

# 卫宁健康(300253)

## 盈利显著提升，双轮驱动拐点来临 买入(维持)

2018年2月25日

证券分析师郝彪

执业证书编号: S0600516030001

021-60199781

[haob@dwzq.com.cn](mailto:haob@dwzq.com.cn)

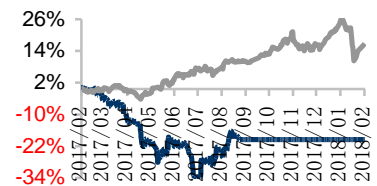
研究助理陈晨

021-60199793

[chenchen@dwzq.com.cn](mailto:chenchen@dwzq.com.cn)

| 盈利及估值重要数据 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 954  | 1,210 | 1,582 | 2,088 |
| 同比(+/-%)  | 27   | 27    | 31    | 32    |
| 净利润(百万元)  | 519  | 237   | 325   | 450   |
| 同比(+/-%)  | 240  | -54   | 37    | 39    |
| 毛利率(%)    | 53.0 | 54.6  | 55.1  | 56.1  |
| 净资产收益率(%) | 22.2 | 9.1   | 11.3  | 13.9  |
| 摊薄每股收益(元) | 0.63 | 0.15  | 0.20  | 0.28  |
| P/E       | 13.9 | 59.1  | 43.2  | 31.1  |
| P/B       | 3.1  | 5.4   | 4.9   | 4.3   |

### 股价走势



— 卫宁健康 — 沪深300

### 市场数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 8.72       |
| 一年最低/最高价    | 6.55/10.37 |
| 市净率(倍)      | 5.67       |
| 流通A股市值(百万元) | 10001.84   |

### 基础数据

|           |       |
|-----------|-------|
| 每股净资产(元)  | 1.55  |
| 资本负债率(%)  | 27.38 |
| 总股本(百万股)  | 1608  |
| 流通A股(百万股) | 1147  |

### 相关研究

1. 卫宁健康 2016 年三季度报点评: 业绩维持较快增长, 静待创新业务落地 -20161025
2. 卫宁健康 2015 年年报点评: 互联网+健康服务“4+1”战略快速推进, 外延扩张持续落地 -20160328
3. 卫宁软件: 行业景气带动业绩快速增长, 医疗服务领先企业启航 -20151027

**事件:** 卫宁健康发布 2017 年业绩快报, 公司 2017 年实现营业收入 12.10 亿元, 同比增长 26.76%; 实现归母净利润 2.37 亿元, 同比下降 54.27%; 实现扣非后净利润 2.22 亿元, 同比增长 35.04%。

### 投资要点:

■ **扣非净利润增速大幅提升, 产品结构优化带来毛利提升:** 公司营业收入增速 26.76% 基本符合预期, 略高于行业增速。净利润增速下降主要由于 2016 年公司存在 3.54 亿元投资收益影响, 而 2017 年非经常性损益仅有 1547.02 万元。而 2017 年公司扣非净利润达到 2.37 亿元, 实现了 35.04% 的增长, 我们判断这主要受益于公司产品结构的优化, 高毛利的软件产品在公司收入占比中快速提升, 提升产品毛利率, 因此实现高于收入增速的扣非净利润增速。目前公司的软件产品复用率可以达到 80-90%, 具有很强的规模效应, 未来随着项目的进一步拓展, 公司盈利能力有望进一步提升。

■ **行业集中度提升, 传统业务增速超过行业增速:** 随着 18 年政府换届逐步完成, 预计公立医院的信息化投入有望进一步增加。同时, 医院信息化中, 全院级别信息化系统建设与升级的需求日益普遍, 使得产品线齐全、产品竞争力强的公司市场地位不断强化, 单个订单规模迅速扩大、市场份额也日益集中。卫宁作为行业龙头, 明显受益这一行业趋势, 2017 年下半年公司连续拿下多个千万级医疗信息化订单。此外, 公共卫生、区域卫生信息化等过去较为偶发的业务领域也在政策推动下加速发展, 稳定大单趋势有望持续, 医院互联互通和电子病历等级评审的推进也有望为公司提供快速增长动力。因此, 我们认为在行业维持 20% 左右增速的情况下, 公司收入增速有望保持在 30% 左右的水平, 我们预计规模效应将使得利润增速高于收入增速。

■ **创新业务有望迎来拐点, 双轮驱动战略持续深化:** 2015 年以来, 公司持续投入布局云医、云药、云险、云康及创新服务平台“4+1”创新业务, 与公司传统业务医疗信息化形成双轮驱动战略。经历前期的大力投入, 我们认为 2018 年公司的四朵云+创新服务平台有望迎来拐点。其中 1) 云药业务 2017 年控盘保费快速增长, 有望于 2018 年率先实现盈利。2) 云医业务纳里健康、身边医生进展迅速, 覆盖医疗机构、医生数量快速增长, 2018 年有望扭亏为盈。云险业务也在实现快速市场覆盖。我们认为公司“4朵云+创新服务平台”的布局助力公司实现互联网卡位, 加速推动公司由软件服务向健康服务的业务转型, 2018 年将逐步得到验证。

■ **维持“买入”评级：**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.15 元/0.20 元/0.28 元，目前股价对应 PE 分别为 59/43/31 倍，公司作为医疗信息化龙头，维持“买入”评级。

**风险提示：**医疗信息化行业进展低于预期；四朵云及创新业务平台进展低于预期。

卫宁健康三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        |               |               |               |               | 利润表 (百万元)        |              |               |               |               |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
|                    | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |                  | 2016         | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| <b>流动资产</b>        | <b>1523.0</b> | <b>1786.1</b> | <b>2258.1</b> | <b>2883.3</b> | <b>营业收入</b>      | <b>954.5</b> | <b>1209.9</b> | <b>1582.0</b> | <b>2087.8</b> |
| 现金                 | 599.7         | 656.5         | 781.3         | 938.8         | 营业成本             | 435.5        | 532.9         | 696.1         | 897.7         |
| 应收款项               | 808.5         | 994.4         | 1300.3        | 1716.0        | 营业税金及附加          | 12.9         | 16.2          | 14.2          | 18.8          |
| 存货                 | 91.8          | 112.4         | 146.8         | 189.3         | 销售费用             | 135.2        | 190.1         | 237.3         | 302.7         |
| 其他                 | 23.0          | 22.7          | 29.7          | 39.2          | 管理费用             | 185.8        | 237.8         | 309.5         | 382.2         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>1823.7</b> | <b>1870.0</b> | <b>1858.3</b> | <b>1837.9</b> | 财务费用             | 6.2          | 9.5           | 6.4           | 5.7           |
| 长期股权投资             | 508.8         | 508.8         | 508.8         | 508.8         | 投资净收益            | 378.7        | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 固定资产               | 519.1         | 568.2         | 559.2         | 541.1         | 其他               | -39.9        | 25.4          | -12.4         | -47.7         |
| 无形资产               | 28.6          | 25.8          | 23.2          | 20.9          | <b>营业利润</b>      | <b>517.7</b> | <b>248.8</b>  | <b>306.1</b>  | <b>432.9</b>  |
| 其他                 | 767.1         | 767.1         | 767.1         | 767.1         | 营业外净收支           | 65.8         | 17.8          | 60.0          | 75.0          |
| <b>资产总计</b>        | <b>3346.7</b> | <b>3656.0</b> | <b>4116.4</b> | <b>4721.2</b> | <b>利润总额</b>      | <b>583.5</b> | <b>266.6</b>  | <b>366.1</b>  | <b>507.9</b>  |
| <b>流动负债</b>        | <b>828.9</b>  | <b>859.7</b>  | <b>1056.6</b> | <b>1295.6</b> | 所得税费用            | 58.0         | 25.9          | 36.6          | 50.8          |
| 短期借款               | 304.5         | 200.0         | 200.0         | 200.0         | 少数股东损益           | 6.9          | 3.6           | 4.9           | 6.9           |
| 应付账款               | 168.3         | 205.9         | 269.0         | 346.9         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>518.6</b> | <b>237.1</b>  | <b>324.5</b>  | <b>450.3</b>  |
| 其他                 | 356.2         | 453.8         | 587.6         | 748.7         |                  |              |               |               |               |
| <b>非流动负债</b>       | <b>111.0</b>  | <b>111.0</b>  | <b>111.0</b>  | <b>111.0</b>  | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2016</b>  | <b>2017E</b>  | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>  |
| <b>负债总计</b>        | <b>940.0</b>  | <b>970.8</b>  | <b>1167.6</b> | <b>1406.6</b> | 摊薄每股收益(元)        | 0.63         | 0.15          | 0.20          | 0.28          |
| 少数股东权益             | 67.5          | 70.0          | 74.0          | 79.5          | 每股净资产(元)         | 2.84         | 1.63          | 1.79          | 2.01          |
| 归属母公司股东权益          | 2339.2        | 2615.2        | 2874.8        | 3235.1        | 发行在外股份(百万股)      | 824.9        | 1607.6        | 1607.6        | 1607.6        |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>3346.7</b> | <b>3656.0</b> | <b>4116.4</b> | <b>4721.2</b> | ROE(%)           | 22.2%        | 9.1%          | 11.3%         | 13.9%         |
|                    |               |               |               |               | 毛利率(%)           | 53.0%        | 54.6%         | 55.1%         | 56.1%         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2016</b>   | <b>2017E</b>  | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>  | 销售净利率(%)         | 54.3%        | 19.6%         | 20.5%         | 21.6%         |
| 经营活动现金流            | 140.3         | 172.9         | 260.5         | 322.5         | 资产负债率(%)         | 28.1%        | 26.6%         | 28.4%         | 29.8%         |
| 投资活动现金流            | -635.8        | -50.5         | -70.9         | -74.9         | 收入增长率(%)         | 26.7%        | 26.8%         | 30.8%         | 32.0%         |
| 筹资活动现金流            | 871.3         | -65.6         | -64.9         | -90.1         | 净利润增长率(%)        | 240.1%       | -54.3%        | 36.9%         | 38.7%         |
| 现金净流量增加额           | 373.0         | 56.8          | 124.8         | 157.5         |                  |              |               |               |               |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 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。

## 东吴证券投资评级标准：

### 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 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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.dwzq.com.cn>

