

卫宁健康：中报业绩略低于预期，产品线不断丰富



核心观点

- **半年报业绩略低于预期。**收入增长 15.7%，归母净利润增长-79%，扣除非经常性损益后的净利润增长 15%。公司费用率维持稳定。报告期内，公司研发投入 1.09 亿元，比上年同期增长 89%，占营业收入的 26%。其中资本化金额 6,163 万元，占营业收入的 14.6%；费用化金额 4,747 万元，占营业收入的 11.3%。在传统的医疗卫生信息化领域，着力于新产品的开发和老产品的升级。同时结合公司“双轮驱动”发展模式创新领域的布局，积极拓展“4+1”（即云医、云康、云药、云险+创新服务平台）发展模式。
- **关注人工智能技术研发与产品的进展。**2017 年初，公司成立人工智能（AI）实验室，先后与上海交大、复旦大学、合肥工业大学、中科院大学以及多家医院签订合作协议、成立了联合实验室。公司在已有临床数据中心（CDR）的基础上构建了服务临床科研的大数据平台，通过一系列分布式计算、自然语言处理、机器学习和数据挖掘等技术构建起了探索性分析平台。在医学影像人工智能方面，实验室探索研发了基于深度学习的智能肺结节检测 CAD 系统和智能骨龄评估系统并已整合到公司 PACS 产品中。
- **医疗信息化领域拓展新产品与新客户。**目前，公司服务的医疗机构数量超过 5,000 家，报告期内公司拓展一批新客户，医院条线新拓展南宁市第五人民医院、瑞丽景成医院有限公司、阜阳市第六人民医院等；公卫条线在地域上对天津、重庆、安徽、江苏等地有新突破，并持续开拓安徽、贵州、浙江省级等项目。在新产品方面，升级护理信息系统 NIS、新开发知识库系统服务临床决策支持、研发医养结合产品与家庭医生健康管理产品、打造药品 SPD 和医用耗材 SPD 两大主线产品等，通过产品线叠加不断提升单客户价值。

财务预测与投资建议

- 我们预测 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.13、0.16、0.19（原预测：0.15、0.19、0.25）下调盈利预测原因是传统信息化业务增速下滑，互联网业务拓展不及预期。根据可比公司，对应 2018 年 55 倍 PE，对应目标价为 8.80 元。给予“增持”评级。

风险提示

- 互联网医疗业务拓展不达预期，新产品市场推广不及预期

公司主要财务信息					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	753	954	1,130	1,337	1,574
同比增长	53.3%	26.7%	18.4%	18.3%	17.7%
营业利润（百万元）	102	518	180	217	258
同比增长	13.3%	409.0%	-65.3%	20.7%	18.9%
归属母公司净利润（百万元）	153	519	212	255	304
同比增长	26.1%	240.1%	-59.1%	20.4%	18.9%
每股收益（元）	0.10	0.32	0.13	0.16	0.19
毛利率	54.1%	54.4%	52.8%	52.6%	52.3%
净利率	20.2%	54.3%	18.8%	19.1%	19.3%
净资产收益率	17.1%	30.9%	8.4%	9.1%	10.0%
市盈率（倍）	82.4	24.2	59.2	49.2	41.4
市净率（倍）	12.4	5.4	4.7	4.3	4.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价（2017 年 08 月 30 日）	7.86 元
目标价格	8.80 元
52 周最高价/最低价	23.44/6.64 元
总股本/流通 A 股（万股）	160,046/114,362
A 股市值（百万元）	12,580
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2017 年 08 月 31 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	3.8	8.9	-0.8	-66.3
相对表现 (%)	1.8	5.8	-10.9	-82.0
沪深 300 (%)	2.1	3.0	10.2	15.8



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 **游涓洋**
010-66210783
youjuanyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515080001

相关报告

- 成立人工智能实验室，为长远发展打下基础 2017-07-24
- 中报业绩预告略低于预期，“互联网+健康服务”双轮驱动长远发展 2017-07-18
- 深化“医疗信息化”与“互联网+健康服务”双轮驱动发展战略 2017-04-28

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2017/8/29	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E
万达信息	300168	15.09	0.23	0.28	0.34	0.41	65.30	53.89	45.04	36.80
朗玛信息	300288	31.37	0.25	0.41	0.50	0.50	124.48	76.51	62.74	62.74
海虹控股	000503	24.93	0.03	0.04	0.12	0.17	799.04	700.28	215.47	146.65
乐心医疗	300562	21.58	0.43	0.03	0.29	0.42	50.60	678.62	74.41	51.38
和仁科技	300550	37.28	0.65	0.93	1.10	1.27	57.27	40.09	33.89	29.35
麦迪科技	603990	36.69	0.56	0.73	0.96	1.32	65.68	49.99	38.14	27.73
	最大值						799.04	700.28	215.47	146.65
	最小值						50.60	40.09	33.89	27.73
	平均数						193.73	266.56	78.28	59.11
	调整后平均						78	215	55	45

数据来源：Wind，东方证券研究所

收入分类预测表

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
软件销售					
销售收入 (百万元)	417.5	546.0	644.2	753.8	874.4
增长率	52.2%	30.8%	18.0%	17.0%	16.0%
毛利率	71.6%	65.8%	65.8%	65.8%	65.8%
硬件销售					
销售收入 (百万元)	212.7	229.9	271.3	325.6	390.7
增长率	52.6%	8.1%	18.0%	20.0%	20.0%
毛利率	16.7%	15.8%	15.3%	15.3%	15.3%
技术服务					
销售收入 (百万元)	123.0	178.6	214.3	257.2	308.6
增长率	58.3%	45.2%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	59.7%	69.1%	61.1%	61.1%	61.1%
合计					
销售收入	753.2	954.5	1,129.9	1,336.5	1,573.7
增长率	53.3%	26.7%	18.4%	18.3%	17.7%
综合毛利率	54.1%	54.4%	52.8%	52.6%	52.3%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	227	600	771	721	710	营业收入	753	954	1,130	1,337	1,574
应收账款	555	718	850	1,006	1,184	营业成本	345	436	533	634	750
预付账款	9	14	16	19	23	营业税金及附加	9	13	15	18	21
存货	42	92	112	134	158	营业费用	109	135	162	190	222
其他	81	99	116	135	158	管理费用	160	181	227	266	310
流动资产合计	914	1,523	1,866	2,015	2,233	财务费用	(0)	6	12	12	12
长期股权投资	24	509	509	509	509	资产减值损失	27	44	0	0	0
固定资产	24	66	95	115	128	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	200	454	480	505	526	投资净收益	(0)	379	0	0	0
无形资产	35	29	57	85	111	其他	0	0	0	0	0
其他	539	767	716	756	796	营业利润	102	518	180	217	258
非流动资产合计	821	1,824	1,856	1,969	2,069	营业外收入	53	66	78	93	109
资产总计	1,735	3,347	3,722	3,984	4,302	营业外支出	0	0	5	5	5
短期借款	150	240	240	240	240	利润总额	155	583	253	305	362
应付账款	109	165	202	240	284	所得税	(7)	58	38	46	54
其他	353	424	439	457	477	净利润	161	525	215	259	308
流动负债合计	613	829	881	936	1,000	少数股东损益	9	7	3	3	4
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	153	519	212	255	304
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.10	0.32	0.13	0.16	0.19
其他	75	111	69	59	56						
非流动负债合计	75	111	69	59	56	主要财务比率					
负债合计	687	940	950	996	1,057		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	34	67	70	74	78	成长能力					
股本	555	825	1,600	1,600	1,600	营业收入	53.3%	26.7%	18.4%	18.3%	17.7%
资本公积	137	895	324	324	324	营业利润	13.3%	409.0%	-65.3%	20.7%	18.9%
留存收益	321	619	778	991	1,243	归属于母公司净利润	26.1%	240.1%	-59.1%	20.4%	18.9%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,048	2,407	2,772	2,988	3,245	毛利率	54.1%	54.4%	52.8%	52.6%	52.3%
负债和股东权益	1,735	3,347	3,722	3,984	4,302	净利率	20.2%	54.3%	18.8%	19.1%	19.3%
						ROE	17.1%	30.9%	8.4%	9.1%	10.0%
						ROIC	10.1%	23.8%	5.6%	6.1%	6.7%
						偿债能力					
						资产负债率	39.6%	28.1%	25.5%	25.0%	24.6%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.49	1.84	2.12	2.15	2.23
						速动比率	1.42	1.73	1.99	2.01	2.07
						营运能力					
						应收账款周转率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
						存货周转率	9.9	6.5	5.2	5.1	5.1
						总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4
						每股指标(元)					
						每股收益	0.10	0.32	0.13	0.16	0.19
						每股经营现金流	0.05	0.09	0.08	0.10	0.13
						每股净资产	0.63	1.46	1.69	1.82	1.98
						估值比率					
						市盈率	82.4	24.2	59.2	49.2	41.4
						市净率	12.4	5.4	4.7	4.3	4.0
						EV/EBITDA	97.4	22.4	55.5	45.4	37.8
						EV/EBIT	119.1	23.1	63.0	52.9	44.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

