

证券研究报告—动态报告

信息技术

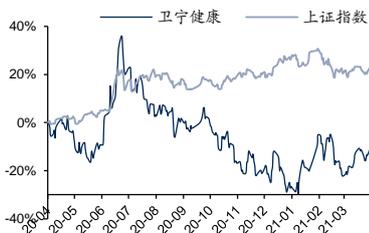
软件与服务

卫宁健康(300253)
买入

2021年一季报点评

(维持评级)

2021年04月28日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,142/1,796
总市值/流通(百万元)	38,162/31,998
上证综指/深圳成指	3,443/14,264
12个月最高/最低(元)	27.44/13.61

相关研究报告:

《卫宁健康-300253-2020 年年报点评: 业绩逐季提速, 传统+创新业务双双高质量增长》——2021-04-22

《卫宁健康-300253-2020 年三季报点评: 三季报业绩回暖, 软件业务较快增长》——2020-10-31

《卫宁健康-300253-2020 年中报点评: 业绩符合预期, 创新业务高增长》——2020-08-27

《卫宁健康-300253-重大事件快评: 一季报业绩符合预期, 疫情推动互联网+医疗健康等业务全面发展》——2020-04-27

《卫宁健康-300253-2019 年报点评: 业绩符合预期, 一季度创新业务高速增长》——2020-04-07

证券分析师: 熊莉

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030002

证券分析师: 朱松

E-MAIL: zhusong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520070001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
钥世圈并表短期影响表观, 传统和创新业务向好趋势不变
● 钥世圈并表, 短期影响表观

公司 21Q1 实现营收 3.45 亿(+24.01%), 归母净利润为 1433 万元(+21.9%), 扣非归母净利润为 77.5 万元(-92.8%)。公司 21Q1 管理费用率和研发费用率基本维持稳定(分别增长 0.06pct 和 0.62pct), 总体毛利率下降 5.38pct 至 38.88%、销售费用率增长 2.67pct 至 19.62%, 主要是因为公司自 2020 年 11 月将要药世圈并表而导致了成本的增加及营销费用的增长。此因素亦导致了公司的扣非净利润较大幅度下滑, 以及现金流量的快速增长(现金流量流入合计增长 97.38%)。

● 行业高景气尤在, 后续订单有望逐步加速

2020 年由于疫情原因, 公司的订单签订及执行情况受到一定影响, 21Q1 医疗信息化收入约 2.92 亿元, 同比增长 7.3%, 其中软件业务同比增长 0.86%, 硬件业务同比增长 43.36%。我们预计公司传统医疗信息化业务同比增长缓慢主要跟 20 年订单滞后及项目交付确认周期有关, 随着疫情后行业订单的逐步释放, 公司的订单确认有望逐步加速。

● 互联网医疗业务快速增长, 创新业务稳步前行

由于将钥世圈并表, 公司 21Q1 互联网健康业务收入达 5243 万, 同比增长 928.6%, 若扣除钥世圈 4548 万收入影响, 则同口径下同比增长约 36%。卫宁科技、钥世圈、纳里健康、卫宁互联网单体实现同比 136.1%/11.9%/40.7%/29.6% 的营收增长, 其中卫宁互联网统一支付业务新增交易金额 110 多亿元(+100%), 纳里健康平台 21Q1 在线服务超过 500 万单, 钥世圈 SaaS 服务平台 RINGNEX 已对接 8 万多家合作药房, 与上海市静安区卫健委共建区域云药房项目已正式落地。

● 风险提示: 创新业务扩展不畅; 下游客户需求降低。
● 投资建议: 维持“买入”评级。

预测 2021-2023 年归母净利润分别为 6.73/8.98/11.94 亿元, 同比增速 37.0%/33.4%/33.0%, 摊薄 EPS 分别为 0.31/0.42/0.56 元, 当前股价对应 PE 分别为 56.7/42.5/32.0x, 公司为行业龙头, 传统和创新业务齐头并进, 中长期成长空间广阔, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

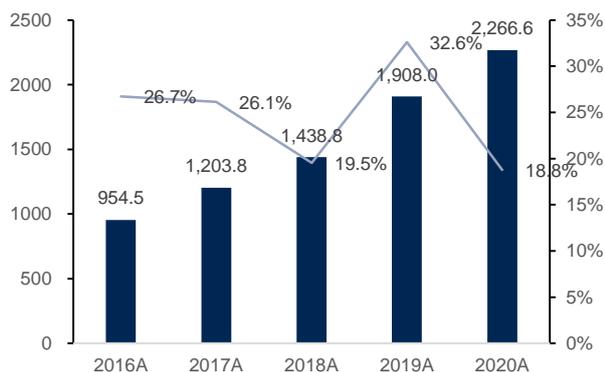
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1908.01	2266.58	2947.54	3805.87	4906.45
(+/-%)	32.61%	18.79%	30.04%	29.12%	28.92%
净利润(百万元)	398.42	491.10	672.85	897.62	1194.03
(+/-%)	31.36%	23.26%	37.01%	33.40%	33.02%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.23	0.31	0.42	0.56
EBIT Margin	30.25%	32.43%	22.70%	23.74%	24.76%
净资产收益率(ROE)	10.67%	10.86%	13.13%	15.14%	17.06%
市盈率(PE)	73.40	77.58	56.72	42.51	31.96
EV/EBITDA	48.38	49.41	53.82	40.67	30.97
市净率(PB)	7.83	8.43	7.45	6.44	5.45

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

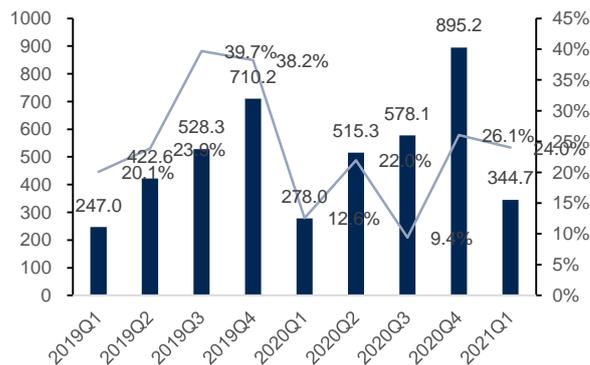
铜世圈并表影响表现，后续订单有望持续释放。公司 21Q1 管理费用率和研发费用率基本维持稳定（分别增长 0.06pct 和 0.62pct），总体毛利率下降 5.38pct 至 38.88%、销售费用率增长 2.67pct 至 19.62%，主要是因为公司自 2020 年 11 月将要药世圈并表而导致了成本的增加及营销费用的增长。此因素亦导致了公司的扣非净利润较大幅度下滑，以及现金流量的快速增长（现金流量流入合计增长 97.38%）。21Q1 医疗信息化收入约 2.92 亿元，同比增长 7.3%，增速放缓，我们预计主要跟 20 年订单的滞后以及项目交付确认周期有关，随着疫情后行业订单的逐步释放，公司的订单以及传统业务增速有望逐步加速。

图 1：卫宁健康营业收入及增速（单位：亿元、%）



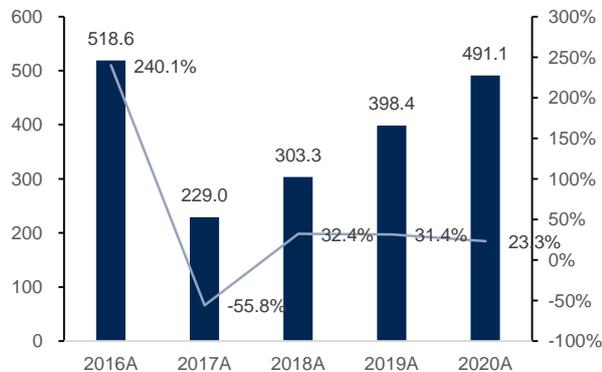
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：卫宁健康单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



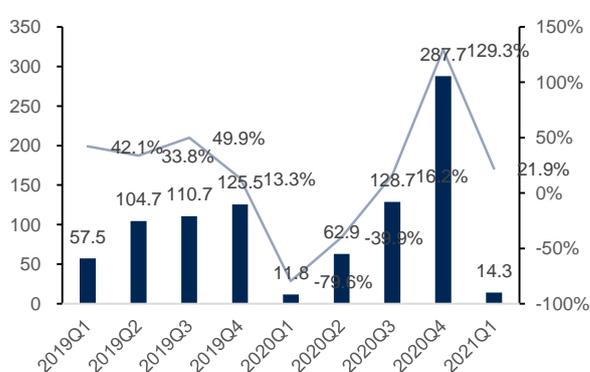
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：卫宁健康归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：卫宁健康单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级。预计 2021-2023 年收入 29.5/38.1/49.1 亿元，同比增速 30.04/29.12/28.92%；摊薄 EPS 为 0.31/0.42/0.56 元，当前股价对应 PE 为 56.7/42.5/32.0x。公司为医疗 IT 领域龙头企业，传统业务和创新业务持续向好，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级	
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E				
300253	卫宁健康	17.82	381.62	0.23	0.31	0.42	0.56	77.6	56.7	42.5	32.0	10.86	1.15	买入
300451	创业慧康	10.83	129.16	0.28	0.39	0.52	0.67	38.7	27.8	20.8	16.2	8.03	0.58	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	989	1356	1490	1879	营业收入	2267	2948	3806	4906
应收款项	734	955	1233	1589	营业成本	1041	1340	1703	2163
存货净额	128	161	205	261	营业税金及附加	26	34	44	57
其他流动资产	1384	1800	2324	2996	销售费用	319	371	476	603
流动资产合计	3235	4271	5251	6726	管理费用	145	532	680	867
固定资产	465	595	717	826	财务费用	6	(19)	(30)	(43)
无形资产及其他	341	328	315	303	投资收益	101	30	30	30
投资性房地产	1486	1486	1486	1486	资产减值及公允价值变动	47	20	20	20
长期股权投资	530	472	414	355	其他收入	(326)	10	15	20
资产总计	6057	7152	8184	9696	营业利润	552	748	998	1328
短期借款及交易性金融负债	215	500	300	200	营业外净收支	(6)	0	0	0
应付款项	394	494	630	804	利润总额	546	748	998	1328
其他流动负债	620	931	1190	1518	所得税费用	41	56	74	99
流动负债合计	1229	1925	2120	2522	少数股东损益	14	20	26	35
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	491	673	898	1194
其他长期负债	114	123	132	141					
长期负债合计	114	(107)	(98)	(89)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1343	1818	2022	2433	净利润	491	673	898	1194
少数股东权益	192	210	234	265	资产减值准备	82	19	16	18
股东权益	4522	5125	5929	6998	折旧摊销	63	74	85	96
负债和股东权益总计	6057	7152	8184	9696	公允价值变动损失	(47)	(20)	(20)	(20)
					财务费用	6	(19)	(30)	(43)
					营运资本变动	(504)	(230)	(426)	(556)
					其它	(69)	(1)	7	13
					经营活动现金流	16	514	560	746
					资本开支	(183)	(190)	(190)	(190)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(124)	(132)	(132)	(132)
					权益性融资	51	0	0	0
					负债净变化	0	(230)	0	0
					支付股利、利息	(51)	(70)	(94)	(124)
					其它融资现金流	433	285	(200)	(100)
					融资活动现金流	382	(15)	(294)	(224)
					现金净变动	274	367	134	389
					货币资金的期初余额	715	989	1356	1490
					货币资金的期末余额	989	1356	1490	1879
					企业自由现金流	57	272	304	474
					权益自由现金流	490	345	132	414

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.23	0.31	0.42	0.56
每股红利	0.02	0.03	0.04	0.06
每股净资产	2.11	2.39	2.77	3.27
ROIC	18%	14%	17%	20%
ROE	11%	13%	15%	17%
毛利率	54%	55%	55%	56%
EBIT Margin	32%	23%	24%	25%
EBITDA Margin	35%	25%	26%	27%
收入增长	19%	30%	29%	29%
净利润增长率	23%	37%	33%	33%
资产负债率	25%	28%	28%	28%
息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
P/E	77.6	56.7	42.5	32.0
P/B	8.4	7.4	6.4	5.5
EV/EBITDA	49.4	53.8	40.7	31.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032