

卫宁健康 (300253. SZ) 公司报告： 医疗信息化龙头，AIGC+SaaS开启新征程

评级：买入(首次覆盖)

刘熹(证券分析师)
S0350523040001
liux10@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
卫宁健康	14.8%	2.4%	-31.4%
沪深300	7.1%	8.2%	-9.0%

市场数据

2024/03/18

当前价格 (元)	7.61
52周价格区间 (元)	5.12-15.47
总市值 (百万)	16,379.07
流通市值 (百万)	14,102.69
总股本 (万股)	215,230.85
流通股本 (万股)	185,317.91
日均成交额 (百万)	560.76
近一月换手 (%)	2.22

- **核心逻辑：“1+X”战略深化推进，WiNEX系列方案不断丰富，标杆案例频出，将进入规模化推广期，叠加医疗垂直领域AI大模型WiNGPT的研发和训练，有望驱动公司业务成长加速。**

- **公司简介：三十年深耕，打造医疗信息化龙头**

公司1994年进入医疗健康行业，是国内第一家专注于医疗健康信息化的上市公司，也是产品化能力最强、服务领域最全、区域覆盖最广泛的医疗IT龙头厂商之一。公司主营业务包括医疗卫生信息化和互联网医疗健康，并基于WiNEX系列产品及数字基座推进“1+X”战略，打造医药险联动等数字健康应用场景。2022年，公司医疗卫生信息化业务营收25.28亿元，同比+9.40%；互联网医疗健康业务5.63亿元，同比+28.38%

- **医疗卫生信息化：AIGC+SaaS大趋势，开启医疗IT新纪元**

公司医疗卫生信息化包括智慧医院、智慧卫生、医共体多方面业务。行业角度，政策驱动叠加医保控费大趋势，医疗信息化与数据增值服务需求有望提升。据前瞻网和IDC数据，2028年医疗信息化市场规模超1400亿元，2022~2028年复合增长率14%。参考美国医疗IT行业的进程，我们认为，云化与平台、业务的一体化是大趋势，且有望推动行业集中度提升。考虑公司WiNEX产品矩阵初步完善，预计2024年将开启大批量交付，叠加公司渠道优势，支撑公司营收与市场份额快速增长。

- **创新业务：互联网医疗加速，战略深化转型，打造新增长曲线**

公司2016年起布局“互联网+医疗健康”领域，提出“4+1”战略，打造医疗、医保、医药的行业闭环生态。其中，纳里健康与运钥科技2022年营收分别为1.51、4.58亿元，是创新业务的核心，主要包括平台建设运营、业务抽成返佣与增值服务等商业模式。疫情后，居民线上诊疗的接受度逐步提升，线上线下一体化新趋势初步体现。根据中商产业研究院数据，预计2025年中国互联网医疗市场规模将达到5778亿元，2020~2025年复合增长率24%。我们认为，随着互联网医疗持续渗透推广，以及公司创新业务的深化转型，将为公司业务打造新的成长曲线。

- **投资建议**

我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.81/4.79/6.27亿元，EPS分别为0.18/0.22/0.29股，当前股价对应2024-2025年PE分别为34.21/26.14X，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：宏观经济影响下游需求；新产品销售不及预期；AIGC应用落地不及预期；市场竞争加剧；宏观环境对医院客户收入影响风险。**

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3093	3320	3920	4854
增长率(%)	12	7	18	24
归母净利润（百万元）	108	381	479	627
增长率(%)	-71	251	26	31
摊薄每股收益（元）	0.05	0.18	0.22	0.29
ROE(%)	2	7	8	9
P/E	202.76	42.97	34.21	26.14
P/B	4.32	2.93	2.70	2.45
P/S	7.14	4.93	4.18	3.37
EV/EBITDA	51.51	29.97	24.20	19.11

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

一、公司简介：医疗IT龙头，“1+N”战略谋新篇

- 1.1 公司简介：三十年深耕，打造医疗信息化龙头
- 1.2 公司治理：实控人股权稳定，蚂蚁集团战略入股
- 1.3 公司财务：主营业务稳健发展，业绩持续改善

二、医疗卫生信息化：AIGC+SaaS大趋势，开启医疗IT新纪元

- 2.1.1 医疗卫生信息化：高质成长的行业龙头，云化转型顺利推进
- 2.1.2 医疗信息化：从“信息化”到“智能化”加速发展
- 2.2 医疗IT2.0迎来加速发展期，信息化建设仍有较大空间
 - 2.2.1 行业趋势-1：政策频繁出台，驱动互通互联新需求
 - 2.2.2 行业趋势-2：医疗提质增效，院端自发性建设意愿或增强
 - 2.2.3 行业趋势-3：医保控费大趋势，精细化管理驱动第二增长曲线
 - 2.2.4 市场空间：政策驱动+精细化管理需求，医疗IT千亿空间可期
- 2.3.1 竞争优势-1：全国范围布局，渠道优势显著
- 2.3.2 竞争优势-2：一体化大趋势，驱动市场份额提升
- 2.4.1 边际变化-1：互联互通的产品矩阵，WINEX进入快速推广期
- 2.4.2 边际变化-2：AIGC助力增效降本，赋能多样化医疗场景

三、创新业务：互联网医疗加速，打造内外协同第二曲线

- 3 创新业务：拓展“互联网+医疗健康”板块，推进产业创新运营发展
 - 3.1 云医：医疗服务线上化，打造医内外协同体系
 - 3.2 云药：第三方“医药健险”生态运营商
 - 3.3 云险：商保+医保的数字化服务商，受益于医保控费大趋势
 - 3.4 行业趋势：互联网医疗蓝海市场，预计2025年接近6000亿

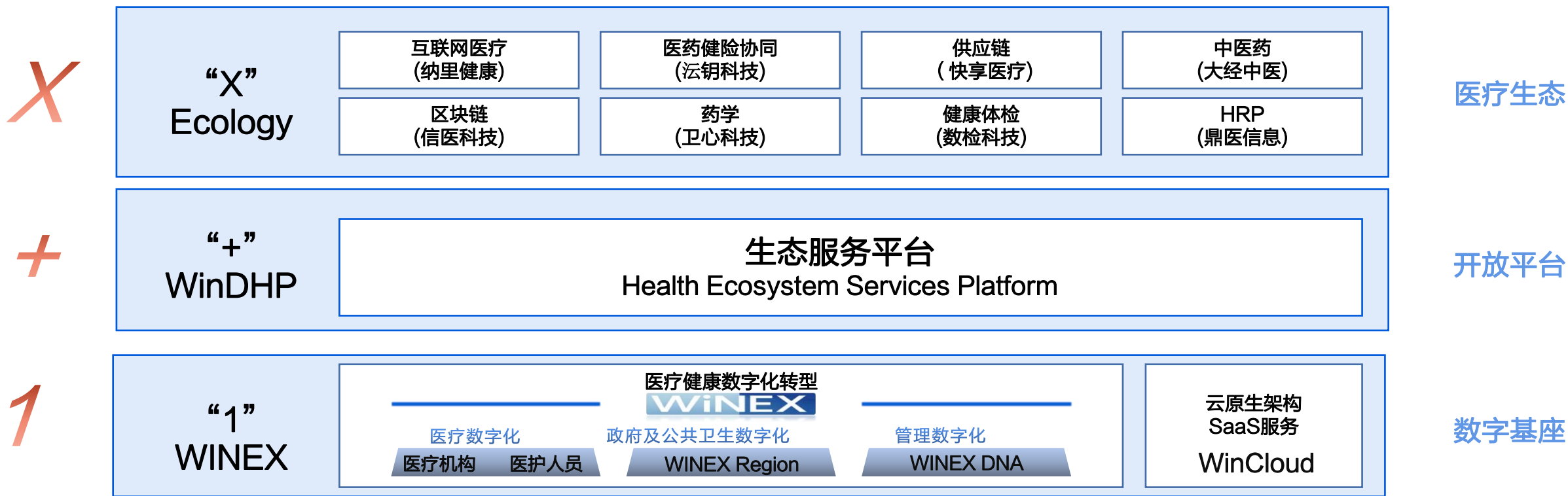
四、盈利预测与风险提示

一、公司简介：医疗IT龙头，“1+N”战略谋新篇

1.1 公司简介：三十年深耕，打造医疗信息化龙头

- 公司是国内第一家专注于医疗健康信息化的上市公司。公司1994年进入医疗健康行业，致力于提供医疗健康卫生信息化解决方案，业务覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域，是国内医疗IT龙头厂商之一。
- 2022年初，公司确立“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险各方能力；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，丰富医疗数字化生态。

图：卫宁健康“1+X”发展战略



1.1 公司简介：三十年深耕，打造医疗信息化龙头

- 公司1994年进入医疗健康领域，2011年上市，深耕医疗健康领域30年。（1）2013~2015年公司并购加速，2016年后主要以新设子公司和参股子公司为主来进行创新业务的探索；（2）2015年起，公司开始积极布局医疗健康服务领域，推动互联网+模式下的医疗健康云服务等创新业务的发展；（3）2018年起，集中研发新一代产品WiNEX，推进线上线下融合、云端协同的医疗服务生态；（4）2022年初，公司确立“1+X”战略。

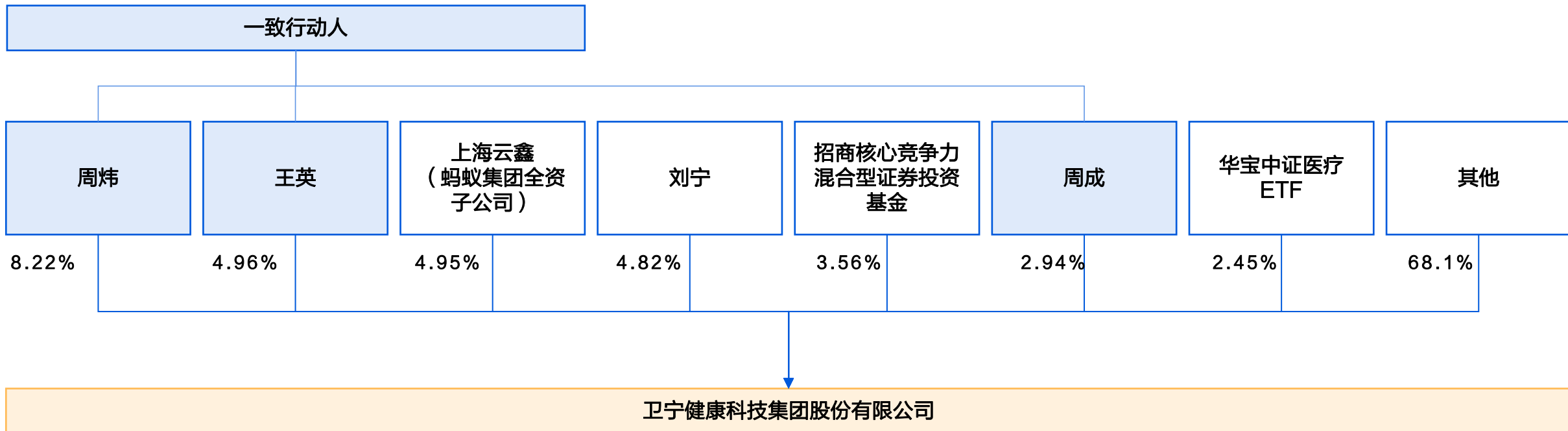
图：卫宁健康发展历程



1.2 公司治理：实控人股权稳定，蚂蚁集团战略入股

- 创始人及一致行动人持股16.12%，股权结构稳定。截至2023Q3，公司创始人周炜、其妻王英与其子周成分别持股8.22%、4.96%、2.94%，累计持股16.12%，为公司实控人。
- 公司与蚂蚁集团支付宝等保持深度合作。2018年6月，蚂蚁集团通过全资子公司上海云鑫入股公司，公司统一支付交易金额位居支付宝医疗领域合作伙伴第一。公司与阿里云、阿里健康等通力合作，加速进军“互联网医疗”领域。

图：卫宁健康股权结构



1.2 公司治理：筑巢引凤+内部培养结合，管理层高稳定性

- 卫宁健康现任高管中，多数在公司任职10年以上，深度认同公司企业文化，熟悉公司业务内容且技术、行业知识储备丰富。

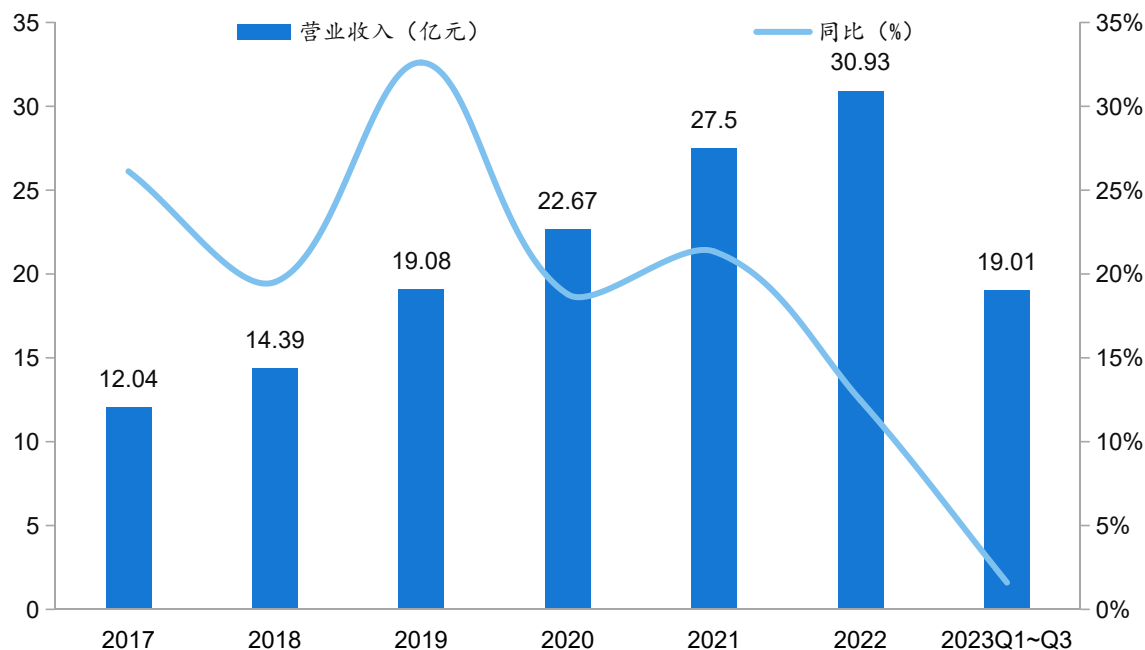
图：卫宁健康管理层情况

姓名	职务	任职日期	简介
周炜	董事长，董事	2009-12-06	1993年至2004年，先后担任上海泰格新技术开发公司总经理，上海金仕达卫宁医疗信息技术有限公司董事长，总裁。2004年起加入本公司，历任董事长，总裁。目前，兼任上海金仕达卫宁软件科技有限公司董事长，上海钥世圈云健康科技发展有限公司董事长，卫宁互联网科技有限公司执行董事等。
刘宁	副董事长	2014-11-17	1991年至2004年，历任美国惠普(HP)公司技术员，上海金仕达卫宁医疗信息技术有限公司董事，副总裁。2004年起加入本公司，历任副总裁，总裁。现任本公司副董事长，兼任北京宇信网景信息技术有限公司执行董事，山西卫宁软件有限公司执行董事。
王涛	总经理	2014-11-17	上海交通大学计算机系硕士。先后担任上海计算机软件技术开发中心软件工程师；CA Technologies(NASDAQ:CA)中国华东区技术经理，CA Technologies加拿大资深技术顾问；东信冠群软件有限公司技术总监；万达信息股份有限公司事业部总经理，副总裁。2014年加入本公司，任总裁。现任本公司总裁，董事。
靳茂	副总经理	2013-09-02	1996年至2004年，历任万向集团公司发展部项目经理，上海超凡电子有限公司副总经理，上海双威科技投资管理有限公司项目投资部副总监，上海金仕达卫宁医疗信息技术有限公司总裁办主任。2004年起加入本公司，历任总裁办主任，董事会秘书，董事，财务负责人。现任本公司董事，高级副总裁，董事会秘书。
孙嘉明	副总经理	2014-11-17	1998年至2014年，先后担任万达信息股份有限公司社会保障事业部工程师，项目经理，卫生服务事业部咨询总监，副总经理，常务副总经理。2014年加入本公司，现任本公司高级副总裁，兼任重庆卫宁软件有限公司董事长，宁波金仕达卫宁软件有限公司董事长，合肥汉思信息技术有限公司董事长。
王利	财务总监	2018-03-16	1999年至2013年，历任上海金佰汇科技有限公司财务主管，上海东华会计师事务所高级审计师，德勤华永会计师事务所高级审计经理，昆明寰基生物芯片开发有限公司财务总监。2013年加入本公司，任财务副总监，财务总监。现任本公司财务总监。
靳茂	董事会秘书	2009-12-06	1996年至2004年，历任万向集团公司发展部项目经理，上海超凡电子有限公司副总经理，上海双威科技投资管理有限公司项目投资部副总监，上海金仕达卫宁医疗信息技术有限公司总裁办主任。2004年起加入本公司，历任总裁办主任，董事会秘书，董事，财务负责人。现任本公司董事，高级副总裁，董事会秘书。

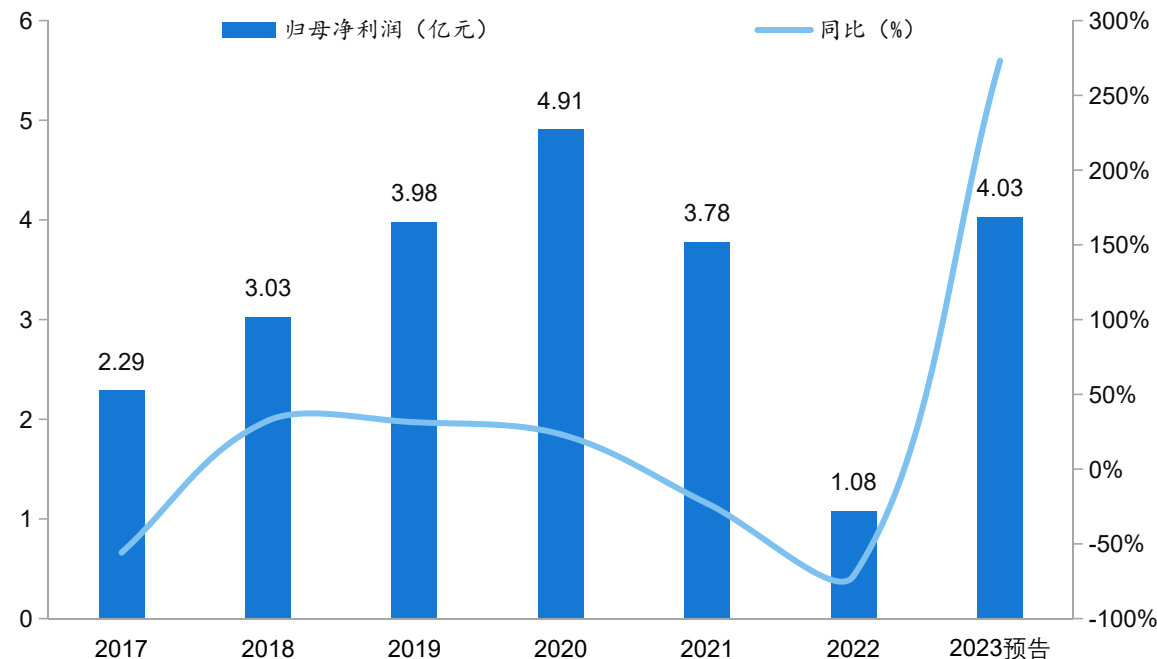
1.3 公司财务：主营业务稳健发展，业绩持续改善

- 2022年，公司实现营收30.93亿元，2017-2022年CAGR为20.8%，2022年归母净利润为1.08亿元，2017-2022年CAGR为-14.0%。
- 2023年公司营收小幅增长、业绩持续改善。公司预计2023年营收同比小幅增长。其中，医疗卫生信息化业务收入同比增长约10%以上，互联网医疗健康业务收入同比下降。预计实现净利润3.51~4.55亿元，同比+223.69%~+319.60%。主要系公司医疗卫生信息化业务稳健发展，加大成本费用管控力度，同时加大应收账款的管理和催收；互联网医疗健康业务持续优化。

图：2017~2023公司营收及其变动情况



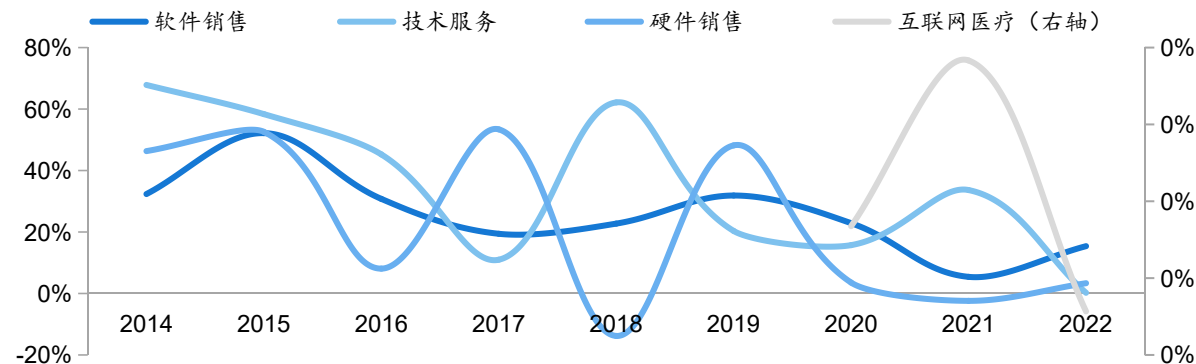
图：2017~2023公司归母净利润及其变动情况



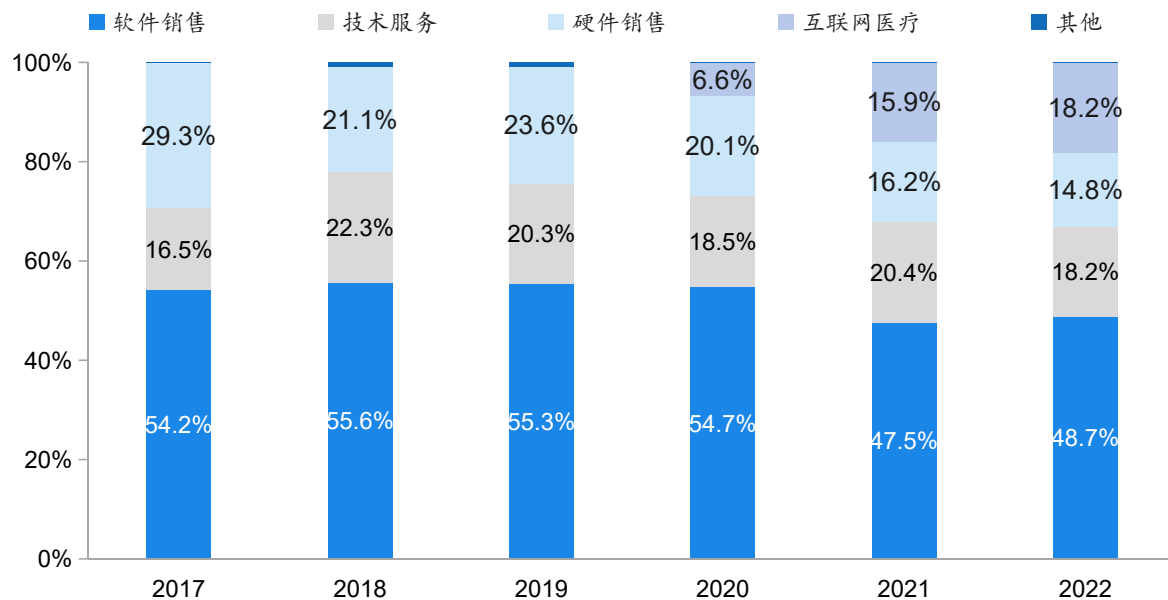
1.3 公司财务：主营业务稳健发展，业绩持续改善

- 公司主营业务包括医疗卫生信息化和互联网医疗健康。2022年，公司医疗卫生信息化业务营收25.28亿元，同比+9.40%。其中，软件销售15.07亿元，同比+15.39%；硬件销售4.59亿元，同比+3.34%；技术服务5.62亿元，同比+0.23%；互联网医疗健康业务5.63亿元，同比+28.38%。

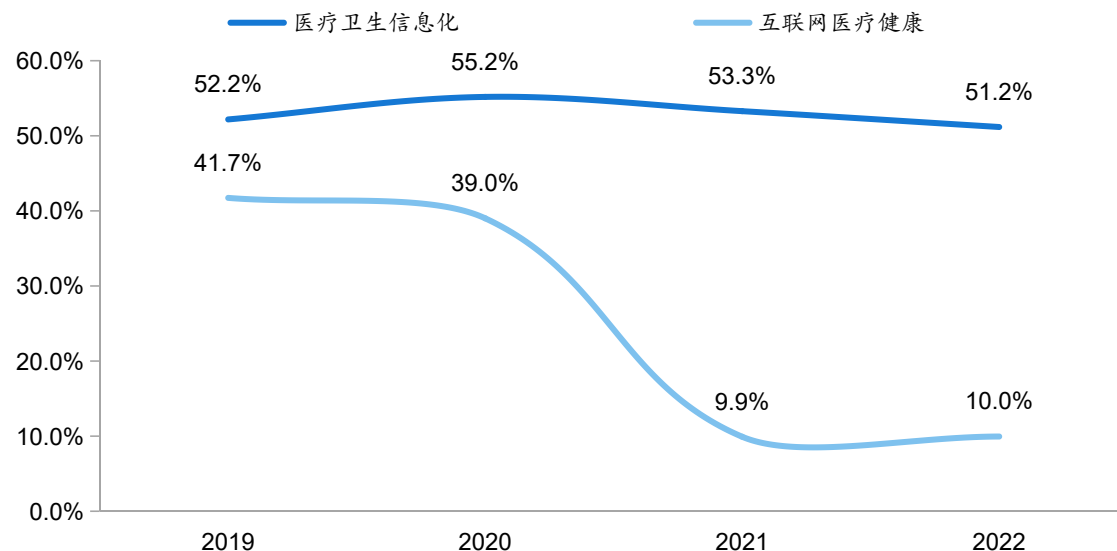
图：2014~2022公司分业务营收同比增速



图：2017~2023公司分业务营收占比



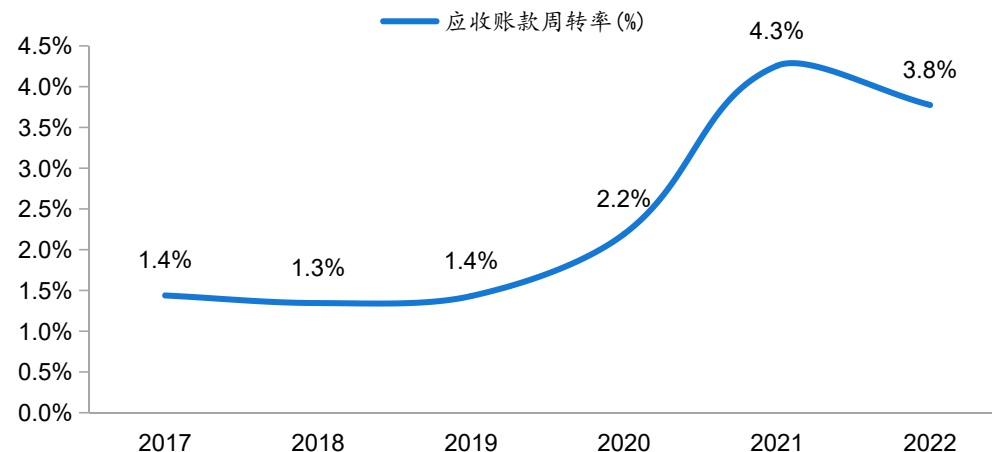
图：2019~2023年公司分业务毛利率变动情况



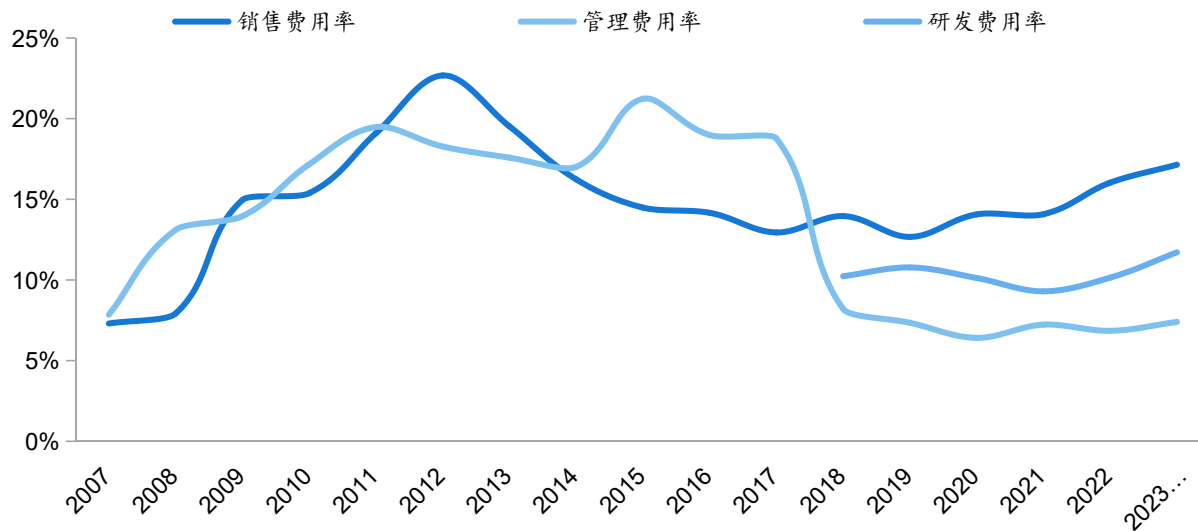
1.3 公司财务：战略转型持续推进，应收账款周转率好转

- **费用率方面：**（1）2013~2015年阶段，公司销售费用率呈现下降趋势，我们认为或由于卫宁营收规模扩大，叠加启动全国协同布局；（2）2016~2020年：公司产品服务领域扩大，人工成本上升、研发支出增加，收入基数增加，管理与研发费用率呈现下降趋势。此外，2021年运铂科技并表，相关业务毛利率较低，对公司的盈利能力形成一定压制。
- **资金情况：**2019年以来，公司营收账款周款率持续优化，或由于互联网医疗健康业务占比提升带来的改善。

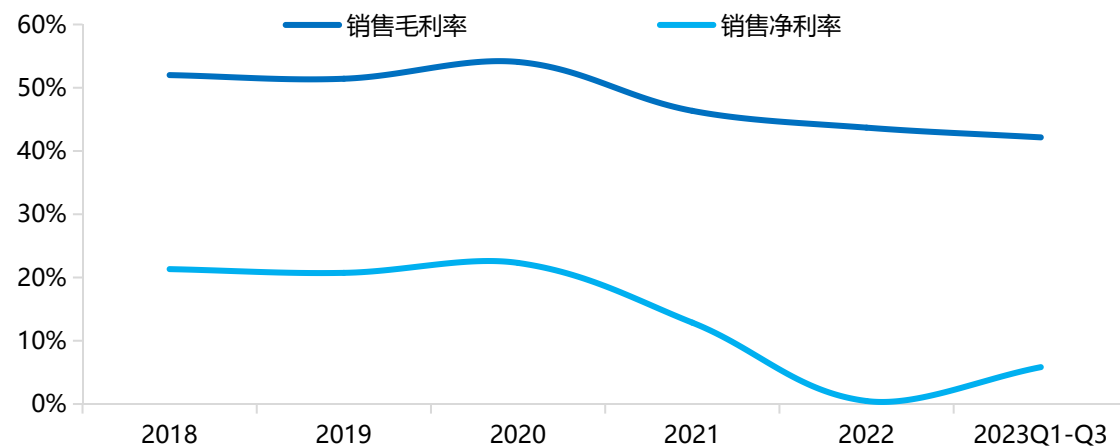
图：2017~2022公司应收账款周转情况



图：2017~2023公司费用率及其变动情况



图：2017~2023公司盈利能力及其变动情况

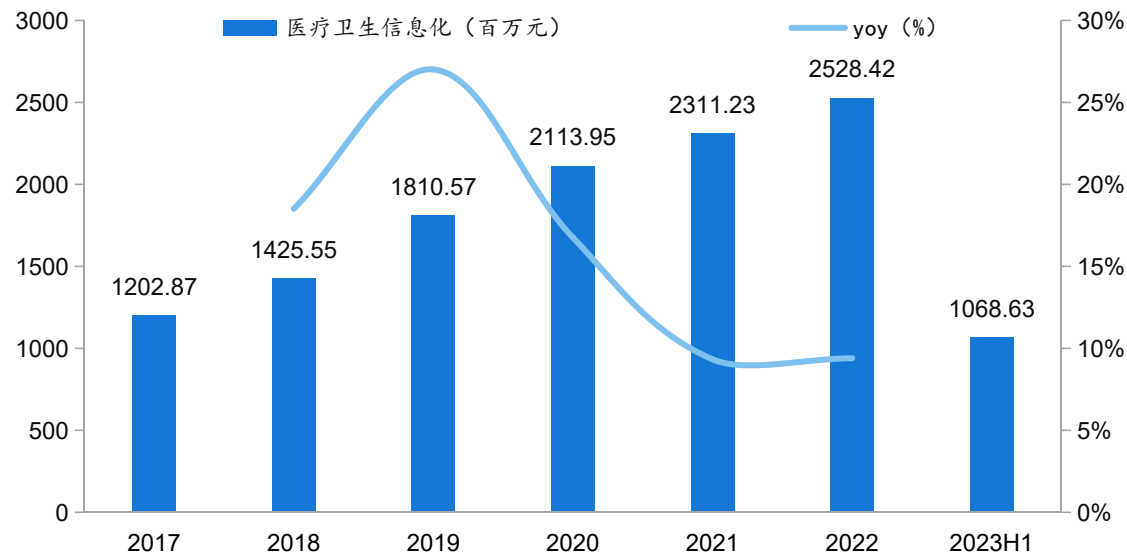


二、医疗卫生信息化：AIGC+SaaS大趋势，开启医疗IT新纪元

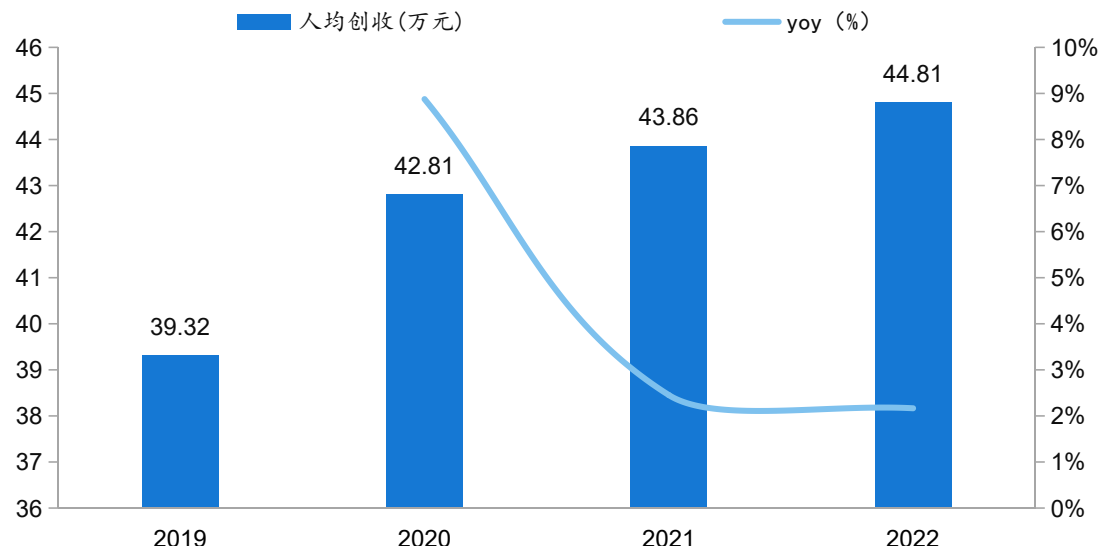
2.1.1 医疗卫生信息化：高质成长的行业龙头，云化转型顺利推进

- 公司医疗卫生信息化包括智慧医院、智慧卫生多方面。其中，智慧医院包括就医流程优化、临床辅助、管理决策全面精细等维度，助力院内提效；智慧卫生以数据治理为切入点，提升信息互联互通水平，打造集团医院、医联体、县乡一体化的完善解决方案。
- 从发展趋势而言，2020年4月，公司发布中台架构云产品 WiNEX，启动从IT供应商的云化升级转型。从效果而言，我们认为，WiNEX能够实现敏捷部署、弹性部署、远程运维等，实现服务的产品化和品牌化，或推动公司人均创收持续提升。2019~2022年公司人均创收从39.32万元提升至44.81万元，三年复合增长4.45%。
- 2022年，公司医疗卫生信息化收入25.28亿元，同比+9.4%，营收占比81.7%。

图：2017~2023H1公司医疗卫生信息化业务营收



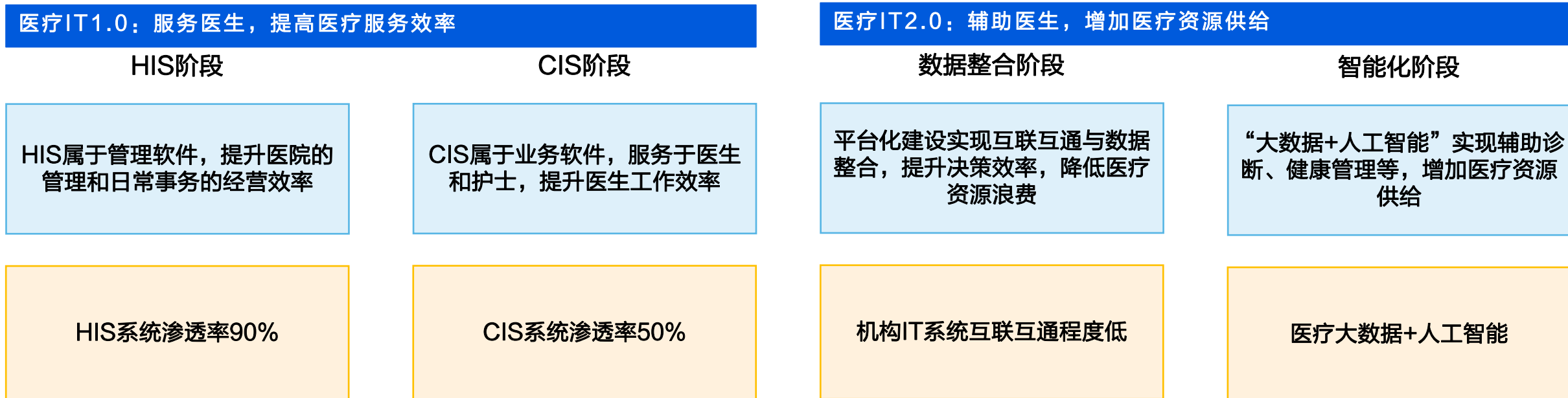
图：2019~2022年公司人均创收情况



2.1.2 医疗信息化：从“信息化”到“智能化”加速发展

- 国内医疗信息化行业经历了3个发展阶段，正在从信息化到智能化迈进，基于大数据、人工智能实现辅助诊断、健康管理等。
 - ✓ 1) HIS阶段：目标是提升医院管理效率，以HIS建设为主。HIS系统以经济核算为主轴，主要是实现对医院人流、物流、财流的综合管理。主要模块包括门诊挂号系统、门诊收费系统、出入院管理系统、药房管理系统等；
 - ✓ 2) CIS阶段：主要内容是各类临床应用，是以病人为核心、对诊疗流程进行管理的系统，主要模块包括：电子病历系统、医疗影像系统（PACS）、化验系统（LIS），手术麻醉系统等；
 - ✓ 3) 数据整合阶段：随着医院各个科室的信息化系统日益完善，电子病历系统的建设可以实现医院内部的数据互联互通，并通过数据价值挖掘进一步提升医院管理和临床决策水平

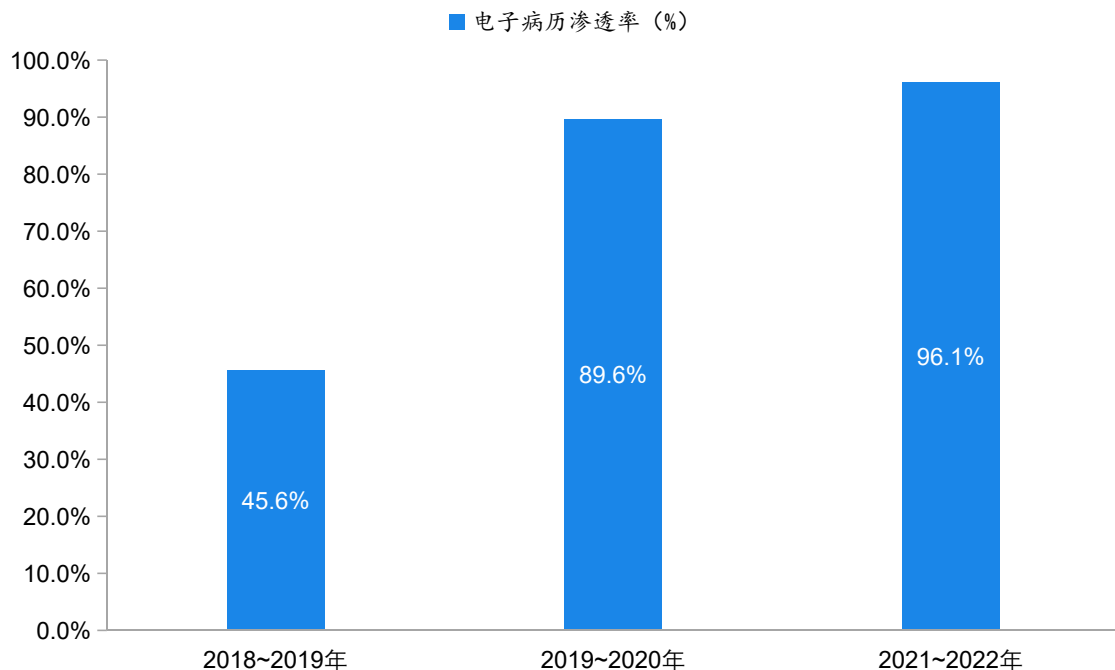
图：国内医疗信息化的发展阶段



2.2 医疗IT2.0迎来加速发展期，信息化建设仍有较大空间

- 电子病历应用水平有待提升，互通互联驱动进一步成长空间。根据中国医院协会信息管理专业委员会（CHIMA），2021-2022年度，国内电子病历渗透率96.1%，临床辅助诊断渗透率55.37%。但从应用水平而言，三级医院电子病历系统功能应用水平分级评价普遍集中在4级（实现全院信息共享，初级医疗决策支持），三级以下主要在2级（医疗信息部门数据交换）。
- 根据《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025年）》，2022年全国二级和三级公立医院电子病历应用水平平均级别分别达到3级和4级，到2025年，建成一批发挥示范引领作用的智慧医院，线上线下一体化医疗服务模式形成。

图：中国电子病历渗透率及其变动情况



图：中国电子病历应用水平评级

	2021~2022年	2019~2020年	2018~2019年
7级	0.28%	0.29%	0.18%
6级	1.60%	0.59%	0.70%
5级	8.00%	4.33%	3.52%
4级	49.15%	33.82%	13.03%
3级	26.46%	31.47%	19.19%
2级	7.16%	13.27%	4.84%
1级	1.69%	3.34%	2.20%
0级	1.79%	2.46%	1.94%
未评级	3.86%	10.42%	54.40%

2.2.1 行业趋势-1：政策频繁出台，驱动互通互联新需求

- 2022年11月，国家卫健委等三部门联合印发《“十四五”全民健康信息化规划》，提出：到2025年，初步建设形成统一权威、互联互通的全民健康信息平台支撑保障体系，基本实现公立医疗卫生机构与全民健康信息平台联通全覆盖。
- **政策对医疗信息化进行规范、互联互通，驱动传统医疗IT向云化发展。**边际政策变化催生了医疗卫生信息化平台一体化、标准化建设的需求。根据CHIMA调查，目前已有约40%的医院开始尝试使用云服务，五年内医院上云比例将超过60%（艾瑞咨询）。

图：医疗信息化相关政策梳理

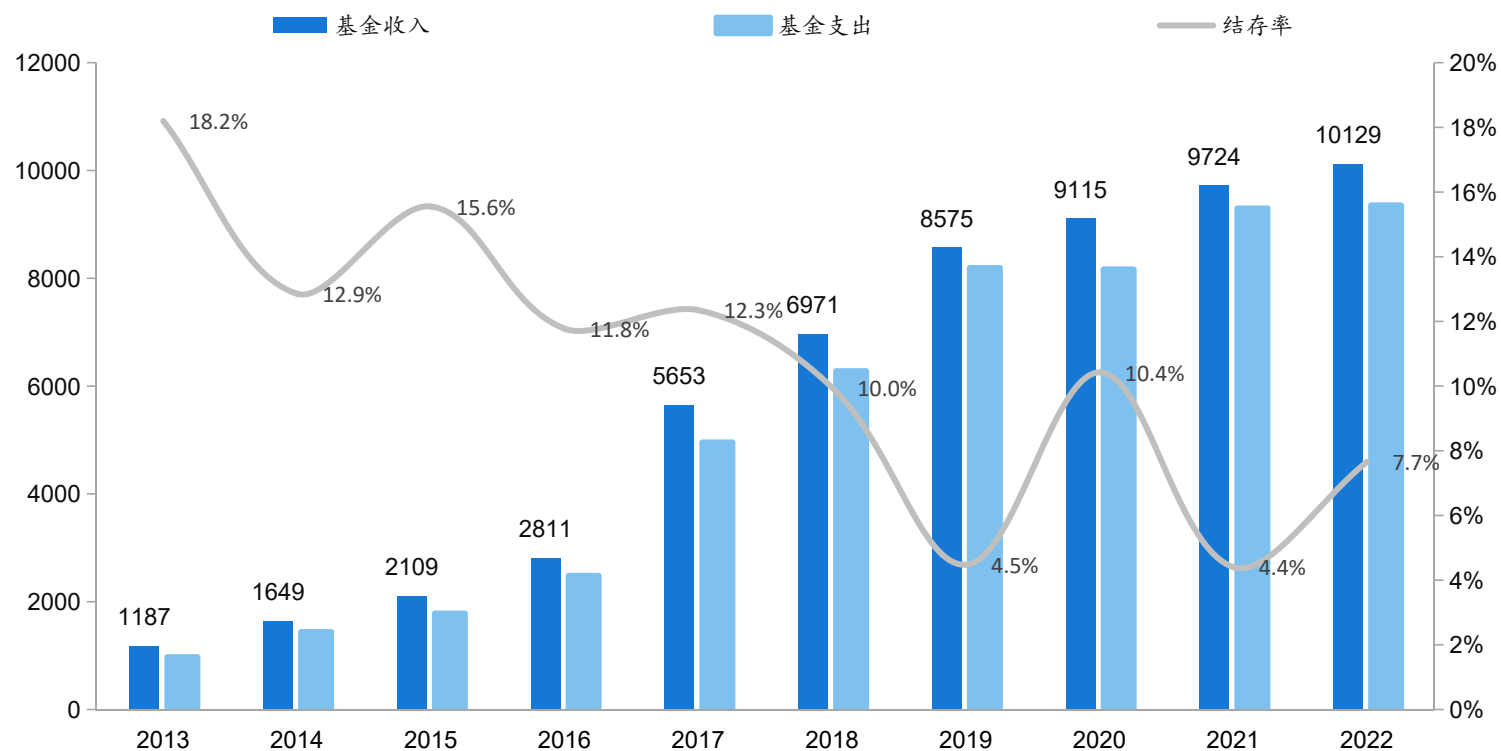
	时间	政策名称
电子病历	2018年12月	《电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）》
	2020年10月	《关于加强全民健康信息标准化体系建设的意见》
智慧服务	2019年3月	《医院智慧服务分级评估标准体系（试行）》
	2021年10月	《“千县工程”县医院综合能力提升方案（2021-2025年）》
	2022年11月	《“十四五”全民健康规划》
	2023年7月	《关于做好2023年基本公共卫生服务工作的通知》
智慧管理	2019年6月	《关于按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知》
	2020年7月	《关于印发医院信息互联互通标准化成熟度测评方案(2020年版)的通知》
	2021年3月	《医院智慧管理分级评估标准体系（试行）》
	2021年9月	《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025年）》
	2021年11月	《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》
	2023年7月	《深化医药卫生体制改革2023年下半年重点工作任务》

2.2.2 行业趋势-2：医疗提质增效，院端自发性建设意愿或增强

- 短期而言：公立医院面临着疫后医保支付方式改革的压力。2020和2021年全国40%以上公立医院收不抵支；2022年医院防疫投入增加，医保资金结存率降至10年以来相对低位。同时，门急诊人次下降，医疗收入、人员工资水平大幅降低。
- 长期而言：医学进步，保障制度完善，居民期望寿命增加，老龄化，慢性病负担必然导致控费，医院不得不提质增效。



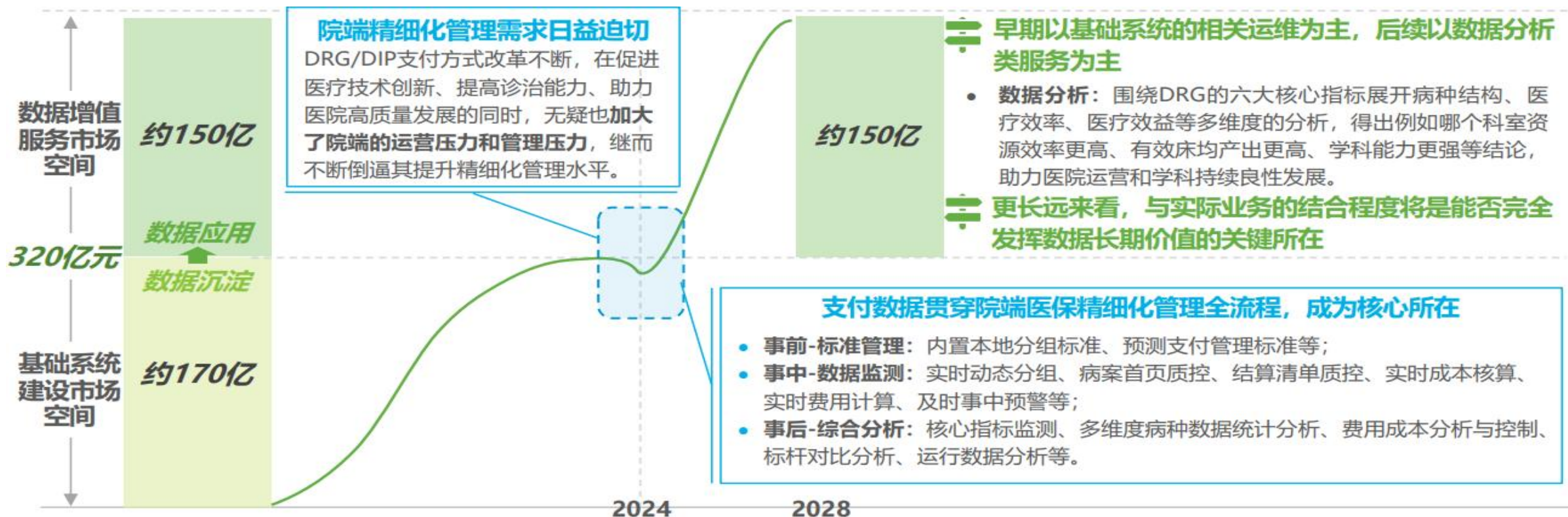
图：2013~2022年医保基金收入与支出情况（单位：亿元）



2.2.3 行业趋势-3：医保控费大趋势，精细化管理驱动第二增长曲线

- 医保精细化大趋势，基础建设需求快速释放。2021年11月，国家医保局印发《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》，明确2025年底，DRG/DIP支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。根据艾瑞，预计其基础系统建设市场空间约为170亿元，且将于2024年全面释放。
- 我们认为，院端精细化管理的需求将带动相关数据增值服务市场的爆发。根据艾瑞数据，由院端精细化管理而催生的数据增值服务将成为医保控费市场的第二增长点，未来市场空间将达到约150亿元。

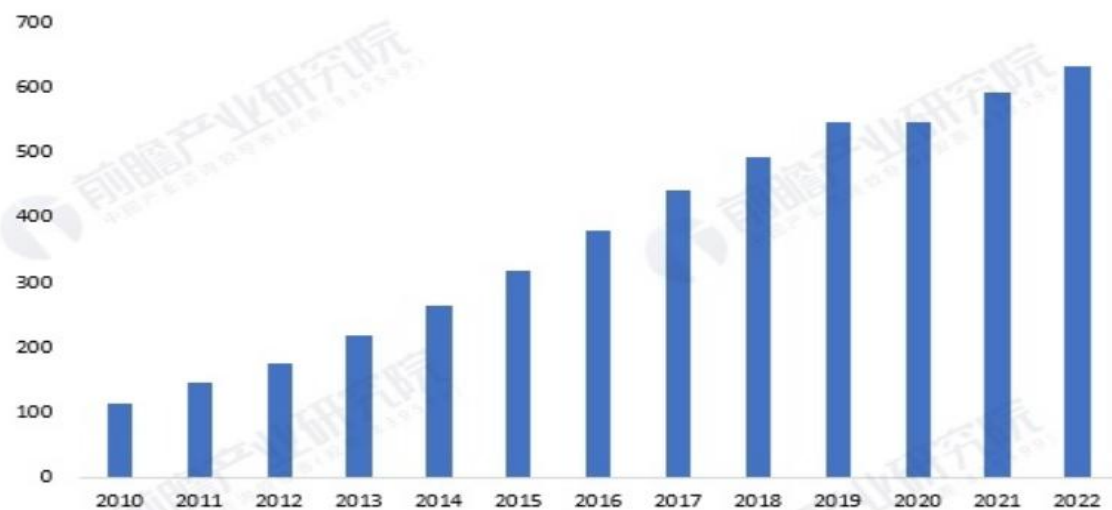
图：由精细化管理驱动的医保控费第二增长曲线



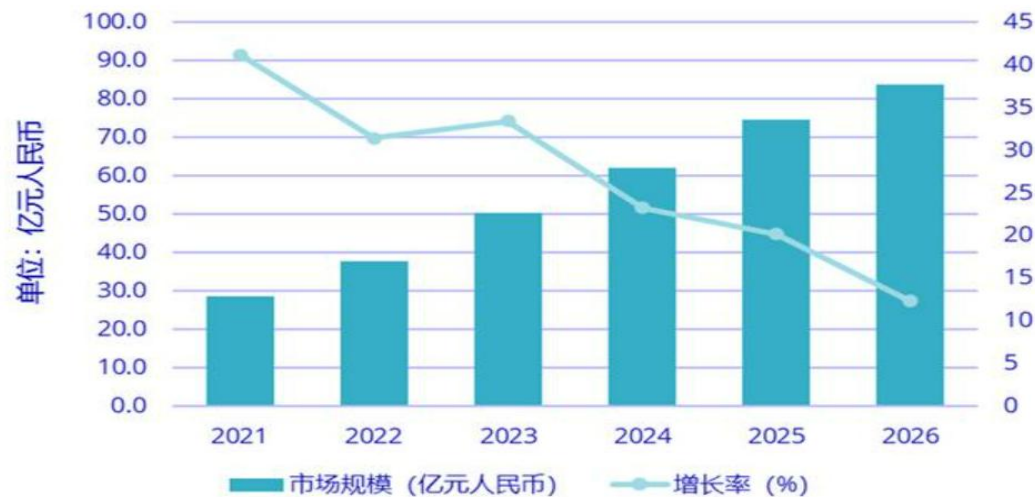
2.2.4 市场空间：政策驱动+精细化管理需求，医疗IT千亿空间可期

- **医疗信息化**：根据前瞻网预测，2022年中国医疗信息化市场规模超过630亿元，其中医疗机构IT系统占比约69.5%，其他医疗平台占比30.5%。根据前瞻网以及IDC数据预计，2028年总市场规模有望突破1400亿元，2022~2028年复合增长率超14%。
- **数据增值服务**：由院端精细化管理而催生的数据增值服务将成为医保控费市场的第二增长点，艾瑞咨询预计未来市场空间将达到约150亿元。
- **医保信息化**：国家和省级医保系统的持续升级，市县级的医保信息系统逐步建设将会为医保信息化市场发展带来动力。根据IDC数据，2021年中国医保信息化市场规模为29亿元，预计到2026年将达到83.9亿元，2021-2026CAGR为23.9%。

图：2010-2022年中国医疗信息化行业市场规模（单位：亿元）



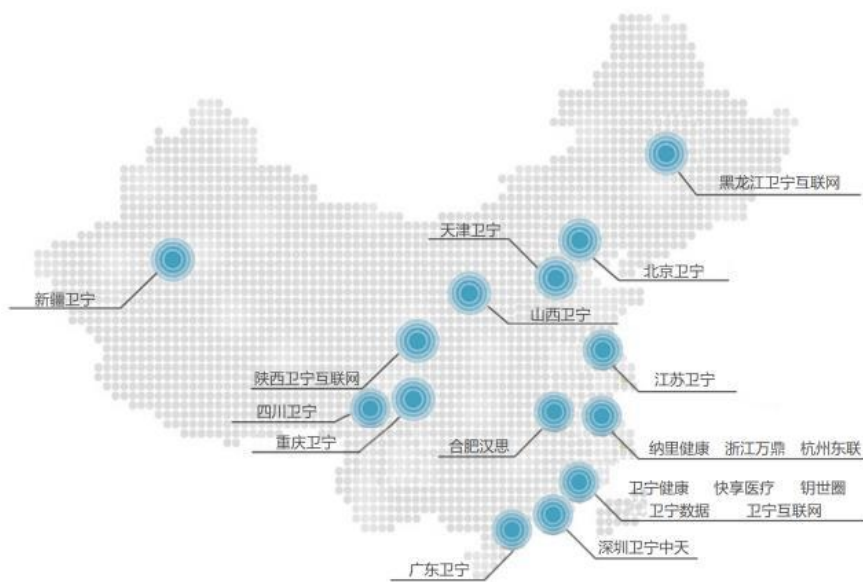
图：中国医疗保障信息系统市场预测



2.3.1 公司竞争优势-1：全国范围布局，渠道优势显著

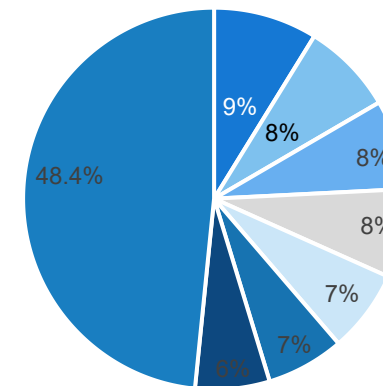
- 医疗IT对安全、质量和稳定性非常重视，且客户粘性高。渠道、产品化能力以及整体解决方案交付能力是市场准入的核心壁垒。
- 卫宁母公司与区域分公司之间实现良好协同，目前已建立起覆盖全国的经营与本地化服务团队。截至2022年底，公司已覆盖超过6000家医疗机构，其中三级以上医院超400家。其中，公司在医院核心诊疗系统中，连续3年市场份额排名第一。

图：卫宁健康全国范围子公司分布



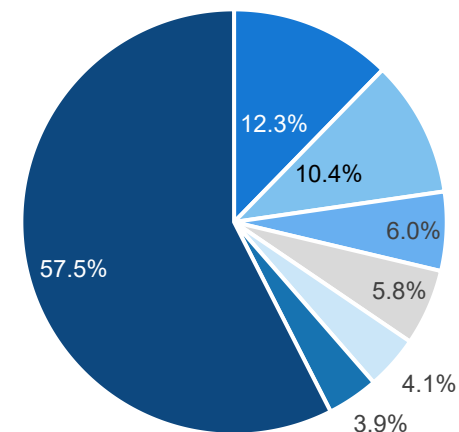
图：2022年中国医疗大数据解决方案厂商份额（%）

■ 嘉和美康 ■ 神州医疗 ■ 卫宁健康 ■ 森亿智能 ■ 医渡云 ■ 东软集团 ■ 用友网络 ■ 其他



图：2022年中国医院核心诊疗系统厂商市场份额

■ 卫宁健康 ■ 东软集团 ■ 创业惠康 ■ 东华医卫 ■ 智业软件 ■ 重庆中联 ■ 其他



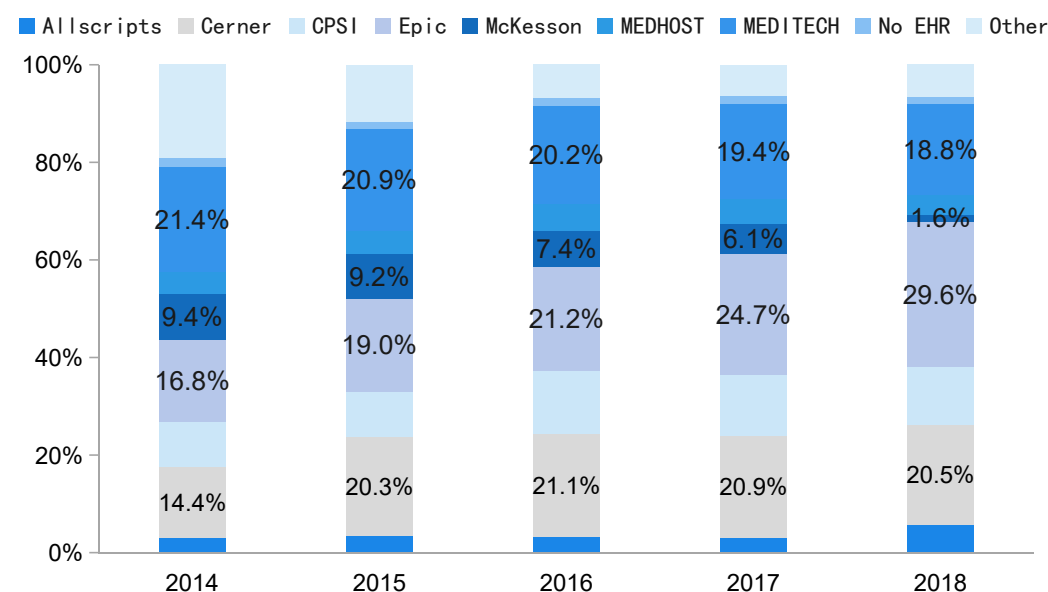
2.3.2 公司竞争优势-2：一体化大趋势，驱动市场份额提升

- 参考美国医疗IT行业的进程，行业份额在院内信息化建设的第二阶段（2012年后，数据在科室之间打通并加强数据对临床诊疗应用）出现集中。其中，2014~2018年Epic和Cerner份额分别提升12.8pct、6.1pct、Meditech和McKesson份额分别下降2.6pct、7.8pct。美国EHR公司市场份额分化明显，主要系强调数据跨部门整合，导致医院切换EHR供应商。
- 我们认为，WINEX实现横跨系统、纵跨流程、立跨业务的一体化，叠加渠道份额优势，有望受益于行业集中度提升的大趋势。基于医院业务全景，按照不同角色、专业领域拆分重塑，再按场景进行灵活组装，形成一体化整体架构。

图：WINEX的一体化布局



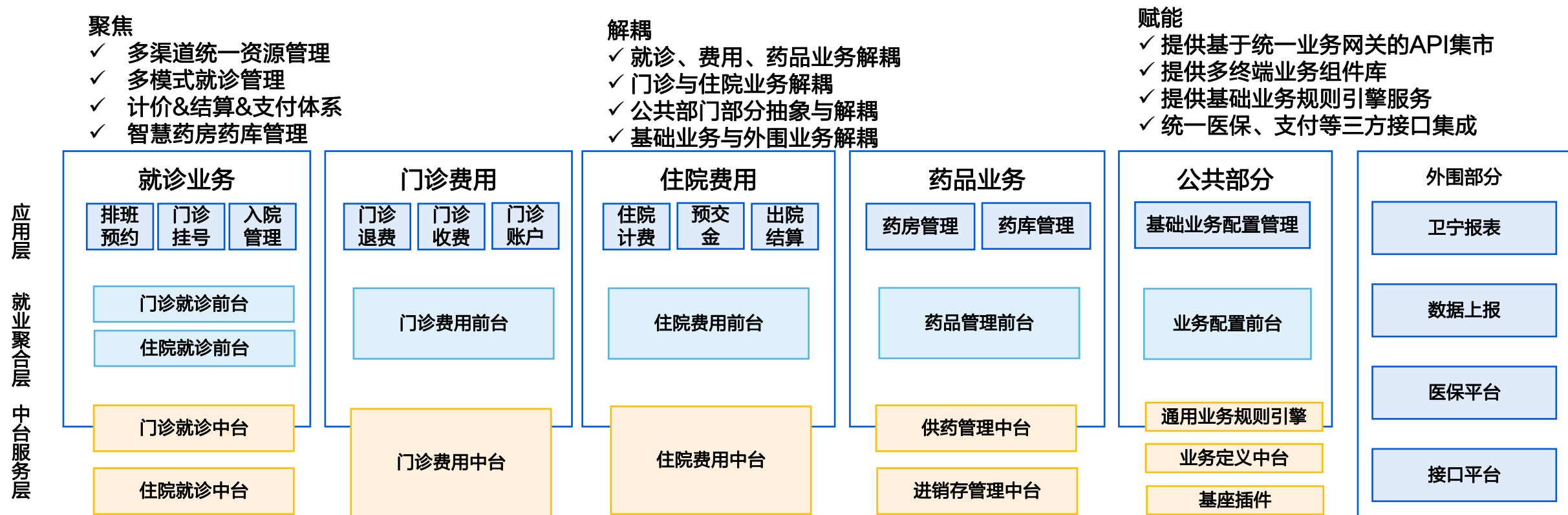
图：美国医疗IT代表公司市场份额变动情况



2.4.1 边际变化-1：互联互通的产品矩阵， WINEX进入快速推广期

- 卫宁健康数字化医院产品全面覆盖、支撑医院各类业务及日常管理，并支撑区域化信息共享及协同业务。门诊业务方面，覆盖20+专科专病、50+流程体系；住院医生业务方面，覆盖12大场景、120+功能；电子病历方面，提升2倍加载速度、4倍存储速度。
- WINEX与WinDHP生态服务开放平台的互通互联，能够实现全场景、全链路的互联互通操作，覆盖350个服务，支持1700w+高峰流量。

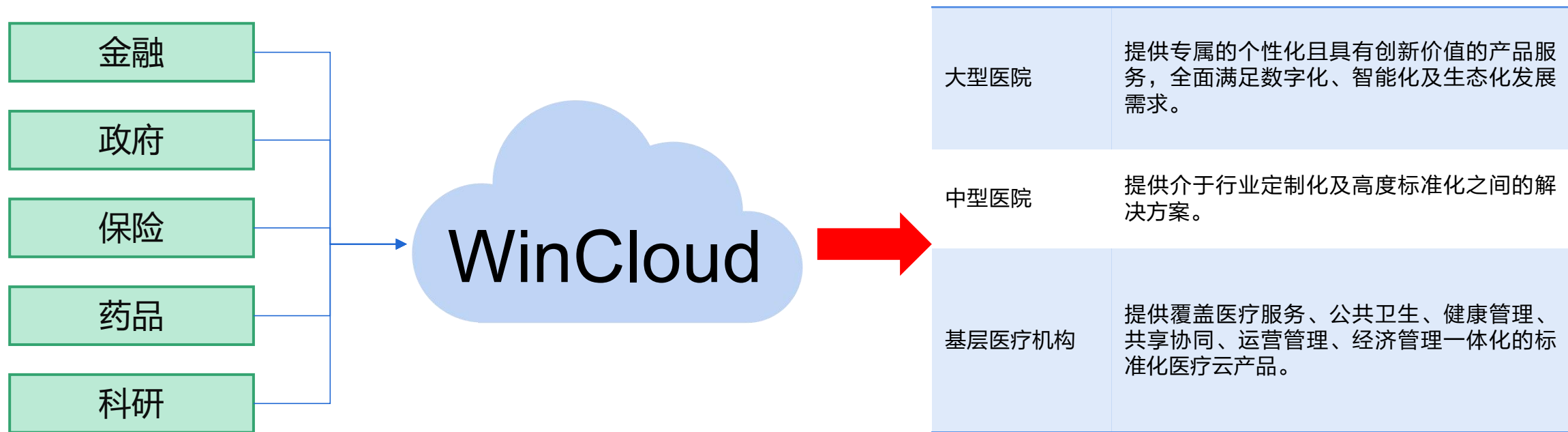
图：WINEX产品矩阵



2.4.1 边际变化-1：WinCloud助力互联互通，WINEX进入快速推广期

- “双轮驱动”纵深推进，加速医疗数字化进程。WinCloud 卫宁云计划是对“双轮驱动”战略的进一步推动，有利于将医院院内外业务无缝连接，并将加速整个医疗行业的数字化转型。
- “WinCloud 卫宁云计划”致力于打造全面云化，构建完整医疗云生态，推动SaaS服务模式创新。
 - ✓ 医疗核心业务的云化：WiNEX 引入数字中台，基于共性开发平台，实现医学知识与数据驱动开发应用。
 - ✓ 研发交付运维的云化：WiNEX专门的云交付团队可快速响应客户需求，实现版本稳定可靠的升级。
 - ✓ 行业生态互联的云化：WinCloud覆盖医疗全领域，将会贯穿整个产业链，和医疗、金融等行业伙伴共同构建。

图：Wincloud生态



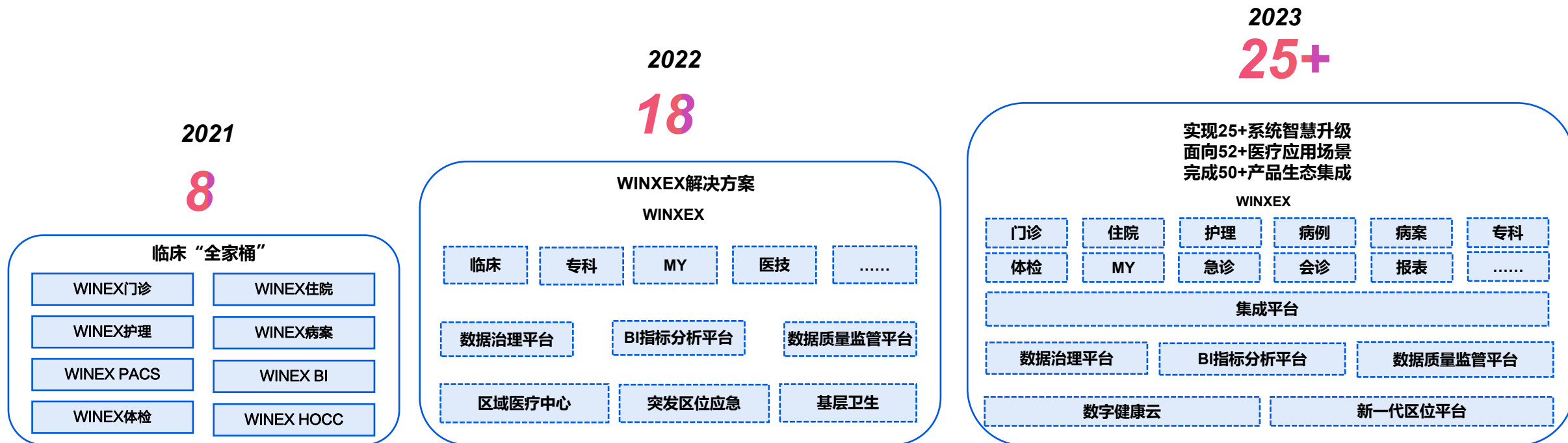
2.4.1 边际变化-1：产品矩阵逐步完善，WINEX进入快速推广期

- 产品矩阵逐步完善，WiNEX进入快速推广期。2021年公司首先发布了以临床为核心的八款产品；到2022年公司加速扩大了应用和产品的范围，形成了WiNEX解决方案生态。2023年公司发布了涵盖核心业务的全系列产品，包括25个WiNEX Ready全系列产品，后续有望开启快速商业化扩张。
- 2023年4月，公司基于新一代架构的一体化项目在北京大学人民医院多院区全面上线，WiNEX产品已从局部迭代升级为全面换代，我们预计公司后续订单增速有望提速。

表：WiNEX标杆案例持续推出

日期	医院
2023年4月	北京大学人民医院
2023年9月	陆军军医大学驻渝4所医院
2023年9月	浙江省中医院
2024年1月	重庆市妇幼保健院
2024年1月	和祐国际医院
—	大同市第五人民医院

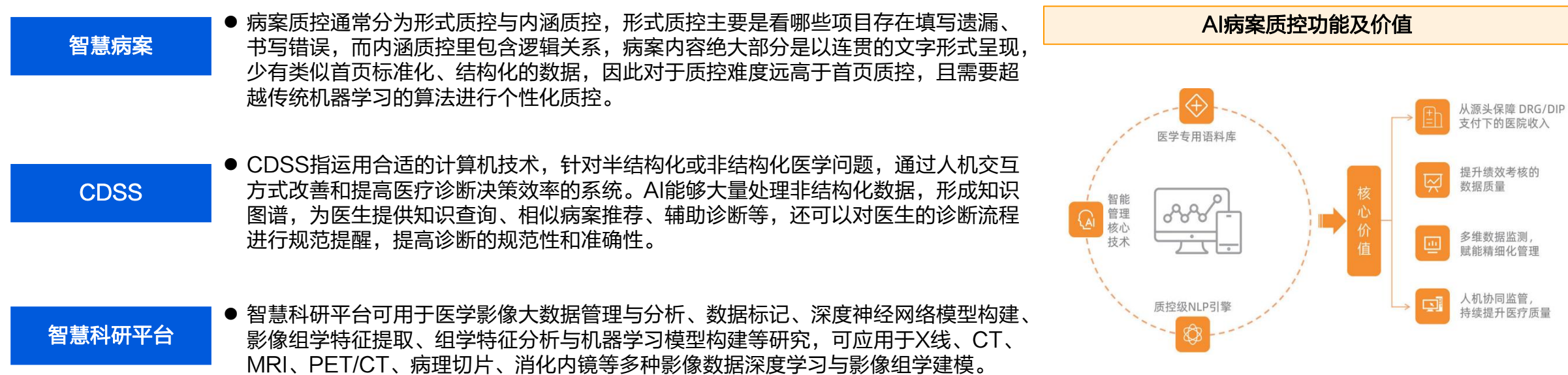
图：25+个WiNEX Ready已进入就绪状态



2.4.2 边际变化-2：AIGC助力增效降本，赋能多样化医疗场景

- 医院端AI主要围绕“智慧管理”、“智慧服务”展开。可应用在客服、导诊、监管、绩效评估、经营数据分析等场景,如替代医生、护士完成对于患者的引导工作;协助医院管理人员对医院各项经营数据进行收集分析,缓解医疗资源缺失问题。
- 主要表现形：分析和挖掘类产品与医疗助理类产品。医疗信息化相关的AI功能通常不形成独立软件,而是以软件组件的形式嵌入HIS、EMR、EHR、CDR等既有信息化系统中,或与机器人、扫描仪等硬件结合。
- 2023年10月18日，公司正式发布人工智能领域的两款产品——卫宁医疗领域大模型WiNGPT和医护智能助手WiNEX Copilot。目前公司正在持续探索更多的AI医疗场景。

图：院内增量场景的信息化AI



2.4.2 边际变化-2：AIGC助力增效降本，赋能多样化医疗场景

- **WiNGPT**是基于通用模型的医疗垂直领域大模型。结合高质量医疗数据，针对医疗场景需求专门优化和定制，通过将专业的医学知识、医疗数据融会贯通，支持医疗行业各种场景的智能知识服务，提高诊疗效率和医疗服务质量。
- **WiNGPT** 具有三大特点：（1）小而专，大模型上的“小模型”。目前已发布7B/13B的WiNGPT2，预计WiNGPT3将达到30B/65B；（2）低成本交付。部署成本控制在10W以内，平均推理时间-2.5s 可生成 45 token；（3）支持可定制的私有化部署

图：WiNGPT的技术框架与产品特点



2.4.2 边际变化-2：AIGC助力增效降本，赋能多样化医疗场景

- **WiNEX Copilot**是面向医护工作者。结合患者的各类诊疗服务数据,为医护人员提供病历文书生成、医疗质量监管、风险监测预警、医学知识服务以及诊疗过程优化、管理效率提升等方面的智能化服务。

图：WiNEX Copilot的相关功能

分类助手	功能
Copilot患者服务助手	Copilot从患者的角度出发以对话形式回答患者的问题，可用于分诊、问诊、开单等环节，甚至以数字人的方式提供医疗的知识服务。此外Copilot CDSS可以基于大模型去全面提升智能辅助的能力。
Copilot病例文书助手	通过输入双斜杠“//”即时触发。Copilot知识支持一键生成满足医疗规范、匹配患者信息的结合上下文的病例文书，比传统的模板更连贯、更丰富，从而减少书写工作量。
Copilot质控助手	将传统基于规则和模板维护的构建方式升级为模型自学习的方式。该功能可以满足多个医疗场景的质控要求，目前覆盖了病例内涵质控、不良事件填报、非计划再次手术等场景。
Copilot影像报告助手	可以结合患者的病情数据快速生成影像报告。该模型是由公司基于影像报告的数据专门训练而成，在上海的一家试点医院平均每周使用300多次，数学效率已经有了较大幅度的提升。
Copilot健康管理助手	能够智能化分析患者的健康状况。针对所收集的信息进行全面智能评估，从而给出有效的健康管理路径，并支持医生一键引用。未来在人工智能领域卫宁将以WiNGPT为基础、Copilot为抓手，持续优化公司产品提升智能化能级。

三、创新业务：互联网医疗加速，打造内外协同第二曲线

3. 创新业务：拓展“互联网+医疗健康”板块，推进产业创新运营发展

- 2016年起，公司前瞻性布局互联网+医疗健康领域，提出“4+1”（即云医、云康、云药、云险+创新服务平台）战略，通过纳里健康、钥世圈等具体实施创新业务，逐渐打通医疗、医保、医药，建立医疗行业闭环生态。

图：公司创新业务板块情况



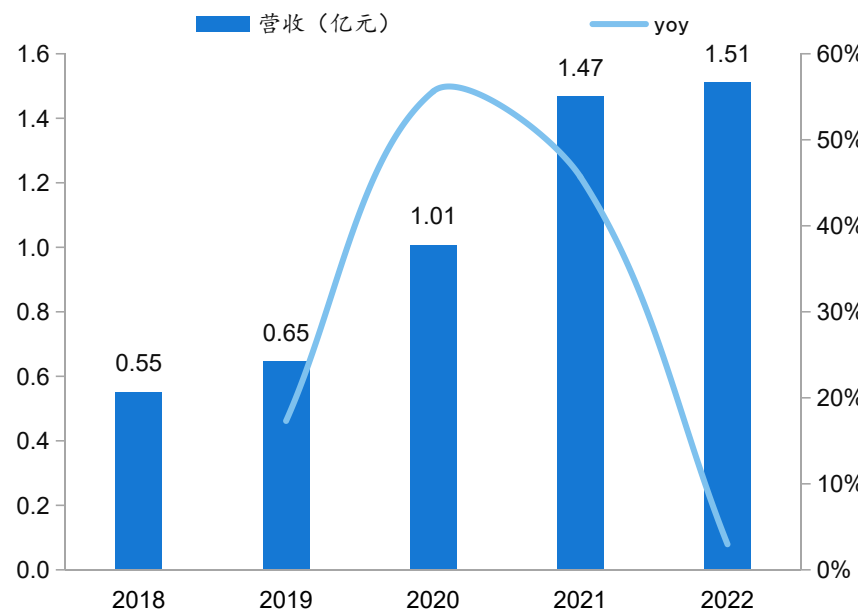
3.1 云医：医疗服务线上化，打造医内外协同体系

- “云医”纳里股份（含纳里健康）是以实体医疗机构为主体的数字健康医疗服务平台，从构建全流程的就医服务体系到在线诊疗、健康管理服务的业态延伸，赋能实体医疗机构实现高质量发展。
- 截止2023年上半年，纳里股份（含纳里健康）提供互联网医疗应用服务的医疗机构突破9,000家，日HTTP最高访问量达5.4亿次，月活跃用户数超过2,100万。
- **商业模式：**医院把部分医疗服务（缴查、在线咨询、在线复诊、慢病续方等）转移至线上平台。平台方通过两途径获利：一是收取平台建设费与后续运维费，二是咨询、复诊、处方流转药费的抽成等。平台成熟后，有望向保健品、个人医疗等方向延伸。

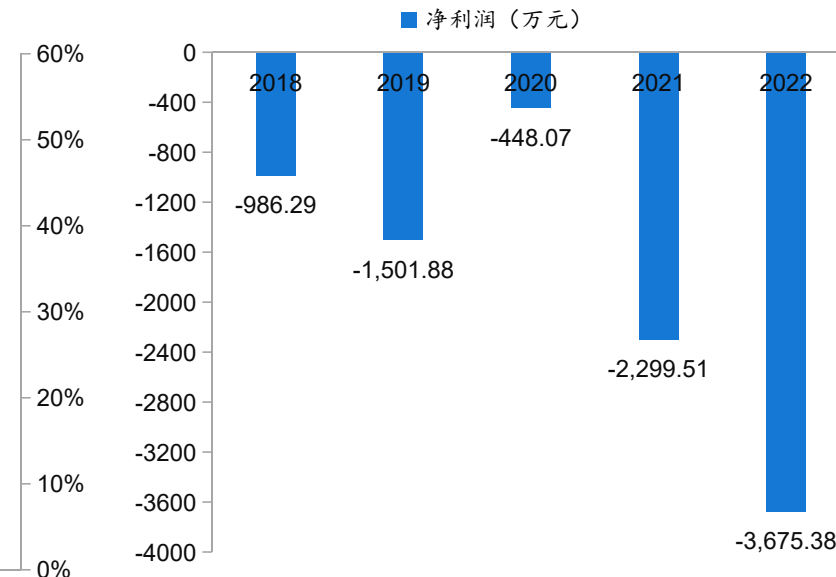
图：互联网医疗商业模式



图：纳里健康2018~2022年营收及其变动



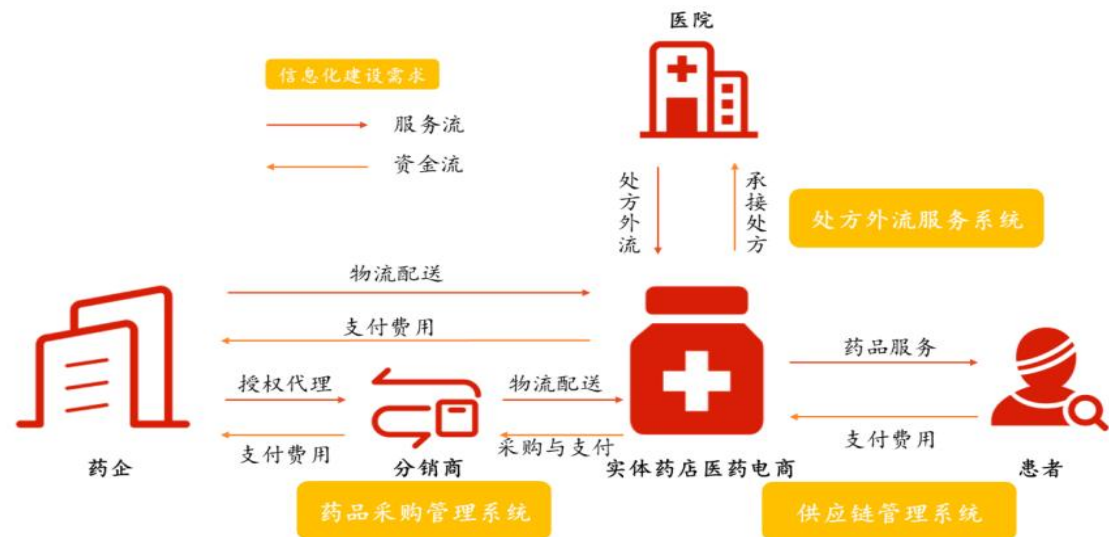
图：纳里健康2018~2022年净利润及其变动



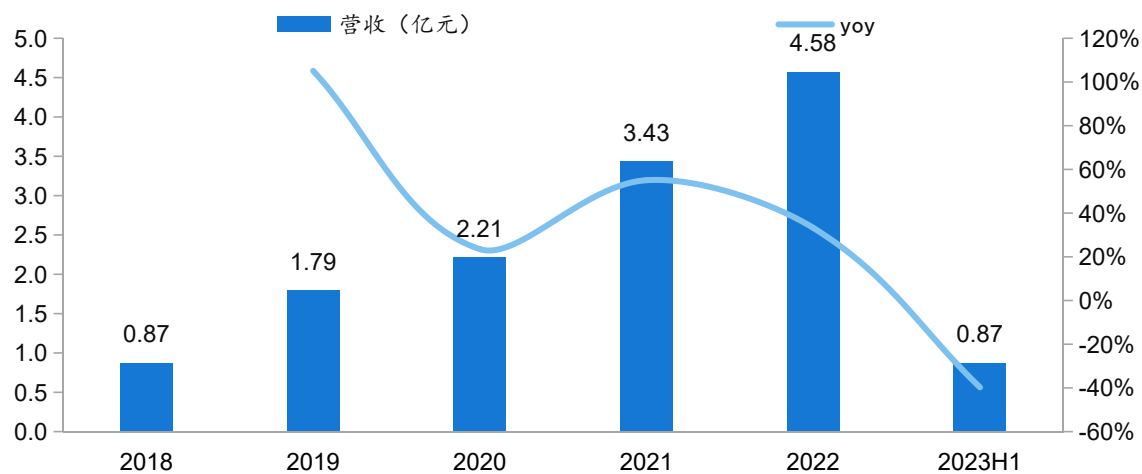
3.2 云药：第三方“医、药、健、险”生态运营商

- “云药”云钥科技致力于构建共享、共赢的健康新生态，力图赋能生态伙伴，持续提升全生态优质的医疗服务、药品服务的输出能力，进而提升医疗健康服务的可及性、可负担性，为用户提供全方位的健康福利服务。通过提供数字化解决方案及RINGNEX“医药健险联合运营”SaaS平台，云钥科技打通院内到院外医、药、健、险运营体系；实现医疗机构、药品企业、零售药房、商业保险、健康管理服务的全价值链接。
- 2023H1，云钥科技开启业务调整 and 人员优化，在稳定核心业务结构的同时，大力推进互联网门诊险业务以及直付理赔业务，不断提升运营服务能力，加强与各大保司的合作广度与深度。

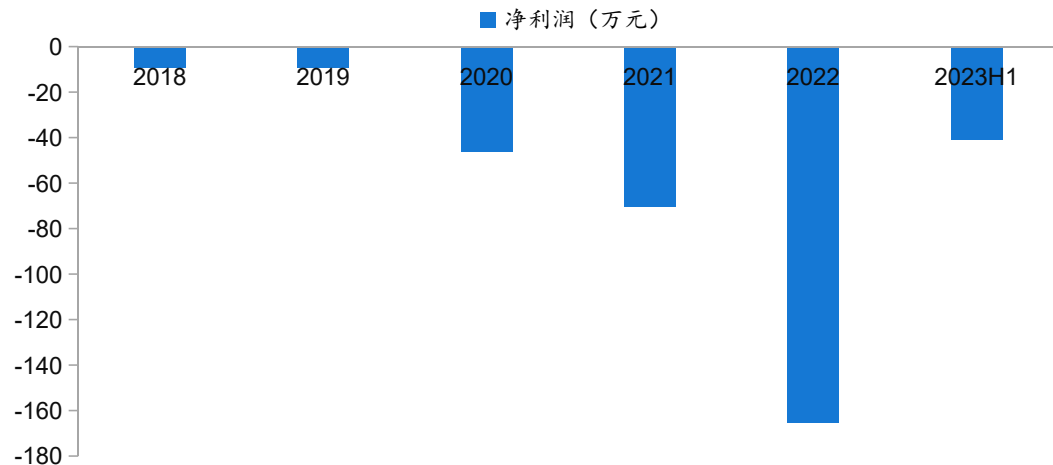
图：处方外流商业模式



图：2018~2023H1云钥科技营收及其变动



图：2018~2023H1云钥科技净利润及其变动



3.3 云险：商保+医保的数字化服务商，受益于医保控费大趋势

- **携手阿里云，提供智慧医保五大服务。**2023年4月，卫宁科技与阿里云发布医保智能审核服务平台联合解决方案，以SaaS模式向全国定点医药机构提供服务，加强定点医药机构自主管理、规范医疗行为，提升医保基金使用效率，防范医保违法违规行为。
- **国内领先智慧医保供应商，覆盖范围广泛。**自2019年卫宁科技独家中标承建国家医保局医疗保障信息平台的核心子系统，其业务布局迅速扩展至全国，覆盖70%的省市区域，并服务逾1,400家医院，成为医保体系内服务最全面、覆盖最广泛、效果最显著的风控整体解决方案供应商。2023H1，卫宁科技签订合同约1亿元，同比增长90%。

图：智慧医保五大服务

服务	主要内容
医院医保预警分析解决方案	对医疗服务过程中医保违规行为进行事前提醒、事中预警，帮助两定机构建立医保基金使用管理制度；通过科学权威的知识库规则库，开展医院医保智能预警，实时更新知识库规则库；建立DRG/DIP付费监管；帮助两定机构定期开展医保基金使用自查自纠和医保基金使用制度和政策培训，正确引导和规范医疗行为，防范不合理使用医保基金，协助医药机构加强内部医保管理长效机制。
DRG/DIP医院管理方案	通过DRG/DIP分组管理及质控系统平台，支持国家医保局制定的DRG/DIP分组方案，并与各个统筹区对应分组版本高度契合。提供在院预分组、病案首页/结算清单质控等功能体系，有效提升医院在支付方式改革下的运营管理。
医院国考绩效管理方案	在“国家公立医院绩效考核”的大背景下，将医疗质量、运营效率、持续发展、满意度评价等国考指标分类处理、有机结合，构建院内绩效考核指标体系，补齐短板，提高管理效率，促进医院持续健康发展。
定点医药机构进销存管理方案	在药品和耗材集采常态化和医保基金监管制度化背景下，对药品耗材进销存、使用情况进行监测；对一定时期内使用金额异常或出库对比异常的药品耗材进行预警；对药品耗材历史量测算及需求量预测，为临床需求和医保监管提供数据支撑。
定点药店医保预警分析解决方案	根据定点药店的监管要求和运营需求，通过药店大数据监管、风险识别与预警、处方流转监管（双通道、药店门诊统筹）、连锁药店综合分析等功能，对定点药店违规行为进行预警，避免违规风险。

3.3 云险：商保+医保的数字化服务商，受益于医保控费大趋势

- 数智商保方面，公司提供了健康险智能核保与风险防范、智能核赔与反欺诈、人群画像与风险模型、惠民保、保险产品精算、营销推广、长护险照护管家等服务。卫宁科技已于2023年6月完成保险经纪公司的收购，将加快商保业务的发展，实现商业模式的优化升级，提升收入规模以及盈利能力。
- 金仕达卫宁发布自主研发的基于人工智能技术、用于医保和商保垂直领域的智慧顾问——“知问”。
 - ✓ 医保：用于解答医保、商保领域专业知识、相关政策，能及时和准确更新医保政策和要求变化。
 - ✓ 商保：帮助用户了解健康险产品信息、比较不同产品的优劣，解读健康险产品理赔条款，并为客户提供准确、专业的建议。

图：知问部分问答使用



3.4 行业趋势：互联网医疗蓝海市场，预计2025年接近6000亿

- **线上线下一体化新趋势。**疫情后，居民线上诊疗的接受度逐步提升。根据网经社数据，2023上半年互联网医疗用户规模4.31亿人，同比+18.73%。未来轻症和慢性疾病的诊疗需求或将上浮至在线医疗平台等新入口和新渠道。
- 根据中商产业研究院数据，2020年中国互联网医疗市场规模为1961亿元，预计到2025年这一数字将扩至5778亿元，2020~2025年复合增长率24%。我们认为，随着互联网医疗使用人数和频次的提升，公司创新业务有望迎来更大的发展空间。

图：线上线下医疗服务的一体化模式



四、盈利预测与风险提示

4.1 盈利预测

- **医疗卫生信息化**：综合考虑公司订单情况、政策驱动与院端增效降本需求，我们假设医疗卫生信息化2023-2025 年的营收同比增速分别为+ 11%、+19%、+25%。
- **互联网医疗**：考虑民众对互联网医疗的接受程度提升，我们假设互联网医疗2023-2025 年的营收同比增速分别为 -9%、+13%、+17%。
- **费用率**：考虑到公司渠道优势与互联网医疗业务的扩张需求，预计公司2023~2025年销售费用率分别为17.22%、17.37%、17.27%，管理费用率分别为7.35%、6.99%、6.93%，研发费用率分别为10.73%、10.61%、10.31%。

图：卫宁健康盈利预测情况

收入(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
互联网医疗	2,528.42	2,806.55	3,339.79	4,174.74
yoy (%)	28.38%	-9.00%	13.00%	17.00%
医疗卫生信息化	563.07	512.39	579.00	677.43
yoy (%)	9.40%	11.00%	19.00%	25.00%

图：卫宁健康费用率预测情况

收入(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	16.03%	17.22%	17.37%	17.27%
管理费用率	6.85%	7.35%	6.99%	6.93%
研发费用率	10.95%	10.73%	10.61%	10.31%

4.2 投资建议

- 卫宁健康是国产医疗信息化龙头，WiNex进入快速推广期叠加AI赋能，公司业绩有望加速增长。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.81/4.79/6.27亿元，EPS分别为0.18/0.22/0.29股，当前股价对应2024-2025年PE分别为34.21/26.14X，首次覆盖，给予“买入”评级。

图：可比公司估值对比（2024年3月18日）

业务	股票名称	股价 (2024/3/18)	EPS (元/股)				PE		
			2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300168.SZ	万达信息	7.16	-	0.03	0.17	0.28	228.03	41.72	25.92
688246.SH	嘉和美康	31.64	0.49	0.44	1.02	1.47	102.61	30.93	21.59
平均值			0.12	0.24	0.60	0.87	165.32	36.33	23.76
300253.SZ	卫宁健康	7.61	0.05	0.18	0.22	0.29	42.97	34.21	26.14

- **宏观经济影响下游需求：**宏观经济环境下行将影响政府、行业客户对医疗信息化的采购需求。
- **新产品销售不及预期：**公司增长驱动和业务转型的核心因素之一为WiNex 加速推广渗透，若WiNex推进不及预期，或导致公司相关订单增速下行。
- **AIGC应用落地不及预期：**未来AI技术迭代速度不及预期将影响其AI赋能和在行业领域应用。
- **市场竞争加剧：**医疗信息化领域市场广阔，或将促进更多的企业加入进行相关商业产品的研发，或导致行业竞争加剧，公司盈利能力下降。
- **宏观环境对医院客户收入影响风险：**医疗信息化的需求与医院客户营收情况高度相关，若宏观环境影响医院客户收入，可能会对医疗信息化的需求产生影响。

卫宁健康盈利预测表

证券代码： 300253

股价： 7.61

投资评级： 买入(首次覆盖)

日期： 20240318

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1282	1484	1648	1581	营业收入	3093	3320	3920	4854	每股指标				
应收款项	940	936	1051	1261	营业成本	1742	1775	2081	2545	EPS	0.05	0.18	0.22	0.29
存货净额	98	99	122	142	营业税金及附加	26	30	33	42	BVPS	2.38	2.60	2.82	3.11
其他流动资产	1993	2127	2404	2962	销售费用	496	572	681	838	估值				
流动资产合计	4312	4647	5225	5947	管理费用	212	244	274	336	P/E	202.8	42.97	34.21	26.14
固定资产	491	481	486	490	财务费用	40	-17	-20	-23	P/B	4.3	2.9	2.7	2.4
在建工程	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	314	363	421	515	P/S	7.1	4.9	4.2	3.4
无形资产及其他	2525	2777	3030	3457	营业利润	40	467	585	766	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	494	494	494	494	营业外净收支	-1	-3	-2	-2	盈利能力				
资产总计	7822	8399	9236	10388	利润总额	39	465	584	764	ROE	2%	7%	8%	9%
短期借款	43	43	43	43	所得税费用	24	16	20	27	毛利率	44%	47%	47%	48%
应付款项	603	605	709	868	净利润	15	448	563	737	期间费率	24%	24%	24%	24%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	-94	67	84	111	销售净利率	4%	11%	12%	13%
其他流动负债	937	973	1142	1399	归属于母公司净利润	108	381	479	627	成长能力				
流动负债合计	1582	1621	1895	2310	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	12%	7%	18%	24%
长期借款及应付债券	950	931	931	931	经营活动现金流	100	408	515	456	利润增长率	-71%	251%	26%	31%
其他长期负债	162	172	172	172	净利润	108	381	479	627	营运能力				
长期负债合计	1113	1103	1103	1103	少数股东损益	-94	67	84	111	总资产周转率	0.40	0.41	0.44	0.49
负债合计	2695	2724	2998	3413	折旧摊销	125	84	88	88	应收账款周转率	3.78	3.57	3.99	4.24
股本	2148	2152	2152	2152	公允价值变动	25	0	0	0	存货周转率	15.11	18.03	18.78	19.23
股东权益	5127	5675	6238	6975	营运资金变动	-428	-77	-141	-373	偿债能力				
负债和股东权益总计	7822	8399	9236	10388	投资活动现金流	-350	-277	-349	-521	资产负债率	34%	32%	32%	33%
					资本支出	-323	-273	-335	-512	流动比	2.72	2.87	2.76	2.57
					长期投资	-35	0	-10	-7	速动比	1.49	1.58	1.52	1.32
					其他	8	-4	-4	-2					
					筹资活动现金流	-120	71	-2	-2					
					债务融资	43	-27	0	0					
					权益融资	91	121	0	0					
					其它	-254	-23	-2	-2					
					现金净增加额	-369	202	164	-67					

计算机小组介绍

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，致力于做前瞻性深度研究，挖掘投资机会。新浪金麒麟新锐分析师、Wind金牌分析师团队核心成员。

分析师承诺

刘熹，本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 计算机研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597