

卫宁健康 (300253.SZ)

股权激励落地、互联网医疗政策推进，公司前景明朗

核心观点：

公司向激励对象授予股票期权与限制性股票。股票期权的行权价格：14.02元/股；限制性股票的授予价格：7.01元/股。预计需摊销的总费用为1.9亿元，其中：预计2019年摊销4114万元，2020年摊销1.2亿元，2021年摊销3501万元。

● 股权激励与限制性股票成本虽较高，未来业务发展前景广阔

业绩考核要求以2018年净利润为基数，2019年净利润增长率不低于25%；第二个行权期，以2018年净利润为基数，2020年增长率不低于55%。从公司历史业绩增速来看，该业绩考核要求完成难度较低，保障了该计划的激励意义，有助于提振员工士气。

● 互联网医疗迎政策支持，长期发展可期

近期，国家医保局印发了《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》，卫宁健康子公司纳里健康，此前已经实现了部分医院的线上问诊、在线续方功能。该政策的推进，有望增强医院互联网医院建设需求，并扩大互联网医疗受众，有助于纳里健康业务推进。

● 预计2019-2021年EPS分别为0.25元/股、0.31元/股及0.50元/股

考虑股权激励影响，预计2019年-2021年EPS分别为0.25元/股、0.31元/股及0.50元/股。公司当前业务推进、业绩成长性等符合此前判断，股权激励虽对利润产生一定影响，但长期有利于公司发展。近期出台的互联网医疗相关政策，或进一步提升医院信息化建设需求，带来行业景气度进一步的提升。同时，《医院智慧分级评估标准体系（试行）》、DRGs试点等落地，中长期扩大行业发展空间，有望在未来提升公司成长性。给予公司传统医疗信息化业务60倍PE；互联网医院落地，预计该部分2019年收入3亿元，给予12倍PS。综上，公司合理价值17.18元/股。维持“买入”评级。

● 风险提示

政策推进和细则实施力度有不确定性；商保、社保和卫生体系的协进涉及面较广，协调和投入存在不确定性；创新业务包括云医、云药等业务增长提速和价值实现的节奏；互联网业务在医、药、险等行业内的渗透不及预期的风险。

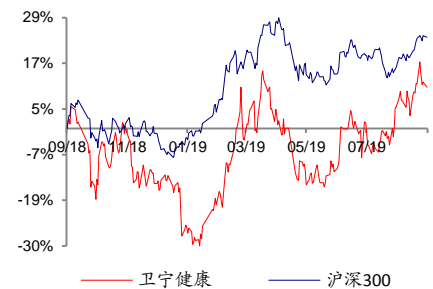
盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,204	1,439	1,936	2,592	3,507
增长率(%)	26.1	19.5	34.6	33.8	35.3
EBITDA(百万元)	258	296	425	544	905
净利润(百万元)	229	303	405	511	805
增长率(%)	-55.8	32.4	33.4	26.4	57.4
EPS(元/股)	0.14	0.19	0.25	0.31	0.50
市盈率(P/E)	47.10	66.63	62.94	49.80	31.64
市净率(P/B)	4.16	6.45	7.19	6.28	5.24
EV/EBITDA	40.84	67.21	58.59	45.48	27.10

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	15.68元
合理价值	17.18元
前次评级	买入
报告日期	2019-09-17

相对市场表现



分析师：刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-60750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师：王奇珏



SAC 执证号：S0260517080008

SFC CE No. BNU581



021-60750604



wangqijue@gf.com.cn

相关研究：

卫宁健康(300253.SZ):中报 2019-08-30

平稳增长，预收款较高增长

卫宁健康(300253.SZ):股权 2019-08-02

激励草案，彰显公司发展信心、提振员工动力

卫宁健康(300253.SZ):中报 2019-07-12

预告业绩符合预期，项目确认

或影响成长性

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	1,710	2,067	2,442	3,040	4,033	
货币资金	482	515	585	765	971	
应收及预付	988	1,224	1,526	1,829	2,473	
存货	100	158	127	182	241	
其他流动资产	140	170	204	265	348	
非流动资产	2,002	2,170	2,278	2,504	2,744	
长期股权投资	544	541	518	511	508	
固定资产	371	435	615	811	1,027	
在建工程	97	1	21	43	67	
无形资产	95	117	117	117	117	
其他长期资产	895	1,077	1,007	1,022	1,026	
资产总计	3,712	4,237	4,720	5,544	6,778	
流动负债	956	882	941	1,240	1,651	
短期借款	190	151	0	0	0	
应付及预收	303	402	478	659	871	
其他流动负债	463	329	463	581	780	
非流动负债	97	81	93	100	108	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	97	81	93	100	108	
负债合计	1,053	963	1,033	1,340	1,759	
股本	1,608	1,622	1,624	1,624	1,624	
资本公积	380	535	535	535	535	
留存收益	793	1,073	1,477	1,989	2,794	
归属母公司股东权益	2,596	3,134	3,541	4,053	4,858	
少数股东权益	63	140	145	151	160	
负债和股东权益	3,712	4,237	4,720	5,544	6,778	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	1,204	1,439	1,936	2,592	3,507	
营业成本	575	691	845	1,104	1,467	
营业税金及附加	16	16	22	29	39	
销售费用	156	201	256	342	456	
管理费用	116	118	194	326	320	
研发费用	110	147	215	290	393	
财务费用	4	8	12	20	27	
资产减值损失	48	60	82	77	118	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	-19	-8	0	14	23	
营业利润	257	310	411	527	830	
营业外收支	-1	-1	1	1	1	
利润总额	256	310	411	528	831	
所得税	26	3	2	11	17	
净利润	230	307	409	517	815	
少数股东损益	1	4	5	6	9	
归属母公司净利润	229	303	405	511	805	
EBITDA	258	296	425	544	905	
EPS (元)	0.14	0.19	0.25	0.31	0.50	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	80	124	369	464	529	
净利润	230	307	409	517	815	
折旧摊销	27	30	20	44	73	
营运资金变动	-245	-273	-155	-166	-462	
其它	68	60	94	69	103	
投资活动现金流	-249	-250	-150	-284	-323	
资本支出	-159	-167	-150	-276	-316	
投资变动	-89	-90	0	-23	-30	
其他	-2	6	0	14	23	
筹资活动现金流	52	157	-149	0	0	
银行借款	-50	-39	-151	0	0	
股权融资	224	235	3	0	0	
其他	-122	-39	0	0	0	
现金净增加额	-117	30	70	180	206	
期初现金余额	593	476	515	585	765	
期末现金余额	476	507	585	765	971	

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	26.1	19.5	34.6	33.8	35.3
营业利润增长	-50.3	20.5	32.3	28.3	57.6
归母净利润增长	-55.8	32.4	33.4	26.4	57.4
获利能力(%)					
毛利率	52.3	52.0	56.4	57.4	58.2
净利率	19.1	21.3	21.1	20.0	23.2
ROE	8.8	9.7	11.4	12.6	16.6
ROIC	9.2	9.6	13.8	15.0	21.0
偿债能力					
资产负债率(%)	28.4	22.7	21.9	24.2	26.0
净负债比率(%)	6.6	4.0	0.4	0.3	0.3
流动比率	1.79	2.34	2.60	2.45	2.44
速动比率	1.66	2.12	2.42	2.26	2.25
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.36	0.43	0.50	0.57
应收账款周转率	1.43	1.34	1.30	1.46	1.46
存货周转率	5.98	5.35	6.64	6.08	6.08
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.19	0.25	0.31	0.50
每股经营现金流	0.05	0.08	0.23	0.29	0.33
每股净资产	1.61	1.93	2.18	2.49	2.99
估值比率					
P/E	47.10	66.63	62.94	49.80	31.64
P/B	4.16	6.45	7.19	6.28	5.24
EV/EBITDA	40.84	67.21	58.59	45.48	27.10

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏：资深分析师，上海财经大学信息管理学士，上海财经大学资产评估硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 郑楠：资深分析师，北京邮电大学计算机专业学士，法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士，2010年起就职于外资企业软件公司从事研发、咨询顾问等工作，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 钱砾：研究助理，东南大学信息工程学士、生物医学工程医学电子影像方向硕士，先后在电子信息行业和医疗影像设备行业工作超过6年，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。