

收购米健信息，智慧医疗业务前景可期

投资要点

- 目前，智慧医疗领先标的荣科科技公告，拟以 2.02 亿元的价格收购米健信息 49% 股权，从而实现对米健信息的全资控股(2015 年 9 月以 1.28 亿收购其 51% 股份)。后者承诺 2016 年度、2017 年度、2018 年度经审计的净利润分别不低于 2327 万元、3070 万元和 4056 万元。
- 老牌 IT 企业与时俱进，推动智慧医疗战略转型。**荣科科技是业内老牌的行业应用系统与 IT 服务提供商，在传统业务站稳脚跟之后，公司大力推动自身战略转型，以医疗 IT 为主线，融合大数据、云计算，开拓智慧医疗、健康数据、智能融合云等现代业务，将软件、系统、平台、数据进行连通，实现更广范围、更高水平的盈利。
- 收购米健信息如虎添翼，业务阵营再添强将。**公司此次收购的米健信息是国内领先的医疗信息化解决方案供应商，拥有数项自主知识产权，研发实力居于业界前列。公司将米健信息收入麾下，一方面可利用后者积累的资源开拓东北地区以外的业务网络，力争覆盖全国 20 余省；另一方面，米健信息将为公司的研发业务注入新的能量，推动临床医疗应用产品的性能、功能再上新台阶。
- 顺应国家政策风向，智慧医疗行业潜力巨大。**我们认为在人口老龄化的进程中，提高医疗和养老服务效率和质量是政府解决民生问题、推动社会改革的重中之重。荣科科技 10 余年积累下的技术实力和产品经验将为公司实现战略转型提供有力保障，外延内生协同发展亦将推动智慧医疗业务进入成长快车道，为公司创造可观盈利。
- 估值与评级：**我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.20 元、0.31 元、0.43 元，对应 PE 分别为 79 倍、52 倍、37 倍。公司在全面向智慧医疗转型，未来 2-3 年内医疗相关业务会成为公司第一大业务，考虑到公司成长潜力巨大且米健业绩有超预期的可能，给予“增持”评级。
- 风险提示：**智慧医疗业务推广或不及预期的风险、宏观经济疲软或减缓医疗行业发展的风险、系统性风险、并购企业业绩实现或不及预期等。

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: xiongl@swsc.com.cn

联系人: 常潇雅
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)	3.21
流通 A 股(亿股)	3.21
52 周内股价区间(元)	12.92-59.14
总市值(亿元)	52.71
总资产(亿元)	9.98
每股净资产(元)	2.67

相关研究

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	541.87	645.86	767.70	920.05
增长率	31.55%	19.19%	18.86%	19.84%
归属母公司净利润(百万元)	50.64	65.44	99.34	139.41
增长率	-11.08%	29.25%	51.80%	40.33%
每股收益 EPS(元)	0.16	0.20	0.31	0.43
净资产收益率 ROE	6.66%	7.10%	8.51%	10.81%
PE	103	79	52	37
PB	5.94	5.59	4.42	4.01

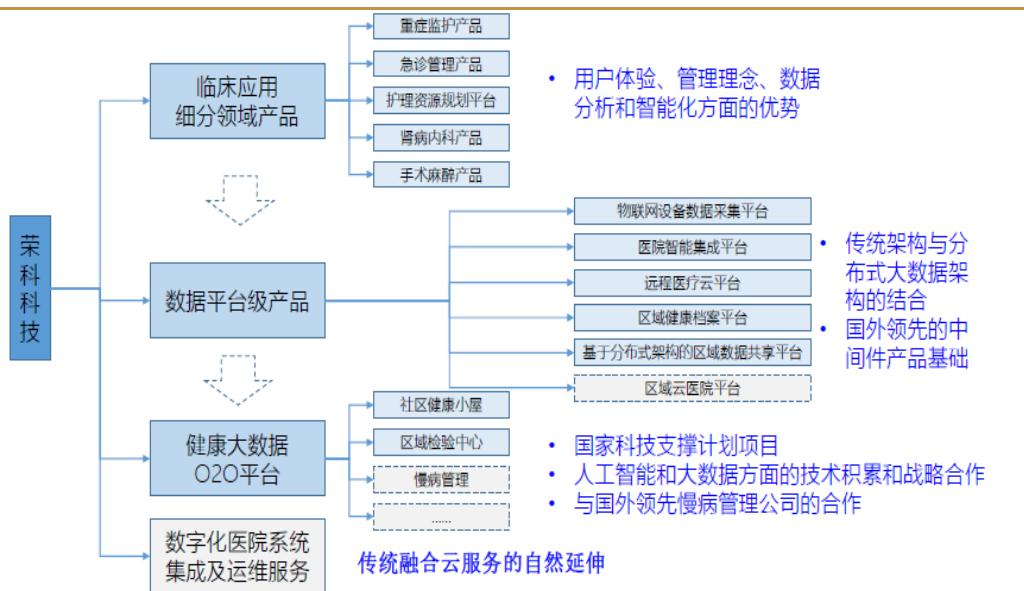
数据来源: Wind, 西南证券

1. 公司概况：老牌 IT 企业战略转型进行时

荣科科技成立于 2005 年，是业界领先的重点行业应用系统与 IT 服务提供商。公司从东北地区起家，早期业务涉及数据中心的建设、集成和运维服务（传统业务至今仍是公司营收的重要组成部分），在地区市场占据龙头地位。

近年来，公司立足自身条件与市场环境，综合分析目前国内各行业 IT 应用解决方案市场，与时俱进地提出以“智慧医疗、健康数据”为核心的转型战略。公司近几年持续进行业务整合，不断剥离利润较低的传统业务，先后在北京、沈阳、波士顿设立了研发中心，已在医疗业务上注入数亿元投资，力争成为临床应用细分领域的领导者、数据平台方向的区域领导者和医疗健康大数据领域的领跑企业。

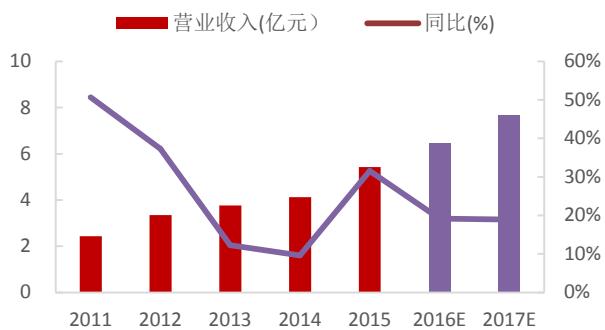
图 1：智慧医疗解决方案与产品布局概览



数据来源：公司公告，西南证券

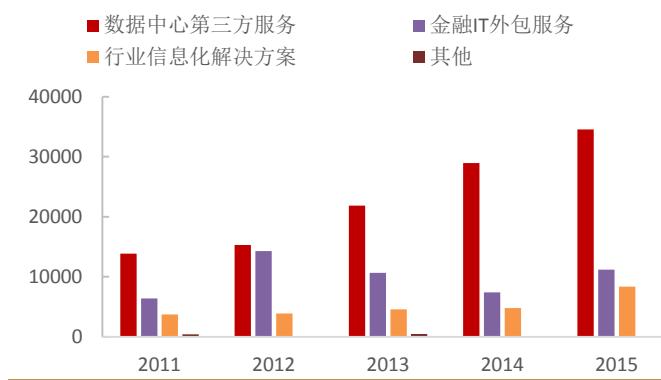
公司主营业务包括两大部分：**1、智慧医疗、健康数据**基于临床信息化细分产品和健康大数据平台，为客户提供标准、高效的医疗信息化软件产品；**2、智能融合云**依托于智能融合云平台与大数据云中心服务，为面向互联网加时代的医疗、教育、金融等关键行业客户提供全方位的智能化的融合云解决方案和服务，具体有智慧城市云，智慧民生云、智慧教育云以及智慧金融容灾云等行业特定的云服务。

公司业绩状况：公司近五年营业收入呈稳增状态，2015 年达到 5.42 亿元，增速较上一年提升超过 20%。预计在未来两年，公司营收将持续上升，特别是受益于智慧医疗战略转型及米健的并表，2016、2017 年业绩或有较大增幅；2015 年归属于上市公司股东的净利润为 0.5 亿元，基本与前几年持平，这主要受制于行业内传统业务已基本进入平台期，市场待开发空间不足。不过，当前所推动的智慧医疗战略转型将为公司开辟新的市场。考虑到智慧医疗业务的自身技术特点与项目落地周期，公司在未来两年的利润水平或将呈现加速上升趋势，盈利空间可期。

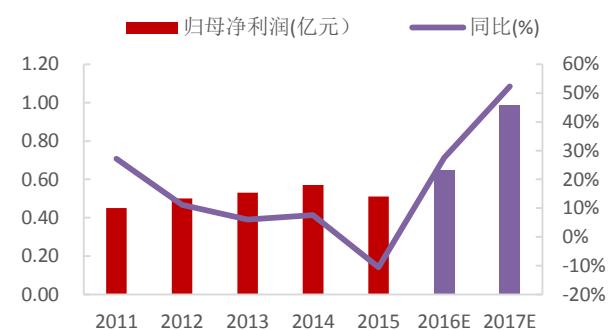
图 2: 2011 年以来公司营业收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券

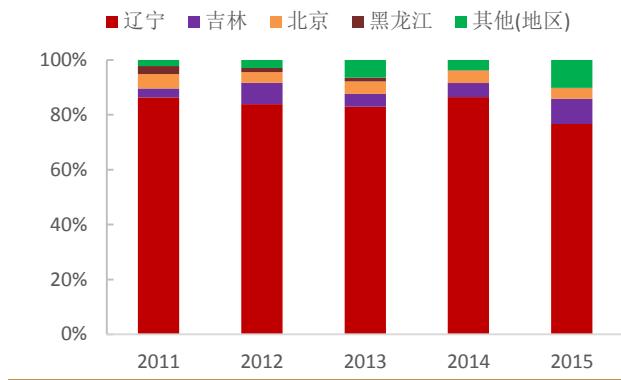
在公司各大业务板块中，数据类服务业务始终是营收“冠军”，并呈直线上升趋势。这一势头或将持续，因为数据技术和产品是公司各项业务的主要支持。从地域来看，公司大部分收入仍来自于东北地区，不过比例在日趋下降。未来，公司将借助政策助力，在全国其他省份积极推动智慧医疗项目落地，或将覆盖千万级人口。

图 4: 2011 年以来公司主要业务板块的收入 (万元)


数据来源: Wind, 西南证券

图 3: 2011 年以来公司归母净利润及增速


数据来源: Wind, 西南证券

图 5: 2011 年以来公司各地区营业收入占比


数据来源: Wind, 西南证券

2. 收购米健信息，智慧医疗业务重装上阵

公司此次收购的米健信息是国内领先的医疗信息化解决方案供应商，拥有数项自主知识产权产品，包括急诊急救临床信息系统 (ECIS)、手术室麻醉临床信息系统 (AIMS)、重症医学临床信息系统 (ICIS)、医疗信息集成平台 (HUIS)、移动查房及移动护理、远程医疗，并已应用于北大人民医院、中国人民解放军总医院 (301 医院)、苏州大学附属第一医院、中国人民解放军沈阳军区总医院、赤峰市人民医院、西南医院 (第三军医大学第一附属医院)、安徽省立儿童医院、天津泰达心血管医院、上海市浦东新区周浦医院等，抢占了临床医疗信息化市场的制高点。

图 6: 米健信息推出的数字化手术室系统 (DIGI-OR)


数据来源: 公司资料, 西南证券

图 7: 急诊医护一体化工作台中的移动输液系统


数据来源: 公司资料, 西南证券

自成立至今, 米健信息始终在稳步推进公司转型。依托自身在医院信息化、远程医疗、移动医疗方面的技术和产品累积, 公司把握“互联网+”发展机遇, 推动业务向移动化、数据化、智能化方向发展, 正在成长为互联网医疗领域的代表企业。

图 8: 米健信息的转型路线


数据来源: 公司资料, 西南证券

荣科科技在 2015 年以 1.28 亿元收购米健信息 51% 的股份, 后又在今年 5 月出资 2.02 亿元, 将余下 49% 的股份收入囊中, 实现全资控股。我们认为, 收购米健信息将在以下几方面产生利好:

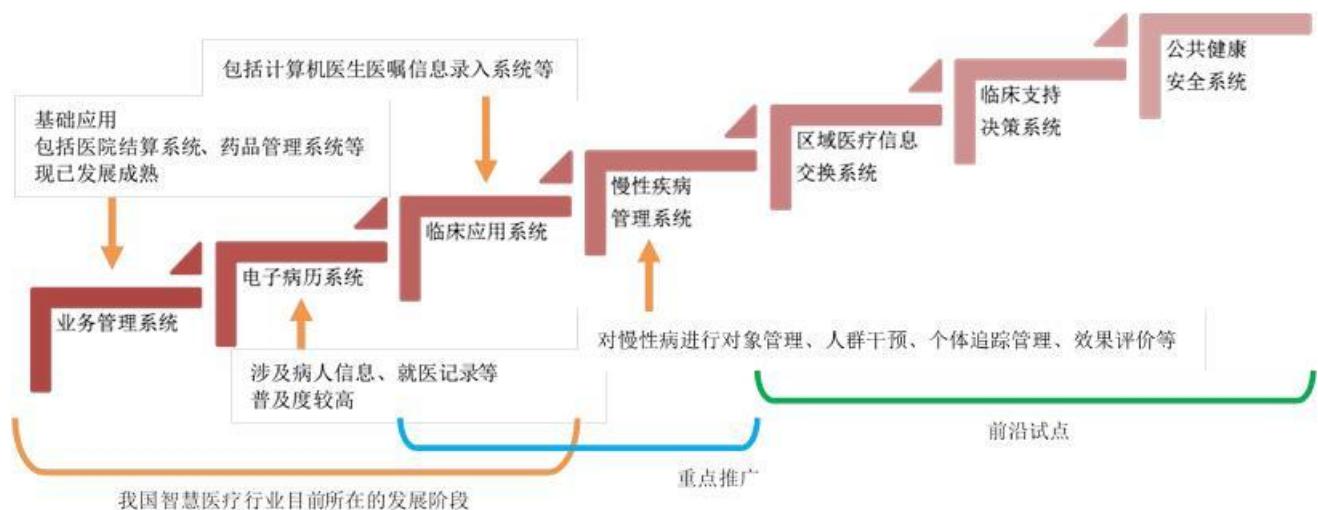
- 一、业务渠道扩展。**公司当前大部分营收主要来自于东北地区, 如今利用米健信息多年积累下的渠道资源, 可在低成本的条件下开拓东北以外的业务网络 (公司计划覆盖全国 20 个以上省份), 能够极大缩短产品、项目在医疗机构的落地周期, 市场空间十分可观;
- 二、产品线延伸。**两家公司在技术上的联合、互补将极大推动 CIS (临床信息系统, Clinical Information System) 产品线的延伸, 未来将有功能更完善、性能更强劲的综合性产品诞生。

3. 老龄化催生市场新需求，智慧医疗行业潜力巨大

截止 2015 年年末，我国 60 周岁以上的老年人口已达到 2.22 亿，约占总人口的 16.1%。根据国际惯例（当一个国家或地区 60 岁以上老年人口占人口总数的 10%，或 65 岁以上老年人口占人口总数的 7%，这个国家或地区的人口已处于老龄化社会），中国已经迈过老龄化社会的门槛，并处于老龄化逐步加深的阶段。

老龄化将引发一系列社会问题，特别是在医疗行业中催生出新的需求。当前，政府将提高医疗和养老的服务效率和质量作为解决民生问题、提高居民生活质量的重中之重。对公司而言，这将成为推动医疗业务发展的有力政策保障。

图 9: 智慧医疗不同发展阶段的代表性成果



数据来源：西南证券整理

目前我国每年医疗行业 IT 建设投入的规模占医院年收入的 0.3%-0.5%，约为发达国家的十分之一。在 2012 年，国家卫生部发布《健康中国 2020 战略研究报告》，提出未来数年将推出涉及金额高达 4000 亿元的 7 大医疗体系重大专项，其中就包括划给全民电子健康系统工程的 611 亿元预算，具体项目涉及落实大型综合医院信息化系统的标准化建设、建立全民电子健康档案和打造区域性医疗信息化平台等。该报告明确显示出国家推动医疗信息化建设的热情和决心，将为智慧医疗领域开拓巨大的市场空间。

我们发现，荣科科技在智慧医疗战略转型的过程中，在国家战略需要和市场需求之间找到了很好的平衡点：公司以临床应用细分领域业务、数据平台业务和健康大数据平台 O2O 业务作为战略落地的主要支撑。当前，在临床应用细分领域，公司已成功研发血透系统、护理资源规划系统等主要产品，在收购米健信息后，CIS 产品线将进一步拓宽；数据平台业务中，公司已落地远程医疗平台、医院统一信息平台等项目，可将其复制至国内更多客户；健康大数据平台方面，公司承接国家科技支撑项目，并已推出社区健康小屋和区域检测中心等业务。总体上看，公司正在加紧实现“数据、平台、设备”的协同发展，智慧医疗战略转型稳步推进中，近 2-3 年或将陆续产生渐增盈利。

4. 盈利预测与投资建议

关键假设：

- (1) 公司传统主营数据中心等业务保持 15%的平稳增速，毛利率稳定；
- (2) 米健业绩符合预期，达到未来三年承诺利润；
- (3) 公司内生医疗业务 17 年爆发，预计 16 年医疗业务利润占公司总利润的 70%，17 年医疗业务利润贡献总利润的一半。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.20 元、0.31 元、0.43 元，对应 PE 分别为 79 倍、52 倍、37 倍。公司在全面向智慧医疗转型且未来 2-3 年内医疗相关业务会成为公司第一大业务，考虑到公司成长潜力巨大且米健业绩有超预期的可能，给予“增持”评级。

表 1：可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率				
			2016/6/8	15A	16E	17E	18E	15A	16E	17E	18E
行业均值 (整体法)							301.50	280.16	78.42	38.55	
行业中值							100.49	67.33	50.52	40.33	
300078.SZ	思创医惠	30.33	0.34	0.53	0.72	0.94	89.21	56.91	42.22	32.17	
002065.SZ	东华软件	25.10	0.74	0.88	1.03	-	33.85	28.37	24.47	-	
300253.SZ	卫宁健康	23.39	0.28	0.35	0.41	0.58	84.05	67.54	57.26	40.33	
600718.SH	东软集团	18.07	0.31	0.37	0.48	0.59	58.29	48.82	37.99	-	
300096.SZ	易联众	17.40	0.05	0.21	0.38	0.56	348.00	81.27	46.09	31.03	
300168.SZ	万达信息	25.92	0.23	0.32	0.44	0.60	111.77	80.95	59.25	43.10	
000503.SZ	海虹控股	40.37	0.03	0.02	0.13	0.00	1570.82	1810.31	305.14	-	
300273.SZ	和佳股份	16.24	0.14	0.24	0.30	0.35	116.00	67.11	54.94	46.10	

数据来源：wind，西南证券整理

风险提示：智慧医疗业务推广或不及预期的风险、宏观经济疲软或减缓医疗行业发展的风险、系统性风险、并购企业业绩实现或不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	541.87	645.86	767.70	920.05	净利润	58.27	66.02	100.13	140.01
营业成本	372.66	439.02	511.46	598.15	折旧与摊销	10.62	10.51	10.71	10.94
营业税金及附加	3.12	5.37	5.28	5.94	财务费用	3.71	-0.53	-1.26	-1.57
销售费用	19.24	25.12	28.84	34.67	资产减值损失	14.14	9.23	8.23	7.23
管理费用	72.50	99.46	109.39	126.51	经营营运资本变动	-10.78	-30.46	-92.16	-89.94
财务费用	3.71	-0.53	-1.26	-1.57	其他	-22.99	-9.23	-8.23	-7.23
资产减值损失	14.14	9.23	8.23	7.23	经营活动现金流净额	52.97	45.54	17.42	59.45
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-153.90	-5.00	-6.00	-7.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	13.31	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-140.59	-5.00	-6.00	-7.00
营业利润	56.50	68.18	105.76	149.13	短期借款	-100.99	-12.84	0.00	0.00
其他非经营损益	7.62	6.97	7.19	7.20	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	64.12	75.16	112.95	156.32	股权融资	383.86	0.00	161.50	0.00
所得税	5.85	9.14	12.82	16.31	支付股利	-12.24	-11.07	-13.96	-21.29
净利润	58.27	66.02	100.13	140.01	其他	-4.94	0.08	1.26	1.57
少数股东损益	7.64	0.57	0.79	0.60	筹资活动现金流净额	265.68	-23.83	148.80	-19.72
归属母公司股东净利润	50.64	65.44	99.34	139.41	现金流量净额	178.37	16.72	160.22	32.73
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	316.39	333.11	493.33	526.06	成长能力				
应收和预付款项	437.19	496.27	607.58	729.70	销售收入增长率	31.55%	19.19%	18.86%	19.84%
存货	47.61	59.85	68.26	80.40	营业利润增长率	0.73%	20.67%	55.12%	41.00%
其他流动资产	1.25	1.79	2.01	2.46	净利润增长率	0.04%	13.29%	51.67%	39.83%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	4.10%	10.35%	47.40%	37.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	97.05	87.77	78.50	69.23	毛利率	31.23%	32.03%	33.38%	34.99%
无形资产和开发支出	163.04	167.00	171.77	177.30	三费率	17.61%	19.21%	17.84%	17.35%
其他非流动资产	7.60	7.40	7.21	7.01	净利润率	10.75%	10.22%	13.04%	15.22%
资产总计	1070.12	1153.21	1428.66	1592.15	ROE	6.66%	7.10%	8.51%	10.81%
短期借款	12.84	0.00	0.00	0.00	ROA	5.45%	5.72%	7.01%	8.79%
应付和预收款项	163.97	206.80	231.98	273.98	ROIC	10.17%	9.32%	13.14%	16.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.07%	12.10%	15.01%	17.23%
其他负债	18.55	17.13	19.73	22.50	营运能力				
负债合计	195.36	223.94	251.72	296.48	总资产周转率	0.63	0.58	0.59	0.61
股本	321.43	321.43	333.18	333.18	固定资产周转率	7.01	10.36	14.47	21.01
资本公积	295.41	295.41	445.16	445.16	应收账款周转率	1.46	1.46	1.48	1.46
留存收益	238.03	292.41	377.80	495.92	存货周转率	8.38	8.17	7.98	8.05
归属母公司股东权益	855.32	909.25	1156.14	1274.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.87%	—	—	—
少数股东权益	19.45	20.02	20.81	21.41	资本结构				
股东权益合计	874.76	929.27	1176.95	1295.67	资产负债率	18.26%	19.42%	17.62%	18.62%
负债和股东权益合计	1070.12	1153.21	1428.66	1592.15	带息债务/总负债	6.57%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	流动比率	4.23	4.09	4.76	4.61
EBITDA	70.84	78.17	115.22	158.50	速动比率	3.98	3.81	4.49	4.33
PE	102.65	79.42	52.32	37.28	股利支付率	24.17%	16.91%	14.05%	15.27%
PB	5.94	5.59	4.42	4.01	每股指标				
PS	9.59	8.05	6.77	5.65	每股收益	0.16	0.20	0.31	0.43
EV/EBITDA	69.01	62.16	42.43	30.64	每股净资产	2.72	2.89	3.66	4.03
股息率	0.24%	0.21%	0.27%	0.41%	每股经营现金	0.16	0.14	0.05	0.18
					每股股利	0.04	0.03	0.04	0.07

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 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn