

公司研究/公告点评

2019年10月15日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 15.94
合理价格区间(元): 16.25~17.00

谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 021-28973965
guoyali@htsc.com

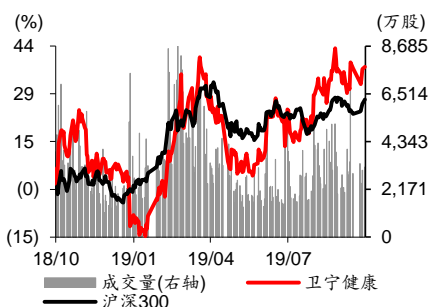
郭梁良 执业证书编号: S0570519090005
研究员 021-28972067
guoliangliang@htsc.com

金兴
联系人 jinxing@htsc.com

相关研究

1 《卫宁健康(300253 SZ,增持): 双轮驱动的医疗信息化龙头》2019.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

边际提速，进入业绩兑现期

卫宁健康(300253)

前三季度净利润增长 35%-55%，符合预期

公司发布三季报业绩预告，19Q1-Q3 实现归母净利润 2.6-2.99 亿元，同比增长 35%-55%，符合预期。扣非净利润同比增长 29%-51%。公司前三季度收入增速预计超过 30%，相比中报有所提速，说明下游需求景气度依旧。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.25、0.35、0.48 元，维持“增持”评级。

Q3 净利润边际提速，业绩进入兑现期

19Q3 实现净利润 0.98-1.36 亿元，同比增长 32%-85%，边际增长提速。15Q3-18Q3 净利润增速分别为 32%/27%/20%/34%。我们认为三季度净利润增速提升印证了行业正在进入业绩兑现期，订单高增速开始向业绩高增速转化。医疗 IT 行业 2019-2021 年高景气度来源于政策催化，电子病历建设需求释放，因此我们看到 2018 年政策发布以来，行业订单密集释放。而订单执行周期普遍在半年到一年左右，因此 19Q3 是订单高峰开始陆续确认的起点。后续收入增速有望提速，与订单增速更为匹配。医疗信息化行业 Q4 收入确认和回款占比大，我们认为全年业绩增速有望进一步提升。

创新业务改善，全年有望进一步减亏

上半年公司创新业务增速较慢，这一情况三季度已经有所改善。根据业绩预告，创新业务平台主体卫宁互联网收入同比增长约 15%，较半年度增速 2.17% 有所加快（其中第三季度收入同比增长约 48%）。云医主体纳里健康收入同比下降约 18%，但较半年度下降 19.49% 有所好转（其中第三季度收入同比下降约 15%），主要受项目结算滞后影响。云药主体钥世圈收入同比高速增长；云险主体卫宁科技收入同比平稳增长。创新业务 2018 年减亏幅度达到 39%，2019 年有望进一步减亏。

行业暖风频吹，互联网医疗发展有望提速

9 月发改委联合其他 20 部委联合发布《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022 年）》，并明确了各方向政策制定责任单位。《纲要》中提出开展“互联网+医疗健康”提升工程，包含四项建设内容：1) 建设全民健康信息平台；2) 应用健康医疗大数据；3) 加快发展“互联网+医疗”；4) 积极发展“互联网+药品流通”。我们认为卫宁作为互联网医疗先行者，建立起医+药+险+健康管理的互联网医疗全方位布局，有望率先享受行业发展红利。

全年增速有望更快，维持“增持”评级

考虑到 Q4 业绩贡献占比一般较大，公司全年净利润增速有望更快。维持盈利预测，预计 2019-2021 年实现归母净利润 4.11 亿元、5.63 亿元和 7.74 亿元，EPS 分别为 0.25、0.35、0.48 元，对应 PE63、46、33 元。可比公司 2019 年平均 PE50 倍，考虑到公司龙头地位给予一定估值溢价，目标 PE65-68 倍，对应目标价 16.25-17.00 元，维持“增持”评级。

风险提示：医疗信息化政策执行力度低于预期；二级医院财政支持力度低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,624
流通 A 股 (百万股)	1,316
52 周内股价区间 (元)	9.89-16.60
总市值 (百万元)	25,894
总资产 (百万元)	4,414
每股净资产 (元)	2.10

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,204	1,439	1,914	2,608	3,350
+/-%	26.12	19.52	33.06	36.25	28.42
归属母公司净利润 (百万元)	229.04	303.31	410.65	562.67	774.13
+/-%	(55.84)	32.42	35.39	37.02	37.58
EPS (元, 最新摊薄)	0.14	0.19	0.25	0.35	0.48
PE (倍)	113.06	85.37	63.06	46.02	33.45

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值表

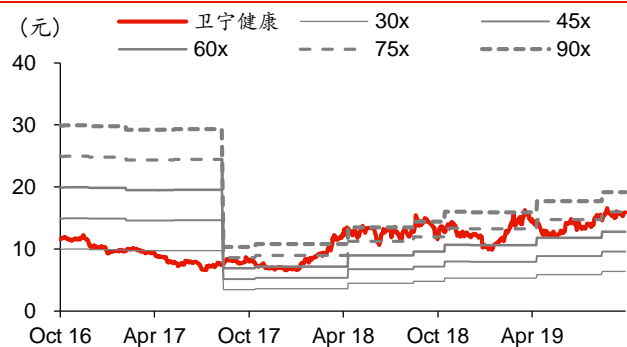
证券代码	证券简称	收盘价 2019/10/14	总市值 亿元	EPS				PE			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
300078.SZ	思创医惠	12.62	101.96	0.18	0.25	0.34	0.45	71	50	37	28
300451.SZ	创业慧康	17.83	129.90	0.29	0.38	0.52	0.67	61	47	34	27
300550.SZ	和仁科技	29.50	34.61	0.34	0.61	0.95	1.38	86	48	31	21
002777.SZ	久远银海	37.65	84.45	0.53	0.69	0.95	1.26	71	54	40	30
	平均		88.82	0.27	0.49	0.69	0.94	72	50	35	26
300253.SZ	卫宁健康	15.94	258.94	0.19	0.25	0.34	0.48	85	63	46	33

注：卫宁健康 EPS 为华泰预测，其他公司为 Wind 一致预期

资料来源：Wind、华泰证券研究所

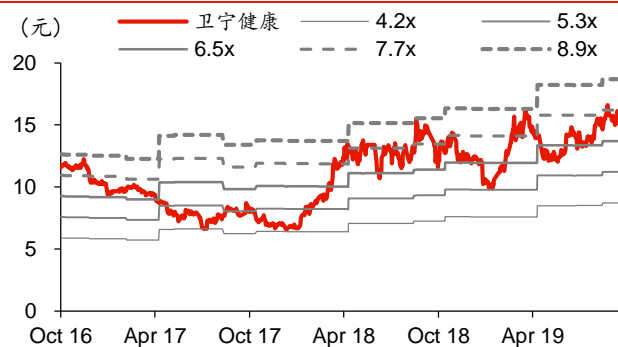
PE/PB – Bands

图表2：卫宁健康历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：卫宁健康历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,710	2,067	2,804	3,413	4,295
现金	482.05	514.65	868.95	746.35	856.74
应收账款	955.02	1,184	1,512	2,092	2,697
其他应收账款	124.25	142.09	186.82	260.45	330.74
预付账款	22.47	35.71	34.84	49.62	65.97
存货	100.40	157.87	174.88	229.26	307.68
其他流动资产	25.97	32.45	26.93	34.91	37.34
非流动资产	2,002	2,170	2,220	2,274	2,319
长期投资	544.11	541.05	541.05	541.05	541.05
固定投资	371.31	435.37	471.73	494.76	511.40
无形资产	95.35	116.92	125.35	133.79	142.22
其他非流动资产	991.38	1,077	1,082	1,104	1,124
资产总计	3,712	4,237	5,024	5,687	6,614
流动负债	956.46	882.25	1,191	1,326	1,529
短期借款	190.00	151.14	193.71	178.28	174.38
应付账款	206.76	197.00	291.34	371.82	462.02
其他流动负债	559.69	534.12	705.79	776.22	892.96
非流动负债	96.86	80.53	77.91	79.02	79.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	96.86	80.53	77.91	79.02	79.15
负债合计	1,053	962.78	1,269	1,405	1,609
少数股东权益	62.86	140.35	145.12	151.66	160.65
股本	1,608	1,622	1,624	1,624	1,624
资本公积	380.05	535.18	535.18	535.18	535.18
留存公积	793.46	1,073	1,451	1,970	2,685
归属母公司股东权益	2,596	3,134	3,610	4,130	4,844
负债和股东权益	3,712	4,237	5,024	5,687	6,614

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	79.79	123.89	321.47	25.21	256.29
净利润	229.74	306.83	415.42	569.20	783.12
折旧摊销	27.10	29.70	50.81	55.72	60.37
财务费用	3.94	8.02	(14.33)	(18.11)	(18.58)
投资损失	18.70	8.09	3.00	(5.40)	(6.50)
营运资金变动	(258.50)	(279.31)	(203.40)	(684.47)	(682.96)
其他经营现金	58.81	50.57	69.97	108.27	120.84
投资活动现金	(249.06)	(250.30)	(117.45)	(101.12)	(95.89)
资本支出	161.66	167.19	92.00	84.00	80.00
长期投资	60.95	21.35	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(26.44)	(61.76)	(25.45)	(17.12)	(15.89)
筹资活动现金	52.36	156.76	150.28	(46.69)	(50.01)
短期借款	(50.00)	(38.87)	42.58	(15.43)	(3.91)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	782.68	14.28	2.62	0.00	0.00
资本公积增加	(515.17)	155.14	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(165.15)	26.22	105.08	(31.27)	(46.10)
现金净增加额	(116.91)	30.36	354.30	(122.60)	110.39

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,204	1,439	1,914	2,608	3,350
营业成本	574.61	690.61	854.21	1,131	1,451
营业税金及附加	16.18	16.20	22.02	31.30	40.20
营业费用	155.83	200.84	268.02	365.18	468.98
管理费用	115.66	118.08	150.00	250.00	230.00
财务费用	3.94	8.02	(14.33)	(18.11)	(18.58)
资产减值损失	48.07	59.58	50.71	52.79	54.36
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(18.70)	(8.09)	(3.00)	5.40	6.50
营业利润	257.40	310.28	419.47	575.47	790.56
营业外收入	2.06	0.09	1.08	0.58	0.83
营业外支出	3.24	0.85	1.47	1.85	1.39
利润总额	256.22	309.52	419.07	574.20	790.00
所得税	26.48	2.69	3.65	5.00	6.88
净利润	229.74	306.83	415.42	569.20	783.12
少数股东损益	0.70	3.52	4.77	6.54	8.99
归属母公司净利润	229.04	303.31	410.65	562.67	774.13
EBITDA	288.43	348.00	455.95	613.08	832.35
EPS (元, 基本)	0.14	0.19	0.25	0.35	0.48

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	26.12	19.52	33.06	36.25	28.42
营业利润	(50.28)	20.55	35.19	37.19	37.38
归属母公司净利润	(55.84)	32.42	35.39	37.02	37.58
获利能力 (%)					
毛利率	52.27	52.00	55.38	56.64	56.68
净利率	19.03	21.08	21.45	21.57	23.11
ROE	8.82	9.68	11.37	13.62	15.98
ROIC	14.16	15.03	17.39	18.84	21.66
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.37	22.72	25.25	24.71	24.32
净负债比率 (%)	23.28	17.59	18.89	15.52	13.00
流动比率	1.79	2.34	2.35	2.57	2.81
速动比率	1.68	2.16	2.21	2.40	2.61
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.36	0.41	0.49	0.54
应收账款周转率	1.22	1.14	1.20	1.23	1.19
应付账款周转率	3.09	3.42	3.50	3.41	3.48
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.19	0.25	0.35	0.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.08	0.20	0.02	0.16
每股净资产(最新摊薄)	1.60	1.93	2.22	2.54	2.98
估值比率					
PE (倍)	113.06	85.37	63.06	46.02	33.45
PB (倍)	9.97	8.26	7.17	6.27	5.35
EV_EBITDA (倍)	86.23	71.47	54.55	40.57	29.88

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com