

卫宁健康 (300253.SZ)

战略合作复星健康, WiNEX 推广迎来里程碑节点

核心观点:

- 公司发布公告,与上海复星健康签署战略合作框架协议。根据《协议》,双方建立长期战略合作关系,共同推进互联网医疗的线上线下一体化,以实现线上线下、院内院外、诊前诊中诊后的全病程管理的目标。同时截至协议签署日,双方已签订第一批信息化建设项目合同,覆盖四家医疗机构,合同金额为 8,000 万元;结合协议中的合作内容,我们认为大概率此合同中信息化建设以 WiNEX 解决方案为主。
- 公司 WiNEX 架构受复星认可,双方将在医、药、险多领域展开合作。具体合作包括:1.面向复星健康旗下医疗卫生机构数字化转型需求,卫宁健康基于最新一代医疗健康科技产品 WiNEX 提供设计、建设、交付和运维全系列云化和本地化相结合的解决方案;2.促进医、药、险、康联动,积极探索联合运营模式;3.成立联合研究团队,推动数字健康产业发展。复星集团作为头部健康服务产业平台(亦是国药控股第二大股东),旗下拥有诸多优质医院及售药类资产,在传统信息化及互联网医疗领域均可与卫宁实现业务协同。
- 三季报披露 WiNEX 推广顺利,战略合作复星后期待未来进一步提速。打造 WiNEX 产品生态是公司战略重心,标准化模块与低代码平台等特点可显著提升主业研发与交付效率并解决医院客户 IT 系统底层不统一、“打补丁”式更新迭代等痛点。截至 21 年 9 月末, WiNEX 已在全国约 140 家医院落地,较 H1 末的 70 家提升明显。同时, WiNEX 产品架构与技术演进路线获得复星集团认可,也将为 WiNEX 后续市场推广带来显著示范效应。
- 盈利预测与投资建议。预计 21-23 年业绩 0.28 元、0.37 元、0.50 元/股。维持 21 年 65 倍 PE 观点,合理价值 18.44 元/股,“买入”评级。
- 风险提示。疫情反复的风险,订单结构变化致业绩波动增大的风险。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,908	2,267	3,068	3,865	4,924
增长率(%)	32.6	18.8	35.4	26.0	27.4
EBITDA(百万元)	425	570	728	923	1,197
归母净利润(百万元)	398	491	608	801	1,078
增长率(%)	31.4	23.3	23.8	31.7	34.6
EPS(元/股)	0.24	0.23	0.28	0.37	0.50
市盈率(P/E)	61.70	76.19	52.74	40.05	29.75
ROE(%)	10.7	10.9	11.7	13.3	15.2
EV/EBITDA	56.74	64.24	42.61	33.04	24.87

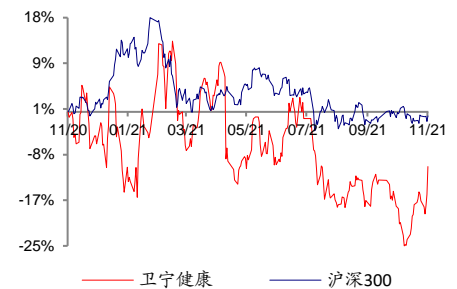
数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	14.96 元
合理价值	18.44 元
前次评级	买入
报告日期	2021-11-22

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师:

李傲远



SAC 执证号: S0260520100002



0755-88285816



liaoy@gf.com.cn

请注意,李傲远并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

卫宁健康 (300253.SZ): WiNEX 和互联网业务表现亮眼,股权摊销及创新业务亏损影响表观利润	2021-10-27
卫宁健康 (300253.SZ): 基本面重回快速增长轨道, WiNEX 推广符合预期	2021-08-29
卫宁健康 (300253.SZ): Q1 现金流好转,创新业务推广致费用端增长明显	2021-04-27

一、战略合作复星健康，WiNEX 推广迎来里程碑节点

公司发布公告，与上海复星健康签署战略合作框架协议。根据《协议》，双方建立长期战略合作关系，共同推进互联网医疗的线上线下一体化，以实现线上线下、院内院外、诊前诊中诊后的全病程管理的目标。同时截至协议签署日，双方已签订第一批信息化建设项目合同，覆盖四家医疗机构，合同金额为8,000万元；结合协议中的合作内容，我们认为大概率此合同中信息化建设以WiNEX解决方案为主。

公司WiNEX架构受复星认可，双方在医、药、险多领域展开合作。具体合作包括：

1. 推进医疗机构数字化转型，提升业务效能与创新能力

面向复星健康旗下医疗卫生机构数字化转型需求，卫宁健康基于最新一代医疗健康科技产品WiNEX提供设计、建设、交付和运维全系列云化和本地化相结合的解决方案；

2. 促进医、药、险、康联动，积极探索联合运营模式；

基于双方的产业布局与技术优势，面向数字健康领域开展医-药-险-康联动模式的创新与应用推广，促进医疗资源合理布局、药品安全流通、医保与商保融合与健康服务普及，形成一批在行业内具有影响力的数字健康创新应用标杆。同时双方积极开展联合运营服务，实现运营内容、组织、流程和机制的完善与落地，促进数字健康新业态的良性发展。

3. 成立联合研究团队，推动数字健康产业发展。

双方共同成立联合研究团队，对医疗健康市场趋势、技术运用、应用场景等进行前瞻性研究，促进数字化技术和行业融合，不断完善运营模式和运营机制，团队研究成果持续反哺双方项目建设与运营工作，推进新技术、新产业、新业态和新模式的创新与落地，引领数字健康产业发展。

复星集团作为头部健康服务产业平台，亦是国药控股第二大股东（卫宁健康子公司云药科技核心团队来自国药集团且曾被卫宁与国药共同持股），历史上双方股权与业务均有一定的关联性。复星集团旗下拥有诸多优质医院及售药类资产，除了传统信息化建设需求外，在互联网医疗、医药险联动领域也可与卫宁实现较好的业务协同。

季报披露公司WiNEX推广顺利，战略合作复星后可期待未来进一步提速。打造WiNEX产品生态是公司战略重心，标准化模块与低代码平台等特点可显著提升主业研发与交付效率并解决医院客户IT系统底层不统一、“打补丁”式更新迭代等痛点。截至21年9月末，WiNEX已在全国约140家医院落地，较H1末的70家提升明显。同时，WiNEX产品架构与技术演进路线获得复星集团认可，也将为WiNEX后续市场推广来显著示范效应。

二、盈利预测和投资建议

预计21-23年业绩为0.28元、0.37元、0.50元/股。需考虑到：（1）中台产品WİNEX在行业内的领先优势明显，为公司云化转型带来较高确定性，**此次与复星健康的战略合作落地亦是WİNEX推广的里程碑事件**；（2）公司在业务规模上已建立较明显领先优势，净利润率稳定处于行业高位；（3）公司互联网类创新业务（云医、云药、云险）仍处于亏损阶段，叠加新一期股权激励摊销费用，影响短期表观利润。参考可比公司估值，维持公司21年合理PE为65x，对应合理价值为18.44元/股，维持“买入”评级。

三、风险提示

疫情反复的风险，订单结构变化致业绩波动增大的风险。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,606	3,235	4,181	5,178	6,771
货币资金	715	989	1,400	1,700	2,281
应收及预付	1,516	631	892	1,119	1,553
存货	175	128	208	260	295
其他流动资产	200	1,487	1,681	2,098	2,641
非流动资产	2,513	2,822	3,030	2,940	2,770
长期股权投资	589	530	612	612	612
固定资产	430	465	437	404	366
在建工程	0	0	20	42	66
无形资产	382	341	395	397	375
其他长期资产	1,113	1,486	1,566	1,485	1,351
资产总计	5,119	6,057	7,211	8,118	9,541
流动负债	1,106	1,229	1,692	1,804	2,158
短期借款	224	214	350	130	0
应付及预收	464	394	691	857	1,138
其他流动负债	418	621	651	817	1,020
非流动负债	105	114	114	114	114
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	105	114	114	114	114
负债合计	1,211	1,343	1,806	1,918	2,271
股本	1,641	2,138	2,143	2,143	2,143
资本公积	752	486	568	568	568
留存收益	1,496	1,954	2,562	3,362	4,440
归属母公司股东权益	3,733	4,522	5,217	6,018	7,096
少数股东权益	175	192	188	182	174
负债和股东权益	5,119	6,057	7,211	8,118	9,541

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	233	390	523	538	608
净利润	396	506	604	795	1,070
折旧摊销	53	65	86	103	112
营运资金变动	-301	-241	-208	-365	-528
其它	86	61	42	5	-45
投资活动现金流	-262	-86	-323	-8	106
资本支出	-191	-187	-210	-11	60
投资变动	-68	94	-82	0	0
其他	-2	7	-31	3	46
筹资活动现金流	226	-44	211	-231	-133
银行借款	254	332	136	-220	-130
股权融资	201	51	5	0	0
其他	-229	-427	69	-11	-3
现金净增加额	198	261	411	300	581
期初现金余额	503	705	989	1,400	1,700
期末现金余额	696	965	1,400	1,700	2,281

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	32.6%	18.8%	35.4%	26.0%	27.4%
营业利润增长	32.9%	33.7%	12.4%	31.1%	34.8%
归母净利润增长	31.4%	23.3%	23.8%	31.7%	34.6%
获利能力					
毛利率	51.4%	54.1%	55.1%	55.4%	56.2%
净利率	20.7%	22.3%	19.7%	20.6%	21.7%
ROE	10.7%	10.9%	11.7%	13.3%	15.2%
ROIC	8.6%	9.5%	10.8%	12.6%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	23.7%	22.2%	25.0%	23.6%	23.8%
净负债比率	31.0%	28.5%	33.4%	30.9%	31.2%
流动比率	2.36	2.63	2.47	2.87	3.14
速动比率	2.17	1.44	1.50	1.73	1.94
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.37	0.43	0.48	0.52
应收账款周转率	1.29	3.88	3.65	3.65	3.32
存货周转率	10.90	17.67	14.77	14.87	16.67
每股指标 (元)					
每股收益	0.24	0.23	0.28	0.37	0.50
每股经营现金流	0.14	0.18	0.24	0.25	0.28
每股净资产	2.27	2.11	2.43	2.81	3.31
估值比率					
P/E	61.70	76.19	52.74	40.05	29.75
P/B	6.58	8.27	6.15	5.33	4.52
EV/EBITDA	56.74	64.24	42.61	33.04	24.87

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,908	2,267	3,068	3,865	4,924
营业成本	927	1,041	1,378	1,725	2,157
营业税金及附加	22	26	35	45	57
销售费用	242	319	344	433	551
管理费用	140	145	338	425	542
研发费用	206	229	331	417	532
财务费用	3	6	15	15	8
资产减值损失	0	-82	0	0	0
公允价值变动收益	13	-35	0	0	0
投资净收益	-20	101	-31	3	46
营业利润	413	552	620	813	1,096
营业外收支	0	-6	2	2	2
利润总额	413	546	622	815	1,098
所得税	17	41	19	20	27
净利润	396	506	604	795	1,070
少数股东损益	-3	14	-4	-6	-8
归属母公司净利润	398	491	608	801	1,078
EBITDA	425	570	728	923	1,197
EPS (元)	0.24	0.23	0.28	0.37	0.50

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李傲远：资深分析师，重庆大学金融学硕士，曾任职于国泰君安、安信基金，2020年9月加入广发证券发展研究中心。4年证券行业研究经验。
- 雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年2月加入广发证券发展研究中心。3年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。