

业绩逐季改善, 创新业务进展顺畅

投资要点

- 业绩总结:** 公司2019年前三季度实现营业收入12亿元, 同比增长29.5%; 实现归母净利润2.7亿元, 同比增长41.7%, 扣非后归母净利润2.4亿元, 同比增长36.7%。
- 营收稳健增长, 业绩符合预期。** 从营收端来看, 公司前三季度营收增长约30%, 其中第三季度营收增长40%, 总体保持稳健增长状态; 从净利润端来看, 公司归母净利润增速大于营收增速主要系毛利率提升(毛利率从2018年的49.8%提升到74.4%)以及期间费用控制良好(总体期间费用下降0.7个百分点, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别下降0.5、1、0.4个百分点, 只研发费用率上升1.2个百分点)。
- 订单依旧饱满, 业绩逐季改善。** 医疗信息化行业依旧保持高景气度, 根据招标网统计数据, 公司前三季度订单增速约为50%, 远高于行业增速, 饱满的订单保证了公司业绩的持续快速增长。同时, 公司产品报告期内施行了“敏捷交付”, 使得公司从拿到订单开始到确认收入的周期大幅缩短, 预计公司明年将发布新一代产品HIS6.0, 预期新产品的实施周期将会进一步缩短。产品端的改进预示着公司营收开始提速, 2019年前三季度单季度营收增速分别为20.1%、23.9%、39.7%, 业绩方面也体现出逐季改善的趋势, 我们预计此趋势仍将持续。
- 政策支持为创新业务保驾护航。** 随着互联网医疗被纳入医保, 互联网药品流通被认同, 政策对于互联网医疗的倾向性越来越明显, 公司在互联网医疗方面布局较早, 有望逐步进入收获期: 公司云险板块的卫宁科技前三季度实现营收677万元; 云医板块的卫宁互联网单体和纳里健康分别实现营收1442万元、1668万元; 云药板块的钥匙圈实现营收1.3亿元, 亏损率由去年同期14%下降为6.1%, 有望最先实现盈利。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为0.25元、0.35元、0.48元, 未来三年归母净利润将保持37%的复合增长率。考虑到公司医疗信息化主营业务逐季改善, 且积极践行“4+1”互联网医疗战略打开成长空间, 我们长期看好公司发展, 目标价为20.8元, 上调至“买入”评级。
- 风险提示:** 政策或不及预期、创新业务或不及预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1438.76	1932.52	2623.16	3570.97
增长率	19.52%	34.32%	35.74%	36.13%
归属母公司净利润(百万元)	303.31	413.69	568.58	783.16
增长率	32.42%	36.39%	37.44%	37.74%
每股收益EPS(元)	0.19	0.25	0.35	0.48
净资产收益率ROE	9.37%	11.51%	13.93%	16.48%
PE	92	67	49	36
PB	8.89	7.99	7.01	6.00

数据来源: Wind, 西南证券

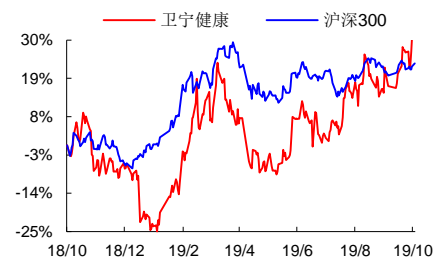
西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 朱松
执业证号: S1250519080007
电话: 021-58352031
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 刘忠腾
执业证号: S1250519080008
电话: 0755-23616646
邮箱: lzht@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.25
流通A股(亿股)	13.17
52周内股价区间(元)	9.89-17.14
总市值(亿元)	281.33
总资产(亿元)	46.58
每股净资产(元)	2.15

相关研究

- 卫宁健康(300253): 业绩符合预期, 政策助力互联网医疗腾飞 (2019-08-30)
- 卫宁健康(300253): 业绩维持高增速, “互联网+”业务加速推进 (2018-10-29)

盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 根据采招网统计, 公司前三季度订单增速 50% 以上, 故公司软件和硬件业务将保持快速发展态势; 同时公司从产品端施行了“敏捷交付”, 公司从订单到收入确认的周期大幅缩短, 从 2019 年第三季度已经有所体现, 2019 第一到第三季度营收增速分别为 20.1%、23.9%、39.7%, 预期营收逐季加速的趋势仍将持续; 硬件业务主要是公司为了销售软件而搭载的硬件设备, 其规模随着软件的增长而增长;

假设 2: 技术服务不仅包括公司原有软件业务的技术服务, 还包括了公司的互联网医疗服务业务, 目前公司的互联网业务已经出具规模, 其中并表的卫宁互联网单体及纳里健康收入前三季度实现 3109 万元, 后续随着政策的助力仍将进一步增长。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
软件业务	收入	800.14	1040.18	1383.44	1867.65
	增速	22.73%	30%	33%	35%
	毛利率	59.95%	60.00%	60%	60%
硬件业务	收入	303.97	395.16	525.56	709.51
	增速	-13.81%	30%	33%	35%
	毛利率	14.95%	15%	15%	15%
技术服务	收入	321.45	482.18	699.15	978.82
	增速	62.16%	50%	45%	40%
	毛利率	68.99%	66%	65%	64%
其他业务	收入	13.21	15	15	15
	毛利率	9.81%	40%	40%	40%
合计	收入	1,438.77	1,932.52	2,623.16	3,570.97
	增速	19.52%	34.32%	35.74%	36.13%
	毛利率	52.00%	52.14%	52.20%	52.07%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.25 元、0.35 元、0.48 元, 对应 PE 分别为 67 倍、49 倍、36 倍, 未来三年归母净利润将保持 37% 的复合增长率。考虑到公司是医疗信息化龙头企业, 受益于行业高景气公司订单饱满, 且公司从产品端施行“敏捷迭代”使得公司营收增速逐渐匹配订单增速, 理应给予公司估值溢价, 结合行业平均估值, 给予公司传统业务 50 倍估值, 对应 2020 年市值为 285 亿元。

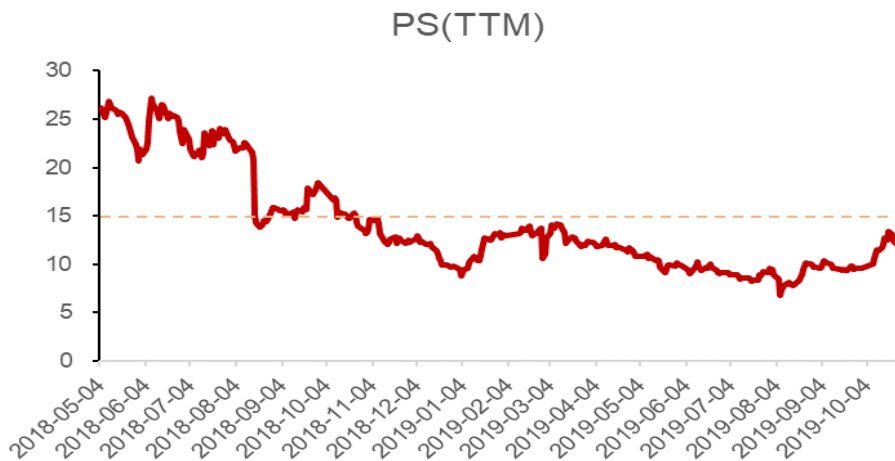
表 2: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
300451	创业慧康	18.60	0.44	0.4	0.51	0.65	42.27	46.50	36.47	28.62
300168	万达信息	15.05	0.21	0.42	0.5	0.66	71.67	35.83	30.10	22.80
603990	麦迪科技	34.42	0.69	0.64	0.85	1.12	49.88	53.78	40.49	30.73
300550	和仁科技	29.37	0.49	0.61	0.93	1.32	59.94	48.15	31.58	22.25
603039	泛微网络	65.25	1.12	0.99	1.26	1.57	58.26	65.91	51.79	41.56
平均							56.40	50.03	38.09	29.19

数据来源: Wind, 西南证券整理

在深耕传统医疗信息化领域的同时,公司提前积极布局互联网医疗业务,目前随着《国家医疗保障局关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》以及促进健康产业高质量发展行动纲要(2019-2022年)》的出台,政策已经对互联网+医疗以及互联网+药品流通有所倾斜,未来政策或将持续加码,互联网医疗有望迎来大发展。

公司 2019H1 创新业务(包括卫宁科技、卫宁互联网、钥匙圈的收入)合计收入约 1.1 亿元,同比增长 75.5%,预计公司 2019A 及 2020A 创新业务收入将分别达到约 2.2 亿元、3.5 亿元。由于公司的创新业务仍未贡献利润,所以采用 PS 估值,参考港股公司平安好医生(1833.HK) PS 估值变化,给予卫宁健康创新业务 15 倍 PS 估值,对应 2020 年约 53 亿元市值。

图 1: 平安好医生 (1833.HK) 上市以来的 PS 估值变化


数据来源: wind, 西南证券整理

综上,鉴于公司为医疗信息化龙头且积极践行“4+1”互联网医疗战略打开成长空间,我们长期看好公司发展,根据上述测算传统医疗信息化业务及创新业务对应 2020 年总估值约为 338 亿,对应 2020 年目标价为 20.8 元,上调至“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1438.76	1932.52	2623.16	3570.97	净利润	306.83	417.87	574.32	791.07
营业成本	690.61	924.90	1253.81	1711.52	折旧与摊销	29.70	37.97	37.97	37.97
营业税金及附加	16.20	23.88	31.93	43.14	财务费用	8.02	0.00	0.00	0.00
销售费用	200.84	258.96	346.26	464.23	资产减值损失	59.58	50.00	50.00	50.00
管理费用	118.08	355.58	480.04	642.78	经营营运资本变动	-323.02	-161.55	-402.30	-509.86
财务费用	8.02	0.00	0.00	0.00	其他	42.78	-40.00	-48.00	-61.00
资产减值损失	59.58	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	123.89	304.28	211.99	308.18
投资收益	-8.09	-10.00	0.00	10.00	资本支出	-164.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-85.92	-4.42	0.00	10.00
其他经营损益	0.00	150.00	170.00	200.00	投资活动现金流净额	-250.30	-4.42	0.00	10.00
营业利润	310.28	459.19	631.12	869.31	短期借款	-38.87	-151.14	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.76	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	309.52	459.19	631.12	869.31	股权融资	169.41	0.00	0.00	0.00
所得税	2.69	41.33	56.80	78.24	支付股利	-24.24	-60.66	-82.74	-113.72
净利润	306.83	417.87	574.32	791.07	其他	50.45	-18.24	0.00	0.00
少数股东损益	3.52	4.18	5.74	7.91	筹资活动现金流净额	156.76	-230.04	-82.74	-113.72
归属母公司股东净利润	303.31	413.69	568.58	783.16	现金流量净额	30.36	69.83	129.26	204.46
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	514.65	584.48	713.73	918.20	成长能力				
应收和预付款项	1366.48	1790.00	2448.50	3333.74	销售收入增长率	19.52%	34.32%	35.74%	36.13%
存货	157.87	211.43	284.62	390.25	营业利润增长率	20.55%	47.99%	37.44%	37.74%
其他流动资产	27.82	29.87	40.54	55.19	净利润增长率	33.56%	36.19%	37.44%	37.74%
长期股权投资	541.05	541.05	541.05	541.05	EBITDA 增长率	20.65%	42.86%	34.58%	35.60%
投资性房地产	89.85	89.85	89.85	89.85	获利能力				
固定资产和在建工程	435.93	414.27	392.61	370.95	毛利率	52.00%	52.14%	52.20%	52.07%
无形资产和开发支出	839.79	823.73	807.66	791.59	三费率	22.72%	31.80%	31.50%	31.00%
其他非流动资产	263.88	263.63	263.39	263.15	净利率	21.33%	21.62%	21.89%	22.15%
资产总计	4237.32	4748.30	5581.95	6753.97	ROE	9.37%	11.51%	13.93%	16.48%
短期借款	151.14	0.00	0.00	0.00	ROA	7.24%	8.80%	10.29%	11.71%
应付和预收款项	567.44	841.25	1114.05	1512.31	ROIC	16.28%	18.47%	22.40%	25.82%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.19%	25.73%	25.51%	25.41%
其他负债	244.21	275.31	344.58	440.97	营运能力				
负债合计	962.78	1116.56	1458.63	1953.29	总资产周转率	0.36	0.43	0.51	0.58
股本	1621.87	1624.49	1624.49	1624.49	固定资产周转率	3.57	4.55	6.51	9.37
资本公积	535.18	532.56	532.56	532.56	应收账款周转率	1.35	1.41	1.43	1.43
留存收益	1072.53	1425.55	1911.39	2580.84	存货周转率	5.35	5.01	5.03	5.05
归属母公司股东权益	3134.18	3487.21	3973.05	4642.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.48%	—	—	—
少数股东权益	140.35	144.53	150.27	158.18	资本结构				
股东权益合计	3274.53	3631.74	4123.32	4800.68	资产负债率	22.72%	23.52%	26.13%	28.92%
负债和股东权益合计	4237.32	4748.30	5581.95	6753.97	带息债务/总负债	15.70%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.34	2.52	2.53	2.51
					速动比率	2.16	2.32	2.32	2.30
					股利支付率	7.99%	14.66%	14.55%	14.52%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	348.00	497.16	669.09	907.28	每股收益	0.19	0.25	0.35	0.48
PE	91.83	67.33	48.99	35.56	每股净资产	1.93	2.15	2.44	2.86
PB	8.89	7.99	7.01	6.00	每股经营现金	0.08	0.19	0.13	0.19
PS	19.36	14.41	10.62	7.80	每股股利	0.01	0.04	0.05	0.07
EV/EBITDA	77.36	53.76	39.75	29.09					
股息率	0.09%	0.22%	0.30%	0.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn