

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年08月27日
市场数据

目前股价	20.62
总市值（亿元）	439.99
流通市值（亿元）	356.02
总股本（万股）	213,382
流通股本（万股）	172,660
12个月最高/最低	27.44/11.01

分析师

分析师：周伟佳 S1070514110001

☎ CFA, ACCA 0755-83516551

分析师：李雪薇 S1070520080002

☎ 021-31829697

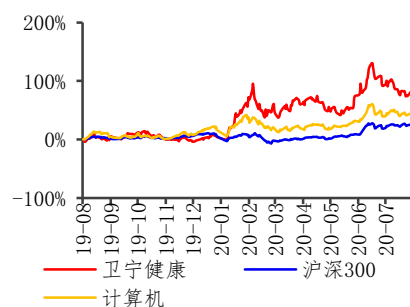
✉ lixuewei@cgws.com

联系人（研究助理）：封谊敏

S1070119050047

☎ 021-31829728

✉ fengyimin@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<传统业务短期受疫情冲击，创新业务迎发展拐点>> 2020-04-25

<<传统业务奠定业绩增长坚实基础，互联网医疗迎黄金发展期>> 2020-04-06

<<业绩符合预期，可转债助力公司加码互联网医疗>> 2020-02-28

Q2 环比回暖迹象明显，创新业务持续拓展

——卫宁健康（300253）公司2020年半年报点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	1439	1908	2483	3286	4249
(+/-%)	19.5%	32.6%	30.1%	32.3%	29.3%
净利润（百万）	303	398	502	652	868
(+/-%)	32.4%	31.4%	26.0%	29.9%	33.1%
摊薄 EPS	0.14	0.19	0.24	0.31	0.41
PE	145	110	88	68	51

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**公司于2020年8月26日晚间发布2020年半年报。2020年上半年，公司实现营业收入7.93亿元，同比增长18.49%，实现归属上市公司股东的净利润7,465.48万元，较同期下滑53.97%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润7,253.26万元，同期下滑43.23%。
- 核心产品软件销售与技术服务收入占比进一步上升，成本高企负面影响毛利率：**2020年上半年，公司实现营业收入7.93亿元，同比增长18.49%，较一季度数值12.55%有所改善。截止20年6月底，公司已签订合同但尚未履行完毕的履约义务对应收入11.38亿元，其中8.99亿元预期于2020年确认收入。分产品看，毛利率较高的软件销售和技术服务营收占比上升，毛利率较低的硬件销售营收占比下降。软件销售板块实现营收4.51亿元，同比增长23.68%，占营收比重56.81%，同比上升2.38pct，该板块毛利率为64.41%，同比小幅下滑2.76pct。技术服务板块实现营收1.73亿元，同比增长23.94%，占营收比重为21.85%，同比上升0.96pct；该板块毛利率为44.63%，同比下降6.96pct。硬件销售板块实现营收1.68亿元，同比增加10.90%，占营收比重21.14%，同比下滑1.45pct。该板块毛利率为12.35%，同期下滑4.78%。**公司总体毛利率水平为48.97%**，受软件销售与技术服务成本上升影响，该数值同比下滑2.45pct。
- 研发投入持续增长，二季度疫情对业绩影响有所缓解：**在研发投入方面，2020年H1公司研发投入合计2.23亿元，同比上升39.98%，主要由于公司创新业务研发投入加大，以及业务增加拉动人工成本。其中费用化1.04亿元，占比46.64%，同比下降9.33pct。**在期间费用方面**，期间费用率（剔除研发费用）为25.39%，同比上升0.76pct。其中，销售费用1.29亿元，费用率16.21%，同比上升1.24pct；管理费用7,094.36万元，费用率为8.94%，同比下降0.70pct；财务费用191.36万元，费用率为0.24%，同比增加0.22pct，主要由于2020H1期间公司贷款利息支出增加。**在净利润方面**，公司实现归母净利润7,465.48万元，较同期下滑53.97%；实现扣非归母净利润7,253.26万元，同期下滑43.23%。受一季度疫情影响，公司

订单实施交付困难，业绩显著下滑，但二季度疫情影响得到有效控制，营业收入环比增长 85.39%，归母净利润环比大幅上升 435.46%，随着医疗卫生客户对公司产品和解决方案需求的持续增长，预期公司下半年经营状况将会继续提升。

- **创新业务持续拓展，领跑“互联网+医疗健康”赛道：** 卫宁健康的创新业务中，“云医”业务依托于纳里健康平台布局，为实体医院打造互联网医院模式，构建就诊全流程闭环管理。20H1 期间纳里健康承建 7 个升级互联网医院监管平台，占全国建成/在建案例的 1/3；当前纳里健康已累计接入国内医疗机构 5,000 余家，为 1,300 余家医疗机构开通互联网问诊功能，助力 400 余家医院、卫健委上线远程会诊平台，包括火神山、雷神山医院；纳里健康拥有已签订合作协议的互联网医院超过 260 家，互联网医生累计超过 28 万人，患者累计注册量 1,500 万人。20H1 期间互联网医院在线服务超过 107 万单，同比增长 8 倍以上，医生新增注册超过 7 万人，同比增长 3 倍，患者新增 500 万人，同比增长 1.6 倍。“云药”业务依托于钥世圈平台，双向对接上游保险机构与下游连锁药店和医疗终端。截至 20 年 6 月底，“云药”管理保费总额超 40 亿元，整体交易金额累计 10 亿元，拥有用户 180 万；对接天津、上海、重庆等地多家三级医院云药房，并通过第三方物流企业实现多仓库存、多点发货的高效药品配送体系，上线两个月即服务超万余人次。“云险”业务依托于卫宁互联网与卫宁科技，为客户提供多渠道医疗支付服务、商保理赔服务等。20H1 期间，卫宁互联网新增覆盖百余家医疗机构，新增交易 4,900 万笔，交易金额达 130 亿元，累计交易金额超过 340 亿元；卫宁科技于 4 月成功中标青海医保局信息化平台中的医保智能监管分析系统，中标金额 397 万元；于 7 月中标海南省医保局项目，中标金额 1,372.03 万元。承建的国家医保局平台下基金运行及审计监管系统、医疗保障智能监管子系统于 7 月通过初验，中标金额 328 万元。当前创新业务依旧处于早期业务拓展阶段，故仍处于亏损状态，按公司持股比例计算，创新业务在 20H1 期间合计形成亏损 2,814.74 万元，同比扩大 5.86%，较上年同期增幅 24.08%显著收窄。
- **响应相关政策，助力医院服务数字化转型：** 20H1 期间，“上云用数赋智”、在线新经济及新基建政策推进，医疗健康信息化政策陆续发布，医改深化、智慧医院、医疗联合体及社区医院建设等方向持续发展及创新落地。在该政策背景下，公司持续打造高水平智慧医院标杆，如按照电子病历应用五级、互联网互通成熟度四级甲等标准，升级三甲医院广东佛山市南海区妇幼保健院医院信息系统等；支撑上海市 198 家医疗机构完成医疗付费“一件事”改革；承建宁夏全域健康及互联网+一体化项目，提升区域内医疗数据治理水平；于 20 年 4 月发布新一代医疗健康科技产品 WiNEX，该产品引入数字中台，以“1+X”数字生态解决医院定制化需求，加速实现医院服务从“信息化”向“数字化”转型，目前已在山西医科大学第二医院等试点落地。
- **投资建议：** 预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 24.83 亿元、32.86 亿元以及 42.49 亿元，实现净利润 5.02 亿元、6.52 亿元以及 8.68 亿元，对应 PE 分别为 88X、68X、51X，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：** 疫情对业务冲击程度的不确定性；创新业务持续亏损；创新业

务拓展的不确定性；医疗信息化政策、互联网医疗政策落不及预期风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1438.76	1908.01	2482.86	3285.64	4249.40	成长性					
营业成本	690.61	926.86	1168.03	1504.38	1918.46	营业收入增长	19.5%	32.6%	30.1%	32.3%	29.3%
销售费用	200.84	241.74	326.39	431.16	554.75	营业成本增长	20.2%	34.2%	26.0%	28.8%	27.5%
管理费用	118.08	140.15	208.24	262.19	335.88	营业利润增长	20.5%	32.9%	26.1%	31.5%	31.0%
研发费用	147.21	205.63	260.81	349.62	449.28	利润总额增长	20.8%	33.3%	25.9%	31.6%	31.0%
财务费用	8.02	3.21	25.43	68.81	102.01	净利润增长	32.4%	31.4%	26.0%	29.9%	33.1%
其他收益	120.12	143.21	186.17	223.41	268.09	盈利能力					
投资净收益	-8.09	-20.06	-18.31	-19.63	-18.45	毛利率	52.0%	51.4%	53.0%	54.2%	54.9%
营业利润	310.28	412.51	520.21	684.02	896.18	销售净利率	21.3%	20.7%	20.2%	19.8%	20.4%
营业外收支	-0.76	0.11	-0.68	-0.40	-0.42	ROE	9.4%	10.1%	11.5%	13.2%	15.0%
利润总额	309.52	412.63	519.53	683.62	895.77	ROIC	15.2%	17.2%	17.1%	18.2%	19.4%
所得税	2.69	17.05	17.25	31.89	29.08	营运效率					
少数股东损益	3.52	-2.85	0.37	-0.08	-0.88	销售费用/营业收入	14.0%	12.7%	13.1%	13.1%	13.1%
净利润	303.31	398.42	501.91	651.81	867.56	管理费用/营业收入	8.2%	7.3%	8.4%	8.0%	7.9%
资产负债表						研发费用/营业收入	10.2%	10.8%	10.5%	10.6%	10.6%
						财务费用/营业收入	0.6%	0.2%	1.0%	2.1%	2.4%
流动资产	2066.82	2605.95	4033.19	5093.63	6690.14	投资收益/营业利润	-2.6%	-4.9%	-3.5%	-2.9%	-2.1%
货币资金	514.65	715.12	1380.49	1780.23	2315.34	所得税/利润总额	0.9%	4.1%	3.3%	4.7%	3.2%
应收票据及应收账款合计	1188.68	1487.59	2039.88	2646.50	3414.22	应收账款周转率	1.34	1.43	1.41	1.41	1.41
其他应收款	142.09	152.74	262.36	280.88	416.14	存货周转率	5.35	5.57	5.46	5.51	5.48
存货	157.87	175.12	252.94	292.91	406.65	流动资产周转率	0.76	0.82	0.75	0.72	0.72
非流动资产	2170.49	2512.95	2774.36	3120.98	3489.18	总资产周转率	0.36	0.41	0.42	0.44	0.46
固定资产	435.37	429.80	530.50	709.31	946.42	偿债能力					
资产总计	4237.32	5118.90	6807.55	8214.60	10179.31	资产负债率	22.7%	23.7%	35.8%	39.7%	43.3%
流动负债	882.25	1106.19	2333.16	3155.14	4301.82	流动比率	2.34	2.36	1.73	1.61	1.56
短期借款	151.14	224.27	1185.82	1841.13	2582.15	速动比率	2.09	2.13	1.58	1.49	1.43
应付款项	197.00	287.67	367.29	461.46	592.41	每股指标 (元)					
非流动负债	80.53	104.61	104.61	104.61	104.61	EPS	0.14	0.19	0.24	0.31	0.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	1.47	1.75	1.97	2.24	2.62
负债合计	962.78	1210.81	2437.77	3259.75	4406.44	每股经营现金流	0.01	0.13	0.05	0.15	0.19
股东权益	3274.53	3908.09	4369.35	4954.42	5772.45	每股经营现金/EPS	0.04	0.70	0.21	0.48	0.48
股本	1621.87	1641.07	2133.82	2133.82	2133.82	估值					
留存收益	1072.53	1496.02	1945.74	2529.40	3305.73	PE	145.07	110.43	87.66	67.50	50.72
少数股东权益	140.35	174.76	175.13	175.05	174.17	PEG	6.08	-12.23	2.94	2.36	1.70
负债和权益总计	4237.32	5118.90	6807.55	8214.60	10179.31	PB	14.04	11.79	10.49	9.21	7.86
现金流量表						EV/EBITDA	131.55	95.42	74.81	55.35	42.05
						EV/SALES	30.44	22.90	17.72	13.47	10.46
经营活动现金流	123.89	233.30	105.01	313.60	415.10	EV/IC	13.24	11.01	8.16	6.68	5.43
其中营运资本减少	-322.41	-171.08	-494.99	-494.03	-655.72	ROIC/WACC	1.59	1.80	1.80	1.96	2.14
投资活动现金流	-250.30	-261.67	-333.70	-433.70	-470.33	REP	8.31	6.12	4.55	3.40	2.54
其中资本支出	167.19	191.74	240.02	327.66	348.44						
融资活动现金流	156.76	226.24	-104.06	-117.19	-159.80						
净现金总变化	30.36	197.87	-332.75	-237.29	-215.04						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>