

2020年02月13日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师： 宝幼琛 S0350517010002

baoyc@ghzq.com.cn

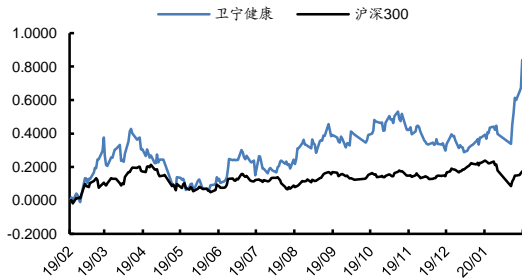
联系人： 张若凡 S0350119070030

zhangrf@ghzq.com.cn

医疗 IT 高景气，互联网医疗快速推进

——卫宁健康（300253）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
卫宁健康	33.7	29.5	87.6
沪深 300	-5.2	2.2	17.3

市场数据

2020-02-12

当前价格 (元)	20.96
52 周价格区间 (元)	11.09 - 20.96
总市值 (百万)	34397.54
流通市值 (百万)	27659.75
总股本 (万股)	164110.38
流通股 (万股)	131964.47
日均成交额 (百万)	475.34
近一月换手 (%)	59.23

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点:

- 国内医疗科技龙头，医疗 IT+互联网医疗双轮驱动。** 卫宁健康成立于 1994 年，传统主营医疗信息化业务，通过内生+外延方式成长为国内医疗 IT 龙头，拥有涵盖医院、卫生、医保的齐全产品线，目前公司服务各类医疗卫生机构 6000 家，其中三级医院 400 家。2015 年开始公司布局互联网医疗，推行涵盖互联网医疗全链条的“4+1”（云医、云药、云险、云康+创新服务平台）战略，目前公司互联网医疗业务收入已经达到一定规模，初步实现公司医疗 IT+互联网医疗的双轮驱动愿景。根据公司业绩预告，2019 年公司实现归母净利润 3.79-4.41 亿元，同比增长约 25%-45%，扣非归母净利润同比增长约 16%-38%，在互联网医疗业务高投入背景下，依然维持高增长。
- 互联网医疗全链条布局，打开长期发展空间。** 公司互联网医疗采用四朵云+创新平台全链条布局：1）“云医”实施主体为纳里健康（持股 69.37%），采用与实体医院合作共建方式建设互联网医院并参与运营；2）“云药”实施主体为钥匙圈（持股 34.62%），打造融“处方流转、药险联动、B2B 赋能、健康服务”于一体的药联体；3）“云险”实施主体为卫宁互联网（持股 70%）和卫宁科技（持股 50%），通过构建统一支付平台以及保险风控体系解决医疗支付问题；4）“云康”主要依托医通健康（持股 12.40%），主打医疗保健和慢病管理。5）“创新服务平台”依托卫宁互联网，整合 4 朵云资源，实现业务联动、协同输出。根据公司业绩预告，2019 年公司创新业务仍处于亏损期，且亏损额同比大幅增加，其中纳里健康、钥匙圈同比减亏，卫宁科技因承担国家医保局系统建设投入加大，亏损大幅增加，占创业业务板块亏损额的 70%。我们认为，公司互联网医疗业务仍在投入期，短期亏损不改其长期发展潜力。
- 传统医疗 IT 业务维持高景气，疫情后投入有望加大。** 电子病历是近两年医院信息化建设要点，2018 年 12 月，国家卫健委明确要求 2020 年三级医院要达到电子病历分级评价 4 级以上，二级医院要达到 3 级以上；三级医院达到医院信息互联互通标准化成熟度测评 4。国家卫健委电子病历评价标准上限为 8 级，我们认为在医疗机构完成国家卫健委要求后，电子病历向上升级仍有较大空间，同时电子病历院内数据应用也有较大加强空间。我们认为，医疗 IT 的高景气实质来源于我国医疗卫生体制改革，其更深层次的原因在于我国医疗资源配置不均匀和医保资金结余率降低，医疗 IT 作为工具和解决方案参与到分级诊疗、医联体、医保控费的建设中，而我国医疗体制改革是个

长期工程，有望长期为医疗 IT 提供景气度。在今年肺炎疫情中，已有的医疗信息化系统发挥了十分重要的支撑作用，但也暴露出我国院内数据不能互联互通、公共卫生体系建设不足等问题，我们预计疫情后政府和医院的信息化投入有望加大。

- **互联网医疗强事件驱动，医保支付有望成为行业发展拐点。**自 2018 年 4 月国务院发布促进“互联网+医疗健康”发展意见，允许以医疗机构为主体开展互联网医院后，互联网医疗的政策密集发布，国家医保局在 2019 年 8 月将互联网诊疗纳入医保支付范围。今年肺炎疫情中互联网问诊人数增幅非常明显，很多医院把以前不在线上开放核心科室放到了互联网平台上，也有很多医院临时上互联网平台，国家卫健委也在 2 月 7 日发文表示大力开展互联网诊疗服务，政府和医院重视程度以及民众的认知程度均有大幅度的提高，互联网医疗迎来强事件驱动。我们认为，本次肺炎疫情提供了医生和患者互联网诊疗培育过程，后续线上诊疗正式纳入医保支付有望成为使行业迎来爆发式向上的拐点，卫宁的依托线下医院的共建运营是更具前景的互联网医院模式，公司创新业务将直接受益。
- **盈利预测和投资评级：给予“买入”评级。**我们认为，公司是国内医疗科技龙头，受益于国内医疗体制改革深化传统医疗 IT 业务高景气持续，互联网医疗业务在线上诊疗正式纳入医保后有望迎来爆发式增长。我们预计，公司 2019-2020 年 EPS 分别为 0.25/0.34/0.46，对应当前股价 PE 分别为 83/61/45，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 医疗信息化投入不及预期的风险；2) 互联网医疗发展不及预期的风险；3) 系统性风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	1439	1927	2556	3346
增长率(%)	20%	34%	33%	31%
归母净利润（百万元）	303	412	561	757
增长率(%)	32%	36%	36%	35%
摊薄每股收益（元）	0.19	0.25	0.34	0.46
ROE(%)	9.26%	11.82%	14.87%	18.20%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：卫宁健康盈利预测表

2020-02-1									
证券代码:	300253.SZ		股价:	20.96	投资评级:	买入	日期:	2	
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					每股指标				
ROE	9%	12%	15%	18%	EPS	0.19	0.25	0.34	0.46
毛利率	52%	54%	55%	56%	BVPS	1.93	2.04	2.21	2.44
期间费率	24%	35%	35%	34%	估值				
销售净利率	21%	21%	22%	23%	P/E	112.08	83.46	61.30	45.45
成长能力					P/B	10.85	10.30	9.50	8.60
收入增长率	20%	34%	33%	31%	P/S	23.63	17.85	13.45	10.28
利润增长率	32%	36%	36%	35%					
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
总资产周转率	0.34	0.42	0.51	0.59	营业收入	1439	1927	2556	3346
应收账款周转率	1.08	1.14	1.22	1.30	营业成本	691	886	1154	1487
存货周转率	4.48	4.48	4.48	4.48	营业税金及附加	16	21	28	37
偿债能力					销售费用	201	289	383	502
资产负债率	23%	24%	25%	26%	管理费用	118	366	473	602
流动比	2.34	2.41	2.48	2.56	财务费用	8	(5)	6	6
速动比	2.16	2.21	2.26	2.31	其他费用/(-收入)	(68)	50	60	60
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	310	420	572	772
现金及现金等价物	515	470	462	519	营业外净收支	(1)	0	0	0
应收款项	1331	1689	2101	2567	利润总额	310	420	572	772
存货净额	158	203	261	337	所得税费用	3	4	5	7
其他流动资产	64	83	109	140	净利润	307	417	567	765
流动资产合计	2067	2440	2927	3557	少数股东损益	4	5	6	8
固定资产	435	404	373	342	归属于母公司净利润	303	412	561	757
在建工程	1	1	1	1	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
无形资产及其他	117	117	115	114	经营活动现金流	124	172	288	453
长期股权投资	541	541	541	541	净利润	307	417	567	765
资产总计	4237	4579	5034	5631	少数股东权益	4	5	6	8
短期借款	151	151	151	151	折旧摊销	29	43	43	43
应付款项	197	259	337	435	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	205	275	364	477	营运资金变动	(215)	(292)	(328)	(363)
其他流动负债	329	329	329	329	投资活动现金流	(250)	31	31	31
流动负债合计	882	1013	1182	1392	资本支出	32	31	31	31
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	3	0	0	0
其他长期负债	81	81	81	81	其他	(286)	0	0	0
长期负债合计	81	81	81	81	筹资活动现金流	82	(206)	(281)	(378)
负债合计	963	1094	1262	1472	债务融资	(39)	0	0	0
股本	1622	1641	1641	1641	权益融资	235	0	0	0
股东权益	3275	3485	3772	4159	其它	(114)	(206)	(281)	(378)
负债和股东权益总计	4237	4579	5034	5631	现金净增加额	(44)	(3)	39	106

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【计算机组介绍】

宝幼琛，本年毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

张若凡，上海交通大学数学学士、金融硕士，2019年加入国海证券，从事计算机行业上市公司研究。

【分析师承诺】

宝幼琛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

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。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。