

卫宁健康(300253)

行业景气驱动收入高增，预示全年业绩无忧

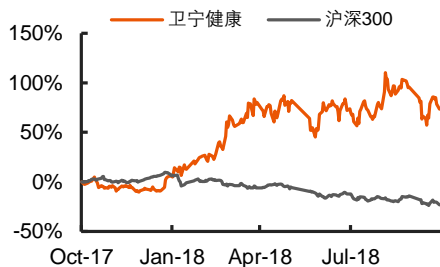
推荐 (维持)

现价: 12.78 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.winning.com.cn
大股东/持股	周炜/11.54%
实际控制人	周炜
总股本(百万股)	1,616
流通 A 股(百万股)	1,191
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	206.51
流通 A 股市值(亿元)	152.25
每股净资产(元)	1.84
资产负债率(%)	21

行情走势图



证券分析师

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
010-56800140
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

研究助理

付强 一般从业资格编号
S1060118050035
FUQIANG021@PINGAN.COM.CN

陈苏 一般从业资格编号
S1060117080005
010-56800139
CHENSU109@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司公布2018年三季度报，前三季度实现营收9.25亿元，同比增长34.19%，实现归母净利润1.93亿元，同比增长44.12%，实现扣非归母净利润1.73亿元，同比增长34.32%，基本EPS为0.1212元。

平安观点:

- **营收延续高增，单季表现超预期:** 前三季度，公司累计实现营收 9.25 亿元，同比增长 34.19%，相比半年报 30.11%的收入增速提高约 4 pct，收入端延续 17Q4 以来的高增长态势。分季度看，Q3 单季收入 3.78 亿元，相比 17Q3 增长 40.56%，超出市场预期。一方面，这反映了政策推动下医疗 IT 行业的高景气；另一方面，旗下子公司卫宁互联网及孙公司纳里健康创新业务的高增长和收入确认也应有所贡献。年初以来，公司单季收入逐季加速增长，考虑到行业正处于景气周期，公司在手订单充足，预计全年收入保持 30%以上的增速无忧。
- **费用率继续下降，利润增势良好:** 费用端来看，公司前三季度销售、管理、研发三项费用同比增速分别为 23.96%、12.3%、25.44%，均明显低于营收增速，这使得期间费用率（33.72%，含利润表列示新规则下的研发费用）相比去年同期（36.97%）下降 3.25 pct，延续了 15 年以来的费用率下降趋势，可能在一定程度上源于产品化模式的规模经济优势。不过，公司前三季度营业成本同比增长 37.49%，高于营收增长，致毛利率相比去年同期下滑 1.2 pct，或许与收入确认时点或业务收入结构有关。
- 此外，公司前三季度非经常性损益（主要为政府补助）利润影响 1900 余万元，相比去年同期 500 万元明显增加，坏账损失计提同比上升近 3000 万元。最终，公司前三季度归母净利润同比增长 44.12%，扣非后同比增速为 34.32%，公司业绩表现良好，符合我们的预期。
- **与蚂蚁金服股权合作落地，业务协同有望逐步显现:** 根据合作方案，公司股东周炜、王英、刘宁将卫宁 5.05%的股份转让于上海云鑫，上海云鑫对

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	954	1204	1587	2111	2767
YoY(%)	26.7	26.1	31.8	33.0	31.1
净利润(百万元)	519	229	324	439	572
YoY(%)	240.1	-55.8	41.3	35.5	30.4
毛利率(%)	54.4	52.3	52.6	53.0	53.5
净利率(%)	54.3	19.0	20.4	20.8	20.7
ROE(%)	21.8	8.6	10.5	12.7	14.5
EPS(摊薄/元)	0.32	0.14	0.20	0.27	0.35
P/E(倍)	39.8	90.2	63.8	47.1	36.1
P/B(倍)	8.8	8.0	6.8	6.0	5.2

卫宁全资子公司卫宁互联网增资 1.93 亿元，获得 30% 股份，同时卫宁与蚂蚁金服、上海云鑫签署框架协议合作协议。根据季报披露信息，双方正在有序推进支付宝接入等各项合作，预计 19 年相关收入将开始形成规模。此外，利润表上对联营及合营企业投资收益依然明显为负，意味着云险、云药等非并表创新业务仍处于投入期。

- **盈利预测与投资建议：**以三季报来看，在医疗 IT 行业高景气的驱动下，年初以来公司收入逐季加速增长，预计全年收入及业绩无忧，但创新业务整体仍处于投入期，盈利拐点还需等待。整体上，公司三季报展现出了良好的经营状况，我们据此对盈利预测进行微调，将 2018-2020 年的 EPS 预测分别调整为 0.20、0.27 (+0.01)、0.35 (+0.01) 元，对应 10 月 29 日收盘价 (12.78 元) 的 P/E 分别为 63.8x/47.1x/36.1x。

当前，公司传统业务正处于高景气周期，并且如电子病历建设标准等政策刚性所衍生的行业利好仍未完全释放，公司作为行业龙头，未来 1-2 年的增长具有较高确定性。同时，公司创新业务在“互联网+医疗健康”领域的布局已初步成型，合作伙伴中不乏蚂蚁金服、中国人寿、国药集团等巨头，前景值得期待。因此，我们看好公司的发展前景以及可预见的业绩表现，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**

- 1) **医疗机构 IT 投入不足。**国内多数医院创收能力有限，加之融资环境严峻，经济下行使得地方财政状况趋于紧张，这可能使得医疗机构 IT 投入不足，限制公司收入和利润增长；
- 2) **互联网医疗发展状况不及预期。**互联网医疗的业务模式、盈利模式等仍未完全定型，普及范围和付费意愿依旧有限，如发展状况持续逊于预期，将对公司创新业务盈利构成限制；
- 3) **政策不确定性。**医疗健康行业受政策影响较大，如政策对医改的支持力度不足，或对互联网医疗构成进一步钳制，将制约公司业务发展。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1710	2702	3625	4680
现金	482	1097	1475	1923
应收账款	955	1251	1684	2162
其他应收款	124	154	216	269
预付账款	22	25	38	45
存货	100	151	180	250
其他流动资产	26	23	32	31
非流动资产	2002	2089	2219	2385
长期投资	544	574	615	660
固定资产	371	398	432	473
无形资产	222	248	291	350
其他非流动资产	864	869	882	902
资产总计	3712	4791	5844	7065
流动负债	956	1607	2250	2930
短期借款	190	818	1171	1686
应付账款	205	279	359	470
其他流动负债	561	509	720	774
非流动负债	97	97	97	97
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	97	97	97	97
负债合计	1053	1704	2347	3027
少数股东权益	63	64	69	84
股本	1608	1616	1616	1616
资本公积	380	499	499	499
留存收益	793	1085	1482	2007
归属母公司股东权益	2596	3023	3428	3954
负债和股东权益	3712	4791	5844	7065

现金流量表单位：百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	80	77	252	227
净利润	230	325	443	587
折旧摊销	27	26	30	35
财务费用	4	20	39	58
投资损失	19	5	-5	-10
营运资金变动	-259	-299	-254	-443
其他经营现金流	59	0	0	0
投资活动现金流	-249	-119	-155	-190
资本支出	162	57	89	121
长期投资	-61	-30	-35	-45
其他投资现金流	-148	-92	-101	-115
筹资活动现金流	52	53	-85	-97
短期借款	-50	25	-13	6
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	783	8	0	0
资本公积增加	-515	119	0	0
其他筹资现金流	-165	-99	-72	-104
现金净增加额	-117	12	13	-61

利润表单位：百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1204	1587	2111	2767
营业成本	575	753	992	1288
营业税金及附加	16	21	28	37
营业费用	156	202	269	353
管理费用	226	282	375	491
财务费用	4	20	39	58
资产减值损失	48	69	88	117
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-19	-5	5	10
营业利润	257	236	325	433
营业外收入	2	127	169	221
营业外支出	3	3	1	1
利润总额	256	362	494	653
所得税	26	37	51	67
净利润	230	325	443	587
少数股东损益	1	2	4	15
归属母公司净利润	229	324	439	572
EBITDA	280	395	546	724
EPS (元)	0.14	0.20	0.27	0.35

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	26.1	31.8	33.0	31.1
营业利润(%)	-50.3	-8.5	38.1	33.0
归属于母公司净利润(%)	-55.8	41.3	35.5	30.4
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	52.3	52.6	53.0	53.5
净利率(%)	19.0	20.4	20.8	20.7
ROE(%)	8.6	10.5	12.7	14.5
ROIC(%)	7.9	8.6	10.0	10.9
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	28.4	35.6	40.2	42.8
净负债比率(%)	-8.9	-9.0	-8.7	-5.9
流动比率	1.8	1.7	1.6	1.6
速动比率	1.7	1.6	1.5	1.5
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4
应付账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.20	0.27	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.05	0.16	0.14
每股净资产(最新摊薄)	1.61	1.87	2.12	2.45
估值比率	-	-	-	-
P/E	90.16	63.80	47.07	36.09
P/B	7.95	6.83	6.02	5.22
EV/EBITDA	73.1	51.8	37.5	28.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033