

# 业绩增长符合预期，三季度创新业务增长加速

增持|维持

## ——2019 三季度点评

### 事件：

公司发布 2019 年三季报，2019 前三季度公司实现营收 11.98 亿元，同比增长 29.50%；三季度单季度实现营收 5.28 亿元，同比增长 39.71%；2019 前三季度实现归母净利润 2.73 亿元，同比增长 41.73%；三季度单季度实现归母净利润 1.11 亿元，同比增长 49.94%；2019 前三季度实现扣非后归母净利润 2.36 亿元，同比增长 36.66%；三季度单季度实现扣非后归母净利润 1.08 亿元，同比增长 75.52%。

### ● 业绩增长符合预期，大单数量快速增长进一步验证行业集中趋势

2019 前三季度公司营收同比增长 29.50%；其中核心软件销售及技术服务同比增长 30.73%；硬件销售同比增长 21.01%，高价值的软件销售及技术服务占比 74.36%，较去年同期提升 0.70pct。2019 前三季度公司归母净利润同比增长 41.73%位于业绩预告 35%-55%中偏下，基本符合预期。2019 年 1-9 月公司千万级订单 33 个（上年同期 18 个），大单数量持续保持快速增长进一步侧面验证行业集中趋势；预收账款 1.67 亿元，同比增长 31.40%，持续保持较快增长。

### ● 持续加大研发投入，经营效率不断优化

2019 前三季度公司研发投入 2.60 亿元，同比增长 28.95%，其中研发费用 1.40 亿元，同比增长 44.95%，资本化比例 46.24%，较去年同期下降 5.93pct。2019 前三季度公司持续优化经营效率，销售费用率 13.17%，较去年同期下降 0.51pct；管理费用率 8.01%，较去年同期下降 1.01pct；财务费用率 0.18%，较去年同期下降 0.43pct，经营效率持续优化。

### ● 铜世圈增速亮眼，创新业务亏损略有加大

2019 前三季度，公司创新业务持续保持高速增长态势，除纳里健康因项目结算滞后导致营收下滑 22.77%，较半年度 19.49%下滑幅度略有扩大外，卫宁互联网、卫宁科技、铜世圈营收同比增长 15.08%、14.13%、223.15%，较半年度 2.17%、4.69%、195.73%的均显著加速，2019 年前三季度公司创新业务亏损 6338 万元，同比增长-25.20%，较半年度-24.48%亏损略有加大。

### ● 加强中台化建设，技术实力不断提升

2019 年公司基于全新理念建立统一的中台化服务体系，依托中台打造新一代产品，中台化是未来医疗信息化发展的重要趋势，未来随着公司新一代中台化产品的推出，有望进一步加强公司产品与技术领先优势并提升公司实施及产品交付效率。

当前价/目标价：17.14 元/19.31 元

目标期限：6 个月

### 基本数据

52 周最高/最低价（元）：17.14 / 9.89

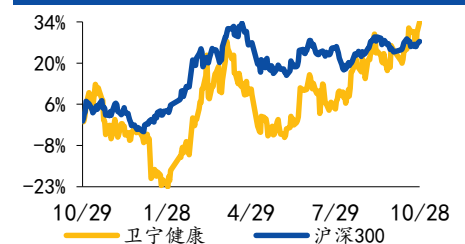
A 股流通股（百万股）：1316.82

A 股总股本（百万股）：1641.39

流通市值（百万元）：22570.31

总市值（百万元）：28133.38

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《国元证券公司研究-卫宁健康（300253）公司点评报告：业绩预告超预期，创新业务迎来边际好转》  
2019.10.16

《国元证券公司研究-卫宁健康（300253）公司深度报告：多重政策利好下行业龙头再度启航》2019.09.19

### 报告作者

分析师 宗建树

执业证书编号 S0020519010001

电话 021-51097188-1850

邮箱 zongjianshu@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

### ● 投资建议与盈利预测

预计 2019-2021 年，公司归属母公司股东净利润分别为：3.83、4.70 和 7.25 亿元，对应基本每股收益分别为：0.24、0.29 和 0.45 元/股，对应 PE 估值分别为 73、60 和 39 倍。考虑到公司是国内医疗信息化的领军企业，在互联网医疗为代表的创新业务布局领先，近年来传统医疗 IT 业务受益于政策驱动下游需求高景气，《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》出台有望助推创新业务快速发展，维持公司“增持”的投资评级。

### ● 风险提示

政策落地不及预期、创新业务推进不及预期、大单占比提升导致项目交付不及预期

附表：盈利预测

| 财务数据和估值    | 2017   | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 1204   | 1439  | 1918  | 2500  | 3167  |
| 收入同比 (%)   | 26     | 20    | 33    | 30    | 27    |
| 归母净利润(百万元) | 229    | 303   | 383   | 470   | 725   |
| 归母净利润同比(%) | -56    | 32    | 26    | 23    | 54    |
| ROE (%)    | 8.8    | 9.7   | 10.7  | 11.6  | 15.2  |
| 每股收益 (元)   | 0.14   | 0.19  | 0.24  | 0.29  | 0.45  |
| 市盈率(P/E)   | 122.65 | 92.62 | 73.40 | 59.75 | 38.73 |

资料来源：Wind,国元证券研究中心

**财务预测表**

| 资产负债表          |      |      |       |       |       |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |      |      |       |       |       |
| 会计年度           | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| <b>流动资产</b>    | 1710 | 2067 | 2595  | 3123  | 3918  |
| 现金             | 482  | 515  | 582   | 511   | 592   |
| 应收账款           | 955  | 1184 | 1598  | 2090  | 2674  |
| 其他应收款          | 124  | 142  | 151   | 173   | 199   |
| 预付账款           | 22   | 36   | 61    | 100   | 151   |
| 存货             | 100  | 158  | 190   | 233   | 283   |
| 其他流动资产         | 26   | 32   | 14    | 16    | 19    |
| <b>非流动资产</b>   | 2002 | 2170 | 2265  | 2390  | 2523  |
| 长期投资           | 544  | 541  | 541   | 541   | 541   |
| 固定资产           | 371  | 435  | 403   | 370   | 337   |
| 无形资产           | 95   | 117  | 140   | 171   | 207   |
| 其他非流动资产        | 991  | 1077 | 1181  | 1308  | 1437  |
| <b>资产总计</b>    | 3712 | 4237 | 4860  | 5514  | 6441  |
| <b>流动负债</b>    | 956  | 882  | 1052  | 1228  | 1420  |
| 短期借款           | 190  | 151  | 164   | 165   | 161   |
| 应付账款           | 207  | 197  | 231   | 260   | 299   |
| 其他流动负债         | 560  | 534  | 657   | 804   | 960   |
| <b>非流动负债</b>   | 97   | 81   | 83    | 85    | 87    |
| 长期借款           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 97   | 81   | 83    | 85    | 87    |
| <b>负债合计</b>    | 1053 | 963  | 1136  | 1314  | 1507  |
| 少数股东权益         | 63   | 140  | 145   | 150   | 158   |
| 股本             | 1608 | 1622 | 1622  | 1622  | 1622  |
| 资本公积           | 380  | 535  | 535   | 535   | 535   |
| 留存收益           | 793  | 1073 | 1423  | 1893  | 2618  |
| 归属母公司股东权益      | 2596 | 3134 | 3580  | 4050  | 4775  |
| <b>负债和股东权益</b> | 3712 | 4237 | 4860  | 5514  | 6441  |

| 现金流量表          |      |      |       |       |       |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |      |      |       |       |       |
| 会计年度           | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| <b>经营活动现金流</b> | 80   | 124  | 156   | 134   | 307   |
| 净利润            | 230  | 307  | 387   | 475   | 733   |
| 折旧摊销           | 27   | 30   | 52    | 54    | 58    |
| 财务费用           | 4    | 8    | 13    | 26    | 41    |
| 投资损失           | 19   | 8    | 20    | 20    | 10    |
| 营运资金变动         | -259 | -279 | -367  | -519  | -620  |
| 其他经营现金流        | 59   | 51   | 51    | 78    | 84    |
| <b>投资活动现金流</b> | -249 | -250 | -152  | -180  | -182  |
| 资本支出           | 162  | 167  | 1     | 1     | 1     |
| 长期投资           | 61   | 21   | -22   | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | -26  | -62  | -174  | -180  | -181  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 52   | 157  | 64    | -26   | -44   |
| 短期借款           | -50  | -39  | 13    | 1     | -3    |
| 长期借款           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 783  | 14   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -515 | 155  | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -165 | 26   | 51    | -26   | -41   |
| <b>现金净增加额</b>  | -117 | 30   | 68    | -71   | 81    |

| 利润表             |      |      |       |       |       |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元          |      |      |       |       |       |
| 会计年度            | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| <b>营业收入</b>     | 1204 | 1439 | 1918  | 2500  | 3167  |
| 营业成本            | 575  | 691  | 888   | 1132  | 1426  |
| 营业税金及附加         | 16   | 16   | 24    | 30    | 38    |
| 营业费用            | 156  | 201  | 254   | 316   | 376   |
| 管理费用            | 116  | 118  | 173   | 262   | 196   |
| 研发费用            | 110  | 147  | 197   | 261   | 344   |
| 财务费用            | 4    | 8    | 13    | 26    | 41    |
| 资产减值损失          | 48   | 60   | 80    | 105   | 132   |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | -19  | -8   | -20   | -20   | -10   |
| <b>营业利润</b>     | 257  | 310  | 421   | 519   | 806   |
| 营业外收入           | 2    | 0    | 10    | 10    | 10    |
| 营业外支出           | 3    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 256  | 310  | 430   | 528   | 815   |
| 所得税             | 26   | 3    | 43    | 53    | 81    |
| <b>净利润</b>      | 230  | 307  | 387   | 475   | 733   |
| 少数股东损益          | 1    | 4    | 4     | 5     | 8     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 229  | 303  | 383   | 470   | 725   |
| EBITDA          | 288  | 348  | 486   | 599   | 905   |
| EPS (元)         | 0.14 | 0.19 | 0.24  | 0.29  | 0.45  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2017   | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 26.1   | 19.5  | 33.3  | 30.4  | 26.7  |
| 营业利润 (%)        | -50.3  | 20.5  | 35.7  | 23.3  | 55.2  |
| 归属母公司净利润 (%)    | -55.8  | 32.4  | 26.2  | 22.9  | 54.3  |
| <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 52.3   | 52.0  | 53.7  | 54.7  | 55.0  |
| 净利率 (%)         | 19.0   | 21.1  | 20.0  | 18.8  | 22.9  |
| ROE (%)         | 8.8    | 9.7   | 10.7  | 11.6  | 15.2  |
| ROIC (%)        | 14.2   | 15.0  | 15.6  | 16.2  | 20.9  |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 28.4   | 22.7  | 23.4  | 23.8  | 23.4  |
| 净负债比率 (%)       | 23.28  | 17.59 | 16.21 | 14.05 | 12.02 |
| 流动比率            | 1.79   | 2.34  | 2.47  | 2.54  | 2.76  |
| 速动比率            | 1.68   | 2.16  | 2.29  | 2.35  | 2.56  |
| <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.34   | 0.36  | 0.42  | 0.48  | 0.53  |
| 应收账款周转率         | 1      | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 应付账款周转率         | 3.09   | 3.42  | 4.15  | 4.61  | 5.09  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.14   | 0.19  | 0.24  | 0.29  | 0.45  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.05   | 0.08  | 0.10  | 0.08  | 0.19  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 1.60   | 1.93  | 2.21  | 2.50  | 2.94  |
| <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |       |
| P/E             | 122.65 | 92.62 | 73.40 | 59.75 | 38.73 |
| P/B             | 10.82  | 8.96  | 7.85  | 6.94  | 5.88  |
| EV/EBITDA       | 94     | 78    | 56    | 45    | 30    |

## 投资评级说明

| (1) 公司评级定义 |                                 | (2) 行业评级定义 |                                |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上   | 推荐         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上 |
| 增持         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间 | 中性         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间 |
| 持有         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间    | 回避         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上 |
| 卖出         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上    |            |                                |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

| 合肥                                | 上海                                   |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000                         | 邮编：200135                            |
| 传真：(0551) 62207952                | 传真：(021) 68869125                    |
|                                   | 电话：(021) 51097188                    |