

证券研究报告—动态报告

信息技术

软件与服务

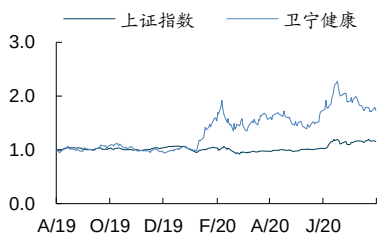
卫宁健康(300253)
买入

2020 年中报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,134/1,727
总市值/流通(百万元)	43,999/35,602
上证综指/深圳成指	3,330/13,428
12 个月最高/最低(元)	30.78/14.33

相关研究报告:

《卫宁健康-300253-重大事件快评:一季报业绩符合预期,疫情推动互联网+医疗健康等业务全面发展》——2020-04-27

《卫宁健康-300253-2019 年报点评:业绩符合预期,一季度创新业务高速增长》——2020-04-07

《卫宁健康-300253-2019 年业绩快报点评:业绩符合预期,互联网医疗龙头业务拐点将至》——2020-03-02

《卫宁健康-300253-2019 年三季报预告点评:业绩超出市场预期,订单高增长、创新业务改善》——2019-10-15

《卫宁健康-300253-2019 年半年报点评:传统业务订单持续高增长,创新业务仍在正常发展轨道》——2019-08-30

证券分析师:熊莉

 E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519030002

证券分析师:于威业

电话: 0755-81982908

 E-MAIL: yuweiyue@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519050001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

业绩符合预期,创新业务高增长

● 疫情影响下公司收入仍平稳增长, Q2 业绩回暖显著

2020H1 公司实现收入 7.93 亿元 (+18.49%), 归母净利润 7465.48 万元 (-53.97%), 扣非净利润 7253.26 万元 (-43.23%)。报告期内,受春节假期和新冠疫情肆虐叠加影响,原有商机延后,既往在手订单实施、交付及验收有所延迟,导致一季度业绩呈现下滑;但随着国内疫情得到控制,公司运营效率逐渐提升,客户招投标也逐步开始活跃。Q2 单季公司实现营收 5.15 亿元,同比增长 21.95%,环比增长 85.39%;归母净利润 6290.67 万元,同比下降 39.94%,环比增长 435.46%。此外,公司于一季度产生股权激励费用为 2,601.13 万元(上年同期为 9.88 万元),同时因抗击疫情对外捐赠金额为 1,212.10 万元,若简单加回,公司扣非口径净利润仅约下滑 13%。

● 云医业务受疫情推动,云险、云药保持快速发展

报告期内,云医方面,纳里健康累计承建 7 个省级互联网医院监管平台,纳里健康平台累计接入国内医疗机构 5,000 余家,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,在线服务超过 107 万单(同比增长超过 8 倍),其中收费服务超过 49 万单(同比增长超过 3 倍),因政策落地时间差异等尚未收费服务超过 58 万单,医生注册量超过 7 万人,同比增长 3 倍,患者注册量超过 500 万人,同比增长 1.6 倍。云险方面,报告期内,卫宁互联网新增覆盖医疗机构百余家,新增交易笔数 4,900 多万笔,新增交易金额 130 多亿元,同比大幅增长,累计交易金额已超过 430 亿元。云药方面,截至报告期末,管理保费总金额超过 40 亿元,整体交易金额累计超过 10 亿元,累计用户 180 多万。

● 风险提示: 疫情对公司项目实施产生持续影响; 下游投资节奏风险。

● 投资建议: 维持“买入”评级。

预测 2020-2022 年归母净利润分别为 5.08/6.97/9.54 亿元,同比增速 28/37/37%,摊薄 EPS 分别为 0.31/0.42/0.58 元,当前股价对应 PE 分别为 67/49/35x,疫情影响短期业绩但促进行业长期发展,公司作为行业龙头空间广阔,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1438.76	1908.01	2456.33	3272.94	4349.89
(+/-%)	19.52%	32.61%	28.74%	33.25%	32.90%
净利润(百万元)	303.31	398.42	508.12	696.96	953.51
(+/-%)	32.42%	31.36%	27.53%	37.17%	36.81%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.24	0.31	0.42	0.58
EBIT Margin	28.71%	30.25%	20.13%	21.23%	22.17%
净资产收益率(ROE)	9.68%	10.67%	12.13%	14.48%	16.82%
市盈率(PE)	110.26	84.93	66.59	48.55	35.49
EV/EBITDA	77.83	55.68	63.58	46.44	34.45
市净率(PB)	10.67	9.06	8.08	7.03	5.97

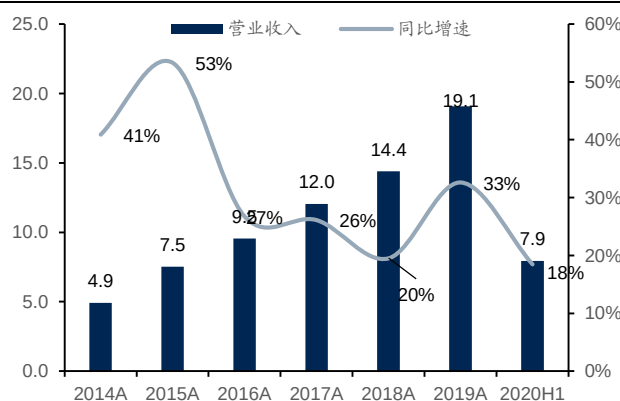
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020H1 疫情影响下公司收入仍稳定增长，Q2 业绩回暖显著。2020H1 公司实现收入 7.93 亿元 (+18.49%)，归母净利润 7465.48 万元 (-53.97%)，扣非净利润 7253.26 万元 (-43.23%)。报告期内，尤其是第一季度，受春节假期和新冠疫情肆虐叠加影响，政企延期复工复产，招投标及采购合同流程停滞或节奏明显放缓，原有商机延后，一季度实际可比工作日仅为上年同期的 2/3 左右，既往在手订单实施、交付及验收有所延迟，导致一季度业绩呈现下滑。但随着国内疫情得到控制，防控逐渐进入常态化，公司疫情防控和生产经营两手抓，运营效率逐渐提升，客户招投标也逐步开始活跃。Q2 单季公司实现营收 5.15 亿元，同比增长 21.95%，环比增长 85.39%；归母净利润 6290.67 万元，同比下降 39.94%，环比增长 435.46%。公司于一季度产生股权激励费用为 2,601.13 万元(上年同期为 9.88 万元)，此外因抗击疫情对外捐赠金额为 1,212.10 万元，若简单加回，公司扣非口径净利润仅约下滑 13%。

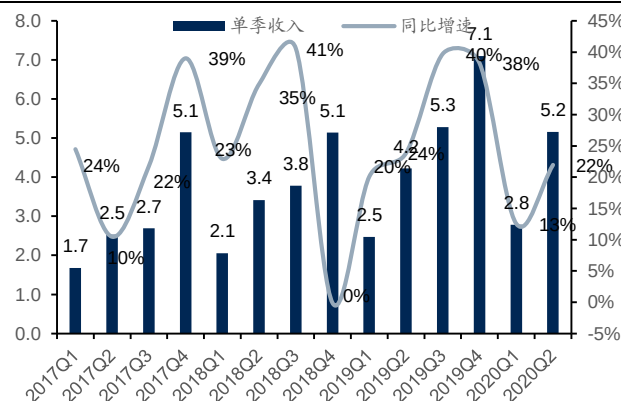
2020H1，公司核心产品软件销售及技术服务业务收入（合计占营业收入的比重为 78.66%，上年同期为 75.32%）同比增长 23.75%（上年同期为 23.27%）；硬件销售业务收入（占营业收入的比重为 21.14%，上年同期为 22.59%）同比增长 10.90%（上年同期为 10.85%）。

图 1：卫宁健康营业收入及增速（单位：亿元、%）



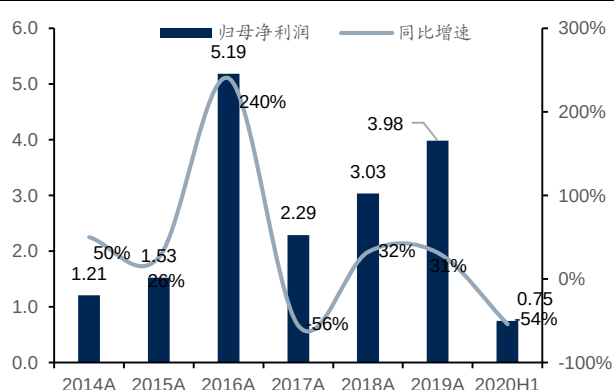
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：卫宁健康单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



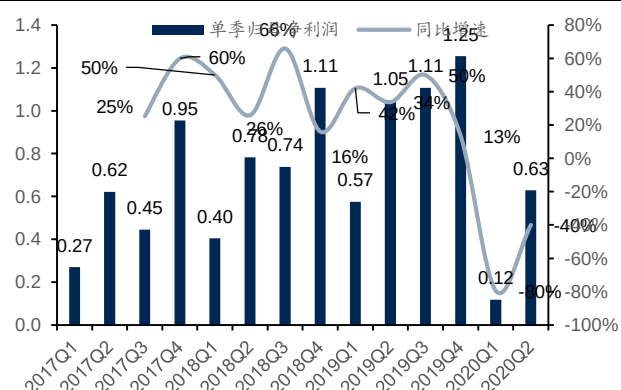
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：卫宁健康归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：卫宁健康单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

创新业务：1) 云医方面，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/在建省级互联网医院监管平台案例的 1/3；纳里健康平台累计接入国内医疗机构 5,000 余家，开通互联网问诊功能的医疗机构 1,300 余家，助力

400 余家医院/卫健委上线远程会诊平台；与实体医疗机构已签订合作共建协议（含已取得医疗机构执业许可证）的互联网医院累计 260 余家；报告期内，在线服务超过 107 万单（同比增长超过 8 倍），与一季度相比增长约 2 倍；其中收费服务超过 49 万单（同比增长超过 3 倍），因政策落地时间差异等尚未收费服务超过 58 万单（上年同期尚未开展此类服务）；医生注册量超过 7 万人，同比增长 3 倍，累计医生注册量超过 28 万人；患者注册量超过 500 万人，同比增长 1.6 倍，累计患者注册量超过 1,500 万人。2) 云险方面，报告期内，卫宁互联网新增覆盖医疗机构百余家，新增交易笔数 4,900 多万笔，新增交易金额 130 多亿元，同比大幅增长，累计交易金额已超过 430 亿元。3) 云药方面，截至报告期末，管理保费总金额超过 40 亿元，整体交易金额累计超过 10 亿元，累计用户 180 多万。

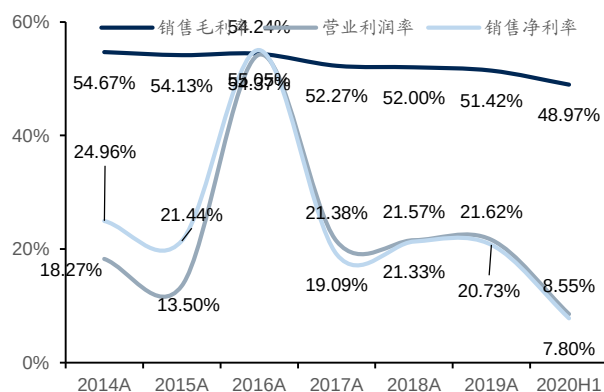
表 1：卫宁健康创新业务情况

公司	持股比例	营业收入			净利润		
		2020.1-6	2019.1-6	增长率	2020.1-6	2019.1-6	增长率
卫宁互联网	70.00%	498.43	921.79	-45.93%	-331.39	-361.85	8.42%
纳里健康	69.37%	1,329.45	1,072.80	23.92%	-2,033.97	-1,423.48	-42.89%
铜世园	31.97%	9,260.55	8,385.39	10.44%	-375.87	-521	27.86%
卫宁科技	42.86%	453.77	339.33	33.73%	-2,453.65	-2,503.01	1.97%
合计		11,542.20	10,719.31	7.68%	-5,194.88	-4,809.34	-8.02%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

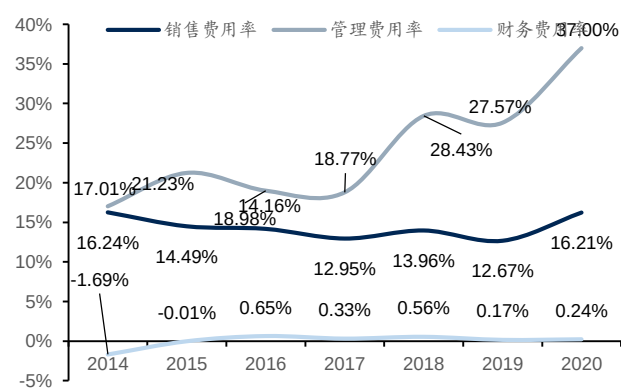
毛利率保持稳定，研发投入高增、整体费率稳定。2020H1 销售毛利率 48.97%，同比下降 2.45pp，毛利率略有下降。销售费用率 16.21% (+1.24pp)，管理费用率 22.02% (-0.89pp)，财务费用率 0.24% (+0.22pp)。三项费用率合计 38.47%，同比提升 0.57pp。其中研发费用为 2.23 亿元，同比增长 39.98%，主要是报告期内业务增长带来人工成本增加、创新型业务研发投入增加所致。

图 5：卫宁健康毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

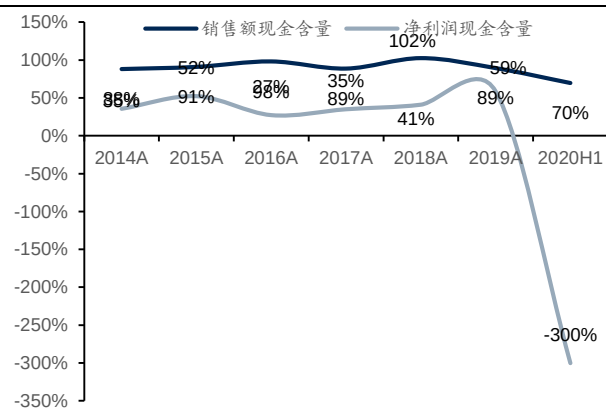
图 6：卫宁健康三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

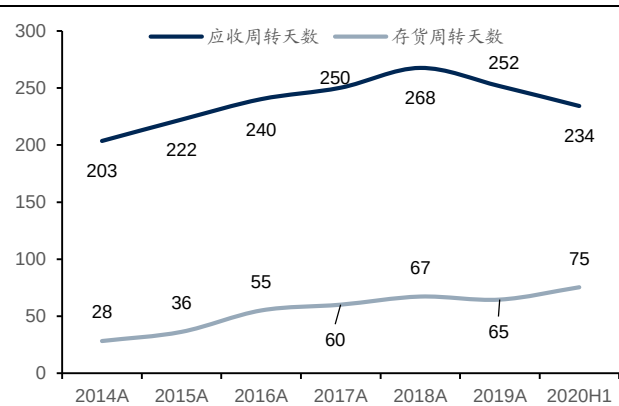
经营性现金流相对平稳，应收及存货周转率同比有所提升。2020H1 销售收到的现金 5.53 亿元 (+9.65%)，相对含税销售额的销售现金含量 69.68%。经营性现金流量净额-2.24 亿元 (-9.80%)，疫情延长了部分订单回款周期。2020H1 应收票据及应收账款周转 234 天，同比缩短 108 天；存货周转 75 天，同比缩短 17 天。

图 7: 卫宁健康经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 卫宁健康主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 200826	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (19A)	PEG (20E)	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
300253	卫宁健康	20.62	439.99	0.24	0.31	0.42	0.58	84.93	66.59	48.55	35.49	11.60	3.09	买入
300451	创业慧康	15.54	184.84	0.26	0.34	0.44	0.58	58.85	46.17	34.92	26.99	9.76	2.14	增持
300078	思创医惠	11.80	102.59	0.17	0.29	0.41	0.53	69.50	40.41	28.45	22.39	6.75	0.97	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	715	893	774	861	营业收入	1908	2456	3273	4350
应收款项	1634	2104	2803	3725	营业成本	927	1177	1537	2008
存货净额	175	218	285	374	营业税金及附加	22	28	38	50
其他流动资产	82	105	140	186	销售费用	242	311	415	551
流动资产合计	2606	3320	4002	5147	管理费用	140	445	588	777
固定资产	430	561	682	793	财务费用	3	(10)	(15)	(21)
无形资产及其他	382	368	353	339	投资收益	(20)	(8)	(8)	(8)
投资性房地产	1113	1113	1113	1113	资产减值及公允价值变动	13	0	0	0
长期股权投资	589	636	684	731	其他收入	(154)	30	20	10
资产总计	5119	5997	6834	8122	营业利润	413	526	722	988
短期借款及交易性金融负债	226	500	300	200	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	288	358	469	614	利润总额	413	526	722	988
其他流动负债	593	880	1161	1531	所得税费用	17	22	30	41
流动负债合计	1106	1738	1930	2345	少数股东损益	(3)	(4)	(5)	(7)
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	398	508	697	954
其他长期负债	105	129	153	177					
长期负债合计	105	(101)	(77)	(53)					
负债合计	1211	1636	1853	2292					
少数股东权益	175	172	167	161					
股东权益	3733	4189	4814	5669					
负债和股东权益总计	5119	5997	6834	8122					

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	398	508	697	954
资产减值准备	(60)	0	0	0
折旧摊销	52	63	74	84
公允价值变动损失	(13)	0	0	0
财务费用	3	(10)	(15)	(21)
营运资本变动	(248)	(154)	(386)	(518)
其它	57	(3)	(4)	(6)
经营活动现金流	187	414	380	514
资本开支	35	(180)	(180)	(180)
其它投资现金流	6	0	0	0
投资活动现金流	(7)	(228)	(228)	(228)
权益性融资	201	0	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(41)	(52)	(72)	(98)
其它融资现金流	(99)	274	(200)	(100)
融资活动现金流	20	(8)	(272)	(198)
现金净变动	200	178	(119)	88
货币资金的期初余额	515	715	893	774
货币资金的期末余额	715	893	774	861
企业自由现金流	392	203	174	310
权益自由现金流	294	256	(12)	231

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032