

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06月19日

蚂蚁入股+增资卫宁健康，医疗信息化赛道刺刀见红

证券分析师： 高耀华 010-88005312 gaoyaohua@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：

卫宁健康近日公告：2018年6月15日，周炜、王英、刘宁与上海云鑫签署了《股份转让协议》，上海云鑫合计受让公司无限售条件流通股 81,696,900 股，占公司目前总股本的 5.05%，截至公告披露日，上述股份转让事项尚未向深圳证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提交办理申请。同日，卫宁健康科技集团股份有限公司、卫宁互联网科技有限公司、周炜、王英、刘宁与上海云鑫创业投资有限公司签署了《增资协议》，上海云鑫拟出资人民币 19,300 万元对卫宁互联网单方面增资，占股 30%。

评论：

■ 阿里系医疗信息化赛道再下一城，与腾讯争锋相对刺刀见红

2018年，阿里腾讯两大巨头在医疗信息化赛道加速布局：先有腾讯和易联众的合作，再有腾讯入股东华软件，紧接着蚂蚁金服宣布与创业软件合作，最后是蚂蚁直接入股卫宁健康并增资其互联网子公司。不难发现，阿里系与腾讯的拼杀已经从 C 端蔓延至 B 端，并且争锋相对，刺刀见红。

我们认为腾讯入股东华软件是一步好棋。东华软件和卫宁健康均位列医疗信息化第一梯队。与卫宁健康相比，东华软件的标准程度相对较低，但是拥有庞大的三甲医院客户群，医疗资源十分优秀，并且东华软件的二级市场估值相对较低。通过入股东华软件，腾讯可以迅速渗透入三甲医院，同时随着分级诊疗政策的逐步深入，借助腾讯优秀的视频处理技术，东华软件的相关信息化产品可以更好地支撑远程医疗。

卫宁健康的主要客户为二甲及二乙医院。其为了维持高标准化产品不得不战略性放弃了一些高定制化需求的三甲用户。整体而言，卫宁健康的客户数比东华软件要多一些。因此，蚂蚁入股卫宁健康可以迅速触及较多的医院。我们认为此时蚂蚁入股卫宁健康，并且按照 12.95 元（公告日前交易价 90%）的价格入股，代表着蚂蚁给予卫宁健康约 64 倍 Wind 一致 2018E PE 的估值水平。值得注意的是，本次入股卫宁健康没有附带业绩对赌等条件，这说明蚂蚁本次入股卫宁健康的行为有一部分是应对腾讯入股东华的防御性应激策略。当然，卫宁与蚂蚁的合作也会有协同效应，根据公告，本次通过资本+业务层面形成深度利益共同体，有利于卫宁互联网相关业务的市场拓展，有利于卫宁健康快速提升“4+1”战略的推进速度。

图 1: 卫宁健康股权变化

股东名称	本次变动前		本次变动		本次变动后	
	数量(股)	比例	数量(股)	比例	数量(股)	比例
周炜	215,151,339	13.2993%	-28,705,000	-1.77%	186,446,339	11.53%
王英	121,407,184	7.5046%	-30,351,700	-1.88%	91,055,484	5.63%
刘宁	130,815,290	8.0862%	-22,640,200	-1.40%	108,175,090	6.69%
上海云鑫	0	0%	+81,696,900	+5.05%	81,696,900	5.05%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 互联网业务受蚂蚁青睐

除了入股卫宁健康母公司, 蚂蚁还用 1.93 亿元增资了卫宁健康的子公司: 卫宁互联网, 占股 30%。这意味着蚂蚁对于卫宁互联网的估值为 6.43 亿元人民币。根据公告, 卫宁互联网是为公司“4+1”战略“互联网+医疗健康”业务的平台和孵化器, 通过自身发展、股权投资等灵活的机制和方式, 推动公司“互联网+”模式下的医疗健康云服务等创新业务的发展, 整合 4 朵云间业务资源、数据资源、服务资源, 实现 4 朵云间业务联动、协同以及输出。

截至 2017 年底, 卫宁互联网旗下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。纳里健康是一款手机 APP, 可以实现:

- 省心:图文、电话一对一服务, 在家轻松应对简单健康问题;
- 省时:在线预约权威专家号, 不用熬夜排队挂号, 高价买号;
- 高效:手机查询检验检查报告单, 随时随地咨询在线医生;
- 周到:老慢病患者在线续方, 药品安全快捷配送到家;
- 便捷:不用跑窗口, 不怕忘钱包, 手机支付一键搞定。

与春雨不同, 其针对的是复诊而不是轻问诊。凭借着卫宁 HIS 方面的优势, 纳里健康拥有较快的推进速度及较好的集成效果。

图 2: 纳里健康 APP



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

布局基层卫生服务的“身边医生”已在上海、深圳、北京、江苏、武汉、南宁等地覆盖的基层医疗卫生机构超过 1,200 家，通过不断创新服务模式，努力提高医院、医生的价值，为社会创造更便捷、优质的健康服务产品。通过身边医生 APP，用户可以实现：

- 签约医生:可为自己和家人申请，签约附近的社区医生；
- 健康档案:全面共享社区公共医疗卫生系统健康信息；
- 在线咨询:诊前在线咨询医生，诊后反馈治疗效果；
- 健康课堂:定期开展健康大课堂，学习掌握健康知识；

“互联网+支付”业务，自 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 9,000 多台，交易金额 29 亿元，交易笔数超过 1,800 万笔。“卫宁付”统一支付平台通过提供线上线下便捷的患者服务，如预约、在线支付、报告查看的服务，并且覆盖医疗支付所有环节。根据媒体报道，卫宁付产品已开通扫码付、自助付、手机付、诊间付、商保付和医保付等服务，可为医疗机构成熟对接支付宝、微信、快钱、医保中心、商保公司等第三方机构，同时也为患者提供线上、线下丰富的支付入口。

图 3: 卫宁付系统架构



资料来源:公司官网，国信证券经济研究所整理

■ 医疗信息化龙头

卫宁健康是医疗信息化龙头。卫宁健康成立于 1994 年，之后于 2000 年并购复旦金仕达医院事业部，2008 年进行股份制改革，2011 年深交所上市公司，2013 年成立创新研究院，2014/2015 年收购宇信网景等公司，2016 年更名为卫宁健康。

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。

表 1: 卫宁健康关键系统及功能一览

PACS 系统	专业影像后处理 高端影像三维重建 全面降低全院影像检查流程耗时、 大幅度提升影像诊断效果 基于知识库的结构化报告系统 科室高效管理与深度数据挖掘
E-LIMS	自动化智能审核 多次检验结果对比分析 灵活的条码应用 建立检验病人服务中心 完善的标本管理 丰富的室内质控管理 智能化试剂管理 考勤排班管理 主任管理 设备管理 全新的微生物管理 微生物实验室全过程电子化
数字化血透	智能化排床管理 精确的费用管理 强大的数据处理 完善的科室管理 系统融合与交互
病理信息管理系统	多类型申请单 全流程条码化管理 全院信息共享 数字化阅片管理 基于知识库报告管理 全方位病理样本库
检查/检验知识库	医生站开单智能辅助诊疗 护士站样本采集智能提示 检查检验历史信息纵向对比分析 检查检验相关报告横向对比分析 检查检验报告智能审核 检查检验报告智能诊断 检查检验危急值管理 检查检验知识库在线查询

资料来源:卫宁健康官网, 国信证券经济研究所整理

■ 未来发展看点: 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。

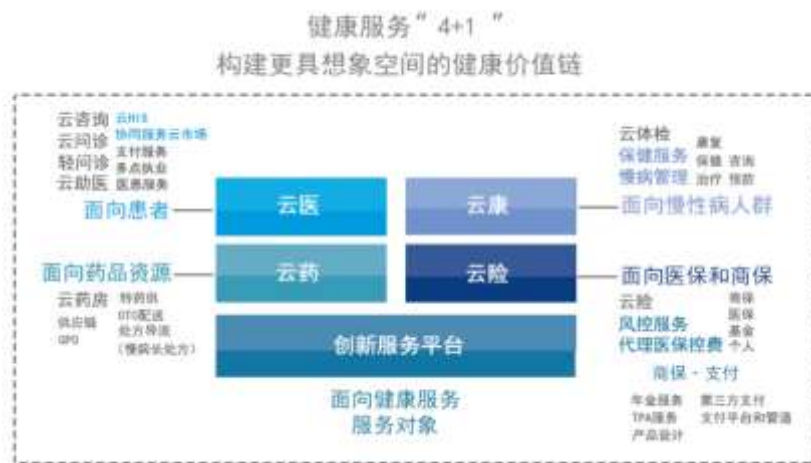
“云险”以医疗支付为主线, 构建统一支付平台以及保险风控体系为核心, 为客户打造统一多方支付渠道的支付服务(医保+商保+自费)、商保快速理赔的数字化理赔服务以及企业年金的保险升级服务。2017 年投入运营后, 已在上海、贵州、安徽、江苏、重庆、广西、四川、广东、湖北、天津等地 600 多家医疗机构投放支付设备。

“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%。

传统保险报销链条较长，一般需要购药→支付→填写理赔申请→寄送到保险公司→保险公司收单→保险公司审核→报销款到账等阶段，而通过云药，可以实现理赔直付：购药→出示卡片→后台直接结算→支付自费部分，极大的缩减流程。

“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 4: 卫宁健康新业务业务模式

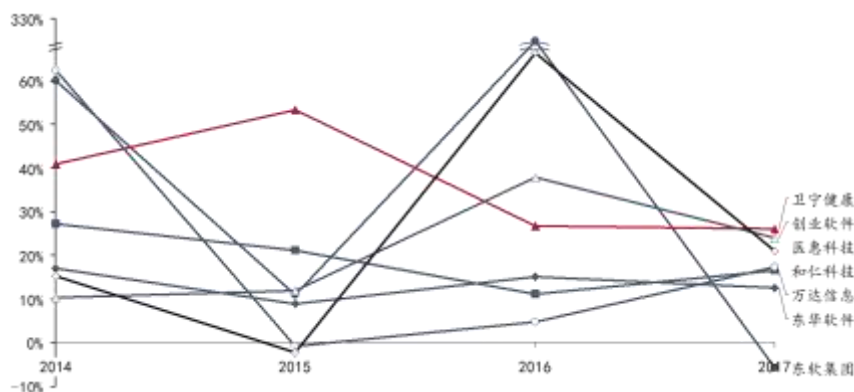


资料来源:卫宁健康官网, 国信证券经济研究所整理

■ 良好的财务指标

卫宁健康收入增速近年来保持平稳，长期保持在 30%-40%的水平，位于上市公司中第一梯队。

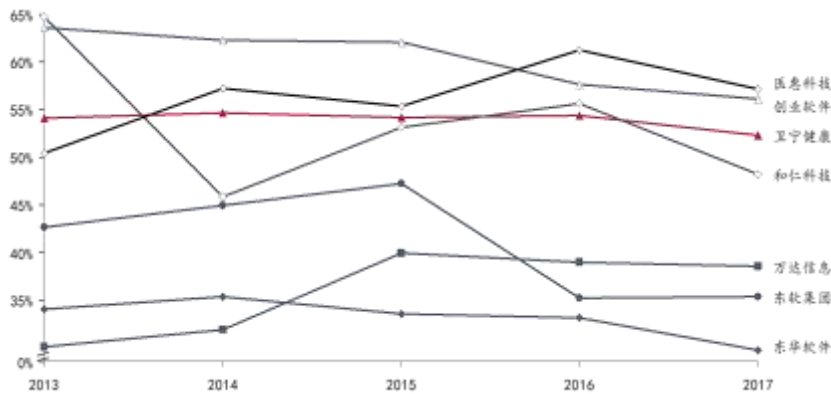
图 5: 卫宁健康收入增速较为平稳



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

卫宁健康的毛利率水平也符合其自身的定位。其毛利率较高，在 50%-55%之间，符合产品型公司的定位，且其毛利率长期保持稳定。

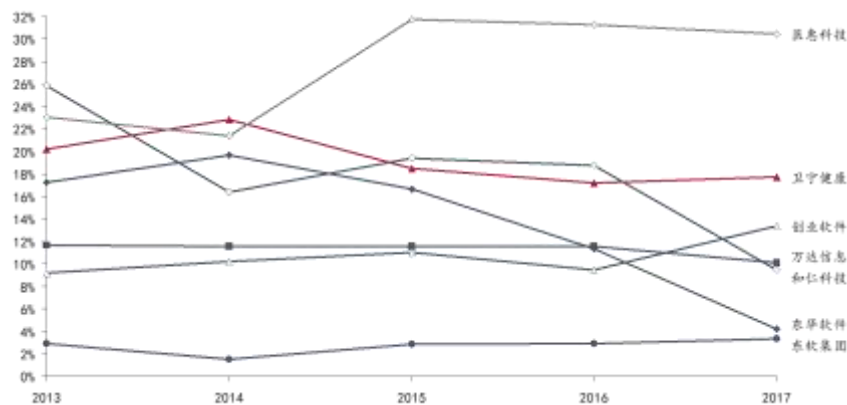
图 6: 卫宁健康毛利率水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

净利率方面, 卫宁健康的扣非净利率维持在 20%左右, 同样位列医疗信息化公司的第一梯队。

图 7: 卫宁健康的净利率水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 看好未来发展

目前, 卫宁互联网是出于亏损状态。根据公告, 2017 年, 卫宁互联网实现收入 261 万元, 营业利润为-1418 万元, 净利润为-949 万元。我们认为, 这是企业处于投入期的正常情况。

图 8: 卫宁互联网公司财务状况

项目	2017-12-31 (经审计)
资产总额 (万元)	12,808.53
负债总额 (万元)	2171.99
净资产 (万元)	10,636.54
2017-12-31 (经审计)	
营业收入 (万元)	261.68
营业利润 (万元)	-1,418.72
净利润 (万元)	-949.54

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

新业务给了公司未来较大的想象空间,但是,由于我国的医疗保障局刚刚成立,很多政策可能会发生一系列的变化,再加上卫宁健康的新业务也在探索中前进,因此,无法较为精确地给卫宁健康的新业务进行估值。尽管如此,卫宁健康位列医疗信息化赛道的第一梯队,而医疗信息化在未来的高投入是高确定性事件,而随着我国医改的不断深入,以及商业健康险的逐步推进,以及老龄化不可逆转的迅速到来,我们对公司的未来充满信心。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 70.0/52.3/40.0 倍。维持“买入”评级。

■ 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)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	482	436	506	475
应收款项	1090	1392	1859	2480
存货净额	100	124	166	225
其他流动资产	33	32	43	57
流动资产合计	1710	1993	2588	3258
固定资产	468	568	692	770
无形资产及其他	95	92	88	84
投资性房地产	895	895	895	895
长期股权投资	544	725	907	1088
资产总计	3712	4272	5169	6095
短期借款及交易性金融负债	245	427	746	891
应付款项	207	267	358	483
其他流动负债	504	607	807	1085
流动负债合计	956	1301	1910	2459
长期借款及应付债券	0	0	0	0
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

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	70.0	52.3	40.0
P/B	8.4	59.9	45.2	35.6
EV/EBITDA	89.1	7.68	6.96	6.21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1204	1612	2154	2873
营业成本	575	769	1027	1380
营业税金及附加	16	21	29	38
销售费用	156	210	269	359
管理费用	226	283	376	501
财务费用	4	(11)	15	25
投资收益	(19)	(5)	8	10
资产减值及公允价值变动	(48)	(30)	(30)	(30)
其他收入	97	0	0	0
营业利润	257	306	416	550
营业外净收支	(1)	20	20	20
利润总额	256	326	436	570
所得税费用	26	16	22	28
少数股东损益	1	1	1	2
归属于母公司净利润	229	309	413	540

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

相关研究报告

- 《卫宁健康-300253-重大事件快评：费用压缩见成效，扣非净利润高速增长》 ——2018-04-25
- 《卫宁软件-300253-2012 年三季报点评：出现业绩向上拐点，前景光明》 ——2012-10-25
- 《卫宁软件-300253-2012 年半年报点评：合同及收入保持增长，费用增加拖累业绩》 ——2012-08-08
- 《卫宁软件-300253-重大事件快评：区域卫生及公立医院试点城市中标大单，前景光明》 ——2012-02-20
- 《卫宁软件-300253-专注且专业的医疗信息化软件龙头，受益于行业开始高速增长》 ——2011-12-01

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

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