

疫情影响短期业绩，迎行业信创重大机遇

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年三季度报告，前三季度实现收入22.3亿元，同比减少11.8%；实现归母净利润-3.2亿元，同比减少970.8%。拆分单季度看，公司Q3实现收入11.0亿元，同比增长41.4%；实现归母净利润-9981.4万元，同比减少1088.8%。
- **项目确收逐季恢复，成本费用受疫情拖累。** 收入端看，2022年H1公司主要经营地受疫情影响较为严重，部分项目实施及验收工作基本停滞，但全国市场的开拓卓有成效，整体新签合同同比增长4.4%；伴随复工复产的持续推进，公司大量项目在Q3得到确收，全年收入仍有望保持正向增长。利润端看，公司前三季度综合毛利率为25.4%，同比下滑9.79pp，主要系项目整体周期拉长、投入规模较预期增加，同时公司作为上海防疫重点保障单位，第一时间派驻了大量技术骨干到各级委办局进行系统运营和维护，额外加大人力物力投入，项目归属成本增加。我们认为，公司最艰难的时刻或已过去，后续各项费用和成本有望回归常态运营水平，并随着管理举措的优化持续转好。
- **信创项目经验丰富，深度受益国产化进程。** 行业信创继续向多领域加速推进，未来3-5年医疗IT系统将重点迎来国产化迁移工作；公司作为国内重要的ICT服务厂商，在数据迁移、应用迁移、信创云等方面拥有大量项目经验和成熟解决方案，同时提前布局医卫信创的系统迁移工作，取得了大量兼容证书，先发优势明显，市场份额有望顺应信创建设进一步向龙头企业集中。
- **定增项目落地在即，拐点渐近奋力增长。** 公司定增项目已通过审核并收到批复，拟募资不超过30亿元，其中约10亿元用于投入公卫和医疗创新管理服务项目，8.9亿元用于投入城市智慧服务平台项目，2.0亿元用于企业人力资源数字化平台项目，约9.0亿元用于偿还银行贷款。定增落地后公司多项业务基础将得到进一步夯实，有望顺应行业拐点到来，实现增长提速。
- **盈利预测与投资建议:** 近期智慧医疗领域利好频出，信息化建设有望迎来新一轮投入周期。公司近年来经营效率和盈利能力改善成果明显，与国寿的协同效应有望进一步发挥，看好“3+2”业务板块的持续推进；但考虑到近期疫情反复或影响部分项目实施交付进度，建议积极关注后续利润弹性表现及蛮牛健康等创新业务的长期成长性，维持“持有”评级。
- **风险提示:** 政策推进力度不及预期；疫情反复影响项目实施、交付进度；公司和国寿协同效果或不达预期；市场竞争加剧等。

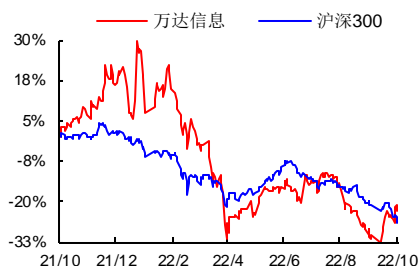
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3513.11	3552.05	4118.84	4768.19
增长率	16.78%	1.11%	15.96%	15.77%
归属母公司净利润(百万元)	69.24	-52.46	124.81	276.87
增长率	105.36%	-175.76%	337.93%	121.83%
每股收益EPS(元)	0.06	-0.04	0.11	0.23
净资产收益率ROE	2.82%	-3.55%	7.73%	14.84%
PE	146	-192	81	36
PB	6.49	6.79	6.22	5.39

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



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	11.88
流通A股(亿股)	11.86
52周内股价区间(元)	7.31-14.24
总市值(亿元)	99.28
总资产(亿元)	69.06
每股净资产(元)	1.28

相关研究

1. 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，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，疫情下新签订单仍保持稳健增长，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 2022-2024 年该业务收入增速分别为 10%、15%、14%。

2) 智慧政务：公司凭借上海市“一网通办”标杆项目的打造升级建立品牌声量，陆续新签多个城市的订单，并持续丰富产品线至市场监管、城市安全、智慧教育等各个领域，但今年受疫情影响较为严重，预期后续逐步恢复，预计 2022-2024 年该业务收入增速分别为 -13%、12%、12%。

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，在数字孪生时代重构着人们的生活方式，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势头迅猛，产品功能快速迭代，用户数量高速增长，未来有望持续分享互联网医疗新兴市场的成长红利。预计 2022-2024 年该业务收入增速分别为 20%、30%、30%。

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
智慧医卫	收入	1569.7	1726.6	1985.6	2263.6
	增速	5.4%	10.0%	15.0%	14.0%
	毛利率	41.6%	40.0%	42.0%	42.3%
智慧政务	收入	1531.5	1332.4	1492.3	1671.3
	增速	24.6%	-13.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	22.0%	20.0%	22.2%	22.5%
互联网服务	收入	410.9	493.1	641.0	833.3
	增速	41.8%	20.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	45.3%	45.3%	45.5%	45.8%
合计	收入	3513.1	3552.0	4118.8	4768.2
	增速	16.8%	1.1%	16.0%	15.8%
	毛利率	33.5%	33.2%	35.4%	36.0%

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)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3513.11	3552.05	4118.84	4768.19	净利润	43.36	-52.20	124.19	275.49
营业成本	2336.43	2371.57	2661.96	3053.00	折旧与摊销	308.39	138.70	138.70	138.70
营业税金及附加	12.02	11.83	13.34	15.74	财务费用	115.98	107.94	83.41	48.26
销售费用	146.81	159.84	172.99	181.19	资产减值损失	-16.31	0.00	0.00	0.00
管理费用	428.27	959.05	1050.30	1168.21	经营营运资本变动	-127.72	-566.95	-60.53	-175.58
财务费用	115.98	107.94	83.41	48.26	其他	-259.71	-308.47	-8.70	-12.51
资产减值损失	-16.31	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	63.99	-697.79	276.59	272.51
投资收益	13.09	0.00	0.00	5.00	资本支出	-148.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	34.15	8.00	8.00	8.00	其他	-69.45	181.00	8.00	13.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-217.52	181.00	8.00	13.00
营业利润	61.57	-55.63	140.81	311.26	短期借款	109.65	-192.57	-154.45	-146.74
其他非经营损益	-3.27	3.43	0.31	1.79	长期借款	186.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	58.31	-52.20	141.12	313.06	股权融资	28.87	0.00	0.00	0.00
所得税	14.95	0.00	16.93	37.57	支付股利	0.00	-13.85	10.49	-24.96
净利润	43.36	-52.20	124.19	275.49	其他	-323.56	-128.31	-83.41	-48.26
少数股东损益	-25.89	0.26	-0.62	-1.38	筹资活动现金流净额	1.22	-334.73	-227.36	-219.96
归属母公司股东净利润	69.24	-52.46	124.81	276.87	现金流量净额	-152.40	-851.53	57.23	65.55
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	1211.33	359.80	417.03	482.58	成长能力				
应收和预付款项	786.49	761.16	740.33	846.03	销售收入增长率	16.78%	1.11%	15.96%	15.77%
存货	854.23	1160.76	1302.89	1494.29	营业利润增长率	104.79%	-190.34%	353.14%	121.05%
其他流动资产	1084.76	47.00	53.61	61.17	净利润增长率	103.37%	-220.39%	337.93%	121.83%
长期股权投资	70.23	70.23	70.23	70.23	EBITDA 增长率	157.68%	-60.69%	89.99%	37.28%
投资性房地产	19.88	19.88	19.88	19.88	获利能力				
固定资产和在建工程	346.76	319.71	292.67	265.62	毛利率	33.49%	33.23%	35.37%	35.97%
无形资产和开发支出	1766.02	1657.73	1549.44	1441.16	三费率	19.67%	34.50%	31.70%	29.30%
其他非流动资产	1005.07	1001.70	998.33	994.96	净利率	1.23%	-1.45%	2.98%	5.71%
资产总计	7144.77	5425.88	5473.33	5708.09	ROE	2.82%	-3.55%	7.73%	14.84%
短期借款	2916.41	2723.83	2569.38	2422.65	ROA	0.61%	-0.96%	2.27%	4.83%
应付和预收款项	611.53	674.01	739.44	851.34	ROIC	5.53%	1.76%	5.90%	9.34%
长期借款	219.27	219.27	219.27	219.27	EBITDA/销售收入	13.83%	5.31%	8.70%	10.32%
其他负债	1858.97	326.95	328.12	345.93	营运能力				
负债合计	5606.18	3954.14	3866.90	3851.13	总资产周转率	0.50	0.57	0.77	0.86
股本	1187.58	1187.58	1187.58	1187.58	固定资产周转率	9.59	10.75	13.58	17.26
资本公积	2218.00	2218.00	2218.00	2218.00	应收账款周转率	5.32	5.59	6.55	7.15
留存收益	-1821.97	-1888.27	-1752.97	-1501.07	存货周转率	1.81	2.06	2.16	2.18
归属母公司股东权益	1554.43	1487.33	1622.63	1874.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.37%	—	—	—
少数股东权益	-15.84	-15.58	-16.20	-17.58	资本结构				
股东权益合计	1538.59	1471.75	1606.43	1856.95	资产负债率	78.47%	72.88%	70.65%	67.47%
负债和股东权益合计	7144.77	5425.88	5473.33	5708.09	带息债务/总负债	55.93%	74.43%	72.12%	68.60%
					流动比率	0.76	0.67	0.74	0.85
					速动比率	0.60	0.33	0.35	0.41
					股利支付率	0.00%	-26.40%	-8.41%	9.02%
					每股指标				
					每股收益	0.06	-0.04	0.11	0.23
					每股净资产	1.31	1.25	1.37	1.58
					每股经营现金	0.05	-0.59	0.23	0.23
					每股股利	0.00	0.01	-0.01	0.02
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	485.94	191.02	362.92	498.22					
PE	145.79	-192.43	80.88	36.46					
PB	6.49	6.79	6.22	5.39					
PS	2.87	2.84	2.45	2.12					
EV/EBITDA	22.64	60.94	31.49	22.51					
股息率	0.00%	0.14%	—	0.25%					

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，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。

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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
北京	张玉树	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@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	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	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	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn