

提质增效拐点渐进，积极探索数据要素运营

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报告。2022 年全年实现营业收入 32.2 亿元, 同比减少 8.2%, 实现归母净利润-2.9 亿元, 同比减少 518.7%。2023 年 Q1 实现营业收入 6.6 亿元, 同比减少 18.8%, 实现归母净利润-4299.3 万元, 同比减少 421.3%。
- **业绩短期承压, 23 年重点推进产品化工程。** 受宏观因素影响, 公司部分项目招标、实施、交付、验收各环节均有放缓, 拖累整体收入确认进度; 同时公司人员成本和项目采购成本相对刚性, 盈利水平受到较大冲击。我们认为, 公司最艰难的时刻或已过去, 相关业务拓展有望重回正向增长轨道; 公司将在 2023 年重点推进产品化进程, 结合多年的行业经验与技术能力, 打造智慧城市操作系统, 通过产品化、模块化的方式提升盈利能力。伴随公司定增资金到账, 2023 年 Q1 末短期借款较 2022 年末减少 6.2 亿元, 流动比率提升至 1.19, 资本结构明显改善, 全年财务费用有望下降, 有望顺应行业复苏拐点到来, 实现增长提速。
- **国寿深度赋能, 协同效应有望加强。** 中国人寿自 2019 年成为万达信息第一大股东后, 将万达信息定位为“科技国寿”战略的重要承载者, 并进行一系列战略调整升级; 此前公司定增项目中国人寿作为份额最高的获配对象再次参与, 持股比例提升至 20.32%。我们认为, 此次增持彰显了中国人寿对于公司发展前景的长期看好, 亦有利于双方在大健康产业实现更深入的业务协同。
- **探索数据要素授权运营, 数据变现迈出坚实一步。** 伴随“数据二十条”出台与国家数据局成立, 数据要素顶层规划已基本清晰; 当前各地方法规陆续出台, 数据集团纷纷成立, 数据要素市场建设进程迎来明显加速。公司积极参与公共数据授权运营的探索, 与宁数健康大数据运营有限公司共同投资, 组建宁唐健康大数据科技有限公司, 深度参与医疗健康大数据服务运营业务的试点工作。我们认为, 伴随相关政策的持续推进和法律法规的进一步完善, 公司有望深度受益于医保、医疗等数据要素市场发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.04 元、0.19 元、0.31 元。我们看好公司与国寿的协同效应进一步深化, 建议积极关注公司在数据要素运营领域的进展以及后续利润弹性表现, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 政策推进力度不及预期、公司和国寿协同效果或不达预期、市场竞争加剧等风险。

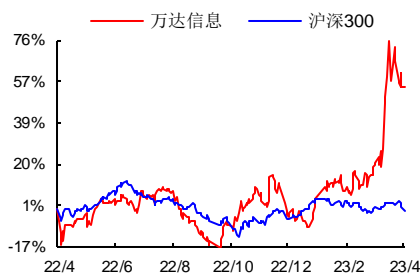
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3223.54	4007.20	4777.05	5660.26
增长率	-8.24%	24.31%	19.21%	18.49%
归属母公司净利润(百万元)	-289.90	62.71	268.55	449.19
增长率	-518.68%	121.63%	328.22%	67.27%
每股收益 EPS(元)	-0.20	0.04	0.19	0.31
净资产收益率 ROE	-25.64%	2.04%	8.08%	12.06%
PE	-68	315	74	44
PB	15.57	5.87	5.46	4.92

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
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



基础数据

总股本(亿股)	14.43
流通 A 股(亿股)	11.83
52 周内股价区间(元)	7.31-15.6
总市值(亿元)	197.72
总资产(亿元)	70.64
每股净资产(元)	1.32

相关研究

1. 万达信息(300168):定增落地国寿增持, 有望开启发展新篇章 (2023-01-16)
2. 万达信息(300168):疫情影响短期业绩, 迎行业信创重大机遇 (2022-10-29)
3. 万达信息(300168):治理优化经营向好, “3+2”业务全面推进 (2022-05-06)

盈利预测

关键假设：

1) 智慧医卫：作为公司重要的传统业务板块，在医院/医保/公卫端均有丰富产品线，目前已覆盖全国 85% 的省市，在客户资源和居民数据方面优势明显，后续伴随行业需求好转和信创工程的推进，公司市占率有望进一步提升，预计 2023-2025 年该业务收入增速分别为 20%、20%、20%。

2) 智慧政务：2022 年受疫情影响较为严重，伴随《全国政务大数据一体化体系建设指南》等政策出台，后续新一轮政务数字化建设需求有望逐步恢复，预计 2023-2025 年该业务收入增速分别为 30%、20%、18%。

3) 互联网服务：市民云和健康云作为城市服务和医疗服务的总入口，两项业务稳步推进，在新签城市、医疗机构等进行落地；蛮牛健康作为中国人寿入主公司后首个孵化的重点战略项目发展平稳，伴随国寿重提“大健康大养老”战略，未来有望持续分享互联网医疗新兴市场的成长红利。预计 2023-2025 年该业务收入增速分别为 25%、15%、15%。

4) 公司将在 2023 年重点推进产品化进程，结合多年的行业经验与技术能力，打造智慧城市操作系统，通过产品化、模块化的方式提升盈利能力，预计毛利率快速回暖。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
智慧医卫	收入	1567.5	1881.0	2257.1	2708.6
	增速	-0.1%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	33.2%	41.0%	43.0%	44.0%
智慧政务	收入	1149.6	1494.5	1793.4	2116.2
	增速	-24.9%	30.0%	20.0%	18.0%
	毛利率	10.3%	22.0%	25.0%	27.0%
互联网服务	收入	505.4	631.8	726.6	835.5
	增速	23.0%	25.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	42.0%	44.0%	45.0%	46.0%
合计	收入	3223.5	4007.2	4777.0	5660.3
	增速	-8.2%	24.3%	19.2%	18.5%
	毛利率	26.4%	34.4%	36.5%	37.9%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3223.54	4007.20	4777.05	5660.26	净利润	-315.01	68.14	291.80	488.09
营业成本	2372.05	2629.24	3031.19	3512.78	折旧与摊销	281.79	374.56	385.06	397.06
营业税金及附加	13.05	14.41	17.76	21.13	财务费用	132.17	112.20	71.66	56.60
销售费用	182.65	188.34	200.64	226.41	资产减值损失	-37.88	-40.00	-40.00	-40.00
管理费用	440.53	1081.94	1218.15	1386.76	经营营运资本变动	410.61	-556.99	-23.41	-151.95
财务费用	132.17	112.20	71.66	56.60	其他	-420.41	61.41	-21.49	-9.93
资产减值损失	-37.88	-40.00	-40.00	-40.00	经营活动现金流净额	51.26	19.33	663.62	739.88
投资收益	9.79	10.00	10.00	15.00	资本支出	380.89	-60.00	-70.00	-80.00
公允价值变动损益	36.42	35.00	40.00	40.00	其他	-620.11	182.48	50.00	55.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-239.22	122.48	-20.00	-25.00
营业利润	-300.83	66.06	327.66	551.57	短期借款	40.84	-2887.74	-69.51	0.00
其他非经营损益	6.20	2.08	3.94	3.08	长期借款	279.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	-294.63	68.14	331.59	554.65	股权融资	-14.01	1978.40	0.00	0.00
所得税	20.38	0.00	39.79	66.56	支付股利	0.00	57.98	-12.54	-53.71
净利润	-315.01	68.14	291.80	488.09	其他	-104.59	-144.96	-71.66	-56.60
少数股东损益	-25.11	5.43	23.26	38.90	筹资活动现金流净额	201.32	-996.32	-153.70	-110.31
归属母公司股东净利润	-289.90	62.71	268.55	449.19	现金流量净额	13.70	-854.52	489.92	604.57
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1255.24	400.72	890.64	1495.20	成长能力				
应收和预付款项	709.92	776.52	791.49	930.67	销售收入增长率	-8.24%	24.31%	19.21%	18.49%
存货	823.34	912.61	1052.12	1219.29	营业利润增长率	-588.57%	121.96%	396.01%	68.34%
其他流动资产	961.83	42.19	50.30	59.60	净利润增长率	-826.56%	121.63%	328.22%	67.27%
长期股权投资	75.61	75.61	75.61	75.61	EBITDA 增长率	-76.72%	388.64%	41.89%	28.16%
投资性房地产	18.82	18.82	18.82	18.82	获利能力				
固定资产和在建工程	298.24	243.08	187.93	132.77	毛利率	26.41%	34.39%	36.55%	37.94%
无形资产和开发支出	1786.98	1529.79	1272.11	1012.42	三费率	23.43%	34.50%	31.20%	29.50%
其他非流动资产	931.60	929.38	927.16	924.95	净利率	-9.77%	1.70%	6.11%	8.62%
资产总计	6861.58	4928.73	5266.17	5869.31	ROE	-25.64%	2.04%	8.08%	12.06%
短期借款	2957.25	69.51	0.00	0.00	ROA	-4.59%	1.38%	5.54%	8.32%
应付和预收款项	685.44	739.91	862.66	1009.74	ROIC	-6.89%	6.43%	12.56%	20.14%
长期借款	498.35	498.35	498.35	498.35	EBITDA/销售收入	3.51%	13.80%	16.42%	17.76%
其他负债	1491.88	288.40	293.34	315.01	营运能力				
负债合计	5632.92	1596.16	1654.35	1823.10	总资产周转率	0.46	0.68	0.94	1.02
股本	1187.58	1443.19	1443.19	1443.19	固定资产周转率	10.05	14.85	22.25	35.49
资本公积	2203.99	3926.78	3926.78	3926.78	应收账款周转率	4.70	6.27	6.64	7.23
留存收益	-2111.87	-1991.18	-1735.18	-1339.69	存货周转率	2.41	3.03	3.09	3.09
归属母公司股东权益	1269.68	3368.16	3624.16	4019.64	销售商品提供劳务收到现金营业收入	101.92%	—	—	—
少数股东权益	-41.03	-35.59	-12.34	26.57	资本结构				
股东权益合计	1228.66	3332.56	3611.83	4046.21	资产负债率	82.09%	32.38%	31.41%	31.06%
负债和股东权益合计	6861.58	4928.73	5266.17	5869.31	带息债务/总负债	61.35%	35.58%	30.12%	27.34%
					流动比率	0.75	2.27	2.79	3.17
					速动比率	0.59	1.30	1.73	2.13
					股利支付率	0.00%	-92.46%	4.67%	11.96%
					每股指标				
					每股收益	-0.20	0.04	0.19	0.31
					每股净资产	0.88	2.33	2.51	2.79
					每股经营现金	0.04	0.01	0.46	0.51
					每股股利	0.00	-0.04	0.01	0.04
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	113.13	552.82	784.38	1005.24					
PE	-68.20	315.28	73.63	44.02					
PB	15.57	5.87	5.46	4.92					
PS	6.13	4.93	4.14	3.49					
EV/EBITDA	155.01	34.32	23.48	17.72					
股息率	0.00%	—	0.06%	0.27%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrty@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn