

证券研究报告—动态报告

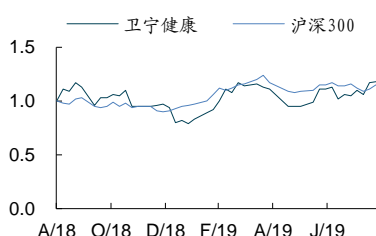
信息技术

软件与服务

卫宁健康(300253)
买入
2019 年半年报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 30 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,624/1,316
总市值/流通(百万元)	24,838/20,127
上证综指/深圳成指	2,894/9,414
12 个月最高/最低(元)	16.76/9.63

相关研究报告:

《卫宁健康-300253-深度报告: 医疗信息化领军企业, 创新业务迎来拐点》——2019-05-24
 《卫宁健康-300253-2019 年一季报点评: 传统业务订单充足, 创新业务开始发力》——2019-04-29
 《卫宁健康-300253-重大事件快评: 蚂蚁入股+增资卫宁健康, 医疗信息化赛道刺刀见红》——2018-06-19
 《卫宁健康-300253-重大事件快评: 费用压缩见成效, 扣非净利润高速增长》——2018-04-25
 《卫宁软件-300253-2012 年三季报点评: 出现业绩向上拐点, 前景光明》——2012-10-25

证券分析师: 熊莉

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030002

证券分析师: 于威业

电话: 0755-81982908
 E-MAIL: yuweiye@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519050001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

传统业务订单持续高增长, 创新业务仍在正常发展轨道

● 业绩符合预期, 创新业务投入增加、结算滞后

2019H1 实现营收 6.70 亿元 (+22.44%), 归母净利润 1.62 亿元 (+36.61%), 扣非归母净利润 1.28 亿元 (+15.06%)。公司业绩符合预期, 处于业绩预告区间下部。公司传统的医疗卫生信息化业务快速增长, 新增千万级订单近 20 个, 2019H1 末预收款为 1.55 亿元, 同比增长 46.06%, 侧面反映订单的高增长。公司创新业务方面, 因第三方支付公司返点费率大幅下调 75% 等原因, 导致卫宁互联网收入同比仅略微增长; 因项目结算滞后等原因, 导致纳里健康收入同比为下降。此外, 铜世圈收入同比高速增长 195.73%; 因承接国家重要项目投入加大, 卫宁科技收入增速放缓, 利润略有下降。创新业务增速放缓主要系公司加大创新投入及结算原因所致, 持续看好公司创新业务发展。

● 毛利率持续上升, 费用率略有增长

2019H1 销售毛利率 51.42%, 同比上升 1.49pp。软件销售和技术服务收入占比持续提高, 带动整体毛利率持续提升。销售费用率 14.97% (+0.69pp), 管理费用率 22.91% (+2.43pp), 财务费用率 0.02% (-0.54pp)。三项费用率合计 37.90%, 同比上升 2.58pp。公司持续开拓医疗信息化市场、深化产品研发, 并且由于一定的收入结算季节性原因导致销售费用率、管理费用率同比略有上升。财务费用率下降主要是报告期内利息支出减少以及利息收入增加所致。

● 经营性现金流改善, 应收及存货周转率较为稳定

2019H1 销售收到的现金 5.04 亿元 (+14.81%), 相对销售额的销售现金含量 75.22%; 经营性现金流量净额-2.04 亿元 (+25.49%)。由于客户结算习惯原因, 公司大部分业务于下半年结算, 上半年经营性现金流为负属于常态, 同比而言, 经营性现金流明显改善。2019H1 应收账款周转 342 天, 同比缩短 2 天; 存货周转 93 天, 同比延长 12 天。

● 风险提示: 电子病历业务拓展不及预期; 创新业务拓展不及预期。
● 投资建议: 维持“买入”评级。

预计 2019-2021 年归母净利润 4.14/5.56/7.35 亿元, 同比增速 37/34/32%; 摊薄 EPS=0.26/0.34/0.45 元, 当前股价对应 PE=60/45/34x。公司是医疗信息化领军企业, “双轮驱动”业绩高速增长, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

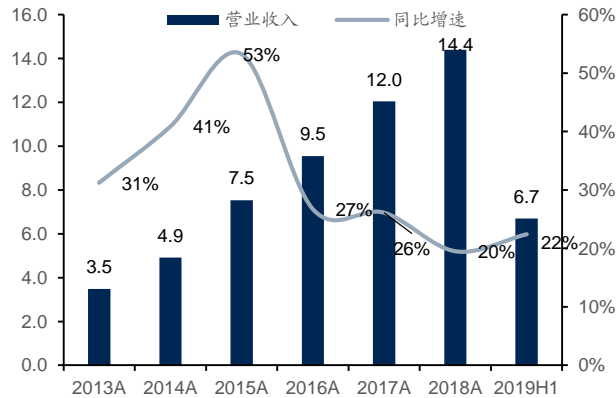
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1204	1,439	1,884	2,457	3,200
(+/-%)	26.1%	19.5%	30.9%	30.4%	30.2%
净利润(百万元)	229	303	414	556	735
(+/-%)	-55.8%	32.4%	36.6%	34.2%	32.1%
摊薄每股收益(元)	0.14	0.19	0.26	0.34	0.45
EBIT Margin	19.2%	28.7%	23.2%	23.5%	23.5%
净资产收益率(ROE)	8.8%	9.7%	11.8%	13.9%	15.8%
市盈率(PE)	107.3	81.8	59.8	44.6	33.8
EV/EBITDA	100.0	58.3	52.6	40.5	31.8
市净率(PB)	9.5	7.9	7.1	6.2	5.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

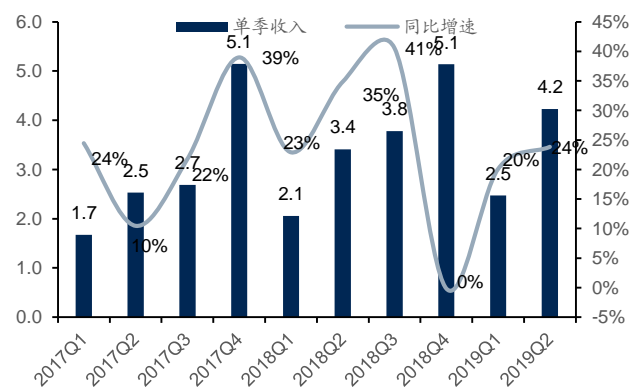
业绩符合预期，订单高速增长。2019H1 实现营收 6.70 亿元 (+22.44%)，归母净利润 1.62 亿元 (+36.61%)，扣非归母净利润 1.28 亿元 (+15.06%)。公司业绩符合预期，处于业绩预告区间下部。公司传统的医疗卫生信息化业务快速增长，2019H1 末预收款为 1.55 亿元，同比增长 46.06%，侧面反映订单的高增长。

图 1：卫宁健康营业收入及增速（单位：亿元、%）



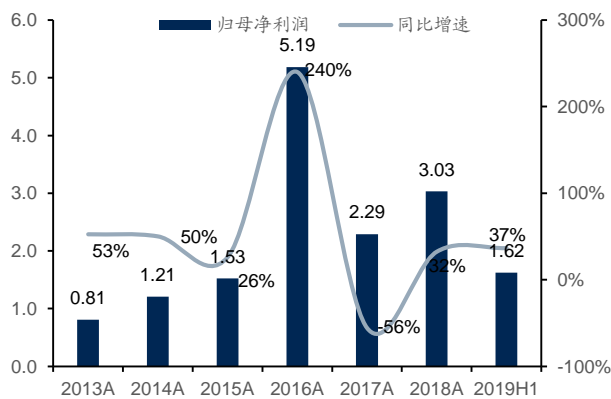
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：卫宁健康单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



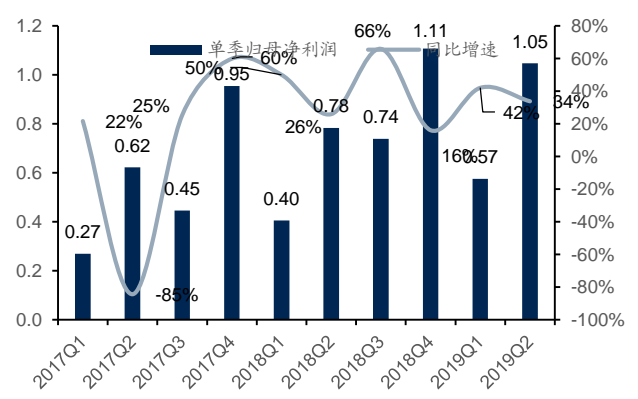
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：卫宁健康归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：卫宁健康单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

创新的互联网+健康服务业务整体有序推进，其中合并报表范围内（主要包括子公司卫宁互联网科技有限公司（卫宁互联网）及其控股子公司纳里健康科技有限公司（纳里健康））的创新业务中，因第三方支付公司返点费率大幅下调（下调幅度达 75%）等原因，导致卫宁互联网（单体）收入同比仅略微增长（其中第二季度收入同比为下降）；因项目结算滞后等原因，导致纳里健康收入同比为下降（其中第二季度收入同比基本持平）。此外，上海钥世圈云健康科技发展有限公司（钥世圈）收入同比高速增长；上海金仕达卫宁软件科技有限公司（卫宁科技）收入同比小幅增长。

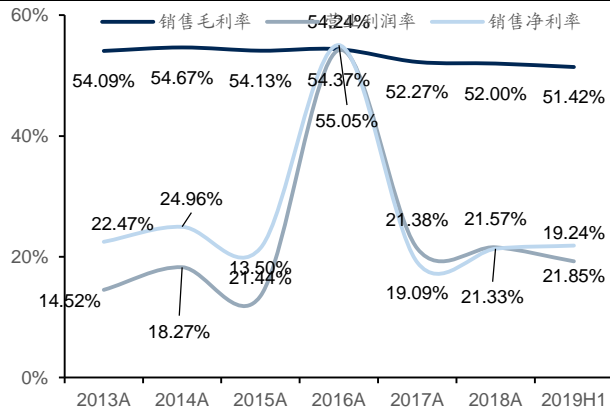
表 1：卫宁健康创新业务子公司 2019H1 业绩表现

	营业收入 (万元)	增速%	净利润 (万元)	增速%	变动原因
纳里健康	1,072.80	-19.49%	-1,423.48	-6.21%	项目结算滞后
卫宁互联网	921.79	2.17%	-361.85	-10637.39%	第三方支付公司返点费率大幅下调 75%
卫宁科技	339.33	4.69%	-2,503.01	-13.76%	因承接国家重要项目投入加大
钥世圈	8,385.39	195.73	-521	-62.98%	收入高速增长，利润基数小正常波动

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

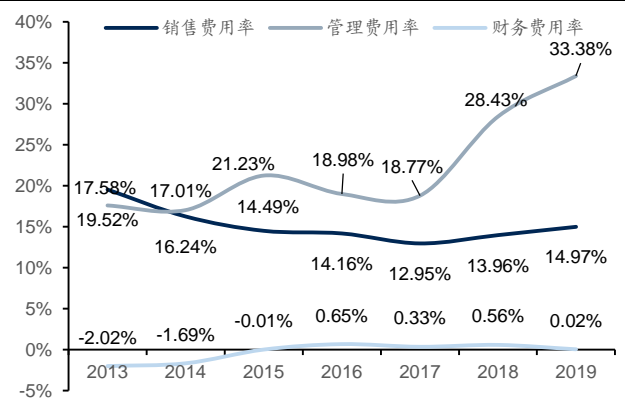
毛利率持续上升，费用率略有增长。2019H1 销售毛利率 51.42%，同比上升 1.49pp，公司软件销售和技术服务收入占比持续提高，带动医疗信息化业务毛利率持续提升。销售费用率 14.97% (+0.69pp)，管理费用率 22.91% (+2.43pp)，财务费用率 0.02% (-0.54pp)。三项费用率合计 37.90%，同比上升 2.58pp。公司持续开拓医疗信息化市场、深化产品研发，并且由于一定的收入结算季节性原因导致销售费用率、管理费用率同比略有上升。财务费用率下降主要是报告期内利息支出减少以及利息收入增加所致。

图 5：卫宁健康毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

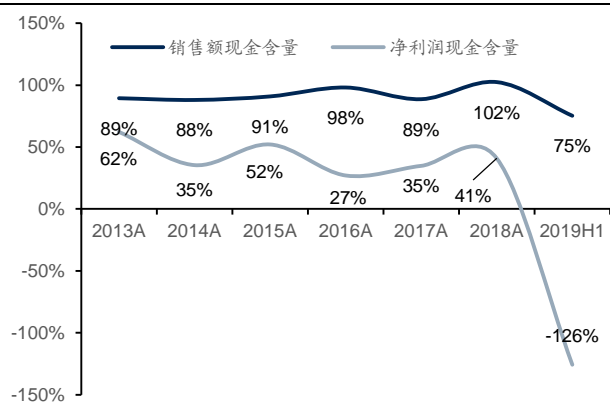
图 6：卫宁健康三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

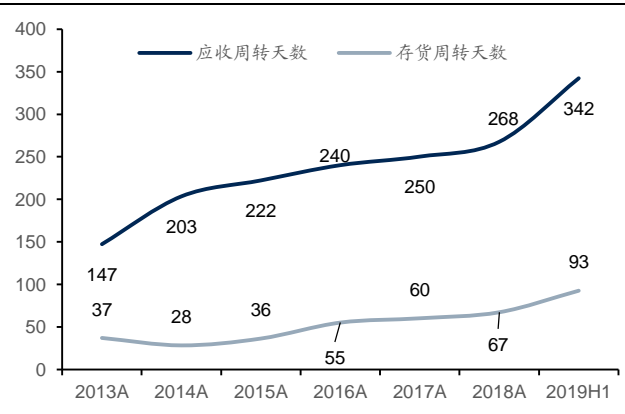
经营性现金流改善，应收及存货周转率较为稳定。2019H1 销售收到的现金 5.04 亿元 (+14.81%)，相对销售额的销售现金含量 75.22%；经营性现金流量净额 -2.04 亿元 (+25.49%)。由于客户结算习惯原因，公司大部分业务于下半年结算，上半年经营性现金流为负属于常态，同比而言，经营性现金流明显改善。2019H1 应收账款周转 342 天，同比缩短 2 天；存货周转 93 天，同比延长 12 天。

图 7：卫宁健康经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：卫宁健康主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级。预计 2019-2021 年归母净利润 4.14/5.56/7.35 亿元，同比增速 37/34/32%；摊薄 EPS=0.26/0.34/0.45 元，当前股价对应 PE=60/45/34x。公司是医疗信息化领军企业，“双轮驱动”业绩高速增长，维持“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190426	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
300253	卫宁健康	15.21	247.09	0.2	0.3	0.3	0.5	81.8	59.8	44.6	33.8	10.6	0.58	买入
300451	创业慧康	16.59	120.83	0.3	0.4	0.5	0.7	57.2	40.5	30.7	23.7	9.8	1.85	增持
300168	万达信息	11.91	130.94	0.2	0.4	0.5	0.6	54.4	30.2	26.1	19.2	7.3	0.62	无
300078	思创医惠	11.48	92.75	0.2	0.2	0.3	0.4	63.8	47.8	35.9	26.7	6.7	1.47	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测和整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	515	683	586	669	营业收入	1439	1884	2457	3200
应收款项	1331	1743	2273	2960	营业成本	691	839	1088	1418
存货净额	158	184	240	315	营业税金及附加	16	21	28	36
其他流动资产	58	76	99	129	销售费用	201	245	319	416
流动资产合计	2067	2691	3203	4079	管理费用	118	342	445	578
固定资产	436	509	574	629	财务费用	8	(6)	(10)	(17)
无形资产及其他	117	113	110	106	投资收益	(8)	10	10	10
投资性房地产	1077	1077	1077	1077	资产减值及公允价值变动	(60)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	541	538	535	532	其他收入	(27)	0	0	0
资产总计	4237	4928	5499	6422	营业利润	310	423	567	750
短期借款及交易性金融负债	169	500	300	200	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	197	230	300	394	利润总额	310	423	567	750
其他流动负债	516	718	938	1226	所得税费用	3	4	5	7
流动负债合计	882	1448	1538	1820	少数股东损益	4	5	6	9
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	303	414	556	735
其他长期负债	81	64	48	32					
长期负债合计	81	(166)	(182)	(198)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	963	1282	1355	1621	净利润	303	414	556	735
少数股东权益	140	145	150	158	资产减值准备	12	7	5	6
股东权益	3134	3501	3993	4643	折旧摊销	29	59	68	78
负债和股东权益总计	4237	4928	5499	6422	公允价值变动损失	60	30	30	30
					财务费用	8	(6)	(10)	(17)
					营运资本变动	(509)	(230)	(331)	(420)
					其它	(8)	(3)	0	1
					经营活动现金流	(114)	278	329	430
					资本开支	64	(165)	(165)	(165)
					其它投资现金流	(0)	0	0	0
					投资活动现金流	67	(162)	(162)	(162)
					权益性融资	235	0	0	0
					负债净变化	0	(230)	0	0
					支付股利、利息	(35)	(48)	(64)	(84)
					其它融资现金流	(86)	331	(200)	(100)
					融资活动现金流	79	53	(264)	(184)
					现金净变动	33	168	(97)	84
					货币资金的期初余额	482	515	683	586
					货币资金的期末余额	515	683	586	669
					企业自由现金流	(6)	97	144	239
					权益自由现金流	(92)	203	(46)	156

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.19	0.26	0.34	0.45
每股红利	0.02	0.03	0.04	0.05
每股净资产	1.93	2.16	2.46	2.86
ROIC	16%	15%	18%	21%
ROE	10%	12%	14%	16%
毛利率	52%	55%	56%	56%
EBIT Margin	29%	23%	23%	24%
EBITDA Margin	31%	26%	26%	26%
收入增长	20%	31%	30%	30%
净利润增长率	32%	37%	34%	32%
资产负债率	26%	29%	27%	28%
息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
P/E	81.8	59.8	44.6	33.8
P/B	7.9	7.1	6.2	5.3
EV/EBITDA	58.3	52.6	40.5	31.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032