

证券研究报告—动态报告/公司快评
信息技术
软件与服务
卫宁健康 (300253)
重大事件快评
买入

(维持评级)

2018年04月25日

费用压缩见成效，扣非净利润高速增长

证券分析师：高耀华 010-88005312 gaoyahua@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060001
联系人：黄净 010-8800-5313 huangjing4@guosen.com.cn

事项：

卫宁健康公告：2017年实现营业收入12.04亿元，同比增长26.12%，归母净利润2.29亿元，同比减少55.84%，归母扣非净利润2.13亿元，同比增加30.02%。2018Q1实现营业收入2.06亿元，同比增加22.93%，归母净利润4045万元，同比增加50.04%，归母扣非净利润3543万元，同比增加43.41%。

评论：

■ 年报扣非净利润增速低于快报

卫宁健康2017年业绩快报归母扣非净利润增速为35.04%，年报归母扣非净利润增速为30.02%，相差5.02个百分点。其主要原因为审计因素，其中1.创新业务经审计后其亏损额大于预期金额；2.研发费用加计扣除认定方式更为严格，需要拿到政府备案许可后方可确认。我们认为原因2属于期间问题，其导致卫宁今年的净利润会有更好的表现。

■ 费用压缩导致扣非净利润高速增长

卫宁健康2017年收入增速为26.12%，但归母扣非净利润增速为30.02%，主要原因在于期间费用的压缩。其中销售费用比率从14.16%下降至12.95%，同比下降1.21个百分点，管理费用比率同比下降0.21个百分点。销售费用的下降主要归功于办公及运营经费的有效控制以及会务费、租赁及物业管理费的减少。

■ 医疗信息化龙头

卫宁健康是医疗信息化龙头。公司近年来坚持内生式增长+外延式并购齐头并进的策略，基础用户数量庞大，目前已有5000+的医疗用户。同时，公司产品线齐全，涵盖HIS、PACS、RIS、HER、病理信息管理、ELIMS等主要系统。不仅如此，目前政府主导在做的互联互通和电子病历的等级评审，对医疗卫生信息化系统建设有非常大的推动作用。公司通过加强销售网点布局，目前服务网络遍及全国31个省、自治区、直辖市，服务的医疗机构数量超过5,000多家，其中三级医院超过200家，并打造了一批样板用户，如湖南分级诊疗与基层卫生、贵州基层远程会诊、天津/安徽/江苏中医馆、浙江精神卫生、广西南宁智慧健康、北京东城智慧养老、安徽宿州健康脱贫等项目。

■ 积极拥抱人工智能

卫宁健康2017年设立了人工智能实验室，对人工智能在医疗领域的应用展开研究。2017年，卫宁健康在上海儿童医院搭建了Hadoop、Spark、Elasticsearch大数据平台，完成了肺炎呼吸专病建设，针对新老两院呼吸科住院肺炎病例，依次通过数据归一化、文本后结构化、云隐私化标记等处理，最终构建基于表单的专病数据中心，供数据分析、辅助诊断等业务进一步使用。截止目前，共采集84万份肺炎病例。

■ 新业务: 4+1 四朵云 + 创新业务平台

四朵云为云医、云药、云险和云康, +1 平台是一个整合平台, 卫宁健康正试图把四朵云的业务实现两两结合或两两结合, 并在其中创造一些新的模式, 支撑各家医疗机构的互联网应用。其中:

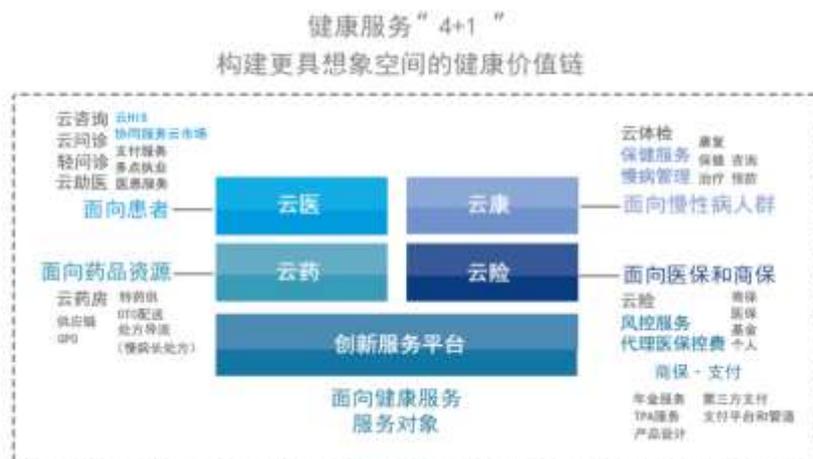
“云医”主要运用 O2O 的方式, 实现面向 C 端的服务, 结合分级诊疗、家庭医生签约等新业态, 建立充分和完善的多方连接。云医通过实现跨院医疗服务资源的汇聚、整合和输出, 盘活医疗服务资源, 实现医院、医生、患者用户的聚集和细分, 依托创新服务模式, 建立充分和完善的多方连接; 云医服务于医疗机构, 尤其是区域的大医院, 以这些区域大医院作为龙头, 形成区域的医院联盟主体, 然后由这些大医院推动把二级医院、一级医院纳入医院联盟, 做到医生-医生、医生-病人、病人-医院的交互;。截至 2017 年底, 布局医疗机构及医联体的“纳里健康”云平台业务覆盖至全国 24 个省、直辖市及自治区, 对接医疗机构超过 1,500 家, 连接 20 多万名医生和 350 多万名患者, 服务患者超 1,000 万人次。

“云险”以医疗支付为主线, 构建统一支付平台以及保险风控体系为核心, 为客户打造统一多方支付渠道的支付服务(医保+商保+自费)、商保快速理赔的数字化理赔服务以及企业年金的保险升级服务。2017 年投入运营后, 已在上海、贵州、安徽、江苏、重庆、广西、四川、广东、湖北、天津等地 600 多家医疗机构投放支付设备。

“云药”主要通过上海钥世圈云健康科技发展有限公司的“钥匙卡”平台, 一方面对接上游的保险机构及其各险种, 另一方面对接下游的各连锁药店以及医疗终端, 截止 2017 年底, 累计实现保险控盘保费达 25 亿元, 自有药房 60 多家, 合作药房 60,000 多家, 用户分布于全国 30 个省市, 平台整体交易额达 2.5 亿元, 销售增长率超过 100%。

“云康”实现线上线下一体化的居民保健+慢病管理+就医导医+体检服务, 已推出多款健康管理产品, 针对不同患者人群提供定向性健康管理服务, 其中公司参股的上海好医通健康信息咨询有限公司布局“互联网+体检”, 已连接 900 多家医院及体检中心, 年体检服务达几十万人次, 服务过的企业客户达 5,900 多家。

图 1: 卫宁健康新业务业务模式



资料来源:卫宁健康官网, 国信证券经济研究所整理

■ 看好未来发展

卫宁健康深耕医疗信息化多年, 随着我国医改的不断深入, 相关的配套软件将会有持续不断的投入。预计公司 18-20 年收入分别是 16.12/21.54/28.73 亿元, 同比增长 34.0%/33.6%/33.4%; 归母净利润分别是 3.09/4.13/5.40 亿元, 同比增长 34.7%/33.7%/30.9%; EPS 分别为 0.19/0.26/0.34 元; 对应 PE 分别为 70.6/52.8/40.4 倍。

■ 风险提示

医疗行业信息化发展低于预期;

新业务发展不及预期;

新业务亏损额增加;

传统业务竞争激烈程度加剧。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	482	436	506	475	营业收入	1204	1612	2154	2873
应收款项	1090	1392	1859	2480	营业成本	575	769	1027	1380
存货净额	100	124	166	225	营业税金及附加	16	21	29	38
其他流动资产	33	32	43	57	销售费用	156	210	269	359
流动资产合计	1710	1993	2588	3258	管理费用	226	283	376	501
固定资产	468	568	692	770	财务费用	4	(11)	15	25
无形资产及其他	95	92	88	84	投资收益	(19)	(5)	8	10
投资性房地产	895	895	895	895	资产减值及公允价值变动	(48)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	544	725	907	1088	其他收入	97	0	0	0
资产总计	3712	4272	5169	6095	营业利润	257	306	416	550
短期借款及交易性金融负债	245	427	746	891	营业外净收支	(1)	20	20	20
应付款项	207	267	358	483	利润总额	256	326	436	570
其他流动负债	504	607	807	1085	所得税费用	26	16	22	28
流动负债合计	956	1301	1910	2459	少数股东损益	1	1	1	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	229	309	413	540
其他长期负债	97	95	93	92					
长期负债合计	97	95	93	92					
负债合计	1053	1396	2003	2551					
少数股东权益	63	64	65	66					
股东权益	2596	2812	3101	3479					
负债和股东权益总计	3712	4272	5169	6095					

现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	229	309	413	540
资产减值准备	4	20	12	10
折旧摊销	25	54	69	83
公允价值变动损失	48	30	30	30
财务费用	4	(11)	15	25
营运资本变动	(256)	(144)	(220)	(280)
其它	(3)	(19)	(11)	(9)
经营活动现金流	47	250	293	374
资本开支	81	(200)	(232)	(198)
其它投资现金流	(0)	(3)	(5)	(8)
投资活动现金流	45	(385)	(419)	(387)
权益性融资	224	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(64)	(93)	(124)	(162)
其它融资现金流	(307)	181	319	145
融资活动现金流	(210)	89	196	(17)
现金净变动	(118)	(46)	70	(31)
货币资金的期初余额	600	482	436	506
货币资金的期末余额	482	436	506	475
企业自由现金流	57	23	47	169
权益自由现金流	(250)	216	352	291

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.14	0.19	0.26	0.34
每股红利	0.04	0.06	0.08	0.10
每股净资产	1.61	1.75	1.93	2.16
ROIC	10%	13%	16%	18%
ROE	9%	11%	13%	16%
毛利率	52%	52%	52%	52%
EBIT Margin	19%	20%	21%	21%
EBITDA Margin	21%	24%	24%	24%
收入增长	26%	34%	34%	33%
净利润增长率	-56%	35%	34%	31%
资产负债率	30%	34%	40%	43%
息率	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%
P/E	95.1	70.6	52.8	40.4
P/B	8.4	7.8	7.0	6.3
EV/EBITDA	89.1	60.5	45.6	36.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032