

业绩符合预期，双轮驱动快速发展

增持|维持

事件：

公司于2月28日收盘后发布《2019年度业绩快报》，2019年公司实现营业收入19.06亿元，同比增长32.45%，实现归母净利润4.00亿元，同比增长31.95%。

点评：

● 2019年传统业务订单快速增长，创新业务加大投入亏损增加

受益于行业政策，2019年，公司传统医疗信息化业务订单与营业收入同比快速增长。创新的互联网+医疗健康业务整体有序推进，亏损9200.17万元，同比大幅增加，主要原因：1) 卫宁科技承建国家医保局等重要项目投入加大，占创新业务亏损额62.79%；2) 卫宁互联网建设费大幅增加、第三方支付公司返点费率大幅下调；3) 纳里健康互联网医院业务投入加大等。我们认为，公司作为医疗信息化行业龙头，持续推进“双轮驱动”战略，随着国家持续出台行业利好政策，持续快速发展无忧。

● 院内信息化建设持续加码，卫健委两度发文促互联网医疗需求释放

传统业务方面，公司HIS产品不断研发更新，上半年有望推出新一代产品，提升竞争力。同时，随着电子病历评级政策持续推进，我们判断未来院内HIS系统及电子病历数据应用仍有较大发展空间，订单有望稳健增长。创新业务方面，受此次疫情影响，互联网医疗需求快速释放，卫健委两度发文提出大力开展互联网医疗服务，并做出相关规范，公司标杆客户浙江邵逸夫医院模式获高度认可。根据公开交流，截止2月10日，公司互联网医疗已上线和正在上线的医疗卫生机构已近900家，通过开通的“快速问诊”等线上服务，累计服务量超过100万次。

● 承建河南版“小汤山”医院，敏捷交付凸显标准化全栈产品线优势

根据公司官网资料，公司受命承建河南版“小汤山”医院（现命名为郑州岐伯山医院）信息系统建设。运用“混合云”模式，快速完成上线部署、质量测试；融入阿里达摩院NLP、医学影像识别等技术提升诊疗能力；建立专病科研平台提供数据支撑；借助大数据、云计算等技术搭建指挥中心。公司仅用短短几日敏捷交付，完成44个主营业务系统、66个子业务系统的部署任务。在本次医院建设基础上，公司快速完成了28个产品的升级与开发，涵盖筛查、诊断、上报、治疗、监测等各方面。我们认为，此次公司受命承建岐伯山医院并火速上线，凸显了公司标准化全栈产品体系的强大优势。

● 投资建议与盈利预测

公司是国内医疗信息化行业的龙头厂商，在传统医疗信息化业务和创新业务方面全面布局，有望乘行业东风，持续快速成长。盈利预测方面，小幅调整公司2019-2021年营业收入至19.06亿元、24.84亿元、31.77亿元，归母净利润至4.00亿元、5.27亿元、6.85亿元，对应PE为104.23、79.13、60.89倍。考虑到公司的行业地位、业务布局、未来三年收入和利润的增长情况、过去三年主要运行在60-80倍之间等因素，给予公司2020年80倍的目标PE，目标价为26.40元，维持“增持”评级。

● 风险提示

医疗信息化相关政策落地不达预期，互联网医院建设不及预期，线上诊疗服务发展不及预期，行业竞争加剧等。

当前价/目标价：25.72元/26.40元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：26.28 / 12.06

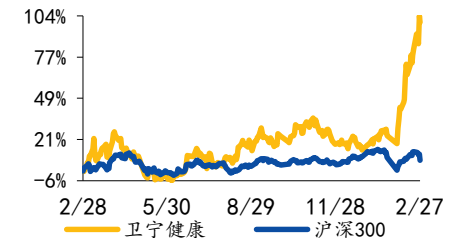
A股流通股（百万股）：1319.64

A股总股本（百万股）：1641.10

流通市值（百万元）：33941.26

总市值（百万元）：42209.19

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) 2019 三季度报
点评：业绩增长符合预期，三季度创新业务增长加速》
2019.10.29

《国元证券行业研究-2020 年计算机行业策略报告：聚焦主赛道，投资真成长》2019.12.10

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

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)	1203.76	1438.76	1905.64	2484.14	3177.01
收入同比(%)	26.12	19.52	32.45	30.36	27.89
归母净利润(百万元)	229.04	303.31	400.23	527.18	685.05
归母净利润同比(%)	-55.84	32.42	31.96	31.72	29.95
ROE(%)	8.82	9.68	11.13	12.78	14.24
每股收益(元)	0.14	0.19	0.25	0.33	0.42
市盈率(P/E)	182.13	137.53	104.23	79.13	60.89

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
流动资产	1710.15	2066.82	2605.51	3190.30	3954.49
现金	482.05	514.65	609.75	594.54	621.99
应收账款	955.02	1184.04	1587.77	2076.94	2681.82
其他应收款	124.25	142.09	149.96	172.21	200.09
预付账款	22.47	35.71	59.21	98.95	150.31
存货	100.40	157.87	184.99	231.64	281.49
其他流动资产	25.97	32.45	13.83	16.01	18.80
非流动资产	2002.15	2170.49	2265.01	2390.46	2522.51
长期投资	544.11	541.05	541.05	541.05	541.05
固定资产	371.31	435.37	402.72	370.01	337.26
无形资产	95.35	116.92	140.01	171.01	207.01
其他非流动资产	991.38	1077.16	1181.23	1308.39	1437.19
资产总计	3712.30	4237.32	4870.52	5580.76	6477.00
流动负债	956.46	882.25	1044.88	1219.25	1419.76
短期借款	190.00	151.14	164.09	159.77	161.21
应付账款	205.31	194.75	225.39	258.63	297.49
其他流动负债	561.15	536.36	655.40	800.85	961.05
非流动负债	96.86	80.53	83.30	85.30	87.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	96.86	80.53	83.30	85.30	87.10
负债合计	1053.32	962.78	1128.18	1304.54	1506.85
少数股东权益	62.86	140.35	144.98	151.67	160.56
股本	1607.59	1621.87	1621.87	1621.87	1621.87
资本公积	380.05	535.18	535.18	535.18	535.18
留存收益	793.46	1072.53	1440.32	1967.49	2652.54
归属母公司股东权益	2596.13	3134.18	3597.36	4124.54	4809.59
负债和股东权益	3712.30	4237.32	4870.52	5580.76	6477.00

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	79.79	123.89	173.65	184.67	248.42
净利润	229.74	306.83	404.86	533.87	693.93
折旧摊销	27.10	29.70	51.53	53.50	58.49
财务费用	3.94	8.02	12.93	23.60	38.23
投资损失	18.70	8.09	10.98	11.87	12.65
营运资金变动	-258.50	-279.31	-355.57	-515.79	-643.30
其他经营现金流	58.81	50.57	48.92	77.62	88.41
投资活动现金流	-249.06	-250.30	-143.29	-171.97	-184.18
资本支出	161.66	167.19	0.50	0.50	0.50
长期投资	60.95	21.35	-21.81	0.00	0.00
其他投资现金流	-26.44	-61.76	-164.60	-171.47	-183.68
筹资活动现金流	52.36	156.76	64.74	-27.91	-36.80
短期借款	-50.00	-38.87	12.96	-4.32	1.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	782.68	14.28	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-515.17	155.14	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-165.15	26.22	51.79	-23.60	-38.23
现金净增加额	-116.91	30.36	95.10	-15.21	27.45

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1203.76	1438.76	1905.64	2484.14	3177.01
营业成本	574.61	690.61	866.88	1124.48	1416.64
营业税金及附加	16.18	16.20	23.55	30.24	38.39
营业费用	155.83	200.84	262.03	333.37	421.27
管理费用	115.66	118.08	157.22	205.19	263.06
研发费用	110.23	147.21	220.32	260.56	324.34
财务费用	3.94	8.02	12.93	23.60	38.23
资产减值损失	48.07	59.58	77.65	91.31	103.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-18.70	-8.09	-10.98	-11.87	-12.65
营业利润	257.40	310.28	409.46	543.79	710.86
营业外收入	2.06	0.09	0.34	0.37	0.52
营业外支出	3.24	0.85	0.03	0.12	0.31
利润总额	256.22	309.52	409.77	544.04	711.07
所得税	26.48	2.69	4.92	10.17	17.14
净利润	229.74	306.83	404.86	533.87	693.93
少数股东损益	0.70	3.52	4.63	6.69	8.89
归属母公司净利润	229.04	303.31	400.23	527.18	685.05
EBITDA	288.43	348.00	473.93	620.89	807.59
EPS (元)	0.14	0.19	0.25	0.33	0.42

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	26.12	19.52	32.45	30.36	27.89
营业利润 (%)	-50.28	20.55	31.97	32.81	30.72
归属母公司净利润 (%)	-55.84	32.42	31.96	31.72	29.95
获利能力					
毛利率 (%)	52.27	52.00	54.51	54.73	55.41
净利率 (%)	19.03	21.08	21.00	21.22	21.56
ROE (%)	8.82	9.68	11.13	12.78	14.24
ROIC (%)	14.16	15.03	16.75	18.47	19.97
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.37	22.72	23.16	23.38	23.26
净负债比率 (%)	23.28	17.59	16.32	13.78	12.03
流动比率	1.79	2.34	2.49	2.62	2.79
速动比率	1.68	2.16	2.32	2.43	2.59
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.36	0.42	0.48	0.53
应收账款周转率	1.22	1.14	1.16	1.15	1.13
应付账款周转率	3.11	3.45	4.13	4.65	5.09
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.14	0.19	0.25	0.33	0.42
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.05	0.08	0.11	0.11	0.15
每股净资产 (最新摊薄)	1.60	1.93	2.22	2.54	2.97
估值比率					
P/E	182.13	137.53	104.23	79.13	60.89
P/B	16.07	13.31	11.60	10.11	8.67
EV/EBITDA	142.79	118.35	86.90	66.33	51.00

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告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