

盈利修复明显, “1+X”加速落地

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年度报告, 实现营业收入31.6亿元, 同比增长2.3%; 实现归母净利润3.6亿元, 同比增长229.5%; 实现扣非归母净利润3.3亿元, 同比增长178.5%。
- **医卫信息化收入稳健增长, 人效提升利润恢复亮眼。** 1) 医卫信息化业务: 2023年实现收入28.5亿元, 同比增长12.7%, 其中核心产品软件销售及技术服务实现收入23.7亿元, 同比增长14.6%。虽然客观因素对行业订单释放产生一定影响, 公司医疗卫生信息化业务新签订合同额同比仍然呈现增长趋势。2) 互联网医疗业务: 2023年实现收入3.1亿元, 同比下滑44.5%, 其中卫宁科技新签合同金额达到2.7亿元, 同比增长122%。公司互联网医疗业务仍处于销售拓展、研发投入阶段, 但积极进行战略调整, 亏损同比减少44.6%。此外, 报告期内公司进行人员优化调整, 2023年人均创收50.6万元, 同比提升12.8%; 综合毛利率达到45.0%, 同比提升1.31pp, 期间费用率32.9%, 同比减少1.46pp, 助推盈利能力快速恢复。
- **“1+X”战略升级推进, WiNEX标杆持续落地。** 公司持续推进“1+X”战略, 2023年WiNEX拓展数百家客户, 助力北京大学人民医院、陆军军医大学第一附属医院等标杆客户项目上线, 并形成一整套系统化、可复制的开发、部署机制, 推动WiNEX向敏捷交付的方向迈进。同时, 公司WiNEX DnA(数据平台)架构全新升级, 成功赢得陆军军医大学驻渝4所医院集成平台和数据中心、南方医科大学深圳医院医疗数字中台建设项目及医院运营决策支持系统等项目。报告期内, 公司在智慧医院及医院平台、医共体/医联体、基层卫生等领域新增60余个千万级项目。
- **前瞻布局AI+医疗信息化, 下游景气复苏值得期待。** 2023年10月, 公司正式发布医疗领域垂直大模型WINGPT, 并以医护智能助手WiNEX Copilot的形态内置于全系列产品中, 已集成涵盖100多个临床应用场景, 并在北京、上海等地的头部医院推进落地。根据IDC, 2022年公司在国内医院核心系统的份额达到12.3%, 连续三年排名第一, 龙头优势明显。我们认为, 伴随下游需求侧修复, 公司业绩有望迎来加速。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年EPS分别为0.23元、0.33元、0.45元。考虑到医疗信息化建设有望迎来新一轮投入周期, 公司作为行业龙头有望受益于困境反转后的集中度提升, 基本面拐点在即, 给予2024年40倍PE, 目标价9.20元, 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、行业竞争加剧等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3163.42	3666.78	4293.32	5060.81
增长率	2.28%	15.91%	17.09%	17.88%
归属母公司净利润(百万元)	357.96	497.87	698.00	953.78
增长率	230.11%	39.09%	40.20%	36.65%
每股收益EPS(元)	0.17	0.23	0.33	0.45
净资产收益率ROE	5.59%	7.43%	9.57%	11.79%
PE	40	29	21	15
PB	2.54	2.40	2.18	1.94

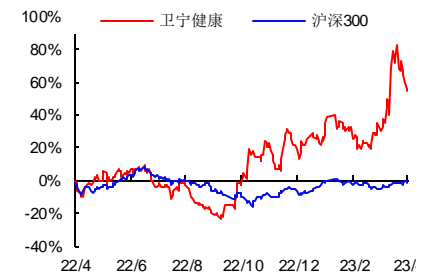
数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 邓文鑫
执业证号: S1250523070002
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)	21.59
流通A股(亿股)	18.60
52周内股价区间(元)	5.48-11.77
总市值(亿元)	144.43
总资产(亿元)	85.49
每股净资产(元)	2.59

相关研究

1. 卫宁健康(300253): 短期承压, 复苏在途 (2023-04-20)

盈利预测

关键假设：

1) 软件销售与技术服务：伴随行业客观因素的消退及医疗信息化政策持续推进，下游招投标进展有望加速，公司软件与服务收入增速或逐步回归正常水平。预计 2024-2026 年软件销售收入增速分别为 20%、20%、20%；技术服务收入增速分别为 5%、8%、10%。伴随公司 WINEX 产品的不断成熟，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，预计 2024-2026 年收入增速分别为 5%、5%、5%。

3) 互联网医疗健康：公司互联网医疗业务仍处于销售拓展、研发投入阶段，但 2023 年积极进行战略调整，已经明显收窄亏损幅度；后续伴随下游需求侧恢复，降本增效成果有望进一步显现，预计 2024-2026 年收入增速分别为 30%、30%、30%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
软件销售	收入	1798.0	2157.5	2589.1	3106.9
	增速	19.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	55.4%	58.0%	60.0%	62.0%
技术服务	收入	573.1	601.7	649.9	714.9
	增速	2.0%	5.0%	8.0%	10.0%
	毛利率	55.4%	55.8%	56.5%	57.0%
硬件销售	收入	477.6	501.4	526.5	552.8
	增速	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	10.9%	10.7%	10.5%	10.3%
互联网医疗健康	收入	312.4	406.1	527.9	686.2
	增速	-44.5%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	17.5%	20.0%	24.0%	28.0%
合计	收入	3163.4	3666.8	4293.3	5060.8
	增速	2.3%	15.9%	17.1%	17.9%
	毛利率	45.0%	47.0%	49.0%	51.0%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 36.7 亿元 (+15.9%)、42.9 亿元 (+17.1%) 和 50.6 亿元 (+17.9%)，归母净利润分别为 5.0 亿元 (+39.1%)、7.0 亿元 (+40.0%)、9.5 亿元 (+36.7%)，摊薄后 EPS 分别为 0.23 元、0.33 元、0.45 元，对应动态 PE 分别为 29 倍、21 倍、15 倍。

相对估值

综合考虑业务范围，选取业务涉及医卫信息化的创业慧康、久远银海以及嘉和美康 3 家可比公司进行估值比较。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300451.SZ	创业慧康	61	3.94	0.02	0.17	0.24	0.29	277	23	16	13
688246.SH	嘉和美康	29	20.91	0.33	0.79	1.08	-	103	28	20	-
002777.SZ	久远银海	73	17.84	0.41	0.60	0.75	0.79	61	30	24	23
平均值								67	30	23	23
300253.SZ	卫宁健康	155	6.69	0.17	0.23	0.33	0.45	40	29	21	15

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2024 年可比公司平均估值为 30 倍，公司 PE 为 29 倍，与行业平均水平基本相当。伴随客观不利因素的逐步消退，行业有望迎来景气度拐点；公司是国内医疗信息化综合解决方案的第一梯队厂商，新一代 WINEX 产品进入加速交付周期，医疗互联网业务降本增效成果显著，同时前瞻投入 AI+ 医疗领域，综合竞争力优势突出，有望实现经营加速，给予 2024 年 40 倍 PE，目标价 9.20 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3163.42	3666.78	4293.32	5060.81	净利润	317.62	441.76	619.33	846.29
营业成本	1739.82	1944.77	2190.73	2477.99	折旧与摊销	164.44	152.67	180.70	211.67
营业税金及附加	29.65	33.21	38.82	46.06	财务费用	51.08	55.00	64.40	75.91
销售费用	459.50	524.35	605.36	708.51	资产减值损失	-136.73	150.00	150.00	150.00
管理费用	195.40	605.02	699.81	814.79	经营营运资本变动	-591.19	1975.33	-173.04	-207.11
财务费用	51.08	55.00	64.40	75.91	其他	379.58	-48.13	-7.08	5.64
资产减值损失	-136.73	-150.00	-150.00	-150.00	经营活动现金流净额	184.80	2726.63	834.31	1082.40
投资收益	29.50	11.34	12.51	13.20	资本支出	319.58	-330.00	-380.00	-420.00
公允价值变动损益	-50.46	-40.00	-40.00	-40.00	其他	-589.79	-39.68	-43.37	-40.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-270.20	-369.68	-423.37	-460.87
营业利润	341.43	325.77	516.71	760.74	短期借款	15.17	-18.03	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.68	149.24	149.24	149.25	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	340.75	475.01	665.94	909.99	股权融资	240.53	0.00	0.00	0.00
所得税	23.13	33.25	46.62	63.70	支付股利	-21.33	-71.59	-99.57	-139.60
净利润	317.62	441.76	619.33	846.29	其他	-302.76	-148.53	-57.89	-71.16
少数股东损益	-40.34	-56.11	-78.67	-107.50	筹资活动现金流净额	-68.39	-238.15	-157.46	-210.76
归属母公司股东净利润	357.96	497.87	698.00	953.78	现金流量净额	-153.78	2118.80	253.48	410.77
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1114.08	3232.87	3486.36	3897.13	成长能力				
应收和预付款项	1368.25	1438.65	1716.82	2031.07	销售收入增长率	2.28%	15.91%	17.09%	17.88%
存货	110.74	127.42	138.69	158.85	营业利润增长率	764.35%	-4.59%	58.61%	47.23%
其他流动资产	2260.92	54.25	63.76	75.20	净利润增长率	2082.30%	39.09%	40.20%	36.65%
长期股权投资	498.64	498.64	498.64	498.64	EBITDA 增长率	197.25%	-4.22%	42.81%	37.61%
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	480.81	458.93	437.06	415.18	毛利率	45.00%	46.96%	48.97%	51.04%
无形资产和开发支出	1991.39	2191.77	2414.12	2645.50	三费率	22.32%	32.30%	31.90%	31.60%
其他非流动资产	724.11	740.81	755.51	768.40	净利率	10.04%	12.05%	14.43%	16.72%
资产总计	8548.95	8743.34	9510.96	10489.97	ROE	5.59%	7.43%	9.57%	11.79%
短期借款	58.03	40.00	40.00	40.00	ROA	3.72%	5.05%	6.51%	8.07%
应付和预收款项	1212.31	1266.87	1472.07	1697.40	ROIC	8.39%	9.20%	17.47%	22.68%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.61%	14.55%	17.74%	20.71%
其他负债	1597.33	1487.94	1530.60	1577.59	营运能力				
负债合计	2867.67	2794.81	3042.67	3314.99	总资产周转率	0.39	0.42	0.47	0.51
股本	2152.31	2158.92	2158.92	2158.92	固定资产周转率	6.51	7.80	9.58	11.88
资本公积	871.65	865.03	865.03	865.03	应收账款周转率	2.11	2.22	2.29	2.27
留存收益	2680.87	3107.15	3705.57	4519.75	存货周转率	16.71	16.33	16.46	16.66
归属母公司股东权益	5687.09	6010.46	6608.88	7423.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.19%	—	—	—
少数股东权益	-5.81	-61.92	-140.59	-248.09	资本结构				
股东权益合计	5681.28	5948.53	6468.29	7174.98	资产负债率	33.54%	31.96%	31.99%	31.60%
负债和股东权益合计	8548.95	8743.34	9510.96	10489.97	带息债务/总负债	36.96%	37.28%	34.24%	31.43%
					流动比率	2.84	2.98	2.89	2.88
					速动比率	2.78	2.90	2.82	2.81
					股利支付率	5.96%	14.38%	14.27%	14.64%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	556.95	533.44	761.80	1048.32	每股收益	0.17	0.23	0.33	0.45
PE	40.35	29.01	20.56	14.98	每股净资产	2.63	2.78	3.06	3.44
PB	2.54	2.40	2.18	1.94	每股经营现金	0.09	1.26	0.39	0.50
PS	4.57	3.94	3.36	2.85	每股股利	0.01	0.03	0.05	0.07
EV/EBITDA	24.54	21.67	14.82	10.35					
股息率	0.15%	0.50%	0.69%	0.97%					

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。

本报告

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@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
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
