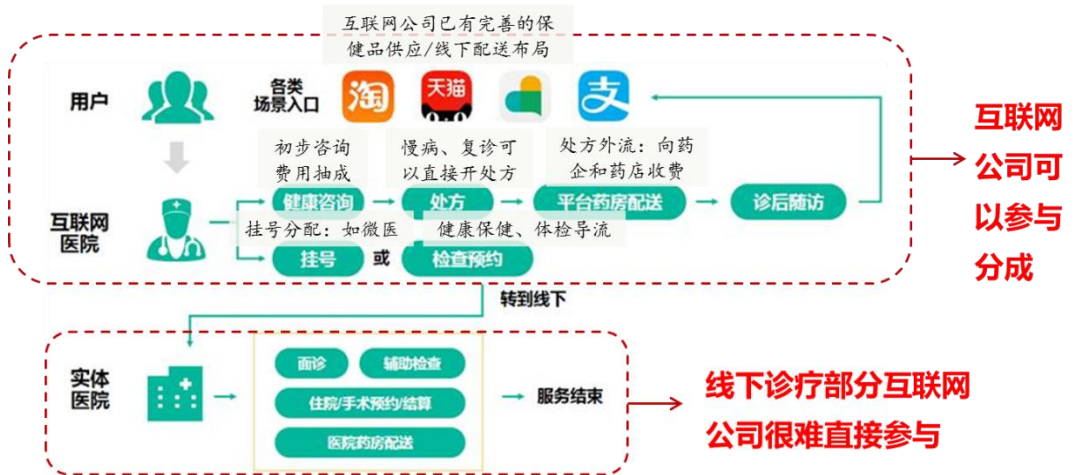
**医保支付有利于体现互联网医疗真正价值。**如果医生在互联网上提供的服务不能得到合理的价值体现，医生的积极性就难以发挥；而如果没有合理的报销政策，很难引导患者充分利用便捷的互联网医疗服务，互联网医疗服务无法真正发展。

**2、首次实现真正意义上的“医保脱卡支付”，扩大医疗线上化部分，互联网公司得以加大渗透**

**后续医保移动支付是行业痛点。**患者在医院端就医经常需要花比抗病更长的缴费等待时间，尽管移动支付已经攻克了消费者涉足的绝大部分生活消费场景，但是其在医疗支付领域却面临着很大的难题。支付宝在《未来医院一周年服务数据报告》曾披露：“在合作医院——浙江大学医学院附属邵逸夫医院就医的患者通过支付宝未来医院进行结算的比例仅占 2.6%。原因在于医保不能实时结算。”

**医保无法“脱卡”导致医疗行为与线下支付紧密绑定。**1) 目前的第三方支付大部分情况下只解决了个人自费部分，而无法对医保结算部分进行支付，导致医疗支付行为与“线下刷卡”行为长久绑定；2) “医保脱卡”与移动支付在技术上并不难实现，主要问题在于医院动力不足，且线上支付可能会助长冒名“盗刷”。

**图 2 只有完成线上化支付的部分互联网公司才可以深度参与**



资料来源：纳里健康招股书、申万宏源研究

如上图所示，只有完成支付“线上化”的环境，互联网医疗才可以渗透参与，否则互联网医疗只能体现在完全自费部分。在完成“脱卡”后互联网医疗内涵将剧增。

## 2. 预计互联网医疗进医保分三步走

我们预计“进医保”与“脱卡”将从医疗服务开始，在 DRGs 完善后逐渐拓展到药品流通环节，即将按照：互联网诊疗、互联网医疗服务、互联网购药的顺序逐步进行。

首先需要明确，互联网诊疗、互联网医疗服务、远程医疗有严格的管理范围。

表 2：互联网医疗各内容有严格管理范围

	挂号	诊前咨询	健康咨询	首诊	常见病复诊	慢性病复诊	院间会诊	药品配送
互联网诊疗					√	√		
互联网医疗服务	√	√	√					√
远程医疗				符合要求部分可以提供技术支持 <sup>2</sup>			√	

资料来源：国务院办公厅、医管局等官网、申万宏源研究

### 2.1. 预计互联网诊疗最先纳入支付

我们认为，1) 互联网诊疗将在 9 月首批进入医保支付范围；2) 慢病、复诊续方进医保符合医院、互联网平台、患者利益三方诉求，同时在医保基金管理上相对容易；3) 预计进入支付范围后，互联网诊疗使用率将大幅提升。

1) 预计此次 9 月纳入支付范围互联网诊疗有两个严格要求：由符合要求的互联网医院开展；此前 18 年 8 月提到的互联网诊疗范围，即严格定义“部分常见病、慢性病复诊、家庭医生签约”。

符合要求的互联网医院：需以线下医院为核心。18 年后，政策明确互联网医院定义：1、医疗机构为提供主体，医疗机构用互联网信息技术拓展服务时间空间；2、有实体医疗机构为依托的互联网医院。必须以线下医院为核心，线上线下统一管理，互联网医院的诊疗科目和执业范围要与实体医院的相符合。

图 3：与 15 年“远程医疗”不同，新互联网医疗需以线下医疗机构为核心



资料来源：邵医健康公众号、平安好医生等公众号、申万宏源研究

<sup>2</sup>远程医疗服务包括以下情形：

- (一) 某医疗机构直接向其他医疗机构发出邀请，受邀医疗机构运用信息化技术，为邀请方患者诊疗提供技术支持的医疗活动；
  - (二) 邀请方或第三方机构搭建远程医疗服务平台，受邀方以机构身份在该平台注册，邀请方通过该平台发布需求，由平台匹配受邀方或其他医疗机构主动对需求做出应答，运用信息化技术，为邀请方患者诊疗提供技术支持的医疗活动。
- 邀请方通过信息平台直接邀请医务人员提供在线医疗服务的、必须申请设置互联网医院，按照《互联网医院管理办法（试行）》管理。

本研究报告通过网站仅供自然人(monitor inner (monitor inner))使用8



**符合要求的互联网诊疗：部分常见病、慢性病复诊、家庭医生签约。明确首诊必须在线下医院。**

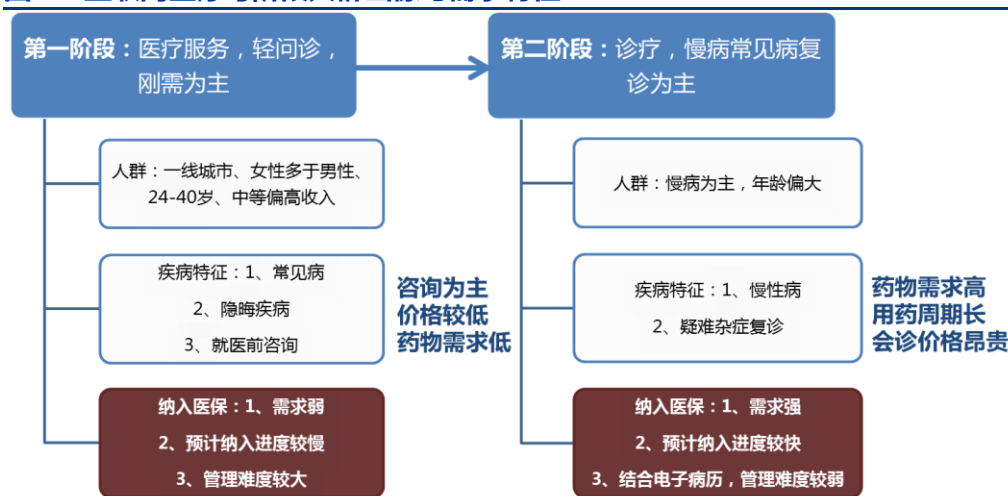
目前互联网医院已经逐渐建立，例如以线下医院为核心的邵逸夫医院，与纳里健康合办邵医（纳里）健康互联网医院平台；也有部分互联网公司选择自己开设线下医院，如乌镇互联网医院是微医自建的实体医疗机构。

## 2) 慢病、复诊续方进医保符合医院、互联网平台、患者利益三方诉求，且对于医保基金相对便于管理

**使用互联网医院管理复诊、慢病病人符合医院自身诉求。**如何统一互联网平台与线下医院利益是长久以来互联网医疗难题。互联网医院希望扩大业务范围。然而医院希望减少门诊病人，专注于疑难杂症诊疗，但又不希望病人流失到其他医院。

**在复诊、慢病管理上，医院与互联网平台商利益可统一。**1) 国家取消药品、耗材加成之后，药品、耗材已经从利润中心转为成本中心，利用互联网医院模式管理复诊病人，医院可以降低药占比、耗占比，拓展收入来源；2) 互联网平台商可以在线下医院为核心的政策大环境下，参与慢病、复诊管理分成。

**图 4：互联网医疗每阶段人群画像与需求特征**



资料来源：动脉网、申万宏源研究

**慢病、复诊续方进医保符合患者核心需求。**慢性病人群的特征是病程长，用药周期长且药量大，且部分病人存在行动不便。常见病复诊也存在类似问题。若可以通过互联网医院直接续方，病人可以减少线下反复就医行为，实现就近取药。

**对于医保基金相对便于管理。**相比于药品流通环节，普通门诊诊疗服务费用较少。且慢病、常见病复诊往往已经有较为成熟的诊疗体系与诊疗价格制定。理论上，若医院有较完整的电子病历建设，首诊后的复诊环境信息可追踪性强，便于医保基金管理。

## 3) 进入医保基金支付将促进互联网医院建设，提升互联网诊疗使用率

截至目前，部分医院和区域卫生平台已经可以提供常见病、慢性病复诊（在线续方）服务。续方费用往往由医院与互联网平台共同确定，由病人自费支付（19年9月新政策出台前），并实现医院-互联网平台-医生分成。

图 5：邵逸夫互联网医院邵医（纳里）在线续方



资料来源：邵医（纳里）健康公众号、申万宏源研究

图 6：微脉与绍兴中心医院合作互联网医院在线续方



资料来源：微脉 APP、申万宏源研究

图 7：浙江省互联网医院平台已连接 30 家三甲医院



资料来源：浙江省互联网医院平台、申万宏源研究

图 8：中山市健康中山 APP 复诊续方功能即将上线



资料来源：健康中山 APP、申万宏源研究

目前这些平台使用率不足。如浙江省互联网医院平台上热度最高的医生咨询量仅 69 人次。我们认为原因有：1) 平台上线时间较短，多数在 19 年后才开始上线，患者认知不充分，缺乏医患端的使用习惯培养运营；2) 未明确支付方，以自费为主，部分年龄较高、慢病患者对于价格极为敏感。预计进入医保基金支付后诊疗服务在对于价格较为敏感的群体中使用率将大幅提升。

## 2.2.轻问诊、远程医疗等互联网医疗服务预计部分纳入

预计图文资讯、电话咨询等互联网医疗服务费用、远程医疗、AI 医疗是否纳入医保支付尚不明确，且各地会有差异。根据 19 年 7 月底文件，目前只明确未将“互联网诊疗”排除在医保支付外，因此我们认为互联网医疗咨询服务是否纳入医保支付尚不明确，且各地会有差异。

图 9：平安好医生 APP 提供互联网医疗专家问诊咨询服务



资料来源：平安好医生 APP、申万宏源研究

互联网问诊咨询更接近理想化的互联网医疗服务涵盖范围。理想化的互联网医疗服务模式即：足不出户，直接在线上完成挂号、诊疗、药品购买配送全流程，且享受医疗服务质量与线下医院完全一致，同时医保也可以完成线上直接报销。现阶段互联网诊疗直接将全部首诊排除在定义外，相比而言互联网问诊咨询距离理想化医疗服务模式更接近。

表 3：互联网公司提供多种形式的互联网医疗问诊咨询服务

		平安好医生	春雨医生	好大夫在线	微医	快速问医生
内部医生	图文问诊	√			√	
	图文问诊	√	√	√	√	√
	电话问诊	√	√	√	√	√
	视频问诊		√	√	√	
	私人医生	√	√	√		

资料来源：平安好医生 APP、春雨医生 APP 等，申万宏源研究

然而互联网问诊咨询服务长期以来存在难以管理等问题，且进入医保支付可能导致滥用。1) 是否诊疗难以界定。尽管目前互联网医疗禁止进行首诊，但诊前健康咨询、健康管理及诊疗边界在实际应用中难免出现难以区分、界定模糊的行为（比如销售针对某种疾病的食谱）；

2) 若进入医保,可能会增加滥用医疗服务医保支付风险。相比于复诊、慢病管理行为,医疗问诊咨询出现动机更随机、无规律可循,且在线下首诊前往无电子病历等信息供监管参考,问诊必要性与紧急性也难以考证。

尽管如此,我们认为部分非互联网诊疗项目会逐步纳入医保,可能通过设置当年账户支付上限加以管理;同时不排除随着支付体系的完善,互联网诊疗的范围将会扩大。

1) 部分地区偏远、贫困地区的远程医疗:目前部分远程医疗支付已经纳入医保,但是具有地方性。江苏、贵州、甘肃、四川等省份全省或部分地区已出台远程医疗价格、报销等政策,然而价格制定各地并不相同<sup>3</sup>。预计9月后,对于远程医疗服务价格指导将更明确。

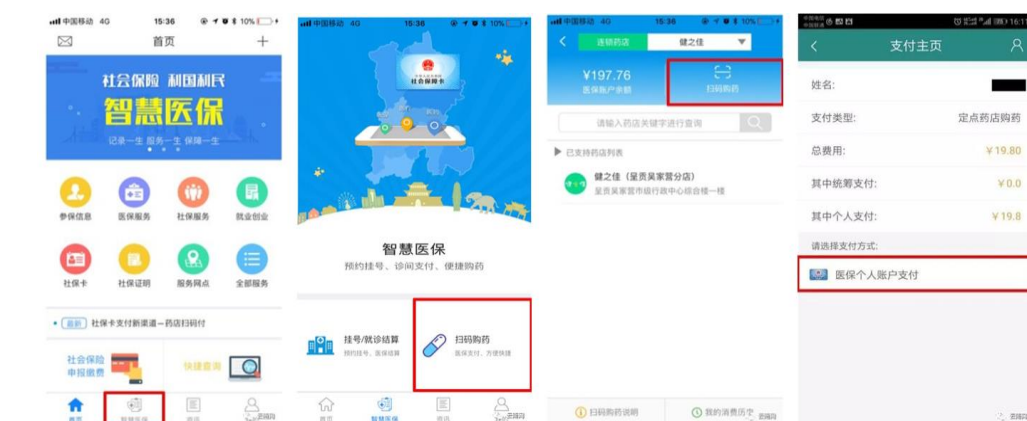
2) 体检结果咨询、预诊、线下就诊前咨询等轻量级非核心服务具有需求强、服务价格低的特点,预计可能逐渐纳入医保,并可能通过设置当年账户支付上限加以总量管理;

3) 部分常见疾病,如皮肤病等,不排除未来可以在线上首诊。

## 2.3.预计互联网购药一段时间内无法完全纳入医保支付

定点药店+医保卡线下扫码取药模式已经出现。目前,部分试点城市定点医院、定点药房支持电子处方外流,并可以通过电子医保卡+第三方支付的形式线下扫码支付药费。

图 10:昆明智慧医保平台支持电子医保卡线下扫码支付



资料来源:昆明智慧医保平台、申万宏源研究

预计一段时间内非处方药互联网医保购买以区域内试点为主,全国打通的非处方药医保互联网购药需要解决医保跨区域结算问题。1) 线上药店区域试点:例如黑龙江省、广东省广州市、安徽宿迁等率先开始试点,在本区域内可以在互联网定点药店,使用医保卡线上支付;2) 医药电商区域试点:19年1月起,宿迁医保与京东打通,持有宿迁医保账户

<sup>3</sup>例如江苏省远程单学科会诊的收费是200元/次,远程多学科会诊分级收费,二类医院收费480元/次,三类医院600元/次。湖北省远程多学科会诊费用国家、省级1130元/次,地市级305元/次,县级211元/次;远程影像诊断国家、省级272元/次,地市级150/次,县级30/次

本研究报告通过网站仅供自融人(monitor inner)使用12



的居民可通过京东大药房直接在线购买非处方药，通过绑定医保卡，直接在线使用医保支付，无需线下刷医保卡。

**表 4：线下药店与互联网售药纳入医保支付情况**

	线下药店	互联网售药平台	
		类自营，互联网药店	第三方平台，医药电商
非处方药	支持定点药店的医保支付	区域性试点，全国流通需要时间	
处方药	部分区域支持处方外流后处方药的医保支付	暂无，慢病、常见病复诊电子处方可能先行	

资料来源：地方人社官网、申万宏源研究

**预计一段时间内，纳入医保支付范围的处方药购买，仍将通过医保卡绑定在线下。**药品“医保脱卡”与移动支付在技术上并不难实现，主要问题在于一方面医院动力不足，同时线上支付可能会使得冒名“盗刷”、非正规用药等“骗保”行为更加难以监管。

**互联网诊疗慢病、常见病复诊产生的电子处方或形成突破口。**2018 年 4 月国家药监局《征求意见稿》称：“允许药品零售企业通过网络销售处方药，但应当具备与医疗机构电子处方信息实时共享、互联互通的条件，确保处方真实、可溯源。”预计未来网售处方药也将以电子处方为依据、处方保真为前提，因此，可以直接产生真实电子处方、且用药行为较为规律的慢病、常见病复诊可能率先形成网售处方药与医保支付的突破口。

**不排除处方共享平台、DRGs、技术的发展打通医疗服务全环节。**处方共享平台技术可以使医保报销系统、药监监管系统、人口健康信息平台对接，从而完成电子处方流转、电子病历信息核查、药店数据监管等功能。

而实现 DRGs 管理后，医保支付更加规范且有迹可寻，医保脱卡支付也可能在在药品流通环节也打通，这将使得互联网医疗涵盖范围更加完整。

**总结：我们综合分析是否便于监管，是否符合多方诉求等因素，认为互联网医疗纳入医保支付将按照：互联网诊疗、互联网医疗服务、互联网购药的顺序逐步进行。**



### 3. 四类上市公司重大机会！

我们认为，互联网医疗进医保，将有以下四类计算机公司受益：1）帮助线下医院建立互联网医院的平台运营商；2）地区性区域卫生平台运营商；3）提供医疗咨询、保险等服务的互联网企业；4）政府医保相关信息和服务商。

#### 3.1. 线下医院为核心的互联网医院平台运营商

**卫宁健康：互联网医院 4 年探索，医+药全流程打通，互联网诊疗进医保核心受益**

截至 2018 年末，卫宁已经形成：医、药、支付、保险，四大业务为核心的互联网创新业务板块。

表 5：卫宁互联网创新业务简介

子公司	板块	卫宁持股比例	是否并表	其它重要持股	员工 (2018 年底)	2018 营业收入 金额：万	2018 净利润 金额：万
纳里健康	云医	50.78% (注)	并表	云鑫创投(通过卫宁互联网 18.58%)	300+	5518	-986
卫宁互联网(单体)	支付	70%	并表	云鑫创投-30%	100+	1884	5
卫宁科技	云险	50.00%	不并表	中国人保-23.08%	200+	1232	-3256
铜世圈	云药	34.62%	不并表	国药健康(上海) 21.28%	200+	8743	-927
合计					约 900	11859	-4178

资料来源：公司公告、公司官网、申万宏源研究

注：卫宁健康直接持股 7.43%，通过卫宁互联网参股 61.94%

**云医（纳里健康）是互联网医疗核心业务。**创新业务中，纳里健康主要进行医院/智慧卫生平台/互联网医院建设运营，它同时对接了医院、患者，是线下医疗核心切入口，向上连接社保、商保、第三方支付，向下连接“药联体”、“医联体”导出电子处方、电子病历。尽管这一业务目前收入占比不高，但未来空间弹性大，且具有承上启下的战略意义。

**2019 年以前，平台建设为主的云医院/智慧卫生平台的 1.0/2.0 时代。**2019 年以前，公司云医业务以参与云医院/智慧卫生平台建设为主，后续运营收入较少，2018 年公司云医业务中，平台建设收入：平台运营收入=7：3。

**在 2019 年后，云医业务进入互联网医院平台运营的 3.0 时代，纳里 3.0 是互联网诊疗进医保核心受益者！**2018 年 8 月《互联网诊疗管理办法》后，互联网医院可行的模式明确，公司基于 4 年行业积累，迅速推出 2 款具有代表意义的互联网医院产品：

##### 1) 邵医（纳里）健康：

**相比于其他互联网医院，邵医（纳里）健康有以下特点：**a) 围绕线下的浙江省邵逸夫医院建设，线上医生都在邵逸夫医院就职，线上线下统一管理，b) 提供包括在线续方在内的多种互联网医疗服务，c) 纳里健康深度参与运营，提供包括智能辅助诊疗系统优化、病例质控、医生上平台培训、来院患者平台使用指导等多种服务。

图 11：涵盖诊疗、咨询、药品流通环节



资料来源：纳里健康 APP、申万宏源研究

图 12：院内随处可见平台引导



资料来源：邵逸夫医院线下拍摄、申万宏源研究

纳里健康实施的邵逸夫互联网医院获得政府部门高度认可。国务院深化医改小组简报专门刊发了《浙江省邵逸夫医院探索“互联网+医疗服务”新模式提升医疗服务和医院管理水平》经验做法，并向全国转发推广。具有标杆意义。

## 2) 浙江省互联网医院平台

2019 年 1 月，纳里健康与阿里健康深度合作，以技术手段支撑全国首个“服务+监管”一体化的互联网医院平台在浙江省正式上线，目前已经连接超过 40 家二乙以上线下医院，上线通过验证的医务人员超过 9000 人，预计截至 19 年底将有超过 100 家医疗机构上线。

表 6：浙江省互联网医院平台参与连接二乙以上医院共 41 家（截至 2019.8.15）

三级甲等，18 家	三级乙等，12 家	二级甲等，5 家
浙江省台州医院	诸暨市人民医院	仙居县中医药
金华市中医医院	浙江省嘉善县第一人民医院	诸暨市中心医院
浙江大学医学院第一附属医院	乐清市人民医院	湖州市南浔区人民医院
杭州市第一人民医院	诸暨市中医医院	德清县中医院
浙江省人民医院	衢州市第三医院	杭州市大江东医院
温州市中医药	台州市第一人民医院	
嘉兴市妇幼保健院	台州市立医院	二级乙等，6 家
衢州市中医医院	浙江衢化医院	诸暨市妇幼保健院
浙江大学医学院附属儿童医院	杭州市余杭区第一人民医院	湖州市南浔区菱湖人民医院
浙江大学医学院附属妇产科医院	东阳市人民医院	诸暨市第二人民医院
浙江省肿瘤医院	温州市人民医院	安吉县第二人民医院
杭州市师范大学附属医院	温州市中心医院	诸暨市第四人民医院
温州医科大学附属第一医院		诸暨市第六人民医院
杭州市中医院		
绍兴市中医院		
绍兴市人民医院		
绍兴市妇幼保健院		
温州市中西医结合医院		

资料来源：浙江互联网医院平台 APP、申万宏源研究

浙江互联网医院平台后端连接的就是各个医院的互联网医院平台(类似邵医健康模式),可以实现诊疗、咨询、购药三大环节。预计在互联网诊疗进入医保后,该平台上互联网诊疗可以使用电子医保卡支付,直接产生电子病历,并共享至浙江省定点药房,患者可以直接在线下药房就近刷医保卡购买处方药(未来不排除会有部分慢性病、常见病复诊处方药可以在线上完成购买),大幅简化就医流程。

#### 目前云医主要有两种盈利模式:

1) 平台建设,收取一次性的信息化建设费;

2) 平台运营: 1.0/2.0 产品收费主要是向三方协作平台,收取数据接口费,预计体量较小,一般后续年度运营年费在建设费的 20%-30%左右;

3.0 产品参与互联网医院运营,可以直接参与诊疗费、咨询费等互联网平台收入分成(C 端患者向互联网医院支付费用,一般线下医院与 IT 运营商按照 8:2 分成),同时产生电子处方,将药品需求导流至院外(处方药至定点药店,非处方药至药联体平台等),向院外方收取分佣;3.0 产品前期建设收入较少,主要依靠后续运营收入,一般在建设完成第二年后开始逐渐产生运营收入。

**纳里健康收入测算。**由于互联网医疗业务尚处于早期,包括平安好医生在内的互联网企业以用户数、ARPU 值、收入作为核心指标,短期内利润不做第一考核;因此我们也对纳里健康收入进行大致测算。

**表 7: 卫宁核心互联网医疗业务云医(纳里健康)收入测试中性(万元)**

			2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
平台 1.0+2.0 云医院/智慧区域平台	平台建设	接入平台数	1400	2000	2400	2600	2800	3000
		新增	1018	600	400	200	200	200
		当年确认收入平台（注 1）	700	809	500	300	200	200
		单价	4.1	4.5	5.0	5.2	5.2	5.2
		合计	2848	3653	2500	1560	1040	1040
	平台运营	开始运营数（注 2）	382	1400	2000	2400	2600	2800
		收入/年/家	1	1	1.2	1.3	1.2	1.2
		合计	382	1495	2400	3120	3120	3360
平台 3.0 参与运营的互联网医院	平台建设	累计建设	1	4	65	100	130	160
		新增		3	61	35	30	30
		建设单价		70	50	50	50	50
		合计		210	3050	1750	1500	1500
	平台运营	运营数量（注 3）		1	2.5	34.5	82.5	115
		收入/年/家		800	850	950	1000	1100
		分成比例		20%	20%	20%	19%	18%
		收入		160	425	6555	15675	22770
合计			3230	5518	8375	12985	21335	28670
yoy				70.83%	51.78%	55.04%	64.30%	34.38%
其中平台建设				3863	5550	3310	2540	2540
其中平台运营				1655	2825	9675	18795	26130

本研究报告通过网站仅供自能人(monitor inner)使用18

资料来源：公司公告、申万宏源研究

注 1：假设云医院平台建设收入确认延后半年左右，Y1 收入=（Y0 新增平台数+Y1 新增平台数）/2

注 2：假设云医院当年可产生运营收入平台数量为上一年已经建成数量，Y1 运营数量=Y0 运营数量

注 3：假设互联网医院在建设完成后第二年左右进入运营，Y2 年运营数量=Y0 运营数量+Y1 新增运营数量/2

**预计互联网诊疗进入医保支付会对互联网医院建设进度与年运营收入从 20、21 年起产生正向影响。由于政策尚不明确，只做大致测算。**如下表，假设互联网医院建设进度在新政策后提速，19、20、21 年累计建成医院数 65、100、130 家增长为 90、150、200 家，单家医院运营收入从 850、950、100 万元/年，增长为 900、1000、120 万元/年，则测算云医整体收入将从 0.84、1.3、2.1 亿元上升至 0.96、1.8、3.4 亿元，由于运营收入具有滞后性，因此新政对云医业务收入将从 20、21 年开始产生正向影响。

**表 8：卫宁核心互联网医疗业务云医（纳里健康）收入测试乐观（万元）**

			2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
平台 3.0 参与运营的互 联网医院	平台建设	累计建设	1	4	90	150	200	240
		新增		3	86	60	50	40
		建设单价		70	50	50	50	50
		合计		210	4300	3000	2500	2000
	平台运营	运营数量		1	2.5	47	120	175
		收入/年/家		800	900	1100	1200	1300
		分成比例		20%	20%	20%	19%	18%
		收入		160	450	10340	27360	40950
合计		3230	5518	9650	18020	34020	47350	
yoy			70.83%	74.89%	86.74%	88.79%	39.18%	
其中平台建设			3863	6800	4560	3540	3040	
其中平台运营			1655	2850	13460	30480	44310	

资料来源：公司公告、申万宏源研究

除了云医业务明确可在互联网诊疗、电子处方共享受益外，支付、云药、云险业务也将间接受益。会在政策明确后作出进一步测试。

**表 9：互联网诊疗纳入医保对卫宁创新业务线可能产生的影响**

子公司	板块	主要盈利业务	付费方	互联网诊疗纳入医保可能产生的影响
纳里健康	云医	云医院/智慧卫生平台/互联网医院建设	医院、区域卫生政府	平台建设量需求提升
		平台运营：处方外流	“药联体”平台	电子处方数量增加
		互联网医院运营：诊疗、咨询服务	C 端消费者、社保基金	使用频次大幅提升
卫宁互联网（单体）	支付	商业保险接入医院支付系统接口费	商业保险	-
		第三方支付接入医院支付系统返佣	第三方支付商	线上化部分扩大，第三方支付流水增加
卫宁科技	云险	商保控费引擎建设运营	商业保险	-
		社保	社保基金	-
铜世圈	云药	对接保险、医疗机构用药需求	保险	承接医疗机构用药需求提升
		向连锁药店发布药品需求	连锁药店	可供发布需求增加

资料来源：公司公告、公司官网、申万宏源研究

此外思创医惠、和仁科技、东华软件都在互联网医院方面有所布局。

### 3.2.打通区域卫生平台闭环的健康城市运营商

**创业慧康：健康档案管理+电子处方流转+药联体，打通区域卫生平台运营闭环**

公司互联网医疗业务从互联网医疗服务、互联网医院建设、健康城市运营等多方面开展全方位布局。一方面为线下医院建立互联网平台，包括复旦金山医院、上海东方医院等；同时在传统优势区域卫生信息化的基础上，建立健康城市运营平台。2019年起，“健康中山”运营平台正式进入后续10年特许数据运营期，并与自贡市签订运营协议，预计未来城市运营模式有望继续拓展。

以政府为主导，以区域卫生平台为核心，打通医院、健康档案、处方外流、药店的闭环体系已有成功先例。2017年5月，梧州市红十字会医院率先搭建处方信息共享平台，将区域内绝大部分的医疗机构和药店纳入生态体系，2017年11月份，标杆医院梧州市红十字会医院每天1/7处方可以通过共享平台进入药店，全市共开出2万余张共享处方，占医院门诊处方的11%。

中山项目已实现9大运营内容，预计随着未来电子处方增加，药厂导流变现模式出现增量。目前，中山模式已经开始实现运营期支付服务类、药品服务类、健康服务类、导流导购类、数据产品类等9大类运营服务内容，后续将会增加“互联网+护理服务”云平台。

具体变现模式包括1)按人口数收取的年IT运维收入；2)第三方支付流量返佣；3)处方外流平台基于产生的增量和药厂收导流费用；4)商保快速赔付，按笔收查询费。

预计年运营收入在2000万元以上，并将随着互联网医疗进医保，支付流水、电子处方数都将上升，从而带来更高的年运营费。

此外万达信息等也在区域卫生平台端有所布局。

### 3.3.提供医疗咨询、保险等服务的互联网企业

**平安好医生：互联网问诊服务5年积淀，商业保险背景，长期最具竞争潜力**

平安好医生是全球最大规模的互联网医疗健康平台。核心业务为在线医疗健康服务，包括家庭医生服务、消费型医疗服务、健康商城以及健康管理和互动，截至19H1，总注册用户达到2.89亿，月活用户6270万，19H1平均付费转化率达到3.7%，日平均问诊量65.6万。

医疗团队与AI配合，线上医疗咨询5年积累。平安好医生通过自有医疗团队搭建与AI技术融合的方式提供高效线上问诊服务，截至2018年底，公司自有医疗团队达1,196人，体外签约合作外部名医（均为三级甲等医院副主任医师及以上职称）5,203名，目前日问诊60万体量内95%以上在线咨询由人工智能辅助自有医疗团队完成。

在具体问诊时，先通过AI进行信息收集和初步判断，包括患者年龄、性别、过敏史、疾病史、症状、患病时间等，之后基本由医师和医疗助理团队介入进行进一步问诊，提升效率。

本研究报告通过网站仅供自能人monitor inner (monitor inner) 使用18



**互联网运营模式相比线下医院核心模式有更高的咨询回复效率。**目前以线下医院为核心的互联网医疗模式，其线上平台医生为线下对应医院专职医生，让门诊和专科医师在空余时间进行回复，问诊效率和体验常常无法得到保障。而平安好医生的 AI 问诊系统和全职医师能够时刻满足用户的看病需求。

**探索问诊、商保、健康商城融合的多元模式，通过会员制变现。**除高效的问诊外，平安好医生还提供包括咨询完毕直接配药购买，安排复诊等回访服务，流畅的问诊、处方、送药流程有助于增强用户粘性和付费率。此外，好医生通过深化与平安集团的合作，推出 199 元/年的“就医 360”会员计划，提供涵盖预防、就医到康复的全流程医疗健康会员服务。因此，尽管短期预计咨询服务费无法全部纳入互联网医保支付，但看好长期医保支付范围扩展后的规模效应与商保会员计划变现提升。2018 年，平安好医生与商业保险合作的会员产品服务超过 100 万客户，贡献收入超过 2 亿元，占家庭医生业务整体收入近 50%。

### 3.4.政府医保相关信息化服务商

**久远银海：专业的社保支付 IT 信息化服务商，分享支付系统更新 10 亿建设机会**

**起步于民生信息化，人社部社保核心平台创立者与主研平台。**久远银海从 1998 年开始成为人社部战略合作伙伴，2002-2017 年，受益于金保工程 建设业务体量不断扩大，是同时参与了金保一期、二期 总体设计、规划立项的 2 家企业之一。

**医保局成立后医保基金支付系统更新需求，19 年 5 月国家医保信息平台招标结束。**医保局成立后，原属于人社部等机构的城镇职工/居民医保支付管理职能合并，需要对原有平台进行升级整合。目前国家级平台已经招标完毕。久远银海及创业慧康、易联众作为联合体中标基础信息管理系统、医保业务基础子系统、应用支撑平台子系统，该部分为整个医保局信息系统中台。

表 10：国家医保信息平台中标情况

序号	中标内容	中标厂商	金额（万元）
第一包	内部统一门户子系统、内部控制子系统	东软集团	259
第二包	跨省异地就医管理子系统	久远银海	199
第三包	支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	创智和宇	83
第四包	药品和医用耗材招采管理子系统	厦门海西医药交易中心	168
第五包	公共服务子系统、信用评价管理子系统	易联众	268
第六包	基金运行及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统	卫宁科技	328
第七包	宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	平安医疗健康	207.4
第八包	基础信息管理系统、医保业务基础子系统、应用支撑平台子系统	易联众/久远银海/创业慧康	100
第九包	应用系统集成服务	东华软件	81.8
合计			1694.2

资料来源：政府采购网、申万宏源研究

**后续各省、市医保局端将升级建设，预计空间 14 亿，预计 20 年为招投标高峰期。**

在国家级医保平台建设完成后，我们预计各省、市医保局也将产生新的医保信息化需求，

本研究报告通过网站仅供自能人(monitor inner (monitor inner) 使用19

城镇职工/居民保险此前属人社部管理，医保局作为独立的机构部门，有独立的预算体系，需要新建或升级医保平台。目前医保基金控费需求较为迫切，预计 19 年底-20 年将进入核心系统招投标高峰，并在 2021 年逐渐建设完成。预计省级平台建设费用在 1000 万元左右，市级平台在 300 万元左右，整体建设空间约 14 亿。

**表 11：新医保平台核心系统建设空间约 14 亿**

新医保平台	数量	建设费（百万）	合计（百万）	共计（百万）
省级平台	34	10	340	1360
地级市	340	3	1020	

资料来源：公司公告、申万宏源研究

城镇职工/居民保险一脉相承，预计久远银海市占率达到 1/3，2020-2021 年为建设收入高峰。久远银海曾经参与人社部“金保”顶层设计与建设，其中包含城镇职工/居民医保系统建设，覆盖约 100 地市级客户，市占率仅次于东软集团。我们预计未来的新医保核心系统建设，公司仍将维持此前市占率水平。即公司整体建设空间有望达到 5 亿元，按照 2018 年收入 8.64 亿计算，即带来当年收入 60%增量弹性。

**表 12：重点公司估值表**

证券代码	证券简称	2019-8-19		PB	Wind 一致预期预期 EPS					PE		
		收 盘 价	总市值（亿元）		2018A	2019E	2020E	2021E		2019E	2020E	2021E
300253	卫宁健康	15.28	248	6.71	0.18	0.27	0.36	0.49		58	42	31
300451	创业慧康	15.51	113	4.24	0.43	0.57	0.73	0.93		27	21	17
002777	久远银海	29.04	65	4.24	0.60	0.69	0.93	1.21		42	31	24
300078	思创医惠	11.15	90	3.73	0.16	0.25	0.33	0.44		44	33	25
002065	东华软件	6.7	209	2.34	0.13	0.29	0.35	0.42		23	19	16
000503	国新健康	15.42	139	10.93	0.06	-	-	-		-	-	-
300550	和仁科技	29.02	34	8.22	0.46	0.47	0.66	1.00		62	44	29
300168	万达信息	10.76	118	3.74	0.33	0.42	0.50	0.62		26	21	17

资料来源：Wind 资讯、申万宏源研究

## 4. 核心假定的风险

互联网医疗政策进度推迟，社保支付能力低预期，互联网医院平台获客、运营成本高/活跃度付费率低，互联网、商保巨头挤压行业空间。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	<a href="mailto:chentao1@swsresearch.com">chentao1@swsresearch.com</a>
华北	李丹	010-66500631	13681212498	<a href="mailto:lidan4@swsresearch.com">lidan4@swsresearch.com</a>
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	<a href="mailto:xiewenni@swsresearch.com">xiewenni@swsresearch.com</a>
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	<a href="mailto:huxinwen@swsresearch.com">huxinwen@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。