

## 疫情短期影响业绩，创新业务快速发展

买入|维持

### ——卫宁健康(300253.SZ)2022年半年度报告点评

#### 事件：

公司于2022年8月26日收盘后发布《2022年半年度报告》。

#### 点评：

#### ● 上半年，公司营业收入同比增长6.98%，千万级项目增长明显

2022年上半年，公司实现营业收入10.96亿元，同比增长6.98%；实现归母净利润6689.72万元，同比下降40.09%。分板块看，医疗卫生信息化业务收入为9.17亿元，同比增长2.29%，占营业收入的比重为83.66%。其中：核心产品软件销售及技术服务业务收入同比增长10.12%，硬件销售业务收入同比下降26.95%。互联网医疗健康业务收入为1.79亿元，同比增长40.69%，占营业收入的比重为16.34%。订单方面，公司医疗卫生信息化业务新签合同订单金额同比略有增长，其中千万级项目26个（包含WiNEX项目11个），上年同期为16个，数量及金额同比均增长明显；销售商品、提供劳务收到的现金同比增长约27%，若扣除2021年第四季度客户延期付款承诺文件带来的收款影响约4500万元，则同比增长约22%。

#### ● 加强技术创新，正式将“双轮驱动”战略升级为“1+X”战略

公司持续加强技术创新，上半年研发投入为2.77亿元，占营业收入的25.27%。2022年初，公司正式将“双轮驱动”战略升级为“1+X”战略。

“1”是基于统一中台的WiNEX系列产品，实现医疗卫生服务资源数字化；依托开放互联的卫宁数字健康平台WinDHP，构建行业数字基座“+”，汇聚并数字化医药健康各方能力；通过能力交换兑现价值，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，充分释放医疗机构能力，持续丰富医疗数字化生态。

#### ● 持续拓展“互联网+医疗健康”，纳里健康平台运营GMV同比翻倍

1) 云医：2022年1-6月，纳里健康平台实现运营GMV（互联网运营流水）1.46亿元，同比增长超过一倍。2) 云药：目前云药科技拥有超过六十家商保机构、千余家医疗机构和八万多家药房的生态合作伙伴，业务范围覆盖全国，并在三百多座城市实现了开展O2O业务的能力。3) 云险：2022年上半年，卫宁科技主要推进所承建的省级医保信息平台项目的验收工作、拓展省级医保信息平台项目的二期工作；同时以各省平台项目所在地区为据点，向该地区医疗机构全面推广医院的医保费用预警分析系统、DRG/DIP系统。

#### ● 盈利预测与投资建议

公司是国内医疗卫生信息化行业的龙头厂商，在传统医疗卫生信息化业务和创新的“互联网+医疗健康”业务等全面布局，成长空间广阔。考虑到上半年的经营情况，下调公司2022-2024年营业收入预测至32.80、40.66、48.60亿元，下调归母净利润预测至4.35、5.57、6.61亿元，EPS为0.20、0.26、0.31元/股，PE为36.19、28.29、23.83倍。公司过去三年PE主要运行在30-150倍之间，考虑到公司持续加大投入，对利润构成一定影响，上调2022年的目标PE至60倍，目标价为12.00元。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

新冠肺炎疫情反复的风险；医疗卫生信息化行业相关政策落地低于预期；创新业务拓展低于预期；新产品WiNEX推广进度低于预期。

当前价/目标价：7.33元/12.00元

目标期限：6个月

#### 基本数据

52周最高/最低价（元）：16.92 / 7.33

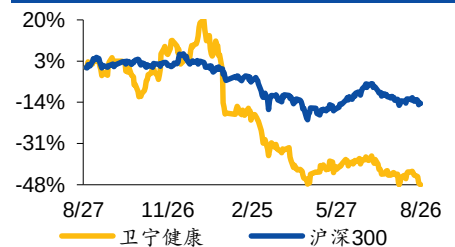
A股流通股（百万股）：1848.59

A股总股本（百万股）：2147.73

流通市值（百万元）：13550.14

总市值（百万元）：15742.85

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《国元证券公司研究-卫宁健康(300253.SZ)2021年半年度报告点评：新签合同额快速增长，WiNEX交付不断推进》2022.04.25

《国元证券公司研究-卫宁健康(300253.SZ)2021年三季报点评：业绩符合预期，WiNEX加速落地》2021.11.04

#### 报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 常雨婷

邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

## 附表：盈利预测

| 财务数据和估值       | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 2266.58 | 2750.20 | 3279.82 | 4066.12 | 4860.18 |
| 收入同比(%)       | 18.79   | 21.34   | 19.26   | 23.97   | 19.53   |
| 归母净利润(百万元)    | 491.10  | 378.17  | 434.98  | 556.53  | 660.56  |
| 归母净利润同比(%)    | 23.26   | -22.99  | 15.02   | 27.95   | 18.69   |
| ROE(%)        | 10.86   | 7.42    | 7.92    | 9.27    | 10.00   |
| 每股收益(元)(最新摊薄) | 0.23    | 0.18    | 0.20    | 0.26    | 0.31    |
| 市盈率(P/E)      | 32.06   | 41.63   | 36.19   | 28.29   | 23.83   |

资料来源：Wind，国元证券研究所

## 财务预测表

| 资产负债表            |         |         |         |         |         |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元           |         |         |         |         |         |
| 会计年度             | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
| <b>流动资产</b>      | 3235.33 | 4174.89 | 4625.32 | 5272.91 | 6022.97 |
| 现金               | 988.80  | 1600.55 | 1795.38 | 2072.01 | 2405.37 |
| 应收账款             | 584.71  | 707.65  | 833.73  | 1030.76 | 1228.65 |
| 其他应收款            | 141.78  | 151.35  | 171.53  | 206.97  | 234.26  |
| 预付账款             | 38.83   | 35.94   | 41.63   | 49.86   | 59.30   |
| 存货               | 128.26  | 133.09  | 160.56  | 201.03  | 243.91  |
| 其他流动资产           | 1352.94 | 1546.32 | 1622.48 | 1712.29 | 1851.48 |
| <b>非流动资产</b>     | 2821.82 | 3321.41 | 3433.03 | 3554.73 | 3687.97 |
| 长期投资             | 530.25  | 510.80  | 554.12  | 576.51  | 596.48  |
| 固定资产             | 464.74  | 501.98  | 520.65  | 544.13  | 572.57  |
| 无形资产             | 340.75  | 584.26  | 587.67  | 592.33  | 600.03  |
| 其他非流动资产          | 1486.08 | 1724.37 | 1770.58 | 1841.76 | 1918.89 |
| <b>资产总计</b>      | 6057.15 | 7496.30 | 8058.35 | 8827.64 | 9710.95 |
| <b>流动负债</b>      | 1229.27 | 1273.78 | 1411.58 | 1638.23 | 1881.81 |
| 短期借款             | 213.71  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 应付账款             | 394.44  | 495.12  | 658.11  | 811.68  | 976.78  |
| 其他流动负债           | 621.11  | 778.66  | 753.48  | 826.55  | 905.03  |
| <b>非流动负债</b>     | 113.64  | 1049.11 | 1068.91 | 1083.92 | 1101.44 |
| 长期借款             | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他非流动负债          | 113.64  | 1049.11 | 1068.91 | 1083.92 | 1101.44 |
| <b>负债合计</b>      | 1342.91 | 2322.89 | 2480.49 | 2722.15 | 2983.25 |
| 少数股东权益           | 192.22  | 73.46   | 85.87   | 101.68  | 120.37  |
| 股本               | 2138.10 | 2146.42 | 2147.73 | 2147.73 | 2147.73 |
| 资本公积             | 485.54  | 572.22  | 570.91  | 570.91  | 570.91  |
| 留存收益             | 1953.85 | 2278.37 | 2670.42 | 3182.24 | 3785.75 |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 4522.02 | 5099.95 | 5491.99 | 6003.81 | 6607.32 |
| <b>负债和股东权益</b>   | 6057.15 | 7496.30 | 8058.35 | 8827.64 | 9710.95 |

| 现金流量表          |         |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元         |         |         |         |         |         |
| 会计年度           | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
| <b>经营活动现金流</b> | 390.35  | 368.06  | 423.23  | 477.03  | 555.62  |
| 净利润            | 505.53  | 353.73  | 447.39  | 572.35  | 679.25  |
| 折旧摊销           | 64.77   | 90.95   | 67.37   | 70.36   | 74.49   |
| 财务费用           | 5.74    | 35.53   | -14.67  | -17.03  | -20.08  |
| 投资损失           | -101.23 | 39.04   | 14.21   | 12.36   | 10.69   |
| 营运资金变动         | -320.77 | -344.22 | -46.80  | -95.66  | -66.94  |
| 其他经营现金流        | 236.32  | 193.04  | -44.27  | -65.35  | -121.79 |
| <b>投资活动现金流</b> | -86.08  | -342.74 | -173.63 | -172.89 | -185.46 |
| 资本支出           | 186.99  | 286.23  | 38.52   | 45.31   | 52.37   |
| 长期投资           | -104.92 | 61.25   | 45.04   | 40.18   | 46.53   |
| 其他投资现金流        | -4.01   | 4.75    | -90.06  | -87.40  | -86.56  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -43.67  | 575.73  | -54.76  | -27.52  | -36.79  |
| 短期借款           | -10.56  | -213.71 | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 长期借款           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 普通股增加          | 497.03  | 8.32    | 1.30    | 0.00    | 0.00    |
| 资本公积增加         | -266.08 | 86.68   | -1.30   | 0.00    | 0.00    |
| 其他筹资现金流        | -264.06 | 694.43  | -54.76  | -27.52  | -36.79  |
| <b>现金净增加额</b>  | 260.60  | 601.05  | 194.84  | 276.62  | 333.36  |

| 利润表             |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元          |         |         |         |         |         |
| 会计年度            | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
| <b>营业收入</b>     | 2266.58 | 2750.20 | 3279.82 | 4066.12 | 4860.18 |
| 营业成本            | 1040.90 | 1475.53 | 1802.04 | 2287.08 | 2797.19 |
| 营业税金及附加         | 26.47   | 26.22   | 30.83   | 37.81   | 44.71   |
| 营业费用            | 318.79  | 387.10  | 460.82  | 565.60  | 669.73  |
| 管理费用            | 145.33  | 198.85  | 233.52  | 280.97  | 326.60  |
| 研发费用            | 229.45  | 255.67  | 291.25  | 331.88  | 363.16  |
| 财务费用            | 5.74    | 35.53   | -14.67  | -17.03  | -20.08  |
| 资产减值损失          | -81.94  | -83.93  | -75.56  | -79.67  | -87.52  |
| 公允价值变动收益        | -34.69  | 155.55  | 12.19   | 15.38   | 19.86   |
| 投资净收益           | 101.23  | -39.04  | -14.21  | -12.36  | -10.69  |
| <b>营业利润</b>     | 551.67  | 374.66  | 473.42  | 605.22  | 717.93  |
| 营业外收入           | 0.08    | 0.30    | 0.38    | 0.42    | 0.46    |
| 营业外支出           | 5.60    | 1.80    | 1.92    | 2.09    | 2.26    |
| <b>利润总额</b>     | 546.16  | 373.17  | 471.88  | 603.55  | 716.13  |
| 所得税             | 40.63   | 19.43   | 24.49   | 31.20   | 36.88   |
| <b>净利润</b>      | 505.53  | 353.73  | 447.39  | 572.35  | 679.25  |
| 少数股东损益          | 14.43   | -24.44  | 12.41   | 15.81   | 18.69   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 491.10  | 378.17  | 434.98  | 556.53  | 660.56  |
| EBITDA          | 622.17  | 501.14  | 526.12  | 658.55  | 772.34  |
| EPS (元)         | 0.23    | 0.18    | 0.20    | 0.26    | 0.31    |

| 主要财务比率          |       |        |       |       |       |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度            | 2020  | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E |
| <b>成长能力</b>     |       |        |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 18.79 | 21.34  | 19.26 | 23.97 | 19.53 |
| 营业利润(%)         | 33.73 | -32.09 | 26.36 | 27.84 | 18.62 |
| 归属母公司净利润(%)     | 23.26 | -22.99 | 15.02 | 27.95 | 18.69 |
| <b>获利能力</b>     |       |        |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 54.08 | 46.35  | 45.06 | 43.75 | 42.45 |
| 净利率(%)          | 21.67 | 13.75  | 13.26 | 13.69 | 13.59 |
| ROE(%)          | 10.86 | 7.42   | 7.92  | 9.27  | 10.00 |
| ROIC(%)         | 27.22 | 18.37  | 19.58 | 23.44 | 26.27 |
| <b>偿债能力</b>     |       |        |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 22.17 | 30.99  | 30.78 | 30.84 | 30.72 |
| 净负债比率(%)        | 16.01 | 1.21   | 0.06  | 0.06  | 0.06  |
| 流动比率            | 2.63  | 3.28   | 3.28  | 3.22  | 3.20  |
| 速动比率            | 2.53  | 3.17   | 3.16  | 3.10  | 3.07  |
| <b>营运能力</b>     |       |        |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.41  | 0.41   | 0.42  | 0.48  | 0.52  |
| 应收账款周转率         | 1.75  | 3.70   | 4.26  | 4.36  | 4.30  |
| 应付账款周转率         | 3.06  | 3.32   | 3.13  | 3.11  | 3.13  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |        |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.23  | 0.18   | 0.20  | 0.26  | 0.31  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.18  | 0.17   | 0.20  | 0.22  | 0.26  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 2.11  | 2.37   | 2.56  | 2.80  | 3.08  |
| <b>估值比率</b>     |       |        |       |       |       |
| P/E             | 32.06 | 41.63  | 36.19 | 28.29 | 23.83 |
| P/B             | 3.48  | 3.09   | 2.87  | 2.62  | 2.38  |
| EV/EBITDA       | 22.74 | 28.23  | 26.89 | 21.48 | 18.32 |

## 投资评级说明：

| (1) 公司评级定义 |                                | (2) 行业评级定义 |                               |
|------------|--------------------------------|------------|-------------------------------|
| 买入         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上   | 推荐         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间    | 回避         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上    |            |                               |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

| 合肥                                | 上海                                   |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000                         | 邮编：200135                            |
| 传真：(0551) 62207952                | 传真：(021) 68869125                    |
|                                   | 电话：(021) 51097188                    |