

## 盈利能力稳中有升，创新业务加速成长

## 买入|维持

### ——卫宁健康(300253.SZ)2020年年度报告点评

#### 事件：

公司于2021年4月20日晚发布《2020年年度报告》。

#### 点评：

##### ● 营业收入同比增长18.79%，经营性净现金流大幅增长

2020年，公司有序复工复产，盈利能力稳中有升，全年实现营业收入22.67亿元，同比增长18.79%；实现扣非归母净利润3.73亿元，同比增长9.15%。公司加强对应收账款的管控，经营活动产生的现金流量净额为3.90亿元，同比增长67.32%，经营质量显著提升。分产品来看，软件销售业务实现收入12.39亿元，同比增长22.88%；硬件销售业务实现收入4.55亿元，同比增长3.55%；技术服务业务实现收入4.19亿元，同比增长15.73%；互联网医疗健康业务实现收入1.50亿元，同比增长83.82%。

##### ● 打造高水平智慧医院标杆，助力医疗机构数字化转型

2020年，公司持续打造高水平智慧医院标杆：助力14家医疗机构通过2019年度国家医疗健康信息互联互通标准化成熟度测评，4家医院通过2019年度电子病历系统功能应用水平分级评价五级；支撑上海市253家医疗机构完成医疗付费“一件事”改革；承建上海申康医疗质量评价和促进中心，支撑现代化医院管理。2020年4月，公司发布新一代智能数字化医疗健康科技产品WiNEX，该产品已在数十家医疗机构推进建设，山西医科大学第二医院依托WiNEX产品荣获“2020 IDC 中国重点行业技术创新应用创新大奖”。

##### ● 前瞻布局创新业务，“互联网+医疗健康”持续推进

2020年，公司“互联网+医疗健康”服务已覆盖全国6000余家医疗机构，与实体医疗机构已签订合作共建协议（含已取得医疗机构执业许可证）的互联网医院累计280余家，承建7个省级互联网医院监管平台。1）云医：纳里健康（持股69.37%）实现收入10073.55万元，同比增长55.62%。纳里健康平台在线服务累计超过320余万单。2）云险：卫宁互联网（持股70.00%）实现收入1332.90万元，同比下降29.81%。2020年，卫宁互联网新增交易金额340多亿元，累计交易金额已超过630亿元。3）云药：钥世圈（持股42.17%）实现收入22146.74万元，同比增长23.52%。2020年底，新一代“医药险整合运营”SaaS服务平台RINGNEX正式发布。

##### ● 投资建议与盈利预测

公司是国内医疗卫生信息化行业的龙头厂商，在传统医疗卫生信息化业务和创新的“互联网+医疗健康”业务等全面布局，在疫情助推行业大发展的背景下，有望实现跨越式发展。预计公司2021-2023年营业收入为29.53、37.53、46.97亿元，归母净利润为6.48、8.39、10.77亿元，EPS为0.30、0.39、0.50元/股，对应PE为57.78、44.58、34.75倍。考虑到公司的行业地位、在传统业务和创新业务的全面布局、未来三年收入和利润的预期增长情况、过去三年PE主要运行在50-150倍之间等因素，给予公司2021年85倍的目标PE，对应目标价为25.50元。维持“买入”评级。

##### ● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；医疗卫生信息化行业相关政策落地低于预期；传统医疗卫生信息化业务需求不足；创新业务拓展低于预期；行业竞争加剧等。

当前价/目标价：17.54元/25.50元

目标期限：6个月

#### 基本数据

52周最高/最低价（元）：27.08 / 14.0

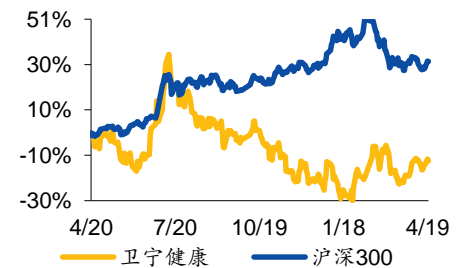
A股流通股（百万股）：1743.86

A股总股本（百万股）：2141.51

流通市值（百万元）：30587.37

总市值（百万元）：37562.14

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《国元证券行业研究-2021年计算机行业策略报告：后疫情时代，数智化加速》2020.12.01

《国元证券公司研究-卫宁健康(300253.SZ)2020年三季报点评：下游需求逐步恢复，创新业务领跑市场》2020.11.03

《国元证券公司研究-卫宁健康(300253.SZ)：营收增长逐季加速，创新业务发展顺利》2020.08.27

#### 报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

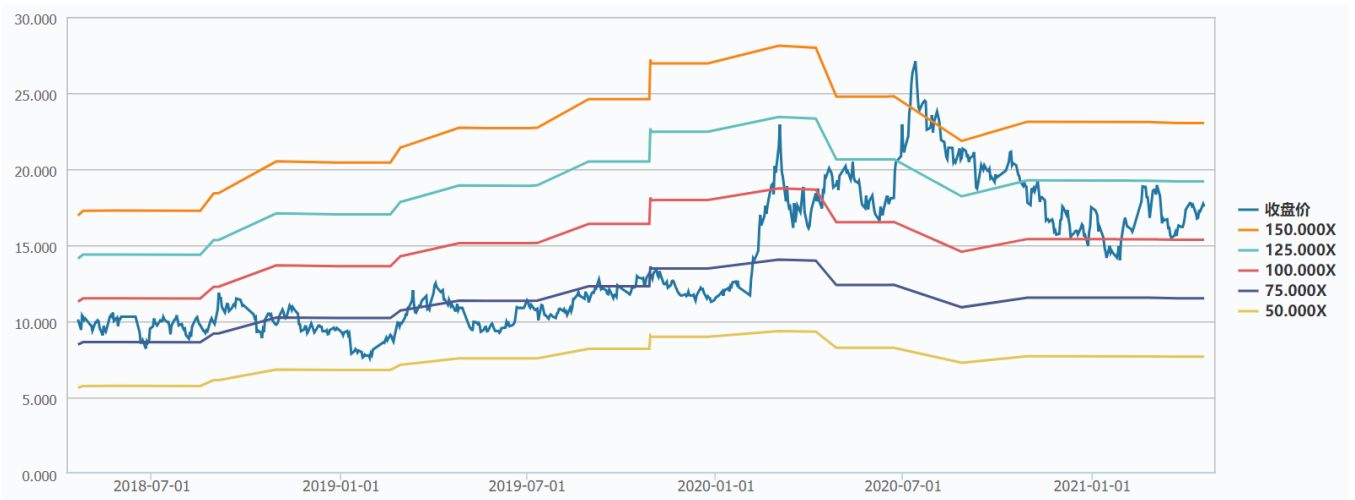
邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1908.01	2266.58	2952.70	3752.79	4697.21
收入同比(%)	32.61	18.79	30.27	27.10	25.17
归母净利润(百万元)	398.42	491.10	647.74	839.48	1077.13
归母净利润同比(%)	31.36	23.26	31.90	29.60	28.31
ROE(%)	10.67	10.86	12.54	14.15	15.57
每股收益(元)	0.19	0.23	0.30	0.39	0.50
市盈率(P/E)	93.94	76.21	57.78	44.58	34.75

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：卫宁健康过去三年 PE-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2605.95	3235.33	3996.93	4877.20	6003.49
现金	715.12	988.81	1387.08	1815.09	2424.64
应收账款	1483.21	584.71	750.58	951.33	1187.45
其他应收款	152.74	141.78	183.95	232.30	287.47
预付账款	28.13	38.83	49.08	61.27	75.24
存货	175.12	128.26	166.01	209.27	259.75
其他流动资产	51.63	1352.94	1460.22	1607.93	1768.94
<b>非流动资产</b>	2512.95	2821.82	2925.96	3045.44	3180.37
长期投资	588.57	530.25	554.12	576.51	596.48
固定资产	429.80	464.74	481.04	502.20	528.19
无形资产	381.86	340.75	344.16	348.82	356.52
其他非流动资产	1112.73	1486.08	1546.65	1617.91	1699.19
<b>资产总计</b>	5118.90	6057.15	6922.89	7922.63	9183.86
<b>流动负债</b>	1106.19	1229.27	1423.55	1616.17	1843.67
短期借款	224.27	213.71	232.47	251.28	267.53
应付账款	286.75	394.44	496.53	614.31	757.13
其他流动负债	595.17	621.11	694.54	750.58	819.01
<b>非流动负债</b>	104.61	113.64	122.83	137.29	153.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	104.61	113.64	122.83	137.29	153.87
<b>负债合计</b>	1210.81	1342.91	1546.38	1753.46	1997.54
少数股东权益	174.76	192.22	211.15	235.60	266.83
股本	1641.07	2138.10	2138.10	2138.10	2138.10
资本公积	751.62	485.54	485.54	485.54	485.54
留存收益	1496.02	1953.85	2601.59	3374.49	4365.57
<b>归属母公司股东权益</b>	3733.33	4522.02	5165.36	5933.58	6919.49
<b>负债和股东权益</b>	5118.90	6057.15	6922.89	7922.63	9183.86

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	233.30	390.35	519.32	631.19	861.98
净利润	395.57	505.53	666.68	863.92	1108.36
折旧摊销	53.12	64.77	69.10	72.34	76.79
财务费用	3.21	5.74	-2.89	-6.27	-10.76
投资损失	20.06	-101.23	-54.21	-49.36	-40.69
营运资金变动	-318.53	-320.77	-102.07	-149.82	-160.59
其他经营现金流	79.88	236.32	-57.28	-99.63	-111.13
<b>投资活动现金流</b>	-261.67	-86.08	-138.46	-157.17	-188.38
资本支出	191.74	186.99	38.52	45.31	52.37
长期投资	49.29	-104.92	50.22	44.41	53.19
其他投资现金流	-20.64	-4.01	-49.71	-67.45	-82.82
<b>筹资活动现金流</b>	226.24	-43.67	17.41	-46.00	-64.05
短期借款	73.14	-10.56	18.76	18.81	16.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	19.20	497.03	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	216.43	-266.08	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-82.53	-264.06	-1.35	-64.81	-80.30
<b>现金净增加额</b>	197.87	260.60	398.28	428.01	609.55

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1908.01	2266.58	2952.70	3752.79	4697.21
营业成本	926.86	1040.90	1359.62	1730.93	2168.19
营业税金及附加	22.07	26.47	34.25	43.16	53.55
营业费用	241.74	318.79	414.26	525.77	656.67
管理费用	140.15	145.33	188.09	237.93	294.51
研发费用	205.63	229.45	261.25	309.88	349.16
财务费用	3.21	5.74	-2.89	-6.27	-10.76
资产减值损失	0.00	-81.94	-75.56	-79.67	-87.52
公允价值变动收益	12.90	-34.69	-32.19	-30.38	-29.86
投资净收益	-20.06	101.23	54.21	49.36	40.69
<b>营业利润</b>	412.51	551.67	719.94	932.77	1196.61
营业外收入	0.35	0.08	0.38	0.42	0.46
营业外支出	0.24	5.60	0.29	0.33	0.39
<b>利润总额</b>	412.63	546.16	720.03	932.86	1196.68
所得税	17.05	40.63	53.35	68.94	88.31
<b>净利润</b>	395.57	505.53	666.68	863.92	1108.36
少数股东损益	-2.85	14.43	18.94	24.44	31.23
<b>归属母公司净利润</b>	398.42	491.10	647.74	839.48	1077.13
EBITDA	468.84	622.17	786.15	998.84	1262.64
EPS (元)	0.24	0.23	0.30	0.39	0.50

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	32.61	18.79	30.27	27.10	25.17
营业利润(%)	32.95	33.73	30.50	29.56	28.29
归属母公司净利润(%)	31.36	23.26	31.90	29.60	28.31
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	51.42	54.08	53.95	53.88	53.84
净利率(%)	20.88	21.67	21.94	22.37	22.93
ROE(%)	10.67	10.86	12.54	14.15	15.57
ROIC(%)	16.56	27.22	32.55	38.14	44.27
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.65	22.17	22.34	22.13	21.75
净负债比率(%)	18.64	16.01	15.13	14.42	13.48
流动比率	2.36	2.63	2.81	3.02	3.26
速动比率	2.20	2.53	2.69	2.89	3.12
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.41	0.41	0.45	0.51	0.55
应收账款周转率	1.19	1.90	4.42	4.41	4.39
应付账款周转率	3.85	3.06	3.05	3.12	3.16
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.23	0.30	0.39	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.18	0.24	0.30	0.40
每股净资产(最新摊薄)	1.75	2.12	2.42	2.78	3.24
<b>估值比率</b>					
P/E	93.94	76.21	57.78	44.58	34.75
P/B	10.03	8.28	7.25	6.31	5.41
EV/EBITDA	76.81	57.88	45.81	36.05	28.52

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188