

评级：买入（维持）

市场价格：5.45 元/股

分析师：闻学臣

执业证书编号：S0740519090007

分析师：何柄谕

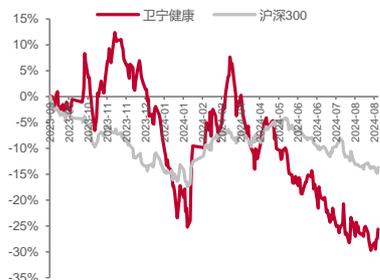
执业证书编号：S0740519090003

Email: heby@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	2,160
流通股本(百万股)	1,861
市价(元)	5.45
市值(百万元)	11,773
流通市值(百万元)	10,145

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1 《卫宁健康（300253）：医疗 IT 业务维持高增长，盈利能力显著改善》

2 《卫宁健康（300253）：医疗 IT 持续增长，医疗大模型及应用正式发布》

3 《卫宁健康（300253）：Q2 收入加速增长，WINGPT 将助力产品升级》

### 公司盈利预测及估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,093	3,163	3,669	4,310	4,940
增长率 yoy%	12%	2%	16%	17%	15%
净利润	108	358	550	700	880
增长率 yoy%	-71%	230%	54%	27%	26%
每股收益(元)	0.05	0.17	0.25	0.32	0.41
每股现金流量	0.05	0.09	0.12	0.23	0.31
净资产收益率	2%	6%	9%	10%	11%
P/E	108.6	32.9	21.4	16.8	13.4
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5

备注：股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价

### 投资要点

- 投资事件：**公司发布 2024 年中报：营业收入 12.24 亿元，同比增长 2.68%；归母净利润 0.30 亿元，同比增长 81.83%；扣非归母净利润 0.21 亿元，同比增长 147.62%。
- 医疗 IT 核心业务稳健增长，互联网医疗业务加速推进。**报告期内，公司医疗 IT 业务中核心产品软件销售及技术服务收入达 9.02 亿元，同比增长 1.83%，硬件销售业务规模达 1.44 亿元，同比下降 21.18%。医疗 IT 核心业务实现稳健增长，但受低毛利率硬件业务下降影响，公司医疗 IT 业务收入同比下降 2.12%。医疗 IT 业务下游需求旺盛，上半年公司在智慧医院、基层卫生等领域新增 20 余个千万级项目，为业务收入后续稳定增长奠定坚实的基础。互联网医疗业务加速推进，收入实现高速增长。2024 年上半年，公司互联网医疗收入规模达 1.78 亿元，增速高达 44.25%，并且随着收入结构优化，毛利率实现提升，业务毛利率 22.67%，同比提升 3.09 个百分点。
- 互联网医疗多个细分板块成长性良好，创新业务明显减亏。**互联网医疗业务目前主要可以分为云医、云药、云险，报告期内相关收入均实现高速增长。云医方面，纳里股份收入 8090.17 万元，增速 125.10%，净利润为亏损 1924.36 万元，实现减亏。云药方面，环耀卫宁收入 1.02 亿元，增速 17.30%，净利润为 205.82 万元，实现扭亏为盈。云险方面，卫宁科技收入 9418.19 万元，增速 187.64%，净利润为亏损 5843.33 万元，实现减亏；2024 年上半年新签合同 1.26 亿元，增速高达约 60%。三块业务总收入达到 2.77 亿元，增速高达 77.91%，总净利润为亏损 7561.87 万元，而去年同期为亏损 1.44 亿元，减亏明显。
- 重视医疗 AI 投入，医疗大模型产品加速落地。**公司重视产品研发创新，2024 年上半年研发投入规模达 3.01 亿元，占收入比例高达 24.59%；报告期内，新增专利 74 项，其中发明专利 13 项。公司医疗大模型 WINGPT 通过国家互联网信息办公室“深度合成算法”备案，并且 WINEX Copilot 病历质控助手、病历文书助手、智能语音查房助手等产品已经在北大人民医院、上海市同济医院等项目中落地。公司加大医疗 AI 投入力度，强化公司产品智能化能力，增强产品竞争力。
- 投资建议：**我们预计公司 2024/2025/2026 年收入分别为 36.69/43.10/49.40 亿元，净利润分别为 5.50/7.00/8.80 亿元，对应 PE 分别为 21.4/16.8/13.4 倍。考虑公司业绩高速增长以及估值处于较低水平，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**业务发展不及预期，政策推进缓慢

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,114	921	1,002	1,287	营业收入	3,163	3,669	4,310	4,940
应收票据	18	18	22	25	营业成本	1,740	1,952	2,235	2,526
应收账款	1,110	1,175	1,335	1,497	税金及附加	30	36	40	45
预付账款	81	59	67	76	销售费用	459	492	569	642
存货	111	176	201	227	管理费用	195	205	237	267
合同资产	2,204	2,513	2,887	3,260	研发费用	333	367	409	469
其他流动资产	2,419	2,796	3,220	3,643	财务费用	51	42	41	39
流动资产合计	4,854	5,144	5,847	6,756	信用减值损失	-8	-15	-35	-38
其他长期投资	22	25	30	34	资产减值损失	-137	-145	-172	-180
长期股权投资	499	499	499	499	公允价值变动收益	-50	0	0	0
固定资产	481	478	482	490	投资收益	29	-23	-21	14
在建工程	0	0	0	0	其他收益	153	170	185	200
无形资产	1,037	1,233	1,410	1,569	营业利润	341	562	735	946
其他非流动资产	1,657	1,662	1,666	1,669	营业外收入	1	1	0	1
非流动资产合计	3,695	3,897	4,086	4,261	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	8,549	9,041	9,933	11,017	利润总额	341	562	734	946
短期借款	58	0	0	0	所得税	23	28	40	66
应付票据	1	2	2	1	净利润	318	534	694	880
应付账款	674	664	760	859	少数股东损益	-40	-16	-7	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	358	550	701	880
合同负债	145	275	345	420	NOPLAT	365	573	732	916
其他应付款	232	232	232	232	EPS (摊薄)	0.17	0.25	0.32	0.41
一年内到期的非流动负债	37	37	37	37					
其他流动负债	562	473	527	579					
流动负债合计	1,708	1,683	1,902	2,128					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	1,002	1,002	1,002	1,002					
其他非流动负债	158	158	158	158					
非流动负债合计	1,160	1,160	1,160	1,160					
负债合计	2,868	2,842	3,062	3,288					
归属母公司所有者权益	5,687	6,221	6,900	7,758					
少数股东权益	-6	-22	-29	-29					
所有者权益合计	5,681	6,199	6,871	7,729					
负债和股东权益	8,549	9,041	9,933	11,017					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	185	270	499	671
现金收益	533	703	883	1,086
存货影响	-13	-65	-25	-26
经营性应收影响	-75	104	0	6
经营性应付影响	77	-9	97	98
其他影响	-336	-462	-455	-492
投资活动现金流	-270	-348	-356	-325
资本支出	-685	-321	-328	-334
股权投资	-4	0	0	0
其他长期资产变化	419	-27	-28	9
融资活动现金流	-68	-115	-63	-61
借款增加	54	-58	0	0
股利及利息支付	-34	-1,388	-940	-1,716
股东融资	20	0	0	0
其他影响	-108	1,331	877	1,655

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	2.3%	16.0%	17.5%	14.6%
EBIT 增长率	401.0%	54.0%	28.4%	27.1%
归母公司净利润增长率	230.1%	53.5%	27.5%	25.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	45.0%	46.8%	48.1%	48.9%
净利率	10.0%	14.5%	16.1%	17.8%
ROE	6.3%	8.9%	10.2%	11.4%
ROIC	8.2%	11.5%	13.1%	14.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	34.5%	34.9%	33.5%	31.4%
债务权益比	22.1%	19.3%	17.4%	15.5%
流动比率	2.8	3.1	3.1	3.2
速动比率	2.8	3.0	3.0	3.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	116	112	105	103
应付账款周转天数	132	123	115	115
存货周转天数	22	26	30	31
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.17	0.25	0.32	0.41
每股经营现金流	0.09	0.13	0.23	0.31
每股净资产	2.63	2.88	3.20	3.59
<b>估值比率</b>				
P/E	33	21	17	13
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	48	37	29	23

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
<p>备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。</p>		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。