

计算机

业绩符合预期，区域性医疗生态初成

2019年8月30日

——卫宁健康 (300253.SZ) 2019年半年报点评
公司评级：增持（维持）
分析师：梁希民

 执业证书号：S1030510120001
 0755-23602217

liangxm@csc.com.cn

研究助理：罗云扬

0755-83199599

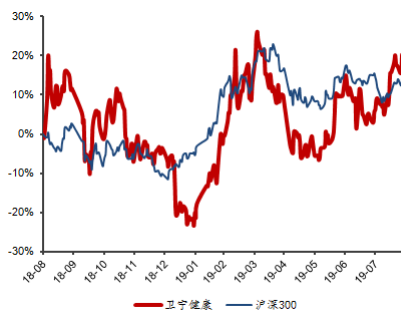
luoyy1@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

 卫宁健康深度研究报告：从信息化到大健康，
 双轮驱动未来似锦-190103

卫宁健康(300253.SZ)与沪深300对比表现


核心观点

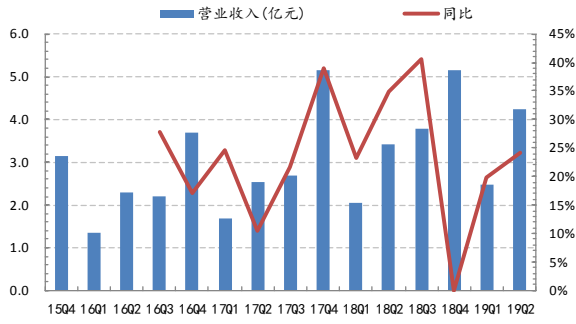
- 1) **上半年业绩符合预期。**公司19年上半年实现收入6.69亿元，同比+22.44%；由于收到非经常性府补助，归母净利润为1.62亿元，同比+36.61%；扣非净利润为1.28亿元，同比+15.06%。
- 2) **行业持续高景气，软件业务收入占比扩大。**报告期内，受益政策推动医疗信息行业下游需求旺盛，公司新增千万级订单近20个，较上年度有所加快；高毛利率的软件业务收入占比为54.43%，相比去年同期提升1.6pct。
- 3) **创新业务市场拓展卓有成效，云药收入高速增长。**报告期内，公司创新业务进展顺利，区域性医疗生态体系初具规模：“云医”纳里健康新接入医疗机构500余家，累计服务患者超2亿人次；“云险”平台新增交易金额80多亿元，接入多家保险公司和大型医院，业务向江浙沪京多地迅速拓展；“云药”钥世圈平台控盘保费新增5亿元，营业收入达8385万元，同比增长195.73%；“云康”方面，公司已打通线上线下慢性管理个环节，“互联网+体检”战略稳步推进。
- 4) **医疗信息化行业走向新阶段，公司拥有渠道和技术优势。**目前国内医疗信息化行业已经从针对医院本身的信息化改造逐步升级为以打造区域性医疗共同体为目标。公司深耕传统医疗信息化多年，渠道优势显著。近两年公司研发投入占比均超过20%，在非结构化医疗数据处理方面不断进取，未来研发投入可能持续处于高位，以持续巩固公司技术壁垒。随互联网医疗生态体系逐渐成熟，公司业绩增量空间广阔。
- 5) **维持“增持”评级。**预计2019-2021年EPS分别为0.24元/0.33元/0.43元，对应市盈率为63.01倍/46.63倍/35.18倍。公司是传统医疗IT持续高景气，提前布局区域性医疗生态圈，挖掘医疗数据价值，未来成长空间巨大，维持“增持”评级。
- 6) **风险提示：**创新业务受阻、技术研发不及预期、竞争加剧。

公司数据与预测	Wind 资讯
总市值（百万）	24708.52
流通市值（百万）	20021.26
总股本（百万股）	1624.49
流通股本（百万股）	1316.32
日均成交额（百万）	1.98
近一个月换手（%）	47.58
第一大股东	周炜

请务必阅读文后重要声明及免责条款

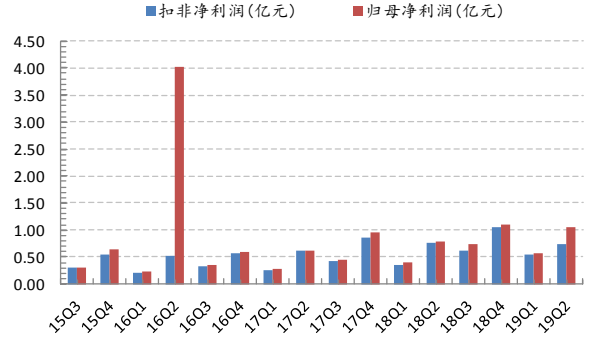
预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1438.76	1862.39	2426.48	3179.44
收入同比	19.52%	29.44%	30.29%	31.03%
净利润(百万元)	303.31	392.14	529.88	702.39
净利润同比	32.42%	29.29%	35.13%	32.56%
毛利率	52.00%	53.16%	53.40%	53.50%
净利率	21.33%	21.25%	22.04%	22.30%
EPS(元)	0.19	0.24	0.33	0.43
PE(倍)	81.46	63.01	46.63	35.18

Figure 1 公司主营业务收入及增长率



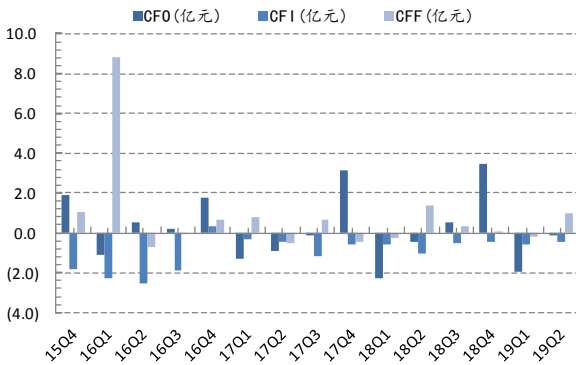
数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 2 公司归母/扣非净利润



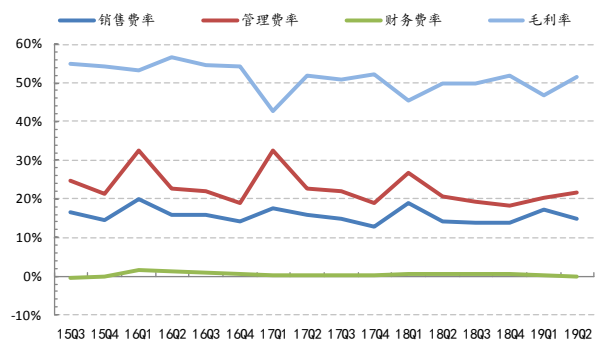
数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 3 公司现金流情况



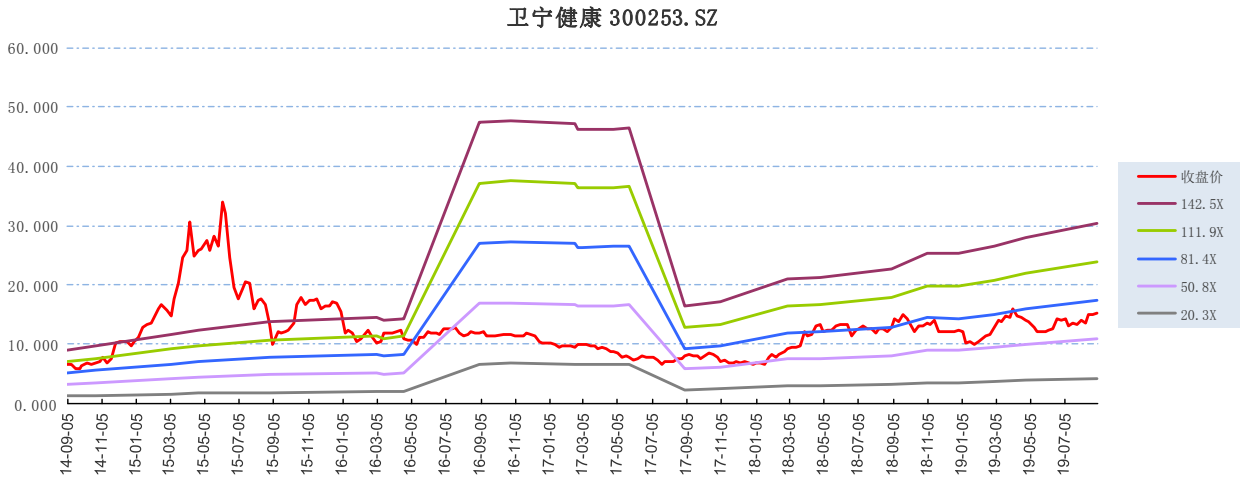
数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 4 公司毛利率与三项费用率



数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 5 P/E (TTM) Band



资料来源: wind、世纪证券研究所

五、盈利预测与评级

关键假设：

- 1、公司目前创新业务已经拥有一定规模，18年联营企业亏损相对17年已有较大收窄，随着互联网医疗行业规范逐渐成熟，我们认为未来公司创新业务有望实现盈利，本着谨慎性原则，我们仅对联营企业投资收益做保守判断：2019-2021年盈亏平衡。
- 2、公司于18年下半年开始调整经营战略，在行业高景气下主动降低毛利率相对较低的硬件业务，将主要力量注入软件和服务业务。根据公司的战略调整，我们预计2019-2021年公司软件和服务收入增速平均为35%；2019-2021年硬件业务收入增速平均为10%。
- 3、医疗信息化行业进入区域下沉阶段，未来行业竞争可能加剧，预计2019-2021年公司软件业务毛利率分别为60%、58%和56%；硬件业务在公司战略下有望保持稳定并小幅上升，2019-2021年公司硬件业务毛利率分别为14%、14%和15%。技术服务业务在软硬件切入后，毛利率有望维持稳定，预计2019-2021年公司服务业务年均毛利率为68%；
- 4、公司管理费率自15年因布局新兴业务投入加大后，总体呈现稳步下降，预计2019-2021年管理费率分别为18.5%、18%和17.5%。未来行业竞争可能逐步加大，公司作为行业龙头，收入规模增长同时销售费率将维持高位，预计2019-2021年平均销售费率与18年持平为13.96%。财务费率预计与18年相持平，2019-2021年维持在0.56%。
- 5、税率维持近三年平均水平。

Figure32 收入预测（亿元）

收入预测	收入				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
软件收入	6.52	8.00	10.80	14.58	19.69
同比	19.41%	22.73%	35.00%	35.00%	35.00%
硬件收入	3.53	3.04	3.34	3.68	4.05
同比	53.34%	-13.81%	10.00%	10.00%	10.00%
服务收入	1.98	3.21	4.34	5.86	7.91
同比	10.75%	62.16%	35.00%	35.00%	35.00%
其他	0.01	0.13	0.14	0.15	0.15
同比		1388.95%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	12.04	14.39	18.62	24.26	31.79
同比	26.05%	19.52%	29.44%	30.29%	31.03%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure33 毛利率预测

毛利预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
软件收入	65.82%	59.95%	60.00%	58.00%	56.00%
硬件收入	17.81%	14.95%	14.00%	14.00%	15.00%
服务收入	69.06%	68.99%	68.00%	68.00%	68.00%
其他	35.97%	9.81%	10.00%	10.00%	10.00%
总毛利率	52.24%	51.91%	53.16%	53.40%	53.50%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure34 三项费率预测

费率预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费率	12.95%	13.96%	13.96%	13.96%	13.96%
管理费率	18.77%	18.44%	18.50%	18.00%	17.50%
财务费率	0.33%	0.56%	0.56%	0.56%	0.56%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

盈利预测：根据我们的假设，预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 18.62 亿元/24.26 亿元/31.79 亿元，同比增长 29.44%/30.29%/31.03%。2019-2021 年公司归属于母公司净利润分别为 3.92 亿元/5.29 亿元/7.02 亿元，同比增速为 29.29%/35.13%/32.56%，对应的 EPS 分别为 0.24 元/0.33 元/0.43 元。

风险提示

➤ 创新业务受阻

公司“4+1”创新业务目前为止都处于未盈利状态，各项业务的盈利模式、经营策略、客户群体都尚未稳定，未来短期内可能因为拓展受阻导致迟迟不能为公司带来收益。

➤ 技术研发不及预期

公司目前所处的智慧医疗行业是技术密集型领域，技术难点会在针对医疗过程中产生数据的采集、处理、整合、分析等各个环节出现，大量的研发投入可能遭遇技术落地延迟或者技术路径错判的风险。

➤ 竞争加剧

目前医疗信息化行业尚未饱和，但未来随着行业逐渐成熟，公司可能面对更大的同类竞争。

附：报表预测

报表预测 (百万元)					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1203.76	1438.76	1862.39	2426.48	3179.44
减：营业成本	574.61	690.61	872.37	1130.84	1478.54
营业税金及附加	16.18	16.20	23.71	30.90	40.48
营业费用	155.83	200.84	259.98	338.73	443.84
管理费用	225.89	118.08	148.99	181.99	222.56
财务费用	3.94	8.02	-4.55	-10.64	-14.55
资产减值损失	48.07	59.58	50.71	50.71	50.71
加：投资收益	-18.70	-8.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-147.21	-195.55	-254.78	-333.84
营业利润	160.53	190.14	315.62	449.18	624.01
加：其他非经营损益	95.69	119.39	150.00	180.00	210.00
利润总额	256.22	309.52	465.62	629.18	834.01
减：所得税	26.48	2.69	69.84	94.38	125.10
净利润	229.74	306.83	395.78	534.80	708.90
减：少数股东损益	0.70	3.52	3.64	4.91	6.51
归属母公司股东净利润	229.04	303.31	392.14	529.88	702.39
每股收益(元)	0.14	0.19	0.24	0.33	0.43
财务分析指标汇总					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率					
毛利率	52.27%	52.00%	53.16%	53.40%	53.50%
三费/销售收入	32.04%	22.72%	21.72%	21.02%	20.50%
EBIT/销售收入	21.59%	22.00%	24.71%	25.45%	25.73%
EBITDA/销售收入	23.84%	24.07%	30.09%	29.58%	28.84%
销售净利率	19.09%	21.33%	21.25%	22.04%	22.30%
资产获利率					
ROE	8.82%	9.68%	11.29%	13.48%	15.48%
ROA	7.48%	7.90%	10.84%	12.56%	14.45%
ROIC	7.19%	8.82%	9.11%	12.51%	15.42%
增长率					
销售收入增长率	26.12%	19.52%	29.44%	30.29%	31.03%
EBIT 增长率	-55.91%	21.84%	45.38%	34.16%	32.49%
EBITDA 增长率	-52.66%	20.69%	61.85%	28.05%	27.78%
净利润增长率	-56.28%	33.56%	28.99%	35.13%	32.56%
总资产增长率	12.12%	15.27%	5.96%	15.76%	15.21%
股东权益增长率	10.98%	20.73%	10.81%	13.18%	15.44%
经营营运资本增长率	23.29%	55.44%	22.99%	42.99%	27.48%
资本结构					
资产负债率	23.51%	18.28%	14.81%	17.00%	17.13%
投资资本/总资产	68.94%	72.23%	70.04%	68.20%	65.09%
带息债务/总负债	23.25%	20.64%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.95	2.67	3.75	3.81	4.21
速动比率	1.80	2.41	3.49	3.48	3.92
股利支付率	23.88%	7.99%	13.61%	13.61%	13.61%
收益留存率	76.12%	92.01%	86.39%	86.39%	86.39%
资产管理效率					
总资产周转率	0.35	0.36	0.44	0.49	0.56
固定资产周转率	3.24	3.30	5.53	10.19	22.84

资料来源：wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上； 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间； 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。