

分析师： 马先文 (8627)65799815 maxw@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490511060001

联系人： 黄焜 (8627) 65799815 huangkun@cjsc.com.cn

卫宁软件：专注医疗卫生信息化，小公司也有大前景

事件描述

卫宁软件将于 2011 年 8 月 5 日在深圳证券交易所公开发行 A 股，基本情况如下：

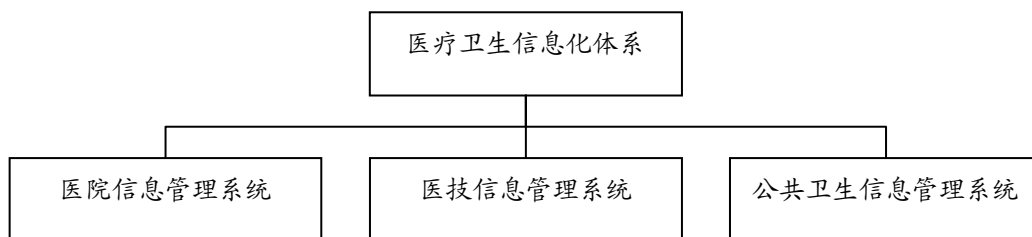
卫宁软件本次拟公开发行人民币普通股（A 股）股票数量不超过 1,350 万股，发行后总股本不超过 5,350 万股。采用网下向询价对象配售与网上向社会公众投资者定价发行相结合的发行方式。本次募集资金将用于：医院信息管理系统技术改造项目；医技信息管理系统技术改造项目；公共卫生信息系统技术改造项目；营销服务体系建设项目；以及其他与主营业务相关的营运资金。

事件评论

卫宁软件——专注于医疗卫生领域的软件厂商

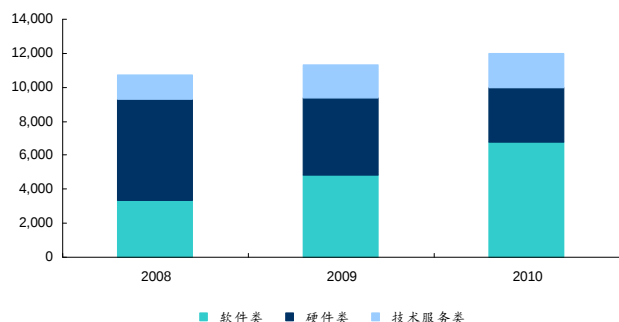
卫宁软件是一家专注于医疗卫生领域信息化的软件企业。医疗卫生信息化体系主要包括三大类软件系统：医院信息管理系统、医技信息管理系统、以及公共卫生信息管理系统。其中，医院信息管理系统主要对医院财务、临床诊疗、医药物流等实施信息化管理；医技信息管理系统主要对医院中各种医疗影像信息、实验室检验/化验信息进行存储与传输管理；公共卫生信息管理系统则主要是指区域性卫生平台系统。

图 1：医疗卫生信息化体系

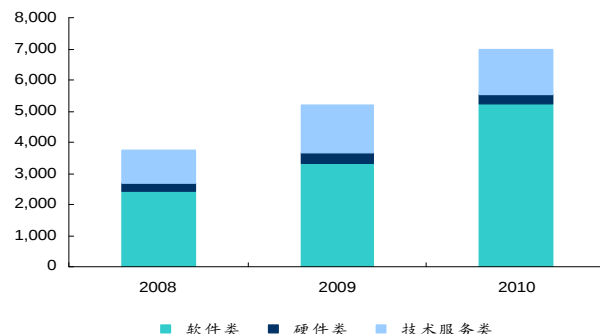


资料来源：长江证券研究部

公司目前产品线已覆盖医疗卫生信息化体系中的全部三类系统，其中医院信息管理系统是公司的优势产品。此外，公司也向医疗卫生机构销售硬件设备和提供技术服务，但毛利润占比较小，软件研发为公司贡献超过 70% 的毛利润，且增速较快，并由此带动公司净利润近两年增速超过 30%。

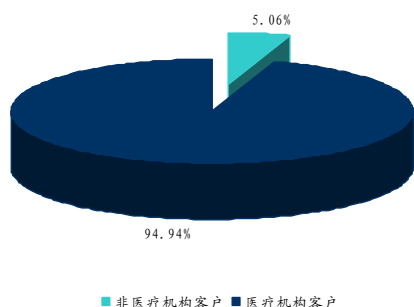
图 2：公司销售收入构成（单位：万元）


资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 3：公司毛利润构成（单位：万元）


资料来源：招股说明书，长江证券研究所

公司的产品一般采用直销模式，以参与医疗机构信息化项目招投标方式获取订单。此外，公司也有少量非医疗机构客户，主要为大型企业集团或学校代其下属医院采购，以及中标医院信息化项目的系统集成商向公司进行软件系统采购，但最终用户仍然为医疗机构。

图 4：公司医疗机构客户与非医疗客户占比


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

2010 年，卫宁软件营业收入约为 1.2 亿元，净利润 3500 万元，尽管公司目前规模仍然较小，但我们认为，其发展前景依然十分令人看好。其理由主要有如下几点：第一，从市场需求来看，国内医疗卫生领域信息化进程加速，对各类医疗应用软件的需求将日益旺盛；第二，从行业特点来看，医疗卫生软件相比其它行业应用软件更为复杂，较高的行业发展壁垒势必引导市场由分散走向集中，而公司目前处于行业领先地位，竞争优势明显，未来有望受益于市场集中趋势。第三，从公司的发展战略来看，公司将凭借其完善的产品线优势，由单一应用系统研发迈向整体解决方案实施，竞争优势将进一步加强；此外，与中国电信合作开展 SaaS 业务，或将成为公司未来新的利润增长点。

国内医疗卫生信息化建设加速

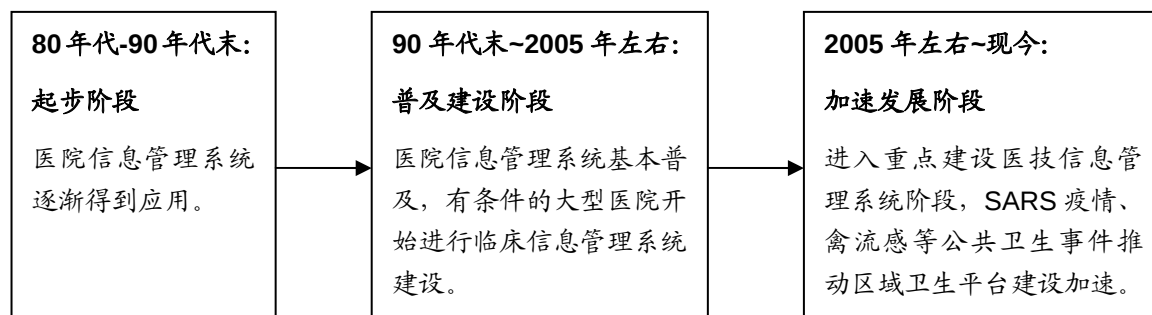
公司的主要产品为医疗卫生行业应用软件，其发展与国内医疗卫生领域的信息化投资密切相关。而我国医疗卫生领域的 IT 建设起步较晚，早期投入不足，但在目前医疗体制改革不断深化的背景下，未来信息化建设投资势必大幅增加；此外，利用先进技术进行信息化建设，是缓解目前国内就医“三长一短”（挂号时间长、候诊时间长、交费取药时间长、就诊时间短）问题的重要手段，医疗机构和卫生部门的内在信息化需求十分迫切。

医疗改革推动信息化投资力度加大

事实上，至目前为止，国内医疗信息化建设累计投入明显不足。尽管医疗信息化建设早在 80 年代就已起步，但经过

二十多年的发展，仅基本实现了医院信息管理系统普及，进入到重点建设临床信息管理系统阶段，而区域医疗卫生服务在国内仍处于起步和试验阶段。

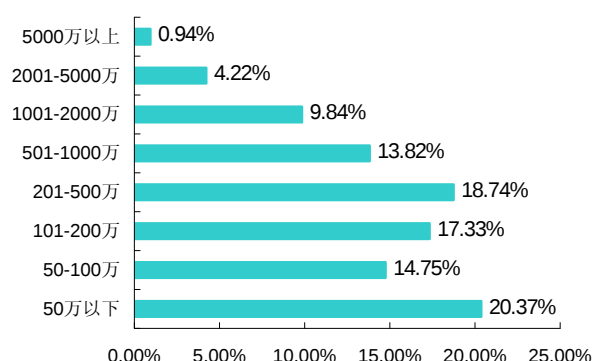
图 5：我国医疗信息化发展历程



资料来源：长江证券研究部

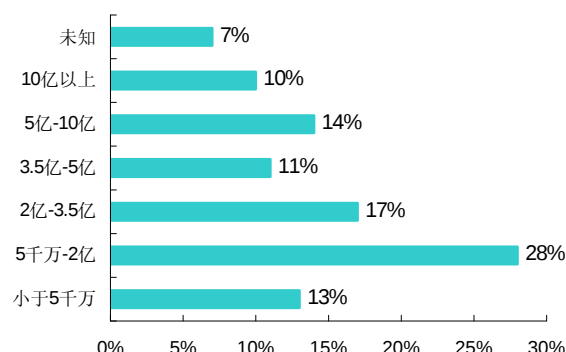
2005 年中国医院协会信息管理专业委员会对 482 所医院的信息管理系统情况进行了调查，累计信息化建设投入不足 50 万的医院占比最大，而累计投入不足 500 万的医院达到 71.19%。反观医疗信息化最为发达的美国，据美国医疗卫生信息与管理信息系统协会（HIMSS）2006 年调查报告显示，美国在信息化建设投资规模上累计超过 5 千万美元的医疗机构占比达 80%。相比之下，中国医疗信息化建设投资落后明显。

图 6：中国医疗信息化建设累计投入规模（单位：元）



资料来源：CCID，长江证券研究部

图 7：美国医疗信息化建设累积投入规模（单位：美元）



资料来源：CCID，长江证券研究部

中国早期医疗信息化建设投资不足，直接导致了信息化建设的滞后。但从新医改方案和卫生部的“十二五”规划中我们发现，情况即将发生改变：在卫生部已完成的“十二五”卫生信息化建设工程规划编制工作中，已初步确定了“十二五”期间我国卫生信息化建设路线图，简称“3521 工程”。而在 09 年公布的《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》（新医改方案）中，信息系统建设作为“四梁八柱”中的一柱，成为新医改方案的重点之一。由此可见，医疗信息化将是未来医疗卫生系统建设的重要内容之一，相关投资力度势必增大。

表 1：“3521 工程”

“3521 工程”	建设内容
“3” 级卫生信息平台	建设国家级、省级、地市级三级卫生信息平台
“5” 项业务应用	加强公共卫生、医疗服务、新农合、基本药物制度、综合管理五项业务应用
“2” 个基础数据库	建立健康档案和电子病历两个基础数据库

资料来源：中国医院协会信息化管理专业委员会

随着医疗改革的深入和政策的落实，用于医疗信息化的投入将逐年增加。据 IDC 报告，2009 年国内医疗行业 IT 费用为 90.60 亿元，较 2008 年增长 26.50%，而未来五年仍将保持年均 25.9% 的复合增长，至 2014 年达到 286.5 亿元。

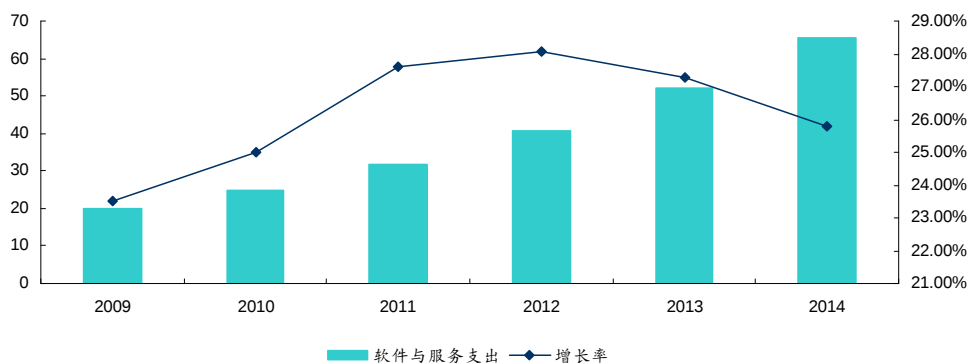
图 8：中国医疗行业 IT 支出情况及预测（单位：亿元）



资料来源：IDC，长江证券研究部

在 2009 年国内医疗行业的 IT 支出中，软件和服务所占比例分别为 12.60% 和 15.40%，根据 IT 投资前期往往重硬件轻软件的规律，未来软件和服务在医疗行业 IT 支出中的比重必然会进一步提高。根据 IDC 的报告，2009 年中国医疗卫生行业软件与相关服务的市场规模为 20.3 亿元，预计至 2014 年将达到 66.4 亿元，年均复合增长率为 26.7%。

图 9：中国医疗行业软件与服务支出情况及预测（单位：亿元）



资料来源：IDC，长江证券研究部

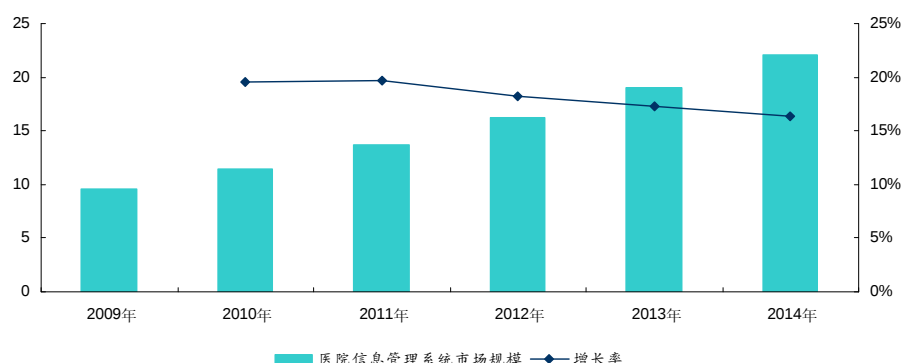
缓解“就医难”，医疗卫生领域内在信息化需求迫切

目前国内普通市民“就医难”的情况日益突出，医院就诊“三长一短”（挂号时间长、候诊时间长、交费取药时间长、就诊时间短）现象十分普遍。而医院信息管理系统与医技信息管理系统的应用可极大提高医疗机构的运作效率，有效缓解“就医难”的现状，其内在需求十分迫切。

从医院信息管理系统的市场情况来看，经过二十多年的建设，二、三级医院已基本普及，但小型医疗机构市场依然庞大；且随着大型医院业务的发展，新增功能模块和系统升级的需求也将十分旺盛。2009 年，医院信息管理系统仍然在医疗卫生软件与服务总体市场占比最大，达 47.09%。预计 2009~2014 年国内医院信息管理系统市场需求将实现年均

18%左右的平稳增长，至 2014 年市场规模或达到 22.08 亿元。

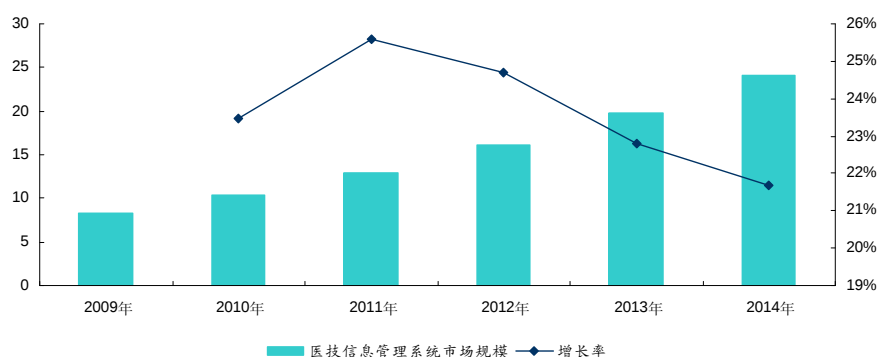
图 10：国内医院信息管理系统市场情况及预测（单位：亿元）



资料来源：IDC, 长江证券研究部

虽然医院信息管理系统市场占比仍然最大，但医技信息管理系统近年来发展较快，市场规模增长十分迅速。目前国内医院中，医技信息管理系统已进入重点发展阶段。由于医技信息管理系统承担着海量的医疗检测、化验数据信息和图像信息的存储与传输管理功能，对提高临床诊断质量和效率、降低诊疗成本、优化工作流程都起着极为重要的作用，需求前景十分广阔。2009 年国内医技信息管理系统市场规模约为 8.35 亿元，预计 2014 年将增长至 24.13 亿元，年均复合增长率达到 23.6%。

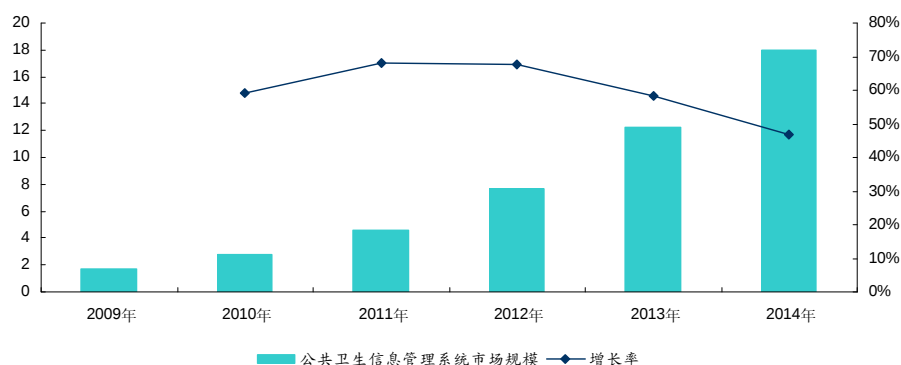
图 11：国内医技信息管理系统市场情况及预测（单位：亿元）



资料来源：IDC, 长江证券研究部

公共卫生信息管理系统把社会医疗资源和服务，如医院、社区诊所、医疗保险、卫生行政机关、药品供应商、银行等连接起来整合为一个系统。通过公共卫生信息系统进行日常保健、远程医疗、公共卫生防疫，是降低大型医院的接诊负荷，实现医疗资源的合理分配与利用的重要手段，因而其发展趋势十分明朗。目前国内的区域医疗信息系统还处于摸索和试验阶段，但 2003 年 SARS 疫情暴发以来，公共卫生信息管理系统建设投资力度显著加大，建设进程明显加快。2009 年国内公共卫生与区域医疗信息系统市场规模为 1.72 亿元，但预计到 2014 年将增长十倍，达到 17.93 亿元，五年间将保持 59.85% 的年均复合增长。

图 12：国内公共卫生信息管理系统市场情况及预测（单位：亿元）



资料来源: IDC, 长江证券研究部

综上所述, 无论是从宏观的医疗卫生领域信息化投资, 还是从微观的三大类系统建设需求来看, 未来几年内国内医疗卫生应用软件的市场都将实现快速增长, 市场规模近百亿元。由此, 也将为医疗卫生行业软件研发企业带来广阔的发展空间。

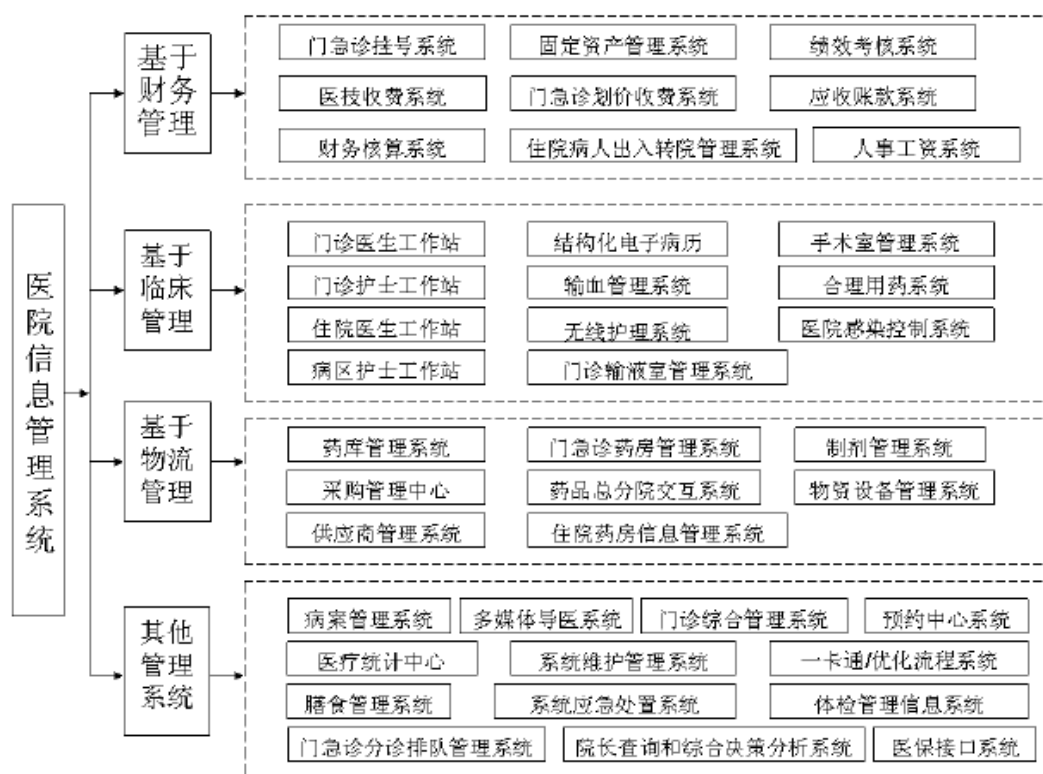
行业发展壁垒较高, 公司将受益于市场集中趋势

早期的医疗卫生信息系统建设, 主要以单一功能的子系统建设为主, 行业进入门槛较低, 从而也形成了目前较为分散的市场格局。但事实上, 医院管理的复杂性决定了医疗信息系统的复杂度必然随着信息化的深入而大幅增加, 医疗软件企业将面对较高的发展壁垒。未来大批实力较弱的厂商将被淘汰, 市场将逐步向行业领先企业集中。而卫宁软件目前在国内医疗信息化领域处于领先地位, 竞争优势明显, 我们认为, 随着市场走向集中, 公司有望获得更大市场份额。

医疗信息系统复杂度较高, 形成行业发展壁垒

医院信息管理系统与医技信息管理系统都属于医院信息系统, 其涉及内容十分广泛, 系统结构也十分复杂。从医院信息管理系统来看, 主要可以分为基于财务管理的子系统、基于临床管理的子系统、基于物流管理的子系统、以及其它管理子系统。而其中每个子系统下又包括更多的功能模块, 且各模块间并非独立运行, 其关联度日益增强, 而其复杂程度也可由此略见一斑。

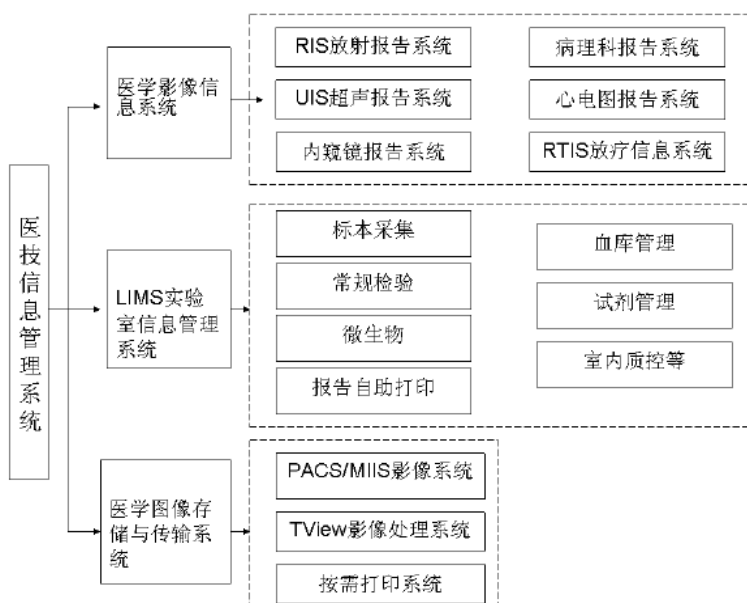
图 13: 医院信息管理系统结构和内容



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

医院信息管理系统是以“收费为中心”，而近年来发展迅速的医技信息管理系统则是以“病人为中心”，与病人诊断治疗过程中的各环节息息相关。主要包括：医学影像信息系统、LIMS 实验信息管理系统、医学图像存储与传输系统。事实上，医疗影像、医学图像等数据结构本身就较之其它数据更为复杂，对此类数据进行海量处理，要求软件开发商具有很强的研发能力。

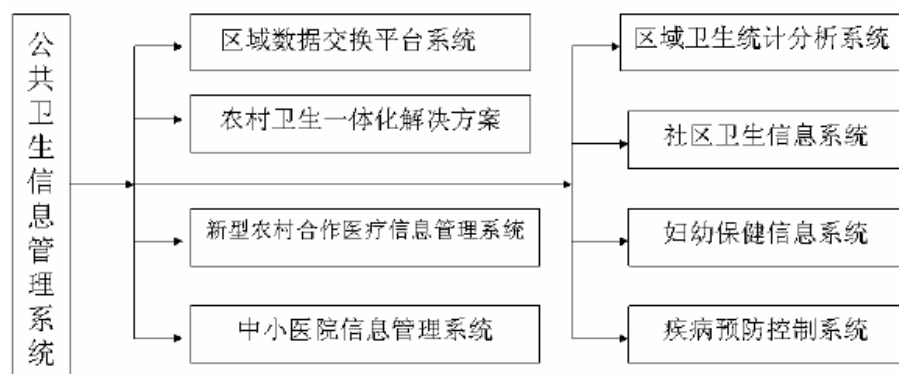
图 14：医技信息管理系统结构和内容



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公共卫生信息管理系统是在医院信息系统之上构建的区域卫生信息平台，从而实现区域范围内横向业务机构和纵向管理机构的互联互通，以及各项卫生服务信息的共享。其复杂程度和涉及范围，在三类医疗卫生信息系统中为最高，不仅要求企业具备很强的软件研发能力，而且必须具备丰富的医疗卫生行业经验和知识结构，而这些又必须经过长期的积累才可能获得，一般企业很难在短期内在该领域形成竞争力。

图 15：公共卫生信息管理系统结构和内容



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

由上述可见，医疗卫生信息系统涉及范围十分广泛，尽管在以单一功能模块建设为主的时期，行业壁垒较低，很多中小软件企业进入到该领域，形成了较为分散的市场格局，但随着医疗卫生领域信息化的不断深入，单一功能项目将逐渐减少，取而代之的将是更多的整体解决方案需求，项目规模和复杂性都将大幅提高。缺乏较强研发实力和行业经验的企业将很难获得持续发展而被淘汰，市场也将逐渐向综合实力较强软件企业集中。

公司竞争优势明显，受益于市场集中趋势

根据 IDC 的报告，卫宁软件在 2008、2009 年连续两年位列“中国医疗卫生信息化解决方案十大供应商”第一名，处于行业领先地位。事实上，公司经过多年的发展，在医疗信息化领域已积累了较强的竞争优势，主要包括：

第一，产品线丰富，客户群广泛。公司经过多年发展，医院信息管理系统与医技信息管理系统两大系列几十个功能模块已发展较为成熟，且应用于超过 70 家三级医院。同时，丰富的医疗机构信息系统实施案例和用户，为公司发展公共卫生信息管理系统和整体解决方案业务打下了良好的基础。目前公司的公共卫生信息管理系统已成功在多个省市卫生部门实施。

表 2：公司典型用户

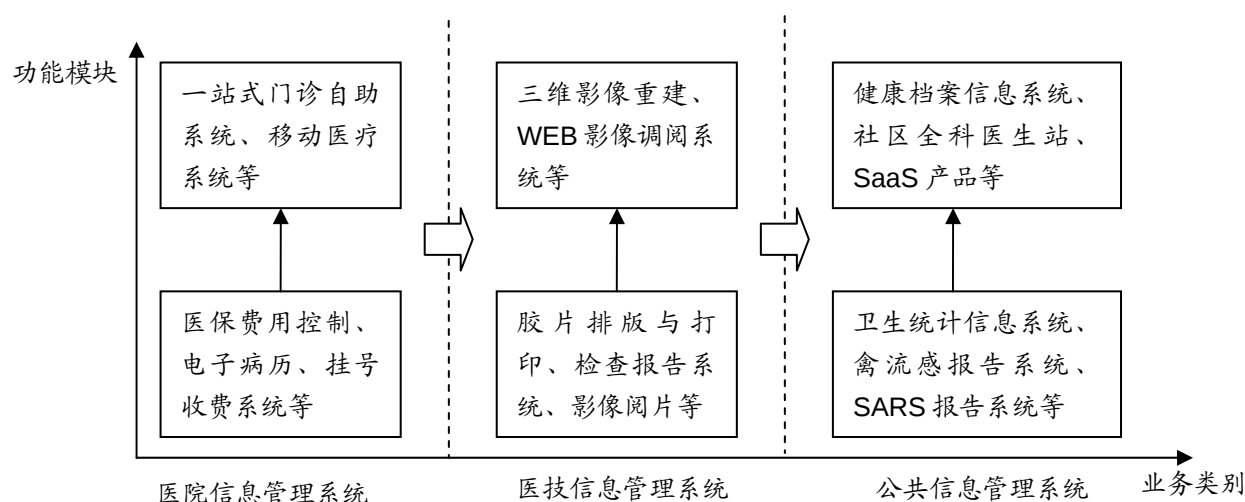
用户类型	典型用户
医院	复旦大学附属肿瘤医院、上海交通大学医学院附属仁济医院、复旦大学附属眼耳鼻喉科医院、上海市胸科医院、首都医科大学附属北京安定医院、重庆医科大学附属第一医院、新疆生产建设兵团总医院、福建省立医院、贵州省人民医院、江西省人民医院、青海省中医院、内蒙古自治区医院等著名医院等
公共卫生机构	上海市及各区卫生局、湖南省卫生厅、安徽省卫生厅、上海市合作医疗事务中心、上海中康医院发展中心、上海市医药集中招标采购事务管理所、宁波市镇海区卫生局、徐州市卫生局等公共卫生部门等

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

第二，产品具有明显的技术优势。公司研发了基于 IHE 和 HL7 标准的医技系统集成平台。在 2007 年国内首届 IHE 医疗信息系统互联测试中，成为唯一通过测试的国内医疗软件企业；而在 2008 年、2009 年测试中又成为通过项目数量最多的医疗软件公司，其技术实力由此可见一斑。

第三，持续创新能力十分强大。自 2004 年公司成立以来，在市场上率先推出了自助胶片打印系统、医疗保险费用控制系统、基于语义结构化电子病历系统、检查检验预约中心系统、新农合村级实时结报系统等。2010 年公司又推出了一站式门诊自助优化流程、基于 3G 网络的区域医疗、移动医疗系统等新产品，始终领跑于行业前沿。此外，公司与中国电信总公司合作，在行业内率先开发并营运基于 SaaS 模式的产品，将有效解决国内中小医院特别是广大基层及农村医疗卫生机构信息化问题，这无疑都体现了公司强大产品研发和创新能力。

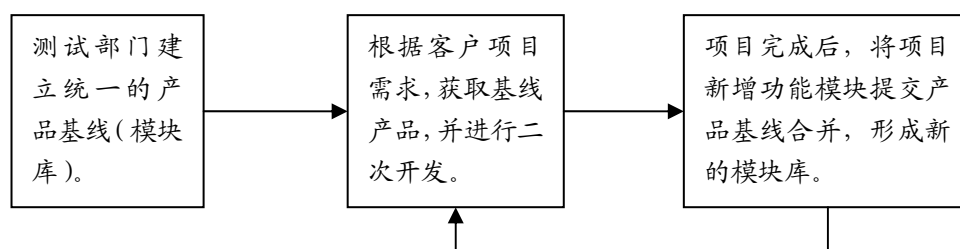
图 16：公司产品创新历程



资料来源：长江证券研究部

第四，先进的研发管理模式保障研发效率和成本控制。正如上文所述，医院管理的复杂性，决定了医疗卫生软件的复杂性，因此，无法实现完全产品化。绝大多数的医院信息系统软件供应商均采用定制化开发模式，而公司通过“柔性产品化研发模式”，建立了完善的基线产品模块库，使软件生产充分模块化，随着客户数量不断上升，研发效率显著提高，同时降低了边际成本。

图 17：柔性产品化研发模式



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

根据市场规律，在市场由分散走向集中的过程中，具有市场领先优势的厂商往往更容易获得较大市场份额，形成强者更强的局面。因此，我们认为，在医疗卫生信息化领域，卫宁软件将凭借领先的市场地位和较强的竞争优势，成为市场集中化趋势的最大受益者，其未来市场份额势必随着市场集中度的提高而逐步上升。

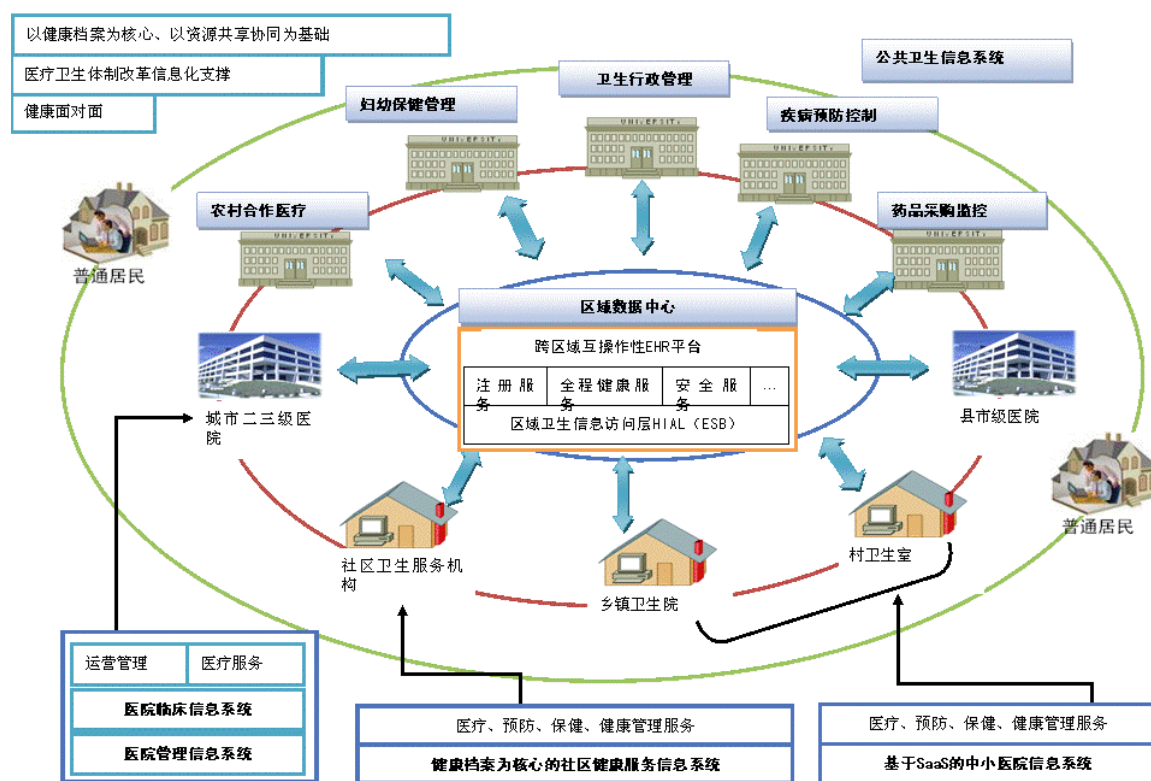
转型整体解决方案提供商，SaaS 业务或成未来亮点

随着医疗信息化的不断深入，以及区域性公共卫生系统的快速发展，未来医疗卫生领域信息化需求将由单一功能系统转向整体解决方案。而公司作为国内产品线最为齐全的医疗卫生应用软件厂商，转型整体解决方案提供商后，将进一步巩固公司在行业中的领先地位。此外，公司基于公共卫生信息管理系统的 SaaS 业务前景广阔，未来或将成为公司发展亮点。

产品线完善，转型整体解决方案提供商优势明显

事实上，公共卫生信息系统是以医院信息系统，以及居民医疗健康档案为基础建立的信息平台系统，主要实现病疫防控，居民医疗健康档案管理、医院与社区卫生所之间远程医疗协作等功能。因此，公共卫生信息系统对医院信息系统的建设和管控水平具有较强的依赖性。而医院信息系统又与公共卫生信息系统共同构成了医疗卫生信息化整体解决方案。

图 18：医疗卫生信息化整体解决方案



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

根据卫宁软件未来的发展战略，公司将向医疗行业整体解决方案提供商转型。而公司作为国内少数拥有全部三大类系统产品线的医疗软件厂商，未来将在市场竞争中取得明显的优势。纵观公司在国内的主要竞争对手，规模较大厂商如东华软件、中国软件均为综合性软件企业，并非专注于医疗卫生领域。其中，东华软件主要是引进吸收国外医院信息管理产品 Medtrak & TrakCare，并进行本地化实施；中国软件的主要产品为中软新农合系统，二者均不具有完善的产品线和深厚的行业经验积累。而其它涉足医疗卫生信息化的软件企业也极少具有齐全的产品线，且大多为规模较小的地域性企业，不具备全国性竞争能力。因此，我们认为公司未来在医疗行业整体解决方案领域将大有可为。

表 3: 国内主要医疗信息软件厂商及主要产品

医疗软件厂商	主要产品内容
卫宁软件	医院信息管理系统、医技信息管理系统、公共卫生管理系统三大类中绝大部分功能子系统
东华软件	主要以引进吸收国外系统为主，并进行本地化实施
中国软件	主要产品为中软新农合系统
万达信息	早期以医保系统进入医疗信息化领域，目前产品主要为区域卫生信息系统
银江股份	数字医院无线网络解决方案、社区卫生服务系统、区域卫生信息平台

资料来源：相关公司网站，招股说明书，长江证券研究部

SaaS 业务未来发展前景令人看好

公司与中国电信合作在行业内率先推出基于 SaaS 架构的公共卫生信息管理系统服务，其潜在市场十分巨大，或将成为公司未来新的业绩增长点。

随着农村医疗保障体系的建立，乡镇卫生院等基层医疗机构将成为医疗卫生信息化的广阔市场。据卫生部统计，国内 39,627 家卫生院中有 38,475 家是乡镇卫生院，且覆盖了全国 632,770 家村级卫生室，数量极为庞大。但由于经济条件限制，这些卫生院和卫生室无法单独建立信息化管理系统。而 SaaS 作为一种“按需使用，按需付费”的软件交付方式，其应用成本相比单独建立信息管理系统大幅降低，未来有望在农村医疗卫生体系中得到广泛应用。

目前公司主要与中国电信合作开展合作，基于 SaaS 架构，帮助乡镇卫生院和村卫生室实现全科诊疗、收费、药品管理、处方管理等日常工作的信息化管理，并按 40%~50% 的比例与中国电信分享业务收入。具体到合作模式，公司与中国电信的权利义务如下表所示：

表 4: 公司与中国电信的 SaaS 业务合作模式

序号	中国电信	卫宁软件
1	中国电信负责承担数字医院应用整体的市场推广、网络售后服务、按需现场服务。	负责提供数字医院应用软件，并对该软件拥有合法有效的知识产权或取得合法有效授权。负责测试、升级、功能完善、修改工作，提供接口。
2	负责提供与数字医院应用相关的平台硬件、系统软件部署和维护；ADSL VPDN 接入维护；负责提供收费渠道。	负责对电信相关人员的培训、提供完备产品说明书及培训资料。
3	负责提供相应的计费账务管理系统、业务支撑系统。	提供按需的现场及远程支撑服务，配合中国电信完成售前营销、售中现场实施以及售后服务等工作，协助开展市场拓展和服务。
4	不承担数字医院应用软件涉及的经营范围、知识产权等法律责任，如有此类法律纠纷，有权要求乙方提供相关文件，由乙方承担全部责任。	负责维护数字医院应用软件。
5	合作期间“商务领航之数字医院应用”为推广品牌。	在合作期间在品牌推广、客户关系维系、应用支撑机服务过程中应以技术单位名义出现并接受电信的管控。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

与中国电信的合作，可减少公司在服务中心建设、数据中心建设、市场营销、终端运维等方面的投入，降低了业务风险，同时也有助于公司 SaaS 业务的快速推广。我们认为，公司 SaaS 业务的潜在市场空间巨大，而与中国电信的合作更令人对其未来的发展充满信心。目前该业务已在安徽、广东、福建三省开始合作运营，其中安徽省和广东省已

经开始收费运营，尽管目前该业务营收规模仍然很小，但我们认为，其前景十分看好，未来或将成为公司重要利润来源。

募集资金投向分析

卫宁软件本次拟公开发行人民币普通股（A 股）数量不超过 1350 万股，计划用于四个项目，募集资金投向如表 3 所示：

表 5：卫宁软件募集资金投向

项目名称	投资总额（万元）	第一年投入（万元）	第二年投入（万元）
医院信息管理系统技术改造项目	5,044.00	2,425.00	2,619.00
医技信息管理系统技术改造项目	3,350.00	1,613.00	1,737.00
公共卫生信息管理系统技术改造项目	3,649.00	1,711.50	1,937.50
营销服务体系建设项目	1,798.00	819	979
其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-
合计	13,841.00	6,568.50	7,272.50

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司在“医院信息管理系统技术改造项目”上的投入，将用于在原有医院信息管理系统产品基础上，进行主框架、技术平台和模块的整体升级，并研究开发新增模块。具体到系统功能上，本项目将主要实现：（1）对电子病历、无线护理等模块进行升级；（2）新增 RFID 射频识别技术、手术麻醉、重症监护等功能；（3）开发医院信息集成平台，整合各个子系统，以达到互联互通，解决医院中的“信息孤岛”。

“医技信息管理系统技术改造项目”上的投入，将用于：（1）对 LIMS、PACS/MIIS、RTIS 等原有功能子系统进行升级，新增了 RFID 射频识别技术、三维影像重建与专业影像分析处理等功能；（2）新开发区域性的 LIS、RIS、PACS 结果发布平台；（3）通过区域 LIS、MIIS、PACS 集成平台和临床互动平台整合各个子系统，促使医院把早期建设的零散医技信息系统模块组合成完整的医技信息管理系统。

“医技信息管理系统技术改造项目”上的投入，将用于：（1）对应用于卫生管理机构的产品，进行功能性增强改造，以及开发新的功能系统；（2）根据社区卫生服务中心的“六位一体”功能对社区基层医疗机构信息系统进行改造，并建设“以病人为中心”的健康管理综合信息系统；（3）对于上述公共卫生信息系统进行跨区域互操作平台技术改造。

我们认为，上述三个项目将使公司继续延伸其产品线，增强产品技术实力，进一步强化公司的竞争优势，并为公司转型整体解决方案提供商奠定坚实的技术基础和产品储备。

在“营销服务体系建设项目”中，公司将选择上海、北京、武汉、广州、西安、重庆六个城市设立区域性营销服务中心，并通过建立呼叫中心等手段，进行营销服务规范化建设。同时，公司还将在上海、北京、广州建立产品展示中心，用于对客户进行全方位、系统的产品及服务的演示，以提升品牌、产品宣传力度及效果，统一市场形象。

我们认为“营销服务体系建设项目”将增强公司业务由上海向全国辐射的能力，有助于公司拓展其它地区市场，并最终成长为具有全国性影响力的医疗卫生应用软件企业。

风险因素分析

我们认为公司的风险因素主要有两点：第一，国内医疗改革政策发生改变或落实不到位，导致医疗卫生信息化投资力度低于预期；第二，公司新产品研发进度和效果低于预期，技术优势逐渐丧失，其市场竞争力也将随之下降。

盈利预测与询价建议

卫宁软件在行业内处于领先地位，竞争优势明显。我们看好公司未来的发展前景，预计公司 2011 年、2012 年、2013 年 EPS 分别为 0.94 元、1.28 元、1.75 元，目前同类公司二级市场 2011 年 PE 为 30 倍左右，考虑到二级市场对一级市场有一定溢价，我们认为一级市场给予公司 2011 年 25 倍~30 倍 PE 较为合适，对应询价区间为 23.50 元~28.20 元。

表 6：分产品预测（单位：万元）

		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
医院信息管理系统	收入	3,441.39	4,792.97	6,949.81	10,077.22	14,108.11
	增长率	30.88%	39.27%	45%	45%	40%
	毛利率	73.72%	80.79%	78.00%	75.00%	75.00%
医技信息管理系统	收入	846.19	1,205.32	1,747.71	2,621.57	3,932.36
	增长率	136.53%	42.44%	45%	50%	50%
	毛利率	61.12%	72.16%	72.00%	70.00%	70.00%
公共卫生信息管理系统	收入	547.51	790.45	1,185.68	1,837.80	2,848.58
	增长率	55.49%	44.37%	50%	55%	55%
	毛利率	49.68%	62.11%	63.00%	65.00%	65.00%
硬件销售	收入	4,517.83	3,153.91	3,153.91	3,153.91	3,153.91
	增长率	-24.70%	-30.19%	0%	0%	0%
	毛利率	7.50%	9.49%	9%	9%	9%
技术服务	收入	1,987.87	2,080.32	2,496.38	3,120.48	4,056.62
	增长率	41.84%	4.65%	20%	25%	30%
	毛利率	76.45%	70.09%	68%	66%	65%

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	120	155	208	281	货币资金	75	354	374	449
营业成本	50	61	79	100	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	70	94	129	181	应收账款	34	44	59	80
% 营业收入	58.1%	60.6%	62.1%	64.4%	存货	0	0	1	1
营业税金及附加	2	3	4	6	预付账款	3	3	4	5
% 营业收入	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	18	23	31	42	流动资产合计	113	403	440	536
% 营业收入	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	21	27	36	48	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	0	-4	-7	-8	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.4%	-2.8%	-3.5%	-2.9%	固定资产合计	3	34	67	66
资产减值损失	0	1	1	2	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	29	44	64	91	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	23.9%	28.6%	30.8%	32.6%	资产总计	118	437	507	603
营业外收支	10	11	11	12	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	39	55	76	103	应付款项	3	4	5	7
% 营业收入	32.4%	35.5%	36.3%	36.8%	预收账款	11	14	19	25
所得税费用	4	5	7	10	应付职工薪酬	2	2	3	3
净利润	35	50	68	94	应交税费	4	5	7	10
归属于母公司所有者的净利润	35.3	50.1	68.5	93.8	其他流动负债	1	2	2	3
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	21	27	36	48
EPS (元/股)	0.66	0.94	1.28	1.75	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	38	45	60	86	其他非流动负债	2	2	2	2
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	23	29	38	50
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	95	407	466	545
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-3	-33	-39	-11	股东权益	95	407	466	545
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	118	436	504	595
投资活动现金流净额	-3	-33	-39	-11	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.661	0.936	1.280	1.752
股权融资	0	270	0	0	BVPS	2.37	10.18	11.64	13.63
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	PE	N/A	N/A	N/A	N/A
筹资成本	20	-3	-3	-6	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
其他	-40	0	0	0	PB	N/A	N/A	N/A	N/A
筹资活动现金流净额	-20	267	-3	-6	EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A
现金净流量	15	278	18	69	ROE	37.3%	12.3%	14.7%	17.2%

分析师介绍

马先文，华中科技大学财务金融硕士，武汉理工大学计算机科学学士，从事计算机行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。