

2020年04月05日

卫宁健康 (300253.SZ)

公司快报

业绩符合预期，创新业务推动业绩增长

投资要点

◆ **数据摘要：**卫宁健康 2019 度收入 19.08 亿元,同比增长 32.61%; 归母 3.98 亿元, 同比增长 31.36%; 扣非 3.42 亿元,同比增长 22.59%; EPS0.24 元/股,每股经营性现金流 0.14 元/股。分红方案拟 10 转 3 派 0.25 元。预告 2020 年 Q1 业绩在 500-1500 万元之间, 同比下降 91.3-73.9%。

◆ **研发驱动创新业务,维持高增长：**三大主业均维持高增长。软件、硬件和技术服务收入分别为 10.55、4.5、3.87 亿元, 同比增长 31.87%、48.18%、20.34%; 营业利润分别为 6.77、0.63、2.39 亿元, 分别增长 41.19%、39.05%、7.59%, 其中软件毛利率提高 4.24 个百分点,达到 64.18%。创新业务营收 2.8 亿元,增长 61.28%, 4+1 互联网+医疗健康生态格局形成,协同效应逐步显现。

研发支出达到 3.86 亿元, 增长 33%, 占收入比例为 20.23%, 处于历史最高水平。

截止到 2019 年底, 公司及全资子公司申请获得 97 项计算机软件著作权证书。

◆ **疫情催化互联网医疗行业高速发展：**新冠疫情的突然爆发,确诊病例数的急剧攀升, 使得我国本来就紧张的医疗资源显得更加紧张, 互联网医疗的服务优势凸显, 特别是对发热患者的互联网诊疗服务, 不仅有效的缓解医疗资源的紧张, 还更大程度的避免了交叉感染的风险, 诊断效率大大提高。截止到 2020 年 1 月 31 日, 全国已经有 166 家公立医院设立在线义诊平台, 大批的医院上线了互联网医疗平台。预计疫情过后, 我国互联网医疗建设将进一步完善, 随着政策的推进和落实, 行业成长空间有望进一步打开。

◆ **投资建议：**我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.34、0.39、0.54 元/股, ROE 分别为 12.8%、12.8%、15.1%, 我们看好医疗信息化前景, 给予增持-A 评级。

◆ **风险提示：**技术与产品开发风险、行业竞争加剧风险、人才流失风险、商誉减值风险等。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,439	1,908	2,507	3,308	4,383
YoY(%)	19.5	32.6	31.4	31.9	32.5
净利润(百万元)	303	398	566	638	880
YoY(%)	32.4	31.4	42.0	12.7	38.0
毛利率(%)	52.0	51.4	50.3	49.1	47.7
EPS(摊薄/元)	0.18	0.24	0.34	0.39	0.54
ROE(%)	9.4	10.1	12.8	12.8	15.1
P/E(倍)	122.8	93.5	65.8	58.4	42.3
P/B(倍)	11.9	10.0	8.7	7.7	6.6
净利率(%)	21.1	20.9	22.6	19.3	20.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

计算机 | 行业应用软件 III

投资评级

增持-A(维持)

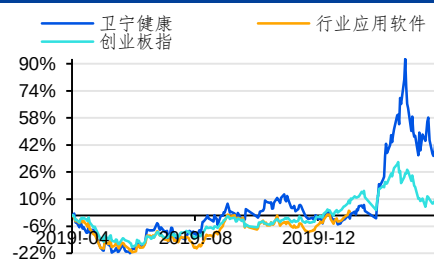
股价(2020-04-03)

22.69 元

交易数据

总市值(百万元)	37,241.64
流通市值(百万元)	29,996.97
总股本(百万股)	1,641.32
流通股本(百万股)	1,322.03
12 个月价格区间	11.89/30.78 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.87	45.72	33.68
绝对收益	-16.98	49.57	40.96

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号: S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20377198

报告联系人

陈南荣
chennanrong@huajinsc.cn

相关报告

卫宁健康：传统与创新齐驱，业绩与模式并驾 2018-09-02

卫宁健康：增资参股厦门纳龙科技，布局心电图信息化系统 2015-12-04

卫宁健康：扬鞭催马奋蹄急，公司外延战略捷报频传 2015-11-11

卫宁健康：卫宁软件 2015 年前三季度净利润同比净增 3 成 2015-10-29

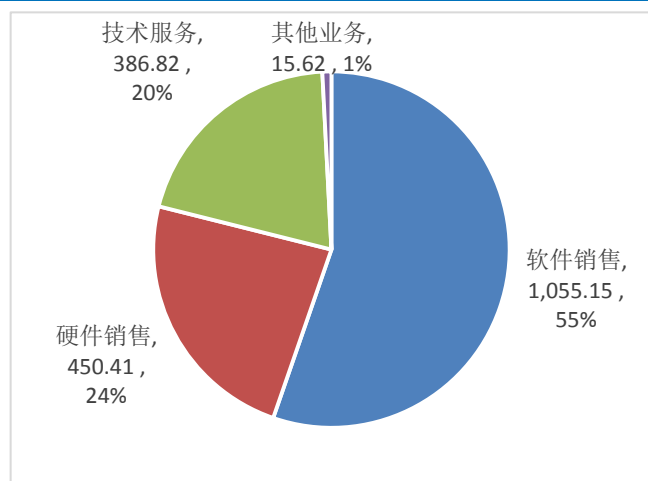
一、2019 年业绩符合预期，维持高增长

卫宁健康 2019 年度收入 19.08 亿元,同比增长 32.61%; 归母 3.98 亿元,同比增长 31.36%; 扣非 3.42 亿元,同比增长 22.59%; 毛利率 51.42%,同比下降 0.58 PCT; 净利率 20.88%,同比下降 0.20 PCT; EPS0.24 元/股,每股经营性现金流 0.14 元/股。

分红方案拟 10 转 3 派 0.25 元。

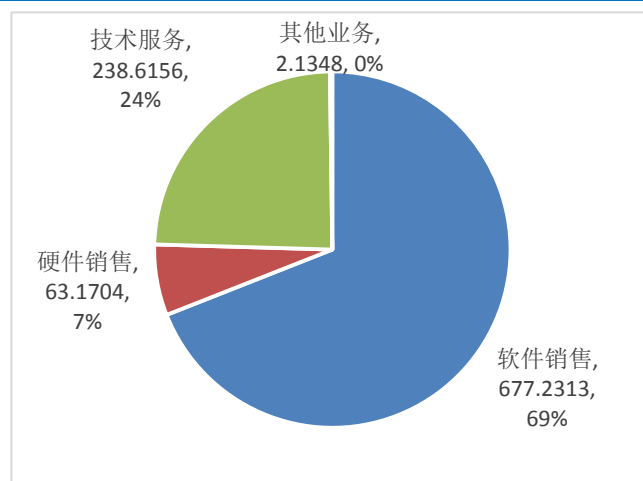
公司预告 2020 年 Q1 业绩在 500-1500 万元之间，同比下降 91.3-73.9%。主要是受新冠疫情影响，医疗卫生信息化行业上下游复工及项目招投标、项目实施等延后，尤其是 2 月份基本未能正常工作，实际可比工作日仅为上年同期的 2/3，导致阶段性业绩受到影响。

图 1：2019 年收入构成（百万元，%）



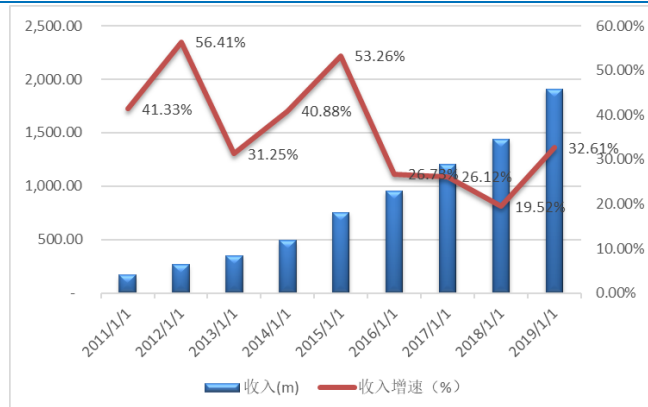
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：2019 年毛利构成（百万元，%）



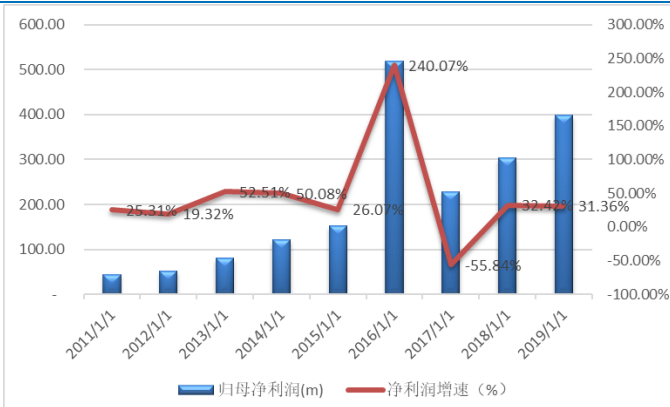
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：2011-2019 年收入 CAGR=35.3%



资料来源：wind，华金证券研究所

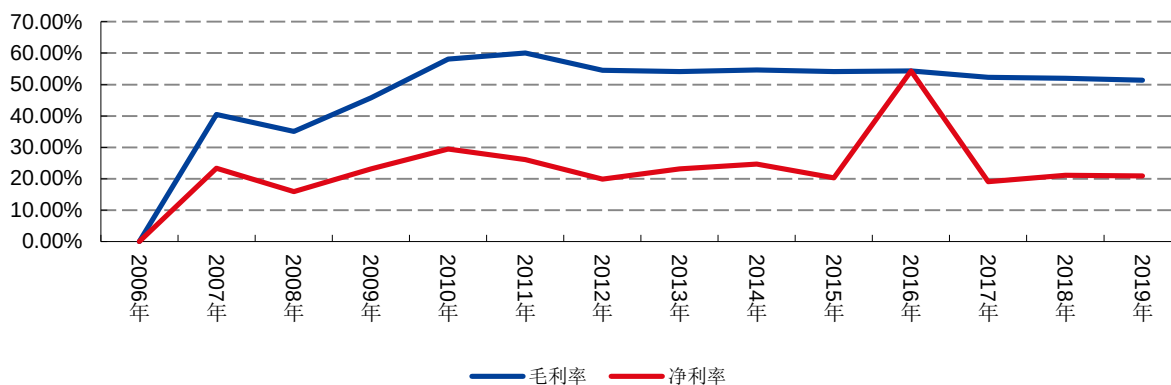
图 4：2011-2019 年归母净利润 CAGR=31.6%



资料来源：wind，华金证券研究所

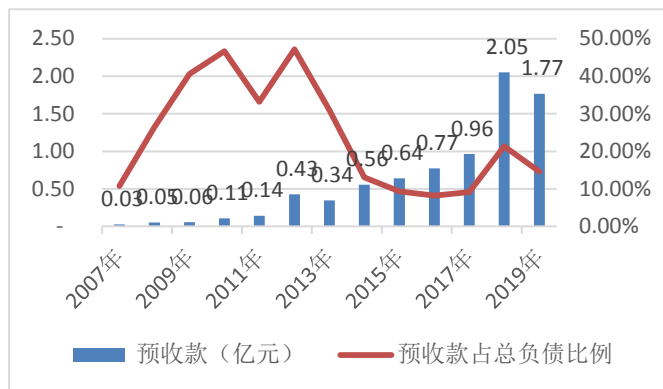
公司三大主业软件销售、硬件销售和技术服务收入分别为 10.55、4.5、3.87 亿元，分别增长 31.87%、48.18%和 20.34%；营业利润分别为 6.77、0.63、2.39 亿元，分别增长 41.19%、39.05%、7.59%；毛利率分别变动+4.24、-0.92、-7.31 个百分点。

图 5：公司历年毛利率和净利率走势



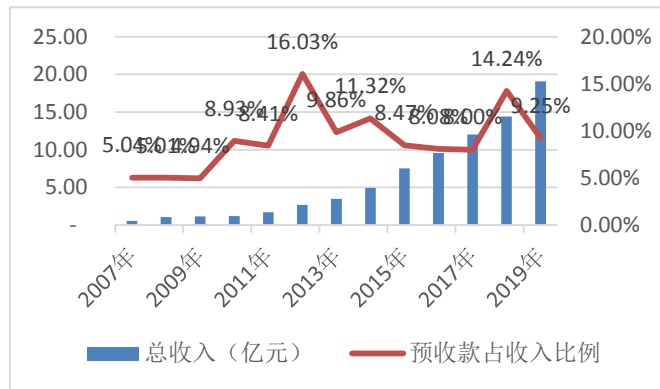
资料来源：wind，华金证券研究所

图 6：预收款及占总负债比例



资料来源：wind，华金证券研究所

图 7：总收入、预收款占收入比例



资料来源：wind，华金证券研究所

二、“4+1”互联网+医疗健康生态格局形成，战略协同效应明显

公司自 2015 年开始布局健康服务领域，推动互联网+模式下的医疗健康云服务等创新业务的发展，执行 4+1 战略，即云医、云药、云险、云康+创新服务平台；并采用双轮驱动模型，一是传统的医疗卫生信息化业务，另一个是创新的互联网+医疗健康服务业务，二者互为补充，协调发展。

（一）创新业务

表 1：公司创新业务主要公司经营情况（万元）

公司	卫宁持股比例	营业收入			净利润		
		2019 年	2018 年	增长率	2019 年	2018 年	增长率
卫宁互联网 (单体)	70.00%	1,899.01	1,884.34	0.78%	-547.53	5.20	-10,629.42%
纳里健康	69.37%	6,473.08	5,517.86	17.31%	-1,501.88	-986.29	-52.28%
铜世圈	31.97%	17,929.21	8,742.85	105.07%	-916.24	-927.18	1.18%
卫宁科技	50.00%	1,725.28	1,232.20	40.02%	-6,091.23	-3,256.14	-87.07%
合计		28,026.58	17,377.25	61.28%	-9,056.88	-5,164.41	-75.37%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

其中卫宁科技持股比例因为 2019 年 12 月中国人寿大健康基金增资 2 亿元导致卫宁持股比例从 50%降低为 32.86%，自 2020 年 1 月日起执行。2019 年仍然是 50%股权。

创新业务实施主体是卫宁互联网，并整合 4 朵云间业务资源、数据资源、服务资源，实现 4 朵云间业务联动、协同以及输出。

“云医”：2019 年，纳里健康收入 6473.08 万元，增长 17.31%；亏损 1501.88 万元（2018 年为亏损 986.29 万元），亏损扩大。纳里健康承建 6 个省级互联网医院监管平台，约占全国建成/在建省级互联网医院监管平台案例的 1/3，新签约医疗合作项目 227 个，累计签约医疗合作项目 462 个；已累计接入国内医疗机构 4,000 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（从全国公开数据看，据国家卫健委在 2019 北京国际远程医学高峰论坛上介绍，到 2019 年 10 月全国已有 269 家互联网医院，其后未再看到有更新权威统计数据公布），注册医护人员超 20 万名，远程医疗超 200 万人次，服务患者超 2 亿人次，有效实现“首诊在社区、大病去医院、康复回社区”的分诊格局。

“云险”：新增覆盖医疗机构数百家，新增交易金额 210 多亿元（累计交易金额已超过 300 亿元），新增交易笔数 9,700 多万笔。2019 年，卫宁互联网单体报表实现营业收入 1,899.01 万元，同比增长 0.78%，净利润-547.53 万元，同比下降 10,629.42%；因承接上述国家重要项目投入加大等原因，卫宁科技实现营业收入 1,725.28 万元，同比增长 40.02%，净利润-6,091.23 万元，同比下降 87.07%。按权益计算，卫宁科技一家亏损额约占卫宁整个创新业务板块亏损额的 63.93%。

“云药”：“药联体”合作成员近 8 万家，用户分布于全国 30 个省市自治区；合作保险公司达 60 余家，管理保费金额超 40 亿元，依托“药联体”等平台，整体交易额累计超过 7 亿元。

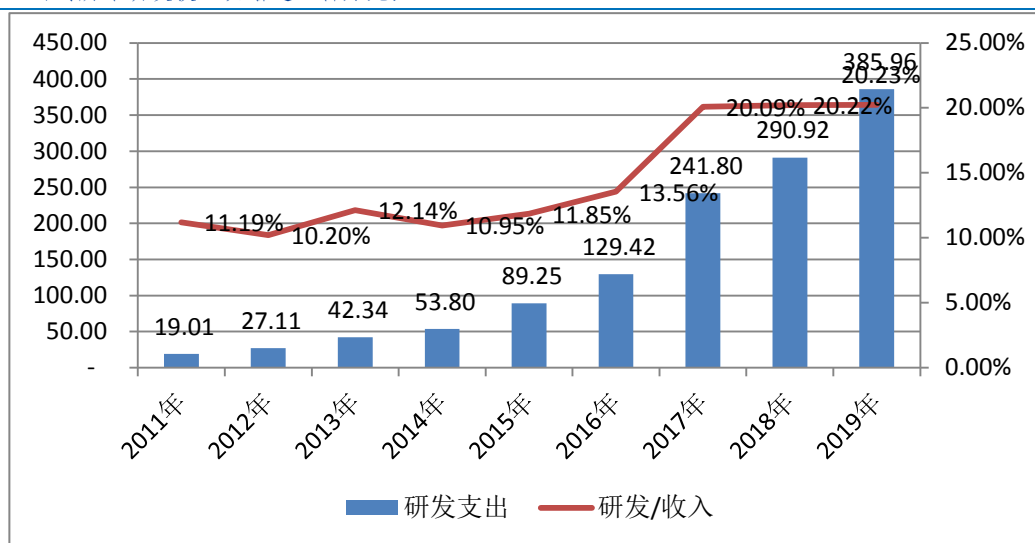
2019 年，铂世圈实现营业收入 17,929.21 万元，同比增长 105.07%，净利润-916.24 万元，同比增长 1.18%。

“云康”以实现线上线下一体化的居民保健+慢病管理+就医导医+体检服务，其中公司参股的上海好医通健康信息咨询有限公司布局“互联网+体检”保持既定的战略持续推进中。

（二）研发创新驱动公司技术进步

研发包含“智慧医院 2.0”、“区域卫生 3.0”以及“互联网+2.0”在内的新一代智慧应用产品。2019 年，公司研发投入 38,596.20 万元，同比增长 32.69%，占营业收入比例为 20.23%，其中研发支出资本化金额 18,032.89 万元，资本化率下降为 46.72%（上年同期为 49.40%）。

图 8：公司历年研发投入及增速（百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

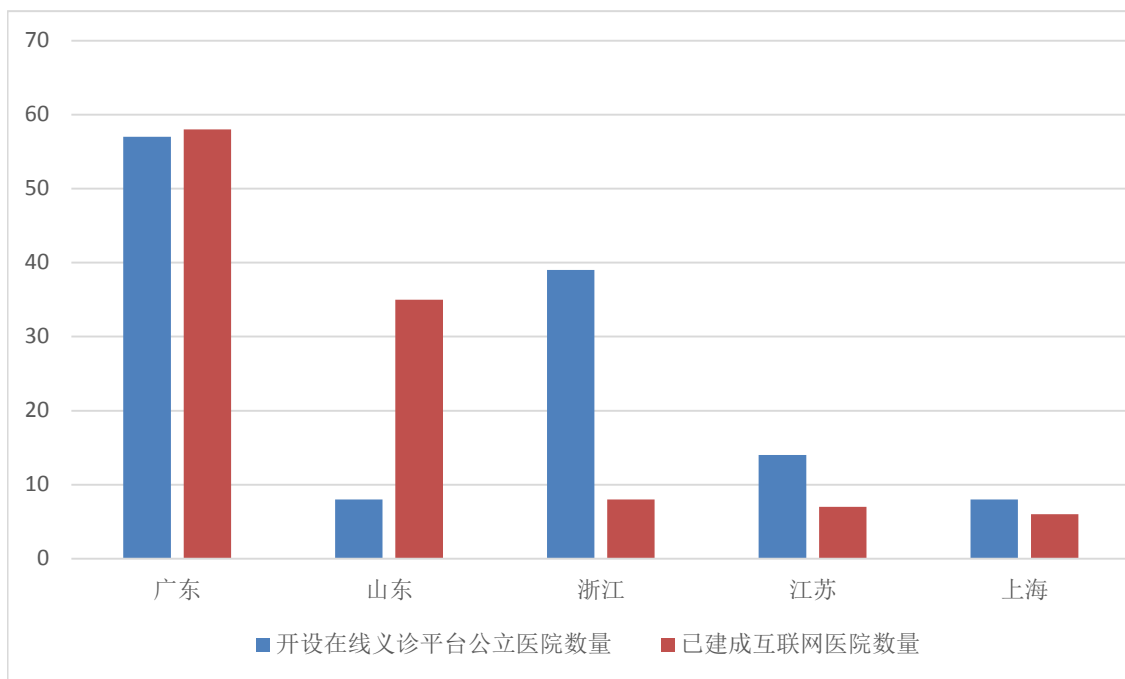
截止到 2019 年底，公司及全资子公司申请获得 97 项计算机软件著作权证书。

三、行业处于高速发展阶段

新冠疫情的突然爆发，确诊病例数的急剧攀升使得我国本来就紧张的医疗资源显得更加紧张。为缓解压力，国家卫健委于 2020 年 2 月 8 日发布《国家卫生健康委办公厅关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》，充分肯定了互联网医疗在疫情期间的积极作用，明确提出“要充分发挥互联网医疗服务优势，大力开展互联网诊疗服务，特别是对发热患者的互联网诊疗咨询服务，进一步完善“互联网+医疗健康”的服务功能”。

互联网医疗成“抗疫先锋”，医院和企业纷纷成立在线问诊平台。根据健康界研究院的数据，截至 2020 年 1 月 31 日，广东、山东、浙江、江苏、上海等省市开设在线义诊平台的公立医院数量已经达到 166 家，有大批的医院都是于疫情期间上线了互联网医疗平台。

图 9：2020 年疫情期间我国部分省市开设在线问诊平台公立医院数量统计（家）



资料来源：前瞻研究院，华金证券研究所

卫宁健康旗下的纳里健康互联网医院的所有科室全面开放在线问诊服务，并开通疫情分析专家直播，助力我国抗击疫情。

此次疫情，除了催化我国现在医疗需求之外，还反映出我国互联网医疗行业建设的迫切需求。不过，目前仅限于复诊，首诊只能在医院。因此，我国互联网医疗更多的是指导咨询，降低交叉感染的风险，还存在一定的局限性。预计未来随着产业的成熟，互联网医院政策有望进一步放宽，行业成长空间将进一步打开。前研究院预计 2020 年互联网医院市场规模将突破 940 亿元。

四、投资建议

公司是医疗信息化龙头，目前已经拥有遍布全国 20 多家分支机构，形成较完善的市场营销和售后服务网络。截止到 2019 年底，公司服务的各类医疗卫生机构用户数达到 6000 多家，其中 400 多家是三级医院。除了传统医疗卫生信息化业务外，公司积极推进互联网医疗的创新业务发展，现已经形成“4+1”互联网+医疗健康生态格局。其中云医已对接 4000 多家医疗卫生机构，树立了全国互联网标杆医院——邵逸夫互联网医院，并在浙江省打造了全国首个“服务+监管”一体化互联网医院平台。

考虑到我国医疗信息化集中度不高，根据全国医疗信息化联盟统计，我国医疗信息化行业前 7 名企业合计市占率为 28.8%，预计随着竞争的加剧，头部公司利用上市公司平台，能够借助资本市场的力量进一步扩大市场份额及丰富产品线，行业集中度将进一步集中。

我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.34、0.39、0.54 元/股，ROE 分别为 12.8%、12.8%、15.1%，我们看好医疗信息化前景，给予增持-A 评级。

五、风险提示

技术与产品开发风险、行业竞争加剧风险、人才流失风险、商誉减值风险等。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2067	2606	4587	5747	7935	营业收入	1439	1908	2507	3308	4383
现金	515	715	1905	2449	3288	营业成本	691	927	1245	1684	2291
应收票据及应收账款	1189	1488	2029	2611	3537	营业税金及附加	16	22	29	38	51
预付账款	36	28	64	52	105	营业费用	201	242	284	364	438
存货	158	175	281	330	506	管理费用	118	140	172	198	219
其他流动资产	170	200	308	305	499	研发费用	147	206	260	319	398
非流动资产	2170	2513	2793	3219	3703	财务费用	8	3	27	67	103
长期投资	541	589	619	719	819	资产减值损失	60	0	0	0	0
固定资产	435	430	536	714	980	公允价值变动收益	0	13	0	0	0
无形资产	365	511	576	650	731	投资净收益	-8	-20	103	30	38
其他非流动资产	829	984	1062	1136	1172	营业利润	310	413	594	667	921
资产总计	4237	5119	7380	8965	11638	营业外收入	0	0	1	0	1
流动负债	882	1106	2856	3865	5703	营业外支出	1	0	1	1	1
短期借款	151	224	1671	2423	3683	利润总额	310	413	593	667	921
应付票据及应付账款	197	288	387	514	717	所得税	3	17	25	28	38
其他流动负债	534	594	798	928	1303	税后利润	307	396	569	639	883
非流动负债	81	105	88	91	92	少数股东损益	4	-3	3	2	3
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	303	398	566	638	880
其他非流动负债	81	105	88	91	92	EBITDA	336	462	667	787	1090
负债合计	963	1211	2944	3957	5795	主要财务比率					
少数股东权益	140	175	178	180	182	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	1622	1641	2133	2133	2133	成长能力					
资本公积	535	752	259	259	259	营业收入(%)	19.5	32.6	31.4	31.9	32.5
留存收益	1073	1496	2005	2578	3368	营业利润(%)	20.5	32.9	43.9	12.4	38.0
归属母公司股东权益	3134	3733	4258	4829	5660	归属于母公司净利润(%)	32.4	31.4	42.0	12.7	38.0
负债和股东权益	4237	5119	7380	8965	11638	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	52.0	51.4	50.3	49.1	47.7
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	21.1	20.9	22.6	19.3	20.1
经营活动现金流	124	233	50	391	268	ROE(%)	9.4	10.1	12.8	12.8	15.1
净利润	307	396	569	639	883	ROIC(%)	9.2	9.9	9.8	9.5	10.3
折旧摊销	30	53	57	72	90	偿债能力					
财务费用	8	3	27	67	103	资产负债率(%)	22.7	23.7	39.9	44.1	49.8
投资损失	8	20	-103	-30	-38	流动比率	2.3	2.4	1.6	1.5	1.4
营运资金变动	-279	-319	-487	-358	-771	速动比率	2.1	2.1	1.5	1.4	1.3
其他经营现金流	51	80	-12	1	1	营运能力					
投资活动现金流	-250	-262	-234	-467	-536	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
筹资活动现金流	157	226	-98	-124	-155	应收账款周转率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标 (元)						应付账款周转率	3.4	3.8	3.7	3.7	3.7
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.24	0.34	0.39	0.54	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.14	0.03	0.24	0.16	P/E	122.8	93.5	65.8	58.4	42.3
每股净资产(最新摊薄)	1.91	2.27	2.59	2.94	3.45	P/B	11.9	10.0	8.7	7.7	6.6
						EV/EBITDA	143.6	104.2	72.5	61.7	44.9

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn