

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年02月28日
市场数据

目前股价	25.72
总市值（亿元）	422.09
流通市值（亿元）	339.41
总股本（万股）	164,110
流通股本（万股）	131,964
12个月最高/最低	28.27/11.87

分析师

分析师：周伟佳 S1070514110001

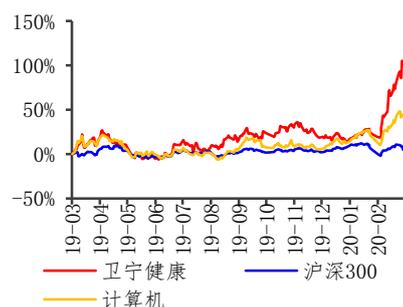
☎ CFA, ACCA 0755-83516551

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

<<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>>

2020-02-17

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

业绩符合预期，可转债助力公司加码互联网医疗

——卫宁健康（300253）公司2019年业绩快报点评

盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1204	1439	1907	2492	3227
(+/-%)	26.1%	19.5%	32.6%	30.6%	29.5%
净利润	229	303	399	491	617
(+/-%)	-55.8%	32.4%	31.7%	23.0%	25.7%
摊薄 EPS	0.14	0.19	0.25	0.30	0.38
PE	182	138	105	85	68

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**公司于2020年2月28日下午发布业绩快报，2019年度公司实现营业收入19.06亿元，较上年同期增长32.45%；归属于上市公司股东的净利润4.00亿元，较上年同期增长31.95%。
- 业绩符合预期，如同期扣除创新业务亏损影响净利润同比增加约36%：**据业绩快报显示，2019年度，公司预计实现归母净利润4.00亿元，位于此前业绩预告区间[3.795亿元-4.405亿元]的中枢。**传统业务端**，公司核心产品软件销售及技术服务业务收入保持快速增长，合计占营业收入的比重为75.49%；硬件销售业务占营业收入的比重为23.69%，受上年同期为负增长的因素，本期收入增长更为明显。**创新业务方面，互联网+医疗健康业务整体有序推进；**其中因建设费大幅增长、第三方支付公司返点费率大幅下调等原因，综合导致卫宁互联网（单体）收入同比增长0.78%，且出现亏损；因互联网医院业务持续推进及加大投入、原结算滞后的部分项目进行结算等原因，导致纳里健康收入同比增长18.05%，且同比亏损有所加大。此外，钥世圈收入同比增长104.98%，且同比有所减亏；卫宁科技收入同比增长40.02%，但因承建国家医保局等重要项目投入加大等原因，亏损额同比大幅增加，且因此导致整个创新业务板块亏损额同比大幅增加（亏损额占比约为62.79%）。**按权益计算，创新业务对公司的影响由2018年的-2,605.08万元增至-4,859.98万元；如同期扣除创新业务的亏损影响，则公司净利润同比增加约36%，超过归母净利润增速。**
- 拟公开发行可转债14亿，加码传统及创新业务发展：**公司于2月19日晚间发布公开发行可转换公司债券预案，拟公开发行不超过14亿元的可转换公司债券，债券期限为六年，募集资金将用于新一代智慧医疗产品开发及云服务项目、互联网医疗及创新运营服务项目、营销服务体系扩建项目以及补充流动资金及偿还银行贷款项目，分别投入4.9亿元、3.5亿元、1.4亿元以及4.2亿元。其中，新一代智慧医疗产品开发及云服务项目主要围绕医疗健康服务业的发展需求，从医疗机构、保险机构、政府以及医

生、患者、老人等方面构建新一代智慧医疗产品及云计算服务，将对公司既有产品线进行升级以及建立基于中台的智慧医疗健康信息产品，完善云计算服务业务运营体系；**互联网医疗及创新运营服务项目**依托互联网开展医疗、商保数字化理赔、药品耗材供应链管理等创新业务项目；**营销服务体系扩建项目**将升级上海总部和两个大区级营销服务中心（哈尔滨、贵阳）和新建十一个省级营销服务中心（广西、海南、江西、河北、内蒙古、辽宁、吉林、宁夏、甘肃、青海、西藏）。可以看到，募投项目将从传统业务、创新业务、营销体系等多方面提升公司整体实力，助力公司持续开拓医疗信息化行业的新领地。

- **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。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 19.07、24.92、32.27 亿元，实现净利润 3.99、4.91、6.17 亿元，对应 PE 分别为 105X、85X 以及 68X，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	1907.26	2491.83	3226.58	成长性					
营业成本	574.61	690.61	897.98	1124.01	1428.35	营业收入增长	26.1%	19.5%	32.6%	30.6%	29.5%
销售费用	155.83	200.84	256.57	341.53	438.14	营业成本增长	31.9%	20.2%	30.0%	25.2%	27.1%
管理费用	115.66	118.08	177.57	225.31	285.65	营业利润增长	-50.3%	20.5%	31.6%	28.8%	24.2%
研发费用	110.23	147.21	208.49	297.31	410.80	利润总额增长	-56.1%	20.8%	31.7%	28.7%	24.3%
财务费用	3.94	8.02	8.98	38.55	72.61	净利润增长	-55.8%	32.4%	31.7%	23.0%	25.7%
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%	52.9%	54.9%	55.7%
营业利润	257.40	310.28	408.46	525.90	653.39	销售净利率	19.1%	21.3%	21.1%	19.9%	19.3%
营业外收支	-1.18	-0.76	-0.82	-1.08	-0.87	ROE	8.6%	9.4%	11.1%	12.2%	13.5%
利润总额	256.22	309.52	407.64	524.82	652.52	ROIC	14.1%	15.2%	17.9%	16.7%	18.4%
所得税	26.48	2.69	4.71	29.26	29.26	营运效率					
少数股东损益	0.70	3.52	3.60	4.36	5.79	销售费用/营业收入	12.9%	14.0%	13.5%	13.7%	13.6%
净利润	229.04	303.31	399.33	491.20	617.47	管理费用/营业收入	9.6%	8.2%	9.3%	9.0%	8.9%
资产负债表						研发费用/营业收入	9.2%	10.2%	10.9%	11.9%	12.7%
流动资产	1710.15	2066.82	2933.43	4210.76	5043.52	财务费用/营业收入	0.3%	0.6%	0.5%	1.5%	2.3%
货币资金	482.05	514.65	1026.96	1568.45	1809.86	投资收益/营业利润	-7.3%	-2.6%	-3.9%	-1.4%	-1.1%
应收票据及应收账款合计	965.35	1188.68	1496.54	2054.95	2563.05	所得税/利润总额	10.3%	0.9%	1.2%	5.6%	4.5%
其他应收款	124.25	142.09	198.73	250.76	331.92	应收账款周转率	1.43	1.34	1.43	1.41	1.41
存货	100.40	157.87	159.25	249.06	262.48	存货周转率	5.98	5.35	5.66	5.51	5.58
非流动资产	2002.15	2170.49	2322.01	2550.86	2842.21	流动资产周转率	0.74	0.76	0.76	0.70	0.70
固定资产	371.31	435.37	490.06	586.44	737.87	总资产周转率	0.34	0.36	0.40	0.41	0.44
资产总计	3712.30	4237.32	5255.43	6761.62	7885.73	偿债能力					
流动负债	956.46	882.25	1526.72	2610.46	3170.20	资产负债率	28.4%	22.7%	30.6%	39.8%	41.2%
短期借款	190.00	151.14	561.39	1532.34	1749.60	流动比率	1.79	2.34	1.92	1.61	1.59
应付款项	206.76	197.00	354.64	330.33	536.60	速动比率	1.64	2.09	1.78	1.48	1.48
非流动负债	96.86	80.53	80.53	80.53	80.53	每股指标 (元)					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.14	0.19	0.25	0.30	0.38
负债合计	1053.32	962.78	1607.26	2690.99	3250.73	每股净资产	1.60	1.93	2.15	2.41	2.76
股东权益	2658.99	3274.53	3645.05	4067.51	4631.88	每股经营现金流	0.09	0.01	0.23	-0.02	0.32
股本	1607.59	1621.87	1624.99	1624.99	1624.99	每股经营现金/EPS	0.67	0.04	0.93	-0.06	0.84
留存收益	793.46	1072.53	1432.86	1875.90	2433.06	估值					
少数股东权益	62.86	140.35	143.95	148.31	154.10	PE	182.48	137.80	104.66	85.09	67.69
负债和权益总计	3712.30	4237.32	5255.43	6761.62	7885.73	PEG	7.84	5.78	-12.35	2.91	2.54
现金流量表						PB	16.10	13.34	11.94	10.66	9.33
经营活动现金流	79.79	123.89	370.76	-28.10	521.60	EV/EBITDA	148.53	124.92	91.83	69.48	54.48
其中营运资本减少	-118.10	-322.41	-101.84	-623.05	-248.88	EV/SALES	34.59	28.91	21.75	16.82	12.98
投资活动现金流	-249.06	-250.30	-212.21	-289.69	-365.95	EV/IC	14.54	12.58	10.20	7.68	6.72
其中资本支出	161.66	167.19	172.58	241.92	304.41	ROIC/WACC	1.42	1.53	1.80	1.80	1.97
融资活动现金流	52.36	156.76	-37.07	-121.38	-126.64	REP	10.26	8.23	5.68	4.28	3.41
净现金总变化	-116.91	30.36	121.48	-439.17	29.00						

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>