

## 公司研究

## 产品结构进一步优化，创新业务加速发展

## ——卫宁健康（300253.SZ）2020 年年报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2020 年年报：公司实现营业收入 22.67 亿元，同比增长 18.79%；归母净利润为 4.91 亿元，同比增长 23.26%；扣非后归母净利润为 3.73 亿元，同比增长 9.15%，业绩增长符合预期。

**产品结构进一步优化：**分季度来看：Q1、Q2、Q3 和 Q4 收入分别同比增长 12.55%、21.95%、9.42%和 26.05%，公司克服疫情影响，收入增长逐季稳步改善。分业务来看：软件销售收入为 12.39 亿元，同增 22.88%；技术服务收入为 4.19 亿元，同增 15.73%；互联网医疗健康业务收入为 1.50 亿元，同增 83.82%；硬件销售收入为 4.55 亿元，同增 3.55%；产品结构进一步优化。受益于低毛利率的硬件收入占比下降，公司毛利率大幅提升 2.65 个百分点至 54.08%。20 年期间费用率、销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别较 19 年变化-0.11、1.30、-0.93、0.65 和 0.08 个百分点，各项费用率基本维持稳定。

**疫情推动了公司互联网+医疗健康业务尤其是云医、云药等创新业务的加速发展：**截至 2020 年年末，卫宁互联网新增覆盖医疗机构 200 余家，新增交易笔数 1.2 多亿笔，新增交易金额 340 多亿元，同比增长约 60%，累计交易金额已超过 630 亿元。互联网医疗业务快速推进，“云医”业务开展主体纳里健康平台已累计接入国内医疗机构 6,000 余家，与实体医疗机构已签订合作共建协议的互联网医院共 280 余家，在线诊疗类服务量累计超过 320 余万单，同比高速增长，导致纳里健康收入同比大幅增长 55.62%，且同比大幅减亏；钥世圈持续推进“云药房”等模式的落地推广，收入同比快速增长 23.52%。20 年发布“卫宁云药房”升级产品 SaaS 服务平台 RiNGNEX 管理保费总金额超过 44 亿元，整体交易金额累计超过 12 亿元，累计用户超过 300 万人次。此外，卫宁科技陆续中标多个省份医保局项目，收入同比快速增长。

**行业景气持续，关注 WiNEX 应用进展：**在互联互通、电子病历等级评审、互联网医院医保支付等政策驱动下，医疗 IT 行业景气度长期向上。同时疫情暴露的公卫信息化短板，后续补足有望带来建设高潮，行业仍旧有结构化机会。2020 年公司发布了新一代医疗健康科技产品 WiNEX，已在数十家医院推进建设，关注后续应用进展。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司创新业务要持续加大投入，略微下调公司 21-22 年归母净利润预测分别为 6.68 和 8.67 亿元（分别下调了 1.76%和 4.30%），同时预测 23 年公司归母净利润为 11.23 亿元，维持“增持”评级。

**风险提示：**医疗 IT 投入缩减，创新业务进展低于预期的风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,908	2,267	2,928	3,759	4,791
营业收入增长率	32.61%	18.79%	29.19%	28.37%	27.46%
净利润（百万元）	398	491	668	867	1,123
净利润增长率	31.36%	23.26%	36.08%	29.74%	29.55%
EPS（元）	0.24	0.23	0.31	0.41	0.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.67%	10.86%	12.94%	14.55%	16.07%
P/E	75	79	58	45	35
P/B	8.0	8.6	7.5	6.5	5.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-21

注：19 年股本为 16.41 亿股，20 年股本为 21.38 亿股，截至 2021 年 4 月 21 日，公司 21 年股本为 21.42 亿股

## 增持（维持）

当前价：18.16 元

## 作者

分析师：姜国平

执业证书编号：S0930514080007

021-52523857

jianggp@ebsecn.com

分析师：万义麟

执业证书编号：S0930519080001

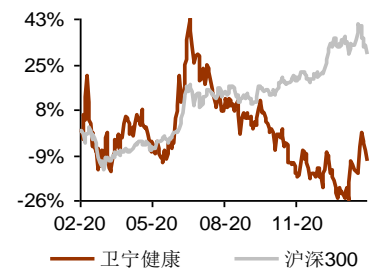
021-52523859

wanyilin@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	21.42
总市值(亿元):	388.90
一年最低/最高(元):	13.61/27.44
近 3 月换手率:	93.50%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	15.36	34.23	-42.18
绝对	16.19	25.85	-8.29

资料来源：Wind

## 相关研报

Q2 营收同增 22%，创新业务保持良性成长——卫宁健康（300253.SZ）2020 年半年报点评（2020-08-26）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,908	2,267	2,928	3,759	4,791
营业成本	927	1,041	1,357	1,728	2,188
折旧和摊销	52	63	70	86	106
税金及附加	22	26	34	44	56
销售费用	242	319	401	515	656
管理费用	140	145	190	244	311
研发费用	206	229	302	387	493
财务费用	3	6	8	15	16
投资收益	-20	101	15	15	15
营业利润	413	552	745	966	1,251
利润总额	413	546	744	964	1,249
所得税	17	41	55	72	93
净利润	396	506	688	893	1,156
少数股东损益	-3	14	20	26	33
归属母公司净利润	398	491	668	867	1,123
EPS(按最新股本计)	0.24	0.23	0.31	0.41	0.52

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	233	390	635	833	1,090
净利润	398	491	668	867	1,123
折旧摊销	52	63	70	86	106
净营运资金增加	376	-920	340	398	515
其他	-593	756	-444	-518	-654
投资活动产生现金流	-262	-86	-266	-316	-376
净资本支出	-191	-187	-281	-331	-391
长期投资变化	589	530	0	0	0
其他资产变化	-659	-430	15	15	15
融资活动现金流	226	-44	-81	-197	-187
股本变化	19	497	3	0	0
债务净变化	56	-11	-43	-102	-68
无息负债变化	192	143	208	248	306
净现金流	198	261	288	321	528

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	51.4%	54.1%	53.7%	54.0%	54.3%
EBITDA 率	29.8%	34.3%	29.9%	30.2%	30.4%
EBIT 率	27.0%	31.4%	27.5%	27.9%	28.2%
税前净利润率	21.6%	24.1%	25.4%	25.7%	26.1%
归母净利润率	20.9%	21.7%	22.8%	23.1%	23.4%
ROA	7.7%	8.3%	10.0%	11.4%	12.6%
ROE (摊薄)	10.7%	10.9%	12.9%	14.5%	16.1%
经营性 ROIC	15.1%	23.4%	22.1%	24.1%	25.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	24%	22%	22%	21%	21%
流动比率	2.36	2.63	2.75	2.95	3.11
速动比率	2.20	2.53	2.63	2.81	2.96
归母权益/有息债务	16.54	21.04	30.09	85.59	5546.84
有形资产/有息债务	17.85	21.09	30.83	88.52	5826.56

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,119	6,057	6,886	7,852	9,151
货币资金	715	989	1,277	1,598	2,125
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,483	585	756	972	1,244
应收票据	4	8	10	13	16
其他应收款 (合计)	153	142	183	235	300
存货	175	128	167	213	270
其他流动资产	47	47	48	48	49
流动资产合计	2,606	3,235	3,854	4,574	5,588
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	589	530	530	530	530
固定资产	430	465	605	756	920
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	382	341	411	505	627
商誉	475	635	635	635	635
其他非流动资产	2	0	0	0	0
非流动资产合计	2,513	2,822	3,032	3,277	3,563
总负债	1,211	1,343	1,508	1,654	1,891
短期借款	224	214	170	68	0
应付账款	287	394	514	655	829
应付票据	1	0	0	0	0
预收账款	177	0	0	0	0
其他流动负债	0	14	20	29	39
流动负债合计	1,106	1,229	1,400	1,552	1,798
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	3	-2	-9	-17
非流动负债合计	105	114	108	102	93
股东权益	3,908	4,714	5,378	6,198	7,260
股本	1,641	2,138	2,141	2,141	2,141
公积金	909	673	766	852	965
未分配利润	1,338	1,767	2,315	3,022	3,939
归属母公司权益	3,733	4,522	5,166	5,960	6,989
少数股东权益	175	192	212	238	271

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	12.67%	14.06%	13.70%	13.70%	13.70%
管理费用率	7.35%	6.41%	6.50%	6.50%	6.50%
财务费用率	0.17%	0.25%	0.29%	0.40%	0.33%
研发费用率	10.78%	10.12%	10.30%	10.30%	10.30%
所得税率	4%	7%	7%	7%	7%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.03	0.03	0.03	0.04	0.06
每股经营现金流	0.14	0.18	0.30	0.39	0.51
每股净资产	2.27	2.11	2.41	2.78	3.26
每股销售收入	1.16	1.06	1.37	1.76	2.24

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	75	79	58	45	35
PB	8.0	8.6	7.5	6.5	5.6
EV/EBITDA	52.6	50.1	44.4	34.3	26.6
股息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE