

智慧医疗业务稳健增长, 商业智能业务尚待发力

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年半年报, 2017 年上半年营业收入 4.8 亿元, 同比提升 10.9%, 营业利润 0.75 亿元, 同比增长 23.6%, 归母净利润 0.73 亿元, 同比增长 14.4%, 扣非归母净利润 0.66 亿元, 同比增长 8.2%; 公司第二季度营业收入 2.6 亿元, 同比增长 24.7%, 归母净利润为 0.39 亿元, 同比增长 6.1%。
- **EAS 业务稳健增长, RFID 业务稍有下滑:** 上半年商业智能部实现营收 3.2 亿元, 同比增长 2.2%, 其中 EAS 业务营收为 2.1 亿元, 同比增长 7.3%, 毛利率降低 2.3 个百分点; RFID 业务营收为 1.1 亿元, 同比下降 6.3%, 毛利率下滑 8.3 个百分点。商业智能部总体毛利下降 4.2 个百分点, 主要是受产品原材料价格上涨及部分产品实施竞争性降价策略等因素影响。公司不断加强在商业智能方面的研发投入, 以市场为导向, 探索新零售领域的产品和解决方案。报告期公司对 RFID 智慧门店系统管理平台、3C 产品展示保护系统、ESL 电子标签等产品进行深度开发, 推出了 ShopKeeper 智慧门店系统管理平台, 融合硬件和数据分析技术, 构建智能决策的大数据分析服务平台。借助零售业从“新零售”到“无人零售”的转型浪潮, 公司商业智能业务有望稳健发展。
- **持续布局智慧医疗蓝海领域, 业务维持高增长:** 报告期公司智慧医疗业务归母净利润为 0.5 亿元, 同比增长 50.4%, 毛利率提升 2.5 个百分点, 达到 57.8%。公司围绕从物联网终端到智能开放平台到人工智能的三层战略架构, 持续加强研发投入, 进一步开发完善了 EWELL Big Data Platform 大数据平台, 并以大数据平台为支撑, 持续推进人工智能底层技术和应用的研究。公司利用自有的医疗认知引擎 ThinkGo 自主研发基于单病种的人工智能应用, 继成功推出手足口病机器人之后, 目前已有疟、川崎病、乙肝、心梗等四个单病种人工智能应用落地。同时, 公司联合参股企业杭州认知继续大力推进 IBM Watson 在中国的本土化, 目前已与国内几十家三甲医院签署合作协议, 其中近十家沃森联合会诊中心已经正式落地运营并开放商用服务。从订单来看, 上半年在大型项目的中标上表现突出, 签下了南京鼓楼医院、广州市妇女儿童医疗中心等一批单体金额在千万元级别的项目合同, 上半年智慧医疗新增订单额达 1.5 亿元。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到 EAS 和 RFID 业务市场竞争激烈, RFID 业务订单释放不及预期, 适当调低盈利预测。预计 2017-2019 年营业收入年复合增长率为 22.5%, 归母净利润年复合增长率为 27.4%, 对应的 EPS 分别为 0.30 元、0.38 元、0.48 元, 对应的 PE 分别为 50 倍、40 倍、32 倍。考虑到公司是商业智能和智慧医疗龙头企业, 国内智慧医疗人工智能领域领军企业, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** EAS 市场增速或不及预期; RFID 业务发展或不及预期; 智慧医疗业务拓展或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1089.97	1319.35	1622.71	2003.61
增长率	27.79%	21.04%	22.99%	23.47%
归属母公司净利润(百万元)	187.98	245.08	307.62	388.40
增长率	33.35%	30.38%	25.52%	26.26%
每股收益 EPS(元)	0.23	0.30	0.38	0.48
净资产收益率 ROE	9.16%	10.82%	12.19%	13.62%
PE	65	50	40	32
PB	6.02	5.45	4.89	4.33

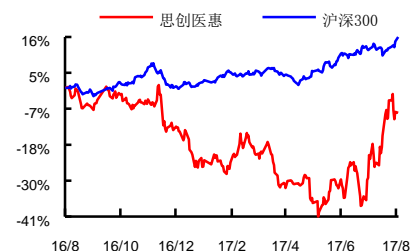
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-68415380
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.08
流通 A 股(亿股)	4.94
52 周内股价区间(元)	9.74-30.35
总市值(亿元)	122.72
总资产(亿元)	27.05
每股净资产(元)	4.61

相关研究

1. 思创医惠(300078): 商业智能与智慧医疗双驱发展龙头, RFID 生鲜发力 (2017-07-09)

关键假设:

1) EAS 业务市场竞争日趋激烈, 公司是 EAS 龙头, 订单释放基本维持稳定, 假设未来三年公司订单额以 8% 的增速增长, 毛利率有一定降幅后维稳, 未来三年毛利率分别为 41%、40% 和 40%。

2) RFID 业务市场竞争加剧, 考虑到公司积极开发新型 RFID 产品, 拓展生产线, 在“新零售”物联网带动下, RFID 业务订单释放有望提升, 假设未来三年订单额增速分别为 10%、15% 和 18%。

3) 公司智能开放平台订单充足, 且积极开发医疗健康信息耗材产品, 我们看好公司智慧医疗的发展, 假设 2017 年公司完成承诺净利润 1.2 亿元, 2018-2019 年业务收入依旧保持高增速, 但考虑到基数变大, 增速有所变缓; 公司产品技术壁垒较高, 高毛利率有望维持, 假设未来三年智慧医疗毛利率维持在 61%。智慧医疗业务具有季节性特征, 订单一般在第三、四季度释放和确认, 随着智慧医疗业务在公司产品结构中占比逐渐扩大, 公司业绩也呈现前低后高的季节性特征。

基于以上假设我们预测公司 2017-2019 年分业务收入和毛利率如表所示:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
EAS	收入	480	518	560	604
	增速	6%	8%	8%	8%
	毛利率	43%	41%	40%	40%
RFID	收入	268	295	339	400
	增速	37%	10%	15%	18%
	毛利率	35%	29%	28%	28%
智慧医疗	收入	342	506	724	999
	增速	66%	48%	43%	38%
	毛利率	61%	61%	61%	61%
全部业务	收入	1,090	1,319	1,623	2,004
	增速	28%	21%	23%	23%
	毛利率	47%	46%	47%	48%

数据来源: 西南证券

考虑到 EAS 和 RFID 业务市场竞争激烈, RFID 业务订单释放不及预期, 适当调低盈利预测。预计 2017-2019 年营业收入年复合增长率为 22.5%, 归母净利润年复合增长率为 27.4%, 对应的 EPS 分别为 0.30 元、0.38 元、0.48 元, 对应的 PE 分别为 50 倍、40 倍、32 倍。考虑到公司是商业智能和智慧医疗龙头企业, 国内智慧医疗人工智能领域领军企业, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1089.97	1319.35	1622.71	2003.61	净利润	188.64	245.94	308.70	389.77
营业成本	581.90	712.56	862.31	1040.40	折旧与摊销	45.89	32.16	32.16	32.16
营业税金及附加	9.39	11.01	13.57	16.43	财务费用	28.65	-11.87	-14.60	-18.03
销售费用	66.06	85.76	107.10	134.24	资产减值损失	23.21	25.00	26.00	27.00
管理费用	199.47	241.44	298.58	378.68	经营营运资本变动	-613.13	-149.89	-180.77	-241.67
财务费用	28.65	-11.87	-14.60	-18.03	其他	461.36	-54.85	-52.40	-54.27
资产减值损失	23.21	25.00	26.00	27.00	经营活动现金流净额	134.62	86.49	119.09	134.96
投资收益	14.61	30.00	30.00	30.00	资本支出	-75.57	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-9.87	-0.82	-2.50	-3.17	其他	-512.56	29.18	27.50	26.83
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-588.12	49.18	27.50	26.83
营业利润	186.04	284.63	357.26	451.72	短期借款	78.53	-253.53	0.00	0.00
其他非经营损益	27.77	4.71	5.92	6.83	长期借款	126.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	213.80	289.34	363.18	458.55	股权融资	584.39	0.00	0.00	0.00
所得税	25.17	43.40	54.48	68.78	支付股利	-20.94	-37.60	-49.02	-61.52
净利润	188.64	245.94	308.70	389.77	其他	-69.17	16.52	14.60	18.03
少数股东损益	0.66	0.86	1.08	1.36	筹资活动现金流净额	698.81	-274.60	-34.41	-43.49
归属母公司股东净利润	187.98	245.08	307.62	388.40	现金流量净额	249.38	-138.93	112.18	118.30
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	690.86	551.93	664.11	782.40	成长能力				
应收和预付款项	586.71	712.59	890.80	1118.37	销售收入增长率	27.79%	21.04%	22.99%	23.47%
存货	262.34	322.27	389.09	470.30	营业利润增长率	24.63%	53.00%	25.52%	26.44%
其他流动资产	27.45	33.23	40.87	50.46	净利润增长率	34.44%	30.38%	25.52%	26.26%
长期股权投资	158.16	158.16	158.16	158.16	EBITDA 增长率	50.18%	17.02%	22.92%	24.29%
投资性房地产	27.11	27.11	27.11	27.11	获利能力				
固定资产和在建工程	354.71	334.13	313.56	292.99	毛利率	46.61%	45.99%	46.86%	48.07%
无形资产和开发支出	787.93	758.07	748.21	738.35	三费率	26.99%	23.90%	24.10%	24.70%
其他非流动资产	60.49	58.76	57.03	55.31	净利率	17.31%	18.64%	19.02%	19.45%
资产总计	2955.75	2956.25	3288.93	3693.44	ROE	9.16%	10.82%	12.19%	13.62%
短期借款	253.53	0.00	0.00	0.00	ROA	6.38%	8.32%	9.39%	10.55%
应付和预收款项	224.14	259.16	325.26	393.33	ROIC	12.11%	11.86%	13.83%	15.88%
长期借款	390.00	390.00	390.00	390.00	EBITDA/销售收入	23.91%	23.11%	23.10%	23.25%
其他负债	28.05	34.06	40.96	49.16	营运能力				
负债合计	895.72	683.23	756.22	832.48	总资产周转率	0.40	0.45	0.52	0.57
股本	448.83	807.89	807.89	807.89	固定资产周转率	3.95	3.84	5.02	6.63
资本公积	1155.47	796.41	796.41	796.41	应收账款周转率	2.21	2.23	2.23	2.19
留存收益	438.75	646.24	904.84	1231.72	存货周转率	2.63	2.43	2.41	2.41
归属母公司股东权益	2038.40	2250.53	2509.14	2836.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.36%	—	—	—
少数股东权益	21.63	22.49	23.57	24.94	资本结构				
股东权益合计	2060.03	2273.03	2532.71	2860.96	资产负债率	30.30%	23.11%	22.99%	22.54%
负债和股东权益合计	2955.75	2956.25	3288.93	3693.44	带息债务/总负债	71.84%	57.08%	51.57%	46.85%
					流动比率	3.11	5.55	5.44	5.49
					速动比率	2.59	4.44	4.37	4.42
					股利支付率	11.14%	15.34%	15.93%	15.84%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	260.58	304.92	374.82	465.85	每股收益	0.23	0.30	0.38	0.48
PE	65.28	50.07	39.89	31.60	每股净资产	2.52	2.79	3.11	3.51
PB	6.02	5.45	4.89	4.33	每股经营现金	0.17	0.11	0.15	0.17
PS	11.26	9.30	7.56	6.12	每股股利	0.03	0.05	0.06	0.08
EV/EBITDA	25.50	39.31	31.68	25.23					
股息率	0.17%	0.31%	0.40%	0.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn