

短期承压，复苏在途

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年度报告, 实现营业收入 30.9 亿元, 同比增长 12.5%; 实现归母净利润 1.1 亿元, 同比下滑 71.3%; 实现扣非归母净利润 1.2 亿元, 同比下滑 43.7%。
- **疫情影响项目验收, 千万订单增长亮眼。1) 医卫信息化业务:** 2022 年实现收入 23.1 亿元, 同比增长 9.4%, 其中核心产品软件销售及技术服务实现收入 20.7 亿元, 同比增长 10.8%。受疫情影响, 项目验收及回款有所滞后, 公司医卫信息化业务增速有所放缓, 但 2022 年公司新签合同千万级项目达到 65 个, 与上年同期 36 个相比, 数量与金额同比均增长明显。**2) 互联网医疗业务:** 2022 年实现收入 5.6 亿元, 同比增长 28.4%, 收入占比提升至 16.0%, 其中“云药”、“云险”创新业务拓展良好, 云钥科技收入同比增长 33.2%, 卫宁科技收入同比增长 39.4%, 但互联网医疗亏损有所加大, 影响利润表现。此外, 公司 2022 年减值损失计提金额达到 2.7 亿元, 主要系下游回款进度拉长, 且公司计提比例高于业内同行等因素所致; 而参考公司及行业过往的回款情况, 实际坏账比例较低, 大部分计提减值有望得到转回。
- **“1+X”战略升级推进, WINEX 标杆持续落地。** 2022 年, 公司将双轮驱动升级为“1+X”战略, 即基于统一中台的 WINEX 系列产品, 实现医疗卫生服务资源数字化, 并依托 WinDHP 在数字空间构建出数字化产品、数据服务创新、互联网医院、医药险联动等 X 个数字健康应用场景, 持续丰富医疗数字化生态。报告期内, WINEX 系列产品助力复星健康、北京大学人民医院、上海中康打造多个智慧医院标杆案例, 并助力全国首个区域试点项目在陕西省西咸新区成功上线, 创新性地以区域基层医疗云 SaaS 服务模式的商业形态进行推进。
- **行业政策频发, 景气复苏值得期待。** 2022 年国家陆续发布《“十四五”全民健康信息化规划》等多项医疗、区域卫生等信息化相关政策, 其中多项政策对电子病历、互联互通等建设提出定量评级目标, 下游医疗机构的项目规划及招投标有望于 2023 年陆续开启。同时, 伴随行业信创向医疗领域的稳步推进, 未来 3-5 年医疗 IT 系统将重点迎来国产化迁移工作。伴随疫后行业需求修复, 公司作为国内医疗 IT 龙头厂商有望深度受益。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.23 元、0.31 元、0.39 元。考虑到医疗信息化建设有望迎来新一轮投入周期, 公司作为行业龙头有望受益于困境反转后的集中度提升, 基本面拐点在即, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进力度不及预期风险; 医院内生改革动力不足风险; 行业竞争加剧风险等。

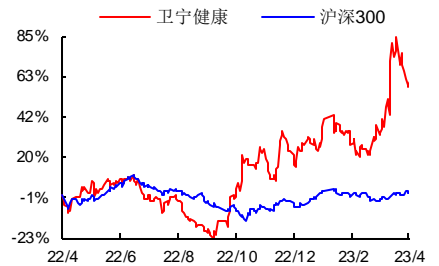
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3092.86	3753.52	4713.71	5956.42
增长率	12.46%	21.36%	25.58%	26.36%
归属母公司净利润(百万元)	108.44	501.49	669.43	829.57
增长率	-71.33%	362.47%	33.49%	23.92%
每股收益 EPS(元)	0.05	0.23	0.31	0.39
净资产收益率 ROE	0.28%	8.57%	10.43%	11.68%
PE	253	55	41	33
PB	5.36	4.99	4.53	4.06

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn
联系人: 邓文鑫
电话: 15123996370
邮箱: dwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	23.24
流通 A 股(亿股)	2.12
52 周内股价区间(元)	36.22-90.90
总市值(亿元)	1920
总资产(亿元)	219.34
每股净资产(元)	7.34

相关研究

1. 卫宁健康(300253): 疫情扰动业绩承压, 下游需求依然刚性 (2022-04-26)

关键假设：

1) 软件销售与技术服务：伴随医疗信息化政策持续推进，下游招投标有望陆续开启，公司软件与服务收入增速有望逐步回归正常水平。预计 2023-2025 年软件销售收入增速分别为 20%、25%、25%；技术服务收入增速分别为 20%、25%、25%。伴随公司 WiNEX 云化产品的不断成熟与推，毛利率逐步恢复。

2) 硬件销售：智慧病房、运维管理等项目将带来配套硬件需求，但收入占比将持续下降，预计 2023-2025 年收入增速分别为 5%、5%、5%。

3) 互联网医疗健康：云医纳里健康积极探索互联网医院从建设到运营的转变，运营类服务拓展良好，带来回款及盈利能力改善；润钥科技并表后，短期影响公司综合毛利率表现，但 RiNGNEX 平台打通院内外外医、药、健、险运营体系，医药服务网络已经初具规模，产品逐步投放市场，后续伴随战略投入、加盟商费用等一次性影响有望减小，亏损亦有望逐步缩小。预计 2023-2025 年收入增速分别为 40%、40%、40%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
软件销售	收入	1507.4	1808.9	2261.1	2826.4
	增速	15.4%	20.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	62.1%	64.0%	65.0%	66.0%
技术服务	收入	561.8	674.2	842.7	1053.4
	增速	0.2%	20.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	54.4%	57.0%	57.0%	58.0%
硬件销售	收入	459.2	482.2	506.3	531.6
	增速	3.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	11.2%	11.5%	11.5%	11.5%
互联网医疗健康	收入	563.1	788.3	1103.6	1545.1
	增速	28.4%	40.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	3092.9	3753.5	4713.7	5956.4
	增速	12.5%	21.4%	25.6%	26.4%
	毛利率	43.7%	44.7%	44.9%	45.2%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 37.5 亿元 (+21.4%)、47.1 亿元 (+25.6%) 和 59.6 亿元 (+26.4%)，归母净利润分别为 5.0 亿元 (+362.5%)、6.7 亿元 (+33.5%)、8.3 亿元 (+23.9%)，摊薄后 EPS 分别为 0.23 元、0.31 元、0.39 元，对应动态 PE 分别为 55 倍、41 倍、33 倍。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3092.86	3753.52	4713.71	5956.42	净利润	14.55	468.68	625.64	775.30
营业成本	1741.61	2077.28	2595.06	3264.41	折旧与摊销	108.20	105.37	133.40	164.37
营业税金及附加	25.80	34.89	42.50	53.59	财务费用	39.66	48.80	47.14	59.56
销售费用	495.87	544.26	674.06	845.81	资产减值损失	-129.00	40.00	40.00	40.00
管理费用	211.80	615.58	754.19	941.11	经营营运资本变动	-348.66	1378.30	-181.74	-224.83
财务费用	39.66	48.80	47.14	59.56	其他	415.68	-72.37	24.19	83.26
资产减值损失	-129.00	40.00	40.00	40.00	经营活动现金流净额	100.44	1968.77	688.62	897.67
投资收益	-65.68	32.37	33.03	32.81	资本支出	-568.42	-330.00	-380.00	-420.00
公允价值变动损益	-24.89	80.00	80.00	50.00	其他	218.63	79.42	75.93	44.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-349.79	-250.58	-304.07	-375.50
营业利润	39.50	505.09	673.78	834.75	短期借款	42.86	-42.86	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.96	-1.13	-1.05	-1.09	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	38.54	503.96	672.73	833.66	股权融资	64.78	0.00	0.00	0.00
所得税	23.99	35.28	47.09	58.36	支付股利	-42.67	-21.69	-100.30	-133.89
净利润	14.55	468.68	625.64	775.30	其他	-184.65	-155.60	-31.91	-48.16
少数股东损益	-93.88	-32.81	-43.79	-54.27	筹资活动现金流净额	-119.68	-220.14	-132.21	-182.05
归属母公司股东净利润	108.44	501.49	669.43	829.57	现金流量净额	-369.02	1498.05	252.34	340.12
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1281.65	2779.70	3032.03	3372.16	成长能力				
应收和预付款项	1133.25	1422.50	1766.03	2229.70	销售收入增长率	12.46%	21.36%	25.58%	26.36%
存货	97.50	116.29	143.28	181.76	营业利润增长率	-89.46%	1178.65%	33.40%	23.89%
其他流动资产	1799.21	55.19	69.31	87.58	净利润增长率	-95.89%	3120.24%	33.49%	23.92%
长期股权投资	494.22	494.22	494.22	494.22	EBITDA 增长率	-62.61%	251.85%	29.59%	23.92%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	490.94	469.28	447.62	425.95	毛利率	43.69%	44.66%	44.95%	45.20%
无形资产和开发支出	1769.46	2017.38	2287.27	2566.18	三费率	24.16%	32.20%	31.30%	31.00%
其他非流动资产	755.60	793.48	828.96	865.65	净利率	0.47%	12.49%	13.27%	13.02%
资产总计	7821.83	8148.04	9068.72	10223.18	ROE	0.28%	8.57%	10.43%	11.68%
短期借款	42.86	0.00	0.00	0.00	ROA	0.19%	5.75%	6.90%	7.58%
应付和预收款项	1048.81	1224.31	1530.95	1937.61	ROIC	0.80%	15.29%	22.74%	25.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.06%	17.56%	18.12%	17.77%
其他负债	1603.48	1452.98	1541.68	1648.07	营运能力				
负债合计	2695.15	2677.29	3072.63	3585.68	总资产周转率	0.40	0.47	0.55	0.62
股本	2147.73	2147.73	2147.73	2147.73	固定资产周转率	6.23	7.82	10.28	13.64
资本公积	635.69	635.69	635.69	635.69	应收账款周转率	2.52	2.42	2.45	2.46
留存收益	2344.14	2823.94	3393.08	4088.76	存货周转率	15.11	19.43	19.84	19.90
归属母公司股东权益	5109.84	5486.72	6055.86	6751.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.11%	—	—	—
少数股东权益	16.84	-15.97	-59.77	-114.04	资本结构				
股东权益合计	5126.68	5470.75	5996.09	6637.50	资产负债率	34.46%	32.86%	33.88%	35.07%
负债和股东权益合计	7821.83	8148.04	9068.72	10223.18	带息债务/总负债	36.86%	35.50%	30.93%	26.51%
					流动比率	2.72	2.82	2.59	2.41
					速动比率	2.66	2.74	2.51	2.33
					股利支付率	39.35%	4.32%	14.98%	16.14%
					每股指标				
					每股收益	0.05	0.23	0.31	0.39
					每股净资产	2.38	2.55	2.82	3.14
					每股经营现金	0.05	0.91	0.30	0.38
					每股股利	0.02	0.01	0.05	0.06
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	187.37	634.91	801.95	975.34					
PE	252.73	54.65	40.94	33.04					
PB	5.36	4.99	4.53	4.06					
PS	8.86	7.30	5.81	4.60					
EV/EBITDA	141.04	38.63	29.82	23.78					
股息率	0.16%	0.08%	0.37%	0.49%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn