

## 公司研究

## 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

## 要点

**事件：**公司 2021 年度营收 27.50 亿元，同比增长 21.34%；归母净利润 3.78 亿元，同比下降 22.99%；扣非归母净利润 2.12 亿元，同比下降 43.20%。2022 年一季度营收 4.46 亿元，同比增长 29.25%；归母净利润 0.32 亿元，同比增长 121.73%；扣非归母净利润 0.31 亿元，同比增长 3,842.44%。

**传统业务结构优化，创新业务快速发展：1) 医疗卫生信息化，**2021 年营收 23.11 亿元，同比增长 9.33%，营收占比 84.04%，较上年同期减少 9.23 个百分点。其中，核心产品软件销售及技术服务收入 18.67 亿元，同比增长 12.55%，硬件收入 4.44 亿元，同比下降 2.40%，业务结构进一步优化。**2) 互联网医疗健康，**2021 年营收 4.39 亿元，同比增长 191.61%，营收占比 15.95%，较上年同期增加 9.31 个百分点。“云医”纳里健康/“云药”运钥科技/“云险”卫宁科技营收分别为 1.47/3.43/1.14 亿元，同比增长 45.69%/55.06%/352.04%。2021 年总体毛利率 46.35%，较上年减少 7.73 个百分点，主要是并表子公司运钥科技业务毛利率较低导致，扣除该业务后的毛利率为 51.43%，扣除后的毛利率较上年减少 2.65 个百分点。因计提坏账准备、实施股权激励计划及发行可转换公司债券等原因，公司净利润有所下滑。2021 年期末公司应收账款计提坏账准备 3.44 亿元，同比增长 76.54%，主要受应收账款余额加大及回款影响。

**“双轮驱动”升级为“1+X”战略，看好公司持续转型医疗健康服务领域：**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，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。2021 年，公司持续开发 WiNEX 产品家族、智慧医院、智慧卫生及互联网+医疗健康等产品，研发投入共 5.49 亿元，营收占比 19.96%。WiNEX 系列产品持续迭新，落地交付不断推进，截止 2021 年末，WiNEX 产品已在全国 220 余家医院落地，覆盖 25 个省份。

**盈利预测、估值与评级：**考虑疫情因素对项目进程影响及公司创新业务仍处于建设阶段，下调公司 22-23 年营收预测至 32.72/40.22 亿元，较上次预测 -12.96%/-16.05%，新增 24 年营收预测 49.16 亿元；考虑公司对创新业务的持续投入，下调 22-23 年归母净利润预测至 4.41/5.52 亿元，较上次预测 -49.13%/-50.85%，新增 24 年预测 7.14 亿元。对应 22-24 年 EPS 分别为 0.21/0.26/0.33 元，对应 PE 为 38x/30x/23x，看好医疗信息化、数字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 投入缩减，创新业务进展低于预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,267	2,750	3,272	4,022	4,916
营业收入增长率	18.79%	21.34%	18.97%	22.92%	22.24%
净利润(百万元)	491	378	441	552	714
净利润增长率	23.26%	-22.99%	16.68%	25.17%	29.33%
EPS(元)	0.23	0.18	0.21	0.26	0.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.86%	7.42%	8.00%	9.19%	10.74%
P/E	34	44	38	30	23
P/B	3.7	3.3	3.0	2.8	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-04-22，2020、2021 及当前股本分别为 21.38、21.46、21.48 亿股

## 增持（维持）

当前价：7.74 元

## 作者

分析师：吴春阳

执业证书编号：S0930521080002

021-52523686

wuchunyang@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	21.48
总市值(亿元)	166.23
一年最低/最高(元)	7.72/18.78
近 3 月换手率	63.43%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.84	-28.52	-36.49
绝对	-18.53	-44.67	-57.58

资料来源：Wind

## 相关研报

在手订单充裕，WiNEX 应用加速落地——卫宁健康（300253.SZ）2021 年半年报点评（2021-08-30）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,267	2,750	3,272	4,022	4,916
营业成本	1,041	1,476	1,773	2,195	2,667
折旧和摊销	63	87	102	115	132
税金及附加	26	26	31	38	47
销售费用	319	387	488	591	703
管理费用	145	199	242	290	349
研发费用	229	256	344	418	501
财务费用	6	36	3	6	13
投资收益	101	-39	15	15	15
营业利润	552	375	488	611	790
利润总额	546	373	487	610	788
所得税	41	19	25	32	41
净利润	506	354	461	578	747
少数股东损益	14	-24	20	26	33
归属母公司净利润	491	378	441	552	714
EPS(元)	0.23	0.18	0.21	0.26	0.33

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	390	368	432	510	671
净利润	491	378	441	552	714
折旧摊销	63	87	102	115	132
净营运资金增加	-920	119	252	351	446
其他	756	-216	-363	-508	-621
投资活动产生现金流	-86	-343	-282	-328	-379
净资本支出	-187	-286	-297	-343	-394
长期投资变化	530	511	0	0	0
其他资产变化	-430	-568	15	15	15
融资活动现金流	-44	576	-9	-30	-44
股本变化	497	8	1	0	0
债务净变化	-11	711	0	0	0
无息负债变化	143	269	203	285	326
净现金流	261	601	141	152	248

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	54.1%	46.3%	45.8%	45.4%	45.8%
EBITDA 率	34.3%	26.3%	19.8%	19.6%	20.5%
EBIT 率	31.4%	22.9%	16.7%	16.8%	17.8%
税前净利润率	24.1%	13.6%	14.9%	15.2%	16.0%
归母净利润率	21.7%	13.8%	13.5%	13.7%	14.5%
ROA	8.3%	4.7%	5.7%	6.5%	7.5%
ROE (摊薄)	10.9%	7.4%	8.0%	9.2%	10.7%
经营性 ROIC	23.4%	18.4%	14.0%	15.0%	16.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	22%	31%	31%	31%	32%
流动比率	2.63	3.28	3.16	3.01	2.94
速动比率	2.53	3.17	3.05	2.90	2.81
归母权益/有息债务	21.04	5.51	5.95	6.49	7.18
有形资产/有息债务	21.09	6.18	6.81	7.60	8.57

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	6,057	7,496	8,131	8,939	9,941
货币资金	989	1,601	1,741	1,893	2,141
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	585	708	845	1,069	1,335
应收票据	8	19	22	27	34
其他应收款 (合计)	142	151	180	221	271
存货	128	133	160	198	241
其他流动资产	47	40	41	42	44
流动资产合计	3,235	4,175	4,594	5,145	5,851
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	530	511	511	511	511
固定资产	465	502	642	794	957
在建工程	0	1	1	1	1
无形资产	341	584	640	717	815
商誉	635	638	638	638	638
其他非流动资产	0	38	38	38	38
非流动资产合计	2,822	3,321	3,537	3,794	4,090
总负债	1,343	2,323	2,526	2,811	3,136
短期借款	214	0	0	0	0
应付账款	394	495	595	737	895
应付票据	0	4	5	6	7
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	14	212	218	225	234
流动负债合计	1,229	1,274	1,454	1,707	1,993
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	898	898	898	898
其他非流动负债	3	24	47	80	118
非流动负债合计	114	1,049	1,072	1,104	1,143
股东权益	4,714	5,173	5,606	6,128	6,805
股本	2,138	2,146	2,148	2,148	2,148
公积金	673	789	846	901	972
未分配利润	1,767	2,062	2,416	2,857	3,430
归属母公司权益	4,522	5,100	5,512	6,009	6,653
少数股东权益	192	73	93	119	152

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	14.06%	14.08%	14.90%	14.70%	14.30%
管理费用率	6.41%	7.23%	7.40%	7.20%	7.10%
财务费用率	0.25%	1.29%	0.08%	0.15%	0.26%
研发费用率	10.12%	9.30%	10.50%	10.40%	10.20%
所得税率	7%	5%	5%	5%	5%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.03	0.02	0.03	0.03	0.04
每股经营现金流	0.18	0.17	0.20	0.24	0.31
每股净资产	2.11	2.38	2.57	2.80	3.10
每股销售收入	1.06	1.28	1.52	1.87	2.29

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	34	44	38	30	23
PB	3.7	3.3	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	21.4	23.4	26.2	21.6	17.1
股息率	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%

## 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