

医疗 IT 高景气依旧，互联网医疗发展正当时

投资要点

- **业绩总结：**公司 2019 年实现营业收入 19.1 亿元，同比增长 32.6%；实现归母净利润 4 亿元，同比增长 31.4%；扣非净利润实现 3.4 亿元，同比增长 22.6%。
- **业绩稳步增长，符合预期。**从营收端来看，由于 2018 年的在手订单较多，所以 2019 年稳步增长，其中软件、硬件销售、技术服务分别实现营收 10.6、4.5、3.9 亿元，同比增长 32%、48%、20%。从利润端来看，在毛利率微降（同比降低 0.6 个百分点）和期间费用控制良好（期间费用总体下降 2 个百分点，其中销售费用率下降 1.3 个百分点）的情况下，利润增速略低于营收增速主要系投资收益下降（卫宁科技亏损加大）、信用减值损失加大（应收账款计提坏账）。
- **医疗 IT 依旧高景气，敏捷实施有望加快营收确认。**受益于电子病历评级的医保 IT 的建设，医疗信息化处于高景气度中，此次疫情的爆发又催生了医院 120 急救系统、发热门诊信息化系统等需求，所以我们判断行业仍将维持高景气度，根据公开招标统计，公司 2019 年订单增速超 40%。同时，公司成功试点“敏捷交付”项目，在中标四川省通江县人民医院信息化建设项目后，项目上线仅用 18 天。若敏捷交付在全国范围内推广，将使得公司的营收增速逐步追赶上公司的订单增速，加快公司业绩释放。
- **疫情有望助推互联网医疗进入快速增长通道。**2019 年公司实现创新业务合计 2.9 亿元（云医+云药+云险），同比增长 59%，此次疫情后有望长久培养患者的线上诊疗习惯，公司将受益。云医方面，纳里健康承建 6 个省级互联网医院监管平台，累计接入医疗机构 4000 余家，其中通过合作共建模式已取得医疗机构执业许可证的互联网医院共 89 家；云药方面，新增覆盖医疗机构数百家，新增交易金额 210 多亿元，同时因第三方支付公司返点费率大幅下调等原因，卫宁互联网单体实现净利润-548 万元；云药方面，钥匙圈合作保险家数 60 余家、管理保险费用超 40 亿元，依托“药联体”等平台，整体交易额累计超过 7 亿元。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.33 元、0.45 元、0.63 元，未来三年归母净利润将保持 37%的复合增长率。考虑到公司医疗信息化主营业务逐季改善，且积极践行“4+1”互联网医疗战略打开成长空间，我们长期看好公司发展，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期、创新业务不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1908.01	2558.94	3467.21	4744.69
增长率	32.61%	34.12%	35.49%	36.84%
归属母公司净利润（百万元）	398.42	541.99	742.58	1028.33
增长率	31.36%	36.03%	37.01%	38.48%
每股收益 EPS（元）	0.24	0.33	0.45	0.63
净资产收益率 ROE	10.12%	12.51%	14.95%	17.58%
PE	93	69	50	36
PB	9.98	8.88	7.71	6.52

数据来源：Wind，西南证券

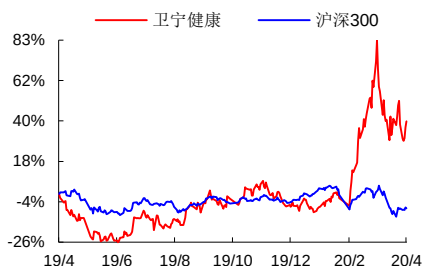
西南证券研究发展中心

分析师：朱芸
 执业证号：S1250517070001
 电话：010-57758600
 邮箱：zhuz@swsc.com.cn

分析师：朱松
 执业证号：S1250519080007
 电话：021-58352031
 邮箱：zhus@swsc.com.cn

分析师：刘忠腾
 执业证号：S1250519080008
 电话：0755-23616646
 邮箱：lzht@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.41
流通 A 股(亿股)	13.20
52 周内股价区间(元)	12.06-29.85
总市值(亿元)	372.38
总资产(亿元)	51.19
每股净资产(元)	2.27

相关研究

1. 卫宁健康 (300253)：业绩逐季改善，创新业务进展顺畅 (2019-10-29)
2. 卫宁健康 (300253)：业绩符合预期，政策助力互联网医疗腾飞 (2019-08-30)

关键假设：

假设 1：根据采招网统计，公司 2019 年全年订单增速 40%左右，故公司软件和硬件业务将保持快速发展态势；同时公司从产品端施行了“敏捷交付”，公司从订单到收入确认的周期大幅缩短，从 2019 年单个季度来看已经有所体现，2019 第一到第四季度营收增速分别为 20.1%、23.9%、39.7%、38.2%，预期营收逐季加速的趋势仍将持续；硬件业务主要是公司为了销售软件而搭载的硬件设备，其规模随着软件的增长而增长；

假设 2：技术服务不仅包括公司原有软件业务的技术服务，还包括了公司的互联网医疗服务业务，目前公司的互联网业务已经出具规模，其中并表的卫宁互联网单体及纳里健康收入 2019 年实现 8372 万元，后续随着政策的助力仍将进一步增长。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
软件业务	收入	1055.15	1403.3495	1880.49	2538.66
	增速	32%	33%	34%	35%
	毛利率	64.18%	62%	62%	62%
硬件业务	收入	450.41	599.05	802.72	1083.67
	增速	48%	33%	34%	35%
	毛利率	14%	15%	15%	15%
技术服务	收入	386.82	541.55	769.00	1107.36
	增速	20%	40%	42%	44%
	毛利率	62%	65%	64%	64%
其他业务	收入	15.62	15	15	15
	毛利率	14%	15%	15%	15%
合计	收入	1,908.00	2,558.94	3,467.21	4,744.69
	增速	32.61%	34.12%	35.49%	36.84%
	毛利率	51.42%	51.36%	51.36%	51.58%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1908.01	2558.94	3467.21	4744.69	净利润	395.57	547.46	750.08	1038.71
营业成本	926.86	1244.75	1686.49	2297.21	折旧与摊销	53.12	56.00	56.00	56.00
营业税金及附加	22.07	30.13	40.29	55.34	财务费用	3.21	1.71	-2.37	-3.15
销售费用	241.74	327.54	440.34	597.83	资产减值损失	0.00	50.00	50.00	50.00
管理费用	140.15	452.93	610.23	830.32	经营营运资本变动	-178.06	-406.42	-503.72	-693.80
财务费用	3.21	1.71	-2.37	-3.15	其他	-40.53	-46.45	-55.53	-69.06
资产减值损失	0.00	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	233.30	202.30	294.47	378.70
投资收益	-20.06	-10.00	0.00	10.00	资本支出	90.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	12.90	6.45	7.53	8.06	其他	-352.28	-3.55	7.53	18.06
其他经营损益	0.00	150.00	170.00	200.00	投资活动现金流净额	-261.67	-3.55	7.53	18.06
营业利润	412.51	598.32	819.76	1135.21	短期借款	73.14	-224.27	0.00	0.00
其他非经营损益	0.11	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	412.63	598.32	819.76	1135.21	股权融资	235.64	0.00	0.00	0.00
所得税	17.05	50.86	69.68	96.49	支付股利	0.00	-79.68	-108.40	-148.52
净利润	395.57	547.46	750.08	1038.71	其他	-82.53	-3.18	2.37	3.15
少数股东损益	-2.85	5.47	7.50	10.39	筹资活动现金流净额	226.24	-307.13	-106.03	-145.36
归属母公司股东净利润	398.42	541.99	742.58	1028.33	现金流量净额	197.87	-108.38	195.97	251.40
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	715.12	606.74	802.71	1054.11	成长能力				
应收和预付款项	1662.08	2313.87	3118.86	4254.41	销售收入增长率	32.61%	34.12%	35.49%	36.84%
存货	175.12	235.18	316.65	433.04	营业利润增长率	32.95%	45.04%	37.01%	38.48%
其他流动资产	53.63	71.92	97.45	133.35	净利润增长率	28.92%	38.40%	37.01%	38.48%
长期股权投资	588.57	588.57	588.57	588.57	EBITDA 增长率	34.72%	39.93%	33.13%	36.03%
投资性房地产	88.00	88.00	88.00	88.00	获利能力				
固定资产和在建工程	429.80	410.46	391.11	371.77	毛利率	51.42%	51.36%	51.36%	51.58%
无形资产和开发支出	985.56	949.28	913.00	876.73	三费率	20.18%	30.57%	30.23%	30.03%
其他非流动资产	421.03	420.65	420.27	419.88	净利率	20.73%	21.39%	21.63%	21.89%
资产总计	5118.90	5684.67	6736.61	8219.85	ROE	10.12%	12.51%	14.95%	17.58%
短期借款	224.27	0.00	0.00	0.00	ROA	7.73%	9.63%	11.13%	12.64%
应付和预收款项	668.01	918.87	1227.88	1680.94	ROIC	16.99%	20.16%	23.37%	26.89%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.57%	25.64%	25.19%	25.04%
其他负债	318.53	389.92	491.17	631.15	营运能力				
负债合计	1210.81	1308.79	1719.05	2312.09	总资产周转率	0.41	0.47	0.56	0.63
股本	1641.07	1641.33	1641.33	1641.33	固定资产周转率	4.41	6.09	8.65	12.44
资本公积	751.62	751.36	751.36	751.36	应收账款周转率	1.43	1.45	1.45	1.46
留存收益	1496.02	1958.32	2592.51	3472.32	存货周转率	5.57	6.07	6.09	6.10
归属母公司股东权益	3733.33	4195.64	4829.82	5709.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.34%	—	—	—
少数股东权益	174.76	180.24	187.74	198.13	资本结构				
股东权益合计	3908.09	4375.87	5017.56	5907.76	资产负债率	23.65%	23.02%	25.52%	28.13%
负债和股东权益合计	5118.90	5684.67	6736.61	8219.85	带息债务/总负债	18.52%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.36	2.68	2.69	2.66
					速动比率	2.20	2.49	2.49	2.47
					股利支付率	0.00%	14.70%	14.60%	14.44%
					每股指标				
					每股收益	0.24	0.33	0.45	0.63
					每股净资产	2.27	2.56	2.94	3.48
					每股经营现金	0.14	0.12	0.18	0.23
					每股股利	0.00	0.05	0.07	0.09
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	468.84	656.03	873.39	1188.05					
PE	93.47	68.71	50.15	36.22					
PB	9.98	8.88	7.71	6.52					
PS	19.52	14.55	10.74	7.85					
EV/EBITDA	76.92	54.81	40.94	29.89					
股息率	0.00%	0.21%	0.29%	0.40%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn