

卫宁健康 (300253.SZ) 营收稳健增长，毛利率有所提升

2021 年 04 月 21 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
陈宝健（分析师）
应璘（联系人）

chenbaojian@kysec.cn

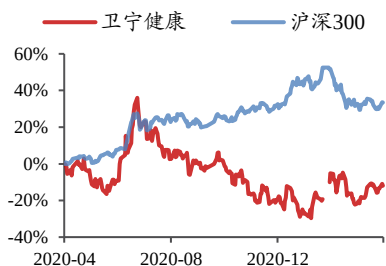
yingying@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790120100007

日期	2021/4/20
当前股价(元)	17.54
一年最高最低(元)	27.44/13.61
总市值(亿元)	375.62
流通市值(亿元)	305.87
总股本(亿股)	21.42
流通股本(亿股)	17.44
近 3 个月换手率(%)	113.22

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-卫宁健康：股权激励发布，WiNEX 开启云时代》- 2021.3.17

《公司信息更新报告-卫宁健康：Q4 业绩大幅增长，纳里健康同比大幅减亏》- 2021.1.29

《公司信息更新报告-卫宁健康：软件业务占比提升，创新业务仍需投入》- 2020.10.30

● 医疗 IT 行业龙头，维持“买入”评级

考虑股权激励摊销费用和铜世圈并表对表观净利润的影响，我们下调 2021-2022 年，新增 2023 年盈利预测，预计归母净利润分别为 6.6（前值 6.84）、8.9（前值 9.41）、12.14 亿元，EPS 分别为 0.31（前值 0.32）、0.42（前值 0.44）、0.57 元/股，当前股价对应 PE 为 56.9、42.2、30.9 倍，考虑公司 WiNEX 产品的推广和创新业务持续发展，看好公司长期毛利率和市占率的提升，维持“买入”评级。

● 事件：营收稳健增长，毛利率有所提升

公司公布 2020 年年报，实现营业收入 22.67 亿元，同比增长 18.79%；归母净利润 4.91 亿元，同比增长 23.26%；扣非后归母净利润 3.73 亿元，同比增长 9.15%；实现销售毛利率为 54.08%，同比提高 2.66pct。

● 软件收入和创新业务占比提升，股权激励摊销费用影响较大

（1）收入端：2020 年度，公司核心产品软件销售及技术服务业务收入同比增长 20.99%，收入占比为 73.18%，同比增长 1.33pct，带动销售毛利率增至 54.08%；互联网医疗健康业务收入同比增长 83.82%，收入占比为 6.64%，同比增长 2.35pct；（2）费用端：2020 年期间费用率为 30.85%，其中销售费用为 3.19 亿元，同比增长 31.87%，系业务增长带来人工成本增加、以及相应的办公运营费用增加所致；此外，公司 2020 年股权激励计划费用 1.2 亿元，占净利润的 16.29%，对净利润增速影响较大。

● 新产品积极推进，持续打造高水平医疗信息化标杆项目

公司 2020 年 4 月发布的新产品 WiNEX，已在数十家医疗机构积极推进，其底层的微服务体系可帮助客户实现从医疗信息化往数字化服务的跃升。此外，公司 2020 年帮助 14 家机构通过互联互通测评，4 家机构通过电子病历五级测评。考虑 2021 年测评需求的继续和新产品的推广，公司传统业务有望持续增长。

● 风险提示：新产品推进不及预期风险；市场竞争加剧风险

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,908	2,267	3,201	4,120	5,226
YOY(%)	32.6	18.8	41.2	28.7	26.8
归母净利润(百万元)	398	491	660	890	1,214
YOY(%)	31.4	23.3	34.5	34.8	36.4
毛利率(%)	51.4	54.1	53.9	54.8	56.4
净利率(%)	20.9	21.7	20.6	21.6	23.2
ROE(%)	10.1	10.7	12.5	14.6	16.7
EPS(摊薄/元)	0.19	0.23	0.31	0.42	0.57
P/E(倍)	94.3	76.5	56.9	42.2	30.9
P/B(倍)	10.1	8.3	7.3	6.3	5.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2606	3235	4834	4676	7005
现金	715	989	461	1942	752
应收票据及应收账款	1488	592	2959	1179	4331
其他应收款	153	142	310	247	475
预付账款	28	39	62	64	98
存货	175	128	347	223	491
其他流动资产	47	1345	696	1021	859
非流动资产	2513	2822	3052	3240	3514
长期投资	589	530	485	423	404
固定资产	430	465	639	799	991
无形资产	511	711	798	897	994
其他非流动资产	984	1116	1130	1120	1124
资产总计	5119	6057	7886	7916	10519
流动负债	1106	1229	2446	1620	3046
短期借款	224	214	922	216	992
应付票据及应付账款	288	394	464	685	679
其他流动负债	594	621	1061	719	1375
非流动负债	105	114	109	111	110
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	105	114	109	111	110
负债合计	1211	1343	2556	1731	3156
少数股东权益	175	192	198	208	220
股本	1641	2138	2142	2142	2142
资本公积	752	486	486	486	486
留存收益	1496	1954	2550	3354	4450
归属母公司股东权益	3733	4522	5132	5977	7142
负债和股东权益	5119	6057	7886	7916	10519

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	233	390	-782	2541	-1497
净利润	396	506	666	900	1227
折旧摊销	53	65	68	83	98
财务费用	3	6	39	31	40
投资损失	20	-101	26	17	-10
营运资金变动	-319	-321	-1617	1518	-2868
其他经营现金流	80	236	36	-9	16
投资活动现金流	-262	-86	-364	-278	-379
资本支出	192	187	267	254	290
长期投资	-49	105	45	25	19
其他投资现金流	-119	206	-52	2	-70
筹资活动现金流	226	-44	-85	-79	-88
短期借款	73	-11	5	-3	1
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	19	497	3	0	0
资本公积增加	216	-266	0	0	0
其他筹资现金流	-83	-264	-94	-77	-89
现金净增加额	198	261	-1231	2184	-1964

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1908	2267	3201	4120	5226
营业成本	927	1041	1475	1863	2278
营业税金及附加	22	26	38	48	61
营业费用	242	319	464	597	732
管理费用	140	145	208	268	329
研发费用	206	229	336	424	538
财务费用	3	6	39	31	40
资产减值损失	0	-82	0	0	0
其他收益	143	125	100	80	50
公允价值变动收益	13	-35	-5	-7	-9
投资净收益	-20	101	-26	-17	10
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	413	552	708	945	1300
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	0	6	2	2	3
利润总额	413	546	707	943	1297
所得税	17	41	40	43	71
净利润	396	506	666	900	1227
少数股东损益	-3	14	6	9	12
归母净利润	398	491	660	890	1214
EBITDA	458	594	787	1024	1392
EPS(元)	0.19	0.23	0.31	0.42	0.57

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	32.6	18.8	41.2	28.7	26.8
营业利润(%)	32.9	33.7	28.4	33.3	37.6
归属于母公司净利润(%)	31.4	23.3	34.5	34.8	36.4
获利能力					
毛利率(%)	51.4	54.1	53.9	54.8	56.4
净利率(%)	20.9	21.7	20.6	21.6	23.2
ROE(%)	10.1	10.7	12.5	14.6	16.7
ROIC(%)	9.8	10.3	11.2	14.5	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	23.7	22.2	32.4	21.9	30.0
净负债比率(%)	-12.3	-16.3	8.8	-27.8	3.3
流动比率	2.4	2.6	2.0	2.9	2.3
速动比率	2.1	1.4	1.5	2.1	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	1.4	2.2	1.8	2.0	1.9
应付账款周转率	3.8	3.1	3.4	3.2	3.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.23	0.31	0.42	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.18	-0.37	1.19	-0.70
每股净资产(最新摊薄)	1.74	2.11	2.39	2.79	3.33
估值比率					
P/E	94.3	76.5	56.9	42.2	30.9
P/B	10.1	8.3	7.3	6.3	5.3
EV/EBITDA	81.4	62.2	48.6	35.2	27.3

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn