

收入利润平稳增长，WiNEX 推广正迎来拐点



事件：公司发布三季报，1-9 月实现收入 17.6 亿元 (+28.6%)，归母净利润 2.6 亿元 (+27.7%)，扣非净利 2.2 亿 (+10.9%)。单季度看，Q3 收入 7.4 亿 (+27.8%)，净利 1.48 亿 (+15.0%)，扣非净利 1.32 亿 (+5.2%)。

核心观点

- **核心业务增长平稳，可转债利息导致利润增速低于收入。**公司今年新增并表云钥科技对收入同比口径带来一定影响，我们将软件+技术服务作为核心业务指标来分析，1-9 月软件及技术服务收入增长 17.3%，7-9 月相关业务收入增长 18.9%至 5.18 亿，增速较上半年有所提升。其他业务方面，硬件业务 1-9 月收入基本与去年同期持平，互联网医疗健康业务在并表云钥科技的影响下增 636.1%。前三季度毛利率与上半年保持一致，发行可转债带来每季度 1100 万左右利息计提，导致利润增速低于核心业务收入增长水平。
- **新产品落地节奏加快，WiNEX 推广迎来拐点的判断得到验证。**2021 年是公司新一代产品 WiNEX 推广拐点，也是产品力、实施交付能力全面提升的关键节点。WiNEX 自发布以来，经历种子用户试点(20H1)-小范围试点(20H2)-小范围推广(21H1)阶段，产品成熟度、客户认可度、实施经验积累方面都取得较好进展。截至 21H1，WiNEX 在全国落地约 70 家，而截至 3 季度末，落地医院数已达 140 家，验证了我们此前对公司 WiNEX 产品进入增长拐点的判断。下半年将进入更大范围推广阶段，新产品将进入全面推广期。
- **关注公司依托新一代产品实现竞争力和效率的提升。**未来 1 年来看，公立医院高质量发展、公共卫生投入加大，有望对行业需求有正面影响。国家区域医疗中心建设、智慧医院评级等政策也将带来较好订单预期。而更重要的是，我们认为公司 WiNEX 为代表的新一代系统在竞争力和实施效率方面都将较老一代系统提升，从而对公司未来市场份额和经营效率产生积极影响。

财务预测与投资建议

- 考虑到可转债导致当期财务费用增加，我们调整了业绩预测预计 21-23 年 EPS 为 0.29/0.42/0.61 元(原预计为 0.31/0.44/0.61 元)。由于公司开启云化阶段，我们认为应与国内各细分领域云业务龙头可比，认为公司合理估值水平为 2021 年的 63 倍市盈率，对应目标价 18.27 元，维持买入评级。

风险提示

互联网医疗行业竞争加剧；业务发展不及预期；WiNEX 落地不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,908	2,267	2,988	3,811	4,738
同比增长(%)	32.6%	18.8%	31.8%	27.6%	24.3%
营业利润(百万元)	413	552	674	991	1,466
同比增长(%)	32.9%	33.7%	22.2%	47.0%	47.9%
归属母公司净利润(百万元)	398	491	612	895	1,297
同比增长(%)	31.4%	23.3%	24.6%	46.2%	45.0%
每股收益(元)	0.19	0.23	0.29	0.42	0.61
毛利率(%)	51.4%	54.1%	55.8%	57.4%	58.9%
净利率(%)	20.9%	21.7%	20.5%	23.5%	27.4%
净资产收益率(%)	11.6%	11.9%	12.7%	16.1%	19.9%
市盈率	67.2	54.5	43.7	29.9	20.6
市净率	7.2	5.9	5.2	4.5	3.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

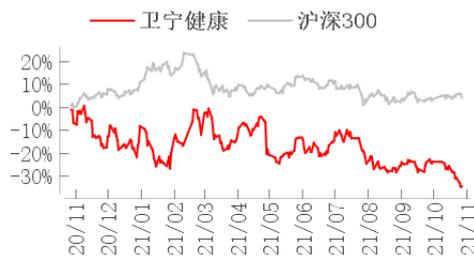
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月27日)	12.49 元
目标价格	18.27 元
52 周最高价/最低价	19.51/12.37 元
总股本/流通 A 股(万股)	214,243/179,710
A 股市值(百万元)	26,759
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2021 年 10 月 28 日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-8.3	-15.15	-19.16	-34.46
相对表现	-6.36	-21.02	-21.32	-37.86
沪深 300	-1.94	5.87	2.16	3.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 浦俊懿
021-63325888*6106
pujunyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050004

证券分析师 徐宝龙
021-63325888*7900
xubaolong@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070004

相关报告

- 公立医院高质量发展促进行动出台，WiNEX 推广迎来拐点， 2021-10-15
- 新产品推广迎来拐点，业绩增速和利润率同步提升， 2021-08-28
- 换股合并创业慧康，双强联手优势互补，行业集中度提升！， 2021-07-19

公司专注于医疗 IT 领域，我们选择同行业而且业务较为专注的创业慧康作为可比公司。考虑到公司在行业领域处于龙头地位，而且新一代产品在云化方面做了重点布局，我们选取广联达、恒生电子、用友网络、长亮科技这几家属于细分领域信息化龙头而且也在布局云技术的公司作为可比公司。根据可比公司 2021 年的 PE 水平，我们给予公司 2021 年 PE 为 63 倍，目标价为 18.27 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格 (元) 2020/10/27	每股收益 (元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
长亮科技	300348	13.75	0.33	0.45	0.57	0.76	41.86	30.90	24.03	18.17
创业慧康	300451	7.99	0.21	0.30	0.39	0.50	37.27	26.77	20.58	16.02
恒生电子	600570	61.26	0.90	1.08	1.30	1.57	67.74	56.63	47.00	39.05
用友网络	600588	30.57	0.30	0.30	0.37	0.49	101.12	102.24	83.59	61.86
广联达	002410	72.50	0.28	0.56	0.81	1.07	260.60	128.80	89.00	67.96
	最大值						260.60	128.80	89.00	67.96
	最小值						37.27	26.77	20.58	16.02
	平均数						101.72	69.07	52.84	40.61
	调整后平均						70.24	63.26	51.54	39.69

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	715	989	2,657	1,948	2,489	营业收入	1,908	2,267	2,988	3,811	4,738
应收票据、账款及款项融资	1,488	592	2,101	2,681	3,332	营业成本	927	1,041	1,321	1,624	1,949
预付账款	28	39	51	65	81	营业税金及附加	22	26	35	45	55
存货	175	128	163	200	240	营业费用	242	319	424	516	602
其他	200	1,487	234	286	344	管理费用及研发费用	346	375	569	707	841
流动资产合计	2,606	3,235	5,207	5,180	6,487	财务费用	3	6	26	21	(8)
长期股权投资	589	530	590	600	610	资产、信用减值损失	92	140	113	137	120
固定资产	430	465	451	572	666	公允价值变动收益	13	(35)	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	(20)	101	2	8	10
无形资产	382	341	397	426	454	其他	143	125	172	222	277
其他	1,113	1,486	881	900	919	营业利润	413	552	674	991	1,466
非流动资产合计	2,513	2,822	2,319	2,498	2,649	营业外收入	0	0	5	5	5
资产总计	5,119	6,057	7,526	7,678	9,135	营业外支出	0	6	15	5	3
短期借款	224	214	214	214	214	利润总额	413	546	664	991	1,468
应付票据及应付账款	288	394	501	615	738	所得税	17	41	40	59	88
其他	594	621	477	556	643	净利润	396	506	625	932	1,380
流动负债合计	1,106	1,229	1,191	1,385	1,595	少数股东损益	(3)	14	12	37	83
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	398	491	612	895	1,297
应付债券	0	0	884	0	0	每股收益(元)	0.19	0.23	0.29	0.42	0.61
其他	105	114	107	109	111						
非流动负债合计	105	114	990	109	111						
负债合计	1,211	1,343	2,181	1,493	1,706						
少数股东权益	175	192	205	242	325						
股本	1,641	2,138	2,142	2,142	2,142						
资本公积	596	430	486	486	486						
留存收益	1,496	1,954	2,512	3,315	4,478						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	3,908	4,714	5,344	6,184	7,430						
负债和股东权益总计	5,119	6,057	7,526	7,678	9,135						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	396	506	625	932	1,380
折旧摊销	48	58	87	106	132
财务费用	3	6	26	21	(8)
投资损失	20	(101)	(2)	(8)	(10)
营运资金变动	(170)	(228)	(350)	(488)	(555)
其它	(64)	150	424	2	2
经营活动现金流	233	390	809	565	941
资本支出	(273)	(9)	(128)	(255)	(253)
长期投资	141	104	(107)	(20)	(10)
其他	(130)	(181)	222	(2)	(10)
投资活动现金流	(262)	(86)	(14)	(277)	(273)
债权融资	(16)	(1)	893	(884)	0
股权融资	176	331	59	0	0
其他	66	(373)	(79)	(113)	(126)
筹资活动现金流	226	(44)	872	(997)	(126)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	198	261	1,668	(709)	542

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	32.6%	18.8%	31.8%	27.6%	24.3%
营业利润	32.9%	33.7%	22.2%	47.0%	47.9%
归属于母公司净利润	31.4%	23.3%	24.6%	46.2%	45.0%
获利能力					
毛利率	51.4%	54.1%	55.8%	57.4%	58.9%
净利率	20.9%	21.7%	20.5%	23.5%	27.4%
ROE	11.6%	11.9%	12.7%	16.1%	19.9%
ROIC	10.5%	11.4%	11.6%	14.8%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	23.7%	22.2%	29.0%	19.5%	18.7%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.36	2.63	4.37	3.74	4.07
速动比率	2.20	2.53	4.24	3.60	3.92
营运能力					
应收账款周转率	1.4	2.2	2.2	1.6	1.6
存货周转率	5.6	6.9	9.1	9.0	8.9
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.23	0.29	0.42	0.61
每股经营现金流	0.14	0.18	0.38	0.26	0.44
每股净资产	1.74	2.11	2.40	2.77	3.32
估值比率					
市盈率	67.2	54.5	43.7	29.9	20.6
市净率	7.2	5.9	5.2	4.5	3.8
EV/EBITDA	55.4	41.7	32.6	23.0	16.2
EV/EBIT	61.8	46.1	36.7	25.4	17.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn