

## 卫宁健康(300253)

## 传统与创新业务均增势良好，订单预示高景气延续

## 推荐（维持）

现价：13.99元

## 主要数据

行业	计算机
公司网址	www.winning.com.cn
大股东/持股	周炜/11.49%
实际控制人	周炜
总股本(百万股)	1,623
流通 A 股(百万股)	1,316
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	227.05
流通 A 股市值(亿元)	184.06
每股净资产(元)	2.05
资产负债率(%)	18.2

## 行情走势图



## 证券分析师

闫磊 投资咨询资格编号  
S1060517070006  
010-56800140  
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

付强 一般从业资格编号  
S1060118050035  
FUQIANG021@PINGAN.COM.CN

陈苏 一般从业资格编号  
S1060117080005  
010-56800139  
CHENSU109@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

## 事项：

公布2018年年报及2019年一季度。2018年，公司实现营收14.39亿元，同比增长19.52%，归母净利润3.03亿元，同比增长32.42%，EPS为0.19元，拟每10股现金红利0.20元，无送股或转增。2019年一季度，实现营收2.47亿元，同比增长20.10%，归母净利润5746万元，同比增长42.08%，EPS为0.0358元。

## 平安观点：

■ **核心业务增长稳健，收入结构小幅优化：**2018年，公司实现营收14.39亿元，同比增长19.52%，低于我们的预期。不过，分项来看，公司最为核心的软件销售及技术服务业务同比增长31.92%，与上年17.34%的增速相比明显加速；而作为配套业务的硬件销售收入则同比下滑13.81%，相应比重自上年29.30%大幅降至21.13%。硬件销售业务毛利率偏低且账期较长，对利润贡献有限，在市场需求旺盛的大环境下，这是公司主动调整的结果，可视为收入结构的优化。

■ **创新业务势头良好，亏损继续收窄：**财务数据来看，创新业务主要控股子公司中，卫宁互联网（卫宁付）、纳里健康（云医）、铜世圈（云药）收入均实现70%以上的高增长，亏损继续收窄。随着卫宁付覆盖范围进一步扩大、互联网医院建设铺开、处方外流逐步推进等积极因素，2019年有望实现盈利。

卫宁科技（云险）收入增幅约为40%，亏损3256万，相比上年4476万元的亏损额有所收窄，但依然是创新业务的最大亏损源。不过，近期卫宁科技分别中标国家医保局及中保信重要平台项目，预计将为其在全国医保控费IT市场中带来标杆优势，2019年起收入利润或将大幅改善。

■ **利润略低于预期，但整体状况稳健：**公司实现归母净利润3.03亿元，同比增长32.42%，略低于我们的预期，差异主要在于硬件销售收入下滑以及创新业务亏损额收窄程度低于我们此前的预计。成本费用项看，尽管软件及技术服务毛利率下滑4 pct至62.54%，但由于其权重提升显著，公司

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1204	1439	1946	2526	3217
YoY(%)	26.1	19.5	35.3	29.8	27.4
净利润(百万元)	229	303	416	535	700
YoY(%)	-55.8	32.4	37.2	28.7	30.7
毛利率(%)	52.3	52.0	53.7	54.2	54.4
净利率(%)	19.0	21.1	21.4	21.2	21.7
ROE(%)	8.6	9.4	11.4	13.1	14.8
EPS(摊薄/元)	0.14	0.19	0.26	0.33	0.43
P/E(倍)	99.1	74.9	54.6	42.4	32.5
P/B(倍)	8.7	7.2	6.4	5.6	4.9

综合毛利率基本稳定。销售/管理费用变化 1.01/-2.35 pct; “研发投入/营业收入”仍保持在约 20% 的水平, 但由于资本化比例自 54.41% 降至 49.40%, 研发费用率提升 1.07 pct; 综上, 公司期间费用率与上年基本一致。得益于所得税费用(包括当期/递延)大幅下降, 归母净利润增速明显高于利润总额。此外, 公司经营性净现金流同比增长 55.28%, 改善明显, 显著高于净利润增速。整体上, 公司主要财务指标平稳, 经营状况稳健。

- **订单增长强劲, 19Q1 利润呈现加速迹象:** 公司 2018 年整体订单增幅超 40%, 参照公司在业务结构层面做出的主动调整, 预计其中软件及技术服务业务的订单增速应超过 50%。鉴于卫宁的平均项目周期大致在 9 个月, 订单高增长预示着 2019 年业绩有所保证。一季报看, 公司 19Q1 营收同比增速与年报大体一致, 但归母净利润增长 42.08%, 与年报相比均呈现出加速迹象。在政策东风下, 公司增长前景继续看好。
- **盈利预测与投资建议:** 根据年报及一季报披露信息, 我们对盈利预测进行调整, 预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 4.16、5.35、7.00 亿元, 同比增速为 37.2%、28.7%、30.7%, 相应 EPS 分别为 0.26 (-0.01)、0.33 (-0.02)、0.43 (新增), 对应 4 月 25 日收盘价 (13.99 元) 的 P/E 分别为 54.6x/42.4x/32.5x。

得益于政策催化, 信息化建设已成为国内医卫工作的重点, 高景气有望长期延续, 卫宁作为综合性龙头, 具有全面的业务能力, 持续受益确定性高。而且, 互联网医院建设、医保局端 IT 建设、处方外流推进、医疗健康险市场扩大等积极因素, 亦有助于其创新业务迎来拐点。我们看好行业高景气下公司的成长性和确定性, 维持“推荐”评级。

■ **风险提示:**

- 1) **医疗机构 IT 投入不足。**国内多数医院创收能力有限, 加之经济下行使得部分地方财政状况趋于紧张, 这可能使得医疗机构 IT 投入不足, 限制公司收入和利润增长;
- 2) **互联网医疗发展状况不及预期。**互联网医疗的业务模式、盈利模式等仍未完全定型, 普及范围和付费意愿依旧有限, 如发展状况持续逊于预期, 将对公司创新业务盈利构成限制;
- 3) **政策不确定性。**医疗健康行业受政策影响较大, 如后续政策行动支持力度不足, 或对互联网医疗构成进一步钳制, 将制约公司业务发展。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2067	3665	4611	5966
现金	515	1472	1964	2467
应收票据及应收账款	1189	1725	2057	2759
其他应收款	142	218	249	346
预付账款	36	43	59	71
存货	158	179	253	295
其他流动资产	28	28	28	28
<b>非流动资产</b>	2170	2254	2345	2459
长期投资	541	538	547	574
固定资产	435	431	422	413
无形资产	365	457	549	644
其他非流动资产	829	828	827	827
<b>资产总计</b>	4237	5919	6956	8425
<b>流动负债</b>	882	2136	2672	3482
短期借款	151	1083	1562	1935
应付票据及应付账款	197	330	346	511
其他流动负债	534	723	764	1037
<b>非流动负债</b>	81	83	84	86
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	81	83	84	86
<b>负债合计</b>	963	2219	2756	3568
少数股东权益	140	148	161	183
股本	1622	1623	1623	1623
资本公积	535	537	537	537
留存收益	1073	1445	1928	2563
<b>归属母公司股东权益</b>	3134	3553	4038	4674
<b>负债和股东权益</b>	4237	5919	6956	8425

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	124	180	233	387
净利润	307	423	549	721
折旧摊销	30	35	41	45
财务费用	8	23	51	66
投资损失	8	-1	-12	-30
营运资金变动	-279	-301	-396	-415
其他经营现金流	51	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-250	-119	-119	-129
资本支出	167	85	80	85
长期投资	-21	3	3	-27
其他投资现金流	-104	-31	-36	-70
<b>筹资活动现金流</b>	157	-36	-100	-129
短期借款	-39	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	14	1	0	0
资本公积增加	155	2	0	0
其他筹资现金流	26	-39	-100	-129
<b>现金净增加额</b>	30	25	14	130

利润表

单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1439	1946	2526	3217
营业成本	691	901	1157	1466
营业税金及附加	16	24	30	39
营业费用	201	268	341	426
管理费用	118	156	202	257
研发费用	147	214	284	354
财务费用	8	23	51	66
资产减值损失	60	79	104	131
其他收益	120	156	202	257
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-8	1	12	30
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	310	437	571	764
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	310	437	570	763
所得税	3	13	21	42
<b>净利润</b>	307	423	549	721
少数股东损益	4	7	14	22
<b>归属母公司净利润</b>	303	416	535	700
EBITDA	333	480	640	847
EPS (元)	0.19	0.26	0.33	0.43

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	19.5	35.3	29.8	27.4
营业利润(%)	20.5	41.0	30.6	33.8
归属于母公司净利润(%)	32.4	37.2	28.7	30.7
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	52.0	53.7	54.2	54.4
净利率(%)	21.1	21.4	21.2	21.7
ROE(%)	9.4	11.4	13.1	14.8
ROIC(%)	9.1	9.3	10.3	11.5
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	22.7	37.5	39.6	42.4
净负债比率(%)	-10.4	-10.4	-9.5	-10.9
流动比率	2.3	1.7	1.7	1.7
速动比率	2.1	1.6	1.6	1.6
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	3.4	3.4	3.4	3.4
<b>每股指标 (元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.26	0.33	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.11	0.14	0.24
每股净资产(最新摊薄)	1.93	2.19	2.49	2.88
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	74.9	54.6	42.4	32.5
P/B	7.2	6.4	5.6	4.9
EV/EBITDA	67.6	46.9	35.1	26.4

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033