

分享医疗信息化的高速成长

买入维持

投资要点:

- 📖 行业处于高速发展阶段;
- 📖 卫宁软件竞争优势明显;
- 📖 上市增强了公司的资金及品牌实力,有利于后续发展。

报告摘要:

- **行业处于高速发展阶段。**如我们《专注于医疗信息化,逐步成长》报告中所说,行业正处于由前期导入期向高速增长期的过渡,医疗信息化未来五年都将保持20%左右的增长率,而对于行业内优势公司,如卫宁软件、东软集团、银江股份、东华软件等,订单数量及金额均大幅增长。从我们此次调研的情况来看,卫宁软件订单增速达到了50%-60%,订单一半来源于老客户,大部分为HIS和医技项目建设和升级,可以看出,医疗信息化的建设还处于初级阶段,后续可以持开发和销售的空间还比较大。
- **公司竞争优势明显。**公司的柔性化研发模式,通过一定的机制对需求进行汇总,并抽象化,逐步沉淀形成较为完善的产品解决方案,能覆盖医院的大部分需求。在针对中小医院的销售中,产品再开发的程度不会太高,这样有利于规模的更快增长,毛利率水平较高。
- **上市增强了公司的资本及品牌实力。**从公司前三季度的业绩增长来看,收入和利润同比增长50%以上,8月上市之后,募集资金亿元,并未立即显现出来,公司可以通过超募资金收购产品线和具有市场能力的公司,在产品 and 市场方面进一步做强做大,资本实力的扩大,也有利于公司参与区域平台的竞标,分享区域医疗高速发展的市场。
- **风险提示:**公司尚未有省级平台的项目经历,规模较小,对区域平台等更大市场扩张有一定不确定性;快速扩展带来的人员及管理风险。
- **盈利预测及评级:**我们预计医疗信息化高速增长未来几年仍将持续,因此调整未来两年的盈利预测,预计2011-2013年EPS分别为0.95元、1.45元和2.13元,建议投资者合适价位可以积极参与。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	113.41	120.23	169.09	232.47	310.46
增长率	5.59%	6.02%	40.64%	37.48%	33.55%
归属母公司净	26.16	35.35	50.81	77.44	114.21
增长率	53.73%	35.10%	43.74%	52.43%	47.47%
每股收益	0.489	0.661	0.950	1.448	2.135
净资产收益率	32.92%	37.28%	10.98%	14.33%	17.45%

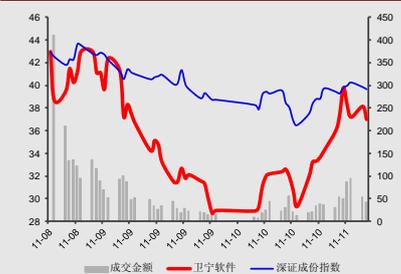
分析师

胡颖

电话: 010-88085957

Email: huying@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(万股)	5300
流通股(万股)	1080
每股净资产	8.61
控股股东	周炜、王英夫妻
控股股东持股	28.98%
股价(11.7)	38.15

数据来源: 港澳资讯

相关研究

卫宁软件: 专注于医疗信息化,逐步成长

2011.08.01

我们上周调研了卫宁软件，主要内容如下：

公司三季度收入 1.13 亿元，同比增长 55.72%，净利润 2696 万，同比增长 53.13%，收入及利润增幅略高于年初预期。公司对未来业务推广还是比较乐观，政策出来之后，行业在原有自生增长的基础上有新的推动。公司截止到三季度，100 万以上的合同新签 33 个，总规模 7 千万，和去年同期有较大的增长，总合同规模达到 1.6 亿元。公司 8 月份才开始上市，募集资金还没有体现效果，全年会有改善。

1、医院预算来自于哪里，投入情况如何？

如果医院投资投入增幅 20%，就走财政体系，但是资金本质是医院。但如果医院处于亏损，投资会受到影响，一般来说都是医院做预算，财政进行审批。

目前大医院比例 0.1%，小医院 0.3-0.5%，投入比例在逐步提升。

2、季节性

行业有一定的季节性，下半年订单会多一些，其中四季度收入是全年占比最大的季度。公司合同和招投标的时间差不多，从招投标启动情况来看，上半年量较少，一般需要到 4、5 月份，但是 8-9 月份比较集中。

公司目前订单还是以医院为主，公共卫生占比 30% 左右。区域信息化变动比较大，配套的资金如果没有落实就可能延迟，但是医院的投资计划年初确定，资金基本到位。

3、公司的特色和优势

公司是专注于做医疗信息化的公司，行业内类似的有杭州创业和北京天健，另外如果把东软集团的医疗信息化部门分开来也比较类似。

公司的产品解决方案丰富程度还是在行业内领先，杭州创业主要业务以科室为主，北京天健以 PACS 为主。对于公司来说，用户的需求绝大部分可以覆盖。公司推广方式，主要以上海为核心，华东地区做区域。杭州天健业务区域比较分散，产品各客户不兼容，成本对业务发展有制约。北京天健以 PACS 起家，以公众用户为主，主要在北京市场，公司在市场上碰到的机会比较少。东软集团的医疗比较有实力和品牌知名度，但之前以医疗设备为主，如果遇到区域平台的订单，对资金有要求的话，公司目前的规模还不大。再小点的行业竞争者，主要是以 HIS 为主，以前影响比较大，竞争靠价格和人脉关系，但是现在医疗信息化提升到战略高度，对公司来说比较有利，招标后需要有相应服务力量支撑。

公司产品的研发模式，主要走产品化，公司定义为柔性产品。目前来看如果采用客户定制的模式，在行业发展前期客户满足度比较高，但是后期的维护需要人员常驻，导致毛利率比较低，公司通过一定的机制对需求进行汇总分析，并抽象化，软件覆盖的功能越来越多，实施到非三甲医院中，很多产品不用修改。

其他能产品化的公司有重庆通联，这是一个区域化的公司，在西南地区的中小型医院进行实施。

4、公司客户分布等级

公司三甲医院不多，但是标准没法统一。公司统计是以 HIS 使用的医院为自己的用户，变动比较大。一般来说老客户新合同占比能到 5 成。

现在销售的主要是 HIS 和医技，中型医院医技产品还比较薄弱，如果以前是 lis 系统，

现在开始上升到 LIMS 系统。有很多的升级合同。

5、市场份额

公司在之前医保测试中份额能到 60-70%。

6、公司的销售模式？

公司目前销售 70 人，收入规模增长，不是靠销售，人员扩张不一定能带来订单，并购可能会在短时间内使收入规模增长快。

一般来说，在医院开始做预算的时候会参与，公司在各地区增设分支机构，并扩展成分公司，目前主要在湖北、武汉、重庆、北京和广东。

项目的实施周期大概是一到两个月，如果换系统的话会比较蛮，需要重新导入一包数据等等，大约要 2-3 个月，一般不是订单签订好就可以实施，还需要医院是否有条件实施，比如说做好了前期的需求。

公司不打算做分销。

7、人员规模及架构情况？

公司主要有三大事业部，网络集成部大概 20 人左右，公共卫生、医技大概 80 人左右，his 部门大概有 100 人。主要分研发和服务实施。人员增幅每年 20-30%。

表 1: 财务报表预测

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	120.23	169.09	232.47	310.46	经营性现金净流量	38.12	23.11	64.26	82.46
减: 营业成本	50.33	67.84	91.15	116.45	投资性现金净流量	-2.51	-52.74	-54.94	23.75
营业税金附加	2.43	3.80	5.23	6.99	筹资性现金净流量	-20.10	318.11	1.46	1.69
营业费用	18.49	24.52	32.55	40.36	现金流量净额	15.51	288.48	10.78	107.91
管理费用	20.64	26.72	33.71	42.84	财务指标汇总	2010A	2011E	2012E	2013E
财务费用	-0.45	-0.86	-1.46	-1.69	毛利率	0.58	0.60	0.61	0.62
资产减值损失	0.11	5.00	5.00	5.00	三费/销售收入	0.32	0.30	0.28	0.26
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT/销售收入	0.32	0.33	0.36	0.40
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	0.32	0.33	0.39	0.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	0.29	0.30	0.33	0.37
营业利润	28.68	42.07	66.29	100.51	ROE	0.37	0.11	0.14	0.17
加: 其他非经	10.28	14.38	19.76	26.39	ROA	0.34	0.11	0.15	0.18
利润总额	38.96	56.45	86.05	126.90	ROIC	1.16	1.45	0.55	0.51
减: 所得税	3.61	5.65	8.60	12.69	销售收入增长率	0.06	0.41	0.37	0.34
净利润	35.35	50.81	77.44	114.21	EBIT 增长率	0.34	0.45	0.52	0.48
减: 少数损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	0.35	0.44	0.63	0.52
归母公净利润	35.35	50.81	77.44	114.21	净利润增长率	0.35	0.44	0.52	0.47
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	总资产增长率	0.22	3.31	0.18	0.21
货币资金	70.42	358.89	369.67	477.58	股东权益增长率	0.19	3.88	0.17	0.21
应收预付款项	37.76	58.56	73.70	102.54	资产负债率	0.16	0.04	0.05	0.05
存货	0.36	2.35	1.29	3.37	投资资本/总资产	0.23	0.22	0.30	0.26
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	6.97	22.14	16.46	18.08
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	6.95	22.01	16.41	17.97
固资和在建	3.46	63.66	124.34	105.02	总资产周转率	1.07	0.35	0.41	0.45
无资产和开发	0.24	0.22	0.19	0.16	固定资产周转率	34.74	-83.89	4.50	2.96
其他非流资产	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	4.26	3.40	4.05	3.63
资产总计	112.23	483.69	569.18	688.66	存货周转率	140.02	28.82	70.56	34.59
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	38.45	55.59	84.59	125.21
应付预收款项	15.56	18.96	27.01	32.28	EBITDA	39.05	56.10	91.67	139.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	NOPLAT	26.18	37.09	58.35	88.94
其他负债	1.86	1.86	1.86	1.86	净利润	35.35	50.81	77.44	114.21
负债合计	17.43	20.83	28.87	34.14	EPS	0.66	0.95	1.45	2.13
股本	40.00	53.50	53.50	53.50	BPS	1.77	8.65	10.10	12.23
资本公积	12.91	316.66	316.66	316.66	PE	56.31	39.17	25.70	17.43
留存收益	41.90	92.70	170.15	284.36	PEG	1.18	N/A	N/A	N/A
归属母公司	94.81	462.86	540.31	654.52	PB	20.99	4.30	3.68	3.04
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	36.90	29.37	19.18	12.11
股东权益合计	94.81	462.86	540.31	654.52	EV/EBITDA	36.33	29.11	17.70	10.86
负债和权益合	112.23	483.69	569.18	688.66	ROIC-WACC	1.16	1.45	0.55	0.51

分析师简介:

胡颖: 宏源证券研究所软件与计算机行业研究员, 中国人民大学金融学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 13801356800 Zhangjun3@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085279 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。