

计算机

创新业务快速发展，看好公司长期发展

2020 年 08 月 27 日

——卫宁健康（300253.SZ）20 年中报点评

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 19 年年报点评：业绩略超预期，创新业务有望加快成长-200407
3. 卫宁健康一季报点评：一季度承压，不改全年业绩快速增长预期-200427

卫宁健康（300253.SZ）与沪深 300 对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	43,999
流通市值（百万）	32,438
总股本（百万股）	2,134
流通股本（百万股）	1,727
日均成交额（百万）	831
近一个月换手（%）	48.3
第一大股东	周炜
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

核心观点：

- 1) 上半年业绩承压。报告期内，公司实现营业收入 7.93 亿元，同比增长 18.49%。实现归母净利润 0.75 亿元，同比下滑 53.97%。公司利润下滑主要是由于疫情而产生的合同资产减值以及政府补助减少所致。
- 2) “新医疗”业务规模扩展迅速。云医方面，纳里健康承建 7 个省级互联网医院监管平台，占全国已建成的 1/3。报告期内，纳里健康平台收费服务 49 万单，同比增长 3 倍，实现收入 1329 亿元，同比增长 23.92%。云险方面，公司平台新增交易金 5000 万笔，新增交易金额 120 亿元，累计超过 430 亿元。20 年 H1 卫宁科技收入同比增长 33.73%。云药方面，铜世圈云药平台已覆盖上海、重庆、杭州等地，累计用户超 180 万。20 年 H1 铜世圈实现收入 9260 万元，同比增长 10.44%，亏损率为 4%，同比收窄 2pct。
- 3) 发布云原生产品 WiNEX，全面开展医疗上云。2020 年 4 月，公司发布了新一代云原生医疗科技产品 WiNEX。产品以中台服务为基础，着力解决医疗信息化行业长期以来项目定制化程度过高、交付周期长、数据互联互通困难等痛点。目前产品已在上海、山西等地多家医院上线。我们认为，WiNEX 具备云产品微服务、敏开发、产品化程度高的特点，可为后疫情时代各医疗机构实现快速系统部署与数据联接，有助于公司持续提升市场份额。
- 4) 维持“增持”评级。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.15 元/0.23 元/0.32 元，对应市盈率为 136 倍/90 倍/64 倍。公司发布医疗云 WiNEX 中台服务体系将有助于公司扩大市场份额，“4+1”创新业务规模不断拓展，其中云药业务有望率先实现盈利，看好公司长期发展。维持“增持”评级。
- 5) 风险提示：创新业务难以实现盈利，WiNEX 效果不及预期。

预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1908.01	2321.61	3055.99	4031.87
收入同比	32.6%	21.7%	31.6%	31.9%
净利润(百万元)	398.42	321.63	487.32	681.05
净利润同比	31.4%	-19.3%	51.5%	39.8%
毛利率	51.42%	48.22%	50.58%	52.49%
销售净利率	21.33%	20.73%	13.75%	15.83%
EPS（元）	0.19	0.15	0.23	0.32
PE（倍）	110.4	136.8	90.3	64.6

盈利预测与评级

收入预测：

2020 年疫情来袭，公司以技术手段助力医疗机构抗疫，快速发布了疾病监测报告、护理管理、社区网格化疫情专项管理系统、发热登记、院内疫情监控平台、新冠肺炎专科视图、防疫物资配发管理系统、新冠 AI 辅诊云 PACS、在线咨询、在线复诊、在线续方、云药房、电子陪护证管理系统等 38 个疫情防控产品，充分发挥信息化在辅助疫情研判、创新诊疗模式、提升服务效率等方面的支撑作用。同时，亦是由于疫情，所有项目在定价和验收/收款周期等方面都较平时有一定下降和延迟，所以公司 2020 年上半年收入增速低于预期。但从单季度业绩来看，2020 年 Q1 与 Q2，收入分别为 2.78 亿元(+12.6%)和 5.15 亿元(+22%)，归母净利润分别为 0.12 亿元(-79%)和 0.63 亿元(-39%)，二季度业绩回暖趋势较为明显。我们认为，本次疫情已将国家对医疗科技重视程度提升至新高度，疫情以来相关推动政策不断。公司作为医疗信息化龙头，原生云产品 WiNEX 的发布将有助于公司继续扩大市场份额。同时，公司新兴业务规模拓展快速，疫情亦加快了互联网医疗等新医疗模式的发展进程，看好公司可持续发展能力。

预计 2020-2022 年公司软件销售与技术服务收入增速分别为 25%、35%和 35%。

预计 2020-2022 年公司硬件销售收入增速分别为 15%、20%和 20%。

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	13.19	17.80	24.03
增速	22.7%	31.9%	25.0%	35.0%	35.0%
硬件销售	3.04	4.50	5.18	6.21	7.45
增速	-13.9%	48.0%	15.0%	20.0%	20.0%
技术服务	3.21	3.87	4.84	6.53	8.82
增速	62.1%	20.6%	25.0%	35.0%	35.0%
其他收入	0.14	0.16	0.02	0.02	0.02
增速		14.3%	-90.0%	0.0%	0.0%
合计	14.39	19.08	23.22	30.56	40.32
增速	19.5%	32.6%	21.7%	31.6%	31.9%

资料来源：Wind，世纪证券研究所整理

毛利率预测：

公司在报告期内毛利率全面下滑，主要是因为疫情期间医院高利润的传统信息化建设延缓，相关订单自 3 月后才陆续回暖，项目仍在建设或验收中。同时，疫情期间公司上线的大量“抗疫”项目多为新兴产品，盈利模式尚未成熟，但投入成本较高。我们认为，目前我国疫情正处于后期维稳阶段，但依旧存在一定不确定性，公司 2020 年综合毛利率或将相对去年有一定降幅，但未来随着标准化程度高的医疗云产品收入占比不断加大，公司毛利率有望持续攀升。预计 2020-2022 年，公司综合毛利率分别为：48.2%、50.6%和 52.5%。

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%	60.0%	61.0%	62.0%
硬件销售	15.0%	14.0%	12.0%	13.0%	13.0%
技术服务	69.0%	61.7%	55.0%	58.0%	60.0%
其他收入	9.8%	13.7%	10.0%	10.0%	10.0%
总毛利率	52.0%	51.4%	48.2%	50.6%	52.5%

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：14%、13.5%和 13%。

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 18%、19%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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年份					
销售费率	14.0%	12.7%	14.0%	13.5%	13.0%
管理费率(除研发)	8.2%	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%
研发费率	10.2%	10.8%	11.0%	12.0%	13.0%
财务费率	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

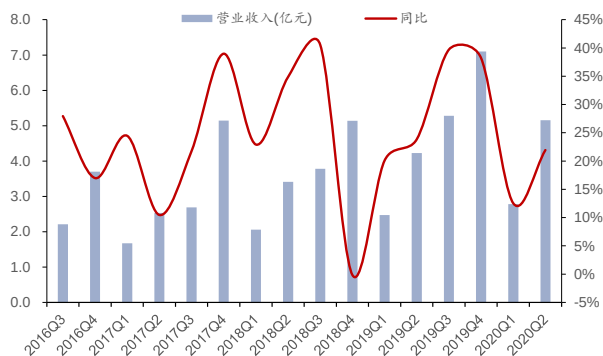
资料来源：Wind，世纪证券研究所整理

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 23.22 亿元、30.56 亿元和 40.32 亿元，同比增长 21.7%、31.6%和 31.9%；归母净利润分别为 3.22

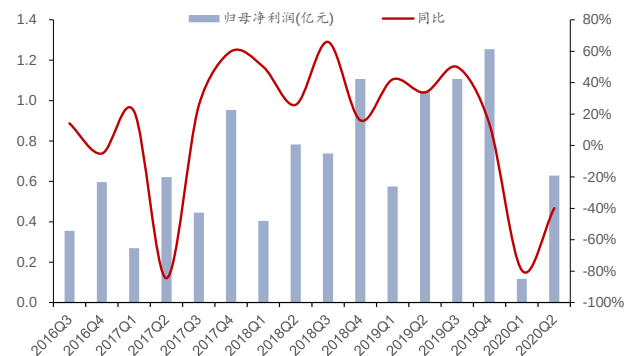
亿元、4.87 亿元和 6.81 亿元，同比增长-19.3%、51.5%和 39.8%；对应 EPS 分别为 0.15 元/0.23 元/0.32 元，对应市盈率为 136 倍/90 倍/64 倍。公司业绩短期因疫情承压，但“4+1”新兴业务拓展顺利，云原生产品 WiNEX 中台服务体系发布，有望助力公司持续扩大市场份额。维持“增持”评级。

Figure 4 公司营业收入与增速



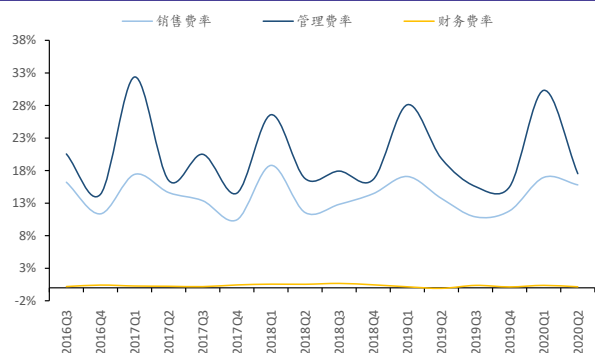
数据来源：Wind，世纪证券研究所

Figure 5 公司归母净利润与增速



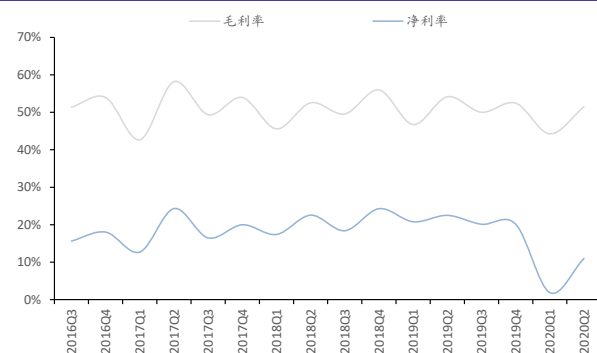
数据来源：Wind，世纪证券研究所

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

➤ 创新业务难以实现盈利

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。

➤ 新产品 WiNEX 效果不及预期

公司新产品 WiNEX 是公司开启医疗信息化系统全面云化的开端，如果产品效果不及预期，可能导致公司业务拓展受阻并影响公司业绩。

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	2321.61	3055.99	4031.87
减：营业成本	690.61	926.86	1202.03	1510.32	1915.73
营业税金及附加	16.20	22.07	26.85	35.35	46.63
营业费用	200.84	241.74	325.03	412.56	524.14
管理费用	118.08	140.15	162.51	213.92	282.23
财务费用	8.02	3.21	-5.00	-10.47	-12.32
资产减值损失	59.58	0.00	120.00	110.00	120.00
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	-255.38	-366.72	-524.14
营业利润	190.14	269.39	234.81	417.59	631.32
加：其他非经营损益	119.39	143.24	120.00	120.00	120.00
利润总额	309.52	412.63	354.81	537.59	751.32
减：所得税	2.69	17.05	35.48	53.76	75.13
净利润	306.83	395.57	319.33	483.83	676.18
减：少数股东损益	3.52	-2.85	-2.30	-3.48	-4.87
归属母公司股东净利润	303.31	398.42	321.63	487.32	681.05
每股收益(元)	0.142	0.187	0.151	0.228	0.319
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%	48.22%	50.58%	52.49%
三费/销售收入	22.72%	20.18%	20.78%	20.16%	19.69%
EBIT/销售收入	22.00%	21.76%	15.04%	17.23%	18.31%
EBITDA/销售收入	24.07%	24.54%	20.19%	21.14%	21.23%
销售净利率	21.33%	20.73%	13.75%	15.83%	16.77%
资产获利率					
ROE	9.68%	10.67%	8.02%	10.99%	13.55%
ROA	7.90%	8.59%	6.89%	9.38%	11.38%
ROIC	8.82%	8.84%	6.24%	10.78%	14.54%
增长率					
销售收入增长率	19.52%	32.61%	21.68%	31.63%	31.93%
EBIT 增长率	21.84%	31.12%	-15.89%	50.78%	40.25%
EBITDA 增长率	20.69%	35.21%	0.11%	37.83%	32.50%
净利润增长率	33.56%	28.92%	-19.27%	51.52%	39.76%
总资产增长率	15.27%	20.56%	4.97%	10.69%	15.55%
股东权益增长率	20.73%	19.12%	7.47%	10.53%	13.31%
经营营运资本增长率	55.44%	22.40%	26.99%	42.67%	29.74%
资本结构					
资产负债率	18.28%	19.10%	17.48%	17.99%	20.00%
投资资本/总资产	72.23%	68.36%	66.92%	68.20%	65.53%
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	3.35	3.71	3.74
速动比率	2.41	2.43	3.00	3.37	3.40
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	0.46	0.54	0.62
固定资产周转率	3.30	4.44	8.90	29.93	-60.42
应收账款周转率	1.21	1.28	1.26	1.20	1.25
存货周转率	4.37	5.29	4.77	5.31	4.84

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；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%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；
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。
卖出： 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。