

2021年09月24日

证券分析师 朱国广

执业证号: S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

首次股权激励计划落地, 助力医疗服务发展 买入 (维持)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,846	6,473	7,210	7,990
同比 (%)	-12.2%	10.7%	11.4%	10.8%
归母净利润 (百万元)	174	281	318	437
同比 (%)	-26.6%	61.9%	13.0%	37.5%
每股收益 (元/股)	0.09	0.14	0.16	0.22
P/E (倍)	94.63	58.45	51.71	37.61

投资要点

- **事件:** 9月24日, 公司公告2021年股票期权激励计划激励对象名单及向激励对象授予股票期权。股票期权授予日为2021年9月22日、授予数量为8337.6743万份, 股票期权行权价格为7.32元/份。股票来源为公司从二级市场回购的本公司A股普通股和/或向激励对象定向发行本公司A股普通股。
- **股权激励计划覆盖面广泛, 绑定核心高管、医疗人才队伍。**本次股权激励计划为公司上市以来首次推出, 本次向激励对象实际授予的股票期权数量为8337.6743万份, 占授予日公司总股本的4.11%。本次股权激励对象覆盖456人, 其中, 除董事长以外的高管7人, 每人获授的股票期权数量为100万份, 占授予股票期权总数的比例为1.2%, 高管获授的股票期权数量占授予股票期权总数的比例合计8.4%。此外, 公司核心骨干人员及公司认为应当激励的其他员工共449人, 获授的股票期权数量占授予股票期权总数的比例91.60%。我们认为, 公司本次股权激励计划广泛覆盖医疗端的核心骨干人才, 建立健全公司旗下医院体系的激励机制, 将有利于充分激发集团旗下优质医院的发展活力, 促进公司医疗业务的发展壮大。
- **设置净利润稳健增长的业绩目标, 彰显公司发展信心。**本激励计划股票期权分三次行权, 对应的等待期分别为自股票期权授予之日起12个月、24个月、36个月, 在三个行权期内, 行权比例分别设置为40%、30%、30%。公司层面的业绩考核要求为2021-2023年剔除股权激励计划股份支付费用影响后的归母净利润分别为2.8亿、3.5亿、4.3亿元, 以此计算未来三年公司经调整后的业绩目标CAGR约35%。公司预计未来股票期权激励成本为10588.85万元, 2021年-2024年股票期权成本摊销分别为1786.15万元/5495.36万元/2412.71万元/894.63万元。公司经过股权理顺与业务聚焦进入发展新阶段, 股权激励计划设置稳健较快增长的业绩目标, 彰显公司发展信心。
- **医疗服务业务收入与毛利率提升, 盈利能力有望进一步加强。**2021H1, 公司医疗服务板块收入10.11亿元, 同比增长13.26%; 毛利率11.98%, 同比提升2.31pct。医疗服务板块进一步优化临床学科首席专家负责制等建设, 在信息化、医保、后勤等方面通过集团中心化管理实现提质增效。其中, 2021H1贵州省肿瘤医院实现营业收入5.4亿元, 净利率7.39%, 相比2019年、2020年的全年净利率水平分别提升0.9pct、3.3pct。随着集团化管理和精细化运营推进, 公司盈利水平有望继续提升。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑股权激励计划影响, 我们将2021-2023年公司归母净利润从2.80/3.60/4.49亿元, 调整至2.81/3.18/4.37亿元, 对应当前市值的PE为58X/52X/38X。(经调整股权激励股份支付费用的影响, 则预计公司归母净利润分别约2.99/3.72/4.61亿元, 对应当前市值的估值为55X/44X/36X。)考虑公司聚焦发展医疗服务, 股权激励助力长远发展, 业绩有望稳定增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 医院盈利能力提升不及预期; 医药行业政策变化风险, 医疗事故风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.10
一年最低/最高价	5.86/12.00
市净率(倍)	2.50
流通A股市值(百万元)	12699.78

基础数据

每股净资产(元)	3.24
资产负债率(%)	33.90
总股本(百万股)	2027.23
流通A股(百万股)	1567.87

相关研究

- 1、《信邦制药(002390): 2021H1点评: 业绩略超预期, 股权激励计划助力医疗服务迸发活力》2021-08-26
- 2、《信邦制药(002390): 信邦制药年报点评: 费用端明显改善, 医疗服务内生增长与盈利提升可期》2021-03-30
- 3、《信邦制药(002390): 战略聚焦省肿瘤等医疗服务, 股权理顺后开启新征程!》2021-02-02

信邦制药三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,091	8,691	8,578	9,783	营业收入	5,846	6,473	7,210	7,990
现金	1,776	3,296	3,741	4,035	减:营业成本	4,594	5,139	5,672	6,232
应收账款	2,578	3,530	2,728	3,490	营业税金及附加	24	26	29	33
存货	843	870	1,021	1,056	营业费用	399	423	528	562
其他流动资产	894	996	1,088	1,201	管理费用	387	416	463	489
非流动资产	3,571	3,544	3,582	3,646	研发费用	11	12	13	14
长期股权投资	1	3	4	6	财务费用	83	59	43	26
固定资产	2,201	2,179	2,243	2,339	资产减值损失	1	1	1	1
在建工程	123	129	151	177	加:投资净收益	-17	-8	-9	-10
无形资产	220	215	175	133	其他收益	8	11	10	10
其他非流动资产	1,027	1,019	1,009	990	资产处置收益	-2	-1	-1	-1
资产总计	9,662	12,235	12,160	13,429	营业利润	287	413	475	649
流动负债	4,470	5,205	4,753	5,501	加:营业外净收支	-20	-17	-17	-18
短期借款	3,383	3,383	3,383	3,383	利润总额	267	396	457	631
应付账款	789	1,236	999	1,456	减:所得税费用	47	69	80	111
其他流动负债	299	587	371	662	少数股东损益	47	46	60	84
非流动负债	23	23	23	23	归属母公司净利润	174	281	318	437
长期借款	0	0	0	0	EBIT	419	525	557	719
其他非流动负债	23	23	23	23	EBITDA	684	769	826	1,019
负债合计	4,494	5,228	4,776	5,524	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	250	296	355	439	每股收益(元)	0.09	0.14	0.16	0.22
归属母公司股东权益	4,918	6,711	7,029	7,465	每股净资产(元)	2.43	3.31	3.47	3.68
负债和股东权益	9,662	12,235	12,160	13,429	发行在外股份(百万股)	1667	2027	2027	2027
					ROIC(%)	5.5%	6.6%	7.1%	9.0%
					ROE(%)	4.3%	4.7%	5.1%	6.6%
					毛利率(%)	21.4%	20.6%	21.3%	22.0%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	3.0%	4.3%	4.4%	5.5%
经营活动现金流	742	293	805	695	资产负债率(%)	46.5%	42.7%	39.3%	41.1%
投资活动现金流	408	-226	-317	-375	收入增长率(%)	-12.2%	10.7%	11.4%	10.8%
筹资活动现金流	-587	1,453	-43	-26	净利润增长率(%)	-26.6%	61.9%	13.0%	37.5%
现金净增加额	565	1,520	445	294	P/E	94.63	58.45	51.71	37.61
折旧和摊销	265	244	269	299	P/B	3.34	2.45	2.34	2.20
资本开支	138	-29	37	63	EV/EBITDA	26.76	21.88	19.91	15.93
营运资本变动	68	-346	106	-162					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>