

卫宁健康 (300253.SZ)

21 年业绩短期承压，22Q1 开局良好

买入

核心观点

21 年业绩短期承压，22Q1 增势良好。公司 21 年营收 27.5 亿元(+21.3%)，归母净利润为 3.8 亿元(-23%)，扣非归母净利润 2.1 亿元(-43%)。22Q1 营收 4.5 亿(+29.2%)，归母净利润 0.3 亿元(+122%)，扣非归母 0.31 亿元(+3842%)。21 年营收稳健增长，其中医疗信息化行业同比增长 9.3%，互联网医疗业务同比增长 191.6%，互联网医疗业务的高增长主要系云钥科技的并表，随着 21 年订单的回暖，22Q1 医疗信息化收入增速已经回升到 25.7%。从利润端来看，21 年互联网创新业务共亏损 2.1 亿元，对总体利润有一定的拖累，总体毛利率下滑 7.7 个百分点，主要系云钥科技并表后互联网业务毛利率下滑 29 个百分点，期间费用率增长 1 个百分点，主要系发行可转债增加利息。由于医疗信息化业务的增长以及 21Q1 业绩低基数，所以 22Q1 业绩增长较快，同时 22Q1 销售商品和提供劳务的现金流入同比增长 37%，保持良好增势。

订单重回快速增长轨道，多因素验证医疗信息化景气度高。公司 21 年以及 22Q1 随着疫情影响逐步消除，订单重回快速增长轨道，20A/21A/22Q1 新签订单金额分别增长-10%/25%/35%+，订单的快速增长将会对 22 年公司业绩增长起到重要作用。未来随着公立医院高质量不断发展、千县工程的逐步推广以及智慧医院管理评级的深化，公司的 WiNEX 平台将不断放量（其中 21A 落地 220 多家医院），千万级订单将不断斩获（21A 千万级订单金额同比增长 16%）。同时，公司存货不断增长，21A/22Q1 分别为 1.33/1.6 亿元，主要为合同履约成本和发出商品，合同负债持续增加，21A/22Q1 分别为 2 亿（同比增加 0.4）/2.4 亿（环比增加 0.4 亿），这些都侧面验证业务景气度高。

互联网创新业务营收快速增长，亏损率逐步降低。互联网医疗业务 21A/22Q1 收入分别为 4.38/0.78 亿元，同比分别增长 192%/49%，亏损率逐步下降（21A/22Q1 亏损率分别为 36%/74%，同比下降 2/14 个百分点为），发展较为良性。21 年，云医纳里健康收入增长 45.7%，已完成收费在线问诊订单 150 余万次，注册用户 4000 万人；云药云钥科技收入增长 55%，RINGNEX 平台已接入超过 200 家医疗机构和 8 万余家药房；云险卫宁科技收入增长 352%，累计中标 21 个省平台项目，直接中标 17 个省级医疗保障信息平台项目。

风险提示：行业竞争加剧；下游客户需求减弱；创新业务拓展不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。

预计 2022-2024 年归母净利润 4.20/5.43/7.01 亿元，同比增速 11.0/29.4/29.0%；摊薄 EPS=0.20/0.25/0.33 元，当前股价对应 PE=42.0/32.4/25.1x。公司为医疗信息化龙头企业，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,267	2,750	3,398	4,133	4,974
(+/-%)	18.8%	21.3%	23.6%	21.6%	20.3%
净利润(百万元)	491	378	420	543	701
(+/-%)	23.3%	-23.0%	11.0%	29.4%	29.0%
每股收益(元)	0.23	0.18	0.20	0.25	0.33
EBIT Margin	22.3%	14.8%	16.3%	16.5%	17.0%
净资产收益率 (ROE)	10.9%	7.4%	7.7%	9.2%	10.8%
市盈率 (PE)	35.7	46.5	42.0	32.4	25.1
EV/EBITDA	33.2	40.3	31.5	26.7	22.5
市净率 (PB)	3.88	3.45	3.23	2.99	2.72

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

公司研究 · 财报点评

计算机 · 软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：朱松

021-60875155

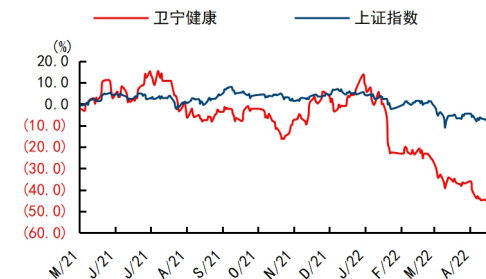
zhusong@guosen.com.cn

S0980520070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	7.74 元
总市值/流通市值	16626/14311 百万元
52 周最高价/最低价	18.62/7.72 元
近 3 个月日均成交额	244.19 百万元

市场走势



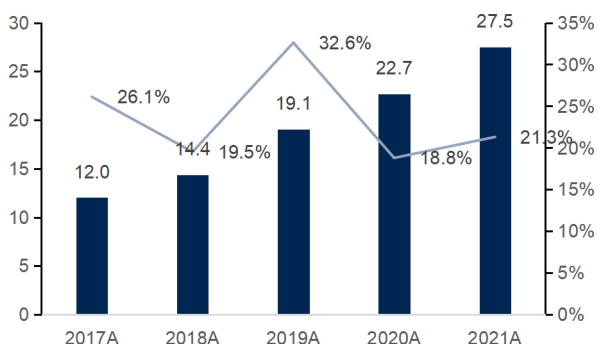
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《卫宁健康-300253-2021 年三季报点评：业绩符合预期，WiNEX 加速落地》——2021-10-29
- 《卫宁健康-300253-2021 年半年报点评：业绩符合预期，单二季度环比改善明显》——2021-09-02
- 《卫宁健康-300253-2021 年一季报点评：铜世圈并表短期影响表观，传统和创新业务向好趋势不变》——2021-04-29
- 《卫宁健康-300253-2020 年年报点评：业绩逐季提速，传统+创新业务双双高质量增长》——2021-04-22
- 《卫宁健康-300253-2020 年三季报点评：三季报业绩回暖，软件业务较快增长》——2020-10-31

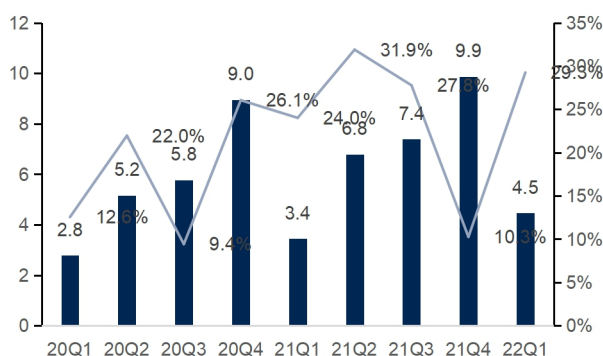
21 年业绩短期承压，22Q1 增势良好。公司 21 年营收 27.5 亿元(+21.3%)，归母净利润为 3.8 亿元(-23%)，扣非归母净利润 2.1 亿元(-43%)。22Q1 营收 4.5 亿(+29.2%)，归母净利润 0.3 亿元(+122%)，扣非归母 0.31 亿元(+3842%)。21 年营收稳健增长，其中医疗信息化行业同比增长 9.3%，互联网医疗业务同比增长 191.6%，互联网医疗业务的高增长主要系云钥科技的并表，随着 21 年订单的回暖，22Q1 医疗信息化收入增速已经回升到 25.7%。从利润端来看，21 年互联网创新业务共亏损 2.1 亿元，对总体利润有一定的拖累，总体毛利率下滑 7.7 个百分点，主要系云钥科技并表后互联网业务毛利率下滑 29 个百分点，期间费用率增长 1 个百分点，主要系发行可转债增加利息。由于医疗信息化业务的增长以及 21Q1 业绩低基数，所以 22Q1 业绩增长较快，同时 22Q1 销售商品和提供劳务的现金流入同比增长 37%，保持良好增势。

图1：卫宁健康营业收入及增速（单位：亿元、%）



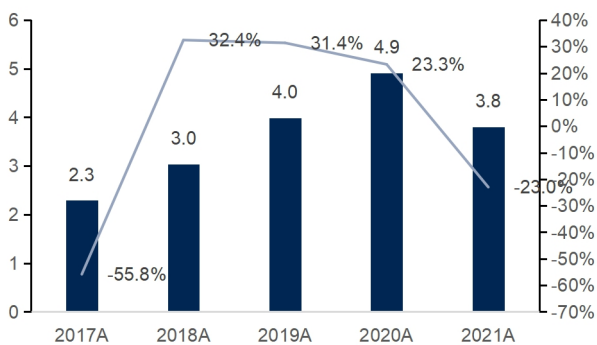
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：卫宁健康单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



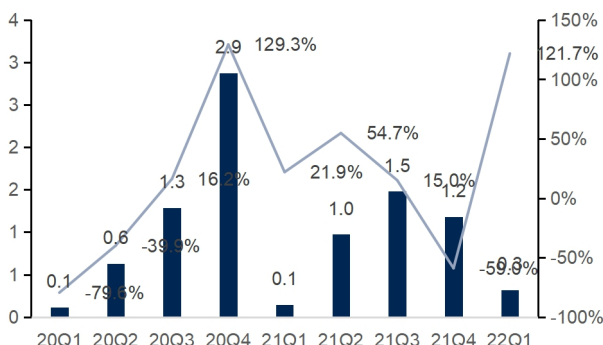
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

投资建议：维持“买入”评级。预计 2022-2024 年归母净利润 4.20/5.43/7.01 亿元，同比增速 11.0/29.4/29.0%；摊薄 EPS=0.20/0.25/0.33 元，当前股价对应 PE=42.0/32.4/25.1x。公司为医疗信息化龙头企业，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
300451.SZ	创业慧康	7.04	109.1	0.27	0.36	0.48	0.64	26.07	19.56	14.67	11.00	9.1%	0.55	增持
300253.SZ	卫宁健康	7.74	166.2	0.18	0.20	0.25	0.33	46.54	41.96	32.43	25.14	7.4%	3.82	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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	989	1601	1800	2144	2624	营业收入	2267	2750	3398	4133	4974
应收款项	734	878	1117	1359	1635	营业成本	1041	1476	1797	2193	2630
存货净额	128	133	170	209	251	营业税金及附加	26	26	34	41	50
其他流动资产	1384	1562	1869	2273	2736	销售费用	319	387	493	595	711
流动资产合计	3235	4175	4957	5986	7247	管理费用	145	199	186	218	252
固定资产	465	503	238	(44)	(342)	研发费用	229	256	333	405	487
无形资产及其他	341	584	561	538	514	财务费用	6	36	2	(9)	(16)
投资性房地产	1486	1723	1723	1723	1723	投资收益	101	(39)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	530	511	511	511	511	资产减值及公允价值变动	47	239	(250)	(270)	(290)
资产总计	6057	7496	7990	8713	9653	其他收入	(326)	(453)	(203)	(270)	(347)
短期借款及交易性金融负债	215	28	68	10	10	营业利润	552	375	413	535	690
应付款项	394	499	631	775	933	营业外净收支	(6)	(1)	0	0	0
其他流动负债	620	746	971	1186	1424	利润总额	546	373	413	535	690
流动负债合计	1229	1274	1670	1971	2368	所得税费用	41	19	21	27	34
长期借款及应付债券	0	898	668	668	668	少数股东损益	14	(24)	(27)	(35)	(45)
其他长期负债	114	151	156	161	166	归属于母公司净利润	491	378	420	543	701
长期负债合计	114	1049	824	829	834	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1343	2323	2494	2800	3202	净利润	491	378	420	543	701
少数股东权益	192	73	51	22	(15)	资产减值准备	82	2	(43)	(47)	(51)
股东权益	4522	5100	5445	5891	6466	折旧摊销	63	87	82	82	82
负债和股东权益总计	6057	7496	7990	8713	9653	公允价值变动损失	(47)	(239)	250	270	290
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	6	36	2	(9)	(16)
每股收益	0.23	0.18	0.20	0.25	0.33	营运资本变动	(504)	(293)	(265)	(368)	(430)
每股红利	0.02	0.03	0.03	0.05	0.06	其它	(69)	(22)	21	18	14
每股净资产	2.11	2.38	2.54	2.74	3.01	经营活动现金流	16	(87)	465	499	605
ROIC	12.69%	8.33%	10%	12%	14%	资本开支	0	(300)	0	0	0
ROE	10.86%	7.42%	8%	9%	11%	其它投资现金流	0	(1)	0	0	0
毛利率	54%	46%	47%	47%	47%	投资活动现金流	58	(282)	0	0	0
EBIT Margin	22%	15%	16%	16%	17%	权益性融资	0	111	0	0	0
EBITDA Margin	25%	18%	19%	18%	19%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	19%	21%	24%	22%	20%	支付股利、利息	(51)	(68)	(75)	(97)	(125)
净利润增长率	23%	-23%	11%	29%	29%	其它融资现金流	302	1005	40	(58)	0
资产负债率	25%	32%	32%	32%	33%	融资活动现金流	200	981	(265)	(155)	(125)
股息率	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	现金净变动	274	612	199	344	480
P/E	35.7	46.5	42.0	32.4	25.1	货币资金的期初余额	715	989	1601	1800	2144
P/B	3.9	3.5	3.2	3.0	2.7	货币资金的期末余额	989	1601	1800	2144	2624
EV/EBITDA	33.2	40.3	31.5	26.7	22.5	企业自由现金流	0	(120)	345	361	454
						权益自由现金流	0	885	153	312	469

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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