

# 政策推动医疗信息化持续高景气，互联网医疗方兴未艾

政策利好不断，医疗信息化行业景气度将持续。从 2018 年开始，医疗信息化领域政策不断出台，无论对于传统医疗信息化业务还是互联网+医疗创新业务政策都是鼓励发展，支持创新，行业将迎来政策红利推动的高速增长期。政策主要在以下几方面显著推动行业发展 1) 明确了医疗信息化建设目标及对应的时间节点。2) 院长负责制以及医疗信息化牵头部门的确定也使得医疗信息化建设在医院内部重要性提升。3) 互联网医疗创新获得大力支持，未来商业模式创新空间广阔。

政策提升信息化增量需求，行业高景气度未来几年有望持续。我国三级医院 1192 个，预计 2019 年一半将进行电子病历实现四级目标的升级，单个医院电子病历升级的增量需求在 300~500 万元，预计未来两年三级医院电子病历升级市场空间将在 50 亿左右。我国二级医院 6780 个，预计 2019 年全部将完成电子病历实现三级目标的升级。其中单个医院的系统升级需要 200 万~300 万，预计二级医院电子病历升级市场空间共计 150 亿左右。

互联网+医疗创新业务将迎来加速发展。互联网+医疗未来成长空间最广的几类业务主要包括互联网医疗、处方流转以及医保（商保）理赔业务。互联网医院模式能够有效提高医疗资源配置效率，以医联体建设为基础的分级诊疗制度有望推动互联网医疗加速发展。互联网医疗将推动医疗 IT 公司商业模式变革。依靠线上诊疗的服务分成未来有望加速拓展。

从发达国家的经验来看，医药分离已成为主流模式，未来药品会不断流向院外市场。处方共享平台作为患者自由选择购药的主要途径，未来发展空间较广。处方外流市场空间有望超过百亿。处方共享平台未来有望实现按照承接处方外流的药店根据业务量来付费的模式。假定 2020 年我国公立医院药品销售金额为 1.3 万亿元。假设返佣比例为 1.5%，同时未来中国的处方外流率达到 50%，市场空间有望超百亿元。

医保控费形势严峻，商保理赔将打开增量空间。我国医保基金支出达到新高，医保基金支出压力剧增。DRGs 开放试点，将有效控制医药费用支出增长速度。国内商业健康保险目前渗透率仍然较低，未来具有很大发展空间。

**投资建议：**重点推荐卫宁健康和创业慧康，卫宁健康 2019~2020 年公司净利润预计为 4.14 亿、5.27 亿，创新业务 2019 年有望扭亏，有望带动业绩超预期。创业慧康 2019~2020 年净利润预计为 2.81 亿、2.58 亿，医疗信息化业务景气度较高，中山模式将加速落地，建议关注思创医惠、东软集团和和仁科技。

**风险提示：**互联网医疗政策不及预期；互联网医疗业务进展缓慢。

## 互联网医疗

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

15801668372

执业证书编号：S1440517050001

石泽葵

shizerui@csc.com.cn

18616092669

执业证书编号：S1440517030001

侯子超

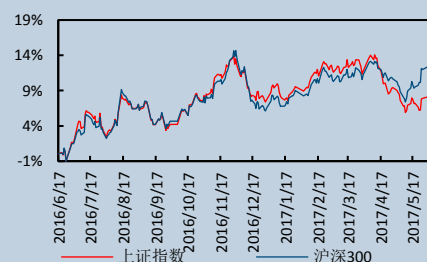
houzichao@csc.com.cn

15216713023

执业证书编号：S1440518110003

发布日期：2019 年 04 月 02 日

### 上证指数、沪深 300 走势图



## 目录

一、政策迎来红利期，医疗信息化增量空间广阔.....	1
1.1 政策利好不断，医疗信息化行业景气度有望持续提升.....	1
1.2 政策提升信息化增量需求，行业高景气度未来几年有望持续.....	3
二、互联网+医疗创新业务将迎来加速发展.....	9
2.1 互联网医院获政策支持，未来或将成为创新业务基石.....	9
2.2 处方流转打开药品流通市场.....	12
2.3 医保控费形势严峻，商保理赔将打开增量空间.....	14
三、重点推荐股票.....	18
3.1 卫宁健康.....	18
业务增长稳健，龙头地位稳定.....	18
传统医疗卫生信息+互联网医疗，“双轮驱动”公司发展.....	19
3.2 思创医惠.....	1
布局智慧医疗，抓住发展机遇.....	1
先进医疗信息化技术，领先行业发展.....	3
3.3 创业慧康.....	6
专注医疗信息化，积极推进业务布局.....	6
积极推进新产品研发，强强联合谋求发展.....	8
3.4 万达信息.....	11
智慧城市龙头企业，多行业软件领先者.....	11
积极进行业务升级，关注医疗卫生系列云.....	13

# 一、政策迎来红利期，医疗信息化增量空间广阔

## 1.1 政策利好不断，医疗信息化行业景气度有望持续提升

医疗信息化政策密集出台支持行业发展。从 2018 年开始，医疗信息化领域政策不断出台，从 1 月份卫健委推出的三年医院行动方案，到 4 月份国务院出台的“互联网+健康”的指导意见，再到 8 月份的电子病历评级要求，无论对于传统医疗信息化业务还是互联网+医疗创新业务政策都是鼓励发展，支持创新，行业将迎来政策红利推动的高速增长期。

在传统医疗信息化业务方面，国务院、卫健委连续出台各项政策，明确医疗信息化建设的目标与任务，包括：**1）明确电子病历分级管理评价目标**（《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》等）；**2）深化医保付费改革，开展 DRGs 付费试点**（《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》）；**3）推动医联体建设，鼓励处方外流**（《关于促进医药产业健康发展的指导意见》等）

图表1：传统医疗信息化业务相关政策

时间	颁布单位	政策文件	主要内容
2016 年 3 月	国务院	《关于促进医药产业健康发展的指导意见》	充分利用省级药品集中采购平台信息资源，构建全国药品信息平台，简历信息共享和反馈追溯机制，并禁止医疗机构限制处方外流。
2016 年 4 月	国务院	《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	全面深化公立医院改革，加快推进分级诊疗制度建设，巩固完善全民医保体系，健全药品供应保障机制，推进卫生信息化建设。加快建设公共卫生、计划生育、医疗服务、医疗保障、药品管理、综合管理等业务应用信息系统并实现互联互通。推动实现电子健康档案和电子病历的连续记录以及不同级别、不同类别医疗机构间的信息授权使用，选择具备条件的地区和领域先行推进健康医疗大数据应用试点。
2017 年 4 月	国务院	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	为促进医联体内部资源上下贯通，需建立统一信息平台，实现医联体内诊疗信息互联互通；医联体内便捷开展预约诊疗、双向转诊、健康管理、远程医疗等服务；探索实行远程医疗收费和支付政策，促进远程医疗服务可持续发展。
2017 年 6 月	国务院	《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。
2017 年 7 月	国务院	《关于建立现代医院管理制度指导意见》	至 2020 年基本实现“建立权责清晰、管理科学、治理完善、运行高效、监督有力的现代医院管理制度”的目标。
2018 年 8 月	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行动方案》	到 2019 年，辖区内所有三级医院要达到电子病历应用水平分级评价 3 级以上，即以电子病历为核心的医疗机构信息化建设实现医院内不同部门间数据交换；到 2020 年，要达到分级评价 4 级以上，即医院

		工作的通知》	内实现全院信息共享，并具备医疗决策支持功能。
			按照“顶层设计、模拟测试、实施运行”三步走的工作部署，通过 DRGs 付费试点城市深度参与，共同确定试点方案，探索推进路径，制定并完善全国基本统一
2018 年 12 月	国家医保局	《关于申报按疾病诊断相关分的 DRGs 付费政策、流程和技术标准规范，形成可借鉴、可复制、可推广的试点组付费国家试点的通知》	成果。工作要求各省要积极推动和参与按 DRGs 付费国家试点工作，建立健全工作机制，指导拟申报国家试点的城市做好调查摸底、数据收集等前期准备和申报工作。
2018 年 12 月	卫健委	《电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）》、《电子病历系统应用水平分级评价标准（试行）》	要求到 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，实现全院信息共享，初级医疗决策支持；二级医院要达到分级评价 3 级以上，实现部门间数据交换。
2019 年 1 月	国务院	《国务院办公厅关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》	提高病案首页质量。三级公立医院要加强以电子病历为核心的医院信息化建设，按照国家统一规定规范填写病案首页，加强临床数据标准化、规范化管理。

资料来源：中信建投证券研究发展部

在创新医疗信息化方面，互联网+医疗业务获得政策支持。自 15 年起，国务院与卫健委加速出台各项政策助力互联网医疗体系发展，包括 1) 推进分级诊疗制度建设（《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》）；2) 推动互联网+医疗建设，明确互联网诊疗运行、管理与监管规范（《互联网诊疗管理办法（试行）》等）；3) 推动医保对接在线支付，异地就医直接结算（《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》）。

**图表2：互联网+医疗创新业务相关政策**

时间	颁布单位	政策文件	主要内容
2015 年 3 月	国务院	《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020）》	推动健康信息服务和智慧医疗服务，加强人口健康信息化建设，到 2020 年，实现全员人口信息、电子健康档案和电子病历三大数据库基本覆盖全国人口及信息动态更新。未来建成互联互通的国家、省、市、县四级人口健康信息平台，积极推动移动互联网、远程医疗服务等发展，普及应用居民健康卡，实现就医“一卡通”。
2015 年 7 月	国务院	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	推广在线医疗卫生新模式。支持第三方机构构建医疗信息共享服务平台，利用移动互联网提供在线预约诊疗，向基层提供远程医疗服务，利用互联网、大数据等手段，提高重大疾病和突发公共卫生事件防控能力，探索电子处方。
2015 年 9 月	国务院	《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	建立区域性医疗卫生信息平台，实现电子健康档案和电子病历信息共享；提升远程医疗服务能力，鼓励二、三级医院向基层医疗卫生机构提供远程会诊；促进跨地域、跨机构就诊信息共享；充分发挥互联网、大数据等信息技术手段在分级诊疗中的作用。
2016 年 6 月	国务院	《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》	到 2017 年底，实现国家和省级人口健康信息平台以及全国药品招标采购业务应用平台互联互通，基本形成跨部门健康医疗数据资源共享共用格局。到 2020 年，建成国家医疗卫生信息分级开放应用平台，实现与人口、空间地理等基础数据



		资源跨部门、跨区域共享，医疗、医药、医保和健康各相关领域数据融合应用取得明显成就。
2017 年 2 月	卫健委	《十三五全国人口健康信息化发展信息系统和公众健康医疗数据互联融合、开放共享，消除信息壁垒和孤岛，着力提升人口健康信息化治理能力和水平，大力促进健康医疗大数据应用发展，探索创新“互联网+健康医疗”服务新模式、新业态
2018 年 1 月	卫健委、国家中医药管理局	《进一步改善医疗服务行动计划（2018-2020 年）》 医联体内实现电子健康档案和电子病历信息共享，完整记录健康信息；“互联网+”智慧医院，医疗机构加强以门诊和住院电子病历为核心的综合信息系统建设；以“一卡通”为目标，实现就诊信息互联互通。
2018 年 4 月	国务院	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》 医疗服务：网上处方、医联体及远程医疗；公共卫生服务：电子健康系统的合理使用，鼓励医疗卫生机构与企业合作，整合地区数据；家庭医生签约服务：家庭医生线上监督与考评，网上签约、咨询、随访等；药品保障：网上常见病慢病处方药品配送，短缺药品信息和供应，基药遴选；医保结算：医保对接在线支付，异地就医直接结算，医保智能审核；医学教育和科普服务、人工智能应用。
2018 年 9 月	卫健委、国家中医药管理局	《互联网诊疗管理办法（试行）》、《互联网医院管理办法（试行）》、《远程医疗服务管理规范（试行）》 用信息化手段加强监管，明确要求实施互联网医院准入前，省级卫生健康行政部门应当建立省级互联网医疗服务监管平台，与互联网医院信息平台对接，实现实时监管。

资料来源：中信建投证券研究发展部

整体来看，政策主要从几个方面对行业有较大影响：

- 1) **明确了医疗信息化建设目标及对应的时间节点。**2018 年 12 月卫健委颁布的《电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）》、《电子病历系统应用水平分级评价标准（试行）》两个文件要求到 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，实现全院信息共享，初级医疗决策支持；二级医院要达到分级评价 3 级以上，实现部门间数据交换。明确的建设目标以及时间节点有望推动医疗信息化建设从上至下坚决贯彻执行。
- 2) **院长负责制使得医疗信息化建设在医院内部重要性提升。**国务院办公厅印发《关于建立现代医院管理制度的指导意见》，意见指出，建立以公益性为导向的考核评价机制，这是公立医院的指挥棒。政府要围绕功能定位、医疗服务质量安全、费用控制、运行绩效、满意度等等指标，对公立医院和院长开展绩效考核，考核结果与医院财政补助、医保支付、工资总额以及院长的薪酬、任免、奖惩等挂钩。通过建立激励约束机制来实现政府的办医目标。院长考核制使得信息化建设在医院内部重要性得到提升，并且政策有望能够得到坚决的落地执行
- 3) **互联网医疗创新获得大力支持，未来商业模式创新空间广阔。**2018 年 4 月国务院颁布《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，2018 年 9 月卫健委与国家中医药管理局颁布《互联网诊疗管理办法（试行）》、《互联网医院管理办法（试行）》、《远程医疗服务管理规范（试行）》，从整体对互联网医疗的发展定调，并且对互联网医疗的未来方向提出规划，随着未来更多细则落地后，行业创新成长的限制将进一步解除，未来商业模式创新的空间值得期待。

## 1.2 政策提升信息化增量需求，行业高景气度未来几年有望持续

三级医院电子病历增量空间较广。根据卫健委发布的《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的通知》，“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”。电子病历评价标准四级相较三级的主要提升在于两点：一，三级没有初级医疗决策系统，而四级有；二，四级对数据交互要求更高。初级医疗决策系统要求实现药品配伍、相互作用审核、合理用药检测。四级对于数据交换的要求更高，三级仅要求部门间数据交换，四级要求全院的信息互联互通。三级标准只要在两类医疗信息跨部门之间共享，系统与系统之间打通即可，而到了四级就需要全流程的信息，所有的信息共享出来，因此四级对信息化改造的投入需求更大。

**图表3： 四级与三级电子病历评价标准区别**

区别	四级	三级
配备初级医疗决策系统	有	无
药品配伍	有	无
相互作用审核	有	无
合理用药检测	有	无
对数据交互要求	全院数据共享	部门间数据交换

资料来源：卫健委，中信建投证券研究发展部

**图表4： 某三甲医院（南方医科大学顺德医院）结构化电子病历系统建设内容**

建设内容	建设明细
住院电子病历系统	住院医生电子病历 住院护理电子病历 住院专科电子病历 电子病历质控系统 电子病历权限管理 病历查询统计 病案管理系统 临床知识库应用 会诊管理系统 系统接口
门诊电子病历系统	系统设置 病人管理 病历书写 门诊专科电子病历 系统维护 系统接口
单病种管理系统	包含急性心肌梗死、急性心力衰竭、社区获得性肺炎(住院儿童)、脑梗死、髋关节置换术(膝关节置换术)、冠状动脉旁路移植术、围手术单病种管理 期预防感染(单侧甲状腺叶切除术、膝半月板切除术、经腹子宫次全切、剖宫产术、双侧修补术、阑尾切除术、腹腔镜下胆囊切除术、闭合性心脏瓣膜切开、动脉内膜切除术、足和踝关节固定术和关节制动术、其他颅骨切开术、椎间盘切除术或破坏术)、社区获得性肺炎等 19 个单病种的管理

临床路径管理系统	三级综合医院不少于 15 个专业 60 个病种开展临床路径管理, 本次医院需要开展 112 个病种的临床路径管理, 至少包括心血管介入、神经血管介
病历书写辅助系统	辅助诊断
	相似病例提醒
	检验检查提醒
	处置规范提醒

资料来源: 中国政府采购网, 中信建投证券研究发展部

三级医院电子病历的升级改造根据医院信息系统完善程度可分为两种情况。第一, 医院系统已经建设比较完善, 现有系统基本可以满足四级评价标准与匹配情况, 仅需完成年度升级, 信息化支出的影响较小, 估计在 200 万左右; 第二, 医院不能满足四级信息化质量要求, 需建设为四级标准。根据 2018 年的部分电子病历采购订单来看, 第二种情况平均支出在 400~500 万左右。

**图表5: 2018 年部分三级医院电子病历采购订单**

时间	采购方	订单金额	中标方	订单具体内容
2018 年 7 月 5 日	海南医学院第一附属医院	528.7 万元	北京嘉和美康信息技术有限公司	电子病历系统建设
2018 年 8 月 27 日	南方医科大学顺德医院	425.8 万元	江苏曼荼罗软件股份有限公司	结构化电子病历系统建设项目
2019 年 1 月 29 日	佛山市南海区第六人民医院	399.5 万元	医利捷(上海)信息科技有限公司	电子病历系统建设及 HIS 系统升级改造

资料来源: 中国政府采购网, 中信建投证券研究发展部

三级医院电子病历升级改造空间较广。据卫健委统计, 至 2018 年中, 我国共有三级医院 1192 个(其中: 三甲医院 722 个)。预计 2019 年一半将进行电子病历实现四级目标的升级。此外, 其他医院还将进行常规性电子病历软件升级换代, 平均 200 万左右。预计 2019 三级医院电子病历升级市场空间共计 38.7 亿左右。

**图表6: 三级医院电子病历升级市场规模预测 (亿)**



资料来源: 中信建投证券研究发展部

**二级医院电子病历增量空间测算。**电子病历二级在信息处理方面仅要求住院、检查、检验、住院药品等至少 3 个以上部门的医疗信息能够通过联网的计算机完成，但各部门之间未形成数据交换系统，仅部门内有统一的医疗数据字典。电子病历从二级提高至三级则需实现部门间数据交换，包括在医嘱、检查、检验、住院药品、门诊药品、护理中至少两类医疗业务部门间的网络数据传送与共享，有跨部门统一的医疗数据字典。

**图表7： 某二甲医院（定远县人民医院）电子病历系统采购清单**

名称	功能	数量	单位	单价	总价
医生工作站	定制开发/主要用于临床医生完成电子病历	1	套	90,000	90,000
护士工作站	定制开发/主要用于护士完成病人的体温单和一些护理记录	1	套	90,000	90,000
临床知识库	定制开发/主要用于介绍药品的诊疗方案	1	套	30,000	30,000
护理数据录入	定制开发/主要用于快速便捷的完成病人医疗护理数据	1	套	50,000	50,000
病案管理	定制开发/主要用于所有在院和出院病人的病历操作	1	套	30,000	30,000
病历借阅	定制开发/主要用于医生查阅和学习病历	1	套	30,000	30,000
入出院管理	定制开发/主要用于医院没有 HIS 情况下的病人入院登记，以及病人的转科、病人出院操作	1	套	50,000	50,000
补写病历	定制开发/主要用于针对以转科或已出院但未归档病人病历的修改或补写	1	套	20,000	20,000
会诊系统	定制开发/主要用于科室间会诊病情复杂的病人，填写会诊记录	1	套	80,000	80,000
模板工厂	定制开发/主要用于创建和维护在文书录入中书写文档的模板	1	套	10,000	10,000
医学图像维护	定制开发/主要用于维护医学中常用的图片，以便于书写文档时直接调用	1	套	60,000	60,000
病历时限维护	定制开发/主要用于对病历时限质控部分的条件、监控代码及规则的维护	1	套	20,000	20,000
系统参数配置	定制开发/主要用于维护系统中的后台数据，方便前台用户使用	1	套	20,000	20,000
岗位权限设置	定制开发/主要用于对全院医生的岗位信息、员工信息有效的授权和维护	1	套	20,000	20,000
科室匹配	定制开发/主要用于对模板工厂中新增的模板匹配到对应科室	1	套	20,000	20,000
基本信息维护	定制开发/主要用于对用户基本信息和科室与病区匹配的维护	1	套	20,000	20,000
数据元维护	定制开发/主要用于对护理记录表格中各列的属性维护	1	套	20,000	20,000
通用单据维护	定制开发/主要用于维护护士使用的各种单据，供各病区护士使用	1	套	30,000	30,000
手术诊断维护	定制开发/主要用于维护病案首页使用的手术和诊断	1	套	60,000	60,000



名称	功能	数量	单位	单价	总价
病案首页配置	信息 定制开发/主要用于对病案首页的扩展维护	1	套	30,000	30,000
全院质量控制	定制开发/主要用于电子病历的汇总统计和对病历的 资料来源：中信建投证券研究发展部质控评分	1	套	80,000	80,000

资料来源：中国政府采购网，中信建投证券研究发展部

二级医院电子病历的升级改造主要分为三种情况。第一，医院系统已经建设比较完善，现有系统基本可以满足三级评价标准与匹配情况，仅需完成年度升级，信息化支出的影响较小；第二，医院不能满足三级信息化质量，需建设为三级标准；若系统已经上了，但改造比较麻烦，则会推到重来；第三，像中西部医院全新建设，信息化投入将会比较大。全国来看，第二和第三种情况会更多些。根据 2018 年的部分电子病历采购订单来看，第二种情况平均支出在 300 万左右。

**图表8： 2018 年部分二级医院电子病历采购订单**

时间	采购方	订单金额	中标方	订单具体内容
2018 年 8 月 1 日	南县人民医院	97 万	湖南嘉和美康信息技术有限公司	结构化电子病历及相关服务项目
2019 年 1 月 2 日	定安县人民医院	326 万	中国电信集团系统集成有限责任公司	电子病历系统建设及 HIS 系统升级改造
2019 年 1 月 11 日	永嘉县人民医院	22 万	创业软件股份有限公司	门诊电子病历系统

资料来源：中国政府采购网，中信建投证券研究发展部

据卫计委统计，至 2018 年中，我国共有二级医院 6780 个。预计 2019 年全部将完成电子病历实现三级目标的升级，其中单个医院的系统升级需要 200 万~300 万，预计二级医院电子病历升级市场空间共计 150 亿左右。

**DRGS 对医院信息化的增量需求。**DRGs 在国外的应用已日趋成熟。第一代 DRGs 诞生于美国，自 2000 年起美国卫生系统开始使用由 3M 公司研制出的第六代 DGRs，费用支付采用预付款制度。北欧瑞典、挪威等国家和西欧葡萄牙等国家直接引进与美国版本完全一致的 DRGs 方案应用于本国，而更多的国家则制定了符合本国情况的病例组合方案。如英国 DRGs 采取适用于本国卫生特点的卫生保健资源分类法（HRGs），不仅可以将住院病人进行分类，也适用于门、急诊病人；澳大利亚于采用每两年修订一次的澳大利亚改良版疾病诊断相关分组（AR-DRG v3.0 版本）；德国政府借鉴了美国和澳大利亚的 DRGs 系统，推出德国版本 G-DRG 系统；韩国政府在美国 DRGs 基础上进行改良，通过混合预付与补偿基本医疗成本，现已建成韩国版本的 DRGs 支付系统。

目前，国内有两个 DRG 分组标准：**C-DRG 和 CN-DRG**，两者分组的原理不同。CN-DRG 运用病案首页进行分组，而 C-DRG 还会纳入一些临床指标作为分组标准，比如护理数据等。为保证分组效率，两种标准总组数均不超过 1000 组。从国家医疗保障局成立以后，国家并没有对 DRG 的标准进行统一，而是从国家层面整理分组器，不进行统一编码，各个地区可以根据自己的需要去设计分组器。

**付费试点工作推动 DRGs 改革大潮加速来临。**2017 年，国务院发布《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》后，全国各个省和自治区开始进行了 DRGs 的相关的布局。2018 年 12 月，国家医保局发布《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》，在部分城市启动按 DRGs 付费试点工作。其中，云南、青海、宁夏等地区已经公布了试点城市。政策下达目的旨在加快推进 DRGs 付费体系

的建立，加速 DRGs 在实际付费中应用推广的进程，加快提升我国医保精细化管理水平，控制医药费用支出增长速度，这预示着 DRGs 改革的大潮即将来临。

**DRGs 将对医院定价进行过程和流程管理再造。**同时也将从国内医院 DRGs 具体采标要求来看，首先，医保改革之后，医院需要 DRGs 来作为依据来定价；其次，DRGs 与新医保对接，系统改造要符合 DRGs 新政规范；再次，医院要有医疗服务预测收入系统，每次做诊断之前先做预测，了解盈亏，基于诊断给出价格，和医保给出的价格进行匹配，看是否盈利。加上医疗服务过程管理系统，对每一个过程进行管理，控制成本，在项目中的每一个过程都进行预警和提醒，进行干预；最后，对医院管理系统进行改造，比如卫健委对医院指标考核。

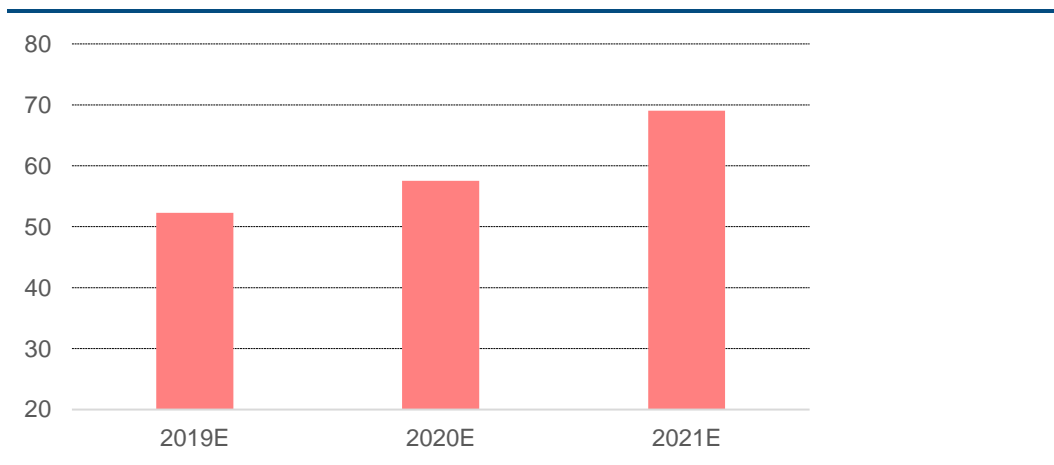
**图表9： 2018 年部分医院 DRGs 建设订单**

时间	采购方	订单金额	中标方	订单具体内容
2018 年 3 月 21 日	阳江市人民医院	63.5 万元	东华软件股份公司	DRGs 建设项目
2018 年 8 月 10 日	唐山市第三医院	46.5 万元	唐山腾远科技有限公司	DRGs 信息系统项目
2018 年 9 月 4 日	佛山市第一人民医院	29.8 万元	上海今创信息技术有限公司	DRGs 综合应用项目

资料来源：中国政府采购网，中信建投证券研究发展部

目前从 2018 年的部分公开招标投标信息来看，DRGs 产品在二级医院的价格大概在 50 万左右，三级医院达到 100 万-200 万。根据卫健委数据，至 2018 年中，我国三级医院 1192 个(其中:三甲医院 722 个)，二级医院 6780 个，一级医院 4989 个，未评定等级医院 6751 个，预计 DRGs 系统建设市场增量将达到 52 亿左右。此外，DRGs 不是一个简单的信息化系统，是一整套业务体系，会分成建设期、维护期，更有价值的是长期的运营。对政府端而言，还有医保端和卫计委端的投入，由于自然环境和医保资金使用情况的差异，不同地区 DRGs 标准会不一样并且需要经常调整，相关政府部门不仅互采购系统而且需要购买服务，衍生后续收费能力、运营运维以及其他大量的产品，可期空间较大。

**图表10： DRGs 建设规模预测（亿）**



资料来源：中信建投证券研究发展部

## 二、互联网+医疗创新业务将迎来加速发展

### 2.1 互联网医院获政策支持，未来或将成为创新业务基石

互联网医院建设获得政策支持，允许进行部分在线诊疗。2018 年，政府发布了四个与互联网医院有关的文件，《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》、《互联网医院管理办法（试行）》、《互联网诊疗管理办法（试行）》和《远程医疗服务管理规范（试行）》。文件中对互联网医院的运营，诊疗管理，远程医疗服务等方面做出了相应的规定。互联网医疗作为新发的发展方向，在优化医疗资源配置，缓解看病难、看病贵等难题方面具有突出优势。

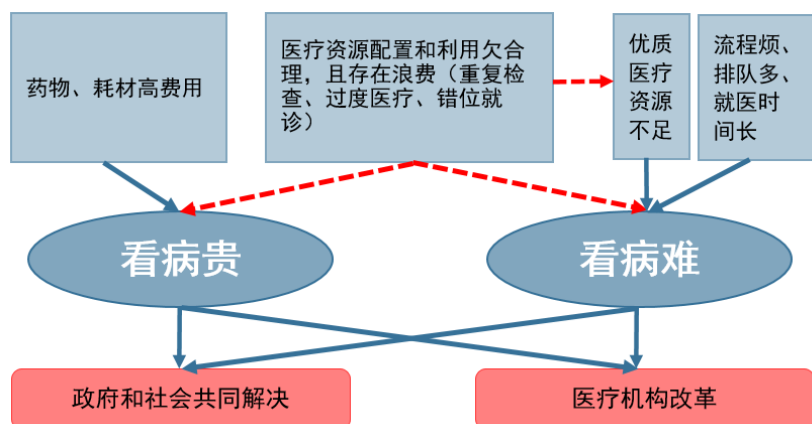
图表11： 2018 年互联网医院相关政策

时间	文件	目标	具体内容
2018 年 4 月	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	缓解医疗卫生事业发展不平衡的矛盾，满足大众医疗健康需求	鼓励医疗机构应用互联网等信息技术拓展医疗服务空间，对发展远程医疗提出明确要求。
2018 年 7 月	《互联网医院管理办法（试行）》	提高互联网诊疗服务效率	明确互联网诊疗活动应当由取得《医疗机构执业许可证》的医疗机构提供，对医疗机构开展互联网诊疗活动的技术要求、人员要求、诊疗要求、电子病历、在线处方、信息安全和患者隐私保护等内容进行了规范。
	《互联网诊疗管理办法（试行）》	发挥远程医疗服务积极作用	明确互联网诊疗活动应当由取得《医疗机构执业许可证》的医疗机构提供，对医疗机构开展互联网诊疗活动的技术要求、人员要求、诊疗要求、电子病历、在线处方、信息安全和患者隐私保护等内容进行了规范。
	《远程医疗服务管理规范（试行）》	确保远程医疗服务质量和安全	明确远程医疗服务的范围，以及与互联网医院之间的管理。对机构开展远程医疗服务的人员、设备设施等基本条件作出了规定。

资料来源：中信建投证券研究发展部

互联网医院模式能够有效提高医疗资源配置效率。医疗机构在实体医院基础上，运用互联网技术提供安全适宜的医疗服务，实现就医流程线上线下整合。以慢性病诊疗为例，慢性病患者通过线上挂号，在线进行慢性病复诊等在线医疗活动。医师掌握患者病历资料后，可在线开具部分常见病、慢性病处方，在线开展部分常见病、慢性病复诊。对医院而言，上线新模式可以提高医院和医生的门诊工作效率，同时为患者带来便利，医院拥有真实需求；对医生而言，医生平均每周门诊出诊 2-3 天，而医院患者中常见病和慢性病居多，普通医生有创收的需求并且也有诊断能力和时间。

图表12： 互联网医院有望提高医疗资源配置效率



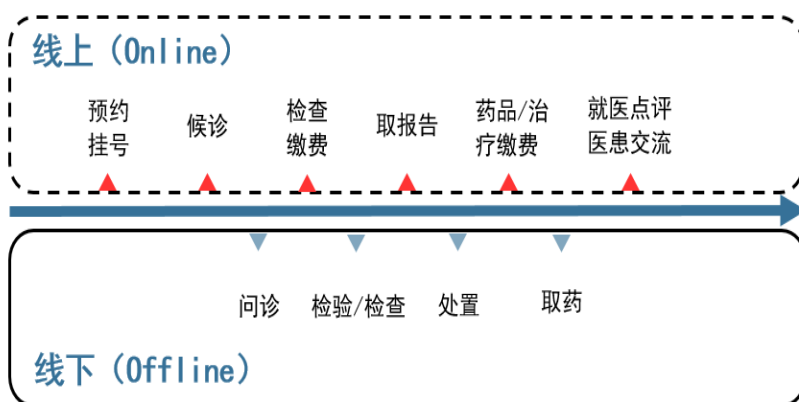
资料来源：中信建投证券研究发展部

**互联网医疗将推动医疗 IT 公司商业模式变革。**传统医疗 IT 企业通过竞标方式取得医院订单获得收入。互联网医院新模式下，医疗 IT 企业通过与实体医院合作申办互联网医院，由医院提供服务、医疗 IT 公司提供软件系统，依靠线上诊疗的服务合作分成，实现盈利模式由软件实施向诊疗服务分成的拓展。

**新模式的上线带来了新的盈利点，同时也带来了技术和成本上的挑战。**目前互联网医院平台建设的盈利点主要在于收取系统建设费用，但依靠服务流水提成和通过处方外流形式变现模式也取得良好进展。但远程医疗目前尚未纳入医保，挂号费和药费未放开支付；各地医保体系差异较大，保障范围、报销比例、技术接口都不一样，为医保支付带来了难度。在分成上，大医院和小医院以何种比例分服务费、多少比例由当地医保或异地医保支付、分别付给谁，都是技术层面亟需解决的问题。

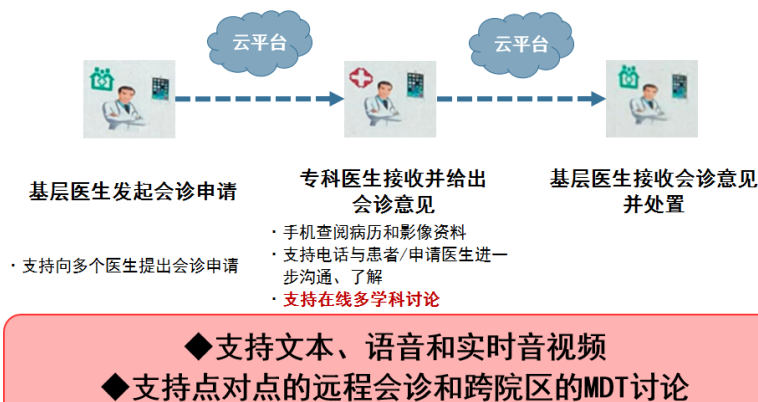
一种解决方案就是**融合医保的全流程移动就医平台**的搭建。通过全流程移动互联与移动支付，纵向向上联动医保，多种服务终端互补，实现在线预约挂号、智能候诊（医保、自费）、流程引导、院内导航、报告查询、费用明细查询和医患互动等。

图表13： 全流程移动就医平台建设方案



资料来源：中信建投证券研究发展部

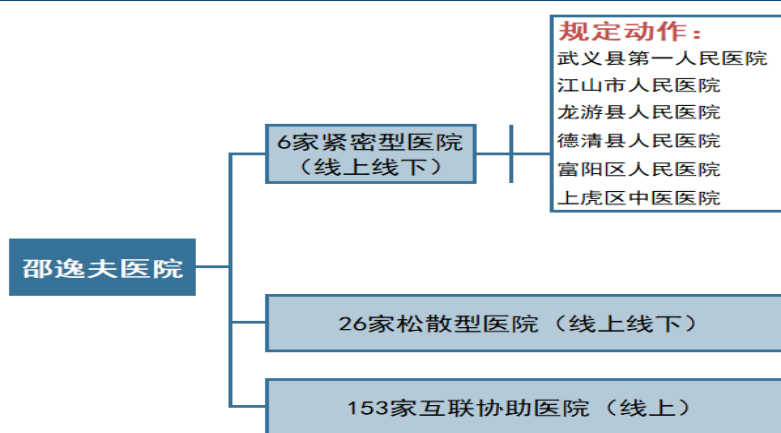
图表14： 远程移动会诊流程



资料来源：中信建投证券研究发展部

以医联体建设为基础的分级诊疗制度有望推动互联网医疗加速发展。目前 94.7%的地市都有医疗联合体的试点和落地，基层机构诊疗量不断提升，三级医院承接的疑难杂症数量不段增加。在城市推进医疗集团，县域医共体、远程医疗协作网、专科联盟等四种医联体。

图表15： 邵逸夫医院的医联体实践



资料来源：中信建投证券研究发展部

以邵逸夫医院为例，与卫宁健康合作，建设“互联网+”模式下的医疗健康新行业和新业务。2015 年 4 月卫宁健康与浙江邵逸夫医院签署《基于云医院平台的健康服务合作框架协议》，为了，由邵逸夫医院提供医疗健康服务，卫宁健康提供在医疗信息化领域的产品和系统。在这种新型商业模式下，邵逸夫医院成为全国首个全面实现医疗云服务的实体医院，现已建成以患者为核心，以互联网+的信息化平台为纽带，通过第三方运营模式，线上实现医疗机构间信息的整合、联动和协同，线下提供给患者连续、准确、可信的实体服务。



图表16：互联网医院平台（纳里健康）总架构



资料来源：中信建投证券研究发展部

目前，纳里健康已经覆盖全国 31 个省市，医院 2000 多家，服务人次过亿。最新上线的 3.0 开放平台主要是互联网医院解决方案，让每一家医院都成为互联网医院。1.0 解决院内流程，2.0 解决医院间互联，3.0 上线医院的全面互联网化。横向连接保险公司和 C 端等；纵向链接大小医院。平台建设目标是：全方位的连接（任何部门与科室）、全对象的连接（病人、医务人员、设备药品耗材）、全过程的连接（院前院后）。平台包括一个数据中心、两个平台（业务应用平台和监管平台）和所有的医疗机构与所有合格医疗人员的数据共享。

在线诊疗定价未来价格接近线下诊疗后将逐步提升竞争力。目前互联网医院线上诊疗价格制定无统一规则，大多数线下诊疗相比线上更具价格优势，不利于互联网医疗的发展。目前，部分省份已经就互联网医疗服务项目定价发布相关政策，如四川省发改委和卫计委已经发布了《关于制定互联网医疗服务项目价格的通知》，对互联网医院的各个科目做出了详细定价，同时把四川微医互联网医院作为医保的第一个试点。未来随着互联网诊疗规模提升，价格有望逐步走低，提高市场竞争力。

图表17：互联网医院医疗合理定价

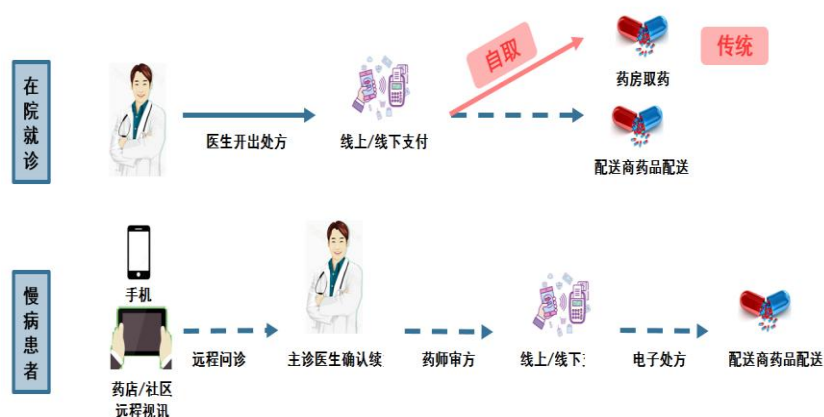
项目名称	项目内涵	计价单位	价格	
			三级医院	二级医院
1. 远程会诊				
远程单学科会诊	邀请方医疗机构向受邀方医疗机构提供医学资料，双方通过视频交互的方式对患者病情进行单学科会诊	次	200	200
远程多学科会诊	邀请方医疗机构向受邀方医疗机构提供医学资料，双方通过视频交互的方式对患者病情进行多学科会诊	次	600	480
线下院外会诊		次	本地130 外阜260	
2. 互联网医院门诊				
互联网医院主任医师门诊诊查费	主任医师通过医疗机构远程医疗服务平台直接向患者提供诊疗服务，限常见病、慢性病复诊	次	35	25
线下主任医师门诊诊查费		次	35	
3. 远程诊断				
远程影像诊断	邀请方医疗机构向受邀方医疗机构通过病患临床及CT、MRI影像资料，由受邀方出具诊断报告	部分	50	-
线下院外影像学会诊			40	

资料来源：中信建投证券研究发展部

## 2.2 处方流转打开药品流通市场

处方外流即此前由医院药房承担的药品供给、药事服务等，逐渐释放到以零售药店为主的其他药品流通渠道，在保障患者购药需求的同时，让医院专注于医疗服务而非药品销售。2018 年 3 月，国家卫生健康委等 10 部门联合发布《关于巩固破除以药补医成果，持续深化公立医院综合改革的通知》，要求在 2018 年，继续控制医疗费用不合理增长，要结合各级各类公立医院功能定位、提供服务情况和建立分级诊疗制度要求，将控费指标细化分解到每家医院，不搞“一刀切”。4 月，在《关于促进互联网+医疗健康发展的意见》中，国务院再次重申，探索医疗机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。

图表18： 处方外流的流程



资料来源：中信建投证券研究发展部

处方信息共享平台是处方外流的主要载体。就是以患者为核心，联合地区卫计委、食药监局、社保、医院等部门以及社会药店共同建设，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、实时共享的信息化平台。以广西省梧州市的处方共享平台建设为例。2017 年 11 月，梧州市启动处方信息共享平台建设，全市 20 余家二级及以上医院，与百余家药店将共同接入处方信息共享平台，实现医院、社保个人账号、药店三方信息的互联互通和实时共享，患者凭借医院开具的处方可自主到药店购药。对线上开具的常见病、慢性病处方，经药师审核后，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送，形成线上线下协同的药品供应保障服务模式。处方共享平台建设的目标是在卫计委协调下完成与医保报销系统、药监监管系统、人口健康信息平台对接，要求处方信息共享平台与医保报销系统对接实现医保个人统筹账户部分在接入平台的零售药店实时结算、处方信息共享平台与药监监管系统对接实现药监局对零售药品的监管需求、处方信息共享平台与人口健康信息平台对接完成卫计委对医疗机构、药店等数据监管需求。

图表19：梧州市处方共享平台架构



资料来源：中国政府采购网，中信建投证券研究发展部

从发达国家的经验来看，医药分离已成为主流模式。美国约有 60-70%的药品通过非医院渠道销售；日本通过 50 年的医改过程，在提高医师报酬率和改变药品定价方式等措施下，目前已实现近 70%的医药分离率。对比之下，我们认为医药分离是缓解医保压力、破除以药养医、规范医疗市场的必然途径，未来药品会不断流向院外市场。处方共享平台作为患者自由选择购药的主要途径，一方面能够为医药分离的实现提供重要载体，另一方面平台引入卫计委、药监部门监管，解决了目前网络售药监管难、责任不清等处方外流不规范的问题。因此，我们认为处方共享平台未来具有很大的发展空间。

**处方外流市场空间有望超过百亿。**处方共享平台未来有望实现按照承接处方外流的药店根据业务量来付费的模式。卫宁健康子公司钥世圈的云药平台在给药店导流时，药店会按药品总金额的一定比例作为平台服务费返给云医平台，部分非医保药的返佣比例高达 5%-10%。处方药整体的返佣比例较低。假定 2020 年我国公立医院药品销售金额为 1.3 万亿元。假设返佣比例为 1.5%，同时未来中国的处方外流率达到 50%，市场空间有望超百亿元。

**处方共享平台聚集多方海量数据，未来收费模式有望多点开花。**处方共享平台上聚集多方海量数据，通过处方、患者分类等数据分析，未来可以开拓商保控费、医药配送、慢病管理等多种商业模式。

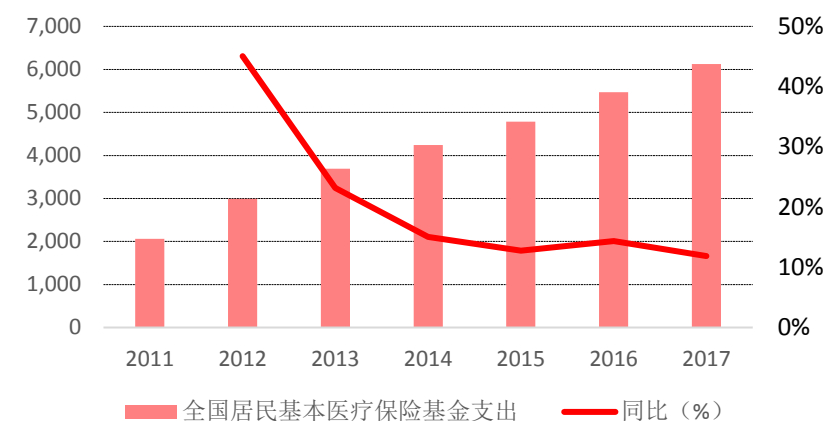
目前，处方共享平台全面推广存在两方面的阻力。一是社保尚未全面放开线上支付。目前，社保线上支付仅在江苏、深圳等几个省市进行推广，尚未在全国开放脱卡支付。绝大部分地区还不允许医保卡网上买药，这是影响医保患者使用处方共享平台的最大瓶颈之一，将会极大降低线上购药的需求。二是处方共享平台所提供药物，需要借助医药电商通道，“网订店取”或“网订店送”，平台需自建物流渠道，为处方共享平台的建设带来一定的困难。

## 2.3 医保控费形势严峻，商保理赔将打开增量空间

我国医保基金支出达到新高，医保基金支出压力剧增。随着国家整体卫生费用的持续增长，作为社会卫生支出最主要的组成部分的医保基金支出也不断达到历史新高。2017 年，全国居民基本医疗保险基金支出为 6121 亿元，同比增长 11.9%；全国城镇职工基本医疗保险基金支出为 9298 亿元，同比增长 15.0%。

随着人口老龄化程度的提升，医疗卫生支出刚性需求的增长，预计会给我国未来医保基金支出带来较大的增长压力。

图表20： 2004-2017 全国居民基本医疗保险基金支出及增速



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

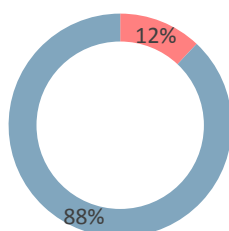
**DRGs 开放试点，控制医药费用支出增长速度。**2018 年 12 月 20 日，国家医保局发布《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》，在部分城市启动按 DRGs 付费试点工作。政策下达目的旨在加快推进 DRGs 付费体系的建立，通过 DRGs 付费试点让各省市深度参与，共同确定试点方案，加速 DRGs 在实际付费中应用推广的进程，加快提升我国医保精细化管理水平，控制医药费用支出增长速度。

从国外实践经验来看，以医疗 IT 系统为抓手，能够有效提高医疗效率、合理调配医疗费用结构、改善医疗服务质量，帮助实现医保基金支出的节流减压，大幅提高控费效率，同时商保机构进一步推动医疗信息化发展。但在我国，医保局是保险市场体系内的核心力量，医疗信息化只能建设系统，参与医保分成模式或较难实现，商业保险在未来还有很长的一段发展道路。

**中国商业健康保险目前渗透率仍然较低，未来具有很大发展空间。**根据中国保险行业协会发布的《中国商业健康保险发展指数报告》显示，2017 年我国健康险市场的渗透率为 9.1%，商业健康险占保险市场总体 12%。但整体发展处于基础水平，与发达国家相比，还有很大提升空间。以美国为例，美国国会预算办公室给出的统计数字表明，其商业健康险筹资占卫生总费用的比例超过 35%。2016 年美国医疗保险覆盖率达 90.7%，其中商业保险渗透率达 52.4%。尽管我国商业保险的增长速度很快，但仍以社保为主，与商保已经发展较为成熟的发达国家相比仍有一定差距。

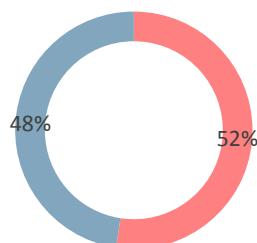
图表21： 2017 中国商业健康险比例

■ 商业健康险 ■ 其他



图表22： 2016 美国商业健康险比例

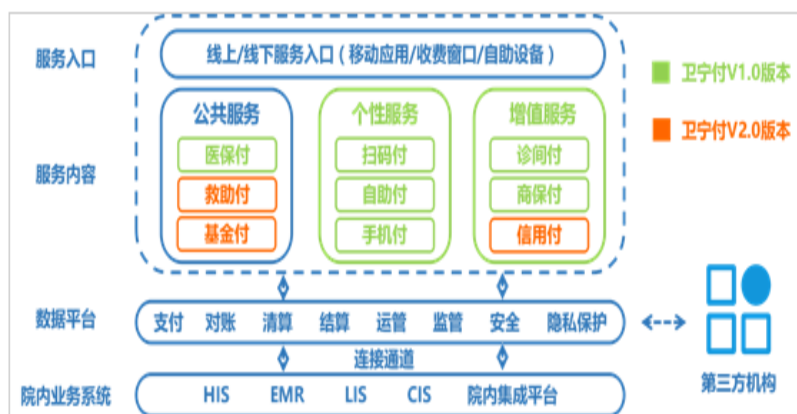
■ 商业健康险 ■ 其他



资料来源：中国保险行业协会，中信建投证券研究发展部

互联网医疗保险平台是商业保险与医疗信息化结合的典型创新应用。互联网医疗保险平台通过对接保险公司、医院和患者，提高服务水平，建立更为完善的保险系统。以卫宁健康的云险业务为例，该业务以医疗支付为主线，构建统一支付平台以及保险风控体系，同时为客户打造统一多方支付渠道的支付服务（医保+商保+自费）、商保快速理赔的数字化理赔服务以及企业年金的保险升级服务。“卫宁付”商自 2017 年投入运营后，已在 600 多家医疗机构投放支付设备 9,000 多台，交易金额 29 亿元，交易笔数超过 1,800 万笔。此外，公司与太保安联联合开发数字化理赔平台在上海龙华医院上线。卫宁云险业务 2018 年 H1 收入 324.12 万元，同比增速为 10.81%。

图表23： 卫宁付平台架构

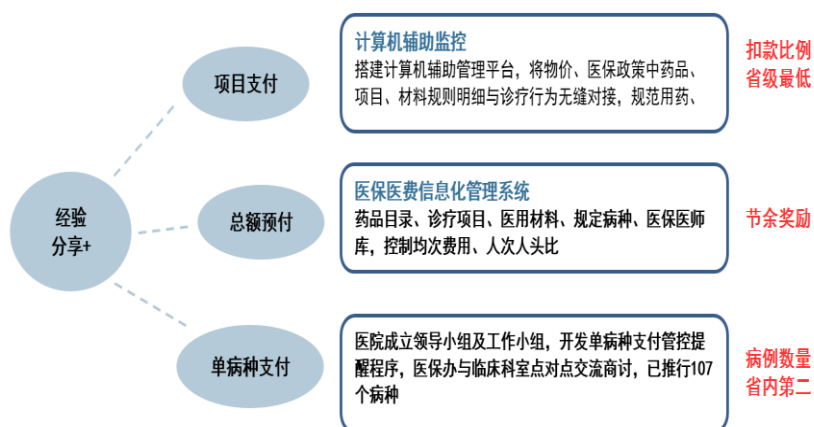


资料来源：卫宁健康，中信建投证券研究发展部

**医保快赔平台提高商保赔付效率。**目前，很多企业都在构建医院接商保快（直）赔平台，包括微医、平安、万达信息等。平台可以实现病历数据直接上传，提高保险公司的理赔效率。传统模式下，患者把出院明细、出院小结等资料快递给保险理赔点，然后保险公司派一个审核员来医院查看病历，每调阅一次会给医院病案室 20-50 元，核实之后保险公司进行理赔，理赔周期约两周时间。新模式下，理赔员不必来医院，数据上传平台后可直接审核，在不提高成本的基础上提高医院效率，医院态度对商保快赔平台的态度也较为积极。



图表24：邵逸夫医院医保支付架构架构



资料来源：中国政府采购网，中信建投证券研究发展部

未来互联网+医保的发展方向包括四种：一，脱卡结算，其核心是互联网身份认证体系；二，建立医保网上定点药店管理制度，这是处方药在线售卖的前提；三，建立基于互联网的医保基金支出户管理平台，做到账账相符，账实结合；四，推动建立医保慢性病药品配送到户的机制。未来要把符合保基本特点的远程医疗纳入医保范围，建立以医保需求为导向的医疗信息共享服务平台，支持第三方医疗服务机构；以医保管理电子病历为基础，建立大数据支撑体系。

## 三、重点推荐股票

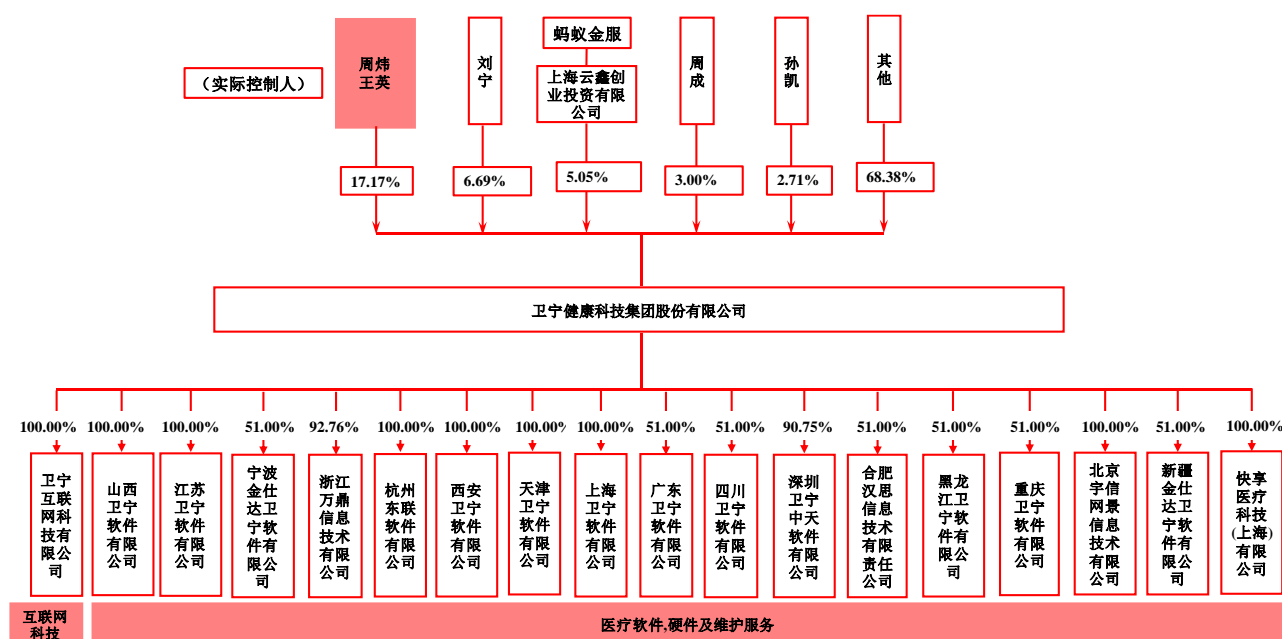
### 3.1 卫宁健康

#### 业务增长稳健，龙头地位稳定

公司是国内第一家专注于医疗健康信息化的上市公司，目前业务覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域，是中国医疗健康信息行业最具竞争力的整体产品、解决方案与服务供应商。通过多年完善经营，公司传统的医疗卫生信息化业务与创新业务齐头发展，行业龙头地位稳定。

公司于 1994 年成立，设计的产品多次获得上海市、国家的奖励及基金支持；2006 年通过 ISO9001 质量控制体系评审，稳固公司行业领先地位；2014 年至 2016 年公司完成多项并购，在渠道、市场、用户、产品增强优势，扩大全国影响力。

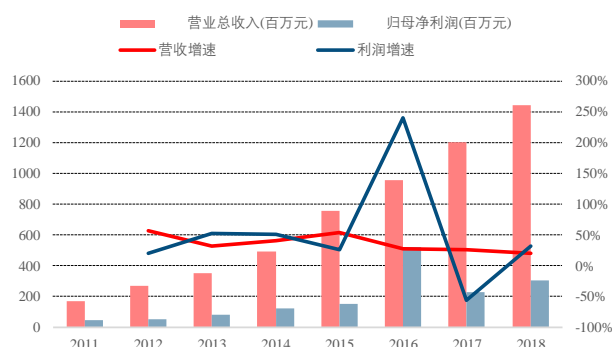
图表25： 卫宁健康股权结构图



资料来源：Wind，公司公告，中信建投证券研究发展部

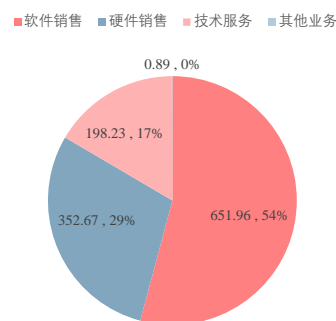
通过提高业务能力和积极并购，公司营业收入稳健增长。2018 年公司营业收入达到 14.4 亿元，较 2017 年增长 19.6%，2011 年至 2018 年的 CAGR 为 35.7%；2018 年公司归母净利润为 3.0 亿元，较去年增长 19.6%，2011 年至 2018 年 CAGR 为 31.6%。公司目前业务分为软件销售、硬件销售、技术服务及其他业务，根据 2017 年年报统计，软件销售收入占总营业收入的 54%，硬件销售占 29%，技术服务占 17%。

图表26： 2011年至2018年公司营业收入及归母净利润情况



资料来源：公司年报，公司业绩快报，中信建投证券研究发展部

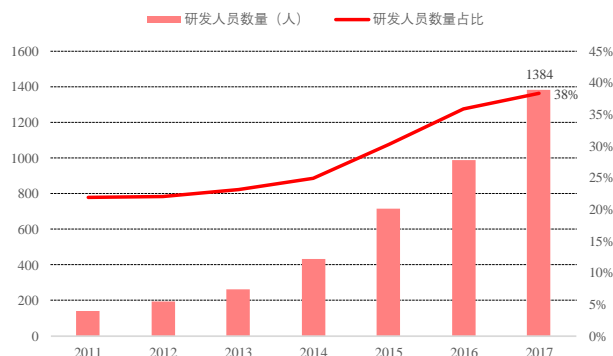
图表27： 2017年公司各板块业务营业收入情况（百万元）



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

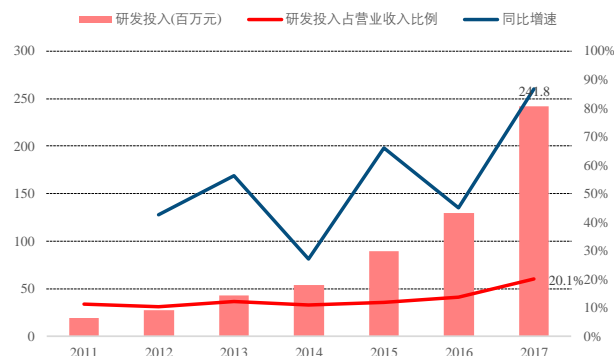
加强研发投入，奠定长久发展动力。公司不断强大研发团队，2011年研发人员占员工人数的22%，2017年为38%，2017年研发人员达到1384位；研发投入逐年增多，2017年投入研发费用2.4亿元，占营业收入的20.1%。加大研发投入，加强研发团队，公司不断增强自身产品实力，并为自身打造深厚的护城河，2017年公司取得96项计算机软件著作权。

图表28： 2011年至2017年公司研发人员情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表29： 2011年至2017年公司研发投入情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

## 传统医疗卫生信息+互联网医疗，“双轮驱动”公司发展

公司是传统医疗卫生信息行业的绝对龙头，产品广泛应用于医疗机构、区域卫生、公共卫生、健康服务等领域。在全国建立完善的销售服务网络，通过专业创新、高标准的技术服务赢得客户。至2018H1，公司服务近6000家医疗机构，是业内覆盖医院最多的公司。

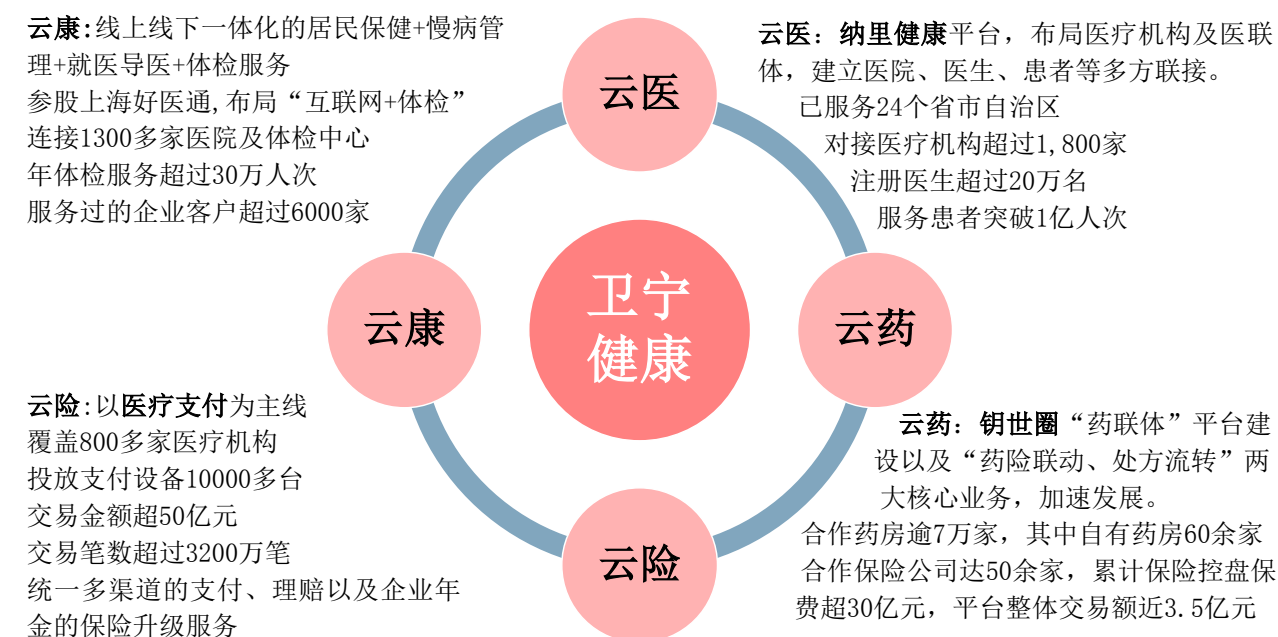
公司传统医疗信息产品包括：整体方案和分模块方案，整体方案如医联体解决方案、电子病历的等级评审

解决方案、医院等级评审解决方案；分模块方案如门诊/住院临床管理系统解决方案、医技解决方案、急诊管理解决方案、门诊输液解决方案、费用控制解决方案、HRP 解决方案、临床数据中心解决方案、临床质控管理解决方案。公司传统卫生信息产品包括：区域卫生信息平台、区域公共卫生解决方案、区域医疗解决方案、基层医疗卫生机构信息系统。公司产品的优势有四点：①公司产品的标准较高。2018 年上半年公司的产品相继通过 JCI 评审、HIMSS EMRAM（住院）七级评审，显示公司产品的成熟度和稳定性获得了国际标准的认可；②丰富的解决问题经验。公司拥有丰富的经验，可以帮助客户迅速完善电子病历系统，解决等级评审的燃眉之急；③优质的服务质量。公司坚持高于业界标准的服务对待客户，为广大客户提供更优质贴心的服务。

公司以“4+1”战略（云医、云药、云险、云康+创新服务平台）发展互联网+健康服务业务。2018H1 公司互联网+健康业务快速增长，其中平台建设类收入合计约为 1,000 万元，同比增长超过 230%；平台运营类收入合计约为 1,200 余万元，同比增长超过 350%。公司通过+1 平台，整合 4 朵云间资源，实现 4 朵云间业务联动、协同以及输出，推动公司创新业务发展。

为更好推动互联网+健康业务快速增长，公司于 2018 年引入蚂蚁金服全资子公司上海云鑫作为股东。基于双方平台和业务的优势，试点医疗支付和支付宝的应用融合，充分利用支付宝领先的第三方支付行业经验技术、用户实名认证能力以及用户获取能力，开展医疗费用支付等合作。

图表30： 公司云医、云药、云险、云康业务布局



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

## 3.2 思创医惠

### 布局智慧医疗，抓住发展机遇

2015 年，公司通过收购医惠科技，实现了公司业务向物联网下游应用端智慧医疗领域的快速延伸，主营业务分为智慧医疗、RFID 业务、防盗标签业务三大板块，新增业务大幅增强了公司的核心竞争能力。公司根据战略规划，及时与医惠科技核心管理团队整合，医惠科技董事长章笠中先生进入公司核心管理层，陆楠先生依然是公司第一大股东和实际控制人。公司与医惠科技在管理团队、产品、业务等方面的协同提升，提高了公司整体运营效率和持续发展能力。

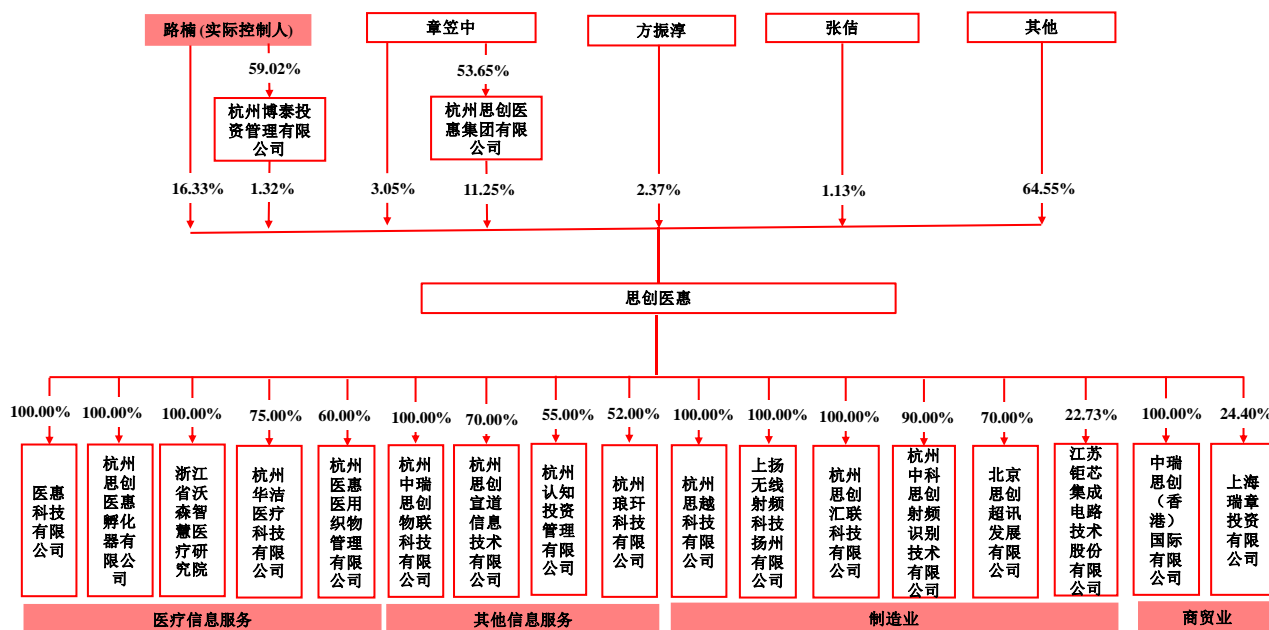
**图表31： 思创医惠发展历程**



资料来源：Wind，公司公告，公司官网，中信建投证券研究发展部



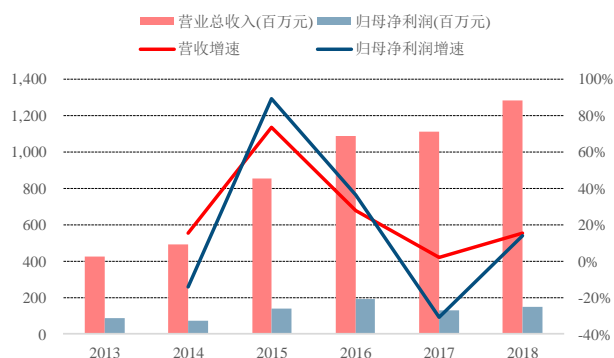
图表32： 思创医惠股权结构图



资料来源：公司公告，公司年报，中信建投证券研究发展部

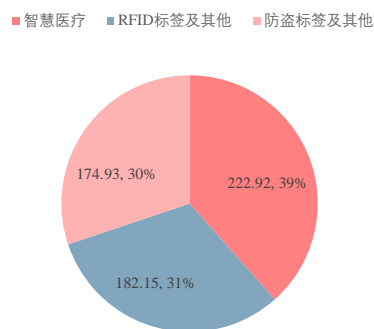
由于收购医惠科技，公司在 2015 年、2016 年实现业务快速增长，2017 年由于研发投入增加、EAS 产品原材料价格上涨及部分标签产品实施竞争性降价策略等因素影响，利润下降。2018 年由于受益于医疗信息产业发展和零售业务恢复，全年实现营业收入 12.83 亿元，归母净利润 1.50 亿元。根据 2018H1 营业收入分布，目前最大业务板块为智慧医疗占比 39%，RFID 与防盗标签分别占 31%、30%，公司业务三头并进。

图表33： 公司的营业收入及归母净利润情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表34： 2018H1 公司营业收入分布情况



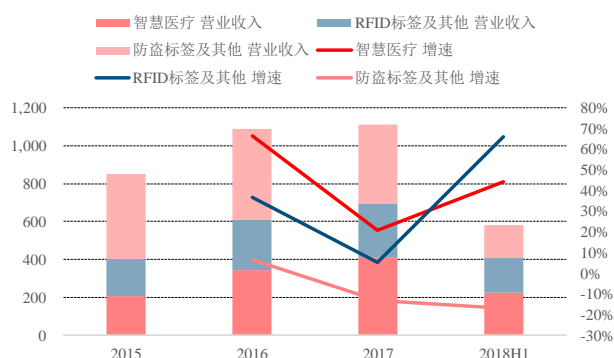
资料来源：中信建投证券研究发展部

自布局智慧医疗后，公司看好医疗信息化的发展，近两年通过并购、自设成立福建医惠医疗信息服务有限公司、广州医惠医疗信息服务有限公司等多家医疗信息相关子公司。近几年，公司智慧医疗营业收入增速保持20%以上的告诉增长；毛利率也远高于公司其他版块业务，稳定在60%左右。

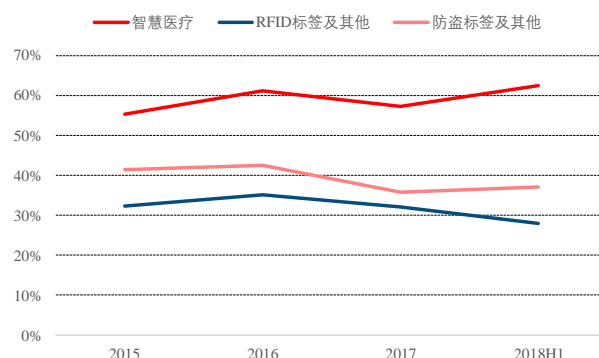
**图表35： 2016 年至今公司取得控制权子公司情况**

取得时间	子公司名称	取得方式	取得股权比例	出资额
2016 年 1 月	福建医惠医疗信息服务有限公司	设立	55%	500 万
2016 年 9 月	广州医惠信息科技有限公司	并购	57.30%	60 万
2017 年 4 月	杭州医惠医用织物管理有限公司	设立	60%	300 万
2017 年 4 月	重庆医惠医疗科技有限公司，	设立	70%	40 万
2017 年 4 月	华洁医疗	增资	75%	2500 万
2017 年 5 月	杭州思创医 惠孵化器有限公司	设立	100%	500 万
2017 年 5 月	Ewell Hong Kong Limited	股权转让+增资	60%	2000 万港元
2017 年 7 月	杭州睿杰信息技术有限公司	设立	80%	96 万
2017 年 9 月	杭州认知投 资管理有限公司	并购	55%	110 万
2017 年 11 月	杭州智汇健康管理有限公司	并购	52%	3120 万
2018 年 1 月	杭州中瑞思创智能科技有限公司	设立	60%	10 万
2018 年 4 月	杭州联源智能科技有限公司	设立	75%	180 万
2018 年 6 月	医惠科技（南京）有限公司	设立	60%	0

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

**图表36： 分产品营业收入及其增速情况**


资料来源：公司年报，公司半年报，中信建投证券研究发展部

**图表37： 分产品毛利率情况**


资料来源：公司年报，公司半年报，中信建投证券研究发展部

## 先进医疗信息化技术，领先行业发展

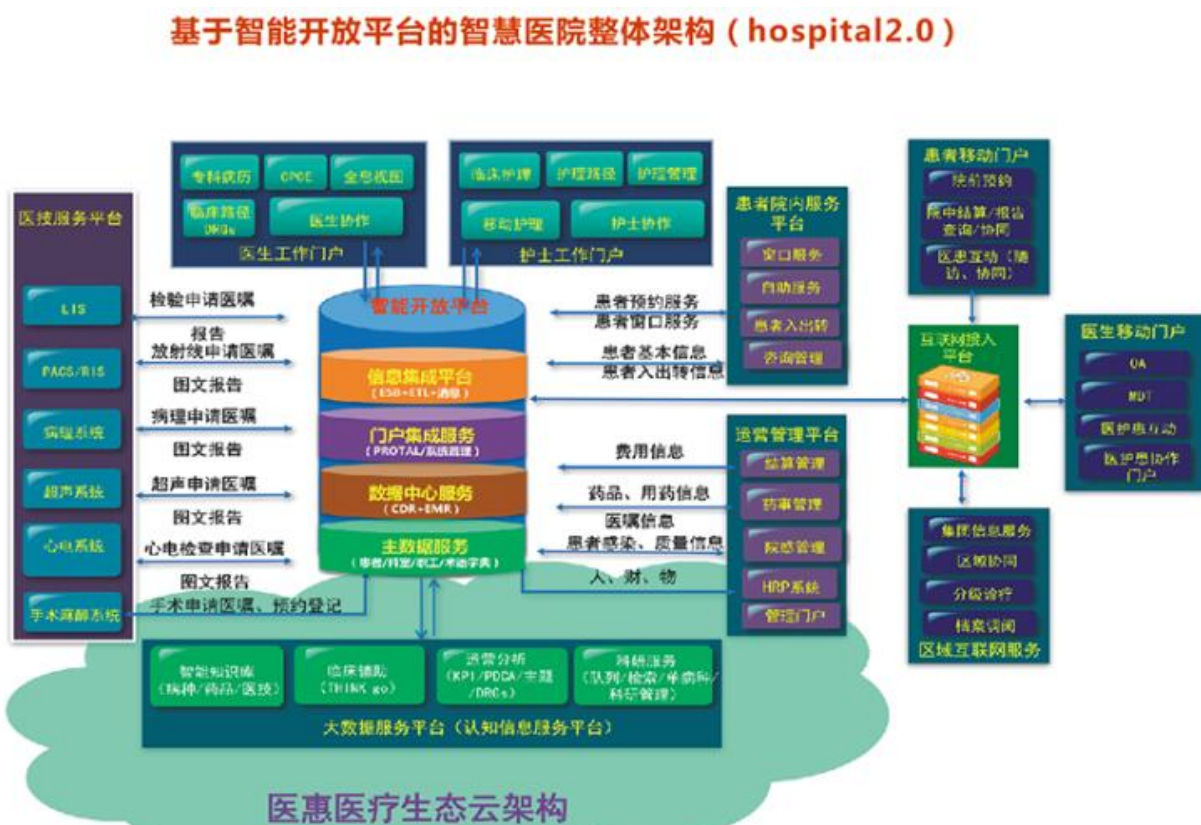
目前公司凭借物联网、人工智能应用、平台数据交互三大核心技术，形成四大类产品体系：①以医院智能开放平台、四网合一的物联网基础架构平台、互联网诊疗服务系统等为代表的医疗信息建设智能化产品；②以一体化电子病历系统、医生云门户、沃森智能辅助诊疗系统等为代表的诊疗资源管理智能化产品；③以护患一体化服务、智能床监护系统、第三方药品物流信息服务平台等为代表的临床实践应用智能化产品；④以妇幼全程健康智能管理、智能护理移动管理平台、区域慢病健康管理等为代表的全程医疗智能化管理产品。

近两年公司基于智能开放平台为核心的智慧医院整体解决方案的大型项目订单明显增多，该方案遵循 JCI 和 HIMSS 标准，以用户体验作为核心目标构建智慧医院 6 个业务域：医生业务域、护士业务域、患者业务域、

管理业务域、医技业务域、医教研业务域。突出优势有 4 点：

- ✓ **体系构架统一平台化。**借助智能开放平台实现 6 个业务域的信息共享和互联互通；
- ✓ **业务流程标准闭环化。**在此基础上实现业务流程的闭环，提升医疗质量和病患安全；
- ✓ **资源管理智能集约化。**构建医院整体资源中心，涵盖人、财、物、数据等医院资源，提升资源的优化利用，全面服务临床、科研、运营和患者；
- ✓ **用户体验个性极简化。**个业务域的使用用户定制一站式工作服务台，让他们的日常工作在一个工作门户中完成，实现用户的体验个性极简化

图表38： 思创医惠基于智能开放平台的智慧医院整体架构(hospital 2.0)

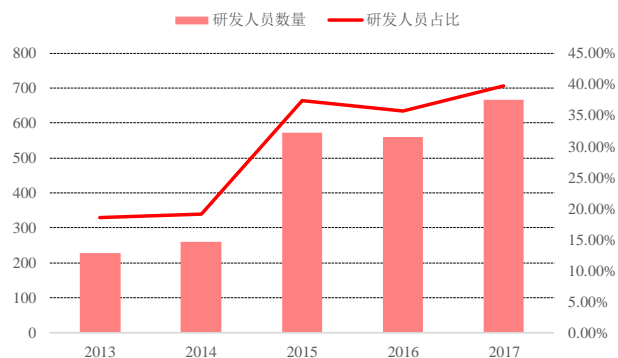


资料来源：公司官网中信建投证券研究发展部

公司在布局智慧医疗之后，加大研发队伍建设，至 2017 年研发人员数量达到 667 人，研发人员占比 39.75%；研发费用也大幅增长，2017 年研发投入 1.05 亿元，占营业收入 9.43%。2017 年完成医疗数据和业务应用互联互通信息集成平台、叮咚门店移动助手、天机智能协作运营平台等项目；穿戴式人体生理参数监测技术和设备研发、大数据处理与分析共性关键技术研究与基础平台研发、基于大数据的临床科研检索研究应用、基于大数据

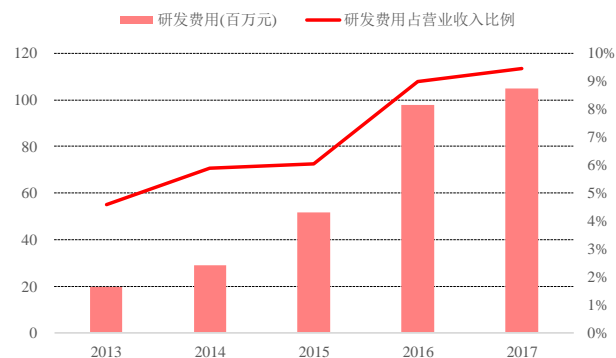
的辅助诊疗研究应用等项目正稳步推进。

**图表39： 2013 年至 2017 年公司研发人员情况**



资料来源: Wind, 公司年报, 中信建投证券研究发展部

**图表40： 2013 年至 2017 年公司研发费用情况**



资料来源: Wind, 公司年报, 中信建投证券研究发展部

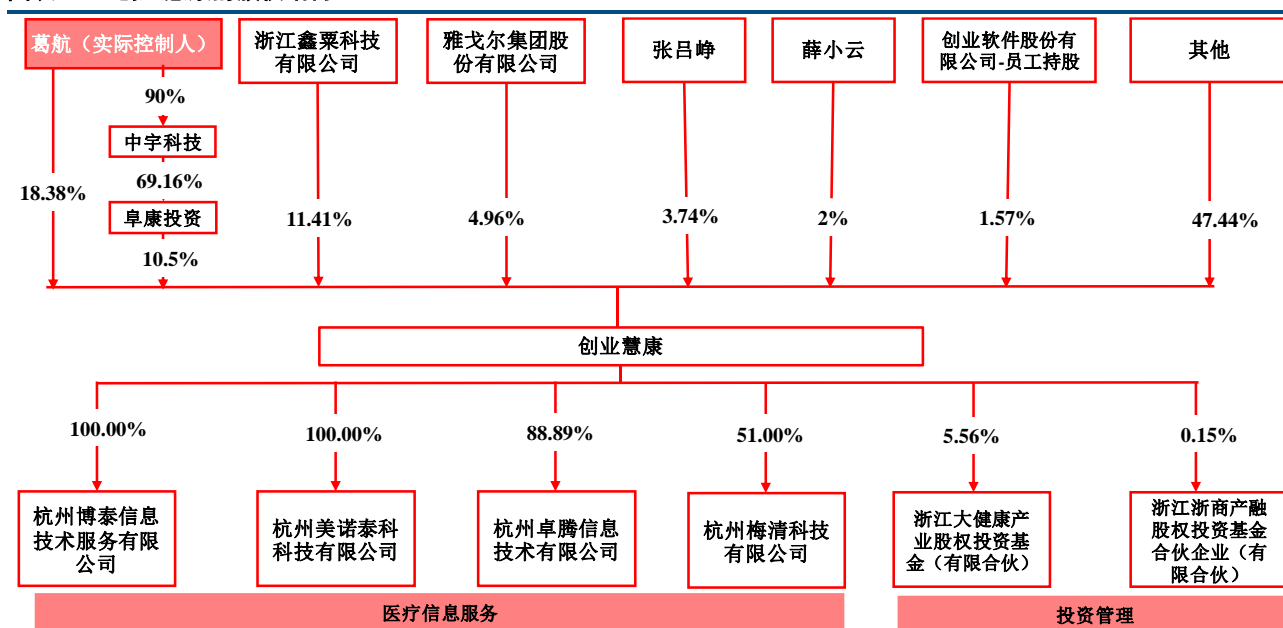
公司已累计为全国 1000 多家医院提供医疗信息化建设服务，其中有 6 家港澳医院，是目前国内唯一能够给境外医院提供国际标准化信息服务的企业。公司的智能开发平台可以进行完整、动态数据采集，对不同网络数据进行异构和融合，对大数据进行标准化，可以更好保障病人安全，提高临床效率和质量，提高医疗健康服务能力水平。公司已经被成功认定为国家规划布局内重点软件企业，整体实力领先行业发展。

### 3.3 创业慧康

#### 专注医疗信息化，积极推进业务布局

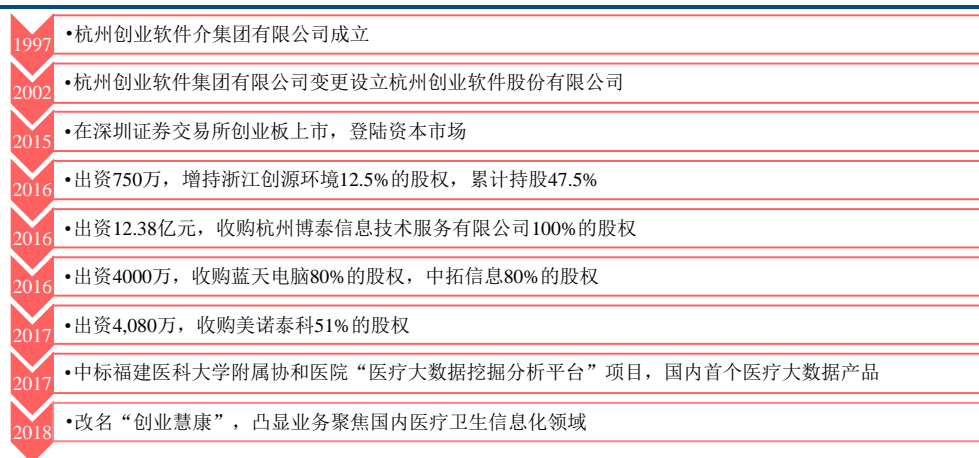
创业慧康是我国医疗卫生行业应用软件发展的重点企业，公司于1997年成立，2015年4月在深交所上市。在20多年的发展历程中，一贯秉持“创造智慧医卫、服务健康事业”的愿景，专注医疗卫生领域的信息化服务与创新。公司是国内优秀的医疗健康信息化服务提供商和运营商。

图表41： 创业慧康的股权结构



资料来源：Wind，公司年报，中信建投证券研究发展部

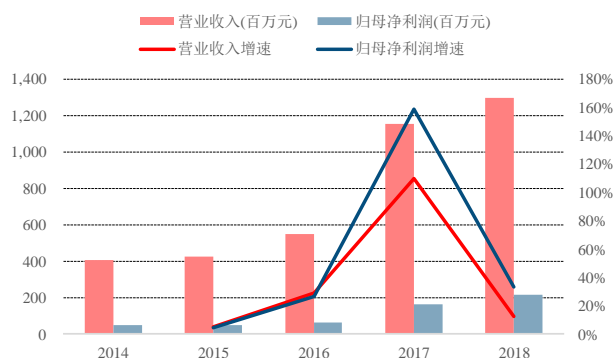
图表42： 创业慧康发展历程



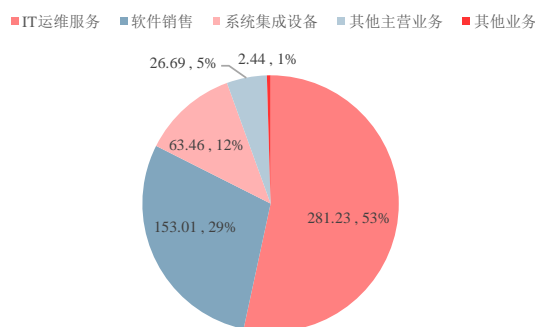
资料来源：公司官网，公司公告，中信建投证券研究发展部



公司整体运营良好，业绩稳步增长。2017 年，公司营业收入达到 11.53 亿元，同比增长 110.15%；归母净利润达到 1.63 亿元，同比增长 159.10%，其中杭州博泰服务贡献亿元收入 4.58 亿元，净利润 1.06 亿元，扣除博泰服务的营业收入，公司营业收入增长 26.6%；2018 年，公司实现营业总收入 12.97 亿元，同比增长 12.52%；归母净利润 2.17 亿元，同比增长 33.16%。根据 2018H1 业绩情况，博泰服务提供的 IT 运营服务已经成为公司最大业务板块，营收占比达到 53%。

**图表43： 公司的营业收入及归母净利润情况**


资料来源：公司年报，业绩快报，中信建投证券研究发展部

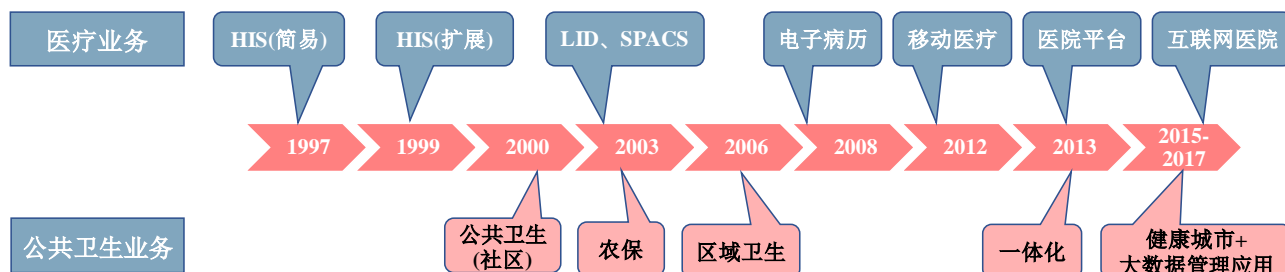
**图表44： 2018H1 公司营业收入分布情况**


资料来源：公司半年报，中信建投证券研究发展部

外延并购扩大公司业务布局，丰富产品体系。2016 年，公司以 12.38 亿元收购杭州博泰信息技术服务有限公司（已改名为杭州慧康物联网科技有限公司），公司通过整合博泰服务的服务网络、服务团队，切入银行等金融机构领域，引入新的业务板块，产品服务和市场客户资源都得到延伸扩展；同时，博泰服务的物联网技术和服务经验可以帮助公司医疗信息技术提升。除此之外，公司还收购美诺泰科、杭州卓腾，控股梅清数码，新设医康数据，进一步扩展和完善公司业务布局，丰富产品体系，提高公司在医疗健康信息化领域的市场份额。

公司医疗信息化产品与方案致力于解决医疗机构业务和公共卫生业务，最初业务仅限于简易 HIS 系统，目前已经可以为互联网医院、城市健康和大数据管理应用提高服务。目前公司拥有八大系列 280 多个自主研发产品，7 项国家专利，营销网络遍及全国 30 多个省、自治区及直辖市，客户数量达 6000 多家，先后承担了国家电子发展基金项目等 40 多项国家、省、市级重大技术研发项目，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。公司坚持立足医疗卫生信息化行业，逐步扩大综合优势，建立完善的数字化医院整体解决方案和区域卫生信息化解决方案，满足客户需求，逐步提高市场占有率。

图表45： 创业慧康医疗信息业务发展



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表46： 创业慧康的主要产品与方案

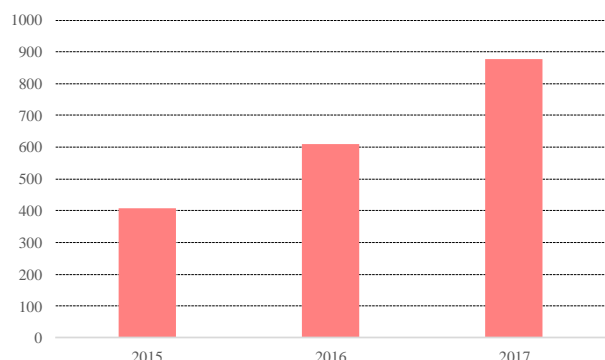


资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

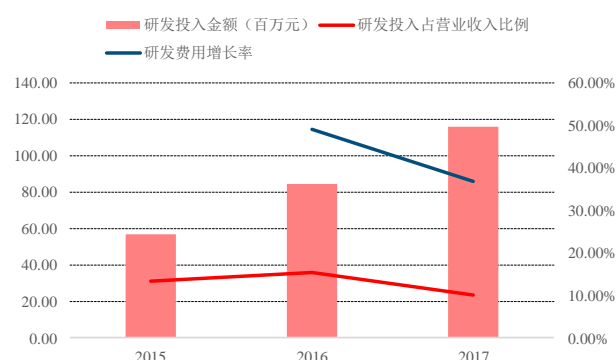
## 积极推进新产品研发，强强联合谋求发展

由于国家政策支持 and 市场需求，医疗信息化建设将持续发展，为应对新形势变化，公司以市场为导向，积极推进新产品研发。2017 年，公司研发人员达到 876 人，较 2016 年增长 43.84%；研发费用达到 115.73 百万元，同比增长 36.90%。

公司大力投入研发，多项成果转化落地，2017 年公司一共有 11 项重点新产品及研发项目落地，重点开展互联网云技术、医疗大数据应用技术的研发，继续健康城市战略拓展，做好区域信息化业务应用建设，对已形成产业化的产品进行整合。产品升级换代和技术升级，增加解决方案开发能力，提升公司整体竞争力。重点新产品落地，有利于公司的品牌知名度不断提升。公司的专业能力使公司在激烈的市场竞争中占有独特优势。

**图表47： 公司近三年研发人员数量**


资料来源：中信建投证券研究发展部

**图表48： 公司近三年研发费用投入情况**


资料来源：中信建投证券研究发展部

**图表49： 创业慧康 2017 年重点新产品及实施成果**

序号	重点新产品及研发项目	项目应用及实施成果
1	基于（内嵌）医院信息集成平台的智慧一体化医院信息系统 V5.6	在福建协和医院，大连中心医院等大型医疗机构上线成功
2	基于统一云部署的基层医卫产品	整合了广东省业务模式和深圳模式并在广东 13 个地市和深圳宝安区上线
3	整合了 HADOOP 大数据存储架构的区域平台	在浙江省厅上线。
4	分级诊疗平台产品升级	已实现在江苏省中医院和中山上线
5	城市级健康云平台	在广东中山，深圳，武汉，北京朝阳等 20 多个区域上线成功
6	医技一体化云平台 GDPcloud、多学科远程诊断平台	目前有国家肾病医学中心等 20 余个高端医联体已经在 GDPcloud 线上运行，为疑难危重病提供了高效的多学科远程诊断手段
7	健康医疗大数据平台产品研发及应用，实现了区域卫生、临床科研以及区域影像等传统产品的大数据架构升级	完成了大数据平台南京浦口区、浙江桐乡市上线运行，形成了公司人口健康大数据产品应用的样板城市。同时，由公司自主研发的国内首个真正意义上实现实时大数据分析的医疗大数据产品在福建协和医院“医疗大数据挖掘分析平台”项目中中标。
8	基于大数据的 DRGs 区域卫生云决策支持系统，并给出评价督导，也为下阶段的单病种收费改革提供了理论和数据支撑	建立了医院现代管理理论模式，配套升级后的卫生综合管理系统的应用，实现了无论是从桌面端还是移动端都随时可以掌控相关的关注数据和分析结果，及时知晓辖区内各级医疗卫生机构的经营现状，目前已经成功在上海市闵行区中心医院，古美社区等医疗机构进行了原型试点上线
9	台州恩泽医疗中心（集团）浙江省台州医院项目	正式通过 HIMSS EMRAM（住院）六级现场评审
10	昆明北市区首家大型三级甲等医院——昆明市第一人民医院甘美国际医院项目	通过 JCI 评审
11	首都医科大学附属北京儿童医院项目	通过国家医疗健康信息互联互通成熟度“四级甲等”认证

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

公司与多家科技龙头企业合作，强强联合谋求发展。近两年公司与华为、网易、荣之联、浙江大学、蚂蚁金服、腾讯计算机系统等开展医疗大数据相关合作，一方面可以学习先进的技术，另一方面在业务上互补，通过强强联合、资源整合，助力公司的大数据、人工智能应用战略部署落地，为长期业绩发展打下坚实基础。

**图表50： 创业慧康近两年的医疗信息合作项目**

时间	合作对象	合作项目简介
2017年9月	华为	基于华为云开发上层应用，共同打造健康服务平台。实现区域内不同医疗机构数据互联互通，形成居民端、医生端、医院端产品，推进新型健康城市建设。
2017年10月	网易	基于网易云的智慧医疗云服务平台及解决方案，共同重点研发基于云计算的医疗行业领域的产品
2017年12月	荣之联	为全国1亿居民电子健康档案大数据增加基因数据库，实现居民电子健康档案的7+级标准
2017年12月	浙江大学等高校	设立了“浙江省博士后工作站”，对医疗卫生、健康服务领域的大数据和人工智能关键技术应用等开展一系列深入研究。
2018年6月	蚂蚁金服	通过互联网、大数据平台、金融服务等解决方案，打造医患互动的全流程医疗服务。
2018年8月	腾讯计算机系统	推进人脸识别、电子社保卡、微信城市门户、微信支付等便民惠民服务；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；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。
2018年12月	平安医疗、美年大健康	与平安医疗在健康中山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；将与美年大健康开展包括健康体检、基因检测、疾病风险评估产品、家庭医生等健康服务领域合作。
2018年12月	康旗股份	以健康中山项目为合作起点，进行全国推广，共同打造健康大数据应用价值开发的优质案例。
2019年1月	联想	优化“互联网+健康”生态体系，基于物联网新技术共同合作试点智慧医疗创新业务模式，共同推进物联网技术在健康医疗领域落地应用

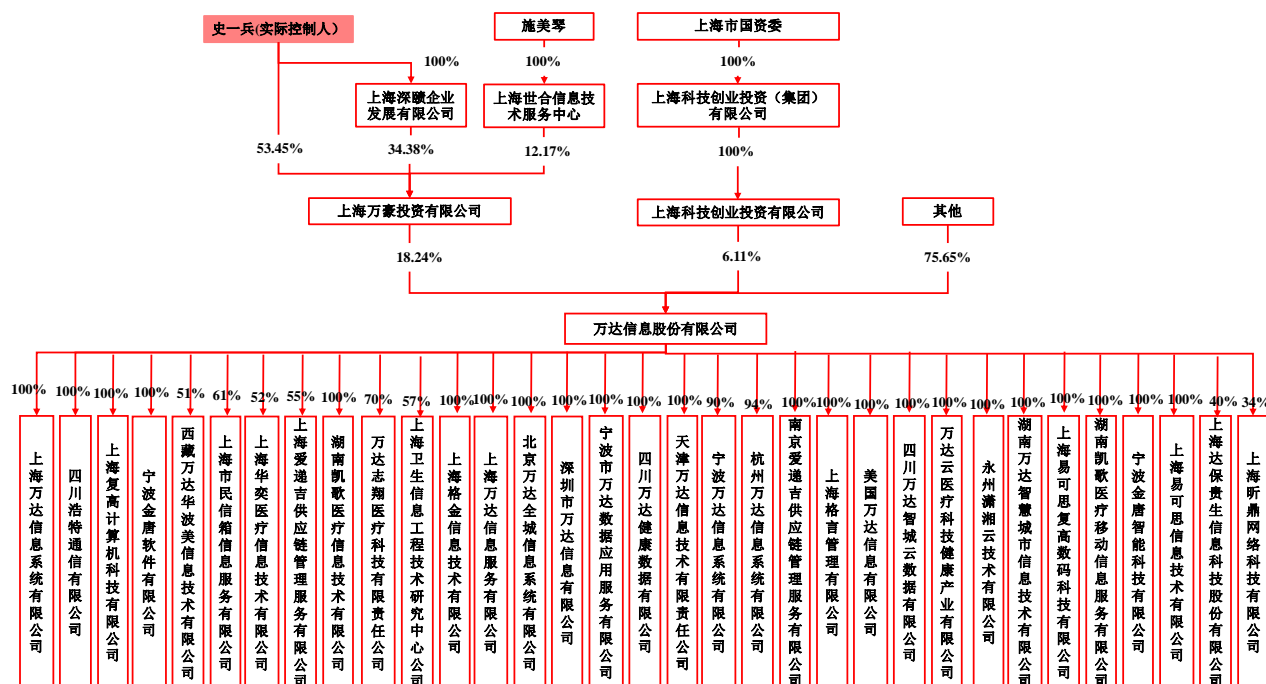
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 3.4 万达信息

### 智慧城市龙头企业，多行业软件领先者

万达信息成立于 1995 年 12 月，是中国智慧城市领军企业。历经多年发展，公司在城市各行业积累了丰富经验，形成了突出的行业软件与服务优势，业务领域涵盖卫生健康、民生保障、平安城市、企业服务、电子政务，以及智慧城市公共平台的建设与运营，在全国形成完善的服务体系。

图表51： 万达信息股权结构图

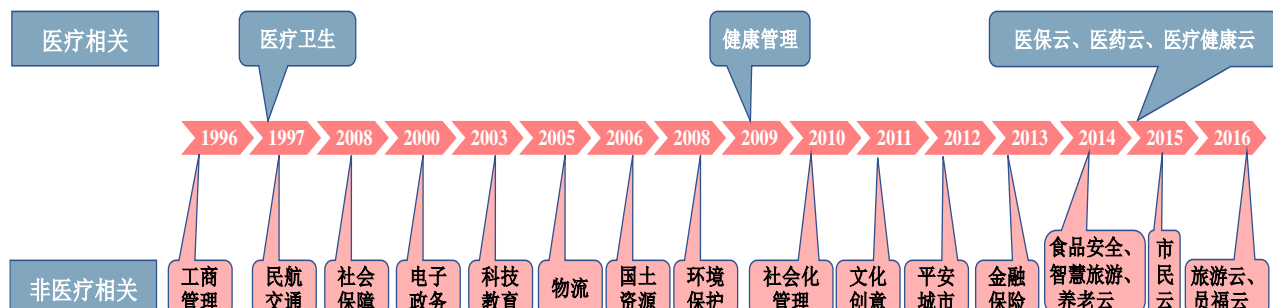


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

随着公司规模扩大，公司也在不断延伸业务领域，业务范围逐渐覆盖医疗健康、保险养老、文化教育、旅游等各民生领域，公司不仅是各行业应用软件和解决方案的领跑者，也在将互联网、云计算、大数据等新一代信息技术与各行业充分融合，积极建设新型智慧城市。

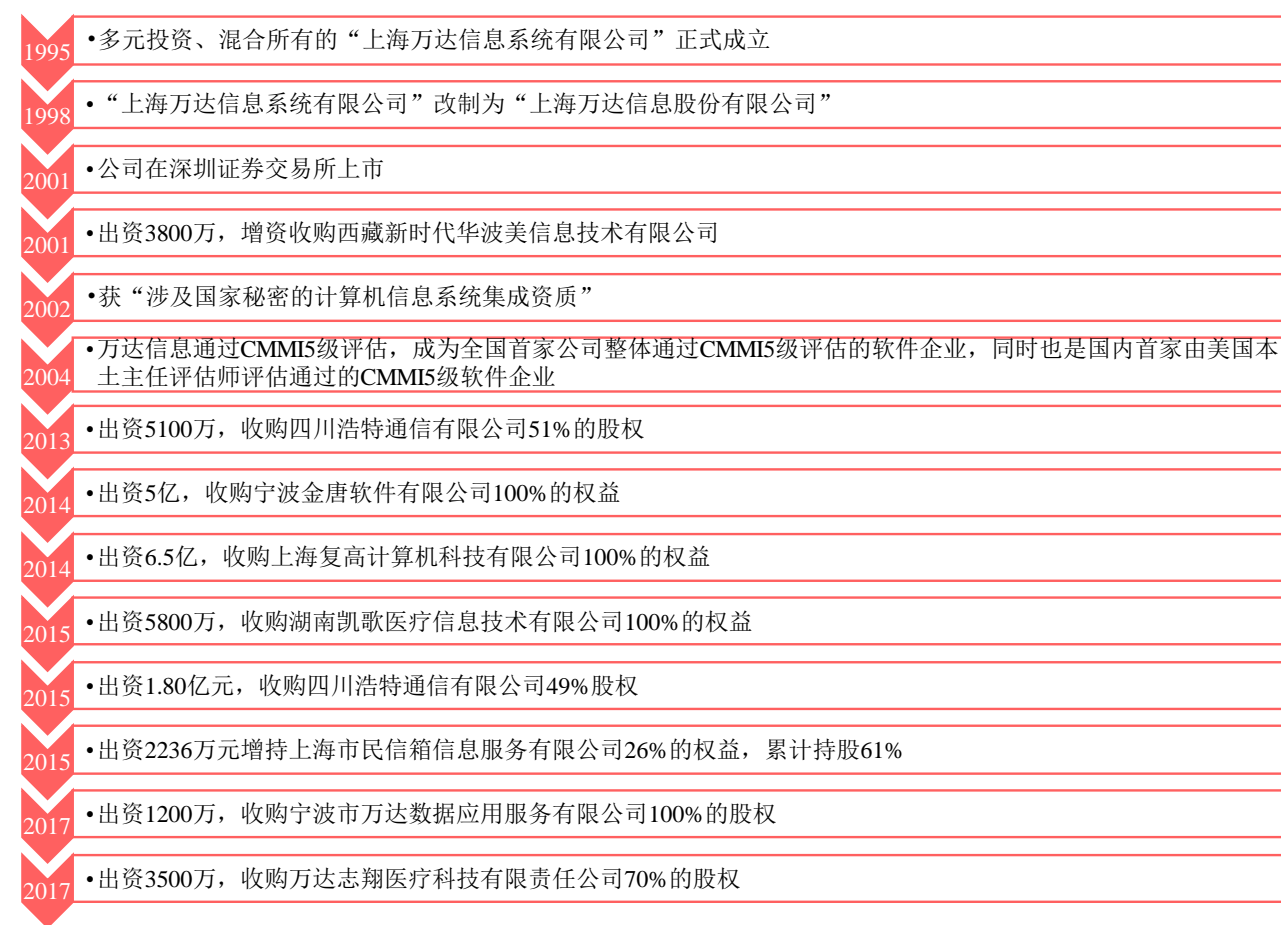


图表52： 万达信息业务拓展情况



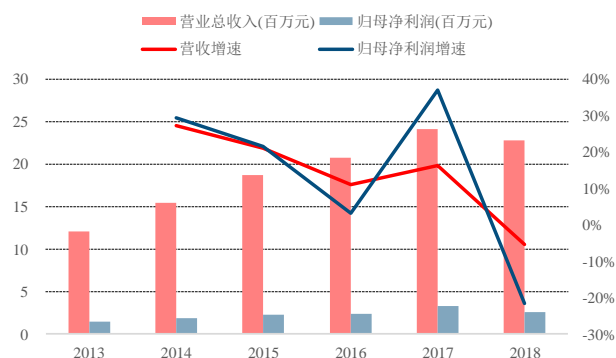
资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图表53： 万达信息的发展历程

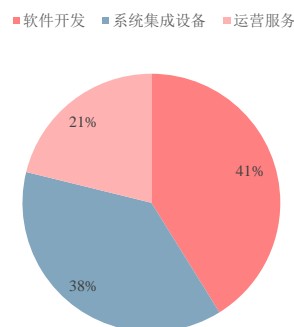


资料来源：公司公告，公司官网，中信建投证券研究发展部

2013 年至 2017 年，公司营业收入稳定增长，2018 年营业收入为 22.83 亿元，同比增速为-5.47%，原因为部分重点项目在 2018 年先行实施，但是未在 2018 年内确认收入，同时子公司四川浩特通信有限公司业务收缩。2018 年归母净利润为 2.56 亿元，同比增速-21.52%，除业务收缩外，还由于公司计提商誉等。2013 年至 2018 年，营业收入 CAGR 为 13.49%，归母净利润 CAGR 为 11.80%。根据 2018 年半年报，公司业务主要分为软件开发、系统集成设备和运营服务，目前最大业务板块为软件开发，其营业收入占比达到 41%。

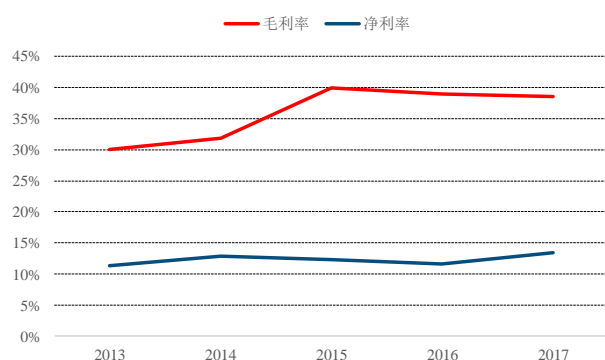
**图表54： 近年公司营业收入和归母净利润情况**


资料来源：公司年报，业绩快报，中信建投证券研究发展部

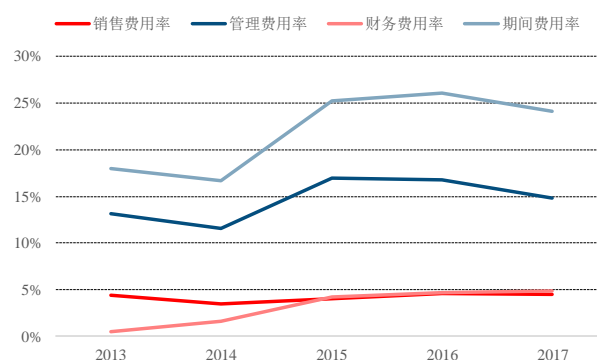
**图表55： 2018H1 不同业务营业收入情况**


资料来源：公司半年报，中信建投证券研究发展部

公司产品盈利能力增强，毛利率逐步提高。公司销售毛利率由 2013 年的 30.0% 提高到 2017 年的 38.55%，主要原因是软件开发业务和运营服务营业收入占比有所提高，根据 2017 年业务这两项业务的毛利率分别为 49.82%、49.57%，而系统集成业务的毛利率仅 22.3%。销售净利率略有提升，2013 年为 11.30%，2017 年为 13.44%。近几年，公司财务费用率升高，主要原因是 2014 年至 2017 年公司收购四川浩特、宁波金唐等公司；管理费用率上升是由于公司在 2014 年实行股权激励。

**图表56： 近年公司毛利率和净利率情况**


资料来源：公司年报，公司半年报，中信建投证券研究发展部

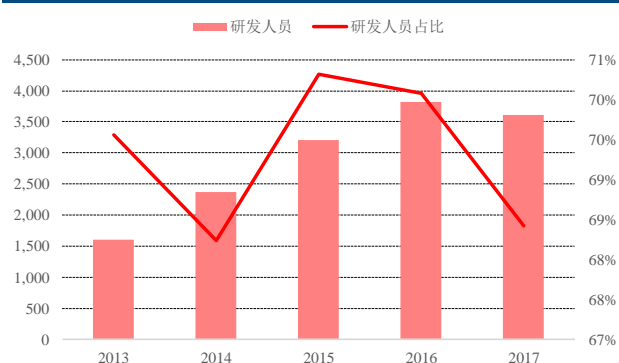
**图表57： 近年公司三项费用率及期间费用率情况**


资料来源：公司年报，公司半年报，中信建投证券研究发展部

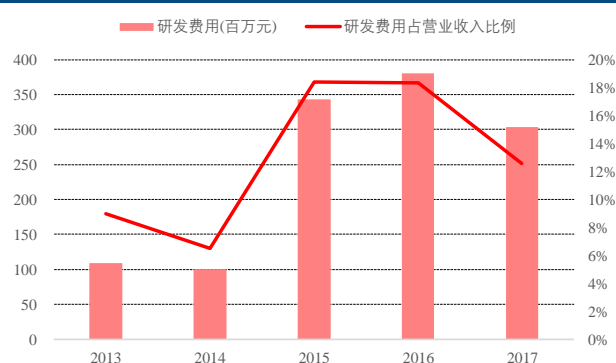
积极进行业务升级，关注医疗卫生系列云

为迎接行业发展，公司积极开展业务升级，希望由原来的软件开发、系统集成和运营服务将逐步过渡到系统建设（原软件开发、系统集成）、运营服务（主要为面向 SaaS 的云服务）“以及与社会各界广泛合作的行业互联网自营业务，依托原有的技术、业务和数据基础，形成面向政府、面向行业、面向个人的多层次业务协同发展。

为实现业务升级，公司加大研发投入：①增加研发人员数量。2013 年公司研发人员仅 1604 人，2017 年研发队伍扩展至 3605 人；②研发费用增长。公司 2013 年研发费用为 1.09 亿元，2017 年增加至 3.04 亿元，可以明显观察到公司从 2015 年开始大力增加研发投入，主要研发项目包括健康云项目、医疗云项目、保险云项目、医药云项目。

**图表58： 2013 年至 2017 年公司研发人员情况**


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

**图表59： 2013 年至 2017 年公司研发费用情况**


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

公司针对健康、医疗、医保、医药开发四大云平台，得到各方关注，在 2018 年 6 月份中标国家卫生健康委员会的“全民健康保障信息平台”，建成后将连通全部 32 个省级平台，进而连通所有各级各类医疗卫生机构。显示公司医疗卫生云服务及平台建设领先行业。

公司还结合各个医疗卫生云平台和其他云平台，搭建新一代智慧城市一体化平台，所开展的城市服务，包括社会保障、公积金、教育、医疗、公安、税务等领域的互联网服务。在上海市民云的注册用户数提高到了九百余万，月活突破百万；在海南，开通了“椰城市民云”，上线半年注册用户即达到常住人口 20%；在四川，也开通了成都天府市民云。大数据汇聚帮助公司形成创新业务坚实的基础，未来公司有望在云平台建设持续发力。

**图表60： 四大医疗卫生云及其应用情况**

项目名称	项目简介	目标客户	销售模式
健康云	以互联网及云计算技术为纽带，将线上及线下医疗资源进行全面整合，与心脑血管疾病、糖尿病、用户购买服务，同时还会部分涉及广大的慢性病患者及亚健康人群提供包括在线分诊转诊等一站式的互联网医疗与健康服务	肿瘤等慢性病相关的人群以及亚健康人群	到医疗与健康相关企业的营销推广及广告销售等
医疗云	以云服务的方式提供以电子病历为核心的覆盖医院办公系统、医院管理信息系统、临床信息系统以及医院资源计划系统等医疗机构各业务系统一、二、三级医院、各类完整的智慧医院信息化解决方案，同时利用互联网、移动互联等智能综合、专科医院以及基层用户购买服务化手段支持移动医疗、远程医疗等医疗业务的布局与实施，在有效提升医疗卫生机构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、		

项目名称	项目简介	目标客户	销售模式
保险云	改善医患关系，并提高医疗系统的监管水平		
	针对医保基金风险的主要因素，建立对医保基金风险控制的基础技术平台，从而有效防范、化解基金风险，以及提供互联网支付手段	医保机构	用户购买服务
	对经营第三方商业健康保险产品的机构客户，为该类客户提供的主要服务包括提供基础信息管理、承保保全处理、理赔实时结算和零星报销、理赔款支付管理、医疗机构结算、财务数据对接、医疗费用审核和稽查等服务	商业保险机构	
医药云	对商业保险机构所服务的健康保险客户通过互联网及线下相结合的方式提供第三方健康管理服务	商业保险机构	
		与心脑血管疾病、糖尿病等慢性病相关的人群以及	用户购买服务，以及部分涉及与医药相关企业的营销推广和广告销售等
	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增值服务等	其他有互联网医药购买需求的人群	

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**贺菊颖：**医药行业首席分析师，毕业于复旦大学，管理学硕士。10 年医药行业研究经验，2017 年加入中信建投证券研究发展部。

**石泽葵：**TMT 行业分析师，执业证书编号：S1440517030001。香港中文大学电子工程硕士，专注于产业互联网、信息安全、云计算、人工智能等领域的研究，2017 年初加入中信建投证券。2017 年《新财富》、《水晶球》、wind 最佳分析师通信第一名团队成员。

**侯子超：**计算机行业分析师，上海交通大学软件工程学士、金融学硕士，专注于人工智能、云计算、互联网医疗、信息安全等领域研究。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师惠 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859