

计算机

业绩略超预期，创新业务有望加快成长

2020 年 04 月 07 日

——卫宁健康（300253.SZ）19 年年报点评

公司评级：增持（维持）

分析师：陈建生

执业证书号：S1030519080002

电话：0755-23602373

邮箱：chenjs2@csc.com.cn

研究助理：罗云扬

电话：0755-83199599

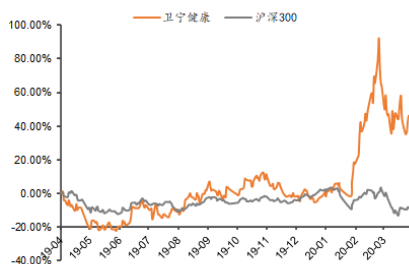
邮箱：luoyy1@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1. 卫宁健康深度研究报告：从信息化到大健康，双轮驱动未来似锦-190103
2. 卫宁健康半年报点评：业绩符合预期，区域性医疗生态初成-190830
3. 卫宁健康三季报点评：业绩符合预期，行业高景气可持续-191029

卫宁健康(300253.SZ)与沪深300对比表现



核心观点：

- 1) **业绩略超预期。**报告期内，公司营业收入为 19.08 亿元，同比增长 32.61%，高于此前预期的 29.44%，主要是由于医疗信息化行业高景气度持续，公司订单大幅增长。归母净利润达 3.98 亿元，同比增长 31.36%，高于此前预期的 29.3%。
- 2) **传统医疗信息化业务持续高景气。**报告期内，公司新增 1000 万元以上订单 41 个，相比去年同期增加 17 个。经营性活动净现金流达 2.33 亿元，同比大幅增长 88.3%，其中收到与经营活动相关现金流超 18.6 亿元，与营业收入基本吻合。我们认为，2020 年是 18 年电子病历普及政策收官之年，行业高景气度将持续。同时，达到本轮电子病历评级标准仅属于初步完成信息化，参考美国电子病历普及历程，未来国家有望再次出台新一轮推动政策。
- 3) **“4+1”创新业务进展顺利，疫情有望催化行业发展。**云医方面，纳里健康承建 6 个省级互联网医院监管平台，服务患者超 2 亿人次。云险方面，报告期内公司平台新增交易金额 210 多亿元，同比增长超 200%。云药方面，公司“药联体”合作药房已达 8 万家，管理保费超 40 亿元，合作保险公司已超 60 家。目前各创新业务因公司技术研发和业务拓展投入持续加大仍在亏损状态，但收入均快速提升。我们认为，新兴信息技术能极大提升医疗效率并优化资源调配，受新冠疫情催化，政策有望加快推动行业成长。
- 4) **维持“增持”评级。**预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.32 元/0.42 元/0.55 元，对应市盈率为 72 倍/54 倍/41 倍。公司传统医院信息化业务在政策刺激下或将持续高景气。创新业务投入持续加大，规模增长迅速，未来将成为公司业绩增长的又一强劲动力源。维持“增持”评级。
- 5) **风险提示：**创新业务拓展不及预期，政策环境改变。

公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	37,242
流通市值（百万）	26,660
总股本（百万股）	1,641
流通股本（百万股）	1,320
日均成交额（百万）	1,376
近一个月换手（%）	104.1
第一大股东	周炜
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1908.01	2505.86	3295.91	4340.86
收入同比	32.6%	31.3%	31.5%	31.7%
净利润(百万元)	398.42	518.66	685.73	899.71
净利润同比	31.4%	30.2%	32.2%	31.2%
毛利率	51.42%	51.09%	51.60%	52.08%
销售净利率	21.33%	20.73%	20.55%	20.66%
EPS（元）	0.24	0.32	0.42	0.55
PE（倍）	93.5	71.8	54.3	41.4

盈利预测与评级

收入预测：

人口老龄化趋势不可逆转，医疗行业供需状况未见改善。中国每年总误诊率达到 27.8%，国家卫生财政支出占比也逐年攀升。以大数据、AI 等为主的信息技术可以提供解决方案，但目前我国医院的医院管理系统、临床信息系统以及中台系统信息化渗透率低下，不足以提供数据支持，提升医院信息化水平具有必要性。18 年底卫计委发布围绕电子病历的院内信息化程度评级标准，对医院评级做出了硬性要求，行业进入高速发展阶段。但参考美国 30 多年的电子病历发展史，我们认为 4 级的电子病历评级对于大型综合医院远远不够，未来国家有望继续出台相关政策，进一步深化医院信息化建设。未来公司各项业务均有望快速增长。

公司于 18 年下半年调整经营战略，在行业高景气下主动降低毛利率相对较低的硬件业务，将主要力量注入软件和服务业务。根据公司的战略调整，预计 2020-2022 年公司软件销售和技术服务收入增速分别保持在 35%和 30%左右。而硬件虽然相对不在公司战略重心，但却是医疗信息化建设不可或缺的一环，在行业整体高景气度之下，预计 2020-2022 年公司硬件销售收入增速保持在 25%左右。

Figure 1 收入预测

收入预测(亿元)					
年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E
软件销售	8.00	10.55	14.24	19.23	25.96
增速	22.7%	31.9%	35.0%	35.0%	35.0%
硬件销售	3.04	4.50	5.63	7.03	8.79
增速	-13.9%	48.0%	25.0%	25.0%	25.0%
技术服务	3.21	3.87	5.03	6.54	8.50
增速	62.1%	20.6%	30.0%	30.0%	30.0%
其他收入	0.14	0.16	0.16	0.16	0.16
增速		14.3%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	14.39	19.08	25.06	32.96	43.41
增速	19.5%	32.6%	31.3%	31.5%	31.7%

资料来源：Wind，世纪证券研究所整理

毛利率预测：

公司各项业务毛利率受到不同项目竞争情况、订单金额以及客户关系等因素影响，波动较大。软件与技术服务业务毛利率基本处于高位。目前行业正处于高景气阶段，各省市及直辖市医院和其他医疗机构信息化程度低，需求旺盛。竞争格局方面，目前行业内仍有一定区域化现象。公司作为行业龙头，客户资源和技术实力均处于领先地位，未来各项业务毛利率有望维持高位。同时，随软件与服务业务占比不断加大，综合毛利率有望逐步提升。预计 2020-2022 年，公司综合毛利率分别为：51.1%、51.6%和 52.1%。

Figure 2 毛利率预测

毛利率预测					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
软件销售	60.0%	64.2%	62.0%	62.0%	62.0%
硬件销售	15.0%	14.0%	14.0%	13.5%	13.0%
技术服务	69.0%	61.7%	63.0%	63.0%	63.0%
其他收入	9.8%	13.7%	10.0%	10.0%	10.0%
总毛利率	52.0%	51.4%	51.1%	51.6%	52.1%

资料来源：Wind，世纪证券研究所整理

费用率预测

销售费率：公司是国内医疗信息化服务龙头，拥有较高的业内口碑和丰富的客户资源。预计 2020-2022 年，公司销售费率分别为：13%、12.5%和 12%。

管理费率：随着未来规模效应显现，公司管理费率(除研发)有望减少。另一方面，公司重视技术研发，未来研发费用将持续增长，预计 2020-2022 年，公司综合管理费率分别为 19%、19.5%和 20%。

财务费率：预计 2020-2022 年，公司综合财务费率保持在 0.2%左右。

Figure 3 费用率预测

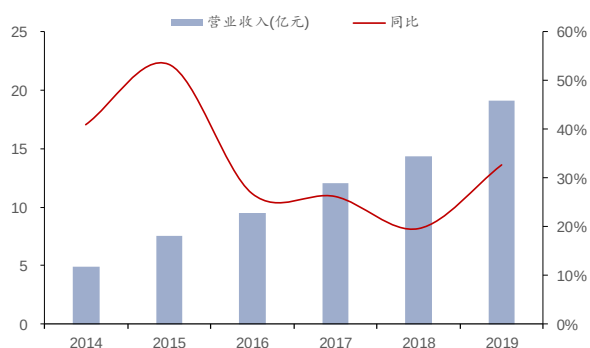
费率预测					
年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费率	14.0%	12.7%	13.0%	12.5%	12.0%
管理费率(除研发)	8.2%	7.3%	7.0%	6.5%	6.0%
研发费率	10.2%	10.8%	12.0%	13.0%	14.0%
财务费率	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

资料来源：Wind，世纪证券研究所整理

盈利预测与评级：

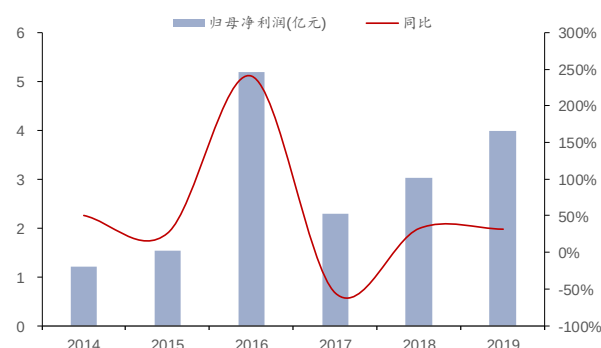
根据我们的假设, 预计 2020-2022 年, 公司营业收入分别为 25.06 亿元、32.96 亿元和 43.4 亿元, 同比增长 31.3%、31.5%和 31.7%; 归母净利润分别为 5.19 亿元、6.86 亿元和 8.99 亿元, 同比增长 30.18%、32.21%和 31.2%; 对应 EPS 分别为 0.32 元/0.42 元/0.55 元, 对应市盈率为 72 倍/54 倍/41 倍。公司传统医院信息化业务在政策刺激下或将持续高景气, 短期内将保障公司业绩快速增长。创新业务方面, 公司投入持续加大, 规模增长迅速。目前虽然仍处于亏损阶段, 但随着技术和盈利模式逐渐成熟, 未来或将成为公司业绩增长又一强劲动力源。维持“增持”评级。

Figure 4 公司营业收入与增速



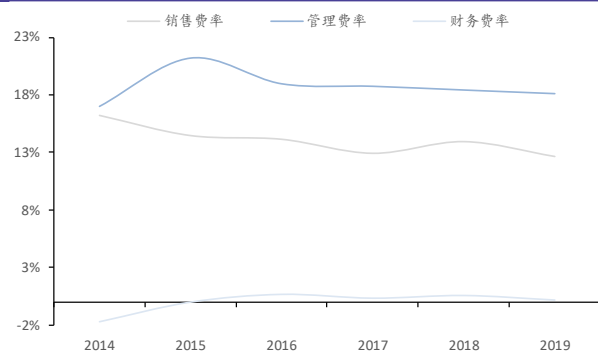
数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 5 公司归母净利润与增速



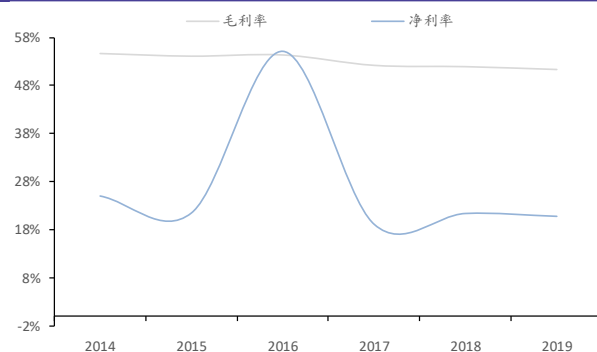
数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 6 公司三项费率



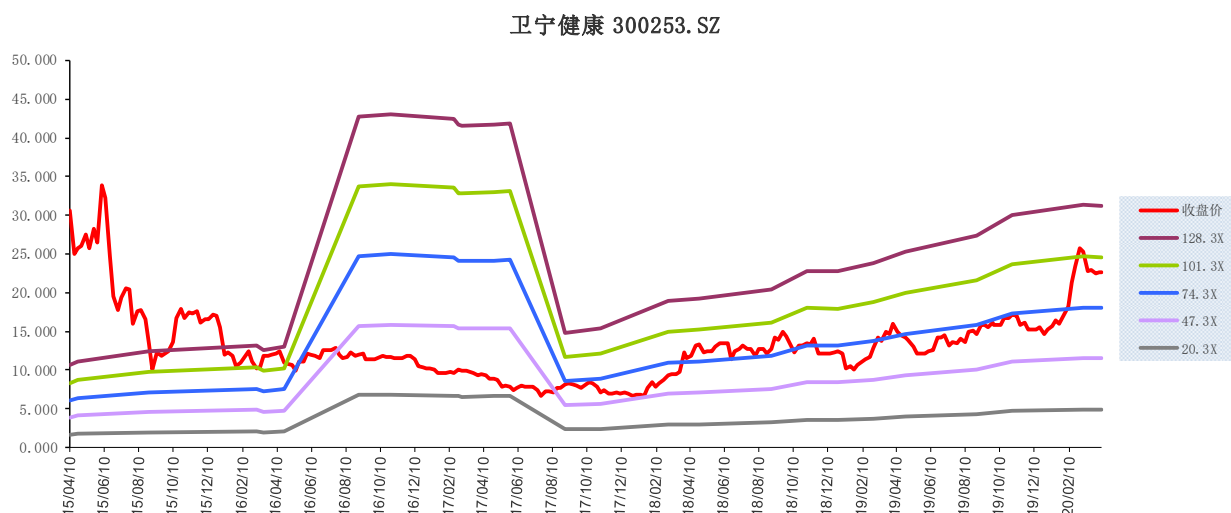
数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 7 公司销售毛利率与销售净利率



数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 8 P/E (TTM) Band



资料来源：wind、世纪证券研究所

风险提示

➤ 创新业务拓展不及预期

公司持续加大对创新业务的投入，目前仍处于亏损阶段。如果创新业务拓展不及预期，或者盈利模式始终无法成熟，可能拖累公司业绩增长。

➤ 政策环境改变

公司下游客户主要以医院和政策机构为主，信息建设需求在很大程度上依赖于政策规定。如果 2020 年之后，国家新一轮医疗信息化政策推进延缓，公司业绩将短期承压。

附：报表预测

报表预测(百万元)					
利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1438.76	1908.01	2505.86	3295.91	4340.86
减：营业成本	690.61	926.86	1225.52	1595.24	2080.01
营业税金及附加	16.20	22.07	28.98	38.12	50.21
营业费用	200.84	241.74	325.76	411.99	520.90
管理费用	118.08	140.15	476.11	642.70	868.17
财务费用	8.02	3.21	-2.69	-8.62	-10.96
资产减值损失	59.58	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-8.09	-20.06	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	12.90	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-147.21	-297.43	0.00	0.00	0.00
营业利润	190.14	269.39	452.17	616.48	832.53
加：其他非经营损益	119.39	143.24	120.00	140.00	160.00
利润总额	309.52	412.63	572.17	756.48	992.53
减：所得税	2.69	17.05	57.22	75.65	99.25
净利润	306.83	395.57	514.95	680.83	893.28
减：少数股东损益	3.52	-2.85	-3.71	-4.90	-6.43
归属母公司股东净利润	303.31	398.42	518.66	685.73	899.71
每股收益(元)	0.185	0.243	0.316	0.418	0.548
财务分析和估值指标汇总					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率					
毛利率	52.00%	51.42%	51.09%	51.60%	52.08%
三费/销售收入	22.72%	20.18%	31.89%	31.74%	31.75%
EBIT/销售收入	22.00%	21.76%	22.70%	22.67%	22.60%
EBITDA/销售收入	24.07%	24.54%	27.47%	26.30%	25.31%
销售净利率	21.33%	20.73%	20.55%	20.66%	20.58%
资产获利率					
ROE	9.68%	10.67%	12.40%	14.35%	16.19%
ROA	7.90%	8.59%	10.76%	12.46%	13.78%
ROIC	8.82%	8.84%	12.23%	14.49%	17.89%
增长率					
销售收入增长率	19.52%	32.61%	31.33%	31.53%	31.70%
EBIT 增长率	21.84%	31.12%	37.03%	31.36%	31.28%
EBITDA 增长率	20.69%	35.21%	47.03%	25.91%	26.74%
净利润增长率	33.56%	28.92%	30.18%	32.21%	31.20%
总资产增长率	15.27%	20.56%	9.44%	13.46%	18.68%
股东权益增长率	20.73%	19.12%	12.04%	14.21%	16.32%
经营营运资本增长率	55.44%	22.40%	47.95%	26.37%	40.68%
资本结构					
资产负债率	18.28%	19.10%	17.65%	17.59%	19.70%
投资资本/总资产	72.23%	68.36%	71.32%	68.83%	69.44%
带息债务/总负债	20.64%	24.30%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.67	2.68	3.28	3.70	3.66
速动比率	2.41	2.43	2.94	3.35	3.32
股利支付率	7.99%	8.15%	13.34%	13.34%	13.34%
收益留存率	92.01%	91.85%	86.66%	86.66%	86.66%
资产管理效率					
总资产周转率	0.36	0.39	0.47	0.55	0.61
固定资产周转率	3.30	4.44	6.58	9.92	15.32

资料来源：wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
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。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。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业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。