

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 16.48
合理价格区间(元): 17.00~18.70

谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 021-29872036
xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

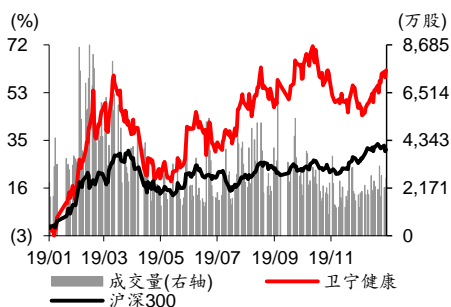
郭梁良 执业证书编号: S0570519090005
研究员 021-28972067
guoliangliang@htsc.com

金兴 010-56793957
联系人 jinxing@htsc.com

相关研究

- 1 《卫宁健康(300253 SZ,增持): 业绩增长提速, 交付效率有望提升》2019.10
- 2 《卫宁健康(300253 SZ,增持): 边际提速, 进入业绩兑现期》2019.10
- 3 《卫宁健康(300253 SZ,增持): 双轮驱动的医疗信息化龙头》2019.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩稳健增长, 龙头地位稳固

卫宁健康(300253)

2019年业绩预告净利润增速25%至45%, 维持“增持”评级

根据公司业绩预告, 2019年归母净利润为3.80亿元-4.41亿元, 同比增长25%至45%, 扣非净利润约为3.24亿元-3.85亿元, 同比增长16%-38%。19Q4公司归母净利润为1.07亿元-1.68亿元, 同比变化-4%-51%, 若按中位数计算, 19Q4净利润增长23%。公司预计2019年度总的营业收入同比增长将超过30%, 业绩符合预期。电子病历建设和院内互联互通平台建设需求的密集释放是驱动公司业绩增长的主要原因。2020年公司计划推出HIS6.0新产品, 交付效率有望提升。预计2019-2021年公司EPS分别为0.25 / 0.34 / 0.47元, 目标价17-18.7元, 维持“增持”评级。

2019硕果累累, 云药带动创新业务营收增长

根据公司官网, 2019年公司助力4家医院通过电子病历五级评审, 2家医院通过互联互通五乙评审, 4家医院通过互联互通四甲评审。创新业务方面, 卫宁互联网覆盖全国4000余家医疗机构, 获批89张互联网医院执业许可证, 承建6个省级互联网医院监管平台。卫宁付累计交易额突破300亿元, 成为阿里健康排名第一的医疗行业核心服务商。云药房平台对接全国25个省, 近8万家药店、医疗服务机构及50家商业保险公司。云药营收规模连续三年高速增长。

云险投入较大, 拖累创新业务盈利

创新业务2019年亏损幅度略超预期, 拖累公司整体业绩。并表业务中卫宁互联网受支付返佣费率下调影响, 出现亏损; 云医业务主体纳里健康有所减亏, 但部分项目结算出现滞后。非并表业务中, 云药主体钥世圈实现减亏, 收入高速增长; 云险主体卫宁科技因承接国家医保局医保运行监管子系统设计项目, 所需投入较大, 亏损额度较大。但我们认为, 卫宁科技承接医保基金监管子系统设计项目具有更长远意义。未来公司有望依托对医保基金监管方面的深厚理解切入商保领域, 提供智能风控, AI核保等服务。

2020交付效率有望提升, 维持“增持”评级

公司计划于2020年推出HIS6.0新产品, 新产品旨在通过建立标准化、自动化的模块, 实现敏捷交付, 稳定部署, 进而提升扩张弹性。我们预计, 2019-2021年归母净利润分别为4.11亿元、5.63亿元、7.74亿元, EPS分别为0.25 / 0.34 / 0.47元, 对应PE分别为66/48/35倍。可比公司2020年PE均值为38倍, 考虑到公司龙头地位, 应享有龙头溢价, 给予公司2020年PE50-55倍目标, 目标价为17.00-18.70元, 维持“增持”评级。

风险提示: 电子病历评级达标率低于预期, 医保IT建设力度低于预期, 平台化推广进展慢于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,641
流通A股(百万股)	1,322
52周内股价区间(元)	9.89-17.45
总市值(百万元)	27,047
总资产(百万元)	4,658
每股净资产(元)	2.15

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,204	1,439	1,914	2,608	3,350
+/-%	26.12	19.52	33.06	36.25	28.42
归属母公司净利润(百万元)	229.04	303.31	410.96	563.29	774.28
+/-%	(55.84)	32.42	35.50	37.06	37.46
EPS(元, 最新摊薄)	0.14	0.18	0.25	0.34	0.47
PE(倍)	118.10	89.18	65.82	48.02	34.94

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值表

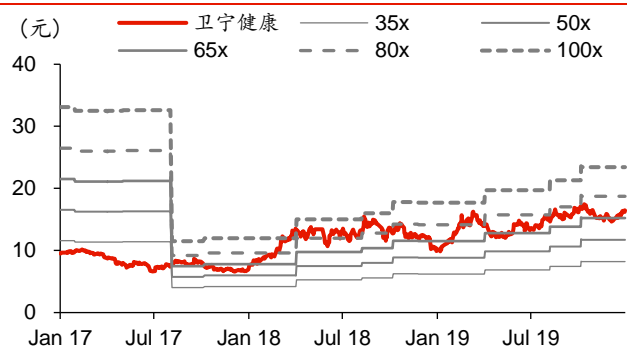
证券代码	证券简称	收盘价 2020/1/22	总市值 亿元	EPS				PE			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
300078.SZ	思创医惠	13.37	114.89	0.17	0.24	0.32	0.43	80	57	41	31
300451.SZ	创业慧康	19.97	147.73	0.29	0.38	0.52	0.67	69	53	38	30
300550.SZ	和仁科技	29.36	34.44	0.34	0.57	0.87	1.21	85	51	34	24
002777.SZ	久远银海	37.95	85.12	0.53	0.70	0.96	1.26	72	55	40	30
	平均		99.02	0.27	0.47	0.67	0.89	77	54	38	29
300253.SZ	卫宁健康	16.48	270.45	0.18	0.25	0.34	0.47	89	66	48	35

注: 卫宁健康 EPS 为华泰预测, 可比公司为 Wind 一致预期

资料来源: Wind、华泰证券研究所

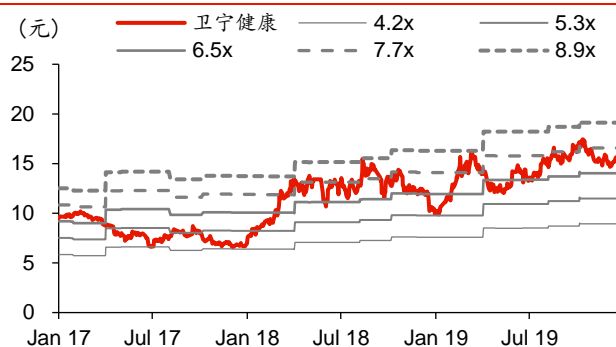
PE/PB - Bands

图表2: 卫宁健康历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 卫宁健康历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,710	2,067	2,820	3,428	4,309
现金	482.05	514.65	884.56	761.32	871.02
应收账款	955.02	1,184	1,512	2,092	2,697
其他应收账款	124.25	142.09	186.82	260.45	330.74
预付账款	22.47	35.71	34.84	49.62	65.97
存货	100.40	157.87	174.88	229.26	307.68
其他流动资产	25.97	32.45	26.93	34.91	37.34
非流动资产	2,002	2,170	2,220	2,274	2,319
长期投资	544.11	541.05	541.05	541.05	541.05
固定投资	371.31	435.37	471.73	494.76	511.40
无形资产	95.35	116.92	125.35	133.79	142.22
其他非流动资产	991.38	1,077	1,082	1,104	1,124
资产总计	3,712	4,237	5,040	5,702	6,628
流动负债	956.46	882.25	1,189	1,323	1,526
短期借款	190.00	151.14	193.71	178.28	174.38
应付账款	205.31	194.75	289.69	368.91	458.27
其他流动负债	561.15	536.36	705.79	776.22	892.96
非流动负债	96.86	80.53	77.91	79.02	79.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	96.86	80.53	77.91	79.02	79.15
负债合计	1,053	962.78	1,267	1,402	1,605
少数股东权益	62.86	140.35	145.12	151.67	160.66
股本	1,608	1,622	1,641	1,641	1,641
资本公积	380.05	535.18	535.18	535.18	535.18
留存公积	793.46	1,073	1,451	1,971	2,686
归属母公司股东权益	2,596	3,134	3,628	4,148	4,862
负债和股东权益	3,712	4,237	5,040	5,702	6,628

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	79.79	123.89	319.82	23.94	255.00
净利润	229.74	306.83	415.74	569.83	783.28
折旧摊销	27.10	29.70	50.81	55.72	60.37
财务费用	3.94	8.02	(14.66)	(18.75)	(19.19)
投资损失	18.70	8.09	3.00	(5.40)	(6.50)
营运资金变动	(258.50)	(279.31)	(205.05)	(685.73)	(683.80)
其他经营现金	58.81	50.57	69.97	108.27	120.84
投资活动现金	(249.06)	(250.30)	(117.45)	(101.12)	(95.89)
资本支出	161.66	167.19	92.00	84.00	80.00
长期投资	60.95	21.35	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(26.44)	(61.76)	(25.45)	(17.12)	(15.89)
筹资活动现金	52.36	156.76	167.54	(46.06)	(49.41)
短期借款	(50.00)	(38.87)	42.58	(15.43)	(3.91)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	782.68	14.28	19.52	0.00	0.00
资本公积增加	(515.17)	155.14	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(165.15)	26.22	105.44	(30.63)	(45.50)
现金净增加额	(116.91)	30.36	369.90	(123.24)	109.70

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,204	1,439	1,914	2,608	3,350
营业成本	574.61	690.61	854.21	1,131	1,451
营业税金及附加	16.18	16.20	22.02	31.30	40.20
营业费用	155.83	200.84	268.02	365.18	468.98
管理费用	115.66	118.08	150.00	250.00	230.00
财务费用	3.94	8.02	(14.66)	(18.75)	(19.19)
资产减值损失	48.07	59.58	50.71	52.79	54.36
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(18.70)	(8.09)	(3.00)	5.40	6.50
营业利润	257.40	310.28	419.79	576.11	790.72
营业外收入	2.06	0.09	1.08	0.58	0.83
营业外支出	3.24	0.85	1.47	1.85	1.39
利润总额	256.22	309.52	419.39	574.84	790.16
所得税	26.48	2.69	3.65	5.00	6.88
净利润	229.74	306.83	415.74	569.83	783.28
少数股东损益	0.70	3.52	4.77	6.54	9.00
归属母公司净利润	229.04	303.31	410.96	563.29	774.28
EBITDA	288.43	348.00	455.95	613.08	831.90
EPS (元, 基本)	0.14	0.19	0.25	0.34	0.47

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	26.12	19.52	33.06	36.25	28.42
营业利润	(50.28)	20.55	35.29	37.24	37.25
归属母公司净利润	(55.84)	32.42	35.50	37.06	37.46
获利能力 (%)					
毛利率	52.27	52.00	55.38	56.64	56.68
净利率	19.03	21.08	21.47	21.59	23.11
ROE	8.82	9.68	11.33	13.58	15.92
ROIC	14.16	15.03	17.37	18.82	21.62
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.37	22.72	25.14	24.60	24.21
净负债比率 (%)	23.28	17.59	18.92	15.55	13.03
流动比率	1.79	2.34	2.37	2.59	2.82
速动比率	1.68	2.16	2.22	2.42	2.62
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.36	0.41	0.49	0.54
应收账款周转率	1.22	1.14	1.20	1.23	1.19
应付账款周转率	3.11	3.45	3.53	3.43	3.51
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.18	0.25	0.34	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.08	0.19	0.01	0.16
每股净资产(最新摊薄)	1.58	1.91	2.21	2.53	2.96
估值比率					
PE (倍)	118.10	89.18	65.82	48.02	34.94
PB (倍)	10.42	8.63	7.46	6.52	5.56
EV_EBITDA (倍)	90.22	74.78	57.07	42.45	31.28

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com