

公司全新启航，全年业绩加速增长可期

投资要点

- **业绩总结:** 2020 年度, 公司实现营业收入 30.1 亿元, 同比增长 41.6%; 实现归母净利润-12.9 亿元, 同比增长 7.6%; 实现扣非后归母净利润-13.7 亿元, 同比增长 6.35%。
- **受历史经营状况影响业绩短期亏损, 未来有望持续改善。** 从营收端来看, 2020 年公司总体营收呈加速回升态势。从利润端来看, 近几年净利润均为亏损状态; 由于公司做出一系列战略性调整, 营收与净利润开始回暖。从费用率来看, 2020 年, 公司销售、管理、研发费用率分别为 5.0%、14.8%、21.3%, 其中对于新项目化产品的研发带动公司研发费用率上行。伴随未来公司转型和在相关领域布局的持续深入, 公司业绩水平有望迎来拐点。
- **健康管理互联网化转型进行中, 为公司业绩增长提供驱动力。** 2020 年 3 月, 蛮牛健康组建研发团队; 7 月试运行蛮牛健康 APP 和蛮牛伙伴 APP; 10 月 16 日在北京正式发布蛮牛健康 1.0 基础版本, 进而打造“保险+科技+健康管理”服务新模式。截至 2020 年, 蛮牛健康 APP 推出不到 3 个月内, 累计线上预约挂号服务覆盖 56 个城市 2700 多家医院, 包括全上海所有三甲医院; 线上问诊接入全国各大医院 5000 多名医生, 线上医药商城涵盖药品药械 5000 余种, 线下合作健康体检中心 50 多家、合作药店超 3 万家、覆盖 260 多个城市。蛮牛健康平台现已储备 10 万多条健康图文资讯, 5 万多条专业健康科普视频, 通过用户标签数据系统形成更精准化、智能化的内容推荐。
- **深化城市管理政务平台建设, 互联网服务发展迅速。** 公司打造的一站式“互联网+公共服务”平台——市民云 APP 签约城市总数达到 20 个, 全年新增实名注册用户 5010 万, 累计实名注册用户达 7168 万, 相比 2019 年增量翻两番。截至 2020 年底, 市民云已实现金融增值服务新签合同超千万规模。2020 年 9 月, 万达信息市民云公共服务 V2.0.0 与华为云鲲鹏云服务完成兼容性认证, 加入到了信创生态圈。作为政府公众健康管理信息化应用特需供应商, 健康云累计覆盖 3 个省/直辖市、56 个地市(区), 覆盖 7 个互联网医院、53 个互联网社区。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年, 公司 EPS 分别为 0.30 元、0.45 元、0.61 元, 未来三年归母净利润均保持高速增长。首次覆盖, 我们给予“持有”评级。
- **风险提示:** 蛮牛健康表现或不达预期; 公司和国寿协同效果或不达预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3008.27	4157.34	5374.28	6564.76
增长率	41.60%	38.20%	29.27%	22.15%
归属母公司净利润(百万元)	-1291.55	356.34	529.05	719.15
增长率	7.57%	127.59%	48.47%	35.93%
每股收益 EPS(元)	-1.09	0.30	0.45	0.61
净资产收益率 ROE	-86.52%	17.11%	20.82%	22.79%
PE	-14	50	34	25
PB	12.23	8.62	7.06	5.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@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)	11.88
流通 A 股(亿股)	11.86
52 周内股价区间(元)	13.25-29.43
总市值(亿元)	179.09
总资产(亿元)	67.57
每股净资产(元)	1.23

相关研究

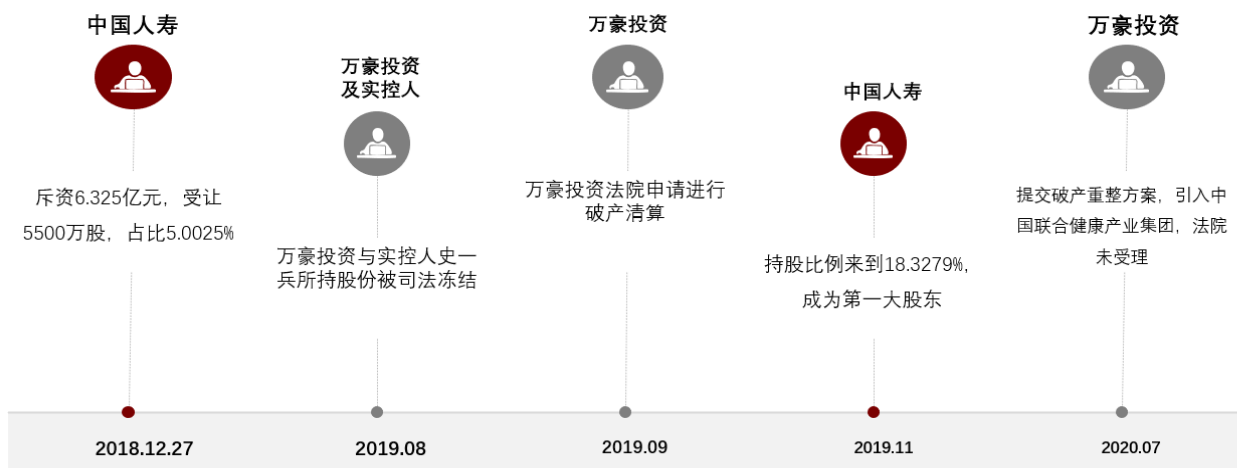
1 2020 年度加强转型升级，积极布局健康医卫行业

万达信息成立于 1995 年，致力于城市信息化领域。2019 年度中国人寿成为万达信息第一大股东，进行一系列战略性调整。2020 年，公司开始转型升级，定位为互联网化科技型企业，在原有业务基础上规划“3+2”业务架构。“3”是传统业务，包含智慧医卫板块、智慧政务板块和 ICT 业务板块；“2”是战略板块，即健康管理板块和智慧城市板块：健康管理板块以蛮牛健康和健康云为主要健康管理平台，从 G 端、B 端、C 端健康管理入手，全面推进健康行业发展。

目前，万达信息健康行业相关业务已覆盖全国 30% 的省、直辖市，全民健康信息平台拥有 1 个国家级核心平台、7 个省级平台、100 多个地市级平台，参与建设的省直辖市医保项目的省份有 9 个，二、三级医疗机构 200 多家，社区卫生服务中心和乡镇卫生院 1500 多家，社区（村）卫生室（站）一万余家，累计为 6 亿多人提供医疗健康和医保服务。

2019 年万达信息实控人破产，中国人寿成为第一大股东。2019 年 8 月万达信息控股股东万豪投资与实控人史一兵所拥有的公司股份被冻结因破产重组被冻结，而后中国人寿通过集中竞价和大宗交易成为公司第一大股东，合计持股 18.3%。伴随着 2019 年 8 月的定向增发，中国人寿持股比例有望达到 24.15%。原公司股东万豪投资先处于破产清算阶段，目前持有万达信息 16.89% 的股份，已被法院冻结。2020 年 7 月，万豪投资向法院提出引入中国联合健康产业集团作为万豪信息的重整方的破产重整方案，若该方案通过则联合健康有可能成为万达信息的第二大股东。但因万豪投资提出的破产重整方案被法院方提出不予受理，最终万豪投资可能会被法院会直接裁定宣告破产，进行破产清算程序。

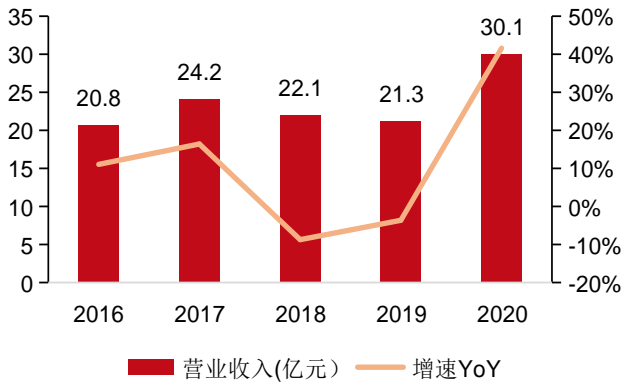
图 1：2020 年公司股权变动时间梳理



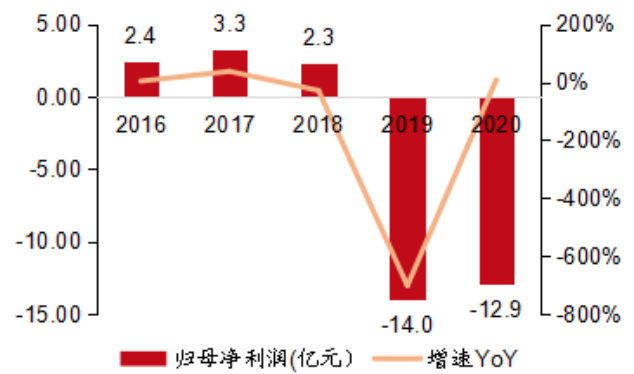
数据来源：公司年报，西南证券整理

2020 年营收高速增长，归母净利润亏损口径收窄。公司经营情况在 2018、2019 年由于受到计算机行业竞争持续加剧、管理层调整过于频繁、原有第一大股东资金占用、管理费用持续处于高位等因素的影响，业绩受到极大影响。自 2019 年中国人寿正式成为第一大股东后，采取了一系列措施提升公司业绩，包括注销控股子公司上海振民、大亿精诚，回收原股东占用资金，由中国人寿推介等协同新增业务 6.09 亿元，更换管理层等。2020 年，公司营业收入达 30.1 亿元，同比增长 41.6%；公司归母净利润亏损口径持续收窄，由 2019 年的

-14 亿元收窄至-12.9 亿元，同比增长 7.6%。亏损原因主要是因为年初疫情期间公司投入多个无偿或先行实施的抗疫项目，同时加大力度推广产品化项目的研发加之存货大幅减值的影响。

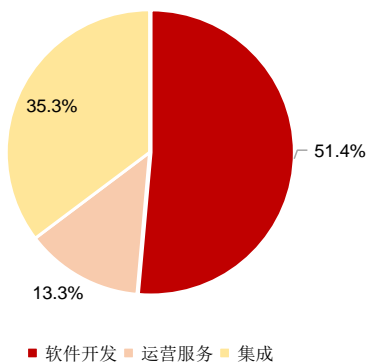
图 2：公司近五年营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

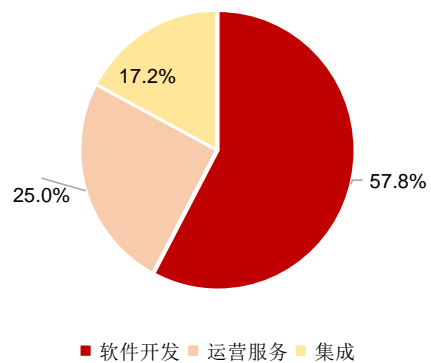
图 3：公司近五年净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

从营收和毛利结构来看：**1) 分产品来看：**公司主营业务主要包括软件开发、运营服务和集成三大块业务。2020 年，公司软件开发业务收入为 15.5 亿元，同比增长 72.4%，收入占比 51.4%，为公司营收的主要来源；运营服务收入达 4.0 亿元，同比下降 6.7%，收入占比 13.3%；集成收入达 10.62 亿元，同比增长 32.9%，收入占比 35.3%。其中，软件开发业务毛利率为 17.9%，贡献了公司 57.8% 的毛利；运营服务是公司三项主营业务中毛利率最高的业务，毛利率为 29.9%，毛利贡献占比 25.0%；集成业务毛利率为 7.7%，毛利贡献占比 17.2%。与去年同期对比，软件开发业务及运营服务毛利率均有不同程度的下降。

图 4：公司 2020 年主营业务结构情况（按产品分）


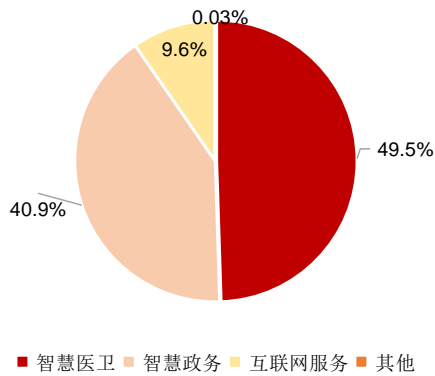
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2020 年主营业务毛利占比（按产品分）


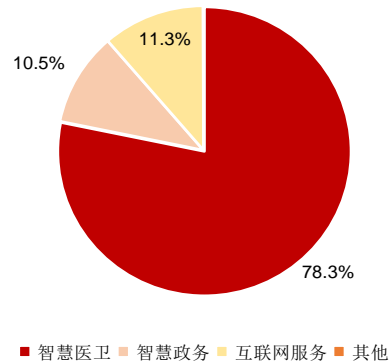
数据来源：公司公告，西南证券整理

2) 分行业来看：公司智慧医卫领域业务收入为公司营收的主要来源，占比为 49.5%，智慧政务收入占比 40.9%、互联网服务收入占比 9.6%。2020 年，公司在智慧医卫领域实现营收 14.9 亿元，同比增长 60.8%；在智慧政务领域实现营收 12.3 亿元，同比增长 15.1%；在互联网服务领域实现营收 2.9 亿元，同比增长 124.2%。其中，公司在智慧医卫领域业务盈利能力最强，毛利率为 25.08%，毛利贡献占比为 78.3%，高于收入占比 28.8pp。互联网服务领域的毛利率为 18.6%，毛利占比为 10.5%；智慧政务领域毛利率为 4.0%，毛利占比为

11.3%。随着未来公司持续转型升级，其他无关业务逐渐剥离、主营业务规模效应显现，未来公司毛利率有望进一步提升。

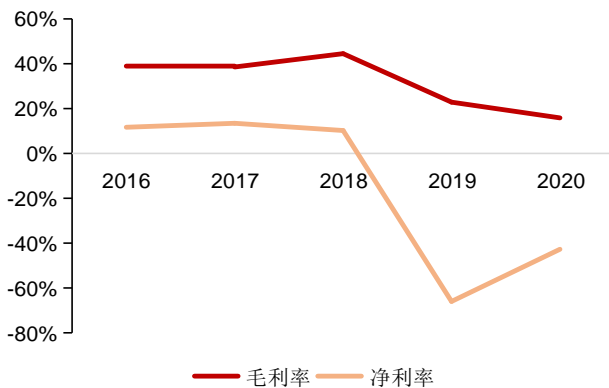
图 6：公司 2020 年主营业务结构情况（按行业分）


数据来源：公司公告，西南证券整理

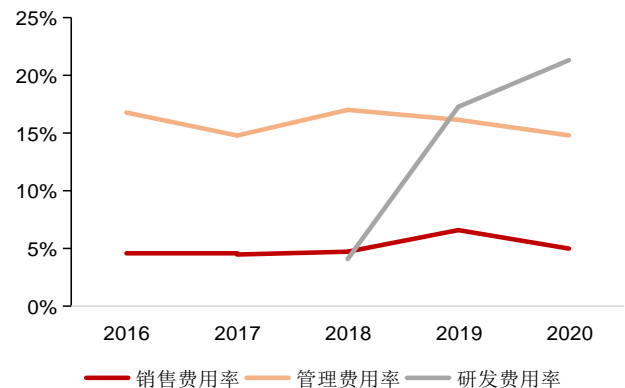
图 7：公司 2020 年主营业务毛利占比（按行业分）


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司加大研发投入寻求转型升级，盈利能力触底回升。1) 利润率方面：2020 年，公司毛利率为 15.9%，较去年同期下降 7.0pp；净利率为 -42.7%，较去年同期增加 23.3pp。2) 费用率方面：2020 年，公司销售费用率为 5.0%，较去年同期下降 1.6pp；管理费用率为 14.8%，较去年同期下降 1.4pp；研发费用率为 21.3%，较去年同期增加 4.0pp，主要是因为公司集中力量研究了基于物联网、移动互联网、大数据技术等各类信息技术基础，以及对以蛮牛健康等 APP 为核心的智慧健康生态圈的研发。公司研发费用为 6.4 亿元，同比增加 73.0%；研发人员为 3989 人，同比下降 6.0%。

图 8：公司毛利率和净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2020 年公司软件开发业务高速增长，我们预计未来三年该业务仍然会延续高速增长，业务收入占比将不断提升，到 2023 年有望达到 60% 左右。

假设 2：公司系统集成设备业务有望保持稳定增长，由于公司在高毛利的软件开发业务上发力更多，我们预计未来该业务收入占比相对有所下滑，维持在 30% 左右。

假设 3：公司近两年由于内部原因，各项业务毛利率出现大幅下滑。随着公司内部整顿结束，我们预计未来三年公司各业务毛利率会逐步提升。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 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		2020A	2021E	2022E	2023E
软件开发	收入	1546.5	2397.1	3307.9	4234.2
	增速	72.4%	55.0%	38.0%	28.0%
	毛利率	17.9%	31.0%	34.0%	38.0%
系统集成设备	收入	1061.7	1380.2	1697.7	1969.3
	增速	32.9%	30.0%	23.0%	16.0%
	毛利率	7.7%	20.0%	22.0%	23.0%
运营服务	收入	400.1	380.0	368.6	361.3
	增速	-6.7%	-5.0%	-3.0%	-2.0%
	毛利率	29.9%	36.0%	38.0%	40.0%
合计	收入	3008.3	4157.3	5374.3	6564.8
	增速	41.6%	38.2%	29.3%	22.2%
	毛利率	15.8%	27.8%	30.5%	33.6%

数据来源：公司公告，西南证券

2.2 相对估值

我们从万达信息相关领域中选取了三家主流可比公司。根据 Wind 一致预期，2021 年，三家公司平均 PE 为 35 倍。公司目前正在向互联网化转型，内部整顿效果可期，在国寿的协同下有望重新起航，因此我们长期看好公司发展。预计 2021-2023 年，公司 EPS 分别为 0.30 元、0.45 元、0.61 元，未来三年归母净利润将保持持续高速增长。首次覆盖，我们给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
300253	卫宁健康	17.95	0.23	0.31	0.41	76.22	58.79	43.99
300451	创业慧康	10.93	0.28	0.40	0.52	48.55	27.38	21.07
002777	久远银海	17.63	0.59	0.88	1.12	39.28	19.94	15.67
平均值						54.68	35.37	26.91

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2021 年 4 月 26 日收盘）

3 风险提示

蛮牛健康表现或不达预期；公司和国寿协同效果或不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3008.27	4157.34	5374.28	6564.76	净利润	-1285.78	359.94	534.40	726.42
营业成本	2531.48	3001.39	3736.00	4358.32	折旧与摊销	337.81	61.74	61.74	61.74
营业税金及附加	7.81	15.62	18.80	22.54	财务费用	106.12	-16.94	-27.53	-37.33
销售费用	149.46	536.30	682.53	827.16	资产减值损失	-410.04	-473.87	-514.36	-483.48
管理费用	444.70	740.01	945.87	1148.83	经营营运资本变动	2392.14	-2151.63	-389.92	-423.35
财务费用	106.12	-16.94	-27.53	-37.33	其他	-882.71	737.48	264.85	581.09
资产减值损失	-410.04	-473.87	-514.36	-483.48	经营活动现金流净额	257.54	-1483.28	-70.83	425.09
投资收益	-46.76	-10.74	-19.25	-20.99	资本支出	-325.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	11.75	8.47	9.43	9.50	其他	248.52	50.58	89.26	84.39
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-77.09	50.58	89.26	84.39
营业利润	-1286.42	352.57	523.16	717.21	短期借款	-126.57	206.71	155.58	-314.29
其他非经营损益	11.51	12.21	12.51	12.26	长期借款	-204.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	-1274.91	364.78	535.67	729.47	股权融资	634.76	0.00	0.00	0.00
所得税	10.87	4.84	1.27	3.06	支付股利	0.00	258.31	-71.27	-105.81
净利润	-1285.78	359.94	534.40	726.42	其他	-746.63	1.34	18.96	29.67
少数股东损益	5.77	3.60	5.34	7.26	筹资活动现金流净额	-442.95	466.36	103.26	-390.43
归属母公司股东净利润	-1291.55	356.34	529.05	719.15	现金流量净额	-262.72	-966.34	121.69	119.05
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1382.08	415.73	537.43	656.48	成长能力				
应收和预付款项	868.99	2109.55	2506.65	2950.73	销售收入增长率	41.60%	38.20%	29.27%	22.15%
存货	771.13	652.94	1136.05	1239.51	营业利润增长率	8.53%	127.41%	48.38%	37.09%
其他流动资产	673.03	289.70	315.78	340.39	净利润增长率	8.32%	127.99%	48.47%	35.93%
长期股权投资	57.52	57.52	57.52	57.52	EBITDA 增长率	8.70%	147.17%	40.26%	33.06%
投资性房地产	20.95	20.95	20.95	20.95	获利能力				
固定资产和在建工程	391.70	377.59	363.48	349.38	毛利率	15.85%	27.81%	30.48%	33.61%
无形资产和开发支出	1811.87	1767.76	1723.65	1679.54	三费率	23.28%	30.29%	29.79%	29.53%
其他非流动资产	1001.05	928.52	827.13	729.81	净利率	-42.74%	8.66%	9.94%	11.07%
资产总计	6978.31	6620.26	7488.64	8024.29	ROE	-86.52%	17.11%	20.82%	22.79%
短期借款	2806.76	3013.46	3169.04	2854.75	ROA	-18.43%	5.44%	7.14%	9.05%
应付和预收款项	672.99	967.12	1175.07	1369.46	ROIC	-39.16%	10.50%	11.02%	13.40%
长期借款	33.02	33.02	33.02	33.02	EBITDA/销售收入	-28.01%	9.56%	10.37%	11.30%
其他负债	1979.35	503.25	544.97	579.91	营运能力				
负债合计	5492.12	4516.85	4922.10	4837.15	总资产周转率	0.41	0.61	0.76	0.85
股本	1187.58	1187.58	1187.58	1187.58	固定资产周转率	7.33	10.90	14.63	18.59
资本公积	2189.13	2189.13	2189.13	2189.13	应收账款周转率	2.99	3.31	2.71	2.81
留存收益	-1883.63	-1268.97	-811.19	-197.85	存货周转率	2.42	3.56	3.64	3.54
归属母公司股东权益	1464.13	2077.75	2535.54	3148.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.85%	—	—	—
少数股东权益	22.06	25.66	31.00	38.26	资本结构				
股东权益合计	1486.19	2103.41	2566.54	3187.15	资产负债率	78.70%	68.23%	65.73%	60.28%
负债和股东权益合计	6978.31	6620.26	7488.64	8024.29	带息债务/总负债	51.71%	67.45%	65.05%	59.70%
					流动比率	0.70	0.80	0.95	1.11
					速动比率	0.55	0.65	0.71	0.85
					股利支付率	0.00%	-72.49%	13.47%	14.71%
					每股指标				
					每股收益	-1.09	0.30	0.45	0.61
					每股净资产	1.23	1.75	2.14	2.65
					每股经营现金	0.22	-1.25	-0.06	0.36
					每股股利	0.00	-0.22	0.06	0.09
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	-842.48	397.38	557.37	741.63					
PE	-13.87	50.26	33.85	24.90					
PB	12.23	8.62	7.06	5.69					
PS	5.95	4.31	3.33	2.73					
EV/EBITDA	-21.95	49.62	35.61	26.31					
股息率	0.00%	—	0.40%	0.59%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn