

营收增长逐季加速，创新业务发展顺利

增持|维持

事件：

公司于8月26日晚发布《2020年半年度报告》。上半年，公司实现营业收入7.93亿元，同比增长18.49%；实现扣非归母净利润7253.26万元，同比下降43.23%。

点评：

● Q1受假期与疫情影响业绩承压，Q2改善较为显著

2020年Q1，受新冠疫情冲击，叠加春节假期，实际可比工作日仅为上年同期的2/3左右；同时，政企客户招投标及采购合同流程放缓，项目实施、交付及验收也有所延迟。随着国内疫情得到控制，Q2公司运营逐步恢复：实现营业收入5.15亿元，环比增长85.39%，占H1的64.96%；实现归母净利润6290.67万元，环比增长435.46%，占H1的84.26%。我们认为，随着医疗卫生行业客户的招投标工作逐步开始活跃，传统与创新业务领域需求恢复，预计公司下半年尤其是四季度经营情况将会继续提升。

● 持续拓展“互联网+医疗健康”板块，创新业务成效显著

2020年上半年，1) **云医**：纳里健康累计承建7个省级互联网医院监管平台，约占全国建成和在建的1/3；纳里健康平台接入包括武汉火神山、雷神山医院在内的5000余家国内医疗机构，与实体医疗机构已签订合作共建协议的互联网医院累计260余家。2) **云险**：卫宁互联网新增覆盖医疗机构百余家，新增交易笔数与金额大幅增长，累计交易金额已超过430亿元；卫宁科技4月成功中标青海省医保局项目，7月成功中标海南省医保局项目。3) **云药**：公司全面推进“互联网+药联体+处方流转”，整体交易金额累计超过10亿元，累计用户达180多万。

● 公司发布新一代医疗健康科技产品WiNEX，自主创新再上新台阶

2020年4月，公司发布新一代医疗健康科技产品WiNEX，对医院核心业务系统从技术架构、数据架构、业务架构等层面进行梳理重塑。在产品功能设计上，WiNEX具有“智慧随行、融合为一、开放互联、极致体验”的特征。WiNEX将采用云交付模式，并以“1+X”方式迭代升级，用户可以通过App Store及时获得产品或服务加持。目前，WiNEX产品已在上海第六人民医院东院和山西医科大学第二医院等医院试点落地。我们认为，WiNEX作为极具创新意义的数字化转型产品，将进一步提升公司的行业影响力。

● 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，有望乘行业东风，实现跨越式发展。预计公司2020-2022年营业收入为24.84亿元、31.77亿元、39.42亿元，归母净利润为5.27亿元、6.85亿元、8.57亿元，对应PE为83.44、64.21、51.35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50-130倍之间等因素，调升公司2020年目标PE至100倍，对应目标价为24.71元，维持“增持”评级。

● 风险提示

医疗卫生信息化行业相关政策落地低于预期，传统医疗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：20.62元/24.71元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：29.85 / 14.64

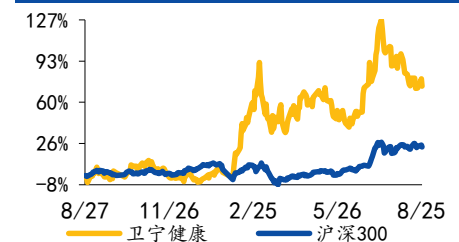
A股流通股(百万股)：1726.60

A股总股本(百万股)：2133.82

流通市值(百万元)：35602.41

总市值(百万元)：43999.40

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)：2020Q1营收正增长，疫情加速创新业务发展》2020.04.05

《国元证券公司研究-卫宁健康(300253.SZ)：业绩符合预期，双轮驱动快速发展》2020.03.02

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1438.76	1908.01	2484.14	3177.01	3942.11
收入同比(%)	19.52	32.61	30.20	27.89	24.08
归母净利润(百万元)	303.31	398.42	527.18	685.05	856.72
归母净利润同比(%)	32.42	31.36	32.32	29.95	25.06
ROE(%)	9.68	10.67	12.05	13.73	14.89
每股收益(元)	0.14	0.19	0.25	0.32	0.40
市盈率(P/E)	145.04	110.41	83.44	64.21	51.35

资料来源：Wind，国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2066.82	2605.95	3666.06	4419.99	5330.66
现金	514.65	715.12	1273.00	1407.51	1685.16
应收账款	1184.04	1483.21	1891.38	2391.26	2899.23
其他应收款	142.09	152.74	194.01	246.22	300.39
预付账款	35.71	28.13	35.69	42.64	51.49
存货	157.87	175.12	204.43	252.18	305.36
其他流动资产	32.45	51.63	67.54	80.19	89.03
非流动资产	2170.49	2512.95	2252.71	2307.99	2381.24
长期投资	541.05	588.57	600.97	604.31	612.18
固定资产	435.37	429.80	434.20	438.95	446.27
无形资产	116.92	381.86	403.88	435.84	477.88
其他非流动资产	1077.16	1112.73	813.66	828.89	844.91
资产总计	4237.32	5118.90	5918.77	6727.98	7711.90
流动负债	882.25	1106.19	1271.12	1462.96	1672.10
短期借款	151.14	224.27	231.23	237.68	246.57
应付账款	194.75	286.75	369.58	465.36	568.60
其他流动负债	536.36	595.17	670.31	759.92	856.93
非流动负债	80.53	104.61	101.36	108.80	123.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	80.53	104.61	101.36	108.80	123.12
负债合计	962.78	1210.81	1372.48	1571.76	1795.22
少数股东权益	140.35	174.76	171.43	167.38	162.50
股本	1621.87	1641.07	2133.39	2133.39	2133.39
资本公积	535.18	751.62	259.29	259.29	259.29
留存收益	1072.53	1496.02	1982.17	2596.15	3361.50
归属母公司股东权益	3134.18	3733.33	4374.85	4988.84	5754.18
负债和股东权益	4237.32	5118.90	5918.77	6727.98	7711.90

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	123.89	233.30	223.63	290.64	474.12
净利润	306.83	395.57	523.85	681.00	851.84
折旧摊销	29.70	53.12	60.83	63.73	66.83
财务费用	8.02	3.21	-24.03	-37.86	-45.82
投资损失	8.09	20.06	28.76	27.53	36.42
营运资金变动	-279.31	-318.53	-416.68	-533.33	-527.77
其他经营现金流	50.57	79.88	50.89	89.56	92.62
投资活动现金流	-250.30	-261.67	188.73	-129.68	-159.91
资本支出	167.19	191.74	30.14	32.28	36.86
长期投资	21.35	49.29	-301.61	4.33	9.09
其他投资现金流	-61.76	-20.64	-82.74	-93.07	-113.96
筹资活动现金流	156.76	226.24	145.53	-26.45	-36.56
短期借款	-38.87	73.14	6.96	6.45	8.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	14.28	19.20	492.32	0.00	0.00
资本公积增加	155.14	216.43	-492.32	0.00	0.00
其他筹资现金流	26.22	-82.53	138.57	-32.90	-45.45
现金净增加额	30.36	197.87	557.88	134.50	277.65

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1438.76	1908.01	2484.14	3177.01	3942.11
营业成本	690.61	926.86	1197.61	1517.33	1872.25
营业税金及附加	16.20	22.07	28.57	36.22	44.55
营业费用	200.84	241.74	326.66	391.09	477.78
管理费用	118.08	140.15	243.20	295.46	359.91
研发费用	147.21	205.63	283.92	395.08	493.85
财务费用	8.02	3.21	-24.03	-37.86	-45.82
资产减值损失	-59.58	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	12.90	13.87	14.08	14.65
投资净收益	-8.09	-20.06	-28.76	-27.53	-36.42
营业利润	310.28	412.51	546.22	709.97	887.90
营业外收入	0.09	0.35	0.31	0.28	0.27
营业外支出	0.85	0.24	0.23	0.21	0.19
利润总额	309.52	412.63	546.30	710.04	887.98
所得税	2.69	17.05	22.45	29.04	36.14
净利润	306.83	395.57	523.85	681.00	851.84
少数股东损益	3.52	-2.85	-3.33	-4.05	-4.88
归属母公司净利润	303.31	398.42	527.18	685.05	856.72
EBITDA	348.00	468.84	583.03	735.84	908.91
EPS (元)	0.19	0.24	0.25	0.32	0.40

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	19.52	32.61	30.20	27.89	24.08
营业利润(%)	20.55	32.95	32.41	29.98	25.06
归属母公司净利润(%)	32.42	31.36	32.32	29.95	25.06
获利能力					
毛利率(%)	52.00	51.42	51.79	52.24	52.51
净利率(%)	21.08	20.88	21.22	21.56	21.73
ROE(%)	9.68	10.67	12.05	13.73	14.89
ROIC(%)	15.03	16.56	17.97	19.73	21.50
偿债能力					
资产负债率(%)	22.72	23.65	23.19	23.36	23.28
净负债比率(%)	17.59	18.64	16.97	15.25	13.85
流动比率	2.34	2.36	2.88	3.02	3.19
速动比率	2.16	2.20	2.72	2.85	3.01
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.41	0.45	0.50	0.55
应收账款周转率	1.14	1.19	1.21	1.23	1.24
应付账款周转率	3.45	3.85	3.65	3.63	3.62
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.19	0.25	0.32	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.11	0.10	0.14	0.22
每股净资产(最新摊薄)	1.47	1.75	2.05	2.34	2.70
估值比率					
P/E	145.04	110.41	83.44	64.21	51.35
P/B	14.04	11.78	10.06	8.82	7.64
EV/EBITDA	122.68	91.06	73.22	58.02	46.97

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

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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间接损失承担任何责任。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告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，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

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