

卫宁健康（300253）：公司业绩稳定向上，立足根本看好长期发展

2020年04月07日

推荐/维持

卫宁健康

公司报告

报告摘要：

公司2019年，2020Q1业绩表现稳定，负面因素影响较为短期。公司2019年实现营业收入190,800.79万元，同比增长32.61%；归属于上市公司股东净利润同比增长31.36%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润同比增长22.59%。扣非净利润同比增速下降很大，非经常性损益对净利润的影响达到5560.96万元，此外2019年股权激励费用为1,738.33万元（上年同期为621.18万元），亦对净利润有所影响。但总的来说，影响较为短期。公司2020年1季度总的营业收入同比增长约为10-15%，归属于上市公司股东的净利润约500万元-1,500万元，同比下降91.30%-73.90%。归母净利润同比增速下降主要是由于疫情冲击造成的阶段性影响，3月已经快速恢复。

受益于电子病历，医保信息化以及互联网医院建设风口，公司面临百亿级重大行业机遇。未来三年是电子病历与DRGs建设高峰，将产生每年百亿空间。电子病历市场空间20~22年分别为86.99, 122.51, 152.89亿。预计DRGs市场空间达到117.40亿元，20~22年分别为23.48, 35.22, 58.7亿元。两者合计20~22年将达到110.47, 157.73, 211.59亿。预计二级以上医院都将建立互联网医院平台，市场空间达到211.21亿元，假设未来三年渗透率达到45%，每年将有31.68亿元市场规模。

公司核心竞争力强劲，对标Cerner长期发展可期。公司拥有一站式解决方案提供能力，强劲的产品开发及整合能力，和较高的地域拓展效率三大核心竞争力，未来将受益于行业集中度提升。面临电子病历的风口，有望像美国Cerner一样，享受价值持续性上涨红利。此外，疫情冲击较为短期，公司长期发展不受限制。

公司盈利预测及投资评级：预计公司2020年到2022年的每股收益为0.32元、0.41元和0.53元，对应的动态PE为71.85倍、55.56倍和43.18倍。我们看好公司未来发展，维持“推荐”评级。

风险提示：1）行业政策出现重大变化；2）电子病历推进不及预期；3）行业格局集中不及预期；4）公司运营效率降低损害长期竞争能力；5）公司创新业务盈利情况改善不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,438.76	1,908.01	2,502.63	3,260.13	4,210.43
增长率（%）	19.52%	32.61%	31.16%	30.27%	29.15%
归母净利润（百万元）	303.31	398.42	518.37	670.23	862.32
增长率（%）	32.42%	31.36%	30.11%	29.30%	28.66%
净资产收益率（%）	9.68%	10.67%	12.19%	14.20%	16.35%
每股收益（元）	0.19	0.25	0.32	0.41	0.53
PE	119.61	92.12	71.83	55.56	43.18
PB	11.74	9.97	8.76	7.89	7.06

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是国内第一家专注于医疗健康信息化的上市公司，致力于提供医疗健康卫生信息化解决方案，不断提升人们的就医体验和健康管理水平。公司通过持续的技术创新，自主研发适应不同应用场景的产品与解决方案，业务覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域，是中国医疗健康信息行业最具竞争力的整体产品、解决方案与服务供应商。多年来，公司产品获得了“国家级火炬计划项目”、“国家重点新产品”、“上海市火炬计划项目”、“上海市高新技术成果转化认定项目”、“上海市重点新产品”等诸多殊荣，并获得国家及上海市科技创新基金的资助。

交易数据

52周股价区间（元）11.89/30.78

总市值（亿元）372

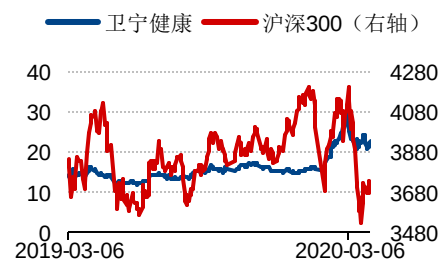
流通市值（亿元）299

总股本/流通A股（万股）164100/132000

流通B股/H股（万股）/

52周日均换手率6.06%

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035

wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050004

研究助理：魏宗

weizong@dxzq.net.cn

医疗信息化建设领军企业，面对冲击经营业绩稳定向好

公司是国内第一家专注于医疗健康信息化的上市公司，致力于提供医疗健康卫生信息化解决方案，不断提升人们的就医体验和健康水平。公司业务涵盖了传统，创新医疗信息化。通过持续的技术创新，自主研发适应不同应用场景的产品与解决方案，业务覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域。

公司2019年实现营业收入190,800.79万元，同比增长32.61%；营业利润41,251.39万元，同比增长32.95%；归属于上市公司股东净利润39,842.07万元，同比增长31.36%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润34,177.69万元，同比增长22.59%。扣非净利润同比增速下降很大，非经常性损益对净利润的影响达到5560.96万元，此外2019年股权激励费用为1,738.33万元（上年同期为621.18万元），亦对净利润有所影响。

公司2019年新增中标1,000万元以上项目41个（上年同期为24个），预收款项余额为17,650.27万元（2018年同期为20,492.96万元，2017年同期为9,630.87万元），因上年预收款项同比高速增长提高了基数，使得本年预收款项同比增长-13.87%（上年同比增长112.78%，因此显得本年为负增长，2018-2019年均复合增长35.38%）。由此可知，大额订单一方面会显著提升公司业绩，但另一方面也会对预收款项产生负面影响。

公司2020年1季度总的营业收入同比增长约为10-15%，归属于上市公司股东的净利润约500万元-1,500万元，同比下降91.30%-73.90%。归母净利润同比增速下降主要是由于疫情冲击造成的阶段性影响，3月已经快速恢复。一季度股权激励费用为2,601.13万元（上年同期为9.88万元）、因抗击疫情对外捐赠金额为1,212.10万元（上年同期为0元），均拉低了净利润增速（若将同比增加3,803.35万元简单加回计算，则净利润约为4,303.35万元-5,303.35万元，同比下降约25.11%-7.71%）。

政策驱动下行业空间广阔，公司面临行业发展机遇

未来三年是电子病历与DRGs建设高峰，将产生每年百亿空间。2018年三级医院总体电子病历的水平停留在2.11级的水平上，且渗透率不过5%。2018年12月，我国卫健委发布《关于印发电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）及评价标准（试行）的通知》，要求到2020年所有三级医院要达到4级，二级医院达到3级以上水平。保守估计2022年，我国三级医院达到5级，二级医院达到4级。那么将产生每年百亿的市场空间，20~22年分别为86.99，122.51,152.89亿。2019年《按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单》，要求2019年开启DRGs全国试点，2020年模拟运行，2021年启动实际付费。假设二级医院建设费用100万，三级医院建设费用300万。预计DRGs市场空间达到117.40亿元，20~22年分别为23.48,35.22,58.7亿元。两者合计20~22年将达到110.47,157.73,211.59亿。

疫情刺激互联网医疗，未来前景广阔。公司是互联网医疗信息化龙头，自身技术实力过硬，项目经验丰富。此次疫情一方面提升了公众对互联网医疗的认识，一方面刺激了二级以上医院加装互联网医疗系统，预计未来，仍然会有大量互联网平台建设需求。二级以上医院都将建立互联网医院平台，市场空间达到211.21亿元，假设未来三年渗透率达到45%，每年将有31.68亿元市场规模。

行业集中度不断提高，核心竞争力助推公司强者恒强

当前我国医疗信息化企业集中度较低，未来集中度将不断提高。根据 IDC 数据，2017 年医疗信息化企业 Top5 东软集团、卫宁健康、创业慧康、万达信息和东华软件占比仅为 40%，格局较为分散。2018 年电子病历市场 TOP5 集中度为 58%，而美国 TOP2 达到了 56%。未来随着行业标准提高，以及大企业品牌效应和整体方案解决能力的优势，行业集中度将不断提升。

公司三大核心竞争力强劲。2017 年卫宁健康医疗信息化行业市占率为 9.30%，排名行业第二。公司高市占率背后蕴含三大核心竞争力，第一，一站式解决方案提供能力，涵盖医疗，医保，医药以及其他领域；第二，产品开发及整合能力强劲，其柔性开发模式通过产品模块组合与叠加，既能满足大型三级医院复杂的功能需求，又能通过标准化方式提升毛利率和快速扩张；第三，地域拓展效率高，医疗信息化解决方案有硬件集成安装需求，以及售后需求有一定的地域限制，公司通过全国布局，打破了地域对业务发展的限制。

互联网医院模式延续可期，公司护城河渐渐耸立。公司所建设的邵逸夫互联网医院是互联网医院领域的标杆，根据相关部分的研究，互联网医院利用医生碎片化的时间，在形成医生团队协作之后能够产生较高的协同效率。公司在互联网医院建设方面植根于传统医疗信息化的 HIS 系统，随着互联网医疗从轻问诊走向诊疗、复诊、出处方就需要和医院的 HIS 系统有连接。公司在 HIS 领域 1000 多家医院客户池子将提供强大的护城河。

对标美国 cerner 空间广阔

公司面临电子病历风口有望快速成长。2009-2015 年超百亿美元投入，美国电子病历使用率从 9% 上升到 95% 以上，电子病历巨头 cerner 股价上涨 7 倍。卫宁健康和 cerner 都有全生命周期互联网医疗和数据赋能的布局，并且全国扩张以及强劲的产品开发及整合能力也有类似之处。我国当前电子病历水平相当于美国 2011 年左右的水平，公司作为医疗信息化龙头面临电子病历的风口，将面临市场规模和集中度双提升的局面。

疫情冲击影响较为短期，看好公司长期发展

疫情冲击之下，整体宏观经济受影响，进而对公司造成短期冲击。一方面，疫情延缓了医疗信息化领域的招标与项目进程；另一方面，国外疫情蔓延对世界经济带来不确定性，给中国经济带来负外部性。新冠疫情过后，医疗信息化企业招标将加速开展，经济下滑影响各方面投入，但医疗信息化的投入预计不会减少，外国冲击也不会给我国医疗信息化支出带来长期不利影响。

由于各国刺激经济，以及我国医疗方面补短板的进行，长期业绩发展可期。各国有望大规模降息，将无风险收益率降低，以 DCF 为核心的价值投资理论出发，这一举措将提高公司的价值。本次疫情导致了互联网医疗的崛起，而公司是互联网医疗领域龙头，预期将持续给公司带来利好。下游医院以及政府医保等部门对医疗信息化的需求在本次疫情冲击之下有明显提升，疫情好转之后，之前的项目将顺利进行，此外一些比较的急需的医疗信息化功能受疫情影响正在加快进度。

公司盈利预测及投资评级

预计公司 2020 年到 2022 年的每股收益为 0.32 元、0.41 元和 0.53 元，对应的动态 PE 为 71.85 倍、55.56 倍和 43.18 倍。我们看好公司未来发展，维持“推荐”评级。

风险提示

公司及行业整体面临五大风险：1）行业政策出现重大变化；2）电子病历推进不及预期；3）行业格局集中不及预期；4）公司运营效率降低损害长期竞争能力；5）公司创新业务盈利情况改善不及预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	2067	2606	3483	4554	5912	营业收入	1439	1908	2503	3260	4210
货币资金	515	715	826	1076	1389	营业成本	691	927	1201	1565	2021
应收账款	1184	1483	2041	2647	3426	营业税金及附加	16	22	28	37	47
其他应收款	142	146	192	250	323	营业费用	201	242	337	438	566
预付款项	36	28	52	83	124	管理费用	118	140	205	268	346
存货	158	175	275	358	462	财务费用	8	3	1	37	32
其他流动资产	22	47	77	115	162	研发费用	147	206	225	277	341
非流动资产合计	2170	2513	2501	2359	2043	资产减值损失	59.58	0.00	50.00	50.00	50.00
长期股权投资	541	589	550	450	350	公允价值变动收益	0.00	12.90	0.00	0.00	0.00
固定资产	435	430	426	418	405	投资净收益	-8.09	-20.06	-9.00	-5.00	-20.00
无形资产	117	382	367	352	338	加: 其他收益	120.12	143.21	130.00	130.00	130.00
其他非流动资产	0	2	0	0	0	营业利润	310	413	576	713	917
资产总计	4237	5119	5984	6914	7955	营业外收入	0.09	0.35	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	882	1106	1552	2011	2446	营业外支出	0.85	0.24	0.00	0.00	0.00
短期借款	151	224	700	700	700	利润总额	310	413	576	713	917
应付账款	195	287	334	435	562	所得税	3	17	58	43	55
预收款项	205	177	302	465	675	净利润	307	396	518	670	862
一年内到期的非流动负债	18	1	20	20	20	少数股东损益	4	-3	0	0	0
非流动负债合计	81	105	6	6	60	归属母公司净利润	303	398	518	670	862
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	963	1211	1558	2018	2505	成长能力					
少数股东权益	140	175	175	175	175	营业收入增长	19.52%	32.61%	31.16%	30.27%	29.15%
实收资本 (或股本)	1622	1641	1641	1641	1641	营业利润增长	20.55%	32.95%	39.62%	23.79%	28.66%
资本公积	535	752	752	752	702	归属于母公司净利润增	32.42%	31.36%	30.11%	29.30%	28.66%
未分配利润	959	1338	1649	2051	2569	获利能力					
归属母公司股东权益合计	3134	3733	4252	4721	5275	毛利率 (%)	52.00%	51.42%	52.00%	52.00%	52.00%
负债和所有者权益	4237	5119	5984	6914	7955	净利率 (%)	21.33%	20.73%	20.71%	20.56%	20.48%
现金流量表			单位: 百万元			总资产净利润 (%)	7.16%	7.78%	8.66%	9.69%	10.84%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE (%)	9.68%	10.67%	12.19%	14.20%	16.35%
经营活动现金流	124	233	-300	417	522	偿债能力					
净利润	307	396	518	670	862	资产负债率 (%)	23%	24%	26%	29%	31%
折旧摊销	29.70	53.12	58.67	63.10	67.59	流动比率	2.34	2.36	2.24	2.26	2.42
财务费用	8	3	1	37	32	速动比率	2.16	2.20	2.07	2.09	2.23
应收帐款减少	-229	-299	-558	-606	-779	营运能力					
预收帐款增加	109	-28	125	163	211	总资产周转率	0.36	0.41	0.45	0.51	0.57
投资活动现金流	-250	-262	-72	61	122	应收账款周转率	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	13	0	0	0	应付账款周转率	7.19	7.93	8.06	8.47	8.44
长期投资减少	0	0	46	125	97	每股指标 (元)					
投资收益	-8	-20	-9	-5	-20	每股收益 (最新摊薄)	0.19	0.25	0.32	0.41	0.53
筹资活动现金流	157	226	483	-228	-330	每股净现金流 (最新摊)	0.02	0.12	0.07	0.15	0.19
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	1.93	2.27	2.59	2.88	3.21
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	14	19	0	0	0	P/E	119.61	92.12	71.83	55.56	43.18
资本公积增加	155	216	0	0	-50	P/B	11.74	9.97	8.76	7.89	7.06
现金净增加额	30	198	111	250	314	EV/EBITDA	104.96	78.51	58.43	45.36	35.99

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	计算机行业：华为 HMS 旭日东升，重构全球移动端市场格局，相关生态建设公司迎十倍空间	2020-02-24
行业深度报告	计算机行业：“全球历次疫情”复盘及“在线科技”之“在线医疗”成长机会专题报告	2020-02-09
行业深度报告	疫情下的长期趋势：加速成长的企业服务软件	2020-02-07
计算机行业周报	计算机行业周报：“新冠疫战”加速“在线科技”成长机会，关注在线办公、在线医疗和在线教育	2020-02-06
行业深度报告	计算机行业：“全球历次疫情”影响复盘及“在线科技”成长机会专题报告	2020-02-03
行业深度报告	新经济公司专题报告：同样都是亏钱扩张，瑞幸咖啡和拼多多有何不同？	2019-12-23
行业深度报告	中国云计算上市公司 2019 年三季报总结：IaaS 收入放缓，SaaS 高速增长	2019-11-25
行业深度报告	计算机行业报告：区块链系列报告之二：站在互联网进化角度看区块链	2019-10-30

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

研究助理简介

魏宗

中国人民大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526