

# 2021年卫宁健康科技集团股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2021年卫宁健康科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
卫宁转债	AA	AA

## 评级观点

- 中证鹏元维持卫宁健康科技股份有限公司（以下简称“卫宁健康”或“公司”股票代码：300253.SZ）的主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“卫宁转债”的信用等级为AA。
- 该评级结果是考虑到：公司所处的医疗卫生信息化行业仍处于快速成长期；公司研发投入持续增加，技术迭代更新有助于提升竞争力；持续拓展创新业务板块，营收规模继续提升，财务结构依然稳健，债务压力较小。同时我们也关注到，若公司未来技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求变化，将面临竞争力下降甚至经营风险；公司应收账款和合同资产规模较大、对资金形成较大占用，需关注回收风险，公司非经营性收益波动较大，对外投资仍处于亏损阶段，面临商誉减值风险和管理整合风险等风险因素。

## 未来展望

- 公司在行业内较有竞争力，同时积极推动技术升级、品牌影响力持续提升，预计公司业务持续性较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 评级日期

2022年6月22日

## 联系方式

**项目负责人：**刘书芸  
liushuy@cspengyuan.com

**项目组成员：**秦风明  
qinfm@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	74.59	74.96	60.57	51.19
归母所有者权益	50.67	51.00	45.22	37.33
总债务	9.78	9.53	2.15	2.27
营业收入	4.46	27.50	22.67	19.08
EBITDA 利息保障倍数	--	13.94	70.41	64.35
净利润	0.14	3.54	5.06	3.96
经营活动现金流净额	-0.99	3.68	3.90	2.33
销售毛利率	41.11%	46.35%	54.08%	51.42%
EBITDA 利润率	--	23.66%	30.68%	29.76%
总资产回报率	--	6.21%	9.98%	9.06%
资产负债率	31.63%	30.99%	22.17%	23.65%
净债务/EBITDA	--	-0.88	-1.02	-0.77
总债务/总资本	16.09%	15.55%	4.39%	5.48%
FFO/净债务	--	-68.03%	-68.49%	-83.91%
速动比率	3.11	3.17	2.53	2.20
现金短期债务比	--	49.21	4.52	3.09

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **医疗卫生信息化行业仍处于快速成长期，市场规模持续增长。**近年医疗卫生信息化行业规模持续增长，根据互联网数据中心（以下简称“IDC”）预测，2022年中国医疗行业IT支出市场规模约为593.40亿元，同比增长12.40%，数字化转型对于IT支出的拉动作用将逐步增强，医疗行业IT系统的建设动力仍然充足。
- **研发投入持续增加，有助于维持公司竞争优势。**跟踪期内公司研发人员、研发项目数量及研发投入持续增加，截至2021年末，公司累计取得计算机软件著作权证书超过1,000件，公司研发成果在提高产品与技术服务能力、市场竞争力与品牌影响力、客户满意度等方面发挥了重要作用，为公司经营业绩持续增长提供了重要支撑。
- **持续拓展创新业务板块，营收规模持续提升。**2021年公司积极推动技术升级，品牌影响力得到提升，合并卫宁云钥科技（上海）有限公司（以下简称“云钥科技”<sup>1</sup>）后，互联网医疗健康业务收入规模增幅较大，带动整体收入增长。
- **财务结构依然较为稳健，债务压力较小。**公司净债务为负，流动性指标表现较好，财务结构依然较为稳健，且公司无短期刚性债务，盈利对利息支出的保障能力依然较强。

## 关注

- **若公司未来技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求变化，将面临竞争力下降甚至经营风险。**医疗卫生信息化行业技术更新迭代速度快，市场竞争激烈，行业洗牌加剧，若公司在未来发展过程中技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求的变化，将面临竞争力下降甚至面临经营风险。
- **公司应收款项对资金形成较大占用，同时需关注回收风险。**2021年末，公司应收账款和合同资产规模较大，对公司资金形成较大占用，同时2021年计提坏账损失规模较大，需关注其回收风险。
- **公司非经营性收益波动较大。**公司非经营性损益波动较大，非经营性收益对公司利润总额贡献较大，但投资收益不具备持续性，同时需关注未来补贴政策变化对公司利润的影响。
- **公司对外投资仍处于亏损阶段，面临商誉减值风险和管理整合风险。**2021年公司对外投资处于亏损阶段。并购形成的商誉规模较大，若未来并购子公司实际运营业绩不及预期，公司将面临一定的商誉减值压力，同时并购对公司管理水平提出了更高的要求，公司面临一定管理整合风险。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	东华软件	东软集团	思创医惠	创业慧康	卫宁健康
总资产	210.71	183.05	48.64	56.10	<b>74.96</b>
营业收入	108.84	87.35	9.62	18.99	<b>27.50</b>
净利润	3.78	10.32	-7.34	4.14	<b>3.54</b>
销售毛利率	23.20%	26.16%	18.27%	54.22%	<b>46.35%</b>
资产负债率	47.29%	47.23%	54.67%	18.01%	<b>30.99%</b>
研发投入占营业收入比例	10.36%	11.18%	22.28%	16.64%	<b>19.96%</b>

注：以上各指标均为2021年/2021年末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 卫宁云钥科技(上海)有限公司原名为上海钥世圈云健康科技发展有限公司，2021年7月13日变更为现名。

### 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
软件与服务企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	经营规模	5		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	2		盈利状况	强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	4	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-6-11	刘玮、何贺	<a href="#">软件与服务企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> ， <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA	2020-12-8	刘玮、王贞姬	<a href="#">企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)</a> ， <a href="#">软件开发企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2017V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
卫宁转债	9.70	9.70	2021-6-11	2027-3-16

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2021年3月16日发行6年期9.7亿元可转换公司债券，募集资金计划用于新一代智慧医疗产品开发及云服务项目、互联网医疗及创新运营服务项目和营销服务体系扩建项目。2021年12月，公司更换部分募投项目，公司将原募投项目“互联网医疗及创新运营服务项目-云医项目”的募集资金19,167.30万元及专户利息（具体金额以实际结转时专户资金余额为准）全部用于“WiNEX MY项目<sup>2</sup>”。截至2021年12月31日，募集资金已累计使用3.74亿元，募集资金专项账户余额为5.93亿元。

## 三、发行主体概况

2021年公司通过股票期权行权新增股本8,659,450股、卫宁转债累计转股3,414股，由于不符合激励对象而回购授予的限制性股票减少股本338,492股；2022年1-3月卫宁转债转股4,911股，股权激励股票期权行权新增股本1,298,781股，截至2022年3月末公司股本增加至21.48亿股。公司控股股东和实际控制人未发生变化，控股股东和实际控制人仍为周炜和王英夫妇，其中周炜持有公司8.22%股份，王英持有公司4.96%股份，两人合计持有公司13.18%股份。此外，周成、上海迎水投资管理有限公司-迎水匠心2号私募证券投资基金等同周炜和王英夫妇构成一致行动人关系。

表1 公司实际控制人及其一致行动人

实际控制人姓名	与实际控制人关系	国籍	是否取得其他国家或地区居留权
周炜	本人	中国	否
王英	本人	中国	否
周成	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	中国	否
上海迎水投资管理有限公司-迎水匠心2号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否
上海迎水投资管理有限公司-迎水匠心3号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否
上海迎水投资管理有限公司-迎水龙凤呈祥14号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否
上海迎水投资管理有限公司-迎水巡洋2号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否

<sup>2</sup> WiNEX MY 是一款在 WiNEX 基础上的、为医护人员提供互联网+医疗服务的產品。



上海迎水投资管理有限公司-迎水绿洲 10 号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否
上海迎水投资管理有限公司-迎水和谐 8 号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否
上海迎水投资管理有限公司-迎水潜龙 4 号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否
上海迎水投资管理有限公司-迎水潜龙 7 号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否
上海迎水投资管理有限公司-迎水潜龙 16 号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否
上海迎水投资管理有限公司-迎水潜龙 18 号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否

资料来源：公司 2021 年年报

卫宁转债发行时的初始转股价格为每股人民币17.76元，公司在2021年6月30日实施2020年度每股派发现金股息人民币0.025元后，可转债初始转股价格相应调整为每股人民币17.74元。截至2022年3月31日，卫宁转债累计已转股8,325股，剩余 9,701,167张。

公司于2022年5月9日收到深圳交易所监管函，公司2022年5月5日披露的《关于公司回购股份进展情况的公告》显示，公司4月25日回购操作期间，在收盘前半小时内委托成交777,100股，成交金额6,012,599元（不含交易费用）。公司上述行为违反了《创业板股票上市规则（2020年12月修订）》和《上市公司自律监管指引第9号——回购股份》的相关规定，收到深圳交易所《关于对卫宁健康科技集团股份有限公司的监管函》（创业板监管函（2022）第69号）

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍主要覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域。2021年公司新纳入合并范围子公司4家，不再纳入合并范围子公司3家。

**表2 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

**1、新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
卫宁云钥（广州）医药有限公司	100.00%	500.00	大数据服务、互联网数据服务咨询等	新设
海南孚视医疗科技有限公司	51.00%	204.08	远程健康服务、软件开发服务等	非同一控制下企业合并
海南孚视互联网医院有限公司	100.00%	100.00	互联网医院服务等	非同一控制下企业合并
海南孚视远程医疗中心有限公司	100.00%	100.00	互联网医院服务等	非同一控制下企业合并

**2、不再纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
上海钥速电子商务有限公司	55.00%	1,000.00	电子商务等	注销
宁波钥世圈云健康科技发展有限公司	60.00%	100.00	计算机软件开发应用等	注销
上海帝林信息科技有限公司	100.00%	50.00	计算机软件开发应用等	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 四、运营环境

## 宏观经济和政策环境

**2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。



## 行业环境

### 国家医疗体制改革进一步深化，政策继续助推医疗卫生信息化行业发展

近年来中国国内和全球疫情多次反复，进入常态化防控阶段，对于医院等医疗机构的日常运营产生了直接影响。2021年3月我国发布了《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，提出全面推进健康中国建设和实施积极应对人口老龄化国家战略。

“十四五”时期，在新一代信息技术的赋能下，围绕公立医院高质量发展、深化医改（三明模式）、医防融合、“互联网+医疗健康”、“五个一”服务行动、互联网+医保等重点工作，国务院、国家卫健委等机构出台了一系列的政策和文件，稳步推进健康中国战略；同时各级政府大力推动数字化转型，数字空间成为城市新的数字基础设施，数据成为基础资源，推动各个行业，包括医疗卫生健康行业的服务内容和服务模式创新。国家政策的推动对医疗信息化行业的发展均有深远的意义，信息化政策是我国医疗卫生信息化行业发展的核心驱动力。

**表3 2021年医疗卫生信息化行业政策梳理**

发布时间	发布机构	政策名称	主要内容
2021.2	国家卫健委	《电子病历系统应用水平分级评价工作规程和专家管理办法》	对电子病历应用水平 0-4 级的医院每年度进行监督检查，不合格取消评价结果；不合格率超过 30%，驳回该年度该省全部审核结果。每年对既往通过 5 级以上的医院进行监督检查，不合格的取消结果
2021.6	国务院	《关于推动公立医院高质量发展的意见》	公立医院推进医学技术和医疗服务模式创新，强化信息化支撑作用
2021.6	国务院	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务的通知》	坚持预防为主，加强公共卫生体系建设等；并要求制定全国医疗卫生机构医疗健康信息互通共享实施方案，破除信息壁垒，促进数据共享互通
2021.10	国家卫健委	《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025 年）》	将信息化作为医院基本建设的优先领域，建设电子病历、智慧服务、智慧管理“三位一体”的智慧医院信息系统，完善智慧医院分级评估顶层设计；提高医疗服务的智慧化、个性化水平，推进医院信息化建设标准化、规范化水平，落实国家和行业信息化标准

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**信息技术发展拓宽医疗信息化应用场景，疫情防控常态化对行业提出新要求，市场竞争格局分散，行业集中度呈上升趋势**

在健康中国建设、深化医疗改革的背景下，人民群众多层次多样化的健康需求不断增长，智慧医院和分级诊疗发展不断明晰和规范，同时信息技术的进一步发展，使物联网、5G、大数据分析、AI、云计算等技术与医疗相结合，提供了更为便捷的医疗数据集采、传输、分析服务。医疗卫生信息化行业也将逐步从以往以流程建设为主向以患者为中心的面向诊疗过程以提高医疗服务水平的方向发展，市场建

设需求将持续稳定增长。

同时，在疫情防控常态化和数字化转型背景下，医疗服务、健康服务、数字治理将产生新的变化，比如：基于云平台的服务内容和服务模式的加速、医防融合等。同时疫情反复对医疗信息化行业产生一定影响，比如：疫情影响下客户的预算调整、医院防疫工作要求增加影响商业活动安排和人员流动等。

市场竞争方面，目前行业内厂商众多，且区域分布较为明显，市场份额较为分散。综合IDC对中国医疗信息化规模以及前瞻产业研究院对东软集团股份有限公司（以下简称“东软集团”）、东华软件股份有限公司等上市公司医疗信息化业务营收统计情况，我国医疗信息化行业CR5为40%左右，CR10为56%左右，排名第一的东软集团市场份额不足14%，行业格局较为分散，但行业集中度呈上升趋势。当下面对不断增长的行业规模及不断深化的行业需求，行业大额订单比例正在不断增加，而行业中的头部公司依靠较强的综合服务能力拿单优势明显，将充分受益；同时，头部公司多为上市公司，能够借助资本市场通过并购扩大市场份额及丰富自身产品线，行业集中度预计将会进一步提升。

**表4 医疗卫生信息化行业内主要厂商财务指标情况（单位：亿元）**

项目	企业名称	2021年	2020年	2019年
总资产	东华软件	210.71	188.83	168.35
	东软集团	183.05	164.08	145.32
	卫宁健康	74.96	60.57	51.19
	思创医惠	48.63	47.22	42.25
	创业慧康	56.10	52.49	35.90
营业收入	东华软件	108.84	91.67	88.49
	东软集团	87.35	76.22	83.66
	卫宁健康	27.50	22.67	19.08
	思创医惠	9.62	14.71	15.74
	创业慧康	18.99	16.33	14.80
净利润	东华软件	3.78	5.46	5.78
	东软集团	10.32	-0.17	-1.67
	卫宁健康	3.54	5.06	3.96
	思创医惠	-7.34	1.07	1.46
	创业慧康	4.14	3.36	3.19
经营活动净现金流	东华软件	6.14	3.26	3.02
	东软集团	7.83	5.60	4.16
	卫宁健康	3.68	3.90	2.33
	思创医惠	1.34	-0.10	0.04
	创业慧康	1.76	2.71	0.80

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司主要业务覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域，收入仍主要来自传统的医疗卫生信息化相关业务和创新的互联网医疗健康服务业务，其中传统的医疗卫生信息化业务包含软件销售、软件业务做配套服务的硬件销售以及技术服务业务，技术服务业务主要向购买公司软件产品的客户提供售后服务、系统维护、产品升级和技术支持等方面的服务；创新的互联网医疗健康服务业务主要为云医、云药、云险、云康+创新服务平台。

2021年公司整体营业收入规模保持增长，主要系2020年11月合并沅钥科技后，公司互联网医疗健康收入大幅增长，传统的医疗卫生信息化业务收入规模仍然增长，但增速有所下滑。毛利率方面，传统业务毛利率较上年变化不大，但由于沅钥科技2021年业务尚处于亏损阶段，使得互联网医疗健康业务毛利率大幅下滑，2021年主营业务毛利率较上年下滑7.75个百分点。

**表5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
软件销售	22,259.34	55.04%	130,632.21	64.47%	123,924.43	69.64%
硬件销售	3,825.03	10.42%	44,438.46	13.60%	45,530.59	14.66%
技术服务	10,666.61	46.37%	56,052.70	58.64%	41,939.48	56.44%
互联网医疗健康	7,801.49	9.24%	43,802.68	9.80%	15,040.74	39.01%
<b>合计</b>	<b>44,552.46</b>	<b>41.11%</b>	<b>274,926.05</b>	<b>46.36%</b>	<b>226,435.24</b>	<b>54.11%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2021年公司继续推行“双轮驱动”发展战略，沅钥科技纳入合并后带动公司营收规模增长，2022年初，公司将双轮驱动升级为“1+X”战略，助力医疗机构数字化转型**

2021年公司继续推动“双轮驱动”的发展战略，一是传统的医疗卫生信息化业务，另一个是创新的互联网医疗健康服务业务，二轮互为补充，协调发展。公司以传统的医疗卫生信息化业务为基础，通过内生式发展和外延式扩张的方式，通过传统业务庞大的用户群体和对用户业务及医疗健康服务业的理解，使传统业务紧密衔接创新业务，联动发展。2022年，公司将双轮驱动升级为“1+X”战略，即基于统一中台的WiNEX系列产品（“1”），实现医疗卫生服务资源数字化，并依托WinDHP在数字空间构建出数字化产品、数据服务创新、互联网医院、医药险联动等X个数字健康应用场景，持续丰富医疗数字化生态，助力医疗机构数字化转型。

跟踪期内，公司销售模式及款项支付方式未发生变化，公司软件产品主要采用直销方式进行销售，通过直接参加医院等机构的投标并中标来取得业务合同，也有部分向中标的系统集成商销售软件。硬件销售作为软件业务的配套业务由网络集成事业部负责，一般在客户明确硬件采购需求时签署合同，经过公司内部相关部门评审后由采购部统一负责向长期合作的硬件厂商或其代理商采购，按照合同条款将硬件设备交付给客户，经客户验收后完成销售。价格方面，公司主要根据产品的研发投入、复杂程度、技术水平、投资回收期等因素，确定产品销售的基准价格；并结合市场竞争情况、客户招标的实际情况以

及客户或项目对公司产品带来的其他影响等综合因素，对基准价格进行合理调整，确定相应的销售价格。款项支付方面，按照合同约定，客户付款通常包括预付款、进度款、验收款及尾款四部分，不同项目之间支付方式差异较大。

由于公司客户以国内的公立医院、卫生管理部门等机构为主，其对信息产品的采购一般遵守较为严格的预算管理制度，通常在每年上半年制定投资计划，需要通过预算、审批、招标、合同签订等流程，许多项目还需要纳入财政预算、政府采购，周期相对较长。公司客户年度资本开支主要集中在下半年尤其是第四季度，对公司的项目验收和付款也集中在下半年。由于受上述因素的影响，导致公司营业收入、净利润、经营性现金流量呈不均衡的季节性分布，第四季度能达到全年的50%以上。

2021年公司实现营业收入27.50亿元，同比增长21.34%，主要系2020年11月公司合并云钥科技后，互联网医疗健康收入大幅增长所致。

具体分业务来看，公司传统业务软件销售及技术服务业务收入同比增长12.55%（上年同比增长20.99%）；硬件销售业务收入同比下降2.40%（上年同比增长3.55%），传统业务整体表现平稳，但增速有所下滑。创新业务互联网医疗健康业务收入同比增长191.61%，成为公司新的收入增长点，但前期投入较大，业务处于亏损状态。公司互联网健康业务主要由子公司云钥科技和孙公司纳里健康科技有限公司（以下简称“纳里健康”）负责，2021年纳里健康实现收入1.47亿元，同比增长45.69%，净利润亏损0.23亿元；云钥科技2021年实现收入3.43亿元，同比增长55.06%，净利润亏损0.70亿元，公司创新业务尚处于发展前期，投入规模较大，处于亏损状况，未来业绩情况能否好转尚待观察。

2022年1-3月，公司实现营业收入4.46亿元，同比增长29.25%；其中软件销售及技术服务业务收入同比增长41.33%；硬件销售业务收入同比下降35.10%。互联网医疗健康业务收入同比增长48.81%。

**表6 2020-2021年公司主要项目收入情况（单位：万元）**

年份	项目名称	业务类型	收入金额	合同金额	回款金额
2021年	项目一	软件/硬件	3,734.18	5,990.00	1,750.00
	项目二	软件/硬件	2,428.39	3,349.30	635.70
	项目三	服务/硬件	2,157.57	2,552.30	2,325.05
	项目四	软件/硬件	1,970.09	3,150.00	1,575.00
	项目五	软件/硬件	1,926.41	2,409.00	300.00
2020年	项目一	软件/硬件	2,451.33	3,449.00	1,207.15
	项目二	软件	2,385.84	3,268.00	1,307.20
	项目三	软件/硬件	2,038.12	2,600.00	1,787.50
	项目四	软件	1,766.11	2,766.00	1,160.80
	项目五	服务	1,697.83	2,999.50	1,949.68

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

新签订单方面，2021年公司新签订单金额较2020年同比增长超25%（2020年受疫情影响为公司首次

新签合同订单同比负增长），较2019年调整后同口径数据相比增长仍超过20%，已呈现改善变化趋势，其中千万级项目数量36个较2020年有所减少，但千万以上合同订单总金额同比增长约16%，业务可持续性较好。

**表7 公司订单统计情况（单位：万元、个）**

项目	2021年	2020年
新签订单总额	298,198.65	230,686.20
其中：1,000万元以上的订单总额	75,370.07	65,015.65
1,000万元以上的订单个数	36	41

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售区域方面，公司将市场划分为上海、其他华东地区、华北、华中及华南五大区域，2021年公司各大区域收入均呈增长态势，从收入占比来看，主要收入仍集中在华东地区和华北地区，但华东地区收入占比有所下降，2021年华北、华中和华南地区销售增速较高，华东地区相对平稳，若未来华东及华北等市场趋于饱和或市场竞争力加大导致业绩不达预期，将对公司经营业绩产生不利影响。

**表8 公司营业收入区域分布及占比情况（单位：万元）**

区域	2021年		2020年	
	收入	占比	收入	占比
上海	44,184.06	16.07%	41,174.70	18.17%
其他华东地区	73,953.09	26.89%	68,176.98	30.08%
华北	121,034.80	44.01%	90,221.27	39.81%
华中	19,782.47	7.19%	14,834.01	6.54%
华南	16,065.78	5.84%	12,251.02	5.41%
<b>合计</b>	<b>275,020.21</b>	<b>100.00%</b>	<b>226,657.98</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司下游的主要客户仍以国内的公立医院、卫生管理部门等机构为主。由于医疗卫生机构业务条线多、流程复杂，对应的信息系统功能繁多、架构复杂，加之医疗政策变动频繁，因此决定了医疗卫生机构与医疗卫生信息化厂商之间以长期合作为主，公司各解决方案产品具有一定的客户黏性，客户较为稳定。2021年公司前五大客户占当年销售总额的比重较2020年有所上升，但整体集中度仍较低，有利于分散经营风险。

**表9 公司前五大客户构成情况（单位：万元）**

年份	客户名称	销售金额	占销售收入比重
2021年	第一名	4,077.78	1.48%
	第二名	3,734.18	1.36%
	第三名	3,287.98	1.20%
	第四名	2,428.39	0.88%
	第五名	2,427.67	0.88%



	<b>合计</b>	<b>15,956.00</b>	<b>5.80%</b>
2020年	第一名	2,525.22	1.11%
	第二名	2,385.84	1.05%
	第三名	2,038.12	0.90%
	第四名	1,766.11	0.78%
	第五名	1,740.96	0.77%
	<b>合计</b>	<b>10,456.26</b>	<b>4.62%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司通过新设、收购及对外投资进行业务布局，扩大公司市场规模和辐射范围，但部分对外投资处于亏损状态，同时并购形成了较大规模的商誉，若并购标的业绩不达预期，则存在减值风险，同时投资并购对公司管理水平提出了更高的要求，公司面临一定管理整合风险

跟踪期公司继续通过外延式扩张实现业务布局，加大产品服务的辐射区域，延伸公司产品服务的基层触角，进一步下沉医疗服务。此外，2021年公司合并范围增加卫宁云钥（广州）医药有限公司、海南孚视医疗科技有限公司等4家子公司，加速实现公司的布局规划。公司具体外延并购包括收购、参股等方式，公司主要对外投资情况见下表，新设及并购情况见表2。2021年公司长期股权投资权益法下确认的投资损益合计-4,508.45万元，主要系上海金仕达卫宁软件科技有限公司前期投入规模较大，经营业绩不佳导致公司投资亏损，一定程度侵蚀公司利润。截至2021年末，公司并购形成的商誉账面价值为6.38亿元，主要为山西卫宁软件有限公司、云钥科技等11家子公司，商誉规模较大，若未来上述子公司实际运营业绩不及预期，公司将面临较大的商誉减值压力。同时，并购对公司管理水平提出了更高的要求，公司面临一定管理整合风险。

**表10 截至 2021 年末公司主要对外股权投资情况（单位：万元）**

被投资方	持股比例	期末账面价值
ODIN HEALTH LTD	22.53%	339.78
上海金仕达卫宁软件科技有限公司	36.82%	36,264.60
北京梦天门科技股份有限公司	23.97%	11,323.96
南京市智慧医疗投资运营服务有限公司	25.00%	756.79
南京大经中医药信息技术有限公司	25.00%	1,475.95
新疆智康创联信息科技有限公司	25.00%	271.06
湖北通卫医疗科技有限公司	45.00%	386.69
广西数字医疗科技有限公司	24.50%	149.22
广东卫宁云医健康产业有限公司	40.00%	111.63
上海千骥星鹤创业投资中心（有限合伙）	5.29%	4,198.55
上海好医通健康信息咨询有限公司	15.38%	1,384.20
南通同渡信康创业投资合伙企业（有限合伙）	18.4%	5,044.15
厦门纳龙健康科技股份有限公司	9.04%	17,014.41
北京天鹏恒宇科技发展有限公司	15.00%	2,430.00



中康尚德健康管理（北京）有限公司	4.88%	1,956.08
苏州千骥泽康投资中心(有限合伙)	4.30%	6,193.13
南京市智慧医疗投资运营服务有限公司	25.00%	756.79
上海信医科技有限公司	14.93%	4,554.66
上海慈毅医疗健康股权投资基金合伙企业（有限合伙）	12.07%	4,774.17
<b>总计</b>	<b>-</b>	<b>98,385.82</b>

注：上述被投资企业主要在长投科目及其他非流动金融资产科目中  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司研发投入规模较大，推动智慧医疗产品迭代升级，研发投入持续增加，夯实公司技术实力；但需关注的是，软件行业技术更新迭代速度快，若公司在未来发展过程中技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求的变化，将面临竞争力下降甚至面临经营风险

公司于2020年4月发布的新一代智能数字化医疗健康科技产品WiNEX，实现医疗信息化向医疗数字化服务模式跃升，并在2021年对产品持续迭代更新，落地交付不断推进，进一步完善医疗数字化产品体系。截至2021年末已在全国220余家医院落地，覆盖25个省份，兼顾多类型医疗机构，其中助力天津市海河医院WiNEX系统成功上线，成为全国首家上线WiNEX大临床产品的医院；上海市浦东新区浦南医院上线WiNEX仅历时40天，即完成包括WiNEX门诊医生站在内的13个核心系统全面上线。此外，WiNEX作为信创产品，在2021华为鲲鹏应用创新大赛上获得上海赛区金奖和全国总决赛银奖。

2021年公司研发投入共计54,906.43万元，研发人员数量2,263人，均较2020年保持增长。2021年公司新申请专利90项（其中发明专利58项），累计获得授权专利49项（其中发明专利13项），累计取得计算机软件著作权证书超过1,000件。公司研发成果在提高产品与技术服务能力、市场竞争力与品牌影响力、客户满意度等方面发挥了重要作用，为公司经营业绩持续增长提供了重要支撑。

在研项目方面，2021年公司研发项目主要为卫宁转债的募投项目，包括新一代智慧医疗产品开发及云服务项目、互联网医疗及创新运营服务项目、互联网医疗及创新运营服务项目、WiNEX项目等。研发工作持续推进有利于提供公司技术实力及市场竞争力。但需关注的是，软件行业技术更新迭代速度快，若公司在未来发展过程中技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求的变化，将面临竞争力下降甚至面临经营风险。

**表11 公司研发情况**

项目	2021年	2020年
研发人员数量（人）	2,263	1,953
研发投入金额（万元）	54,906.43	47,051.87
研发投入占营业收入比例	19.96%	20.76%
研发支出资本化的金额（万元）	29,339.62	24,107.18
资本化研发支出占研发投入的比例	53.44%	51.24%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司新纳入合并范围子公司4家，不再纳入合并范围子公司3家。

### 资产结构与质量

**公司应收账款、合同资产规模较大，需关注回收风险；公司商誉规模较大，存在一定商誉减值风险**

随着公司经营发展及业务规模的不断扩大，公司资产规模持续增长，截至2022年3月末资产总额为74.59亿元，以流动资产为主。

公司于2021年成功发行“卫宁转债”，货币资金有所增加，2021年末公司货币资金主要为银行存款，货币资金受限规模3,439.47万元，主要保函保证金和银行承兑汇票保证金。2021年末公司应收账款及合同资产规模随着业务规模增加有所增长，2021年末账面价值合计21.95亿元，合计占公司资产总额的29.27%。从应收账款构成来看，其中1年以内占比42.54%；从主要应收对象来看，前五大应收对象账面余额合计0.76亿元，占应收账款总额的7.25%，公司应收对象较为分散，2021年末公司按账龄累计计提应收账款坏账准备3.43亿元。公司合同资产为应收合同对价款，2021年公司累计计提合同资产坏账准备3.46亿元，公司应收账款及合同资产规模较大，一定程度占用公司营运资金，且存在一定回收风险。

公司长期股权投资主要系对上海金仕达卫宁软件科技有限公司、北京梦天门科技股份有限公司等企业的投资，2021年末有所下降，主要系投资收益变动所致。公司其他非流动金融资产主要为指定为公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。公司固定资产主要为卫宁健康办公大楼、电子设备、运输工具等，2021年固定资产增长的原因主要是公司从投资性房地产科目转入固定资产0.46亿元、购置电子设备0.14亿元。公司无形资产为计算机软件，2021年研发支出转入3.07亿元，无形资产规模大幅增长。公司商誉主要为投资山西卫宁软件有限公司、运钥科技等企业形成的，公司每年对商誉进行减值测试，尚未计提减值准备，若未来上述子公司实际运营业绩不及预期，公司将面临较大的商誉减值压力。

**表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.48	18.07%	16.01	21.35%	9.89	16.32%
应收账款	6.78	9.08%	7.08	9.44%	5.85	9.65%

合同资产 <sup>3</sup>	16.38	21.96%	14.87	19.83%	12.98	21.43%
<b>流动资产合计</b>	<b>40.86</b>	<b>54.77%</b>	<b>41.75</b>	<b>55.69%</b>	<b>32.35</b>	<b>53.41%</b>
长期股权投资	5.15	6.91%	5.11	6.81%	5.30	8.75%
其他非流动金融资产	4.82	6.47%	4.83	6.44%	2.61	4.31%
固定资产	4.99	6.69%	5.02	6.70%	4.65	7.67%
无形资产	5.65	7.57%	5.84	7.79%	3.41	5.63%
开发支出	4.30	5.77%	3.56	4.75%	3.70	6.11%
商誉	6.38	8.55%	6.38	8.51%	6.35	10.49%
<b>非流动资产合计</b>	<b>33.74</b>	<b>45.23%</b>	<b>33.21</b>	<b>44.31%</b>	<b>28.22</b>	<b>46.59%</b>
<b>资产总计</b>	<b>74.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>74.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>60.57</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

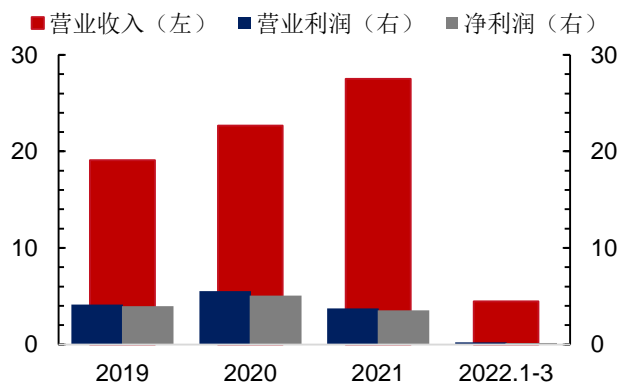
公司收入规模保持增长，但互联网医疗健康业务毛利率较低，期间费用占公司营收比重较高，坏账损失较大程度侵蚀公司盈利，盈利水平下滑

公司实现营业收入27.50亿元，同比增长21.34%，主要系2020年11月公司合并运钥科技后，互联网医疗健康收入大幅增长所致。2021年公司实现营业利润3.75亿元，同比下降32.09%，归属于上市公司股东的净利润3.78亿元，同比下降22.99%；2021年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润2.12亿元，同比下降43.20%。

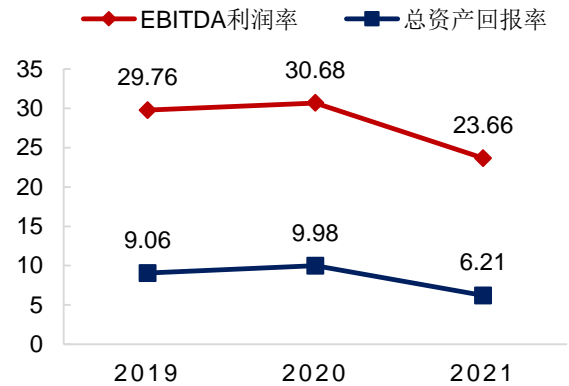
利润方面，由于互联网医疗健康毛利率大幅下滑，使得公司整体销售毛利率下降，2021年公司销售毛利率为46.35%，较上年下降7.73个百分点。2021年公司非经营项目变动较大，2020年公司投资净收益为1.01亿元，2021年为-0.39亿元，2021年公司其他非流动金融资产公允价值变动盈利1.56亿元（上年亏损0.35亿元）、其他收益1.40亿元，较上年增长12.22%，对当期利润贡献较大。但2021年公司计提信用减值损失和资产减值损失合计2.54亿元，较大程度侵蚀公司利润。公司期间费用主要为销售费用、研发费用和管理费用，另外，2021年公司成功发行卫宁转债后，财务费用有所提升，2021年公司期间费用率为31.89%，较上年增长1.04个百分点，削弱了公司盈利水平。

2022年一季度公司实现营业收入4.46亿元，同比增长29.25%，营业利润为0.23亿元。目前公司订单较为充足，由于公司下游客户年度资本开支主要集中在下半年尤其是第四季度，故公司营业收入及利润主要集中在下半年，预计公司2022年全年营收规模将持续增长，但需关注公司经营回款情况。

<sup>3</sup> 2020年根据新收入准则，公司对已向客户转让商品或提供服务而有权收取的对价，且该权利取决于时间流逝之外的其他因素列示为合同资产；对已向客户转让商品或提供服务而无条件收取的对价则列示为应收账款。

**图 1 公司收入及利润情况（单位：亿元）**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

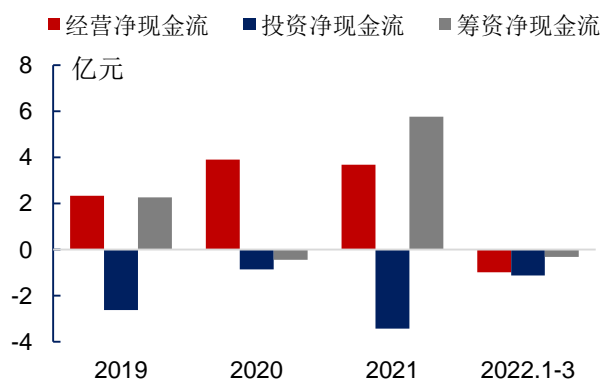
**图 2 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告

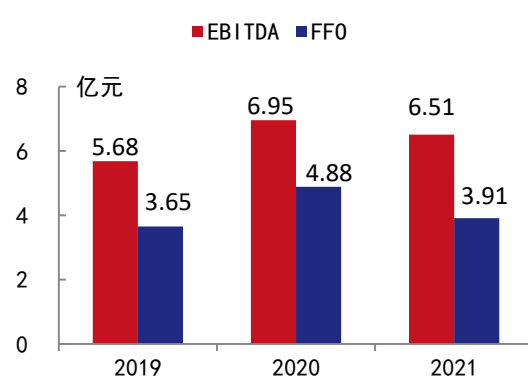
## 现金流

公司经营现金流表现较好，2021 年投资支出规模较大，投资活动现金净流出规模较大

经营活动方面，公司经营收现情况较好，经营现金流持续净流入，虽然 EBITDA 和 FFO 较上年有一定下滑，但主营业务现金生成能力依然较强；投资活动方面，2021 年公司投资活动现金净流出规模较上年增加 298.16%，主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及投资支付的现金增加所致；公司筹资活动现金流呈大额净流入状态，主要系公司 2021 年 3 月成功发行“卫宁转债”收到募集资金所致。

**图 3 公司现金流结构**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

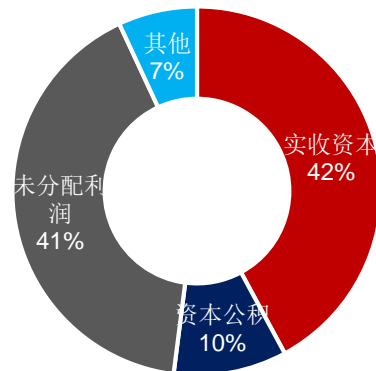
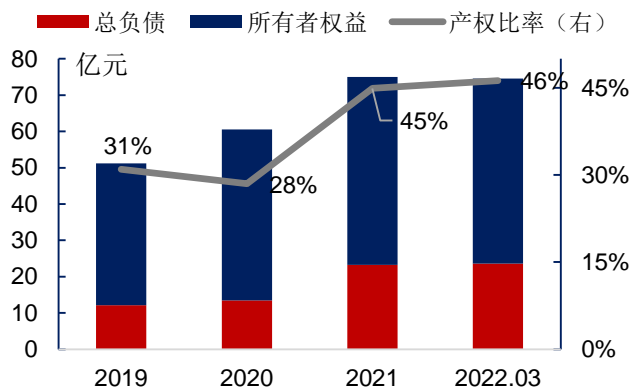
**图 4 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告

## 资本结构与偿债能力

公司总债务规模增长，但整体负债率较低，财务结构仍保持稳健，债务压力较小

随着公司成功发行“卫宁转债”，公司负债总额有所增长；受公司员工股票期权行权及盈余累积等因素影响，公司所有者权益亦保持增长。截至2022年3月末公司产权比率为46.25%，净资产对负债保障程度较好。2022年3月末公司所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成。

**图 5 公司资本结构**
**图 6 2022 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

2021年公司偿还了短期借款和发行“卫宁转债”后，流动负债占比大幅下滑，非流动负债占比上升。公司应付账款主要为应付货款等。2020年根据新收入准则，公司对已收或应收客户对价而应向客户转让商品或提供服务的义务列示为合同负债，2021年末合同负债账面余额为2.03亿元。应交税费主要包括缴纳的增值税和企业所得税。公司其他应付款主要为应付公司往来款及限制性股票回购义务款等。公司应付债券为2021年发行的“卫宁转债”，2021年3月末应付债券账面余额为9.12亿元。

**表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

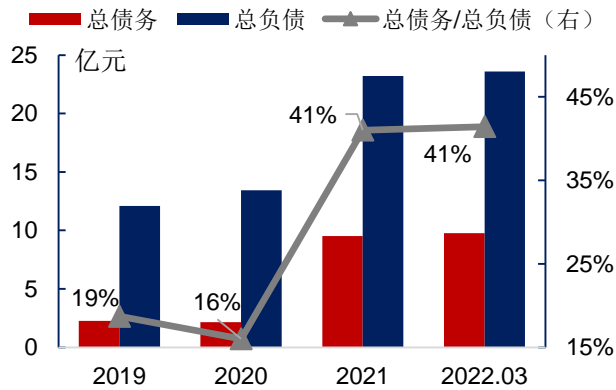
项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	2.14	15.91%
应付账款	4.53	19.21%	4.95	21.31%	3.94	29.37%
合同负债	2.39	10.15%	2.03	8.73%	1.60	11.93%
应交税费	2.57	10.88%	2.20	9.45%	1.65	12.32%
其他应付款	2.01	8.50%	1.91	8.20%	1.78	13.26%
<b>流动负债合计</b>	<b>12.61</b>	<b>53.47%</b>	<b>12.74</b>	<b>54.84%</b>	<b>12.29</b>	<b>91.54%</b>
应付债券	9.12	38.68%	8.98	38.67%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>10.98</b>	<b>46.53%</b>	<b>10.49</b>	<b>45.16%</b>	<b>1.14</b>	<b>8.46%</b>
<b>负债合计</b>	<b>23.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>13.43</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着“卫宁转债”的发行成功，公司总债务占总负债的比重提升，但占比不高，公司总债务主要由

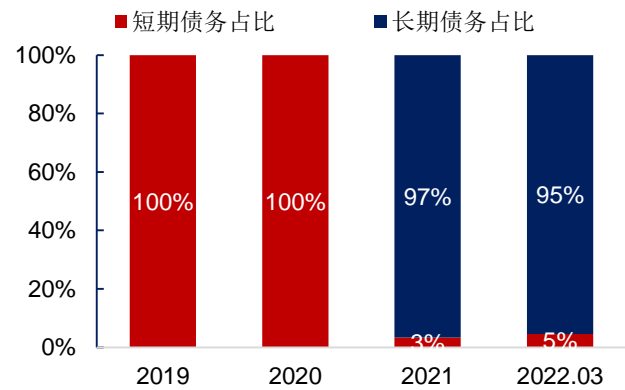
应付债券构成。

图 7 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 8 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

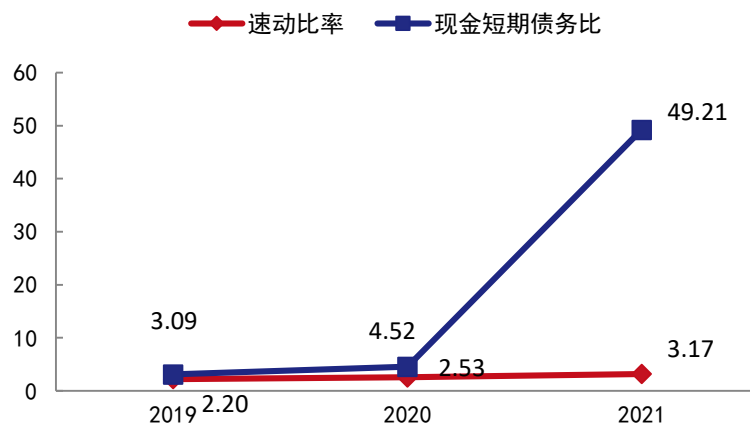
公司发行“卫宁转债”后，资产负债率有所上升，利息支出上升，EBITDA 利息保障倍数下降，但公司净债务为负，整体财务结构仍较为稳健。流动性指标表现较好，且公司无短期刚性债务，盈利对利息支出的保障能力依然较强。

表 14 公司杠杆状况指标

指标名称	2022 年 3 月	2021 年	2020 年
资产负债率	31.63%	30.99%	22.17%
净债务/EBITDA	--	-0.88	-1.02
EBITDA 利息保障倍数	--	13.94	70.41
总债务/总资本	16.09%	15.55%	4.39%
FFO/净债务	--	-68.03%	-68.49%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 3 月财务报表

图 9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 3 月财务报表



## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月6日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、抗风险能力分析

近年医疗卫生信息化行业规模持续增长，数字化转型对于IT支出的拉动作用将逐步增强，医疗行业IT系统的建设动力仍然充足，公司研发实力较强，研发投入持续增长，有助于维持其竞争优势，2021年公司积极推动技术升级，互联网医疗健康业务收入大幅增长；但医疗卫生信息化行业技术更新迭代速度快，市场竞争激烈，行业洗牌加剧，若公司在未来发展过程中技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求的变化，将面临竞争力下降甚至面临经营风险；公司包括应收账款和合同资产在内的应收款项规模较大，对公司资金形成较大占用，也面临一定回收风险，非经营损益波动较大，并购形成的商誉面临商誉减值风险和管理整合风险。整体来看，公司抗风险能力较好。

## 九、结论

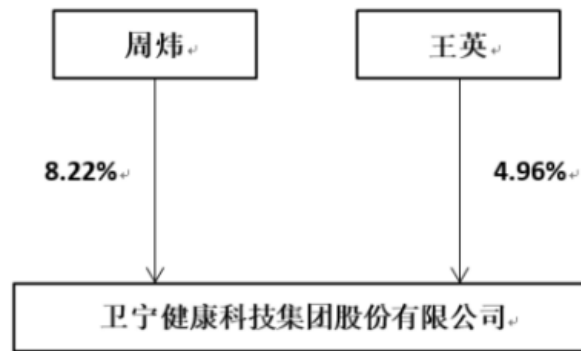
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“卫宁转债”信用等级为AA。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	13.48	16.01	9.89	7.15
合同资产	16.38	14.87	12.98	0.00
流动资产合计	40.86	41.75	32.35	26.06
非流动资产合计	33.74	33.21	28.22	25.13
资产总计	74.59	74.96	60.57	51.19
短期借款	0.00	0.00	2.14	2.24
应付账款	4.53	4.95	3.94	2.87
合同负债	2.39	2.03	1.60	0.00
应交税费	2.57	2.20	1.65	1.33
一年内到期的非流动负债	0.44	0.28	0.01	0.01
流动负债合计	12.61	12.74	12.29	11.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	9.12	8.98	0.00	0.00
长期应付款	0.61	0.24	0.00	0.01
非流动负债合计	10.98	10.49	1.14	1.05
负债合计	23.59	23.23	13.43	12.11
总债务	9.78	9.53	2.15	2.27
归属于母公司的所有者权益	50.67	51.00	45.22	37.33
营业收入	4.46	27.50	22.67	19.08
净利润	0.14	3.54	5.06	3.96
经营活动产生的现金流量净额	-0.99	3.68	3.90	2.33
投资活动产生的现金流量净额	-1.12	-3.43	-0.86	-2.62
筹资活动产生的现金流量净额	-0.31	5.76	-0.44	2.26
<b>财务指标</b>	<b>2022年3月</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>
销售毛利率	41.11%	46.35%	54.08%	51.42%
EBITDA 利润率	--	23.66%	30.68%	29.76%
总资产回报率	--	6.21%	9.98%	9.06%
产权比率	46.25%	44.90%	28.49%	30.98%
资产负债率	31.63%	30.99%	22.17%	23.65%
净债务/EBITDA	--	-0.88	-1.02	-0.77
EBITDA 利息保障倍数	--	13.94	70.41	64.35
总债务/总资本	16.09%	15.55%	4.39%	5.48%
FFO/净债务	--	-68.03%	-68.49%	-83.91%
速动比率	3.11	3.17	2.53	2.20
现金短期债务比	--	49.21	4.52	3.09

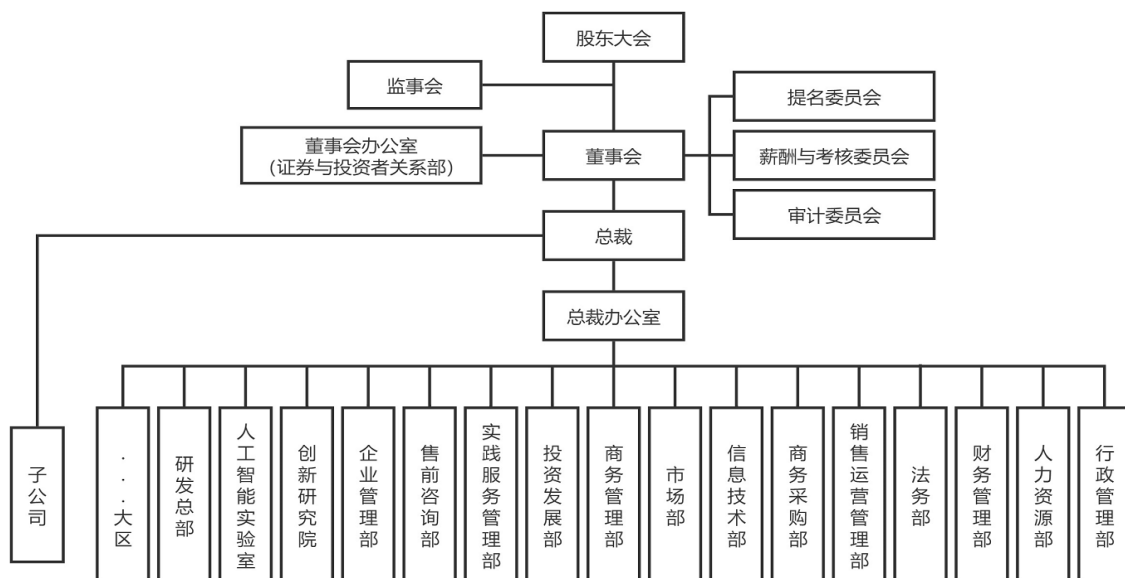
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：%、万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
江苏卫宁软件有限公司	100.00	1,500	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
西安卫宁软件有限公司	100.00	500	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
新疆卫宁软件有限公司	51.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
山西卫宁软件有限公司	100.00	3,000	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
北京卫宁健康科技有限公司	100.00	2,000	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
杭州东联软件有限公司	100.00	420	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
浙江万鼎信息技术有限公司	92.76	2,902	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
重庆卫宁健康科技有限公司	100.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
黑龙江卫宁软件有限公司	51.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
安徽卫宁健康科技有限公司	100.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
深圳卫宁中天软件有限公司	100.00	3,500	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
四川卫宁软件有限公司	51.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
广东卫宁软件有限公司	51.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
卫宁互联网科技有限公司	100.00	29,537	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
上海卫宁软件有限公司	100.00	2,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
天津卫宁健康科技有限公司	100.00	500	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
快享医疗科技（上海）有限公司	74.71	2,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
宣城卫宁软件科技有限公司	100.00	100	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
陕西卫宁互联网科技有限公司	51.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
上海卫心科技有限公司	100.00	2,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
甘肃卫宁健康科技有限公司	51.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
宁夏卫宁健康科技有限公司	51.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
上海钥世圈云健康科技发展有限公司	42.17	8,905	互联网健康和医药服务及推广	非同一控制下的企业合并

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。