

卫宁健康 (300253) 点评报告

2016年1月15日

市场化基因推动互联网医疗率先落地，云医院、医保控费业务迎来高速发展

买入（维持）

分析师朱悦如

执业资格证书号码：S060051208003

021-63332336

zhuyr@gsjq.com.cn

联系人李隼

执业资格证书号码：S0600114040021

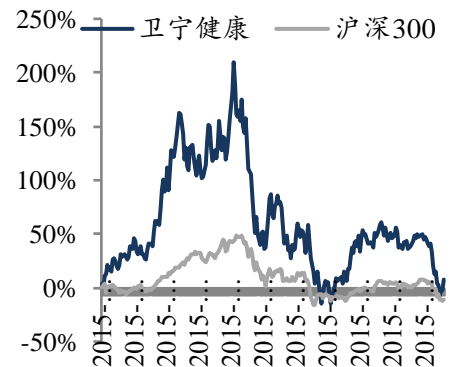
lia@gsjq.com.cn

盈利及估值重要数据	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	491	766	1,276	1,899
同比(+/-%)	41	56	66	49
净利润(百万元)	121	204	364	553
同比(+/-%)	50	69	78	52
毛利率(%)	53.2	55.2	58.6	59.8
ROE(%)	15.7	21.4	28.4	31.1
每股收益(元)	0.22	0.37	0.67	1.01
P/E	212.78	126.24	70.79	46.57
P/B	33.51	27.05	20.13	14.49

投资要点

- 市场化基因推动互联网医疗率先落地，云医院和分级诊疗加速发展：**目前分级诊疗的推进主要有两种力量：1、基于政府推动的区域医疗平台的模式；2、市场化运营的云医院（医联体）模式。受到政府数据开放进度制约，市场化力量推动的互联网医疗有望率先落地。卫宁原有 HIS 业务大多靠市场化力量扩张，已经拥有 3000 家医疗机构和北京、新疆等地大部分基层社区机构，市场化推进基因具备。此前与浙大邵逸夫医院合作开展的云医院模式推进情况良好，自 2015 年 4 月上线到 2015 年 12 月，已接入两家大型综合性三甲医院、8 家社区卫生服务中心、两家民营医院以及 50 多家县级医院，服务居民近 3 万人次，完成基层医院向三甲医院转诊一万多人次，三甲医院向基层医院提供会诊咨询两万多人次。未来公司的云医院和分级诊疗模式有望通过市场化推进在异地快速复制。
- 商保参与基本医保的经办服务，公司医保控费业务有望落地爆发：**国务院近期公布的《关于整合城乡居民基本医疗保险制度的意见》提出“以政府购买服务的方式委托具有资质的商业保险机构等社会力量参与基本医保的经办服务，激发经办活力。”由于医疗费用增加、医保筹资增速放缓及人口老龄化，医保基金面临前所未有的收支压力，引入优质保险公司对医疗保险的经营管理将提高整体效能。且商业保险以盈利为目的，商业保险参与基本医保有内生动力来控制快速上涨的医保支出，商保的参与将加快公司与商业保险公司开展战略合作，依靠市场化力量真正推动公司医保控费业务进入落地爆发期。
- 维持“买入”的投资评级：**公司背靠 3000 余家医疗机构，在业内更具市场化基因，互联网医疗有望率先落地，通过市场化的力量在云医院、医保控费、药品服务、健康管理等方向积极探索新型商业模式，构建互联网医疗信息服务体系。继续看好公司的发展前景：1) 持续外延并购丰富产品线、提升市场份额；2) 更多依赖市场化力量推动的基因使得医保控费等加速推进，有望助推公司业绩在 2016 年迎来爆发。我们预计公司 2015/2016EPS 分别为 0.37/0.67 元，当前股价对应 2016 年 50 倍 PE，维持“买入”投资评级。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.78
一年最低价/最高价	26.59 / 206.80
市净率	21.0
流通A股市值(百万元)	12841.2

基础数据

每股净资产(元)	1.61
资产负债率(%)	39.01
总股本(百万股)	546.49
流通A股(百万股)	380.14

相关研究

1、行业景气带动业绩快速增长，医疗服务领先企业启航

2015-10-27

2、与乐视打造互联网医疗生态圈，剑指千亿市值

2015-07-02

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	835.3	1067.7	1612.5	2390.0	营业收入	491.4	766.4	1275.8	1898.8
现金	362.8	380.0	648.1	1217.5	营业成本	222.8	343.7	528.4	764.0
应收款项	435.1	629.9	873.8	1040.4	营业税金及附加	7.2	10.7	17.9	26.6
存货	28.3	43.6	67.0	96.9	营业费用	79.8	115.0	191.4	284.8
其他	9.1	14.2	23.6	35.1	管理费用	83.9	130.3	216.9	322.8
非流动资产	382.7	416.7	432.0	448.9	财务费用	-8.3	-3.9	-7.7	-14.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	26.5	60.9	76.6	90.8	其他	-16.3	0.0	0.0	0.0
无形资产	11.2	10.8	10.4	13.1	营业利润	89.8	170.6	328.9	514.6
其他	345.0	345.0	345.0	345.0	营业外净收支	39.2	51.0	66.3	86.2
资产总计	1218.0	1484.4	2044.6	2838.8	利润总额	129.0	221.6	395.2	600.7
流动负债	323.9	406.7	639.7	933.6	所得税费用	6.4	17.7	31.6	48.1
短期借款	50.0	0.8	0.0	0.0	少数股东损益	1.7	0.0	0.0	0.0
应付账款	81.8	113.0	173.7	251.2	归属母公司净利润	121.0	203.9	363.6	552.7
其他	192.1	293.0	466.0	682.4	EBIT	90.9	166.7	321.3	500.6
非流动负债	102.0	102.0	102.0	102.0	EBITDA	99.0	172.3	328.7	510.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	102.0	102.0	102.0	102.0	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	425.9	508.8	741.7	1035.6	每股收益(元)	0.22	0.37	0.67	1.01
少数股东权益	23.9	23.9	23.9	23.9	每股净资产(元)	1.41	1.74	2.34	3.25
归属母公司股东权益	768.2	951.7	1279.0	1776.4	发行在外股份(百万股)	546.3	546.3	546.3	546.3
负债和股东权益总计	1218.0	1484.4	2044.6	2835.8	ROIC(%)	12.7%	16.7%	29.3%	46.1%
					ROE(%)	15.7%	21.4%	28.4%	31.1%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	53.2%	55.2%	58.6%	59.8%
经营活动现金流	42.8	109.0	328.0	648.1	EBIT Margin(%)	18.5%	21.8%	25.2%	26.4%
投资活动现金流	-140.5	-22.2	-22.7	-23.4	销售净利率(%)	24.6%	26.6%	28.5%	29.1%
筹资活动现金流	10.5	-69.6	-37.1	-55.3	资产负债率(%)	35.0%	34.3%	36.3%	36.5%
现金净增加额	-87.1	17.2	268.1	569.4	收入增长率(%)	40.9%	56.0%	66.5%	48.8%
企业自由现金流	-196.4	36.3	237.2	532.5	净利润增长率(%)	50.1%	68.5%	78.3%	52.0%

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>