

卫宁软件 (300253)

立足华东的医疗软件服务提供商

魏兴耘
0755-23976213
weixy1@gtjas.com
编号 S0880511010010

本报告导读:

公司专门从事医疗软件的研发、销售与服务, 09 年国内医疗信息解决方案市场份额居第一, 在全国拥有 71 家三级甲等医院客户占总数的 9%, 七成收入来自华东。

投资要点:

- 公司的主营业务为医疗软件研究开发、销售与技术服务业务, 并为医疗卫生行业信息化提供整体解决方案。
- 软件产品是公司最主要盈利来源, 2010 年占营收比重为 56%, 其中医院、医技、公共卫生的信息管理系统分别占 40%、10%、7%。
- 根据 IDC 的报告, 公司在 2009 年国内医疗卫生行业 IT 解决方案市场中市场占有率位列同行业第一名。
- 截止 2010 年末, 公司客户遍布全国 28 个省市区, 拥有 71 家三级甲等医院客户。在全国 765 家三级甲等医院 (09 年末数据) 中约占 9%。
- 目前公司的客户集中在华东地区, 特别是上海。2010 年来自华东的收入占到 73%, 其中上海占华东 67%。
- 自 2009 年以来, 公司已陆续中标多个大型综合信息化项目, 涉及到共享协同协作、区域医疗联合、全程健康管理、移动物联等多方面技术及融合, 体现了公司的整体解决方案能力和综合实力。
- 根据 IDC 统计, 2010 年行业国内市场规模突破 100 亿元, 预计未来 3 年市场规模增长率将保持 20% 以上。新医疗改革将促进行业发展。
- 公司本次共募集资金 1.38 亿元, 拟投入 4 个项目, 将进一步增强公司的研发技术实力和销售服务能力, 提升公司综合竞争力。
- 公司主要风险包括: 营业收入集中于医疗卫生软件行业的风险、销售区域集中的风险和市场竞争加剧风险。
- 我们预期公司发行后 2011-2013 年销售收入分别为 1.59 亿元、2.16 亿元、2.95 亿元; 归属于母公司所有者的净利润分别为 0.51 亿元、0.74 亿元和 1.05 亿元; 对应 EPS 分别为 0.94 元、1.38 元、1.96 元。
- 目前行业可比公司 2011 年平均 PE 为 30 倍。我们建议的合理的询价区间为 20.78 ~ 24.56 元, 对应 2011 年的 PE 为 22 ~ 26 倍。上市目标价 23.62 ~ 28.34 元, 对应 2011 年 PE 为 25 ~ 30 倍。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	113	120	159	216	295
(+/-)%	6%	6%	32%	36%	36%
经营利润 (EBIT)	17	29	42	63	89
(+/-)%	23%	68%	46%	51%	41%
净利润	26	35	51	74	105
(+/-)%	54%	35%	43%	46%	42%
每股净收益 (元)	0.49	0.66	0.94	1.38	1.96
每股股利 (元)					

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

建议询价区间

20.78-24.56

上市首日定价区间

23.62-28.34

2011.08.02

发行上市资料

发行前总股本 (万股)	4,000
本次拟发行量 (万股)	1,350
发行日期	2011.08.04
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	招商证券
预计上市日期	2011.8

发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.37
净资产收益率 (%)	37.3%
资产负债率 (%)	19.5%

主要股东和持股比例

周炜	22.14
刘宁	18.71
王英	16.61
孙凯	9.77
张士英	7.76
陈建国	6.45
贾按师	6.32
凌红	4.69
胡美珍	1.54

1. 国内医疗软件行业先行者

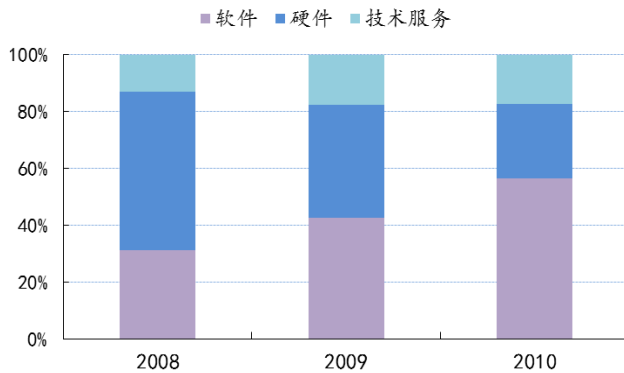
1.1. 医疗软件服务提供商

公司的主营业务为从事医疗软件研究开发、销售与技术服务业务，并为医疗卫生行业信息化提供整体解决方案。主营收入来源由软件产品销售、硬件销售和技术服务构成。

软件产品作为公司核心的产品，是最主要盈利来源，且占营收比重呈逐年提高态势，2008-2010 年分别为 31.09%、42.63%、56.46%，其中医院、医技、公共卫生的信息管理系统分别占 2010 年营收的 40%、10%、7%。

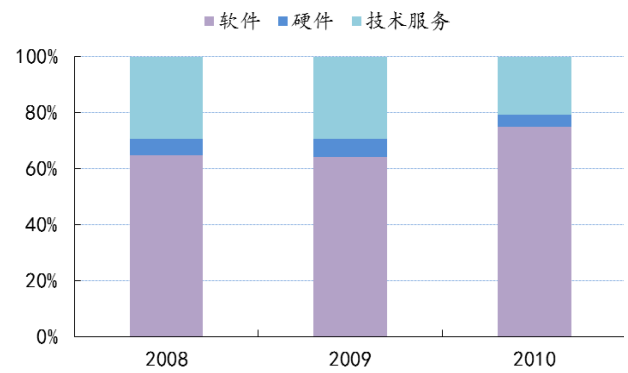
硬件业务的毛利率不到 10%，远低于软件与服务 70%左右的毛利率。其占比的逐年下降使公司整体毛利率逐年上升，2010 年达到 58%。

图 1：2008-2010 年公司主营收入按产品构成



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

图 2：2008-2010 年公司主营毛利按产品构成



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

1.2. 占有率居国内同行第一 具备整体解决方案能力

根据 IDC 的报告，公司在 2009 年国内医疗卫生行业 IT 解决方案市场占有率位列同行业第一名。

公司已形成了医院信息系统和公共卫生信息管理系统两大系列产品，各系列又分别包含几十个子系统，涵盖了医院内部包括门诊、住院、检验、检查、影像处理、图像报告、电子病历、药品采购等各个环节以及卫生管理部门、社区医院、疾病监控等公共卫生领域。

自 2009 年以来，公司已陆续中标“湖南省卫生厅社区卫生信息化项目”、“浦东新区区域医疗信息化项目”、“宁波镇海区区域医疗信息化项目”、“上海第六人民医院信息化项目”、“上海仁济医院信息化项目”、“贵州省人民医院信息化项目”等大型综合信息化项目，涉及到共享协同协作、区域医疗联合、全程健康管理、移动物联等多方面技术及融合，体现了公司的整体解决方案能力和综合实力。

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; 在 2008、2009 年测试中又成为通过项目数量最多的医疗软件公司。

公司率先在行业内开发并营运基于 SaaS 模式的产品, 有效地解决了我国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。目前, 该产品已经在安徽省、广东省、福建省初期运营。公司已与中国电信总公司签署了合作协议。

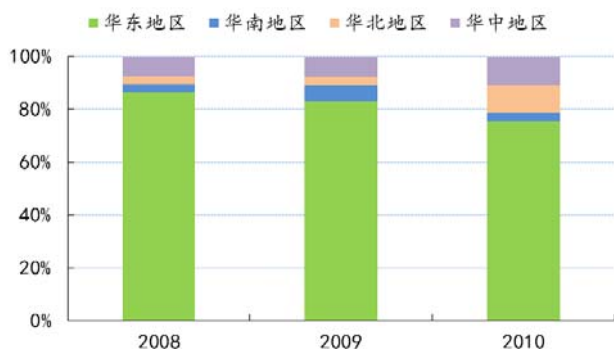
1.3. 拥有 71 家三甲医院客户 七成收入来自华东

截止 2010 年末, 公司客户遍布全国 28 个省市区, 拥有 71 家三级甲等医院客户。在全国 765 家三级甲等医院(09 年末数据)中约占 9.28% 左右。

2008-2010 年, 公司主营业务收入主要来源于华东地区。2008-2010 年公司在华东地区收入比例分别为 81.54%、75.65%和 72.79%。其中 2008-2010 年上海占华东地区收入的比例分别为 72.25%、68.33%、67.13%。目前公司的客户集中在华东地区, 特别是上海。

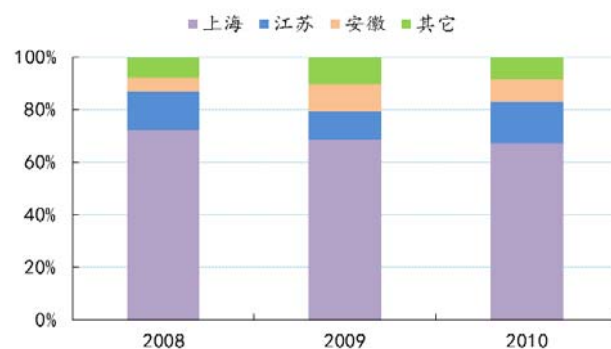
公司除上海外, 已经在北京、深圳、武汉等地设立了 6 家分公司, 并在江苏设立一家子公司, 为下一步建设全国性销售网络做好准备。

图 3: 2008-2010 年公司主营收入按地域构成



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

图 4: 2008-2010 年公司华东地区收入按地域构成



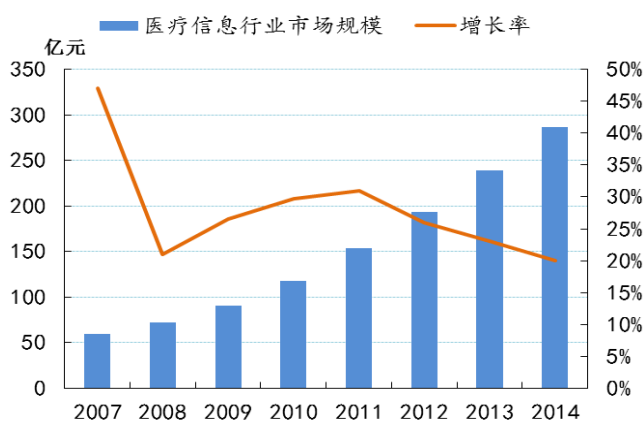
数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

2. 行业将保持较快增长 新医疗改革促进发展

2.1. 行业规模将保持 20%以上的增长

我国医疗信息行业起步较晚, 仍属于成长期行业。2007-2010 年中国医疗信息行业保持 25.67%的年均复合增长率, 远高于全球市场 5.1%的年均复合增长率。2010 年医疗信息行业市场规模突破 100 亿元。IDC 预计未来 3 年, 中国医疗信息行业的市场规模将保持 20%以上增速。

图 5：07-14 年中国医疗信息行业市场规模及增长率预测

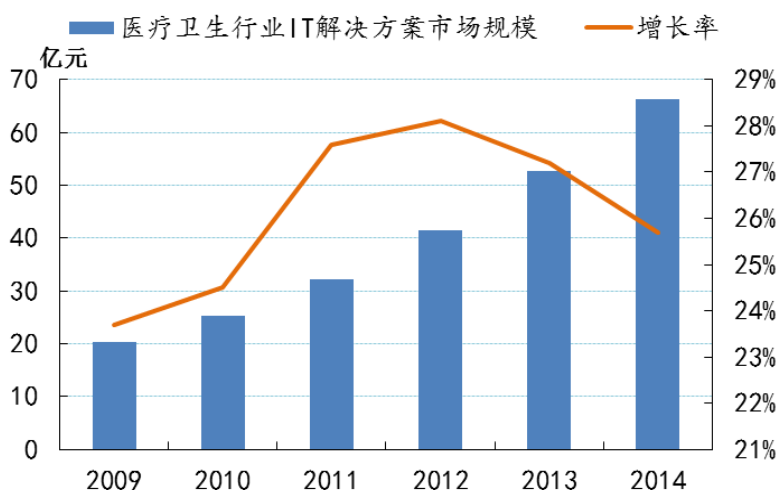


数据来源：公司招股意向书，IDC，国泰君安证券

在医疗行业解决方案中，HIS 系统将以 16.4% 的年均复合增长率保持稳定发展，其市场份额在总体解决方案中比例逐渐减小；CIS 系统预计会保持 23.6% 的年均复合增长率，市场份额不断提高；社区卫生信息系统将保持高速增长，预计年均复合增长率为 72.3%；区域医疗解决方案也进入高速增长，将保持 50.3% 的年均复合增长率。

目前国内医疗卫生行业每年投入信息化建设只占医院年收入的 0.3%-0.5%，发达国家则是 3%-5%，通过与发达国家的对标参照，中国医疗信息行业仍有很大的发展空间。

图 6：09-14 年中国医疗卫生行业 IT 解决方案市场规模



数据来源：公司招股意向书，IDC，国泰君安证券

2.2. 新医疗改革将促进行业发展

2002-2010 年国家发布了 8 条相关政策促进医疗卫生行业信息化。2009 年国务院正式公布新医改方案，提出 3 年内各级政府预计投入 8500 亿元用于医疗改革。

卫生信息化建设作为新医改方案的八大重点之一，将得到迅速发展。新医改方案，首次将信息化作为支撑新一轮医疗改革的支柱，体现出国家对信息化建设推动医疗卫生发展的重视程度。新医改方案创造的信息化市场，超过 75% 市场份额集中在县级中心医院和乡镇医院，国内医疗软件企业能充分发挥本土化优势。

新医改方案提出建立实用共享的医药卫生信息系统，并从 2009 年开始逐步在全国建立统一居民健康档案。“十二五”卫生信息化建设工程规划初步确定了我国卫生信息化建设路线图，即建设国家级、省级和地市级 3 级卫生信息平台。这些都将促进医疗卫生信息行业的发展。

3. 募投项目将提升公司综合竞争力

公司本次共募集资金 1.38 亿元，拟投入 4 个项目。募集资金投资的项目是公司现有核心产品的升级和技术改造，将进一步增强公司的综合竞争力；通过营销服务体系建设项目投资，将推动公司在全国范围内的业务开发，提高营销和服务能力。

表 1：公司招股说明书募投项目基本情况一览表（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额
1	医院信息管理系统技术改造项目	5044
2	医技信息管理系统技术改造项目	3350
3	公共卫生信息系统技术改造项目	3649
4	营销服务体系建设项目	1798
合计		13841

数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

4. 风险因素分析

4.1. 营业收入集中在医疗卫生行业的风险

公司设立以来专注于医疗卫生行业应用软件领域，产品主要应用医疗卫生机构。2008-2010 年公司软件产品来自医疗机构的收入占营业收入的比例分别为 93.16%、94.61% 和 94.24%。如果未来医疗卫生行业发生波动，政府和医疗卫生机构对信息化建设投入减少，或新医疗改革政策未能如期推进，将对公司的营业收入造成不利的影响。

4.2. 销售区域性风险

公司的主要客户集中于以上海为中心的华东地区，公司前期发展较大地依赖于该地区。2008-2010 年公司在华东地区收入比重分别为 81.54%、75.65% 和 72.79%。

公司主要收入和利润来源于华东地区。虽然公司近几年加强对外地市场

的开拓，目前已在全国设立了7家分公司，但短时间内华东地区仍然是公司的核心市场区域。如果华东地区市场出现变动，如出现实力较强的竞争对手、医疗体制改革变动等，将对公司的经营业绩产生较大的影响。

4.3. 市场竞争加剧与规模化较难的风险

目前国内医疗卫生信息化市场不存在市场准入制度，处于完全竞争和高度开放状态。因此，公司面临着较大的市场竞争压力：国内外IT行业巨头将纷纷涉足国内医疗卫生信息化领域，尤其在区域性公共卫生信息系统具有较强的竞争力。国内一些大型综合软件提供商比医疗软件专业厂商更具有规模优势，在医疗卫生领域大型项目的招标上更有优势。

由于目前缺乏顶层设计和标准化基础，加上医疗卫生行业本身固有的特殊性和复杂性，业务流程和系统相对繁杂，不同医疗卫生客户的需求差异性很大，同一款软件在不同公司有不同运营效果，一家企业很难占据较大的市场份额，目前国内尚没有一家企业能够占据医疗卫生软件行业5%的市场份额。公司规模化发展具有风险。

5. 盈利预测与估值定价

5.1. 盈利预测

我们预期公司发行后 2011-2013 年销售收入分别为 1.59 亿元、2.16 亿元、2.95 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.51 亿元、0.74 亿元和 1.05 亿元；对应 EPS 分别为 0.94 元、1.38 元、1.96 元。

表 2：卫宁软件分业务收入预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入预测（百万元）						
医院信息管理系统	26.3	34.4	47.9	68.1	96.6	138.2
医技信息管理系统	3.6	8.5	12.1	17.1	24.7	35.8
公共卫生信息管理系统	3.5	5.5	7.9	11.5	17.0	25.2
技术服务	14.0	19.9	20.8	24.8	30.4	37.3
硬件	60.0	45.2	31.5	37.8	47.3	58.0
毛利率预测（%）						
医院信息管理系统	77%	74%	81%	82%	80%	80%
医技信息管理系统	61%	61%	72%	73%	74%	75%
公共卫生信息管理系统	54%	50%	62%	70%	71%	71%
技术服务	79%	76%	70%	73%	75%	75%
硬件	4%	8%	9%	9%	9%	9%

数据来源：国泰君安证券

表 3：卫宁软件盈利预测简表（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	107	113	120	159	216	295
营业收入	107	113	120	159	216	295
二、营业总成本	93	96	92	117	153	206

营业成本	70	62	50	62	81	106
营业税金及附加	1	2	2	3	4	6
销售费用	9	17	18	29	38	51
管理费用	14	16	21	28	36	49
财务费用	0	0	0	-4	-7	-8
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	14	17	29	42	63	89
加：营业外收入	4	12	10	14	19	26
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0
五、利润总额	18	29	39	56	82	115
减：所得税	1	3	4	5	8	10
六、净利润	17	26	35	51	74	105
减：少数股东权益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	17	26	35	51	74	105
股本	54	54	54	54	54	54
全面摊薄每股收益	0.32	0.49	0.66	0.94	1.38	1.96

数据来源：国泰君安证券

5.2. 估值定价

我们挑选东软集团等 6 家从事医疗行业或其他软件业务的同行上市公司进行比较。目前行业可比公司 2011 年平均 PE 为 30 倍。我们建议的合理的询价区间为 20.78~24.56 元，对应 2011 年的 PE 为 22~26 倍。上市目标价 23.62~28.34 元，对应 2011 年 PE 为 25~30 倍。

表 4：国内可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
600718.SH	东软集团	29	25	20
002279.SZ	久其软件	49	39	29
002063.SZ	远光软件	33	26	19
002065.SZ	东华软件	35	25	19
600588.SH	用友软件	55	33	25
002474.SZ	榕基软件	54	33	22
行业平均		43	30	22

数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券

作者简介:**魏兴耘:**

执业资格证书编号: S0880511010010

电话: 0755-23976213

邮箱: weixy1@gtjas.com

厦门大学经济学博士, 国泰君安证券电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2010 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

袁煜明 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110040003

电话: 021-38674633

邮箱: yuanyuming008092@gtjas.com

毕业于清华大学自动化系, 工学硕士; 2009 年 7 月进入国泰君安, 从事计算机行业研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		