

## 公司研究

## 创新业务增长亮眼，有望持续受益行业景气度提升

## ——卫宁健康（300253.SZ）2022 年度报告点评

## 要点

**事件：**公司 2022 年度营收 30.93 亿元，同比增长 12.46%；归母净利润 1.08 亿元，同比下降 71.33%；扣非归母净利润 1.19 亿元，同比下降 43.74%。

**营收稳中有进，创新业务多点开花：**分业务来看，1) 医疗卫生信息化，2022 年营收 25.28 亿元，同比增长 9.40%，营收占比 81.75%，较上年同期减少 2.29 个百分点。其中，核心产品软件销售及技术服务收入 20.69 亿元，同比增长 10.84%，硬件收入 4.59 亿元，同比增长 3.34%。2) 互联网医疗健康，2022 年营收 5.63 亿元，同比增长 28.38%，营收占比 18.21%，较上年同期增加 2.26 个百分点。公司创新研发及市场投入取得成效，创新业务板块主要经营公司“云医”纳里健康/“云药”云钥科技/“云险”卫宁科技营收分别为 1.51/4.58/1.59 亿元，同比增长 2.97%/33.24%/39.43%。

**WINEX 系列产品受广泛认可，订单数量和金额增长明显：**新一代数字医疗产品 WINEX 已初步建设完成，助力北京大学人民医院、复旦大学附属华东医院等大型医院的项目落地，并受到数字健康领域专家及用户的广泛好评和认可。2022 年，公司正式将“双轮驱动”战略升级为“1+X”战略（“1”即基于统一中台的 WINEX 系列产品），实现医疗卫生服务资源数字化，带动项目订单。2022 年，公司医疗卫生信息化业务新签千万级项目 65 个（包含 WINEX 项目 28 个），上年同期为 36 个。

**医疗信息化政策持续催化，利好公司未来发展：**22 年 11 月，国家卫健委等 3 部门发布《“十四五”全民健康信息化规划》，明确全面推进医院信息化建设提档升级，鼓励医院信息系统云上部署，推进医学影像数据存储、互联网服务和应用信息系统分步上云。22 年 12 月，国家卫健委发布《国家医学中心管理办法（试行）》《国家区域医疗中心管理办法（试行）》，全面构筑医疗供给侧创新价值体系。医疗信息化作为政策驱动的行业，有望迎来快速发展，并且随着疫情影响消退，DRG/DIP 支付改革进入关键年份，医疗机构亟需回补 22 年受疫情拖累的改革任务进度，利好公司未来发展。

**盈利预测、估值与评级：**考虑疫情因素对项目进程及公司创新业务开展的影响，下调公司 23-24 年归母净利润预测至 4.63/6.27 亿元（调整幅度 -16.1%/-12.2%），新增 25 年预测 7.75 亿元。对应 23-25 年 EPS 分别为 0.22/0.29/0.36 元，对应 PE 为 58x/43x/35x，看好医疗信息化高景气度及公司创新业务的发展，维持“增持”评级。

**风险提示：**医疗 IT 投入不及预期，创新业务进展不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,750	3,093	3,833	4,796	6,025
营业收入增长率	21.34%	12.46%	23.93%	25.13%	25.63%
净利润（百万元）	378	108	463	627	775
净利润增长率	-22.99%	-71.33%	327.01%	35.42%	23.53%
EPS（元）	0.18	0.05	0.22	0.29	0.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.42%	2.12%	8.34%	10.24%	11.36%
P/E	71	247	58	43	35
P/B	5.2	5.2	4.8	4.4	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-21；2021/2022 年及当前总股本分别为 21.46/21.48/21.48 亿股

## 增持（维持）

当前价：12.47 元

## 作者

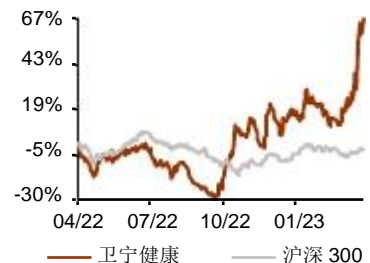
分析师：吴春阳  
执业证书编号：S0930521080002  
021-52523686  
wuchunyang@ebsec.com

联系人：白玥  
021-52523683  
baiyue@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	21.48
总市值(亿元)	267.82
一年最低/最高(元)	6.28/15.47
近 3 月换手率	131.89%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.93	12.08	57.30
绝对	9.77	8.06	63.41

资料来源：Wind

## 相关研报

互联网医疗高增，看好“1+X”战略升级——卫宁健康（300253.SZ）2021 年度报告点评（2022-04-25）



## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,750	3,093	3,833	4,796	6,025
营业成本	1,476	1,742	2,077	2,618	3,288
折旧和摊销	87	100	95	113	135
税金及附加	26	26	32	40	50
销售费用	387	496	611	705	886
管理费用	199	212	261	323	402
研发费用	256	314	395	489	615
财务费用	36	40	18	33	50
投资收益	-39	-66	15	15	15
营业利润	375	40	530	715	884
利润总额	373	39	528	713	882
所得税	19	24	45	61	75
净利润	354	15	483	653	807
少数股东损益	-24	-94	20	26	33
归属母公司净利润	378	108	463	627	775
EPS(元)	0.18	0.05	0.22	0.29	0.36

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	368	100	395	572	723
净利润	378	108	463	627	775
折旧摊销	87	100	95	113	135
净营运资金增加	119	102	397	455	610
其他	-216	-210	-560	-623	-795
投资活动产生现金流	-343	-350	-327	-357	-424
净资本支出	-286	-323	-318	-372	-439
长期投资变化	511	494	0	0	0
其他资产变化	-568	-521	-9	15	15
融资活动现金流	576	-120	322	152	193
股本变化	8	1	0	0	0
债务净变化	711	116	361	243	322
无息负债变化	269	256	210	346	431
净现金流	601	-369	390	367	492

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	46.3%	43.7%	45.8%	45.4%	45.4%
EBITDA 率	26.3%	21.9%	19.0%	19.9%	19.9%
EBIT 率	22.9%	18.4%	16.5%	17.6%	17.6%
税前净利润率	13.6%	1.2%	13.8%	14.9%	14.6%
归母净利润率	13.8%	3.5%	12.1%	13.1%	12.9%
ROA	4.7%	0.2%	5.5%	6.5%	7.0%
ROE (摊薄)	7.4%	2.1%	8.3%	10.2%	11.4%
经营性 ROIC	18.4%	6.0%	13.7%	15.5%	16.4%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	31%	34%	37%	38%	40%
流动比率	3.28	2.72	2.34	2.17	2.03
速动比率	3.17	2.66	2.29	2.11	1.97
归母权益/有息债务	5.51	4.90	3.95	3.72	3.46
有形资产/有息债务	6.18	5.59	4.83	4.77	4.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	7,496	7,822	8,855	10,038	11,519
货币资金	1,601	1,282	1,671	2,038	2,531
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	708	931	1,174	1,512	1,941
应收票据	19	9	11	14	17
其他应收款 (合计)	151	135	168	210	263
存货	133	98	116	147	184
其他流动资产	40	48	49	51	53
流动资产合计	4,175	4,312	5,097	5,990	7,126
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	511	494	494	494	494
固定资产	502	491	631	782	946
在建工程	1	0	0	0	0
无形资产	584	505	590	700	843
商誉	638	596	596	596	596
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	3,321	3,510	3,757	4,048	4,393
总负债	2,323	2,695	3,266	3,855	4,607
短期借款	0	43	404	647	969
应付账款	495	603	719	906	1,139
应付票据	4	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	22	21	28	38	50
流动负债合计	1,274	1,582	2,178	2,766	3,519
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	898	950	950	950	950
其他非流动负债	2	2	2	2	2
非流动负债合计	1,049	1,113	1,089	1,089	1,089
股东权益	5,173	5,127	5,588	6,183	6,912
股本	2,146	2,148	2,148	2,148	2,148
公积金	789	861	908	970	1,048
未分配利润	2,062	2,118	2,514	3,020	3,639
归属母公司权益	5,100	5,110	5,551	6,120	6,817
少数股东权益	73	17	37	62	95

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	14.08%	16.03%	15.93%	14.70%	14.70%
管理费用率	7.23%	6.85%	6.80%	6.73%	6.66%
财务费用率	1.29%	1.28%	0.48%	0.69%	0.83%
研发费用率	9.30%	10.15%	10.30%	10.20%	10.20%
所得税率	5%	62%	9%	9%	9%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.02	0.01	0.03	0.04	0.05
每股经营现金流	0.17	0.05	0.18	0.27	0.34
每股净资产	2.38	2.38	2.58	2.85	3.17
每股销售收入	1.28	1.44	1.78	2.23	2.81

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	71	247	58	43	35
PB	5.2	5.2	4.8	4.4	3.9
EV/EBITDA	37.5	40.9	38.1	29.4	23.8
股息率	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE