

医疗 IT 龙头拟合并，行业格局有望重塑

买入|维持

——卫宁健康(300253.SZ)事件点评

事件：

7月19日，卫宁健康发布停牌公告，宣布公司与创业慧康科技股份有限公司正筹划以换股方式合并及发行A股股票募集配套资金事宜。

点评：

● 国内医疗 IT 赛道两大龙头企业，营收与业绩近年来稳健增长

卫宁健康：公司业务由传统医疗 IT 与创新业务双轮驱动。2020 年，公司实现营收 22.67 亿元/yoy18.79%，归母净利润 4.91 亿元/yoy23.26%，2017-2020 年，公司营收 CAGR 达 23.48%，归母净利润 CAGR 达 28.95%。

创业慧康：公司业务包括医卫信息化事业群、医卫物联网事业群、医卫互联网事业群与医保事业部四大板块。2020 年，公司实现营收 16.33 亿元/yoy10.34%，归母净利润 3.32 亿元/yoy5.82%，2017-2020 年，公司营收 CAGR 达 12.30%，归母净利润 CAGR 达 26.74%。

● 合并有望加速医疗 IT 行业集中，协同效应下竞争力有望提升

客户资源方面：截至 2020 年底，卫宁健康客户数量达 6000 余家，包括 400 余家三级医院；创业慧康客户数量达 6700 多家，公共卫生项目遍及全国 370 多个区县。合并后，双方有望共享客户资源，提升服务客户的能力。

业务方面：卫宁健康的新一代智能数字化医疗健康科技产品 WINEX 已在数十家医疗机构推进建设，云医、云药、云险、云康+创新服务平台的“4+1”发展战略推进顺利；创业慧康在公共卫生 IT 及医疗物联网领域布局完善，“中山模式”未来有望复制到其他城市，市场空间巨大。合并后，双方有望充分发挥各自相对优势，形成互补，提升全栈能力。

市场份额方面：根据 IDC 的数据，2017 年，东软集团、卫宁健康、创业慧康的市占率分别为 13.9%、9.3%和 5.7%。合并后，两家市占率有望跃至首位，并在协同效应下获取更强的竞争优势。参考美国的经验，我们认为，未来我国医疗 IT 行业的集中度有望将进一步提升。

● 内生需求叠加政策推动，后疫情时代下医疗 IT 行业迎快速发展

受政策利好持续释放、医院内生管理需求、院内外医疗健康需求以及 IT 技术革新等多重因素的影响，国内医疗信息化行业近年来呈现快速发展的趋势。后疫情时代，我们看好互联网医疗、公共卫生等领域的快速发展；作为全民医疗的保障，院内 IT 建设及医保控费也将持续稳健地推进。

● 投资建议与盈利预测

卫宁健康与创业慧康都是国内医疗卫生信息化行业的头部厂商，此次合并后有望实现跨越式发展。暂不考虑此次合并，预计卫宁健康 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 54.44、42.01、32.74 倍。公司过去三年 PE 主要运行在 50-150 倍之间，考虑到合并后公司的市场地位有望进一步提升，维持公司 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；创新业务拓展低于预期；合并进展低于预期。

当前价/目标价：16.48 元/25.50 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：24.5 / 14.0

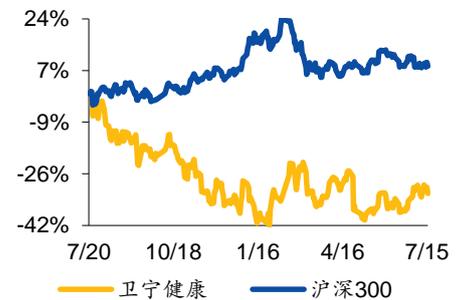
A 股流通股（百万股）：1796.11

A 股总股本（百万股）：2141.43

流通市值（百万元）：29599.85

总市值（百万元）：35290.81

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-卫宁健康(300253.SZ)2020 年年度报告点评：盈利能力稳中有升，创新业务加速成长》
2021.04.21

《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

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	647.50	839.00	1076.64
归母净利润同比(%)	31.36	23.26	31.85	29.57	28.32
ROE(%)	10.67	10.86	12.67	14.27	15.68
每股收益(元)	0.19	0.23	0.30	0.39	0.50
市盈率(P/E)	88.47	71.77	54.44	42.01	32.74

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
流动资产	2605.95	3235.33	3943.21	4823.00	5948.84
现金	715.12	988.81	1333.36	1760.90	2369.99
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
非流动资产	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
资产总计	5118.90	6057.15	6869.17	7868.44	9129.21
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	1210.81	1342.91	1546.38	1753.46	1997.54
少数股东权益	174.76	192.22	211.15	235.57	266.79
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	2547.88	3320.31	4310.96
归属母公司股东权益	3733.33	4522.02	5111.65	5879.41	6864.88
负债和股东权益	5118.90	6057.15	6869.17	7868.44	9129.21

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	233.30	390.35	519.34	631.23	862.02
净利润	395.57	505.53	666.43	863.42	1107.86
折旧摊销	53.12	64.77	69.10	72.34	76.79
财务费用	3.21	5.74	-2.62	-5.73	-10.22
投资损失	20.06	-101.23	-54.21	-49.36	-40.69
营运资金变动	-318.53	-320.77	92.99	-149.82	-160.59
其他经营现金流	79.88	236.32	-252.34	-99.63	-111.13
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	226.24	-43.67	-36.33	-46.52	-64.54
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	-55.09	-65.33	-80.79
现金净增加额	197.87	260.60	344.56	427.54	609.10

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	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	-2.62	-5.73	-10.22
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
营业利润	412.51	551.67	719.67	932.23	1196.07
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
利润总额	412.63	546.16	719.76	932.32	1196.14
所得税	17.05	40.63	53.33	68.90	88.27
净利润	395.57	505.53	666.43	863.42	1107.86
少数股东损益	-2.85	14.43	18.93	24.43	31.22
归属母公司净利润	398.42	491.10	647.50	839.00	1076.64
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
成长能力					
营业收入(%)	32.61	18.79	30.27	27.10	25.17
营业利润(%)	32.95	33.73	30.45	29.54	28.30
归属母公司净利润(%)	31.36	23.26	31.85	29.57	28.32
获利能力					
毛利率(%)	51.42	54.08	53.95	53.88	53.84
净利率(%)	20.88	21.67	21.93	22.36	22.92
ROE(%)	10.67	10.86	12.67	14.27	15.68
ROIC(%)	16.56	27.22	32.55	38.14	44.27
偿债能力					
资产负债率(%)	23.65	22.17	22.51	22.28	21.88
净负债比率(%)	18.64	16.01	15.13	14.42	13.48
流动比率	2.36	2.63	2.77	2.98	3.23
速动比率	2.20	2.53	2.65	2.85	3.09
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.41	0.46	0.51	0.55
应收账款周转率	1.19	1.75	3.86	4.41	4.39
应付账款周转率	3.85	3.06	3.05	3.12	3.16
每股指标(元)					
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	2.11	2.39	2.75	3.21
估值比率					
P/E	88.47	71.77	54.44	42.01	32.74
P/B	9.44	7.79	6.90	6.00	5.13
EV/EBITDA	72.25	54.44	43.09	33.91	26.83

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