

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 2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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2024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：卫宁健康科技集团股份有限公司（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，市场规模持续增长，公司研发实力较强，跟踪期内营收继续增长，成本优化助推盈利水平提升，财务结构依然稳健，货币资金相对充裕，融资渠道畅通，流动性压力较小。同时中证鹏元关注到，公司实际控制人曾因配合茂名市监察委员会相关调查无法履职，目前已正常履职，公司创新类业务亏损继续拖累业绩，未来盈利情况存在不确定性，同时医疗卫生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 2023 年回款仍趋弱，应收账款和合同资产规模较大，对营运资金形成较大占用，且期间费用率仍偏高，未来依旧存在商誉减值风险等风险因素。

评级日期

2024 年 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：毛燕月
maoyy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	84.78	85.49	78.22	74.96
归母所有者权益	57.61	56.87	51.10	51.00
总债务	11.05	11.15	10.67	9.53
营业收入	4.94	31.63	30.93	27.50
净利润	0.06	3.18	0.15	3.54
经营活动现金流净额	-1.09	1.85	1.00	3.68
净债务/EBITDA	--	0.16	-0.12	-0.88
EBITDA 利息保障倍数	--	11.54	9.50	13.94
总债务/总资本	16.09%	16.41%	17.23%	15.55%
FFO/净债务	--	363.05%	-466.33%	-70.06%
EBITDA 利润率	--	23.36%	18.31%	23.66%
总资产回报率	--	4.95%	1.28%	6.21%
速动比率	2.98	2.78	2.66	3.17
现金短期债务比	12.03	11.12	13.10	49.21
销售毛利率	33.71%	45.00%	43.69%	46.35%
资产负债率	32.05%	33.54%	34.46%	30.99%

注：2021-2022 年公司净债务为负数，从而导致净债务/EBITDA、FFO/净债务、经营活动现金流/净债务为负数。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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。**2023 年我国软件和信息技术服务业运行稳步向好，其中信息技术服务份额持续提升；医疗卫生信息化政策持续利好，为行业内企业经营提供了良好的发展机遇和环境。
- **公司延续“1+X”战略，继续保持较强研发实力，2023 年营收规模增长及成本优化助推盈利水平提升。**2023 年公司延续“1+X”战略，继续加大研发资金投入，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、互联网医院等数字应用场景；当年公司整体经营情况较为稳健，2023 年新签订单小幅增加带动营收规模持续增长，成本管控及优化措施助推公司盈利增长。
- **财务结构较为稳健，债务压力较小。**公司财务杠杆较为稳健，货币资金仍相对充裕，短期债务规模和资产受限规模较小，流动性较好。

关注

- **2023 年公司实际控制人曾因配合茂名市监察委员会相关调查无法履职，目前已正常履职。**公司实际控制人、董事长周炜先生于 2023 年 7 月 1 日至 8 月 14 日因配合茂名市监察委员会相关调查无法正常履职。根据公司于 2023 年 8 月 14 日发布的公告，相关案件还在进一步调查中，公司尚未收到相关书面文件，周炜先生已能正常履行公司董事长、法定代表人等职责。中证鹏元将持续关注上述事件的后续进展及可能对公司产生的影响。
- **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，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。**2023 年公司回款仍趋弱，应收账款和合同资产规模持续增长且规模较大，2023 年末合计占公司总资产比重的 38.77%，对公司营运资金形成较大占用。2023 年应收账款累计计提坏账准备 4.82 亿元，合同资产累计计提减值 5.82 亿元，需关注其回收风险。
- **公司互联网医疗健康业务经营持续亏损，拖累业绩，期间费用率仍偏高，部分投资标的持续亏损导致公司面临商誉减值风险。**2023 年公司创新业务互联网医疗健康业务虽亏损收窄，但仍对业绩造成拖累，合并范围子公司环耀卫宁健保科技（上海）有限公司（以下简称“环耀卫宁”）、子公司浙江纳里数智健康科技股份有限公司（以下简称“纳里股份”）、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 1.96 亿元；此外，2023 年公司期间费用率下降 1.46 个百分点至 32.85%，但仍然偏高；公司并购形成的商誉规模较大，2023 年对环耀卫宁计提商誉减值 0.07 亿元，未来仍面临商誉减值风险。

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	卫宁健康	创业慧康
总资产	236.38	189.91	85.49	57.90
营业收入	115.24	105.44	31.63	16.16
净利润	6.36	0.71	3.18	0.46
经营性净现金流	2.50	7.98	1.85	1.58
销售毛利率	23.98%	24.20%	45.00%	46.98%

注：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：iFind，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_2023V1.0
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

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	8/9
	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	中
	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		8/9
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。

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	2023-6-16	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。2023年1月，公司将“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（含利息）永久补充流动资金。此外，“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”于2023年2月底达到预定可使用状态，公司后将上述三个募投项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金。

鉴于上述募投项目变更、项目完工结项等原因，截至2023年12月31日，原募投项目“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”和“营销服务体系扩建项目”的募集资金专户已注销。“WiNEX MY项目”的专户仍正常使用，截至2024年3月31日，“卫宁转债”专户余额为4,758.66万元。

三、发行主体概况

“卫宁转债”自2021年9月22日起开始转股，初始转股价为17.76元/股，最新转股价格为17.62元/股（2024年6月4日开始生效）。2023年“卫宁转债”转股增加股本7,441股，2024年第一季度“卫宁转债”未转股，截至2024年3月末，“卫宁转债”累计转换成公司股票17,133股，未转换比例为99.97%。2023年和2024年第一季度，公司股权激励期权行权分别增加股本4,571,430股和6,614,595股，截至2023年3月31日公司股本为21.59亿元。

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2024年3月末，二人合计持有公司13.10%股份（周炜先生持股8.17%、王英女士持股4.93%），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（见附录三），上述10个迎水私募产品共持有公司股份

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。

77,749,000股。

表1 截至 2024 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	8.17%	132,355,681
王英	境内自然人	106,529,129	4.93%	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	4.92%	-
刘宁	境内自然人	103,612,949	4.80%	77,709,712
周成	境内自然人	63,050,000	2.92%	-
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	52,546,172	2.43%	-
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	50,205,320	2.33%	-
中国工商银行股份有限公司-易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	其他	36,284,045	1.68%	-
香港中央结算有限公司	境外法人	31,421,342	1.46%	-
孙凯	境内自然人	26,395,827	1.22%	-
合计		752,724,895	34.86%	-

资料来源：公司 2024 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。2023年公司合并范围新增2家子公司，具体变化情况如下表。

表2 2023 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	子公司层级	合并方式
浙江纳里数智健康科技股份有限公司	二级	新设
宜宾市三江卫宁科技有限公司	二级	新设

资料来源：公司 2023 年年报、公开查询，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

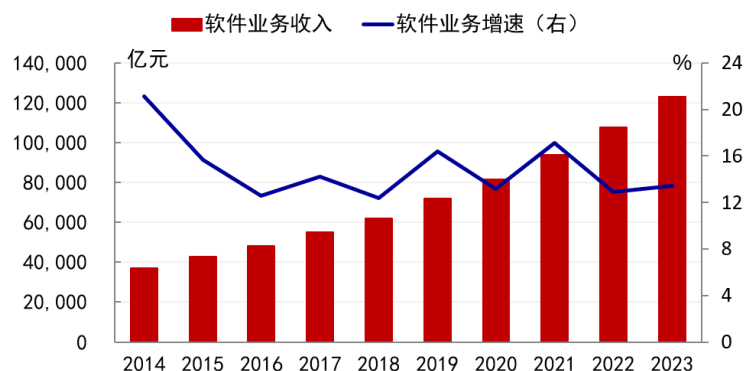
宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

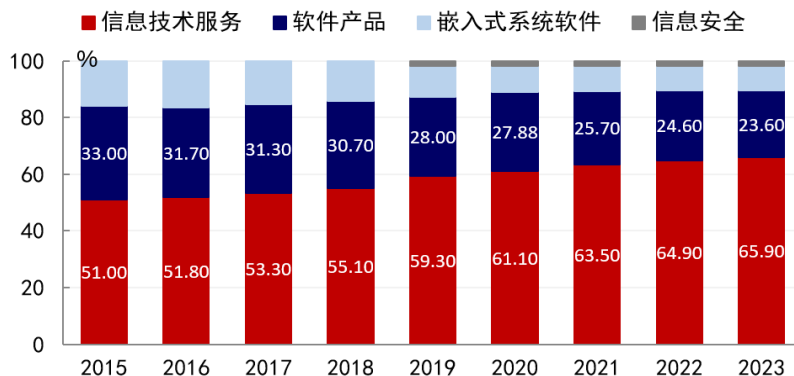
2023年我国软件和信息技术服务业运行稳步向好，其中信息技术服务份额持续提升；在政策持续利好的情况下，为行业内企业经营提供了良好的发展环境

2023年，我国软件和信息技术服务业运行稳步向好。具体来看，2023年我国软件和信息技术服务业规模以上企业超3.8万家，累计完成软件业务收入123,258亿元，同比增长13.4%；实现利润总额14,591亿元，同比增长13.6%。收入及利润增速均较上年有所回升。

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：2023年软件业经济运行情况，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。2023年信息技术服务业务实现收入81,226亿元，同比增长14.7%，占全行业收入的比重为65.9%，较上年增加1个百分点。其中，云服务、大数据服务共实现收入12,470亿元，同比增长15.4%；电子商务平台技术服务收入11,789亿元，同比增长9.6%。2023年软件产品实现收入29,030亿元，同比增长11.1%，占全国软件和信息技术服务业收入的比重为23.6%。其中，工业软件产品实现收入2,824亿元，同比增长12.3%，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

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。随后国家出台多项政策，持续为计算机板块提供积极的政策环境；同时，全球新一轮科技革命和产业变革深入推进，我国软件和信息技术服务业迎来新的发展机遇。

表3 2023年我国软件和信息技术服务业主要政策情况

相关板块	时间	政策/事件	主要内容
数字经济	2023.2	《数字中国建设整体布局规划》	到2025年，基本形成横向打通、纵向贯通、协调有力的一体化推进格局。数字基础设施高效联通，数据资源规模和质量加快提升，数据要素价值有效释放等。
人工智能	2023.5	中央财经委会议	提出“要把握人工智能等新科技革命浪潮”，高效集聚全球创新要素，推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系。
人工智能	2023.7	《生成式人工智能服务管理暂行办法》	鼓励生成式人工智能技术在各行业、各领域的创新应用，生成积极健康、向上向善的优质内容；鼓励生成式人工智能算法、框架、芯片及配套软件平台等基础技术的自主创新。
算力	2023.10	《算力基础设施高质量发展行动计划》	到2025年，算力方面，算力规模超过300EFLOPS，智能算力占比达35%；运载力方面，国家枢纽节点数据中心集群间基本实现不高于理论时延1.5倍的直连网络传输；存储力方面，存储总量超过1800EB。
数据要素	2023.10	国家数据局正式挂牌成立	负责协调推进数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用，统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等，由国家发展改革委管理。
智能驾驶	2023.7	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2023版）》	第一阶段到2025年，系统形成能够支撑组合驾驶辅助和自动驾驶通用功能的智能网联汽车标准体系；第二阶段到2030年，全面形成能够支撑实现单车智能和网联赋能协同发展的智能网联汽车标准体系。
智能驾驶	2023.11	《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》	引导智能网联汽车生产企业和使用主体加强能力建设在保障安全的前提下，促进产品功能、性能提升和产业生态的迭代优化；加快健全完善智能网联汽车生产准入管理和道路交通安全管理体系。

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

医疗卫生信息化是传统软件技术和新一代信息技术在医疗领域的应用，通过计算机软硬件、互联网、大数据、人工智能等现代化前沿技术手段，对医疗机构内部管理和业务流程所产生数据进行采集、存储、提取、处理和加工。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。中国医疗信息化可以分为三个阶段：分别是医院管理信息化（HIS）、临床管理信息化（CIS）、区域医疗卫生服务信息化（GMIS），目前已进入以临床医疗管理信息化（CIS）为主的发展阶段，局部地区开始同步向第三阶段推进。

与此同时，近年国家卫生健康委及其他部委密集出台相关政策，指导医疗信息化高效有序推进，并完善医疗生态。目前，政策对医疗健康信息全国互联共同、高等级电子病历建设等具有明确要求，由此推动信息化建设将为行业提供发展机遇。

表4 近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
国家卫健委、中医药局	2021.9	《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025年）》	建设“三位一体”智慧医院。到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，智慧服务平均级别力争达到2级和3级，智慧管理平均级别力争达到1级和2级，能够支撑

国家卫健委、中医药局、疾控局	2022.11	《“十四五”全民健康信息化规划》	线上线下一体化的医疗服务新模式。 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。
国家卫健委	2023.3	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	发展“互联网+医疗健康”，建设面向医疗领域的工业互联网平台，加快推进互联网、区块链、物联网、人工智能、云计算、大数据等在医疗卫生领域中的应用，加强健康医疗大数据共享交换与保障体系建设
国家卫健委	2023.5	《全面提升医疗质量行动（2023-2025年）》	加强质量安全信息公开。省级以上卫生健康行政部门建立辖区内医疗机构质量安全排名、通报和信息公开制度，完善工作机制，充分调助行业重视程度和工作积极性
国家卫健委	2023.6	《进一步改善护理服务行动计划（2023-2025年）》	扩大“互联网+护理服务”。支持有条件的医疗机构依法依规积极开展“互联网+护理服务”，结合实际派出本机构符合条件的注册护士为出院患者、生命终末期患者或居家行动不便老年人等提供专业便捷的上门护理服务

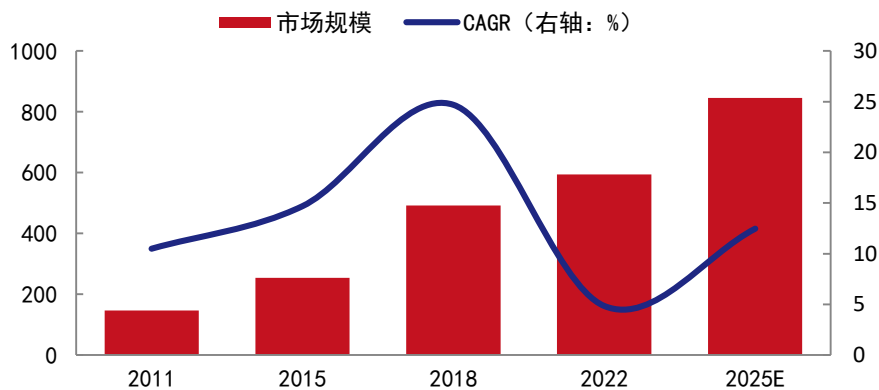
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

医疗卫生信息化行业仍处于快速成长期，市场规模保持较快增长，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整体保持较快增长。根据国际数据公司（以下简称“IDC”）统计，中国医疗行业IT市场规模从2011年的146.30亿元增长至2022年的594.30亿元；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。

具体来看，2023年上半年需求逐步修复，下半年受到医疗反腐影响，项目新签订单和确认收入延迟情况增加。但考虑到“以评促建”、医疗反腐后更高的行业透明度要求将推动医院信息化建设，叠加2023年大模型快速发展背景下，AI+医疗产品面世，医疗信息化行业整体需求将逐步回暖，驱动行业未来景气度。

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

行业特征及竞争格局方面：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卫生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以及前瞻的统计数据，我国医疗信息化行业集中度虽然呈上升趋势，但总体偏低，根据IDC《中国医院核心诊疗系统市场份额，2023：新一代系统韧性发展》，2023年医院核心诊疗系统厂商市场份额中CR5仅39.8%，CR10仅51.7%，IDC报告中排名第一的卫宁健康市场份额为13.4%，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。

随着医疗卫生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

2023年以来公司继续实施“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、互联网医院、医药险联动等数字应用场景；2023年经营情况较为稳健，医疗卫生信息化方面，新签订单金额同比小幅增长，传统业务仍具有持续性；互联网医药健康业务亏损收窄但仍对公司业绩造成拖累，后期能否盈利仍存在不确定性

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，同时延续“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。2023年公司营业收入同比小幅增长2.28%，其中传统的医疗卫生信息化业务收入增速提高，互联网医疗健康收入减少导致公司整体营收增速下滑。毛利率方面，传统业务中软件及硬件销售毛利率有所下滑，互联网医

疗健康毛利率明显提升，公司2023年整体毛利率较上年提高1.31个百分点。

整体来看，2023年公司经营较为稳健，受刚性支出较大影响，互联网医药健康业务继续亏损，但亏损同比收窄，且公司整体自2023年第二季度以来恢复盈利。2024年一季度公司销售收入4.94亿元，较上年同期增长10.09%。受收入结算的季节性以及创新业务市场波动等影响，2024年一季度软件销售、技术服务及互联网医疗健康毛利率较2023年度有所下滑。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年1-3月			2023年			2022年			
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	
医疗卫生信息化	软件销售	2.27	45.90%	37.96%	17.98	56.84%	55.45%	15.07	48.76%	62.15%
	硬件销售	0.88	17.83%	16.98%	4.78	15.10%	10.92%	4.59	14.85%	11.17%
	技术服务	1.29	26.14%	46.99%	5.73	18.12%	55.43%	5.62	18.17%	54.42%
互联网医疗健康	0.50	10.13%	9.59%	3.12	9.87%	17.46%	5.63	18.21%	9.95%	
其他业务	0.00	0.00%	-	0.02	0.08%	95.42%	0.01	0.04%	100.00%	
合计	4.94	100.00%	33.71%	31.63	100.00%	45.00%	30.93	100.00%	43.69%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司遵循既定战略发展，经营情况较为稳健，医疗卫生信息化方面新签订单金额同比小幅增长，传统业务仍具有持续性，创新业务亏损收窄但仍对公司业绩造成拖累，后期能否盈利仍存在不确定性

跟踪期内，公司销售模式及款项支付方式未发生变化，软件产品主要采用直销模式，通过直接参加医院等机构的投标并中标取得业务合同，也有部分向中标的系统集成商销售软件。硬件销售为软件业务的配套业务，一般在客户明确硬件采购需求时签署合同，经过公司内部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基准价格；并结合市场竞争情况等综合因素，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。

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。因客户年度资本开支、对公司的项目验收和付款均主要集中在下半年，故公司营业收入、净利润、经营性现金流量呈明显的季节性分布，第四季度通常能达到全年的50%以上。

2023年公司实现营业收入31.63亿元，增速由上年的12.46%降至2.28%，主要受宏观环境影响，医院等客户需求尚处于逐步恢复中，公司部分订单尚未完全释放。

具体分业务来看，2023年公司传统业务软件销售及技术服务业务收入同比增长14.59%（上年同比增长10.84%）；硬件销售业务收入同比增长4.00%（上年同比增长3.34%），2024年一季度，公司实现营

业收入4.94亿元，增速回升至10.09%（上年同期增速为0.82%）；其中软件销售及技术服务业务收入合计同比增长14.89%；硬件销售业务收入同比增长25.24%，互联网医疗健康业务收入同比下降27.10%。传统业务整体表现稳中向好。

表6 2022-2023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
2023年	项目一	软件/硬件/服务	4,210.70	4,746.17	1,410.00
	项目二	软件	3,512.96	4,439.60	887.92
	项目三	软件	3,114.16	3,910.00	977.50
	项目四	软件	3,040.80	4,889.00	1,466.70
	项目五	软件/硬件	2,855.25	6,816.00	426.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年创新业务互联网医疗健康业务收入同比减少44.53%，利润方面，由于前期投入较大，当年业务仍处于亏损状态，但亏损收窄。公司互联网健康业务仍主要由子公司环耀卫宁（原名“卫宁云钥科技（上海）有限公司”，2024年2月更名为现名）、子公司纳里股份、参股公司卫宁科技负责。2023年上述公司收入增速均同比下降，其中环耀卫宁收入同比大幅下降53.61%，主要系当年受外部环境变化及自身经营战略调整影响，环耀卫宁进行了业务调整和人员优化导致，其亏损亦收窄至0.59亿元。纳里股份业务现阶段仍处于开拓期，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股份尚未实现盈利。2023年卫宁科技签订合同2.68亿元，同比增长122%，收入同比增长26.84%，由于受部分医保、医院项目招投标延迟等影响，且卫宁科技仍处于销售拓展、研发投入较大的阶段，综合导致业务仍处于亏损状态。

需注意的是，跟踪期内，环耀卫宁拟与北京环球医疗救援有限责任公司（以下简称“环球医疗”）及其股东实施换股合并重组，合并重组后环耀卫宁收购环球医疗100%股权，环球医疗原股东按环球医疗的整体估值对环耀卫宁增资从而取得相应股权等。截至目前，上述换股合并重组事项尚在推进中，重组完成后环球医疗和环耀卫宁业务上可以发挥一定协同效应，但重组及重组后业务协同实施上存在不确定性，需关注后续交易进展及对公司收入、利润可能的影响。

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，未来业绩情况能否好转并实现盈利尚待观察。

表7 2022-2023年公司互联网医疗健康业务收入情况（单位：万元）

公司	定位	卫宁持	营业收入	净利润
----	----	-----	------	-----

		股比例	2023年	2022年	增速	2023年	2022年	增速
纳里股份（含纳里健康）	“云医”	55.50%	15,338.67	15,112.15	1.50%	-2,311.01	-3,675.38	37.12%
环耀卫宁（原名：运钥科技）	“云药”	42.49%	21,226.55	45,757.96	-53.61%	-5,928.11	-16,562.32	64.21%
卫宁科技	“云险”	28.04%	20,165.09	15,898.27	26.84%	-11,362.67	-15,131.59	24.91%
合计	-	-	56,730.31	76,768.38	-26.10%	-19,601.79	-35,369.29	44.58%

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）截至2023年12月31日，公司对纳里股份实缴出资比例为67.84%；对环耀卫宁实缴出资比例为55.21%；对卫宁科技的实缴出资比例为30.14%。（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5不一致系统计口径差异所致。

资料来源:公司2023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，由于客观因素对行业订单释放产生了一定的影响，2023年公司新签订单金额同比仅小幅增长。但在“1+X”战略下，公司订单内容仍较丰富，前10大新签订合同金额合计3.92亿元，占订单总额比重不高。整体来看，公司业务仍具有较好持续性，同时需关注后续订单释放情况。

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，但2023年各区域收入增速均放缓，主要是宏观环境影响下部分区域信息化投入有所放缓导致。其中除上海以外的其他华东地区销售同比下滑6.32%，华南区域微增0.37%，华中区域销售增长16.24%，增速最高。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8 公司营业收入区域分布及占比情况（单位：万元）

区域	2023年		2022年		2023年收入增速
	收入	占比	收入	占比	
上海	57,254.75	18.10%	52,199.18	16.88%	9.69%
其他华东地区	78,823.52	24.92%	84,141.90	27.21%	-6.32%
华北	128,137.64	40.50%	125,003.35	40.42%	2.51%
华中	29,347.04	9.28%	25,246.61	8.16%	16.24%
华南	22,779.54	7.20%	22,695.44	7.34%	0.37%
合计	316,342.48	100.00%	309,286.47	100.00%	2.28%

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。2023年客户集中度仍较低，有利于分散经营风险。

表9 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
2023年	第一名	4,210.70	1.33%
	第二名	3,512.96	1.11%

2022年	第三名	3,114.16	0.99%
	第四名	3,040.80	0.96%
	第五名	2,855.25	0.90%
	合计	16,733.86	5.29%
	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%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续通过新设及对外投资等方式进行业务布局，扩大公司市场规模和辐射范围，2023年卫宁科技亏损收窄，但仍对公司利润造成一定侵蚀，考虑到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直接股权投资以及参与设立私募股权的方式进行业务布局，以加大产品服务的辐射区域，进一步下沉基层医疗服务。其中上海千骥星鹤创业投资中心（有限合伙）等5家主要投向大健康领域的私募股权投资基金²累计出资额仍为2.20亿元，并取得了一定的项目退出分配款。公司主要对外投资情况见下表。2023年因前期投入较大而经营业绩不佳的卫宁科技导致公司投资亏损0.36亿元，仍对利润造成一定程度的侵蚀。考虑到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性。

表10 截至 2022-2023 年末公司主要对外股权投资情况（单位：万元）

被投资方	2023 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%	499.43	22.53%	388.26
上海金仕达卫宁软件科技有限公司	30.14%	30,956.37	36.82%	30,693.15
北京梦天门科技股份有限公司	23.53%	11,539.38	23.97%	11,310.38
南京市智慧医疗投资运营服务有限公司	14.55%	1,085.83	14.55%	1,033.16
南京大经中医药信息技术有限公司	23.44%	1,720.46	23.44%	1,948.80
新疆智康创联信息科技有限公司	20.00%	411.67	20.00%	394.65
湖北通卫医疗科技有限公司	45.00%	408.38	45.00%	397.65
广西数字医疗科技有限公司	24.50%	65.07	24.50%	111.60
广东卫宁云医健康产业有限公司	40.00%	135.31	40.00%	143.99
上海千骥星鹤创业投资中心（有限合伙）*	5.29%	3,966.49	5.29%	4,183.44
上海好医通健康信息咨询有限公司	15.38%	0.00	15.38%	922.80
南通同渡信康创业投资合伙企业（有限合伙）*	18.40%	4,908.64	18.40%	4,782.45

² 见表 10 标*的私募基金。

厦门纳龙健康科技股份有限公司	9.04%	17,159.63	8.59%	16,318.72
北京天鹏恒宇科技发展有限公司	15.00%	2,580.00	15.00%	2,490.00
中康尚德健康管理（北京）有限公司	4.88%	1,214.62	4.88%	1,975.59
苏州千骥泽康投资中心（有限合伙）*	4.30%	5,617.27	4.30%	6,091.03
苏州千骥康睿投资中心（有限合伙）*	5.56%	2,285.98	5.56%	1,369.68
上海信医科技有限公司	14.93%	4,076.79	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%	2,808.92	12.07%	3,676.78
上海数检医疗科技有限公司	20.00%	1,457.88	20.00%	1,480.45
上海鼎医信息技术有限公司	37.00%	812.41	37.00%	734.74
北京华信诚达科技有限公司	20.00%	752.24	20.00%	785.14
上海卫宁丰实检测科技有限公司	20.00%	19.21	0.00%	0.00
总计		94,481.98		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；上海好医通健康信息咨询有限公司因资不抵债，评估价值为0元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司2023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

2023年公司持续推进“1+X”战略，巩固和加强技术创新，持续完善WiNEX系列产品体系，WiNEX产品从之前的局部迭代升级为全面拓展。2023年1月，公司启动医疗垂直领域大模型的研发工作；2023年10月，公司正式发布医疗垂直领域大模型WiNGPT，并以医护智能助手WiNEX Copilot的形态内置于全系列产品中，WiNEX Copilot已集成涵盖医院管理、医生增效以及患者端等100多个临床应用场景。2023年公司研发人员减少主要系子公司环耀卫宁进行业务调整和人员优化导致，公司整体研发投入和研发支出资本化金额持续增长，为公司提升市场竞争力、品牌影响力和经营业绩提供了重要支撑。

在研项目方面，2023年公司主要研发项目包括WiNEX基础HIS管理软件、WiNEX体检、区域平台数据资产管理软件、口腔专科工作站、统一资源管理平台等，研发进度较为平稳。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11 公司研发情况

项目	2023年	2022年
研发人员数量（人）	2,144	2,487
研发投入金额（万元）	67,729.36	62,551.88
研发投入占营业收入比例	22.04%	20.22%
研发支出资本化的金额（万元）	36,399.14	31,174.50
资本化研发支出占研发投入的比例	52.20%	49.84%

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

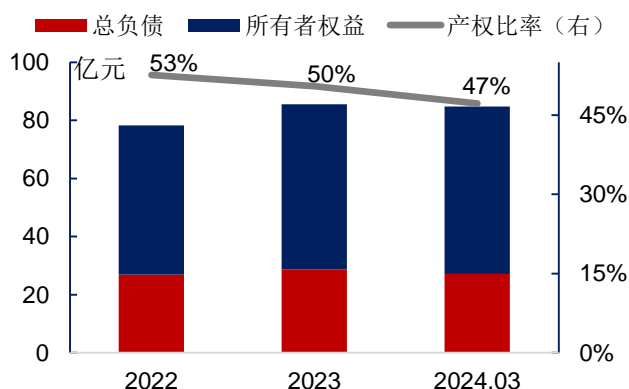
以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新纳入合并范围的子公司2家。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共22家（详见附录五）。

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，但应收账款及合同资产对公司营运资金形成较大占用，对其计提的坏账准备和减值损失对公司盈利有一定影响，需关注未来回收情况；同时，公司投资的环耀卫宁、纳里股份、卫宁科技创新业务尚处于前期拓展期，2023年经营持续亏损，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

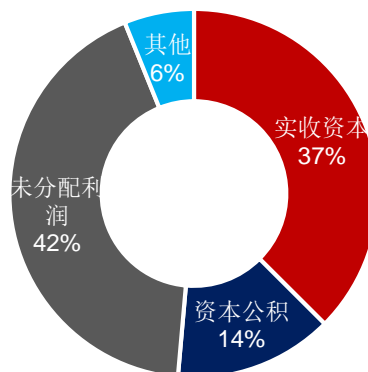
公司负债主要为发行的本期债券和经营性负债，跟踪期内公司应付账款及经营债务规模有所波动，得益于股权激励期权行权增加股本及利润积累，公司净资产保持增长，产权比率持续下降。截至2024年3月末公司产权比率为47%，净资产对负债保障程度较好。公司所有者权益主要由股本和未分配利润构成。

图4 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图5 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内公司总资产规模有所波动，以货币资金、应收账款、合同资产和无形资产为主，2024年3月末上述资产合计占比62.97%。跟踪期内公司货币资金减少，2023年末0.71亿元货币资金因保函保证金等受限，受限规模较小。公司主要客户是公立医院、各级卫健委和疾控中心等，回款具有季节性和滞后性，且1,000万元以上大额合同增加导致回款周期变长，2023年应收账款及合同资产规模同比增长23.86%，高于收入增速（2023年收入增速2.28%），截至2023年底，两者合计占公司总资产比重的

38.77%。从应收账款的账期来看，1年以内占比约39%；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，前五大应收对象占应收账款和合同资产期末余额的3.86%，集中度低；2023年末公司累计计提应收账款坏账准备4.82亿元（当年计提0.09亿元），累计计提合同资产减值损失5.82亿元（当年计提减值准备1.30亿元），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。公司无形资产为计算机软件，2023年无形资产大幅增加，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，跟踪期内账面价值随被投资企业经营情况有所波动。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，其中2023年卫宁科技仍经营亏损，亏损金额1.14亿元，公司按权益法确认相应投资亏损0.36亿元。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，跟踪期内账面价值减少主要为折旧所致。公司商誉主要为投资山西卫宁软件有限公司、环耀卫宁等企业形成，公司每年对商誉进行减值测试，2023年环耀卫宁持续经营亏损，公司计提商誉减值0.07亿元。中证鹏元关注到环耀卫宁、纳里股份业务尚处于前期拓展期，2023年经营继续亏损，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12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.73	11.48%	11.14	13.03%	12.82	16.39%
应收账款	10.85	12.80%	11.10	12.99%	9.31	11.90%
合同资产	22.79	26.88%	22.04	25.78%	17.45	22.31%
流动资产合计	47.46	55.99%	48.54	56.78%	43.12	55.12%
其他非流动金融资产	4.54	5.35%	4.48	5.24%	4.66	5.96%
长期股权投资	4.82	5.69%	4.99	5.83%	4.94	6.32%
固定资产	4.77	5.63%	4.81	5.62%	4.91	6.28%
无形资产	10.01	11.80%	10.37	12.12%	5.05	6.46%
开发支出	4.41	5.21%	3.65	4.27%	6.68	8.54%
商誉	5.90	6.96%	5.90	6.90%	5.96	7.62%
非流动资产合计	37.31	44.01%	36.95	43.22%	35.10	44.88%
资产总计	84.78	100.00%	85.49	100.00%	78.22	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

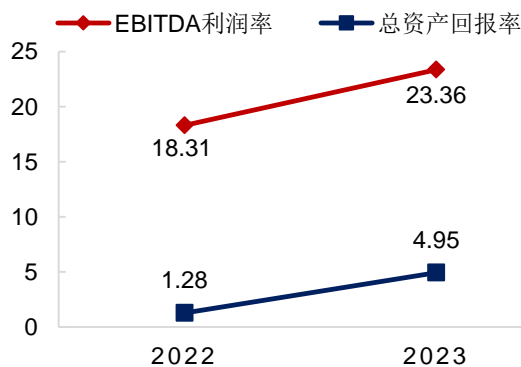
2023年公司收入规模保持增长，其中医疗卫生信息化收入增长较快，互联网医疗健康收入减少；成本控制及优化、投资净收益回正等带动盈利水平提升，但期间费用率仍偏高，应收账款坏账损失、合同资产减值损失等仍在一定程度上侵蚀公司利润

2023年公司营业收入保持增长，但增速放缓；其中传统的医疗卫生信息化业务收入增速提高，互联网医疗健康收入减少。毛利率方面，传统业务中软件及硬件销售毛利率有所下滑，互联网医疗健康毛利率明显提升，公司2023年整体毛利率较上年提高1.31个百分点。

得益于成本控制，以及环耀卫宁的业务调整及人员优化，2023年公司营业成本有所减少，以销售费用、研发费用和管理费用为主的期间费用有所下降，期间费用率为32.85%，比2022年下降1.46个百分点；同时，当年投资净收益回正等亦带动利润水平及盈利能力指标提升，但期间费用率仍偏高，应收账款坏账损失、合同资产减值损失等仍在一定程度上侵蚀公司利润。

2024年一季度公司销售收入4.94亿元，较上年同期增长10.09%，且同比实现盈利。目前公司订单相对充足，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。整体来看，公司业务具有可持续性，但经营回款较弱，投资收益不确定性较大，期间费用率仍较高，创新业务持续亏损，仍需关注未来盈利情况。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司刚性债务仍主要集中在“卫宁转债”，跟踪期内债务规模小幅增长，短期借款规模仍较小，货币资金相对充裕，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“卫宁转债”和少量银行借款，跟踪期内总债务小幅增长，其中2024年3月末短期债务规模为0.82亿元，占总债务比重不高。除此之外为经营性债务和销售业务产生的税费，跟踪期内公司经营性债务随应付账款、应交税费等规模波动而波动。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.44	1.62%	0.58	2.02%	0.43	1.59%

应付账款	6.19	22.79%	6.74	23.51%	6.03	22.37%
合同负债	1.47	5.42%	1.45	5.05%	1.94	7.21%
应交税费	3.78	13.93%	4.17	14.55%	3.19	11.84%
其他应付款	2.03	7.45%	2.32	8.07%	2.26	8.40%
一年内到期的非流动负债	0.38	1.41%	0.37	1.30%	0.49	1.83%
流动负债合计	15.55	57.24%	17.08	59.55%	15.82	58.71%
应付债券	10.04	36.96%	10.02	34.94%	9.50	35.27%
长期应付款	0.64	2.35%	0.64	2.23%	0.30	1.13%
非流动负债合计	11.62	42.76%	11.60	40.45%	11.13	41.29%
负债合计	27.17	100.00%	28.68	100.00%	26.95	100.00%
总债务合计	11.05	40.66%	11.15	38.89%	10.67	39.59%
其中：短期债务	0.82	3.03%	0.96	3.34%	0.92	3.42%
长期债务	10.22	37.63%	10.19	35.55%	9.75	36.16%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

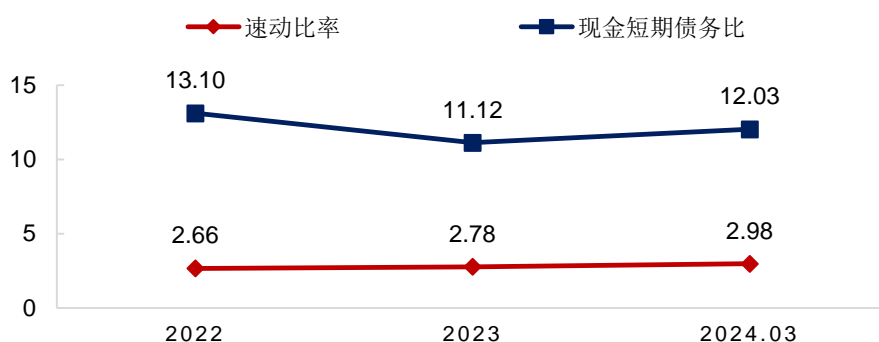
2023年受宏观环境等不利因素影响，公司经营回款有所减慢，营业收入增速下滑；但同时得益于公司业务调整及成本控制，公司期间费用有所下降，利润及EBITDA利息保障倍数提高。2023年经营活动现金净流入增加主要系投标、履约保证金、备用金及其他往来款增加所致，2024年一季度经营活动现金净流出存在季节性。但由于公司资本支出相对较大，2023年公司自由现金流为负。考虑到公司流动性指标整体表现较好，货币资金仍相对充裕，融资渠道畅通，资产受限主要为保函保证金0.71亿元，资产受限规模小，流动性表现较好。

表14 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.09	1.85	1.00
FFO（亿元）	--	4.41	3.15
资产负债率	32.05%	33.54%	34.46%
净债务/EBITDA	--	0.16	-0.12
EBITDA 利息保障倍数	--	11.54	9.50
总债务/总资本	16.09%	16.41%	17.23%
FFO/净债务	--	363.05%	-466.33%
经营活动现金流/净债务	-84.93%	152.05%	-148.67%
自由现金流/净债务	-137.81%	-105.75%	330.46%

注：2022年公司盈余现金规模相对较大导致净债务为负数，从而导致净债务/EBITDA、FFO/净债务、经营活动现金流/净债务为负数；2023年自由现金流为负数导致自由现金流/净债务为负数。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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；跟踪期内公司实际控制人曾因配合茂名市监察委员会相关调查无法履职，目前已正常履职，部分董事及高管发生变化，管理团队仍相对稳定，未发现ESG表现对其经营和信用水平产生重大不利影响

环境因素

根据公司于 2024 年 6 月 11 日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

公司实际控制人、董事长周炜先生于 2023 年 7 月 1 日至 8 月 14 日因配合茂名市监察委员会相关调查无法履职。期间，由副董事长刘宁先生代为履行公司董事长、法定代表人职务。根据公司于 2023 年 8 月 14 日发布的公告，相关案件还在进一步调查中，公司尚未收到相关书面文件，周炜先生已能正常履行公司董事长、法定代表人等职责。中证鹏元将持续关注上述事件的后续进展及可能对公司产生的影响。

根据公司于 2024 年 6 月 11 日提供的说明及公开资料查询，除上述事项外，过去一年公司未发生因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的情形。

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，2023年共召开股东大会4次，董事会会议13次，召开监事会会议11次，跟踪期内公司董事、监事

及高级管理人员变动情况如下表，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。

表15 跟踪期内公司董事、监事和高级管理人员变化情况

姓名	在公司原职务	在公司现职务	变更时间
靳茂	董事、高级副总裁、董事会秘书	董事、高级副总裁	2024年3月21日
姚宝敬	独立董事	-	2024年3月21日
俞建春	-	独立董事	2024年3月21日
徐子同	证券事务代表	高级副总裁、董事会秘书	2024年3月21日

注：姚宝敬先生已连续六年在公司担任独立董事，根据《上市公司独立董事管理办法》的相关规定，独立董事在同一家上市公司连续任职时间不得超过六年。

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月17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2021年1月1日至查询日（2024年6月18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继续增长，医疗卫生信息化政策持续利好，为行业内企业经营提供了良好的发展机遇和环境。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，面临一定回收风险；2023年公司营收持续增长，成本优化助推盈利水平提升，但期间费用、减值损失及坏账计提仍对公司利润造成侵蚀，公司对外投资主体业绩不达预期，未来依旧面临商誉减值的风险，但公司资本结构稳健，货币资金相对充裕，融资环境通畅，流动性压力较小。跟踪期内公司实际控制人曾因配合茂名市监察委员会相关调查无法履职，目前已正常履职，后续需持续关注相关进展及可能对公司产生的影响。整体来看，公司抗风险能力尚可。

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。

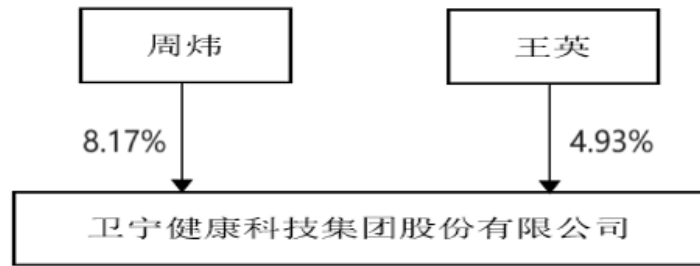
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	9.73	11.14	12.82	16.01
应收账款	10.85	11.10	9.31	7.08
存货	1.09	1.11	0.98	1.33
合同资产	22.79	22.04	17.45	14.87
流动资产合计	47.46	48.54	43.12	41.75
其他非流动金融资产	4.54	4.48	4.66	4.83
长期股权投资	4.82	4.99	4.94	5.11
固定资产	4.77	4.81	4.91	5.02
无形资产	10.01	10.37	5.05	5.84
开发支出	4.41	3.65	6.68	3.56
商誉	5.90	5.90	5.96	6.38
非流动资产合计	37.31	36.95	35.10	33.21
资产总计	84.78	85.49	78.22	74.96
短期借款	0.44	0.58	0.43	0.00
应付账款	6.19	6.74	6.03	4.95
合同负债	1.47	1.45	1.94	2.03
应付职工薪酬	1.01	1.20	1.27	1.12
应交税费	3.78	4.17	3.19	2.20
其他应付款	2.03	2.32	2.26	1.91
一年内到期的非流动负债	0.38	0.37	0.49	0.28
流动负债合计	15.55	17.08	15.82	12.74
应付债券	10.04	10.02	9.50	8.98
长期应付款	0.64	0.64	0.30	0.24
非流动负债合计	11.62	11.60	11.13	10.49
负债合计	27.17	28.68	26.95	23.23
所有者权益	57.61	56.81	51.27	51.73
营业收入	4.94	31.63	30.93	27.50
营业利润	-0.02	3.41	0.40	3.75
净利润	0.06	3.18	0.15	3.54
经营活动产生的现金流量净额	-1.09	1.85	1.00	3.68
投资活动产生的现金流量净额	-0.66	-2.70	-3.50	-3.43
筹资活动产生的现金流量净额	0.36	-0.68	-1.20	5.76
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.02	7.39	5.66	6.51
FFO（亿元）	--	4.41	3.15	4.03
净债务（亿元）	1.28	1.22	-0.68	-5.75

销售毛利率	33.71%	45.00%	43.69%	46.35%
EBITDA 利润率	--	23.36%	18.31%	23.66%
总资产回报率	--	4.95%	1.28%	6.21%
资产负债率	32.05%	33.54%	34.46%	30.99%
净债务/EBITDA	--	0.16	-0.12	-0.88
EBITDA 利息保障倍数	--	11.54	9.50	13.94
总债务/总资本	16.09%	16.41%	17.23%	15.55%
FFO/净债务	--	363.05%	-466.33%	-70.06%
经营活动现金流/净债务	-84.93%	152.05%	-148.67%	-64.04%
自由现金流/净债务	-137.81%	-105.75%	330.46%	-14.24%
速动比率	2.98	2.78	2.66	3.17
现金短期债务比	12.03	11.12	13.10	49.21

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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 2024 年 3 月末）



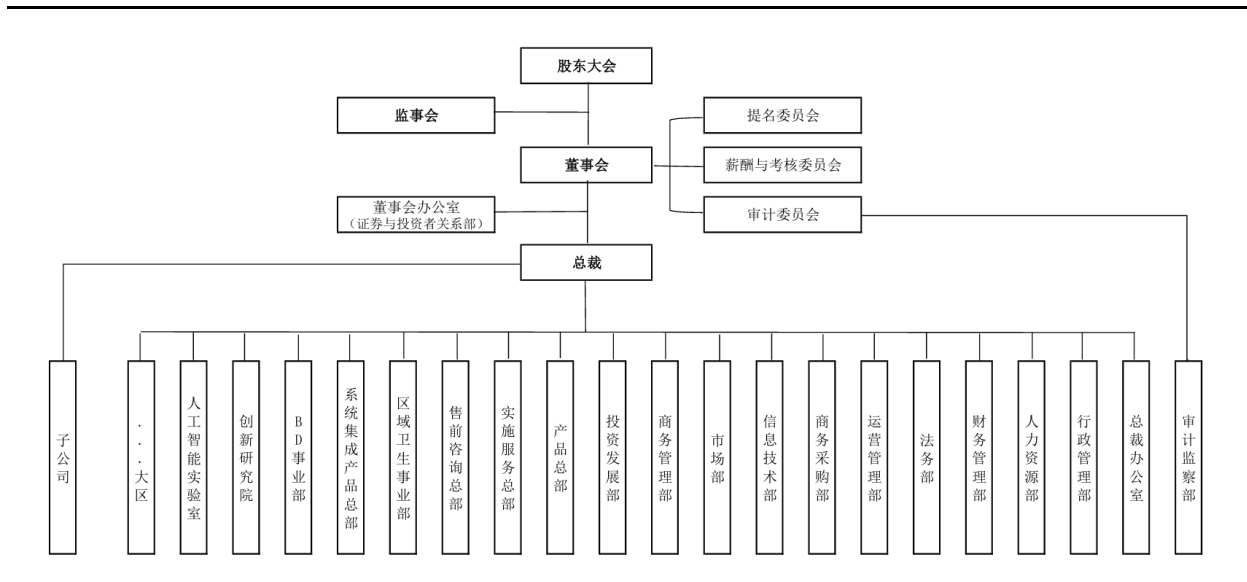
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 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 2023 年年报，中证鹏元整理

附录四 公司组织结构图（截至 2024 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录五 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质	合并方式
江苏卫宁软件有限公司	100.00	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	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	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	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	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	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	100.00	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	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	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	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	100.00	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	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	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	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	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	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	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	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	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	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
环耀卫宁健保科技(上海)有限公司, 原称“卫宁云钥科技(上海)有限公司”	55.21	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	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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。

附录七 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。