

思创医惠 (300078)

证券研究报告

2020年02月20日

治理结构进一步改善，行业高增与份额提升驱动公司持续高成长

我们重申公司投资逻辑：医疗信息化行业持续高景气，公司有望在享受行业红利的同时，持续提升市场份额。医疗物联网有望成为公司新一个增长点，并带来业务模式的升级。公司股权结构逐步理顺，治理结构进一步改善。激励授予有望显著提高员工积极性，释放公司业务活力：

- **三大趋势驱动行业持续高景气，公司开放平台+生态伙伴模式竞争力突出，有望在享受行业红利的同时，持续扩大市场份额。**行业方面，我们认为，三大趋势作用下，医疗信息化行业将持续保持高景气：**驱动力一：疫情过后，卫生信息化投资加大。**本次肺炎过程中，医卫系统弊端充分暴露。本次肺炎疫情后，卫生信息化投资力度有望显著加大；**驱动力二：电子病历、互联互通评级持续推进。**当前电子病历及互联互通整体评级水平较低，据我们测算，评级将驱动 300 亿以上信息化投入；**驱动力三：医共体建设有望铺开。**随着《紧密型县域医共体建设实施方案（征求意见稿）》的颁布，今年医共体建设有望从试点开展升级至全面铺开。据我们测算，医共体信息化建设市场空间有望达近百亿元。公司层面，公司深耕医疗信息行业，“大平台+微小化应用”模式解决了传统信息系统建设中耦合度高、稳定性弱、安全性差等突出问题，竞争优势突出，并屡获顶级客户认可。公司有望享受行业高速增长的同时，持续扩大市场份额。
- **定增加码医疗物联网蓝海市场，业务模式迎来升级。**医疗物联网是一个新的蓝海市场，空间广阔。据埃森哲预测，到 2020 年，全球医疗物联网市场规模将由 2015 年的 324.5 亿美金增长至 1630 亿美金，2015-2020 年复合增速高达 38.1%。公司近期定增募资 5.73 亿元，其中 4.25 亿元用于医疗物联网溯源管理项目。该项目的铺开推广，有望显著提升公司竞争力。首先，医疗物联网铺开，可提升单客户 ARPU 值；其次，物联网业务给医院提供持续服务，并按年收取服务费，业务模式迎来升级；再次，医疗物联网业务实现了医疗业务与智慧商业业务的协同，有望促进整体效益提升。
- **公司已为无实控人状态，治理结构进一步理顺。**2019 年 12 月 24 日，公司原实控人路楠分别于方振淳、西藏瑞华、浙江鲲鹏资管解除一致行动关系，公司成为无实控人状态。根据 Wind 最新数据，经过减持及定增稀释，公司前实控人路楠及其一致行动人杭州博泰当前持股比例，与董事长章笠中及其一致行动人持股比例接近，公司治理结构进一步理顺。
- **上市后首次发布大力度股权激励计划，业务活力有望充分释放。**2020 年 2 月 15 日晚间，公司发布公告：拟向激励对象授予权益总计 2245.70 万份，涉及的标的股票种类为人民币 A 股普通股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 2.61%。拟向核心对象授予权益 2246 万份，其中，拟向 63 名核心对象授予限制性股票 1014 万股（行权价 12.59 元，授予价 6.30 元），拟向 66 名核心对象授予股票期权 1232 万份。本激励计划是公司上市后首次实施股权激励，激励力度大，总权益份额占公司总股本高达 2.61%。本次激励实施后，公司业务活力有望充分释放。

投资建议：预计 2019-2021 年公司实现净利润 2.11、2.78、3.52 亿元，看好公司发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：政策推进进度低预期，医疗物联网业务拓展进度低预期，智慧商业业务加剧。

投资评级

行业	电子/其他电子
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.14 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	859.28
流通 A 股股本(百万股)	783.43
A 股总市值(百万元)	13,868.71
流通 A 股市值(百万元)	12,644.52
每股净资产(元)	2.83
资产负债率(%)	34.46
一年内最高/最低(元)	16.47/9.03

作者

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

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《思创医惠-公司点评:股权激励完成授予，业务活力有望充分释放》2020-02-15
- 2 《思创医惠-公司点评:发布股权激励计划，深度绑定核心团队》2019-12-17
- 3 《思创医惠-公司点评:定增获批医疗物联网全面起航，公司治理结构有望改善》2019-08-15

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,112.25	1,294.63	1,663.81	2,090.21	2,543.07
增长率(%)	2.04	16.40	28.52	25.63	21.67
EBITDA(百万元)	310.77	322.49	273.38	346.48	427.12
净利润(百万元)	130.26	143.47	210.88	278.00	352.23
增长率(%)	(30.70)	10.14	46.98	31.83	26.70
EPS(元/股)	0.15	0.17	0.25	0.32	0.41
市盈率(P/E)	106.47	96.66	65.77	49.89	39.37
市净率(P/B)	6.73	6.33	5.70	5.16	4.62
市销率(P/S)	12.47	10.71	8.34	6.64	5.45
EV/EBITDA	27.86	25.26	50.90	40.81	32.91

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	429.63	482.79	133.10	167.22	203.45	营业收入	1,112.25	1,294.63	1,663.81	2,090.21	2,543.07
应收票据及应收账款	600.22	778.91	819.87	1,169.06	1,283.50	营业成本	636.23	741.70	953.19	1,185.01	1,425.72
预付账款	32.57	74.09	58.94	87.35	71.07	营业税金及附加	11.31	11.68	16.64	20.90	25.43
存货	276.59	246.78	335.73	421.43	529.05	营业费用	74.58	86.38	111.64	139.84	170.13
其他	61.02	91.16	46.09	148.78	13.07	管理费用	69.46	144.97	189.84	234.31	284.57
流动资产合计	1,400.01	1,673.73	1,393.72	1,993.83	2,100.14	研发费用	31.37	106.21	143.38	186.40	233.00
长期股权投资	169.24	324.84	324.84	324.84	324.84	财务费用	16.22	39.00	45.03	50.50	55.30
固定资产	349.06	300.29	313.29	342.91	369.49	资产减值损失	66.66	40.92	25.00	33.40	40.55
在建工程	5.82	20.13	48.08	76.85	76.11	公允价值变动收益	(8.30)	0.00	(4.29)	(5.00)	(6.20)
无形资产	107.70	95.88	81.38	66.88	52.38	投资净收益	16.27	(1.62)	20.00	25.00	31.00
其他	869.86	1,009.21	956.36	954.94	930.12	其他	44.78	(37.54)	(81.61)	(103.07)	(126.33)
非流动资产合计	1,501.69	1,750.36	1,723.96	1,766.42	1,752.93	营业利润	153.68	162.93	245.00	322.92	409.90
资产总计	2,901.70	3,424.10	3,117.68	3,760.25	3,853.07	营业外收入	3.22	0.76	1.00	1.20	1.44
短期借款	322.80	567.03	387.11	607.86	571.18	营业外支出	1.15	1.51	3.10	2.10	2.22
应付票据及应付账款	132.58	153.96	49.56	192.54	5.66	利润总额	155.76	162.18	242.90	322.02	409.12
其他	201.68	262.00	190.86	183.72	217.83	所得税	24.58	21.21	33.52	44.02	55.89
流动负债合计	657.06	982.98	627.54	984.13	794.67	净利润	131.17	140.96	209.38	278.00	353.23
长期借款	130.00	192.95	0.00	35.61	0.00	少数股东损益	0.91	(2.51)	(1.50)	0.00	1.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	130.26	143.47	210.88	278.00	352.23
其他	2.57	1.45	1.76	1.92	1.81	每股收益(元)	0.15	0.17	0.25	0.32	0.41
非流动负债合计	132.57	194.39	1.76	37.54	1.81						
负债合计	789.62	1,177.37	629.29	1,021.66	796.48	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	49.97	54.78	53.28	53.28	54.28	成长能力					
股本	807.89	807.89	859.28	859.28	859.28	营业收入	2.04%	16.40%	28.52%	25.63%	21.67%
资本公积	800.17	800.30	800.30	800.30	800.30	营业利润	-17.39%	6.02%	50.37%	31.81%	26.93%
留存收益	1,256.98	1,386.04	1,575.83	1,826.03	2,143.04	归属于母公司净利润	-30.70%	10.14%	46.98%	31.83%	26.70%
其他	(802.91)	(802.29)	(800.30)	(800.30)	(800.30)	获利能力					
股东权益合计	2,112.08	2,246.72	2,488.38	2,738.58	3,056.59	毛利率	42.80%	42.71%	42.71%	43.31%	43.94%
负债和股东权益总	2,901.70	3,424.10	3,117.68	3,760.25	3,853.07	净利率	11.71%	11.08%	12.67%	13.30%	13.85%
						ROE	6.32%	6.55%	8.66%	10.35%	11.73%
						ROIC	7.43%	8.77%	10.84%	12.99%	13.59%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	27.21%	34.38%	20.18%	27.17%	20.67%
净利润	131.17	140.96	210.88	278.00	352.23	净负债率	2.99%	16.61%	10.21%	17.39%	12.03%
折旧摊销	56.64	63.41	33.56	36.12	38.66	流动比率	2.13	1.70	2.22	2.03	2.64
财务费用	19.19	40.46	45.03	50.50	55.30	速动比率	1.71	1.45	1.69	1.60	1.98
投资损失	(16.27)	1.62	(20.00)	(25.00)	(31.00)	营运能力					
营运资金变动	(67.99)	(337.83)	(91.82)	(428.57)	(198.14)	应收账款周转率	1.95	1.88	2.08	2.10	2.07
其它	60.95	89.13	(5.79)	(5.00)	(5.20)	存货周转率	4.13	4.95	5.71	5.52	5.35
经营活动现金流	183.69	(2.25)	171.85	(93.95)	211.85	总资产周转率	0.38	0.41	0.51	0.61	0.67
资本支出	74.59	165.56	59.69	79.83	50.11	每股指标(元)					
长期投资	11.09	155.60	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.15	0.17	0.25	0.32	0.41
其他	(254.08)	(582.97)	(99.69)	(129.83)	(62.91)	每股经营现金流	0.21	0.00	0.20	-0.11	0.25
投资活动现金流	(168.40)	(261.81)	(40.00)	(50.00)	(12.80)	每股净资产	2.40	2.55	2.83	3.13	3.49
债权融资	492.80	855.91	387.11	643.48	571.18	估值比率					
股权融资	(10.56)	(38.11)	8.34	(50.50)	(55.30)	市盈率	106.47	96.66	65.77	49.89	39.37
其他	(761.03)	(510.15)	(877.00)	(414.91)	(678.70)	市净率	6.73	6.33	5.70	5.16	4.62
筹资活动现金流	(278.79)	307.65	(481.54)	178.06	(162.82)	EV/EBITDA	27.86	25.26	50.90	40.81	32.91
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	33.04	30.46	58.02	45.56	36.19
现金净增加额	(263.50)	43.59	(349.69)	34.11	36.23						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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