

2021年卫宁健康科技集团股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券 2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年卫宁健康科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
卫宁转债	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：卫宁健康科技股份有限公司（以下简称“卫宁健康”或“公司”，证券代码 300253.SZ）所处的医疗卫生信息化行业发展前景较好，规模持续增长，公司研发实力较强，跟踪期内营收持续增长，财务结构依然稳健，货币资金充裕，融资渠道畅通，流动性压力较小。同时中证鹏元关注到，公司创新类业务亏损规模持续扩大，未来盈利情况存在不确定性，同时医疗信息化行业竞争激烈，若公司技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求变化，将面临竞争力下降甚至经营风险；公司 2022 年回款趋弱，应收账款和合同资产规模较大，对营运资金形成较大占用，公司期间费用、投资亏损对利润侵蚀较大，2022 年商誉减值规模较大，未来依旧存在商誉减值风险等风险因素。

评级日期

2023 年 6 月 16 日

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	77.43	78.22	74.96	60.57
归母所有者权益	51.20	51.10	51.00	45.22
总债务	10.75	10.67	9.53	2.15
营业收入	4.49	30.93	27.50	22.67
净利润	-0.90	0.15	3.54	5.06
经营活动现金流净额	-0.92	1.00	3.68	3.90
净债务/EBITDA	--	-0.12	-0.88	-1.02
EBITDA 利息保障倍数	--	9.50	13.94	70.41
总债务/总资本	17.01%	17.23%	15.55%	4.39%
FFO/净债务	--	-466.33%	-70.06%	-69.07%
EBITDA 利润率	--	18.31%	23.66%	30.68%
总资产回报率	--	1.28%	6.21%	9.98%
速动比率	2.70	2.66	3.17	2.53
现金短期债务比	13.74	13.10	49.21	4.52
销售毛利率	32.43%	43.69%	46.35%	54.08%
资产负债率	34.25%	34.46%	30.99%	22.17%

注：公司 2020-2022 年净债务为负，净债务/EBITDA、FFO/净债务数据为负。
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **医疗卫生信息化行业仍处于快速成长期，市场规模持续增长。**2022 年我国软件和信息技术服务业实现较快增长，其中信息技术服务份额持续提升；在政策持续利好的情况下，为行业内企业经营提供了良好的发展环境。
- **公司研发能力较强，订单稳定增长，营收规模持续提升，随着“1+X”战略持续推进，有助于维持竞争优势。**2022 年初公司将“双轮驱动”战略升级为“1+X”战略，继续加大研发投入，实现医疗卫生服务资源数字化，构建数字化产品、数据服务创新、互联网亿元等数字应用场景；2022 年公司整体经营情况较为稳健，医疗卫生信息化方面大额订单有所增长，为未来业务持续发展夯实基础。
- **财务结构较为稳健，债务压力较小。**公司财务杠杆较为稳健，货币资金充裕，短期债务规模和资产受限规模较小，流动性较好。

关注

- **若公司未来技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求变化，将面临竞争力下降甚至经营风险。**医疗卫生信息化行业技术更新迭代速度快，市场竞争激烈，行业洗牌加剧，若公司在未来发展过程中技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求的变化，将面临竞争力下降甚至面临经营风险。
- **公司应收账款和合同资产规模较大对营运资金形成较大占用，需关注回收风险。**2022 年公司回款趋弱，应收账款和合同资产规模持续增长且规模较大，2022 年末合计占公司总资产比重的 34.21%。2022 年应收账款累计计提坏账准备 4.72 亿元，合同资产累计计提减值 4.51 亿元，对公司营运资金形成较大占用，需关注其回收风险。
- **公司互联网医疗健康业务经营不达预期，拖累业绩，期间费用侵蚀盈利，对外投资亏损规模较大，面临商誉减值风险。**2022 年公司创新业务互联网医疗健康业务业绩不达预期，经营持续亏损，合并范围子公司卫宁云钥科技（上海）有限公司（以下简称“云钥科技”）、孙公司纳里健康科技有限公司（以下简称“纳里健康”）、长投标的上海金仕达卫宁软件科技有限公司（以下简称“卫宁科技”）合计亏损 3.54 亿元，拖累公司业绩；此外，公司期间费用规模较大，侵蚀公司盈利；公司并购形成的商誉规模较大，2022 年对云钥科技计提减值 2,294.30 万元，未来仍面临较大商誉减值风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在行业内较有竞争力，技术研发及产品竞争能力强，预计公司业务持续性较好。综合考虑，公司经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	东华软件	东软集团	思创医惠	创业慧康	卫宁健康
总资产	220.26	188.72	36.49	57.84	78.22
营业总收入	118.33	94.66	11.09	15.27	30.93
净利润	4.10	-3.47	-8.86	0.41	0.15
销售毛利率	23.16%	20.78	15.81%	49.39%	43.69%
资产负债率	48.36%	50.66%	63.52%	20.43%	34.46%
研发投入占营业总收入比例	7.37%	9.72%	16.14%	14.26%	20.22%

注：以上各指标均为 2022 年/2022 年末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
软件与服务企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果⁷

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	5/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2022-6-22	刘书芸、秦风明	软件与服务企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) ， 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA	2020-12-8	刘玮、王贞姬	企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0) ， 软件开发企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
卫宁转债	9.70	9.70	2022-6-22	2027-3-16

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年3月16日发行6年期9.7亿元可转换公司债券，募集资金计划用于新一代智慧医疗产品开发及云服务项目、互联网医疗及创新运营服务项目和营销服务体系扩建项目。2021年12月，公司将原募投项目“互联网医疗及创新运营服务项目-云医项目”的募集资金19,167.30万元及专户利息（具体金额以实际结转时专户资金余额为准）全部用于“WiNEX MY项目¹”，2022年3月，实际转出募集资金19,557.83万元至“WiNEX MY项目”的专户。截至2022年12月31日，募集资金专项账户余额为2.76亿元。

2023年1月公司拟将“互联网医疗及创新运营服务项目-药品耗材供应链管理项目”剩余募集资金9,286.51万元（含利息，具体金额以结转当日专户实际余额为准）永久补充流动资金。2023年3月，该项目募集资金9,416.82万元已转出补充流动资金。2023年3月公司募投项目“新一代智慧医疗产品开发及云服务项目”、“互联网医疗及创新运营服务项目-商保数字化理赔项目”、“营销网络扩充项目”均已达到预定可使用状态，拟将上述三个募投项目进行结项，并将截至2023年4月15日上述募投项目节余募集资金1,700.86万元永久补充流动资金，用于公司日常生产经营及业务发展。

三、发行主体概况

2022年“卫宁转债”转股增加6,278股，2023年一季度“卫宁转债”转股179股，截至2023年3月31日，卫宁转债累计转换成公司股票9,871股，未转换比例为99.98%。2022年公司股票期权行权1,298,781份，股本增加1,298,781股，截至2023年3月31日，公司累计回购股份14,256,400股，截至2023年3月31日公司股本为21.48亿。

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化，控股股东和实际控制人仍为周炜和王英夫妇，截至2023年3月末周炜先生持有公司8.22%股份，王英女士持有公司4.96%股份，两人合计持有公司13.18%股份，此外，周成（系周炜、王英夫妇之子）、上海迎水投资管理有限公司-迎水匠心2号私募证券投资基金等10个私募基金同周炜和王英夫妇构成一致行动人关系，上述10个迎水私募产品共持有公司股份77,749,000股。

表1 公司实际控制人及其一致行动人情况

实际控制人姓名	与实际控制人关系	国籍	是否取得其他国家
---------	----------	----	----------

¹ WiNEX MY 是一款在 WiNEX 基础上的、为医护人员提供互联网+医疗服务的產品。

			或地区居	留权
周炜	本人	中国	否	
王英	本人	中国	否	
周成	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	中国	否	
上海迎水投资管理有限公司-迎水匠心2号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否	
上海迎水投资管理有限公司-迎水匠心3号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否	
上海迎水投资管理有限公司-迎水龙凤呈祥14号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否	
上海迎水投资管理有限公司-迎水巡洋2号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否	
上海迎水投资管理有限公司-迎水绿洲10号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否	
上海迎水投资管理有限公司-迎水和谐8号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否	
上海迎水投资管理有限公司-迎水潜龙4号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否	
上海迎水投资管理有限公司-迎水潜龙7号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否	
上海迎水投资管理有限公司-迎水潜龙16号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否	
上海迎水投资管理有限公司-迎水潜龙18号私募证券投资基金	一致行动（含协议、亲属、同一控制）	不适用	否	

资料来源：公司 2022 年年报，中证鹏元整理

表2 截至 2023 年 3 月 31 日公司前十大股东明细（单位：股）

股东名称	股东性质	持股数量	持股比例	持有限售条件的股份数量
周炜	境内自然人	176,474,241	8.22%	132,355,681
王英	境内自然人	106,529,129	4.96%	79,896,847
上海云鑫创业投资有限公司	境内非国有法人	106,205,870	4.95%	
刘宁	境内自然人	103,612,949	4.82%	77,709,712
平安银行股份有限公司-招商核心竞争力混合型证券投资基金	其他	68,752,724	3.20%	-
周成	境内自然人	63,050,000	2.94%	-
香港中央结算有限公司	境外法人	33,684,110	1.57%	-
中国银行股份有限公司-华宝中证医疗交易型开放式指数证券投资基金	其他	31,120,620	1.45%	-
博时基金-农业银行-博时中证金融资产管理计划	其他	25,002,213	1.16%	-
中国建设银行股份有限公司-招3年封闭运作瑞利灵活配置混合型证券投资基金	其他	25,000,048	1.16%	-
合计		739,431,904	34.43%	-

资料来源：公司公告、2023 年一季报，中证鹏元整理

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，业务主要覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域。2022年1月12日，公司在上海新设立一级子公司上海卫宁健康技术有限公司（以下简称“卫宁技术”），2022年7月5日，公司子公司运钥科技新设全资子公司卫宁运钥科技

(广东)有限公司(以下简称“云药(广东)”),云药广东于2022年7月27日设立全资子公司卫宁云药(广东)大药房有限公司(以下简称“云药(广东)大药房”),注销2家一级子公司,分别为西安卫宁软件有限公司(以下简称“西安卫宁”)和浙江万鼎信息技术有限公司(以下简称“浙江万鼎”),具体变化情况如下表。

表3 2022年公司合并报表范围变化情况(单位:万元,%)

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
卫宁技术(一级)	100.00	1,000.00	医疗软件、硬件及维护服务	新设
云药(广东)(二级)	51.00	204.08	远程健康服务、软件开发服务等	新设
云药(广东)大药房	100.00	100.00	互联网医院服务等	新设

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况(单位:万元,%)

子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
西安卫宁	100.00	500.00	医疗软件、硬件及维护服务	注销
浙江万鼎	92.76	2,902.00	医疗软件、硬件及维护服务	注销

资料来源:公司2022年审计报告、公开资料,中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需,宏观经济政策以稳为主,将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,经济增长有望企稳回升

2022年以来,我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻,需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现,地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加,经济下行压力较大,4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出,宏观经济大盘止住下滑趋势,总体维持较强韧性。具体来看,制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性,基建投资增速在政策支持下大幅上升,对于稳定经济增长发挥重要作用;房地产投资趋势下行,拖累固定资产投资;消费在二季度和四季度单月同比出现负增长;出口数据先高后低,四季度同比开始下降。2022年,我国GDP总量达到121.02万亿元,不变价格计算下同比增长3.0%,国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面,2023年全球经济将整体放缓,我国经济增长动能由外需转为内需,内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主,从改善社会心理预期、提振发展信心入手,重点在于扩大内需,尤其是要恢复和扩大消费,并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效,总基调保持积极,专项债靠前发力,适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围,有效支持高质量发展。货币政策精准有力,稳健偏中性,更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性,市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件,将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,并加强政策

间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

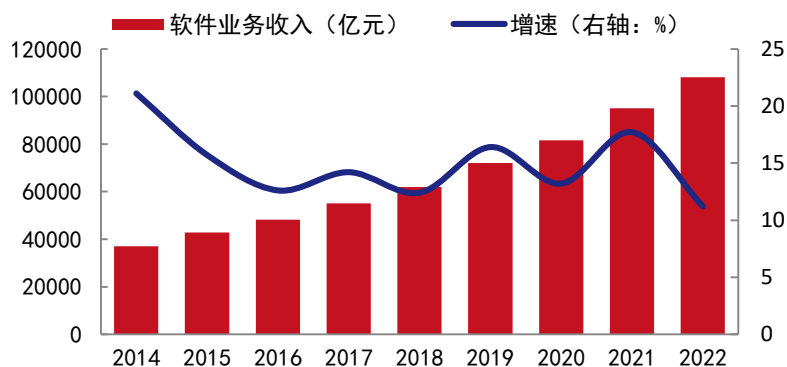
在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

2022年我国软件和信息技术服务业实现较快增长，其中信息技术服务份额持续提升；在政策持续利好的情况下，为行业内企业经营提供了良好的发展环境

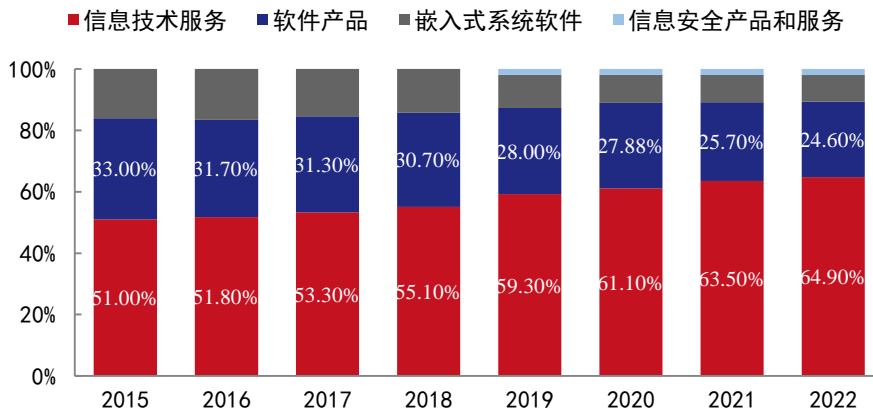
2022年我国软件和信息技术服务业实现较快增长。具体来看，2022年我国软件和信息技术服务业规模以上企业超过3.5万家，累计完成软件业务收入108,126亿元，同比增长11.2%，增速较上年有所回落，实现利润总额12,648亿元，同比增长5.7%。

图 1 我国信息传输、软件和信息技术服务业生产总值及增速



资料来源：2022年软件和信息技术服务业统计公报，中证鹏元整理

分领域来看，随着产业向服务化、云化演进，以在线软件运营服务、平台运营服务、基础设施运营服务等为代表的信息技术服务收入规模及其在整体行业收入中占比持续提升。2022年信息技术服务业务实现收入70,128亿元，同比增长11.7%，占全国软件和信息技术服务业收入的比重为64.9%，较上年增加1.4个百分点。其中，电子商务平台技术服务收入11,044亿元，同比增长18.5%；云服务、大数据服务共实现收入10,427亿元，同比增长8.7%。2022年软件产品实现收入26,583亿元，同比增长9.9%，占全国软件和信息技术服务业收入的比重为24.6%。其中，工业软件产品实现收入2,407亿元，同比增长14.3%，为支撑工业领域的自主可控发展发挥重要作用。而信息安全产品和服务以及嵌入式系统软件收入有不同程度增长，但占比较小。

图 2 我国软件和信息技术服务业收入仍集中在信息技术服务和软件产品


资料来源：工信部，中证鹏元整理

“十四五”时期，全球新一轮科技革命和产业变革深入推进，我国迈向高质量发展新阶段，软件和信息技术服务业迎来新的发展机遇。2022年我国软件和信息技术服务业政策持续利好。2022年1月，国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》，明确了“十四五”时期推动数字经济健康发展的指导思想、基本原则、发展目标、重点任务和保障措施。随着相关利好政策的出台以及软件和信息技术服务业“十四五”发展规划布局的启动，叠加2020年11月《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）的正式签署，我国软件和信息技术服务业将进入自主创新、融合应用、协同突破的新时期，为行业内企业经营提供了良好的发展环境。

表4 2022年我国软件和信息技术服务业主要政策情况

时间	政策颁发机构	政策名称	主要内容
2022年1月12日	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	协同推进信息技术软硬件产品产业化、规模化应用，加快集成适配和迭代优化，推动软件产业做大做强，提升关键软硬件技术创新和供给能力。
2022年11月30日	国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	聚焦保障煤电油气运安全稳定运行，强化关键仪器设备、关键基础软件、大型工业软件、行业应用软件和工业控制系统、重要零部件的稳定供应，保证核心系统运行安全。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

➤ 医疗卫生信息化行业

近年国家陆续推出积极推动行业发展产业政策，继续为医疗卫生信息化行业提供良好的发展机遇

随着人口增长及老龄化趋势显现，提升医疗效率、提高医疗质量、优化医疗资源配置等医疗建设目标引导医疗信息化行业不断发展。近年我国医疗信息化行业持续发展壮大，医疗信息化建设取得了长足进步，但仍面临诸多挑战和不足，整体医疗生态有待完善。2021年以来，国家卫生健康委及其他部委密集出台相关政策，推进智慧医疗体系建设，同时政策重心坚持以健康为中心，健全公共卫生应急管理体系，持续深化医疗、医保、医药联动改革，为行业提供了新的发展机遇。

表5 2022年医疗卫生信息化主要行业政策梳理

发布机构	发布时间	政策名称	主要内容
发改委	2022.1	《“十四五”公共服务规划》	在医疗数字化方面，明确积极发展智慧医疗，鼓励医疗机构提升信息化、智能化水平，支持健康医疗大数据资源开发应用。丰富商业健康保险产品。推动检验检查结果互认。同时，推动数字化服务普惠应用与服务数据互联互通，推动医疗卫生、养老等公共服务领域和政府部门数据有序开放。
卫健委、医保局、中医药局、军委后勤部	2022.2	《医疗机构检查检验结果互认管理办法》	要求医疗机构应当按照医院信息化建设标准与规范要求，加强以电子病历为核心医院信息平台建设。建立健全本机构内的互认工作管理制度，加强人员培训，规范工作流程，为有关医务人员开展互认工作提供必要的设备设施及保障措施。医联体头医院应当推进医联体内数据信息的互联互通，加强检查检验的质量控制，提升检查检验的同质化水平，实现检查检验结果的互认共享。
国务院	2022.3	《“十四五”中医药发展规划》	提升中医药信息化水平。依托现有资源持续推进国家和省级中医药数据中心建设。优化升级中医馆健康信息平台，扩大联通范围。落实医院信息化建设标准与规范要求，推进中医医院及中医馆健康信息平台规范接入全民健康信息平台。加强关键信息基础设施、数据应用服务的安全防护，增强自主可控技术应用。开展电子病历系统应用水平分级评价和医院信息互联互通标准化成熟度测评。鼓励中医辨证论治智能辅助诊疗系统等具有中医药特色的信息系统研发应用。
国务院	2022.4	《“十四五”国民健康规划》	促进全民健康信息联通应用，落实医疗卫生机构信息化建设标准与规范，依托实体医疗机构建设互联网医院，支持医疗联合体运用互联网技术便捷开展预约诊疗、双向转诊、远程医疗等服务，优化“互联网+”签约服务。推广应用人工智能、大数据、第五代移动通信（5G）、区块链、物联网等新兴信息技术等，强化国民健康支撑与保障。
卫健委、中医药局、疾控局	2022.11	《“十四五”全民健康信息化规划》	明确全面推进医院信息化建设提档升级，鼓励医院信息系统云上部署，推进医学影像数据存储、互联网服务和应用信息系统分步上云。另外，在标准体系、“互联网+医疗健康”、医疗大数据、基层信息化、互通共享、数据安全等方面提出明确任务及行动要求。
中医药管理局	2022.12	《“十四五”中医药信息化发展规划》	明确到2025年，基本建成与中医药管理体制相适应、符合中医药自身发展规律、与医疗健康融合协同的中医药信息化体系，信息化将成为中医药传承创新发展的重要支撑。

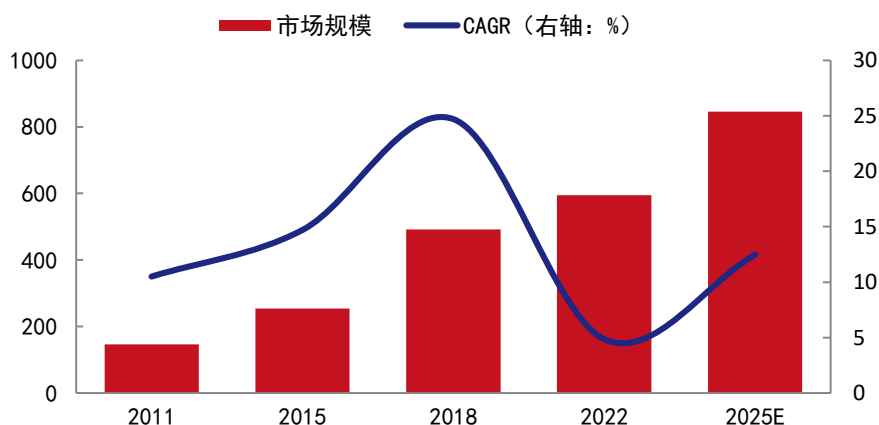
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

医疗卫生信息化行业仍处于快速成长期，市场规模持续增长，行业的高度专业化以及系统复杂程度使得行业进入壁垒较高，客户粘性较强，市场集中度较低，下游需求对医疗卫生信息化投资需求将进一步提高

近年医疗卫生信息化行业持续快速增长。根据国际数据公司（以下简称“IDC”）统计，2011、2015、2018以及2022年中国医疗行业IT市场规模分别为146.30亿元、253.60亿元、491.80亿元以及594.30亿元，2011-2015、2015-2018、2018-2022年医疗卫生信息化行业市场规模平均年复合增长率（以下简称

“CAGR”）分别为14.70%、24.70%和4.85%。根据IDC《中国医疗行业IT市场预测，2021-2025》研究报告预测，2025年市场规模将达到845.70亿元，其2020-2025年的年复合增长率约为12.80%，保持较快增速。

图3 医疗信息化市场规模持续增加（单位：亿元）



资料来源：IDC，中证鹏元整理

医疗卫生信息化行业是一个高度专业化的行业，需满足医疗学科严谨性和信息技术先进性的需要，产品功能具有较为明显的专家系统特征，要求产品研发团队有丰富的医学知识支撑，才能研发出合格的产品，技术壁垒较高。因此该行业需要大量的拥有IT与医疗卫生双重知识背景的人才，而这类人才的培养却比较困难，专业人才的匮乏已成为行业发展的制约因素。同时，医疗卫生机构业务条线多、流程复杂，对应的信息系统功能繁多、架构复杂、数据源安全性要求高，加之医疗政策变动频繁，因此决定了医疗卫生机构与医疗卫生信息化厂商之间以长期合作为主，有利于市场先入者的业务持续发展，而对新的市场竞争者形成了较高的进入壁垒和品牌壁垒。

目前国内的独立软件商或者系统集成商在医疗信息化行业中处于主导地位，国内的医疗信息化企业以EMR、HIS、系统集成为主，医疗卫生健康领域医疗信息化及软件生产供应商较多，以区域性供应商为主。根据IDC统计的中国医疗信息化规模以及前瞻对东软集团股份有限公司（以下简称“东软集团”）、卫宁健康、东华软件股份有限公司（以下简称“东华软件”）、创业慧康科技股份有限公司（以下简称“创业慧康”）、万达信息股份有限公司、思创医惠科技股份有限公司（以下简称“思创医惠”）、浙江和仁科技股份有限公司、苏州麦迪斯顿医疗科技股份有限公司八家上市企业医疗信息化业务营收统计可得，我国医疗信息化行业集中度虽然呈上升趋势，但总体偏低，目前行业CR5仅40%左右，CR10仅56%左右，IDC报告中排名第一的卫宁健康市场份额不足13%，整体而言行业格局分散，且区域分布较为明显，呈现“大行业、小企业”格局。

随着医疗信息化行业的快速发展，国内外市场参与者不断增加，像英特尔、IBM、Oracle、思科以

及阿里、腾讯、华为等都通过战略合作或成立专业的医疗行业部门进军医疗信息化领域，竞争也将越来越激烈，用户对厂商的品牌信誉、服务能力、需求梳理能力、行业成功经验的要求越来越高，头部企业凭借客户基础、技术储备、品牌和渠道以及项目经验等方面的先发优势，有利于在未来竞争中扩大领先优势，进一步提高市场占有率，区域性小型厂商将在竞争中逐渐被淘汰，整体市场集中度将趋于提升。

五、经营与竞争

2022年初公司将“双轮驱动”战略升级为“1+X”战略，实现医疗卫生服务资源数字化，构建数字化产品、数据服务创新、互联网亿元等数字应用场景；2022年经营情况较为稳健，医疗卫生信息化方面大额订单有所增长，为未来业务持续发展夯实基础，但互联网医药健康业务持续亏损，后期能否盈利存在较大不确定性

跟踪期内公司主营业务未发生变化，收入仍主要来自传统的医疗卫生信息化相关业务和创新的互联网医疗健康服务业务，2022年初公司将双轮驱动升级为“1+X”战略，即基于统一中台的WiNEX系列产品（“1”），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，助力医疗机构数字化转型。2022年公司营收较为稳定，但互联网医药健康业务刚性支出规模较大，增收不增利，经营持续亏损，拖累公司业绩。2023年一季度公司销售收入4.49亿元，同比微增0.82%，受季节性、人员工资刚性支出等因素叠加，亏损加大。

2022年公司营业收入保持增长，互联网医疗健康收入增速较高，传统的医疗卫生信息化业务收入增速有所下滑。毛利率方面，传统业务毛利率均有不同程度下滑，互联网健康尚处于培育发展期，毛利率仍然处于较低水平，总体来看公司2022年主营业务毛利率较上年下降2.70个百分点。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
软件销售	19,144.91	42.62%	33.89%	150,738.84	48.76%	62.15%	130,632.21	47.52%	64.47%
硬件销售	7,041.60	15.68%	24.03%	45,921.12	14.85%	11.17%	44,438.46	16.16%	13.60%
技术服务	11,860.59	26.41%	40.98%	56,182.07	18.17%	54.42%	56,052.70	20.39%	58.64%
互联网医疗健康	6,871.09	15.30%	22.20%	56,306.71	18.21%	9.95%	43,802.68	15.93%	9.80%
合计	44,918.19	100.00%	32.43%	309,148.74	100.00%	43.66%	274,926.05	100.00%	46.36%

注：公司2023年1-3月营业收入合计数同一季度报表数44,917.29万元有差异系统计差异

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司能够持续遵循既定战略发展，经营情况较为稳健，医疗卫生信息化方面大额订单有所增长，为未来业务持续发展夯实基础，但互联网医药健康业务持续亏损，后期能否盈利存在较大不确定性

跟踪期内，公司销售模式及款项支付方式未发生变化，公司软件产品主要采用直销方式进行销售，通过直接参加医院等机构的投标并中标来取得业务合同，也有部分向中标的系统集成商销售软件。硬件销售作为软件业务的配套业务由网络集成事业部负责，一般在客户明确硬件采购需求时签署合同，经过公司内部相关部门评审后由采购部统一负责向长期合作的硬件厂商或其代理商采购，按照合同条款将硬件设备交付给客户，经客户验收后完成销售。价格方面，公司主要根据产品的研发投入、复杂程度、技术水平、投资回收期等因素，确定产品销售的基准价格；并结合市场竞争情况、客户招标的实际情况以及客户或项目对公司产品带来的其他影响等综合因素，对基准价格进行合理调整，确定相应的销售价格。款项支付方面，按照合同约定，客户付款通常包括预付款、进度款、验收款及尾款四部分，不同项目之间支付方式差异较大。

由于公司客户以国内的公立医院、卫生管理部门等机构为主，周期相对较长。公司客户年度资本开支主要集中在下半年尤其是第四季度，对公司的项目验收和付款也集中在下半年。由于受上述因素的影响，导致公司营业收入、净利润、经营性现金流量呈不均衡的季节性分布，第四季度能达到全年的50%以上。

2022年公司实现营业收入30.93亿元，同比增长12.46%，营收增速下滑，上年增速为21.34%，主要受宏观环境影响，公司部分订单延后，在手订单实施和项目交付验收部分延缓。2023年一季度，公司实现营业收入4.49亿元，同比增长0.82%，上年同期增速为29.25%，一季度增速下滑幅度较大；其中软件销售及技术服务业务收入合计同比下降5.83%；硬件销售业务收入同比增长84.09%，互联网医疗健康业务收入同比下降11.93%。

具体分业务来看，2022年公司传统业务软件销售及技术服务业务收入同比增长10.84%（上年同比增长12.55%），销售增速连续两年下滑；硬件销售业务收入同比增长3.34%（上年同比下降2.40%），传统业务整体表现平稳。

表7 2021-2022年公司主要项目收入情况（单位：万元）

年份	项目名称	业务类型	收入金额	合同金额	回款金额
2022年	项目一	软件	6,338.97	8,000.00	2,300.00
	项目二	软件/硬件	2,938.94	4,200.00	1,200.00
	项目三	软件/硬件	2,638.56	3,480.00	0.00
	项目四	软件	2,117.70	6,899.00	223.00
	项目五	软件/硬件	2,038.36	3,174.95	1,263.48
2021年	项目一	软件/硬件	3,734.18	5,990.00	1,750.00
	项目二	软件/硬件	2,428.39	3,349.30	635.70
	项目三	服务/硬件	2,157.57	2,552.30	2,325.05
	项目四	软件/硬件	1,970.09	3,150.00	1,575.00
	项目五	软件/硬件	1,926.41	2,409.00	300.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年创新业务互联网医疗健康业务收入同比增长28.55%，增速较上年同期下滑较大（上年同比增长191.61%），利润方面，由于前期投入较大，业务处于亏损状态，公司互联网健康业务主要由子公司运钥科技、控股孙公司纳里健康、参股子公司卫宁科技负责。纳里健康业务现阶段仍处于开拓期，投入大、产出小，由于成本费用增速快于收入增速以及产出的滞后性致使纳里健康尚未实现盈利。运钥科技通过提供数字化解决方案及RINGNEX“医药健险联合运营”SaaS平台，打通院内到院外医、药、健、险运营体系。2022年度，运钥科技收入同比增长33.24%，收入结构中较低毛利率的药品业务占比较高。为配合战略升级，运钥科技在2022年初配备了较多的人力储备、加大研发和市场投入，加上宏观环境阶段影响等致使2022年亏损加大。卫宁科技收入同比增长39.43%，但受宏观环境影响，整体各地省平台项目的验收和二期项目的招投标工作较原预期有所延迟，整体医院端的业务拓展有所阻滞等，而人力成本是相对刚性支出，综合导致业务仍处于亏损状态。中证鹏元认为公司创新业务尚处于发展前期，投入规模较大，处于亏损状况，未来业绩情况能否好转尚待观察。

表8 2021-2022年公司互联网医疗健康业务收入情况（单位：万元）

公司	卫宁持股比例	营业收入			净利润		
		2022年	2021年	增速	2022年	2021年	增速
纳里健康	55.49%	15,112.15	14,675.67	2.97%	-3,675.38	-2,299.51	-59.83%
运钥科技	43.70%	45,757.96	34,341.27	33.24%	-16,562.32	-7,038.36	-135.32%
卫宁科技	36.82%	15,898.27	11,402.55	39.43%	-15,131.59	-12,148.75	-24.55%
合计		76,768.38	60,419.49	27.06%	-35,369.29	-21,486.62	-64.61%

注：（1）卫宁持股比例指卫宁健康及其控股子公司合计认缴出资比例；（2）纳里健康于2023年5月增资扩股，纳里股份注册资本由5,000万元增至6,250万元，并已完成工商变更登记手续，公司及全资子公司卫宁互联网科技有限公司合计持有纳里股份的股权由69.37%下降至55.49%；运钥科技于2023年5月增资扩股，并已完成工商变更，运钥科技的注册资本由13,041.52万元增至16,627.93万元，公司对运钥科技的持股比例由38.22%增加至43.70%；卫宁科技于2023年4月通过股权转让及增资扩股的方式引入新股东，股权转让及增资已全部完成，尚未办理工商变更登记，成功实施后，公司对卫宁科技持股比例将由36.82%下降至28.04%。（3）公司是卫宁科技第一大股东，未纳入合并范围，上述收入合计（剔除卫宁科技）同表6不一致系统口径差异所致。

资料来源:公司2022年年报,公司公告,中证鹏元整理

医疗卫生信息化业务新签订单方面，2022年公司新签订单金额较2021年同比增长8.64%，由于公司战略业务有一定调整，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、医药险联动等多个数字健康应用场景，为客户提供一整套设计解决方案，订单内容相比之前较为丰富，大额订单数量增长，2022年千万级订单项目数量65个，千万级订单总额同比增长73.55%。新签订单总额同比增长8.64%，业务可持续性较好。

表9 公司2021-2022年订单统计情况（单位：万元、个）

项目	2022年	2021年
新签订单总额	323,956.78	298,198.65
其中：1,000万元以上的订单总额	130,802.69	75,370.07
1,000万元以上的订单个数	65	36

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期销售区域结构变化不大，上海、华东区域、华北区域依然是公司主要销售区域，其中2022年华南区域销售增长41.27%，增速最高，华北区域微增3.28%。若未来华东及华北等市场趋于饱和或市场竞争加大导致业绩不达预期，将对公司经营业绩产生不利影响。

表10 公司营业收入区域分布及占比情况（单位：万元）

区域	2022年		2021年		2022年收入增速
	收入	占比	收入	占比	
上海	52,199.18	16.88%	44,184.06	16.07%	18.14%
其他华东地区	84,141.90	27.21%	73,953.09	26.89%	13.78%
华北	125,003.35	40.42%	121,034.80	44.01%	3.28%
华中	25,246.61	8.16%	19,782.47	7.19%	27.62%
华南	22,695.44	7.34%	16,065.78	5.84%	41.27%
合计	309,286.47	100.00%	275,020.21	100.00%	12.46%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司下游的主要客户仍以国内的公立医院、卫生管理部门等机构为主。由于医疗卫生机构业务条线多、流程复杂，对应的信息系统功能繁多、架构复杂，加之医疗政策变动频繁，因此决定了医疗卫生机构与医疗卫生信息化厂商之间以长期合作为主，公司提供的解决方案业务具有一定的客户黏性，客户较为稳定。2022年客户集中度仍较低，有利于分散经营风险。

表11 公司前五大客户构成情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占销售收入比重
2022年	第一名	6,338.97	2.05%
	第二名	2,938.94	0.95%
	第三名	2,638.56	0.85%
	第四名	2,442.94	0.79%
	第五名	2,181.84	0.71%
	合计	16,541.25	5.35%
2021年	第一名	4,077.78	1.48%
	第二名	3,734.18	1.36%
	第三名	3,287.98	1.20%
	第四名	2,428.39	0.88%
	第五名	2,427.67	0.88%
	合计	15,956.00	5.80%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司通过新设、收购及对外投资进行业务布局，扩大公司规模和辐射范围，2022年卫宁科技亏损规模较大，公司对外投资规模较大，未来投资盈利仍存在一定不确定性

跟踪期公司继续通过外延式扩张实现业务布局，加大产品服务的辐射区域，延伸公司产品服务的基

层触角，进一步下沉医疗服务。公司除了在股权直接投资外，还参与设立私募股权，其中上海千骥星鹤创业投资中心（有限合伙）、苏州千骥泽康投资中心（有限合伙）、苏州千骥康睿投资中心（有限合伙）、立南通同渡信康创业投资合伙企业（有限合伙）和上海慈毅医疗健康股权投资基金合伙企业（有限合伙），上述私募股权投资基金主要投向大健康领域。上述5私募股权累计出资2.20亿元，并取得了一定收益。公司主要对外投资情况见下表。2022年卫宁科技前期投入规模较大，经营业绩不佳导致公司投资亏损，一定程度侵蚀公司利润。公司对外投资规模较大，未来投资盈利情况仍然具有一定不确定。

表12 截至 2021-2022 年末公司主要对外股权投资情况（单位：万元）

被投资方	2021 年末		2022 年末	
	持股比例	期末账面价值	持股比例	期末账面价值
ODIN HEALTH LTD	22.53%	339.78	22.53%	388.26
上海金仕达卫宁软件科技有限公司	36.82%	36,264.60	36.82%	30,693.15
北京梦天门科技股份有限公司	23.97%	11,323.96	23.97%	11,310.38
南京市智慧医疗投资运营服务有限公司	25.00%	756.79	14.55%	1,033.16
南京大经中医药信息技术有限公司	25.00%	1,475.95	23.44%	1,948.8
新疆智康创联信息科技有限公司	25.00%	271.06	20.00%	394.65
湖北通卫医疗科技有限公司	45.00%	386.69	45.00%	397.65
广西数字医疗科技有限公司	24.50%	149.22	24.50%	111.6
广东卫宁云医健康产业有限公司	40.00%	111.63	40.00%	143.99
上海千骥星鹤创业投资中心（有限合伙）	5.29%	4,198.55	5.29%	4,183.44
上海好医通健康信息咨询有限公司	15.38%	1,384.20	15.38%	922.80
南通同渡信康创业投资合伙企业（有限合伙）	18.4%	5,044.15	18.40%	4,782.45
厦门纳龙健康科技股份有限公司	9.04%	17,014.41	8.59%	16,318.72
北京天鹏恒宇科技发展有限公司	15.00%	2,430.00	15.00%	2,490.00
中康尚德健康管理（北京）有限公司	4.88%	1,956.08	4.88%	1,975.59
苏州千骥泽康投资中心(有限合伙)	4.30%	6,193.13	4.30%	6,091.03
苏州千骥康睿投资中心（有限合伙）	0	0	5.56%	1,369.68
上海信医科技有限公司	14.93%	4,554.66	14.93%	4,106.66
上海慈毅医疗健康股权投资基金合伙企业（有限合伙）	12.07%	4,774.17	12.07%	3,676.78
上海数检医疗科技有限公司	0	0	20.00%	1,480.45
上海鼎医信息技术有限公司	0	0	37.00%	734.74
北京华信诚达科技有限公司	0	0	20.00%	785.14
总计	-	98,629.03		95,339.12

注：上述被投资企业主要在长期股权投资科目及其他非流动金融资产科目
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司2022年继续加大研发投入规模，夯实公司技术实力；但需关注的是，软件行业技术更新迭代速度快，若公司在未来发展过程中技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求的变化，将面临竞争力下降甚至面临经营风险

公司于2020年4月发布的新一代智能数字化医疗健康科技产品WiNEX，实现医疗信息化向医疗数字化服务模式跃升，并在2022年持续推进“1+X”战略。

公司持续巩固和加强技术创新，贯彻《卫宁健康产品家族三年发展规划行动纲要(2021-2023)》。持续完善WiNEX系列产品体系，聚焦软件产品的本质需求，持续优化完善功能模块，提升客户使用体验，公司2022年研发投入和研发人员数量持续增长，研发支出资本化金额有一定增长，公司研发成果在提高产品与技术服务能力、市场竞争力与品牌影响力、客户满意度等方面发挥了重要作用，为公司经营业绩持续增长提供了重要支撑。

在研项目方面，近年公司主要研发项目包括卫宁转债的募投项目，包括新一代智慧医疗产品开发及云服务项目、互联网医疗及创新运营服务项目、互联网医疗及创新运营服务项目、WiNEX项目等，研发进度较为平稳，部分研发项目已完结。中证鹏元认为，公司研发投入有利于维持市场竞争力。但需关注的是，软件行业技术更新迭代速度快，若公司在未来发展过程中技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求的变化，将面临竞争力下降甚至面临经营风险。

表13 公司研发情况

项目	2022年	2021年
研发人员数量（人）	2,487	2,263
研发投入金额（万元）	62,551.88	54,906.43
研发投入占营业收入比例	20.22%	19.96%
研发支出资本化的金额（万元）	31,174.50	29,339.62
资本化研发支出占研发投入的比例	49.84%	53.44%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新纳入合并范围一级子公司1家，不再纳入合并范围子公司2家。

资本实力与资产质量

公司资本结构较为稳健，抵押资产规模小，货币资金充裕，但应收账款及合同资产规模较大，占用公司营运资金，2022年对其计提坏账准备和减值损失规模较大，对公司盈利有一定影响，需关注未来回收情况；同时，中证鹏元关注到公司投资的项目中运钥科技、纳里健康业务尚处于前期拓展期，2022年经营亏损扩大，若未来上述公司经营业绩不及预期，公司将面临较大的商誉减值压力

公司负债主要为发行的本期债券和经营性负债，2022年公司应付账款规模有所增长，经营债务增加，产权比率提升，但整体依然较低，截至2023年3月末公司产权比率为52%，净资产对负债保障程度较好。公司所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成。

图4 公司资本结构

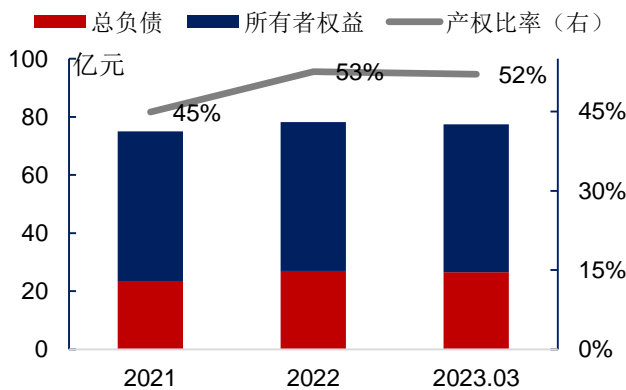
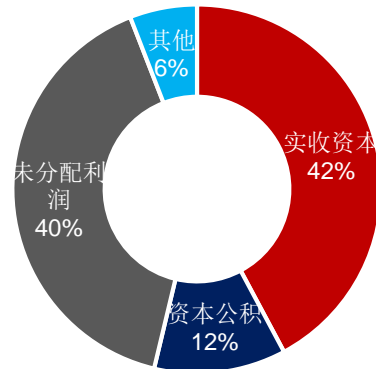


图5 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

截至2023年3月末资产总额为77.43亿元，以流动资产为主。

公司货币资金规模依然较大，受限货币资金规模较小，截至2022年末，受限货币资金0.85亿元，主要保函保证金和银行承兑汇票保证金。公司主要客户是公立医院、各级卫健委和疾控中心等，回款具有较大的季节性波动，回款节点集中在四季度，但公司2022年四季度回款较弱，账期被动延长，应收账款及合同资产规模同比增长21.91%，高于收入增速（2022年收入增速12.46%），截至2022年底，两者合计占公司总资产比重的34.21%。从应收账款的账期来看，1年以内占比42.02%；从主要应收对象来看，主要为公立医院、其他医疗卫生机构等，前五大应收对象账面余额合计0.99亿元，占应收账款总额的7.09%，集中度较低，2022年末公司累计计提应收账款坏账准备4.72亿元。计提合同资产减值损失4.51亿元，其中2022年对应收账款计提坏账准备1.28亿元，合同资产共计提减值准备1.06亿元，公司应收账款和合同资产规模较大，较大程度占用公司营运资金，需关注其未来回收情况。

公司长期股权投资主要系对卫宁科技、北京梦天门科技股份有限公司等医疗健康领域企业的投资，2022年长期股权投资账面价值下滑，主要系持有的卫宁科技经营亏损所致，2022年卫宁科技经营亏损1.51亿元，公司按权益法确认投资亏损0.56亿元。公司其他非流动金融资产主要为指定为公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，2022年被投资企业经营不佳，相应账面价值下跌。公司固定资产主要为卫宁健康办公大楼、电子设备、运输工具等，公司无形资产为计算机软件，2022年固定资产、无形资产减少主要为折旧、摊销所致。2023年一季度无形资产大幅增加，系开发支出中部分项目结转至无形资产所致。公司商誉主要为投资山西卫宁软件有限公司、运钥科技等企业形成，公司每年对商誉进行减值测试，2022年运钥科技经营亏损，公司相应计提减值0.23亿元，此外处置浙江万鼎，商誉减少0.19亿

元。中证鹏元关注到公司投资的项目中运钨科技、纳里健康业务尚处于前期拓展期，2022经营亏损扩大，若未来上述公司经营业绩不及预期，公司将面临较大的商誉减值压力。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.86	14.02%	12.82	16.39%	16.01	21.35%
应收账款	9.51	12.28%	9.31	11.90%	7.08	9.44%
存货	1.06	1.37%	0.98	1.25%	1.33	1.78%
合同资产	17.65	22.80%	17.45	22.31%	14.87	19.83%
流动资产合计	41.61	53.73%	43.12	55.12%	41.75	55.69%
其他非流动金融资产	4.68	6.05%	4.66	5.96%	4.83	6.44%
长期股权投资	4.80	6.20%	4.94	6.32%	5.11	6.81%
固定资产	4.88	6.30%	4.91	6.28%	5.02	6.70%
在建工程	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.01	0.02%
无形资产	11.46	14.79%	5.05	6.46%	5.84	7.79%
商誉	5.96	7.70%	5.96	7.62%	6.38	8.51%
非流动资产合计	35.82	46.27%	35.10	44.88%	33.21	44.31%
资产总计	77.43	100.00%	78.22	100.00%	74.96	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

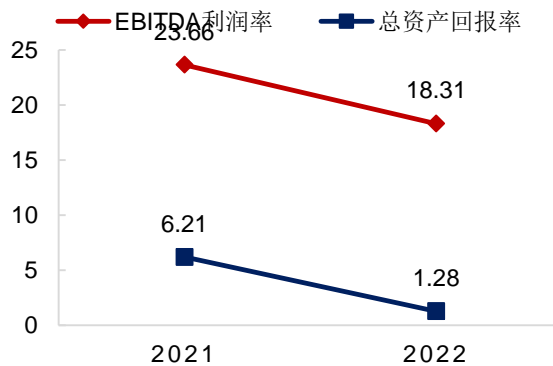
盈利能力

公司收入规模保持增长，但互联网医疗健康业务毛利率较低，期间费用占公司营收比重较高，资产减值损失和坏账损失较大程度侵蚀公司盈利，盈利水平下滑

2022年公司营业收入保持增长，互联网医疗健康收入增速较高，传统的医疗卫生信息化业务收入增速有所下滑。毛利率方面，传统业务毛利率均有不同程度下滑，互联网健康尚处于培育壮大期，人员工资刚性支出规模较大，毛利率仍然处于较低水平，公司2022年销售毛利率较上年下降2.66个百分点。

2022年期间费用持续增长，期间费用主要为销售费用、研发费用和管理费用，2022年公司销售费用、研发费用增长较快，期间费用率34.31%，比2021年增长2.41个百分点，期间费用、资产减值和坏账损失侵蚀公司利润，此外，2022年公司投资收益同比大幅下滑，净利润规模，盈利指标趋弱，公司盈利水平大幅下降。

2023年一季度公司实现营业收入4.49亿元，同比增长0.82%，净利润为-0.90亿元，经营亏损。目前公司订单较为充足，由于公司下游客户年度资本开支主要集中在下半年尤其是第四季度，故公司营业收入及利润主要集中在下半年，业务可持续性较好，但公司经营回款较弱，投资收益不确定较大，期间费用较高，拖累公司盈利。

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司刚性债务主要集中在“卫宁转债”，2022年业务规模增长，经营性负债有所提升，但公司货币资金充裕，短期借款规模较小，有较大融资弹性，整体财务结构尚属稳健

公司刚性债务主要为2021年发行的本期债券，除此之外为经营性债务和销售业务产生的税费，2022年公司应付账款规模增长较快，经营性债务有一定提升。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.32	1.20%	0.43	1.59%	0.00	0.00%
应付账款	5.25	19.81%	6.03	22.37%	4.95	21.31%
应交税费	2.91	10.97%	3.19	11.84%	2.20	9.45%
流动负债合计	14.99	56.53%	15.82	58.71%	12.74	54.84%
应付债券	9.64	36.35%	9.50	35.27%	8.98	38.67%
非流动负债合计	11.53	43.47%	11.13	41.29%	10.49	45.16%
负债合计	26.52	100.00%	26.95	100.00%	23.23	100.00%
总债务合计	10.44	39.36%	10.67	39.59%	9.53	41.01%
其中：短期债务	0.80	3.01%	0.92	3.42%	0.32	1.39%
长期债务	9.64	36.35%	9.75	36.16%	9.20	39.62%

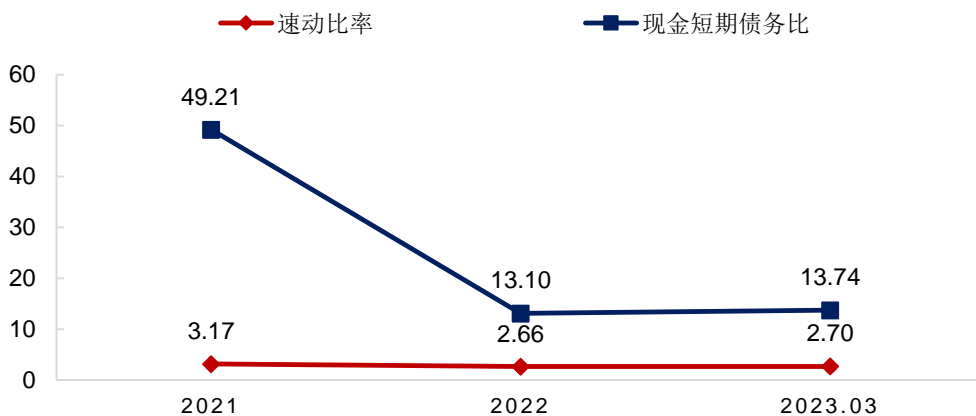
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

刚性债务主要集中在“卫宁转债”，但整体较为稳健；2022年公司受宏观环境等不利因素影响，公司经营回款有所减慢，经营活动现金表现转弱，营业收入增速下滑，期间费用上升，利润大幅下降，EBITDA利息保障倍数及短期偿债指标有所下降；但由于公司货币资金规模较大，公司净债务为负，且短期债务规模很小，流动性指标表现较好。公司当前货币资金较为充裕，融资渠道畅通，资产受限主要为保函保证金0.85亿元，资产受限规模小，流动性表现较好。

表16 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	-0.92	1.00	3.68
FFO(亿元)	--	3.15	4.03
资产负债率	34.25%	34.46%	30.99%
净债务/EBITDA	--	-0.12	-0.88
EBITDA 利息保障倍数	--	9.50	13.94
总债务/总资本	17.44%	17.23%	15.55%
FFO/净债务	--	-466.33%	-70.06%
经营活动现金流/净债务	989.03%	-148.67%	-64.04%
自由现金流/净债务	1,841.67%	330.46%	-14.24%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司为医疗健康领域提供医疗软件、硬件及维护服务等业务，环保风险、安全生产风险较低，跟踪期内管理团队较为稳定，ESG表现对其经营和信用水平未产生显著的负面影响

环境因素

根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等环保原因受到政府部门的处罚。

社会因素

根据公司提供的说明及公开资料查询，除上述处罚之外，过去一年公司无其他因违规经营或产品质量与安全问题受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故等情形。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，制定《公司章程》并确立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理结构，建立健全了股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书等相关制度。公司现任董事会成员7名，其中独立董事3名，2022年共召开股东大会2次，董事会会议7次，召开监事会会议7次，跟踪期内公司董事、监事及高级管理人员未发生变动等情况，公司多数董事及高管在公司共事多年，行业经验较为丰富，管理团队较为稳定。经过多年的经营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购和销售等各个环节。

公司于2022年5月9日被深圳证券交易所创业板公司管理部出具了《监管函》。主要内容为：公司在2022年4月25日回购操作期间，在收盘前半小时内委托成交777,100股，成交金额6,012,599元（不含交易费用）。违反了深圳证券交易所《创业板股票上市规则（2020年12月修订）》第1.4条和《上市公司自律监管指引第9号——回购股份》第十九条的相关规定。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年2月23日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月24日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

近年医疗卫生信息化行业规模持续增长，数字化转型对于IT支出的拉动作用将逐步增强，医疗行业IT系统的建设动力仍然充足，公司研发实力较强，有助于维持其竞争优势，但医疗卫生信息化行业技术更新迭代速度快，市场竞争激烈，若公司在未来发展过程中技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求的变化，将面临竞争力下降甚至面临经营风险；公司应收账款和合同资产规模较大，回款转弱，对公司资金形成较大占用，也面临一定回收风险；2022年公司营收持续增长，但投资亏损、期间费用、减值损失及坏账计提对公司利润侵蚀较大，公司对外投资主体业绩不达预期，商誉减值，未来依旧面临商誉减值的风险，但公司资本结构稳健，货币资金充裕，融资环境通畅，流动性压力较小。整体来看，公司抗风险能力较好。

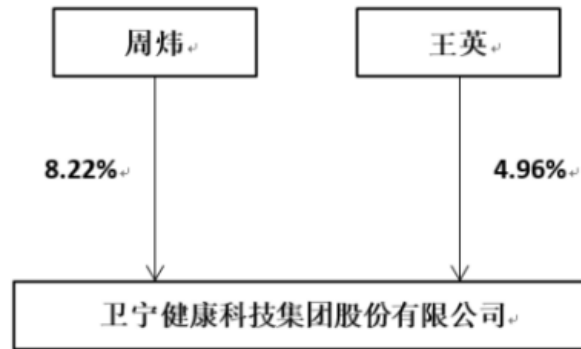
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“卫宁转债”信用等级为AA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	10.86	12.82	16.01	9.89
应收账款	9.51	9.31	7.08	5.85
应收票据及应收账款	9.63	9.40	7.26	5.92
合同资产	17.65	17.45	14.87	12.98
流动资产合计	41.61	43.12	41.75	32.35
无形资产	11.46	5.05	5.84	3.41
非流动资产合计	35.82	35.10	33.21	28.22
资产总计	77.43	78.22	74.96	60.57
应付账款	5.25	6.03	4.95	3.94
应付票据及应付账款	5.25	6.03	4.99	3.94
应交税费	2.91	3.19	2.20	1.65
流动负债合计	14.99	15.82	12.74	12.29
应付债券	9.64	9.50	8.98	0.00
非流动负债合计	11.53	11.13	10.49	1.14
负债合计	26.52	26.95	23.23	13.43
总债务	10.44	10.67	9.53	2.15
归母所有者权益	51.20	51.10	51.00	45.22
营业收入	4.49	30.93	27.50	22.67
营业利润	-1.08	0.40	3.75	5.52
净利润	-0.90	0.15	3.54	5.06
经营活动产生的现金流量净额	-0.92	1.00	3.68	3.90
投资活动产生的现金流量净额	-0.79	-3.50	-3.43	-0.86
筹资活动产生的现金流量净额	-0.35	-1.20	5.76	-0.44
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	5.66	6.51	6.95
FFO(亿元)	--	3.15	4.03	4.92
净债务(亿元)	-0.09	-0.68	-5.75	-7.12
销售毛利率	32.43%	43.69%	46.35%	54.08%
EBITDA 利润率	--	18.31%	23.66%	30.68%
总资产回报率	--	1.28%	6.21%	9.98%
资产负债率	34.25%	34.46%	30.99%	22.17%
净债务/EBITDA	--	-0.12	-0.88	-1.02
EBITDA 利息保障倍数	--	9.50	13.94	70.41
总债务/总资本	17.44%	17.23%	15.55%	4.39%
FFO/净债务	--	-466.33%	-70.06%	-69.07%
速动比率	2.70	2.66	3.17	2.53
现金短期债务比	13.74	13.10	49.21	4.52

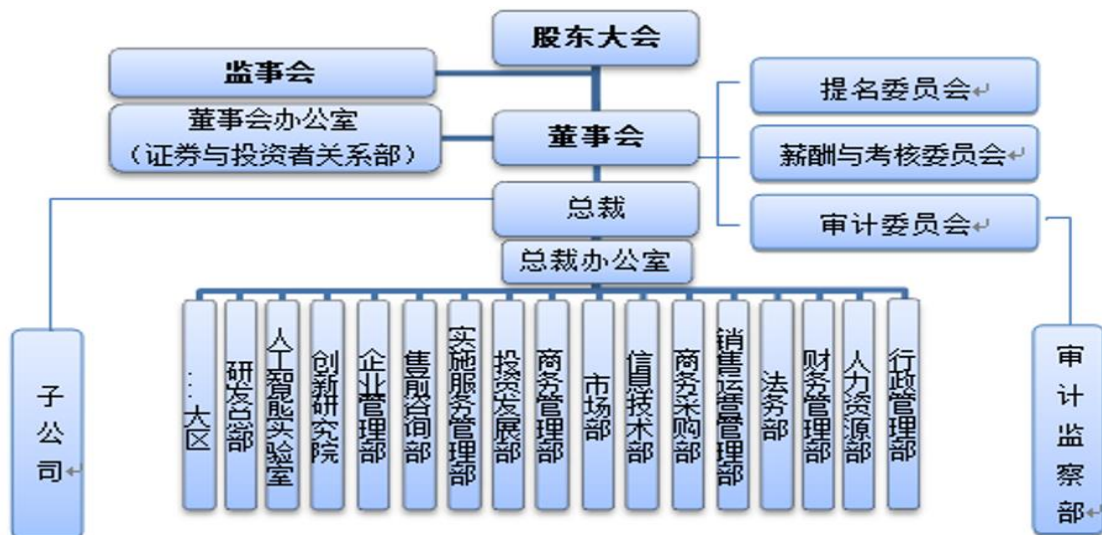
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：%、万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
江苏卫宁软件有限公司	100.00	1,500	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
新疆卫宁软件有限公司	51.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
山西卫宁软件有限公司	100.00	3,000	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
北京卫宁健康科技有限公司	100.00	2,000	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
杭州东联软件有限公司	100.00	420	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
重庆卫宁健康科技有限公司	100.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
黑龙江卫宁软件有限公司	51.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
安徽卫宁健康科技有限公司	100.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
深圳卫宁中天软件有限公司	100.00	3,500	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
四川卫宁软件有限公司	100.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
广东卫宁健康科技有限公司	51.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
卫宁互联网科技有限公司	100.00	29,537	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
上海卫宁软件有限公司	100.00	2,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
天津卫宁健康科技有限公司	100.00	500	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
快享医疗科技（上海）有限公司	74.71	2,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
宣城卫宁软件科技有限公司	100.00	100	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
陕西卫宁互联网科技有限公司	51.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
上海卫心科技有限公司	87.50	2,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
甘肃卫宁健康科技有限公司	51.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
宁夏卫宁健康科技有限公司	51.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
卫宁云钥科技（上海）上海有限公司	43.11	8,905	互联网健康和医药服务及推广	非同一控制下的企业合并
上海卫宁健康技术有限公司	100.00	1,000	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立

注 1：2022 年 1 月 26 日，公司以人民币 9,172.80 万元受让黄自江所持四川卫宁 49% 股权。至此，公司持有四川卫宁的股权比例由 51% 增加到 100%，使得公司在四川卫宁的所有者权益份额发生变化。2022 年 3 月 7 日，公司与上海康赢来企业管理中心（有限合伙）（以下简称“康赢来”）签订股权转让协议，公司向康赢来转让卫心科技 12.50% 的股权，公司持有卫心科技的股权比例由 100% 下降至 87.50%，使得公司在卫心科技的所有者权益份额发生变化。

注 2：2022 年 1 月 12 日，公司新设全资子公司卫宁技术，并于 2022 年纳入公司财务报表合并范围。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。