

疫情扰动业绩承压，下游需求依然刚性

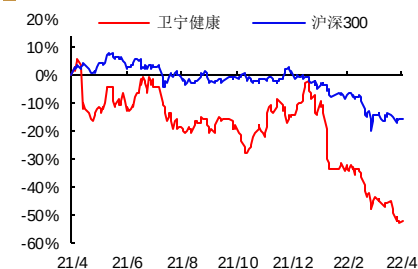
投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年度报告与 2022 年一季度报告。2021 年实现营业收入 27.5 亿元，同比增长 21.3%；实现归母净利润 3.8 亿元，同比下降 23.0%。2022 年 Q1 实现营业收入 4.5 亿元，同比增长 29.3%；实现归母净利润 3176.3 万元，同比增长 121.7%。
- **疫情影响项目验收，互联网医疗表现亮眼，多因素致使利润承压。** 1) **医卫信息化业务:** 2021 年实现收入 23.1 亿元，同比增长 9.3%；其中软件销售及技术服务实现收入 18.7 亿元，同比增长 12.6%。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较过去几年有所放缓，但 2021 年公司新签合同订单金额同比增长超过 25%，较 2020 年已有明显改善；其中千万级项目达到 36 个，数量尽管有所减少，而合同订单金额同比增长约 16%，部分延后确认的收入将于后续集中表现。2) **互联网医疗业务:** 2021 年实现收入 4.4 亿元，同比增长 191.6%，收入占比提升至 16.0%。2021 年公司利润表现不及预期，除疫情带来的验收回款进度延后影响外，主要系公司互联网创新业务亏损加大、减值损失增加等多因素负向拖累。其中纳里健康平台累计服务人次突破 3 亿，医疗机构突破 7400 家，运营类业务收入占比大幅提升，后续盈利能力有望改善；云钥科技并表后，影响公司综合毛利率表现，但 RINGNEX 平台已接入超过 200 家医疗机构和 8 万余家药房，积极打通院内外外医、药、健、险运营体系，后续伴随战略投入、加盟商费用等一次性影响有望减小，改善利润表现。此外，公司 2021 年减值损失计提金额达到 2.5 亿元，同比增加 81.2%，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。
- **WINEX 研发及落地进展良好，“1+X”战略升级。** 2021 年，WINEX 产品已在全国 220 余家医院落地，覆盖 25 个省份。其中，上海市浦南医院上线 WINEX13 个核心系统仅历时 40 天，成为快速部署的成功案例，为后续全面铺开、快速切换打造标杆。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。
- **下游需求依然刚性，Q1 表现向好。** 2021 年国家陆续发布多项医疗、医保信息化相关政策，其中多项政策对电子病历、智慧管理、智慧服务等相关模块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集中于 2022 年开启。我们认为，尽管近期国内疫情反复或影响项目实施交付进度，但下游仍然存在刚性需求，拉长时间维度看，行业景气度或有望维持。2022 年 Q1，公司医疗卫生信息化业务新签合同订单金额同比增长超过 35%，较 2021 年度增速超过 25%有所提高；其中千万级项目 15 个（包含 WINEX 项目 6 个），上年同期为 2 个，数量及金额同比均大幅增长；销售商品、提供劳务收到的现金同比增长约 37%，若扣除 2021 年第四季度客户延期付款承诺文件带来的收款影响约 4000 万元，则同比增长约 26%。

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
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: Wind

基础数据

总股本(亿股)	21.48
流通 A 股(亿股)	18.49
52 周内股价区间(元)	7.74-18.28
总市值(亿元)	166.23
总资产(亿元)	68.94
每股净资产(元)	2.23

相关研究

1. 卫宁健康(300253): WINEX 落地提速, 创新业务成长亮眼 (2021-08-31)

- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.21 元、0.27 元、0.33 元。伴随政策持续落地催化，行业迎来景气度拐点，医疗医保信息化建设有望迎来新一轮投入周期；公司是国内医疗信息化综合解决方案的第一梯队厂商，WINEX 技术与落地进程领先，互联网医疗拓展顺利且亏损有望逐步收窄，虽然疫情对收款交付提出考验，但相关需求只是延后而非减弱，公司在手订单充足，有望持续受益，我们对公司长期发展潜力看好，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进力度不及预期，医院内生改革动力不足，疫情反复影响交付，行业竞争加剧等。



指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2750.20	3453.42	4320.52	5178.77
增长率	21.34%	25.57%	25.11%	19.86%
归属母公司净利润（百万元）	378.17	458.46	572.17	701.85
增长率	-22.99%	21.23%	24.80%	22.66%
每股收益 EPS（元）	0.18	0.21	0.27	0.33
净资产收益率 ROE	6.84%	8.21%	9.40%	10.47%
PE	44	36	29	24
PB	3.26	3.09	2.84	2.58

数据来源：Wind，西南证券

关键假设：

1) 软件销售与技术服务：2021 年受疫情影响，项目交付有所延后，导致收入不及预期，公司当前在手订单充裕，有望于 2022 年加强相关项目交付、回款措施，软件与服务收入增速有望逐步回归正常水平。预计 2022-2024 年软件销售收入增速分别为 20%、20%、18%；技术服务收入增速分别为 28%、25%、20%。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 2022-2024 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；云钥科技并表后，短期影响公司综合毛利率表现，但 RINGNEX 平台已接入超过 200 家医疗机构和 8 万余家药房，积极打通院内外医、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 2022-2024 年收入增速分别为 60%、50%、30%。

4) 费用端管控效果可持续，各产品线前期技术投入逐步成熟，毛利率逐步恢复。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 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		2021A	2022E	2023E	2024E
软件销售	收入	1306.3	1567.6	1881.1	2219.7
	增速	5.4%	20.0%	20.0%	18.0%
	毛利率	64.5%	65.0%	66.0%	66.5%
技术服务	收入	560.5	717.5	896.8	1076.2
	增速	33.7%	28.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	58.6%	59.0%	59.5%	59.5%
硬件销售	收入	444.4	466.6	489.9	514.4
	增速	-2.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	13.6%	14.0%	14.0%	14.0%
互联网医疗健康	收入	438.6	701.8	1052.6	1368.4
	增速	191.6%	60.0%	50.0%	30.0%
	毛利率	9.9%	13.0%	15.0%	16.0%
合计	收入	2750.2	3453.4	4320.5	5178.8
	增速	21.3%	25.6%	25.1%	19.9%
	毛利率	46.3%	46.3%	46.3%	46.5%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 34.5 亿元（+25.6%）、43.2 亿元（+25.1%）和 51.8 亿元（+19.9%），归母净利润分别为 4.6 亿元（+21.2%）、5.7 亿元（+24.8%）、7.0 亿元（+22.7%），摊薄后 EPS 分别为 0.21 元、0.27 元、0.33 元，对应动态 PE 分别为 36 倍、29 倍、24 倍。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2750.20	3453.42	4320.52	5178.77	净利润	353.73	446.74	554.75	677.49
营业成本	1475.53	1854.63	2318.88	2771.36	折旧与摊销	90.95	62.64	62.64	62.64
营业税金及附加	26.22	36.56	45.01	53.48	财务费用	35.53	58.71	64.81	62.15
销售费用	387.10	486.93	604.87	719.85	资产减值损失	-83.93	-100.00	-80.00	-50.00
管理费用	198.85	573.27	712.89	844.14	经营营运资本变动	-101.71	1264.05	3.11	-26.40
财务费用	35.53	58.71	64.81	62.15	其他	73.49	166.39	144.35	105.66
资产减值损失	-83.93	-100.00	-80.00	-50.00	经营活动现金流净额	368.06	1898.53	749.66	831.52
投资收益	-39.04	-86.39	-82.36	-76.65	资本支出	-31.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	155.55	20.00	20.00	20.00	其他	-311.35	-105.12	-102.04	-93.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-342.74	-105.12	-102.04	-93.96
营业利润	374.66	476.94	591.71	721.15	短期借款	-213.71	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.49	-2.83	-2.41	-2.54	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	373.17	474.11	589.30	718.61	股权融资	95.00	0.00	0.00	0.00
所得税	19.43	27.37	34.55	41.13	支付股利	0.00	-75.63	-91.69	-114.43
净利润	353.73	446.74	554.75	677.49	其他	694.43	-160.49	-48.77	-46.74
少数股东损益	-24.44	-11.72	-17.41	-24.36	筹资活动现金流净额	575.73	-236.13	-140.46	-161.18
归属母公司股东净利润	378.17	458.46	572.17	701.85	现金流量净额	601.05	1557.28	507.16	576.38
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1600.55	3157.82	3664.98	4241.37	成长能力				
应收和预付款项	913.68	1176.49	1460.71	1751.37	销售收入增长率	21.34%	25.57%	25.11%	19.86%
存货	133.09	167.28	207.16	248.97	营业利润增长率	-32.09%	27.30%	24.06%	21.88%
其他流动资产	1527.57	49.49	61.91	74.21	净利润增长率	-30.03%	26.29%	24.18%	22.12%
长期股权投资	510.80	510.80	510.80	510.80	EBITDA 增长率	-19.45%	19.38%	20.20%	17.63%
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	503.28	485.04	466.81	448.58	毛利率	46.35%	46.30%	46.33%	46.49%
无形资产和开发支出	1578.28	1535.19	1492.09	1449.00	三费率	22.60%	32.40%	32.00%	31.40%
其他非流动资产	729.06	767.66	806.03	842.03	净利率	12.86%	12.94%	12.84%	13.08%
资产总计	7496.30	7849.77	8670.49	9566.32	ROE	6.84%	8.21%	9.40%	10.47%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.72%	5.69%	6.40%	7.08%
应付和预收款项	830.38	1062.79	1337.59	1589.83	ROIC	11.59%	17.34%	27.11%	32.08%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.22%	17.32%	16.64%	16.33%
其他负债	1492.51	1345.39	1428.26	1508.80	营运能力				
负债合计	2322.89	2408.18	2765.85	3098.63	总资产周转率	0.41	0.45	0.52	0.57
股本	2146.42	2147.73	2147.73	2147.73	固定资产周转率	5.69	7.01	9.10	11.35
资本公积	572.22	570.91	570.91	570.91	应收账款周转率	4.26	4.33	4.32	4.24
留存收益	2278.37	2661.20	3141.67	3729.09	存货周转率	11.29	12.35	12.32	12.07
归属母公司股东权益	5099.95	5379.84	5860.32	6447.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.59%	—	—	—
少数股东权益	73.46	61.74	44.33	19.97	资本结构				
股东权益合计	5173.41	5441.58	5904.64	6467.69	资产负债率	30.99%	30.68%	31.90%	32.39%
负债和股东权益合计	7496.30	7849.77	8670.49	9566.32	带息债务/总负债	38.67%	37.30%	32.48%	28.99%
					流动比率	3.28	3.38	3.20	3.15
					速动比率	3.17	3.26	3.07	3.02
					股利支付率	0.00%	16.50%	16.03%	16.30%
					每股指标				
					每股收益	0.18	0.21	0.27	0.33
					每股净资产	2.37	2.50	2.73	3.00
					每股经营现金	0.17	0.88	0.35	0.39
					每股股利	0.00	0.04	0.04	0.05
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	501.14	598.28	719.15	845.93					
PE	43.96	36.26	29.05	23.69					
PB	3.26	3.09	2.84	2.58					
PS	6.04	4.81	3.85	3.21					
EV/EBITDA	30.38	22.77	18.19	14.74					
股息率	0.00%	0.45%	0.55%	0.69%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 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
	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
	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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn