

唐月

执业证书编号: S0730512030001

021-50588666-8032

tangyue@ccnew.com

外延式扩张促全国布局, 三医联动助力长期发展

——卫宁软件(300253) 年报点评

证券研究报告-公司点评

增持(维持)

发布日期: 2015年3月4日

报告关键要素:

公司通过外延式的并购, 加速了在医疗信息化领域的全国性布局, 支撑业绩的持续高速增长。以医疗信息化业务为依托, 公司还在向医保控费、商业保险理赔支付、电子处方等新业务领域进行拓展, 三医联动必将为公司的长期发展创造更广阔的成长空间。预测15-16年公司EPS为0.81元、1.20元, 按3日收盘价102.8元计算, 对应PE为127.62倍、85.67倍, 维持对公司“增持”的投资评级。

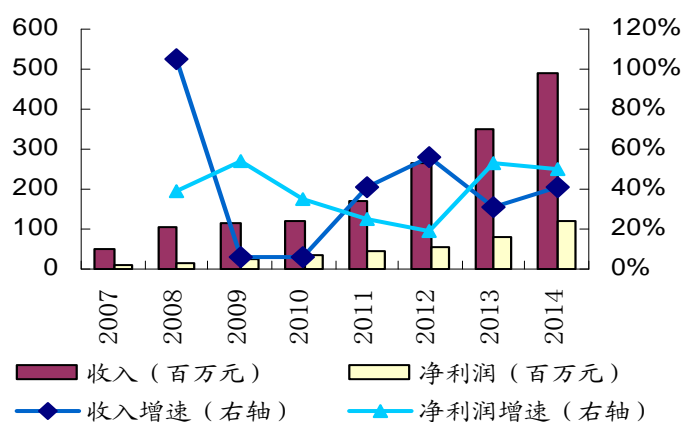
事件:

- 公司公布了2014年年报、利润分配预案及2015年1季度业绩预告。2014年公司实现销售收入4.91亿元, 同比增长40.88%, 实现营业利润8977万元, 同比增长77.25%, 实现净利润12097万元, 同比增长50.08%, 每股收益为0.55元。同时公司将向全体股东每10股派发现金红利1.3元(含税), 送红股5股(含税), 资本公积金转增10股。2015年1季度, 公司预计归属于上市公司股东的净利润1585万元-1912万元, 较上年同期增长45%-75%。

点评:

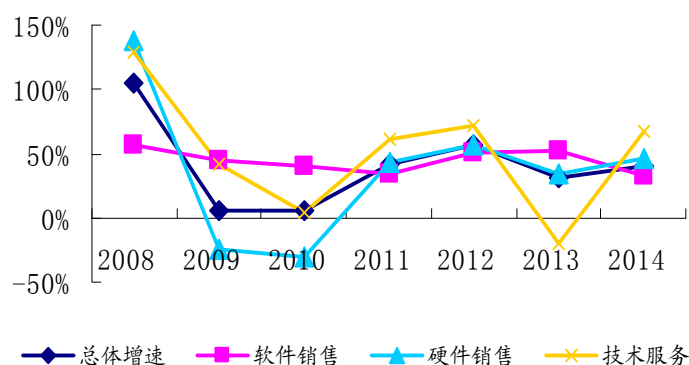
- 公司总体经营状况良好, 并购保障了全年的业绩高增长。2014年公司实现销售收入4.91亿元, 同比增长40.88%, 明显高于前三季度23.48%的增速。新纳入合并报表的子公司中, 山西卫宁、宇信网景、新疆卫宁分别为公司贡献了3557万元、4400万元、1882万元收入(约占全年收入的20%), 成为保障全年业绩高增长的重要因素。预计在2015年前3季度并购因素对公司业绩贡献仍然较为明显。

图 1: 2007-2014 年公司销售收入及其增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 2008-2014H 公司分项业务增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

从分业务收入情况来看, 软件销售业务实现收入2.74亿元, 同比增长32.34%, 比去年同期下滑了19.35个百分点, 但仍然保持了较高的增速; 技术服务业务实现收入7766万元, 同比增长67.89%, 高于去年同期88.08个百分点; 硬件销售业务收入13941万元, 同比增长46.32%, 高于去年12.42个

百分点。

- **公司外延式扩张步伐明显加快，内外合力实现异地扩张。**2014 年公司投入 3600 万元、28300 万元、2000 万元收购了宇信网景、山西导通、上海天健三家公司 60%、100%、51% 的股权，加速向北京和山西市场的布局，提高了公司的市场占有率，进一步提升了公司的产品供给及技术服务能力。同时三家企业还与公司签署了对赌协议，宇信网景承诺 2014 年和 2015 年扣非净利润不低于 750 万元、1026 万元，山西导通承诺 2014-2016 年扣非净利润不低于 2000 万元、2400 万元、2880 万元，上海天健承诺 2014-2016 年扣非净利润 500 万元、700 万元、1000 万元，收购完成后将对公司业绩形成有力支撑。其中宇信网通和山西导通在并购后已经分别为公司贡献了 745 万元、1660 万元的净利润，较好地完成了全年业绩承诺目标。

表 1: 公司上市后资本运作情况

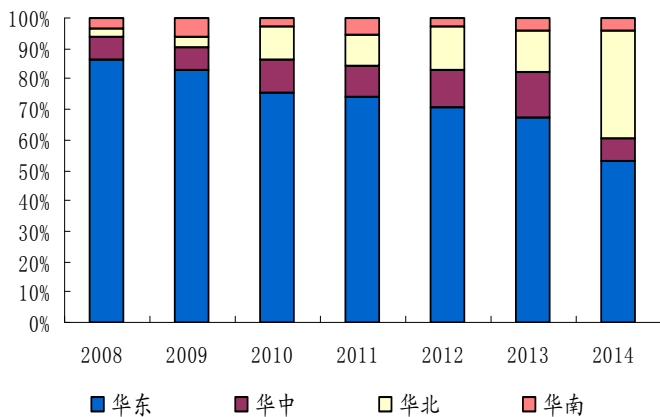
	投入 (万元)	事项	静态 PE	公告日期	对公司的影响	业绩承诺
卫宁科技	650	设立合资公司持股 65%	-	2012.3.16	向基于临床知识库的智能医疗领域进行拓展	-
	1950	保持原持股比例增资	-	2014.12.19	推进医保控费业务的持续发展,推进医疗保险理赔直付业务	-
陕西卫宁	500	设立全资子公司	-	2012.7.24	有助于公司布局中西部市场	-
新疆卫宁	510	设立子公司持股 51%	-	2013.12.11	有助于公司布局新疆地区医疗、社保市场	2017 年 4 月以前任一会计年度扣非净利润达到 1000 万元,公司将启动对剩余 49% 股权的收购
宇信网景	3600	收购公司 60% 股权	11.9	2014.1.3	有助于公司布局北京市场,提升公司产品供给及技术服务的能力	2014-2015 年扣非净利润 750 万元, 1026 万元
山西导通 (山西卫宁)	28300	收购公司 100% 股权	20.42	2014.6.27	有助于公司布局山西市场,提升公司产品供给及技术服务的能力	2014-2016 年扣非净利润 2000 万元、2400 万元、2880 万元
上海天健	2000	收购公司 51% 股权	9.93	2014.12.17	提升公司在医疗卫生信息化行业的市场份额	2014-2016 年扣非净利润 500 万元、700 万元、1000 万元 2016 年 12 月以前任一会计年度扣非净利润达到 800 万元,公司将启动对剩余 49% 股权的收购
重庆卫宁	510	设立子公司持股 51%	-	2015.1.9	有助于公司布局川渝地区医疗、社保市场	2018 年 4 月以前任一会计年度扣非净利润达到 800 万元,公司将启动对剩余 49% 股权的收购
黑龙江卫宁	510	设立子公司持股 51%	-	2015.1.13	有助于公司布局黑龙江地区医疗、社保市场	2018 年 4 月以前任一会计年度扣非净利润达到 800 万元,

公司将启动对剩余 49% 股权的收购

资料来源：公司公告，中原证券

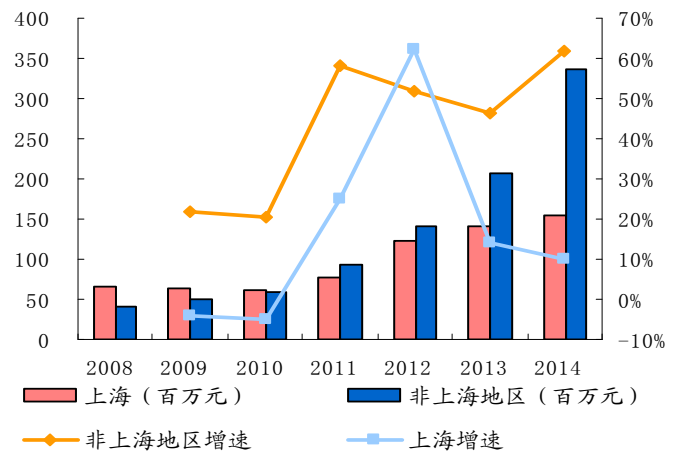
2014年公司加速异地扩张，成效明显。2014年，公司来自华东地区收入占比53%，较上年进一步下滑了15个百分点。同时，公司来自非上海地区业务收入达到3.36亿元，较上年增长了62.02%，高于上年15.84个百分点，高于公司收入增速21.14个百分点。自上市以来，公司已经分别在陕西、新疆、重庆、黑龙江成立了一系列子公司，并在北京、山西、上海展开了一系列收购。同时随着全国医疗改革的深入，公司在2014年资本运作的步伐明显加快，异地扩张的成效亦逐步显现。未来公司将进一步把上海地区的优势向整个华东地区 and 全国其他地区进行复制，逐渐从一家区域性的公司成长为全国性公司。上海地区作为经济发达地区，医疗信息化水平处于全国前列，其发展模式和软硬件技术对外省市有较强的借鉴意义，公司有望借助这样的优势快速拓展全国市场，保持快速增长势头。

图 3：2008-2014 年公司各区域收入占比



资料来源：公司公告，中原证券

图 4：2008-2014 公司在上海及上海以外地区收入状况



资料来源：公司公告，中原证券

- **医保控费和商业保险理赔支付或将成为公司新的业绩增长点。** 医保控费业务方面，公司通过建立医保电子监控审核体系，对过度医疗行为及违规骗保行为予以监控，从而降低医保基金、保险公司的不合理支出；商业保险理赔支付业务方面，公司通过与保险公司合作搭建第三方保险理赔平台，实现保险公司与医院数据的对接，实现在付费前去掉患者的理赔范围内费用，对比原有人工审核的方式，可以节省大量的成本。作为医疗和医保联动的重要组成部分，两项新业务将受益于金保二期的启动以及商业保险公司业务的壮大。

公司在临床数据库和审核引擎上有多年的积累，具备了医保控费平台和商业保险支付平台的建设能力。目前公司的这两项业务主要以卫宁科技为实施主体，当前正处于项目推广和落地过程中，服务客户涵盖江苏、浙江、上海、山东、山西等多个省市，以及平安养老、太平人寿、中国人保、中国人寿等多个商业保险公司。后续随着两项业务在深度和广度上的扩大，有望成为公司新的业绩增长点。

- **电子处方持续推进，成为公司未来又一重要布局。** 2015年1月26日，公司与阿里健康签署战略合作

作协议，将在医疗服务、健康服务、药品流通与监管、医保风控等方面展开全面的服务，也标志着公司电子处方业务正式落地。医药分离的作为医疗改革的重要组成部分，为处方药网售创造了广阔的市场空间。此次合作中，公司具有医院资源的优势，可以实现电子处方数据的接入，而阿里健康利用自身互联网资源优势，可以完成后端医药支付和配送环节。

- **增发助力公司增强内力。**公司已经于2014年12月10日公布了非公开发行股票的预案，拟募集不超过2500万股，募集资金10.2亿元，用于“智慧医疗健康信息系统及其云服务模式建设项目”、“营销服务体系扩建项目”、“总部基地建设项目”和“补充流动资金项目”四个项目。增发项目有助于公司更好地把握市场机遇及实施发展战略，满足未来的资本性支出及流动资金需求。

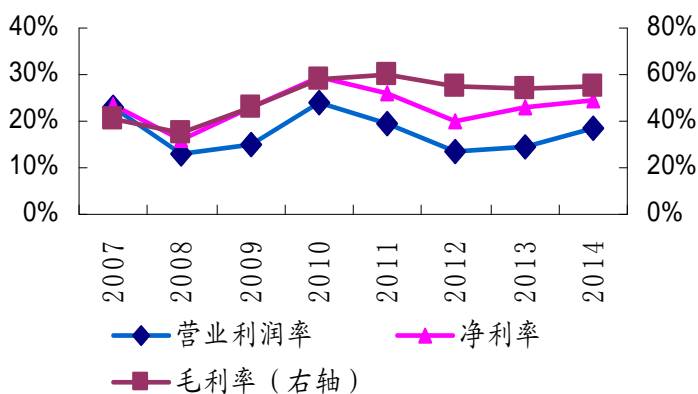
表 2：公司非公开发行股票投资业务情况

项目名称	项目总投资(万元)	拟投入募资金额(万元)	建设期
智慧医疗健康信息系统及其云服务模式建设项目	41,444.81	41,444.81	
营销服务体系扩建项目	15,556.92	15,556.92	2年
总部基地建设项目	18,411.19	15,000.00	2年
补充流动资金项目	30,000.00	30,000.00	
总计	105,412.92	102,001.73	

资料来源：公司公告，中原证券

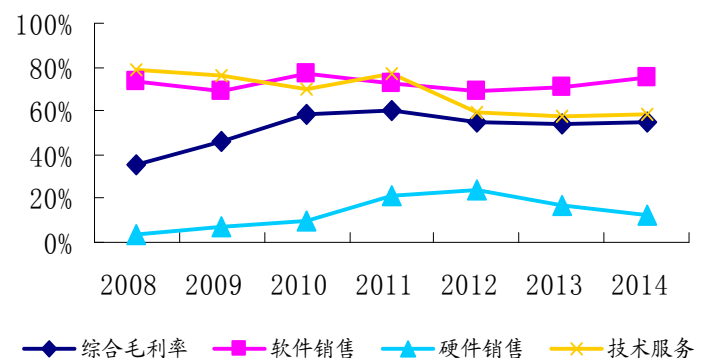
- **随着全国性销售服务体系的建立，公司盈利能力逐步改善。**2014年公司毛利率54.7%，较上年略微增长了0.6个百分点。分业务来看，软件销售和技术服务业务的毛利率分别为75.18%、57.99%，高于去年同期4.52和0.55个百分点。在费用方面，公司销售费用率从2013年的19.52%下降到2014年的16.24%，下降幅度较为明显。随着公司全国性销售服务体系的建立，公司近距离本地化服务的优势将在成本费用中体现。

图 5：2007-2014 公司盈利能力



资料来源：公司公告，中原证券

图 6：2008-2014 公司分业务毛利率水平



资料来源：公司公告，中原证券

- **盈利预测与投资建议：**预测15-16年公司EPS为0.81元、1.20元，按3日收盘价102.8元计算，对应PE为127.62倍、85.67倍，维持对公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**新业务推进不及预期；收购标的业务整合受阻。

盈利预测

	2013	2014	2015E	2016E
营业收入 (亿元)	3.49	4.91	7.22	10.53
增长比率 (%)	31.25%	40.88%	46.83%	45.94%
净利润 (亿元)	0.81	1.21	1.76	2.62
增长比率 (%)	52.51%	50.08%	45.52%	48.97%
每股收益 (元)	0.37	0.55	0.81	1.20
市盈率 (倍)	278.72	185.71	127.62	85.67

市场数据 (2015年3月3日)

收盘价 (元)	102.80
一年内最高/最低 (元)	134.9/35.3
沪深300指数	3507.90
市净率 (倍)	29.24
流通市值 (亿元)	156.25

基础数据 (2014年12月31日)

每股净资产 (元)	3.52
每股经营现金流 (元)	0.20
毛利率 (%)	54.67
净资产收益率 (%)	17.33
资产负债率 (%)	34.97
总股本/流通股 (万股)	21853/15199
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300指数走势



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。