

卫宁健康 (300253)

证券研究报告

2019年08月02日

股权激励释放公司活力，业务发展持续加速

事件：

8月1日晚间发布公告：公司拟向858名员工授予权益3258.36万份，约占公司总股本的2.01%。其中，股票期权1590.55万份（行权价14.02元），限制性股票1667.81万份（授予价7.01元）。

点评：

激励绑定核心员工，公司战斗力有望进一步释放

本次激励覆盖公司总裁、副总裁、核心业务及技术人员共858名，总授予权益份额3258.36万份，覆盖范围较广，激励力度大。激励行权的业绩条件为：以2018年净利润为基准，公司2019/2020年的利润增长不低于25%/55%。除业绩条件外，激励对象还需依据个人考核情况确定可行权比例。公司系统化的激励措施，将充分调动业务骨干的积极性，公司业务活力、战斗力有望显著释放。本次激励2019-2021年每期需摊销的总费用为2774万元、9286万元和2893万元。考虑行业持续高景气以及本次激励计划对公司业务产生的正向作用，激励对公司业绩提升将远高于因其带来的费用增加。

传统业务持续高景气，订单加速成长

2018年，公司订单金额增长约40%，2019上半年增长超过70%，呈加速态势。同时，公司千万级项目数显著增加，2019年前7月公司千万元项目数26个，已远超去年全年15个水平。随着项目体量变大、技术能力要求的提高，中小厂商将逐渐式微，公司市占率有望持续扩大。

创新业务有望迎来拐点，2020年成为重要窗口期

公司创新业务发展迅速，云医接入互联网医院超过2000家，云药“药联体”连接药房超过7万家，云险中标中保信和国家医保局核心项目，实力迅速壮大。2020年，公司云医将从跑马圈地阶段过渡到落地运营阶段。按照国务院规划，医保接入互联网诊疗政策将于2019年9月前落地。最大支付方入场，将有望显著提升患者问诊积极性，行业商业模式正式跑通。2020年，在医保接入的行业红利下，公司云医业务有望加速落地，并带动新业务、新模式加速发展。

投资建议：公司传统业务持续高景气，创新业务有望迎来拐点式变化，预计公司2019-2021年实现净利润4.53、6.16、8.44亿元，看好公司业务发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：政策落地低预期，创新业务进展低预期，行业竞争加剧。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,203.76	1,438.76	1,942.47	2,661.20	3,592.62
增长率(%)	26.12	19.52	35.01	37.00	35.00
EBITDA(百万元)	189.59	374.38	582.50	780.69	1,040.25
净利润(百万元)	229.04	303.31	452.61	615.81	843.59
增长率(%)	(55.84)	32.42	49.22	36.06	36.99
EPS(元/股)	0.14	0.19	0.28	0.38	0.52
市盈率(P/E)	99.58	75.20	50.39	37.04	27.04
市净率(P/B)	8.79	7.28	6.19	5.30	4.46
市销率(P/S)	18.95	15.85	11.74	8.57	6.35
EV/EBITDA	54.41	52.47	38.13	28.18	20.68

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.04元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,624.49
流通A股股本(百万股)	1,316.32
A股总市值(百万元)	22,807.86
流通A股市值(百万元)	18,481.17
每股净资产(元)	2.05
资产负债率(%)	18.19
一年内最高/最低(元)	16.78/9.64

作者

沈海兵 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《卫宁健康-公司点评:业绩基本符合预期，创新业务投入加大》2019-07-14
- 2 《卫宁健康-首次覆盖报告:传统业务加速成长，创新业务迎来拐点》2019-05-09
- 3 《卫宁健康-公司点评:传统业务强者恒强，创业业务迎来拐点》2018-02-05



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	482.05	514.65	694.83	951.92	1,523.00
应收账款	1,079.27	1,326.13	1,639.82	2,320.06	3,025.78
预付账款	22.47	35.71	9.65	52.71	31.27
存货	100.40	157.87	117.48	264.26	249.85
其他	25.97	32.45	27.31	24.04	39.39
流动资产合计	1,710.15	2,066.82	2,489.09	3,612.99	4,869.30
长期股权投资	544.11	541.05	541.05	541.05	541.05
固定资产	371.31	435.37	847.84	806.72	765.53
在建工程	96.77	0.55	98.25	0.20	0.12
无形资产	222.36	364.89	348.58	332.26	315.95
其他	767.60	828.63	815.90	817.83	816.74
非流动资产合计	2,002.15	2,170.49	2,651.61	2,498.06	2,439.39
资产总计	3,712.30	4,237.32	5,140.70	6,111.05	7,308.69
短期借款	190.00	151.14	218.31	234.33	288.73
应付账款	443.08	340.00	608.51	687.53	1,057.91
其他	323.37	391.12	363.89	587.53	525.88
流动负债合计	956.46	882.25	1,190.70	1,509.38	1,872.52
长期借款	0.00	0.00	25.48	52.76	63.96
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	96.86	80.53	98.83	100.24	100.24
非流动负债合计	96.86	80.53	124.31	153.01	164.21
负债合计	1,053.32	962.78	1,315.01	1,662.39	2,036.73
少数股东权益	62.86	140.35	140.89	148.04	157.84
股本	1,607.59	1,621.87	1,624.49	1,624.49	1,624.49
资本公积	380.05	535.18	535.18	535.18	535.18
留存收益	1,173.51	1,607.71	2,060.31	2,676.13	3,489.63
其他	(565.02)	(630.57)	(535.18)	(535.18)	(535.18)
股东权益合计	2,658.99	3,274.53	3,825.69	4,448.66	5,271.96
负债和股东权益总	3,712.30	4,237.32	5,140.70	6,111.05	7,308.69

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	231.88	304.76	388.58	519.07	669.45
折旧摊销	25.52	31.63	25.97	28.29	30.68
财务费用	(20.21)	19.23	(7.91)	5.50	10.20
投资损失	4.68	(53.11)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(553.93)	(330.70)	489.90	(1,147.33)	321.90
其它	41.60	3.18	38.06	(8.73)	(16.18)
经营活动现金流	(270.46)	(25.00)	934.60	(603.22)	1,016.04
资本支出	112.78	110.42	66.42	78.53	48.84
长期投资	0.00	56.39	0.00	0.00	0.00
其他	(251.15)	(342.55)	(128.29)	(157.74)	(98.74)
投资活动现金流	(138.37)	(175.74)	(61.87)	(79.21)	(49.90)
债权融资	0.00	183.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	150.88	105.97	185.90	(5.50)	(10.20)
其他	38.56	(119.88)	(609.00)	(66.41)	(74.54)
筹资活动现金流	189.44	169.09	(423.11)	(71.90)	(84.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(219.39)	(31.66)	449.62	(754.33)	881.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,203.76	1,438.76	1,942.47	2,661.20	3,592.62
营业成本	574.61	690.61	903.64	1,232.44	1,659.79
营业税金及附加	16.18	16.20	21.76	29.81	40.24
营业费用	155.83	200.84	262.28	359.33	485.10
管理费用	225.89	118.08	159.42	218.41	294.85
财务费用	3.94	8.02	5.16	6.02	7.50
资产减值损失	48.07	59.58	80.44	110.21	148.78
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(18.70)	(8.09)	10.00	12.10	18.80
其他	(59.46)	43.24	17.80	30.80	30.40
营业利润	257.40	310.28	481.97	662.09	907.17
营业外收入	2.06	0.09	0.36	0.80	0.70
营业外支出	3.24	0.85	0.57	0.59	0.59
利润总额	256.22	309.52	481.76	662.31	907.28
所得税	26.48	2.69	28.61	39.34	53.89
净利润	229.74	306.83	453.15	622.97	853.39
少数股东损益	0.70	3.52	0.54	7.15	9.80
归属于母公司净利润	229.04	303.31	452.61	615.81	843.59
每股收益(元)	0.14	0.19	0.28	0.38	0.52

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	40.32%	35.95%	23.36%	30.60%	25.80%
营业利润	17.55%	35.96%	50.66%	25.05%	28.70%
归属于母公司净利润	12.67%	34.12%	20.02%	33.58%	28.97%
获利能力					
毛利率	39.19%	37.60%	37.30%	37.49%	37.60%
净利率	14.11%	13.92%	13.55%	13.86%	14.21%
ROE	11.69%	13.16%	14.94%	17.00%	18.35%
ROIC	24.34%	22.59%	18.58%	37.32%	25.62%
偿债能力					
资产负债率	21.43%	21.99%	22.96%	20.20%	21.82%
净负债率	-27.93%	-7.22%	-7.10%	-11.71%	10.60%
流动比率	3.69	3.59	3.44	3.98	3.82
速动比率	3.69	3.59	3.43	3.98	3.82
营运能力					
应收账款周转率	2.06	1.79	2.06	2.07	2.07
存货周转率	1,786.14	2,896.50	1,642.05	1,962.71	1,704.78
总资产周转率	0.72	0.80	0.87	1.03	1.10
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.36	0.44	0.58	0.75
每股经营现金流	-0.30	-0.03	1.05	-0.68	1.14
每股净资产	2.33	2.77	2.93	3.44	4.11
估值比率					
市盈率	46.37	34.57	28.80	21.56	16.72
市净率	5.42	4.55	4.30	3.67	3.07
EV/EBITDA	48.91	30.65	28.59	23.85	17.00
EV/EBIT	56.18	33.94	30.90	25.45	17.95

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com