

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年02月17日
市场数据

目前股价	22
总市值（亿元）	361.04
流通市值（亿元）	290.32
总股本（万股）	164,110
流通股本（万股）	131,964
12个月最高/最低	23.06/11.24

分析师

分析师：周伟佳 S1070514110001

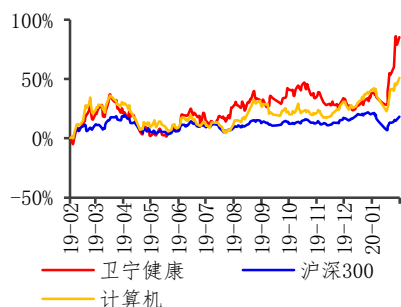
☎ CFA, ACCA 0755-83516551

联系人（研究助理）：李雪薇

S1070118060010

☎ 021-31829697

✉ lixuewei@cgs.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

 <<传统业务业绩释放逐步体现，政策加持
 互联网+医疗健康>> 2019-10-28

纳里健康树立首个大型城市级医保在线支付项目，行业痛点或将集中解决

——卫宁健康（300253）公司动态点评
盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1204	1439	1993	2674	3526
(+/-%)	26.1%	19.5%	38.5%	34.2%	31.9%
净利润	229	303	413	560	694
(+/-%)	-55.8%	32.4%	36.2%	35.5%	24.1%
摊薄 EPS	0.14	0.19	0.25	0.34	0.43
PE	108	82	60	44	36

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**纳里健康公众号于2020年2月17日发布消息，目前，浙江省医保局、杭州市医保局已开通互联网医院复诊配药与医保在线支付服务，纳里健康急速对接市级医保，树立首个大型城市级医保在线支付项目样板。
- **继福建、山东、四川等地陆续出台“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策以来，浙江省、杭州市又出台互联网医保纳入政策，医保未纳入的行业痛点或将于2020年集中解决：**自2019年8月以来，福建、山东、四川等地就积极相应国家号召，陆续出台《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的实施意见》，《意见》对纳入医保的互联网医疗项目（例如互联网复诊、多/单学科远程会诊、远程检测）作了明确规定，并就医保支付标准和首先自付比例等作出了明确规定。此次浙江省、杭州市又开通互联网医院复诊配药与医保在线支付服务，进一步说明了当前政府机构及各级医疗机构对互联网医疗需求的迫切性。一直以来，医保未能脱卡支付以及未纳入互联网医疗是互联网医疗的核心痛点，2019年8月30日，国家医保局发布《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》将互联网医疗带入了健康发展的快轨道，我们预计在2020年全国其余各省份将陆续出台互联网医疗纳入医保的相关政策，快速提升行业景气度。
- **纳里健康树立首个大型城市级医保在线支付项目，示范效应快速显现：**2月12日，杭州市卫健委、杭州市医保局在主城区社区卫生服务中心上线：“互联网+诊疗服务”试点工作，重点解决患病患者的续方购药难题。作为杭州市互联网医院的承建方，纳里健康联合杭州市金投集团、阿里健康，仅用三天的时间便打通了互联网医院全流程医保在线支付的“最后一公里”，在全国范围内率先实现医保脱卡支付，为患者带去“互联网复诊+处方在线流转+医保自动结算+药品配送到家”的一体化服务体验。通过在线化运行，纳里健康树立了全国首个实现医保在线支付的大型城市级样板，真正实现了医疗、医保、医药三者的有效联动。此次首批试点共计

开通三家互联网复诊配药服务的省级医院，纳里健康负责浙江大学医学院附属邵逸夫医院、浙江省中医院两家，同时还打通杭州市医保，进一步体现了公司在互联网医疗中的实力。2月6日，国家卫健委发文《国家卫生健康委办公厅关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》，提出要做好互联网医疗工作，并且对监管和规范提出严格要求，此次文件也是再一次把邵逸夫医院作为互联网医院典型案例进行推广，预计未来公司互联网医疗的示范效应将快速显现。

- **投资建议：**卫宁健康自成立以来一直专注于医疗健康信息化领域，业务覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域，是国内医疗健康信息行业具有竞争力的整体产品、解决方案与服务供应商。公司当前业务主要分为传统医疗信息化以及创新业务两个部分，两部分相互补充相互促进。未来随着医疗信息化行业各项政策的陆续落地与实施，公司在传统业务领域有望凭借扎实的客户基础以及完善的产品布局深度受益行业发展；在创新业务领域，互联网医疗即将广泛接入医保支付，行业痛点有望解决，利好整体板块。考虑到公司在医疗信息化的行业地位以及互联网医疗的深入布局，我们预计公司 2019-2021 年将实现营业收入 19.93、26.74、35.26 亿元，实现净利润 4.13、5.60、6.94 亿元，对应 PE 分别为 60X、44X 以及 36X，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**医疗信息化政策、互联网医疗政策落不及预期风险；创新业务拓展不及预期风险；订单落地不及预期风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1203.76	1438.76	1992.87	2673.71	3526.46	成长性					
营业成本	574.61	690.61	909.73	1126.96	1483.98	营业收入增长	26.1%	19.5%	38.5%	34.2%	31.9%
销售费用	155.83	200.84	259.27	360.54	467.16	营业成本增长	31.9%	20.2%	31.7%	23.9%	31.7%
管理费用	115.66	118.08	185.54	241.75	312.20	营业利润增长	-50.3%	20.5%	40.4%	38.6%	22.9%
研发费用	110.23	147.21	233.80	340.41	477.19	利润总额增长	-56.1%	20.8%	40.5%	38.6%	22.9%
财务费用	3.94	8.02	15.06	51.37	90.45	净利润增长	-55.8%	32.4%	36.2%	35.5%	24.1%
其他收益	95.08	120.12	168.17	201.80	242.16	盈利能力					
投资净收益	-18.70	-8.09	-15.74	-7.35	-7.48	毛利率	52.3%	52.0%	54.4%	57.9%	57.9%
营业利润	257.40	310.28	435.68	603.68	741.77	销售净利率	19.1%	21.3%	20.9%	21.1%	19.9%
营业外收支	-1.18	-0.76	-0.82	-1.08	-0.87	ROE	8.6%	9.4%	11.4%	13.6%	14.6%
利润总额	256.22	309.52	434.86	602.61	740.90	ROIC	14.1%	15.2%	17.6%	18.0%	19.0%
所得税	26.48	2.69	18.07	38.12	40.17	营运效率					
少数股东损益	0.70	3.52	3.72	4.97	6.51	销售费用/营业收入	12.9%	14.0%	13.0%	13.5%	13.2%
净利润	229.04	303.31	413.06	559.52	694.22	管理费用/营业收入	9.6%	8.2%	9.3%	9.0%	8.9%
						研发费用/营业收入	9.2%	10.2%	11.7%	12.7%	13.5%
资产负债表						财务费用/营业收入	0.3%	0.6%	0.8%	1.9%	2.6%
						投资收益/营业利润	-7.3%	-2.6%	-3.6%	-1.2%	-1.0%
流动资产	1710.15	2066.82	3169.47	4479.60	5617.99	所得税/利润总额	10.3%	0.9%	4.2%	6.3%	5.4%
货币资金	482.05	514.65	1120.07	1680.34	2027.28	应收账款周转率	1.43	1.34	1.43	1.41	1.41
应收票据及应收账款合计	965.35	1188.68	1617.06	2193.65	2853.53	存货周转率	5.98	5.35	5.66	5.51	5.58
其他应收款	124.25	142.09	214.03	268.27	368.56	流动资产周转率	0.74	0.76	0.76	0.70	0.70
存货	100.40	157.87	163.40	245.99	285.49	总资产周转率	0.34	0.36	0.41	0.42	0.45
非流动资产	2002.15	2170.49	2348.63	2611.25	2944.24	偿债能力					
固定资产	371.31	435.37	505.44	622.66	803.24	资产负债率	28.4%	22.7%	33.6%	41.4%	44.0%
资产总计	3712.30	4237.32	5518.10	7090.85	8562.23	流动比率	1.79	2.34	1.79	1.57	1.52
流动负债	956.46	882.25	1775.53	2856.90	3686.44	速动比率	1.64	2.09	1.66	1.45	1.42
短期借款	190.00	151.14	792.64	1791.89	2168.70	每股指标 (元)					
应付款项	206.76	197.00	361.86	324.91	575.79	EPS	0.14	0.19	0.25	0.34	0.43
非流动负债	96.86	80.53	80.53	80.53	80.53	每股净资产	1.60	1.93	2.16	2.46	2.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.09	0.01	0.16	0.01	0.33
负债合计	1053.32	962.78	1856.06	2937.44	3766.97	每股经营现金/EPS	0.67	0.04	0.64	0.02	0.76
股东权益	2658.99	3274.53	3658.91	4150.29	4792.13	估值					
股本	1607.59	1621.87	1624.99	1624.99	1624.99	PE	108.12	81.65	59.95	44.26	35.67
留存收益	793.46	1072.53	1445.25	1949.91	2576.33	PEG	4.65	3.42	-8.07	1.27	1.13
少数股东权益	62.86	140.35	144.07	149.04	155.55	PB	9.54	7.90	7.05	6.19	5.34
负债和权益总计	3712.30	4237.32	5518.10	7090.85	8562.23	EV/EBITDA	87.79	73.78	50.69	36.03	28.59
						EV/SALES	20.45	17.07	12.34	9.36	7.11
现金流量表						EV/IC	8.59	7.43	5.70	4.32	3.68
						ROIC/WACC	1.45	1.57	1.81	1.97	2.09
经营活动现金流	79.79	123.89	265.87	10.80	530.80	REP	5.91	4.74	3.15	2.19	1.76
其中营运资本减少	-118.10	-322.41	-227.21	-667.74	-338.73						
投资活动现金流	-249.06	-250.30	-239.37	-325.31	-411.33						
其中资本支出	161.66	167.19	199.20	275.68	346.05						
融资活动现金流	52.36	156.76	-43.15	-134.20	-144.48						
净现金总变化	-116.91	30.36	-16.66	-448.70	-25.01						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>