

荣科科技 (300290)

证券研究报告

2020年01月02日

优质医疗 IT 企业，迈入新一轮发展期

优质医疗 IT 企业，多细分领域龙头。1) 医疗 IT 全产品线布局：公司通过内生发展和外延并购，目前已形成涵盖 HIS、CIS、GMIS、智慧诊疗、远程医疗的医疗 IT 全产品化布局，成为质地优良的医疗 IT 厂商。早期公司紧跟政策趋势推出一系列医疗信息化产品，2015、2016 年公司完成对米健医疗的收购；2017 年公司收购神州视翰；2018 年通过产业基金陆续投资今创、麦健等企业，打造“荣科 3.0”。2) 客户丰富：公司的主要客户集中在医疗、金融、教育、电力、电信等行业及政府部门，其中医疗领域又涵盖大型医院、乡镇医院、医保等多种机构。3) ICU 信息系统、远程视频诊疗等领域领先：公司多个子公司是国内医疗 IT 细分领域龙头，上海米健是国内 CIS 龙头，在重症医学临床信息系统领域有着较高市占率；神州视翰在智慧门诊、远程医疗领域有着较大优势。

医疗信息化行业政策红利不断，市场高景气持续。近年来，我国医疗信息化领域政策红利不断，行业快速发展，根据前瞻产业研究院数据，2017 年我国医疗信息化行业市场规模 375.59 亿元，同比增长 12.50%，并预计于 2020 年达到 430.55 亿元，前景可期。随着世界老龄化问题的加重，各国也在逐渐重视智慧医疗的建设，数据显示，2018 年我国智慧医疗行业投资 706 亿元，同比增长，并预计于 2020 年突破 1000 亿元

智慧城市行业趋势助力，政府合作添翼。在技术和政策双推动的背景下，我国近年来智慧城市产业迅速发展，2018 年智慧城市市场规模达 7.9 万亿元，并预计 2022 年达 25 万亿元。公司多年来深耕智慧城市领域，拥有完整且经验丰富的团队数十人，其中 20 人具备 10 年以上项目实施经验，并已在城市运营、综合执法、民生服务等领域有三百余个案例，云计算、人工智能、大数据和阿里、华为、腾讯和平安等企业建立了合作关系，同时和各城市政府合作打造智慧城市生态，比如公司与沈阳市政府合作，建立沈阳市智慧城市运营指挥平台，实现了多个指挥中心在线会商系统的整合，同时扩大手机指挥 APP 容量，实现了视频信息 GIS 联动上墙显示，弥补了监控盲区视频采集不到位的问题。

投资建议：医疗信息化行业政策红利不断，行业高景气持续，智慧城市发展迅速，公司携手政府拓展业务，竞争力突出。预计 2019-2021 年公司实现业务收入 8.28 亿元、10.72 亿元和 13.83 亿元，实现归母净利润 2773 万元、3657 万元和 4716 万元，对应 EPS 分别为 0.05 元、0.07 元、0.09 元。考虑公司处于转型阶段，我们认为，PS 估值更能反映各公司市场价值。参考可比公司 PS 估值，可比公司 2020 年 PS 均值为 6.894 倍，考虑可比公司均为龙头企业，具有一定的估值溢价。同时，公司毛利率、净利率低于可比公司，综合考虑，我们给予公司 2020 年 4.00 倍 PS，对应 2020 年目标市值为 42.88 亿元，对应目标价为 7.74 元/股，首次覆盖给予“增持”评级

备考市值：2019 年 9 月 7 日，公司发布公告，拟增发募集资金不超过 11760 万元，用友用于购买今创信息公司 70% 的股权。今创信息是国内最早涉足医疗病案管理软件领域的专业厂商之一，在全国 2000 多家基础客户，其中包括数百家三级甲等医院，具有较高的市场份额。本次交易，今创信息股东承诺：2019-2021 年今创信息实现净利润不低于 2500/3000/3500 万元。若按对赌业绩对标的公司进行估值，标的公司可比公司 2020 年平均 PE 为 38.38 倍，考虑可比公司均为大型龙头型企业，具有一定的估值溢价，我们给予标的公司 2020 年目标 PE 30 倍，对应归母估值为 6.30 亿元，加上公司上述估值 42.88 亿元，给予公司收购完成后的备考目标市值为 49.18 亿元

风险提示：医疗信息化政策落地低预期，医疗业务拓展低预期，智慧城市落地低预期，行业竞争加剧，非公开发行延迟、暂停、中止或取消的风险，今创信息未能完成业绩承诺的风险。

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	6.36 元
目标价格	7.74 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	553.76
流通 A 股股本(百万股)	482.95
A 股总市值(百万元)	3,521.89
流通 A 股市值(百万元)	3,071.54
每股净资产(元)	1.93
资产负债率(%)	28.25
一年内最高/最低(元)	13.40/5.21

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



财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	418.66	626.71	827.88	1,072.11	1,383.02
增长率(%)	(16.70)	49.70	32.10	29.50	29.00
EBITDA(百万元)	44.57	55.09	12.19	17.66	22.07
净利润(百万元)	18.82	20.42	27.73	36.57	47.16
增长率(%)	(41.91)	8.52	35.76	31.91	28.93
EPS(元/股)	0.03	0.04	0.05	0.07	0.09
市盈率(P/E)	189.49	174.61	128.62	97.51	75.63
市净率(P/B)	5.03	4.01	3.17	3.09	2.99
市销率(P/S)	8.52	5.69	4.31	3.33	2.58
EV/EBITDA	56.55	33.05	306.86	196.75	187.53

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 积极布局医疗信息化和云服务	5
1.1. 优质医疗 IT 企业，多细分领域龙头	5
1.2. 异地扩张顺利，东北三省业务占比下降。	6
1.3. 公司经营稳健，盈利能力逐步提升	6
2. 医疗信息化持续高景气，公司内生外延布局医疗 IT 全产品线	8
2.1. 医疗信息化高景气，行业规模快速增长	8
2.2. 内生并购布局医疗 IT 全产品线	9
2.3. 收购米健和神州视翰，打造优质医疗 IT 厂商	10
3. 智慧城市行业趋势助力，政府合作添翼	12
3.1. 技术政策双重驱动，智慧城市是未来发展趋势	12
3.2. 智慧城市布局完善，合作政府打造全生态	13
4. 盈利预测与估值	15

图表目录

图 1：公司智维云服务产品	5
图 2：公司智慧城市产品	5
图 3：公司智慧医疗产业布局	5
图 4：2014-2018 年地域销售占比变化	6
图 5：公司主要行业营收占比变化	6
图 6：公司产业营收占比变化	6
图 7：公司营业收入情况	7
图 8：公司产业营收占比变化	7
图 9：公司毛利率情况	7
图 10：公司研发支出变化情况	7
图 11：我国各级医院病床使用率	8
图 12：居民医保收支情况	8
图 13：我国医疗信息化发展阶段	9
图 14：2010-2020 医疗信息化市场规模	9
图 15：2016-2020 智慧医疗市场规模	9
图 16：公司急诊临床系统	10
图 17：公司单病种急救管理平台	10
图 18：神州视翰远程医疗产品	11
图 19：米健、神州视翰收购后营业收入（单位：元）	11
图 20：米健、神州视翰收购后净利润（单位：元）	11
图 21：2015-2019 云计算产业规模及增长率	12
图 22：2011-2020 年我国物联网市场规模及增长情况	12

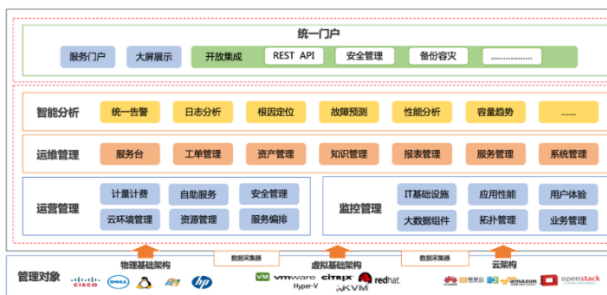
图 23: 2014-2022 中国智慧城市市场规模统计情况及预测.....	13
图 24: 公司新型智慧城市服务平台.....	14
表 1: 公司重要事件一览.....	10
表 2: 我国智慧城市主要政策.....	13
表 3: 公司智慧城市主要案例.....	14
表 4: 业绩预测.....	15
表 5: 参考可比公司估值.....	15
表 6: 今创信息业绩对赌目标.....	16
表 7: 可比公司估值情况.....	16

1. 积极布局医疗信息化和云服务

1.1. 优质医疗 IT 企业，多细分领域龙头

优质医疗 IT 企业，多细分领域龙头。公司成立于 2005 年 11 月，专注于智能融合云服务和智能医疗服务领域。智能融合云服务可以细分为智维云服务和智慧城市。**智维云服务领域**，公司运用大数据、云计算等技术为客户提供整合业务数据、监控数据、运营数据、维护、优化等智能增值服务。运营管理方面，提供多云与异构 IT 资源的一体化管理，为客户分配最合适的云资源，极大地提升运营效率、降低成本。监控管理方面，提供 7*24 小时的一体化实时监控告警，其产品 Smart We 于 2019 年成功入选《中国 IT 服务工具图谱》，并已在社会各领域广泛应用。**智慧城市领域**，公司以“咨询+产品”为中心，为城市、政府和企业提供概念设计、方案设计、项目实施、品牌推广的一体化智库服务，主要涉及智慧政务、智慧医疗、健康数据、智能融合云等业务，客户涵盖金融、社保、医疗、卫生、政府等领域，已成为行业的领先者。

图 1：公司智维云服务产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：公司智慧城市产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

布局智能医疗服务领域，形成医疗 IT 全产品布局。公司通过外延收购完善自身业务布局：2015 和 2016 年度收购上海米健，拓展了重症医学临床信息系统（ICIS）、急诊临床信息系统（ECIS）和手术室麻醉临床信息系统（AIMS）业务；2017 年收购北京神州视翰，拓展智慧门诊、数字病房业务；2018 年基金投资麦健医疗，发展“医院统一智能信息平台”整体解决方案；2019 年拟收购上海今创完善医院病案管理系统和医疗数据分析业务，进一步打造完善的产业布局。目前公司已经形成覆盖医疗 IT 全产品布局，涵盖 HIS、CIS、GMIS、远程医疗等多方面，其中神州视翰在远程医疗领域、米健在重症信息化领域均为龙头企业。公司的主要客户集中在医疗、金融、教育、电力、电信等行业及政府部门，其中医疗领域又涵盖大型医院、乡镇医院、医保等多种机构。

图 3：公司智慧医疗产业布局

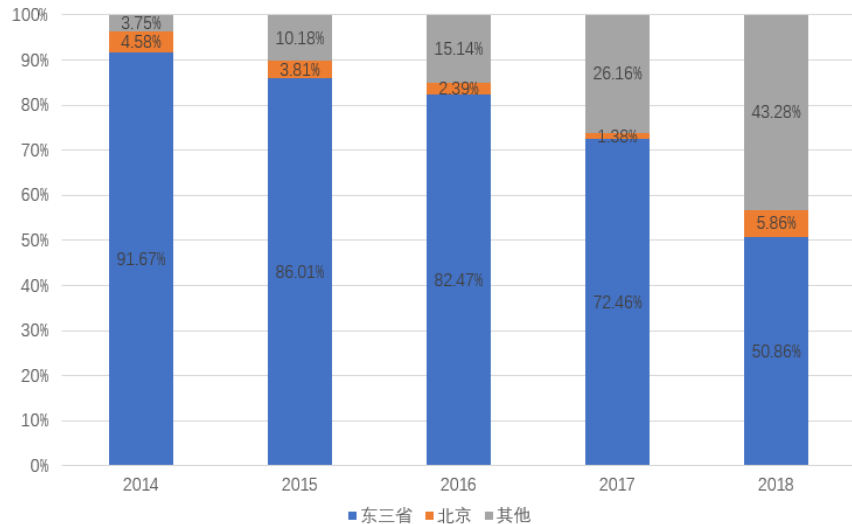


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 异地扩张顺利，东北三省业务占比下降。

东北地区向外拓展。近年来公司在东三省的营收占比逐年下降，从 2014 年的 91.67% 下降到 2018 年的 50.86%。这主要系公司收购米健、神州视翰等公司所致：米健的产品被广泛应用于全国各大医院，如中国人民解放军总医院（301 医院）、中国医学科学院阜外医院、北京解放军 307 医院、北京大学人民医院、中日友好医院、沈阳军区总医院、第二军医大学附属长海医院、复旦大学附属妇产科医院（上海红房子医院）等；公司业务向外拓展有利于减少省内经济环境以及政策变化对公司营收利润的影响，也有利于公司将产品应用于更为广泛的环境。

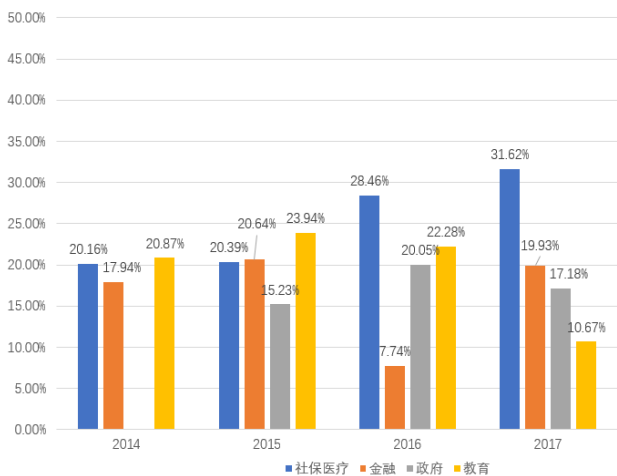
图 4：2014-2018 年地域销售占比变化



资料来源：公司年报，天风证券研究所

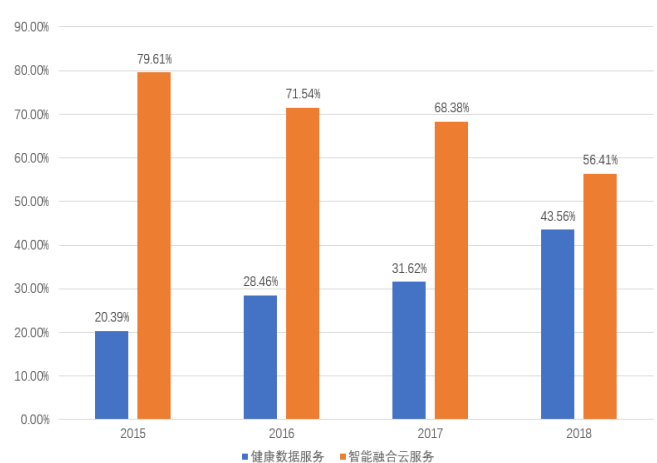
从行业营收比重来看，公司近年来社保医疗行业占比持续上升；从产业营收占比情况来看，公司最主要的业务仍是智能融合云服务，但近年来健康数据服务营收占比持续上升，这也和公司近年来对医疗信息化行业的布局密切相关。未来，公司将进一步深入医疗信息化行业，把握住 5G 和人工智能大数据的时代趋势，推进智慧医疗项目的创新发展。

图 5：公司主要行业营收占比变化



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 6：公司产业营收占比变化



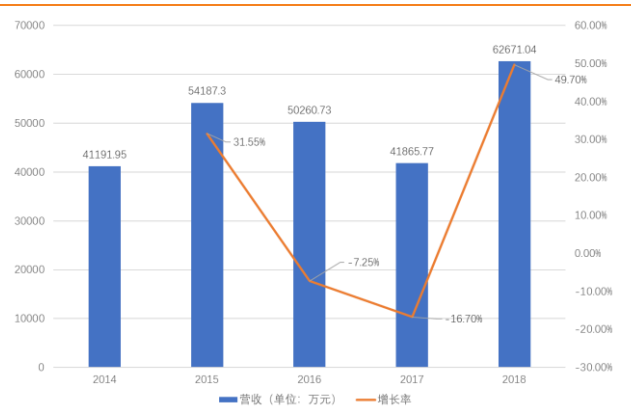
资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.3. 公司经营稳健，盈利能力逐步提升

公司 2018 年营业收入 6.27 亿元，同比增长 49.7%，归母净利润 0.2 亿元，同比增长 8.52%。

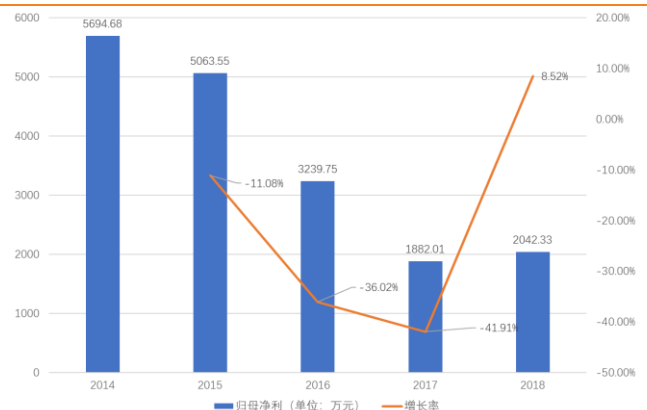
公司营收、归母净利较前两年情况有所改善，主要系 2018 年经济环境改善，医疗信息化行业迅速发展，公司把握机遇提高销售，增加市场份额所致。2019 年前三季度实现营业收入 4.61 亿元，同比增长 24.28%，归母净利润 0.12 亿元，同比增长 29.9%。由于公司主要客户为社保医疗、金融、教育、电力、电信等行业以及政府部门，其招标和采购都具有较明显的季节性特征，主要于第四季度实现，因此我们认为公司 2019 年营收会持续增长，未来情况会进一步改善。

图 7：公司营业收入情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

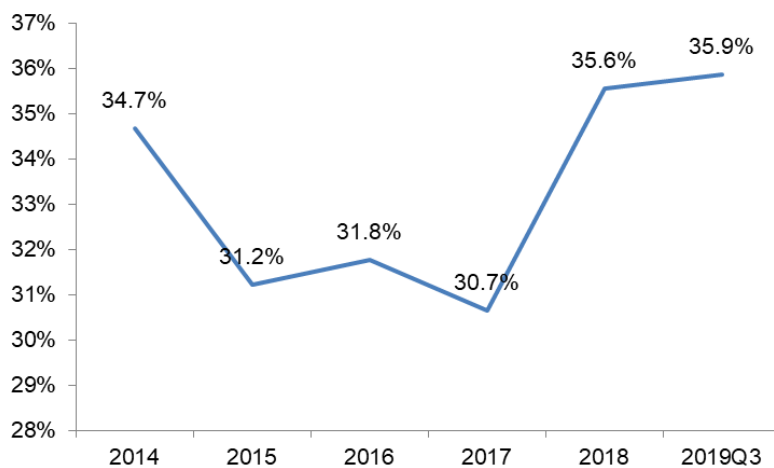
图 8：公司产业营收占比变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

毛利率大幅提高。2018 年随着公司智维云转型逐渐深入，公司毛利率大幅提升，达到 35.6%，其中健康数据服务业务毛利率 47.2%，智能融合云服务业务毛利率 23.7%。

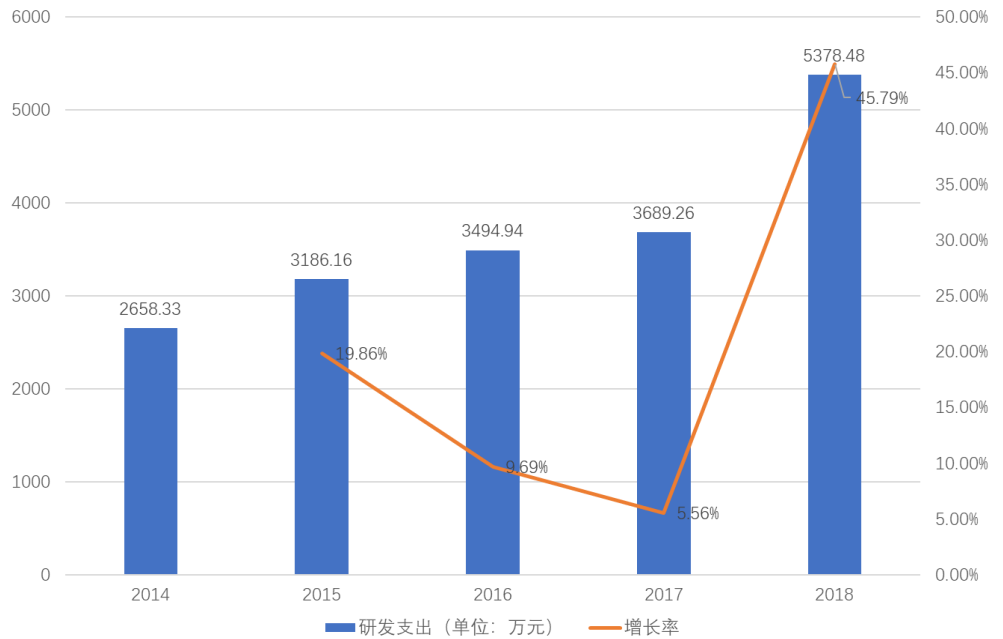
图 9：公司毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司研发力度加强。公司 2018 年研发支出 0.54 亿元，同比增长 45.79%，占营收比率 8.58%。2019 年前三季度研发支出 0.31 亿元，同比增长 2.5%。

图 10：公司研发支出变化情况



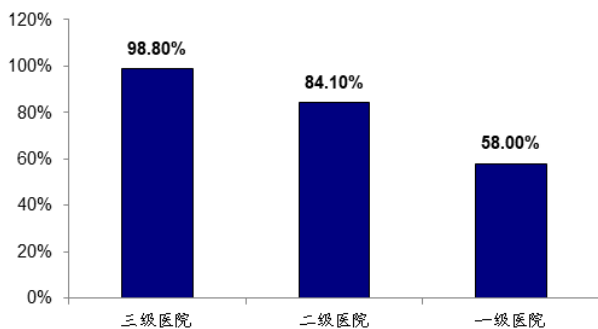
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 医疗信息化持续高景气，公司内生外延布局医疗 IT 全产品线

2.1. 医疗信息化高景气，行业规模快速增长

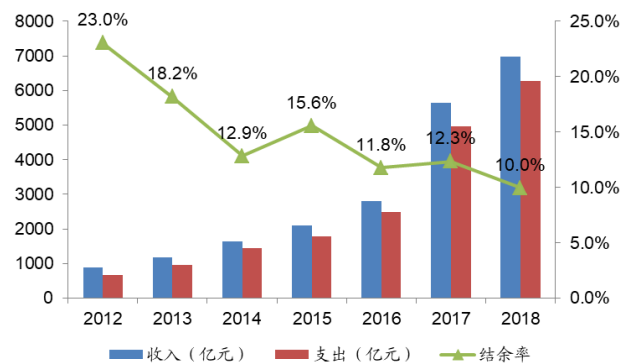
医疗信息化赋能医疗体制改革。目前我国医疗领域面临的主要问题有两点：1) **医疗资源分配不均，三级医院超负荷运转。**大部分三级医院位于一线城市和东部沿海省份，医疗资源分布极不均匀。2) **医保资金结余率降低，部分地区收不抵支。**医保支出增速大于收入增速，结余率不断降低，部分地区医保已收不抵支，预计 2022 年全国医保承压。医联体建设、区域一体化、急救体制改革、互联网医疗、全国医保联网、DRGs 付费等医疗体制改革均是围绕这两点矛盾进行，在这其中医院、医保等机构产生了自然需求外的额外 IT 需求，抬升了医疗信息化行业景气程度。

图 11: 我国各级医院病床使用率



资料来源: 卫计委, 天风证券研究所

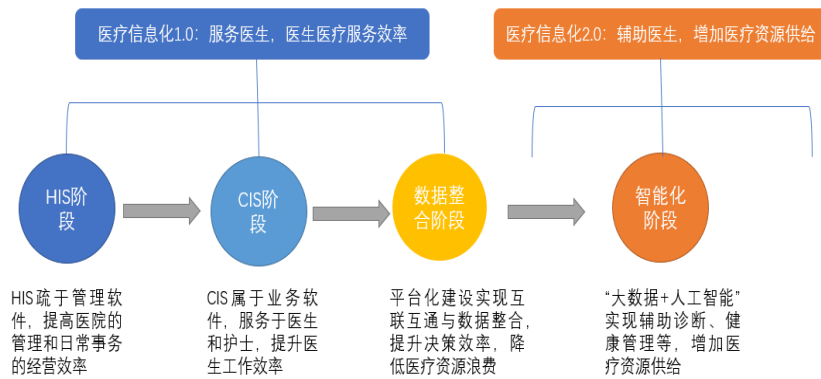
图 12: 居民医保收支情况



资料来源: 国家医保局, 天风证券研究所

从 HIS 到 CIS 再到 GMIS。我国医疗信息化发展可以分为三步：HIS-CIS-GMIS。其中 HIS（医院管理信息系统）与医院的日常运作有关，属于管理软件，主要板块包括门急诊系统、住院系统、药事系统、财务及物流系统，致力于提升医院的管理和日常事务经营效率；CIS（医院临床信息系统）以患者为核心，属于业务软件，主要板块包括医生护士工作站、EMR、LIS、RIS、PACS，致力于提升医生护士的工作效率；GMIS（区域公共医疗信息系统），致力于提高区域医疗资源的智能管理和信息共享，提高决策效率，避免资源浪费。

图 13：我国医疗信息化发展阶段



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

近年我国医疗信息化和智慧医疗行业发展迅速。根据前瞻产业研究院数据，2017 年我国医疗信息化行业市场规模 375.59 亿元, 同比增长 12.50%, 并预计于 2020 年达到 430.55 亿元, 前景可期。随着世界老龄化问题的加重, 各国也在逐渐重视智慧医疗的建设, 数据显示, 2018 年我国智慧医疗行业投资 706 亿元, 同比增长, 并预计于 2020 年突破 1000 亿元。

图 14：2010-2020 医疗信息化市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 15：2016-2020 智慧医疗市场规模



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

2.2. 内生并购布局医疗 IT 全产品线

公司深耕医疗信息化行业十余年, 目前已医疗 IT 全产品线布局。

早期顺应时代潮流, 谨慎布局医疗信息化。包括荣科电子病历管理系统、血液净化治疗中心智能管理系统、掌上移动健康档案系统、荣科健康小屋自助式体检系统、健康区域医疗信息平台。2013 年 9 月收购美国享云。享云是一家专注云计算、云安全、云存储和云医疗的 IT 公司, 曾先后推出“快捷医疗站”“云海”“云侍卫”等行业解决方案, 此次收购帮助公司提升云计算、大数据领域的的能力, 为公司未来发展智慧医疗奠定了技术基础。2015 和 2016 年公司收购米健, 弥补了公司在急诊、重症和手术麻醉领域的不足, 同时提供了许多省外的资源支持, 成为公司未来拓展省外业务的重要支柱。2015 年公司进行战略转型, 从传统的 HIS 向 CIS 业务转变, 并力求在行业竞争者如东华、卫宁、东软中寻求自身增长点。

公司于 2015 年完成转型, 正式步入“荣科 3.0”。公司智慧医疗领域主要围绕三点核心, 即临床应用细分领域产品、数据平台级与医院核心级产品和健康大数据 O2O 平台。收购米健之后, 临床应用细分领域已落地为重症监护 (ICU)、急诊管理、肾病内科 (血透)、手术麻醉、护理资源规划、移动临床护理等产品, 并和北大人民医院、沈阳军区总医院、解放军 307 医院、阜外心血管病医院等进行合作; 数据平台级产品主要包括医疗信息系统

集成平台、区域健康档案平台、基于分布式架构的区域数据共享平台以及区域云医院平台等，公司是第一家将分布式大数据架构应用到区域共享并且成功落地的企业，云医院平台已完成示范；健康大数据 O2O 则包括社区健康小屋、区域检验中心等业务，并已承接国家科技支撑项目。

内生+外延形成医疗 IT 全产品线布局。2016 年和美国 InterSystems 合作，打造可共享的医疗信息、临床数据中心；2017 年收购神州视翰，拓展数字病房和远程医疗领域；2018 年公司产业基金投资麦健医疗、今创科技、赛迈特锐、冠新软件等医疗科技创新型企业，实现产业融合发展；2019 年公司收购今创科技，完善医院病案管理系统和医疗数据分析业务。

表 1：公司重要事件一览

年份	事件	详情
2013.9	收购美国 OSC(享云)51% 股权	公司使用自有资金 255 万美元收购 OSC TECH NO LOGI ES, LLC(享云科技有限责任公司) 51%的股权。享云是一家面向全球客户提供基于云计算研发的 IT 解决方案与外包服务的高科技公司，成立于 2010 年，推出了云计算、云安全、云存储、云医疗等一系列产品，2013 年前 5 月实现主营业务收入 299895 美元，净利润 30001 美元。
2015	“荣科 3.0”	指出公司智慧医疗领域三大发展点：临床应用细分领域产品、数据平台级产品和健康大数据 O2O 平台。
2015、2016	先后收购米健 51%，49% 的股权	米健信息是一家拥有核心技术的医疗信息化解决方案供应商，主要产品包括临床信息系统和智能集成云平台等医疗行业 IT 应用系统和解决方案。
2016.9	与美国 InterSystems 公司正式签署战略合作伙伴协议	联合打造智慧工作流程、标准化及可共享的医疗信息、临床数据中心等多种集成的、互联互通的医疗应用，帮助中国医疗机构优化业务流程、提升医疗效率、改进医疗服务质量
2016	成立荣科融拓健康数据产业基金	产业基金发起的总规模为 5 亿元，公司作为延后分配有限合伙人，以自有资金认缴劣后级份额为 5000 万元。融拓资本作为普通合伙人暨基金管理人，认缴劣后级份额 100 万元，其余有限合伙人份额由融拓资本根据项目实际的资金投资需求向社会募集。
2017	收购神州视翰 100%股权	神州视翰数字医疗产品拥有智慧门诊、数字病房、视频协作、医疗物联网等产品线，涉及的信息化产品可基本覆盖医院在“可视化”细分领域的需求，是国内为数不多的具有软硬件一体化研发设计能力的公司。
2018	陆续投资麦健医疗、今创科技、赛迈特锐、冠新软件等企业	-
2019	收购上海今创	今创主要从事计算机软件、硬件开发、应用系统集成。主要产品包括：CMIS 病案管理系统、CDMS 数字化病案管理系统、CMRT 病案示踪管理系统、HQMS 数据上报系统、医院等级评审系统、DSS 决策支持系统、HFU 数字化随访系统、不良事件管理系统、公共卫生平台等。

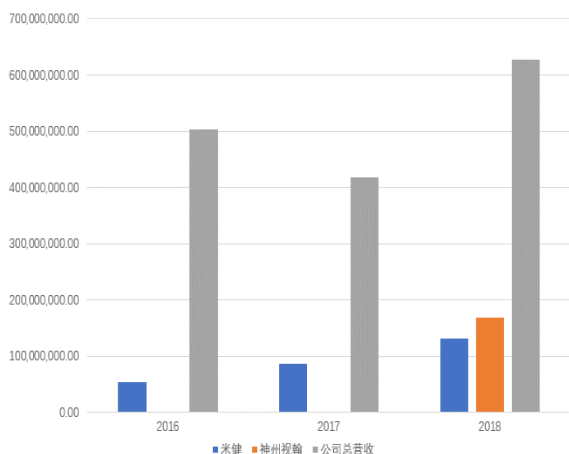
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 收购米健和神州视翰，打造优质医疗 IT 厂商

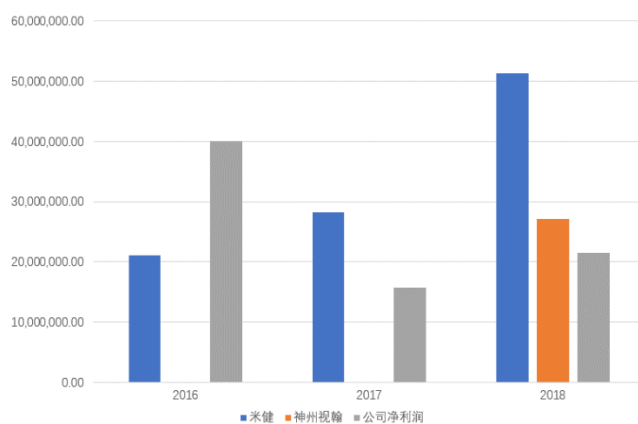
米健于 2012 年成立于上海，公司面向国内外医疗 IT 市场，结合国际化的专业与品质，以客户需求为导向，以“智能手术室、智能化病区及智慧化医院”为建设目标，基于对行业的充分理解和前瞻性研究，提供拥有自主知识产权的“急诊医学临床信息系统(ECIS)、重症医学临床信息系统(ICIS)、手术室麻醉临床信息系统(AIMS)、医疗信息集成平台(HUIS)、移动查房及移动护理”等医疗行业 IT 应用系统，同时结合云计算、大数据、物联网、AI 等新一代信息技术为客户提供急危重症云平台、区域急诊协同云平台等面向集团医院、区域应用的医疗信息化整体解决方案。

图 16：公司急诊临床系统

图 17：公司单病种急救管理平台



资料来源: Wind, 公司年报, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 公司年报, 天风证券研究所

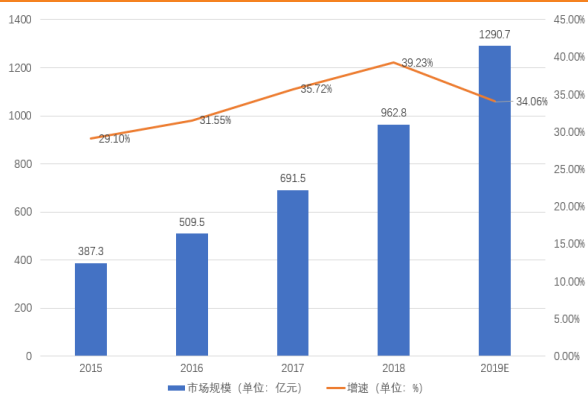
3. 智慧城市行业趋势助力，政府合作添翼

3.1. 技术政策双重驱动，智慧城市是未来发展趋势

根据艾瑞咨询，智慧城市指的是硬件、软件、管理、计算、数据分析等业务在城市领域中的集成服务，主要涉及的技术有大数据、人工智能、云计算、通信、传感与控制等，其目的是运用这些技术，使得城市成为一个连续、高效、整合、开放的生态系统，营造便利的生活、高效的交通、活力的商业环境和持久的产业发展动力。智慧城市的发展可以应对日益增长的城市人口，提高城市效率，节约能源，缓解“城市病”问题。近年来随着技术的进步，世界各城市纷纷提出智慧城市的建设规划，比如西雅图政府和微软合作“高效能屋宇计划”（High-Performance Building Program），推动智能大厦技术发展，使用监控楼宇能效的技术来减少碳排放，控制开支；新加坡实验“老年人检测系统”（EMS），实时监测老年人健康，防止意外发生。

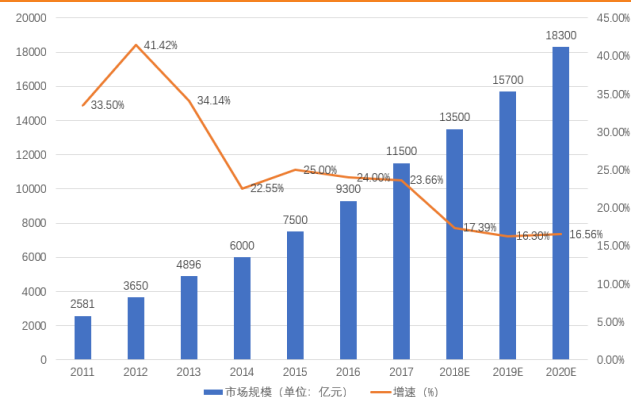
我国近年也在积极推进智慧城市建设。根据艾瑞咨询数据，2011 年我国城镇化率首次超过 50%，并由加速城镇化转为减速城镇化，侧重点也从增量转为存量。我国城镇人口的增长带来了一系列的问题，如空气污染、交通拥堵、资源紧张等，为我国提出了一些列的挑战，也给智慧城市的发展带来了巨大的空间。另一方面，随着技术革命的进步，智慧城市所依赖的技术也有了迅速的发展：《中国云计算产业发展与应用白皮书》显示，2018 年中国云计算产业规模达到 962.8 亿元人民币，同比增长 39.2%，并预计于 2019 年达到 1200 亿元人民币以上，2023 年政府和企业上云率将超过 60%；同时数据表明，2017 年我国物联网市场规模达 1.2 万亿元，同比增长 24%，并预计于 2020 年达到 1.8 万亿元。

图 21：2015-2019 云计算产业规模及增长率



资料来源: 《中国云计算产业发展与应用白皮书》，天风证券研究所

图 22：2011-2020 年我国物联网市场规模及增长情况



资料来源: 中国产业发展研究网, 天风证券研究所

除此之外，近年来国家颁布了一系列的政策鼓励智慧城市的发展，比如 2013 年《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》明确提出要加快智慧城市建设，在有条件的城市开展智慧城市试点示范建设；2016 年《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》指出到 2020 年要建成一批特色鲜明的智慧城市、提高城市效率等。此外，我国并自 2012 年来就进行智慧城市试点工作，目前已进行到第三批，据德勤报告表示，全世界有 1000 多个智慧城市试点项目，中国有大约 500 个，是全世界智慧城市试点项目最多的国家。

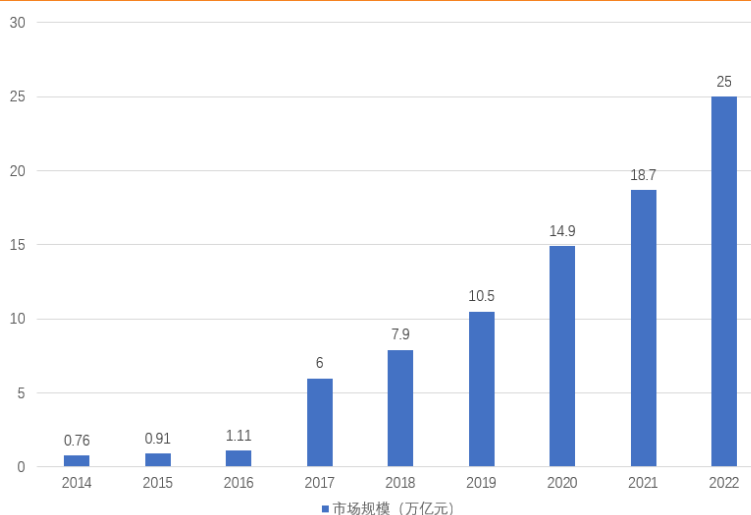
表 2：我国智慧城市主要政策

年份	政策	内容
2012.11	《国家智慧城市试点暂行管理办法》	列明智慧城市试点的具体管理办法
2013.8	《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》	提出要加快智慧城市建设，并提出在有条件的城市开展智慧城市试点示范建设。未来，在促进公共信息资源共享和开发利用、实施“信息惠民”工程的同时，加快智慧城市建设。
2014.3	《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》	《规划》提出要继续推进创新城市、智慧城市、低碳城镇试点。
2014.8	《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》	到 2020 年建成一批特色鲜明的智慧城市，主要和目标包括城市管理精细化、生活环境宜居化和基础设施智能化等五个方面。
2015.10	《关于开展智慧城市标准体系和评价指标体系建设及应用实施的指导意见》	到 2020 年累计共完成 50 项左右的智慧城市领域标准制定工作，同步推进现有智慧城市相关技术和应用标准的制定工作，智慧城市标准化制定工作正式提上国家日程。
2016.2	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	到 2020 年，建成一批特色鲜明的智慧城市，通过智慧城市建设和其他一系列城市规划建设管理措施，不断提高城市运行效率。
2016.11	《新型智慧城市评价指标(2016 年)》	包括客观指标、主观指标、自选指标三部分。

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

在技术和政策双推动的背景下，我国近年来智慧城市产业迅速发展，2018 年智慧城市市场规模达 7.9 万亿元，并预计 2022 年达 25 万亿元。

图 23：2014-2022 中国智慧城市市场规模统计情况及预测



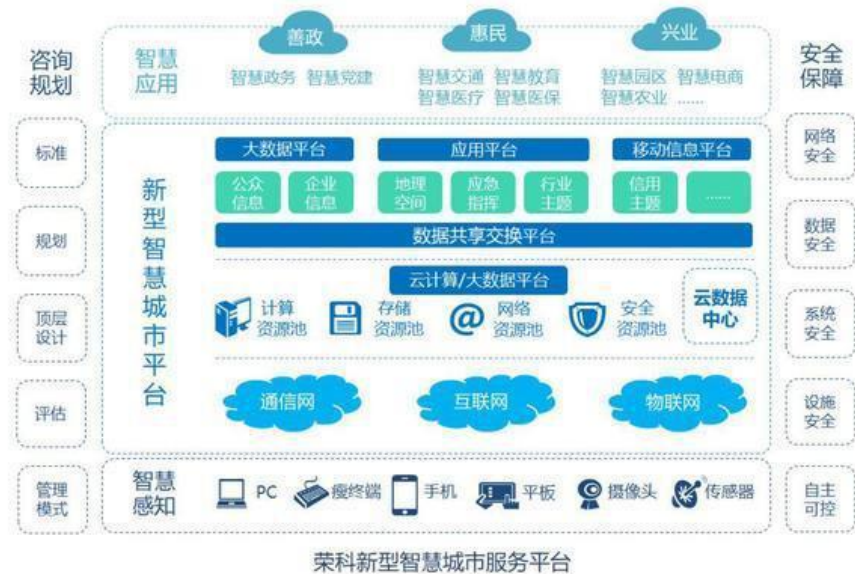
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

3.2. 智慧城市布局完善，合作政府打造全生态

公司目前智慧城市领域布局已趋于完善，并积极打造新型智慧城市服务平台。公司智慧城市业务聚焦民生（智慧民政、智慧社区、智慧民生）、产业（智慧电商、智慧农业、智慧环保、智慧金融）以及政务三大块（智慧政务、智慧党建），主要提供咨询和产业两大服

务。咨询板块公司运用大数据等技术为客户提供方案规划、评估等解决方案；产业板块公司基于自身云平台、大数据优势为客户提供智慧城市细分领域的各类产品，包括数据中心建设、运维，智能化工程，网络与信息安全，智慧城市应用系统等。公司在智慧城市各细分领域都有所布局，比如在电商领域，公司建立荣科智慧电商平台，提供 B2B、B2C、C2C、O2O 等模式，可以根据消费者使用习惯、销售数据来进行智能决策，为销售者提供销售策略，提高收入，支持不同的 ERP/CRM 系统对接，可以快速实现传统行业与电子商务融合；在政府政务领域，公司建立智慧政务系统，打破各自为政的现象，使得不同政府部门可以通过公司云平台实现数据、资源的储存和共享，增加政务资料的安全保障，节省开支，降低能源消耗。

图 24：公司新型智慧城市服务平台



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司多年来深耕智慧城市领域，拥有完整且经验丰富的团队，并已在城市运营、综合执法、民生服务等领域有三百余个案例，云计算、人工智能、大数据和阿里、华为、腾讯和平安等企业建立了合作关系，同时和各城市政府合作打造智慧城市生态，比如公司与沈阳市政府合作，建立沈阳市智慧城市运营指挥平台，实现了多个指挥中心在线会商系统的整合，同时扩大手机指挥 APP 容量，实现了视频信息 GIS 联动上墙显示，弥补了监控盲区视频采集不到位的问题。

表 3：公司智慧城市主要案例

产品	案例	内容	产品	案例
城市运营指挥平台	沈阳市智慧城市运营指挥平台	实现与政务云的充分融合，与水利、气象、应急等多个重点协作部门形成会商、基本数据等内容的联网与共享	城市运营指挥平台	沈阳市智慧城市运营指挥平台
智慧民政平台	丹东智慧民政	打造“互联网+人社”平台，推出丹东惠民卡 APP，功能涵盖灵活就业人员自助缴费、五险参保及待遇查询、养老待遇计发、就业登记等全口径人社领域应用。	智慧民政平台	丹东智慧民政
智慧民生平台	皇姑区智慧民生服务平台	100%光纤覆盖，陆续在商场、医院、高校等启动免费 wifi 覆盖，重点路段试点智慧灯杆等一系列智慧城市基础设施项目建设；启动智慧沈阳民生卡项目，将集社保卡、医保卡、银行卡、地铁公交卡等多卡归一。	智慧民生平台	皇姑区智慧民生服务平台
智慧社区平台	沈北智慧社区	建设“智慧屋”，引进针对本市居民需要的多媒体智能终端设备，以互联网思维创立新型服务模式，提供政务服务、信息播报、智慧金融、多媒体服务、社区物流、社区创客、智慧医疗等智能服务。	智慧社区平台	沈北智慧社区

资料来源：公司官网、腾讯网等，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

盈利预测基本假设：1、医疗信息化方面：医疗 IT 行业政策红利不断，行业持续高景气，行业有望保持高速增长态势。我们预计公司 2019-2021 年收入增长率分别为 41.0%、29.50%、28.99%，考虑到行业需求饱满，同时，公司业务整合逐步完成，我们预计公司毛利率保持小幅上升趋势，预计 2019-2021 年业务毛利率分别为 52.00%、52.43%、52.55%；2、智慧城市方面：智慧城市建设加速推进，公司于政府合作，优势明显，预计 2019-2021 年收入增长率分别为 25%、29.50%和 29.01%。考虑智慧城市集成类业务较多，毛利率相对稳定，预计 2019-2021 年该业务毛利率分别为 22.0%、22.0%、22.0%。

表 4：业绩预测

	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入（百万）	626.71	827.88	1,072.11	1,383.02
健康数据服务	273.00	385.96	499.82	644.70
智能融合云服务	353.54	441.93	572.29	738.32
其他业务	0.18	1.08	2.16	3.24
毛利率(%)	35.58%	36.08%	36.33%	36.41%
健康数据服务	52.87%	52.00%	52.43%	52.55%
智能融合云服务	22.20%	22.00%	22.00%	22.00%
其他业务	76.18%	75.00%	70.00%	70.00%
毛利（百万）	222.98	298.73	389.47	503.49
健康数据服务	144.34	200.70	262.05	338.79
智能融合云服务	78.49	97.22	125.90	162.43
其他业务	0.14	0.81	1.51	2.27
增长率(%)	49.69%	32.10%	29.50%	29.00%
健康数据服务	106.24%	41%	29.50%	28.99%
智能融合云服务	23.49%	25%	29.50%	29.01%
其他业务		500%	100%	50%

资料来源：Wind，天风证券研究所

医疗信息化行业政策红利不断，行业高景气持续，智慧城市发展迅速，公司携手政府拓展业务，竞争力突出。预计 2019-2021 年公司实现业务收入 8.28 亿元、10.72 亿元和 13.83 亿元，实现归母净利润 2773 万元、3657 万元和 4716 万元，对应 EPS 分别为 0.05 元、0.07 元、0.09 元。考虑公司处于转型阶段，我们认为，PS 估值更能反映各公司市场价值。参考可比公司 PS 估值，可比公司 2020 年 PS 均值为 6.894 倍，考虑可比公司均为龙头企业，具有一定的估值溢价。同时，公司毛利率、净利率低于可比公司，**综合考虑，我们给予公司 2020 年 4.00 倍 PS，对应 2020 年目标市值为 42.88 亿元，对应目标价为 7.74 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。**

表 5：参考可比公司估值

公司代码	公司简称	市值（亿元）	收入（亿元）		PS	
			2019	2020	2019	2020
300078.SZ	思创医惠	102.68	15.67	19.12	6.55	5.37
300451.SZ	创业慧康	128.86	16.49	21.02	7.81	6.13
300253.SZ	卫宁健康	240.91	19.25	25.49	12.51	9.45
平均					8.960	6.894

资料来源：Wind 一致预期，天风证券研究所

备考市值：2019 年 9 月 7 日，公司发布公告，拟增发募集资金不超过 11760 万元，用友

用于购买今创信息公司 70%的股权。今创信息是国内最早涉足医疗病案管理软件领域的专业厂商之一，在全国 2000 多家基础客户，其中包括数百家三级甲等医院，具有较高的市场份额。本次交易，公司与今创信息原股东签署业绩对赌协议，今创信息股东徐州瀚举、徐州鸿源、徐州轩润、徐州东霖及德清博御承诺，2019-2021 年，今创信息实现净利润分别不低于 2500 万元、3000 万元和 3500 万元。若按对赌业绩对标的公司进行估值，标的公司可比公司卫宁健康、思创医惠、创业慧康 2020 年平均 PE 为 38.38 倍，考虑可比公司均为行业大型龙头型企业，具有一定的估值溢价，我们给予标的公司 2020 年目标 PE 30 倍，对应估值为 0.21 亿元*30 倍=6.30 亿元，对应归母估值为 6.30 亿元，加上公司上述估值 42.88 亿元，给予公司收购完成后的备考目标市值为 49.18 亿元。

表 6: 今创信息业绩对赌目标

	2019E	2020E	2021E
净利润 (百万元)	2500	3000	3500
归属公司利润 (百万元)	1750	2100	2450

资料来源：公司非公开发行草案，天风证券研究所

表 7: 可比公司估值情况

公司代码	公司简称	市值(亿元)	2019	2020	2019	2020
300078.SZ	思创医惠	102.68	2.02	2.78	50.75	36.98
300253.SZ	卫宁健康	240.91	4.14	5.52	58.14	43.62
300451.SZ	创业慧康	128.86	2.90	3.73	44.49	34.53
平均					51.124	38.377

资料来源：Wind 一致预期，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	187.29	195.80	66.23	85.77	110.64
应收票据及应收账款	460.34	508.11	996.96	923.91	1,554.01
预付账款	3.17	11.29	9.15	15.96	16.64
存货	31.77	88.46	57.82	132.65	110.94
其他	9.97	32.94	29.29	28.74	42.58
流动资产合计	692.53	836.59	1,159.44	1,187.02	1,834.80
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	151.89	133.52	148.72	184.01	218.34
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	35.92	53.44	47.33	41.23	35.12
其他	171.81	440.10	418.03	421.77	426.53
非流动资产合计	359.61	627.05	650.09	716.61	751.76
资产总计	1,054.44	1,469.37	1,812.92	1,907.44	2,590.87
短期借款	17.69	42.98	171.92	72.64	632.22
应付票据及应付账款	135.40	195.34	288.85	344.70	435.84
其他	115.92	261.08	69.77	326.40	187.58
流动负债合计	269.01	499.40	530.54	743.75	1,255.64
长期借款	67.54	67.95	147.36	0.00	133.57
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.24	12.07	8.31	9.54	9.98
非流动负债合计	75.78	80.02	155.68	9.54	143.55
负债合计	344.79	579.42	686.22	753.29	1,399.19
少数股东权益	(0.00)	0.21	0.66	(0.77)	(0.37)
股本	321.43	338.57	553.76	553.76	553.76
资本公积	116.77	262.58	262.58	262.58	262.58
留存收益	388.02	550.39	572.29	601.16	638.29
其他	(116.56)	(261.80)	(262.58)	(262.58)	(262.58)
股东权益合计	709.65	889.94	1,126.71	1,154.15	1,191.68
负债和股东权益总	1,054.44	1,469.37	1,812.92	1,907.44	2,590.87

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	15.80	21.51	27.73	36.57	47.16
折旧摊销	15.39	21.88	14.90	17.22	19.61
财务费用	4.39	8.09	10.00	12.50	15.50
投资损失	(0.00)	(0.27)	(0.09)	(0.09)	(0.09)
营运资金变动	(11.04)	(5.63)	(522.05)	297.35	(675.15)
其它	(5.88)	49.53	0.47	(1.45)	0.41
经营活动现金流	18.67	95.09	(469.04)	362.10	(592.57)
资本支出	37.43	213.62	63.76	78.77	49.56
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(87.08)	(264.46)	(121.34)	(159.09)	(99.98)
投资活动现金流	(49.64)	(50.84)	(57.58)	(80.32)	(50.41)
债权融资	102.82	134.52	333.01	90.94	784.33
股权融资	(186.68)	158.08	204.41	(12.50)	(15.50)
其他	32.70	(328.27)	(140.37)	(340.69)	(100.98)
筹资活动现金流	(51.17)	(35.67)	397.05	(262.24)	667.85
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(82.13)	8.58	(129.57)	19.54	24.87

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	418.66	626.71	827.88	1,072.11	1,383.02
营业成本	290.26	403.74	529.15	682.64	879.53
营业税金及附加	4.65	6.70	8.73	11.55	14.75
营业费用	25.33	59.43	78.65	100.24	128.62
管理费用	64.33	93.31	124.18	160.82	207.45
研发费用	18.48	38.91	49.67	64.33	82.98
财务费用	2.14	5.44	10.00	12.50	15.50
资产减值损失	4.74	30.50	40.29	52.18	67.31
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.27	0.09	0.09	0.09
其他	(9.43)	(36.06)	(42.83)	(51.36)	(66.20)
营业利润	18.17	24.46	29.94	39.12	52.98
营业外收入	0.06	0.03	2.29	0.79	1.04
营业外支出	0.10	0.18	0.36	0.21	0.25
利润总额	18.13	24.31	31.88	39.70	53.76
所得税	2.33	2.80	3.68	4.58	6.20
净利润	15.80	21.51	28.20	35.12	47.57
少数股东损益	(3.02)	1.08	0.47	(1.45)	0.41
归属于母公司净利润	18.82	20.42	27.73	36.57	47.16
每股收益(元)	0.03	0.04	0.05	0.07	0.09

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-16.70%	49.70%	32.10%	29.50%	29.00%
营业利润	-50.88%	34.60%	22.41%	30.65%	35.42%
归属于母公司净利润	-41.91%	8.52%	35.76%	31.91%	28.93%
获利能力					
毛利率	30.67%	35.58%	36.08%	36.33%	36.41%
净利率	4.50%	3.26%	3.35%	3.41%	3.41%
ROE	2.65%	2.30%	2.46%	3.17%	3.96%
ROIC	2.93%	4.53%	4.96%	3.51%	5.70%
偿债能力					
资产负债率	32.70%	39.43%	37.85%	39.49%	54.00%
净负债率	-11.90%	-6.89%	23.68%	0.45%	56.53%
流动比率	2.58	1.69	2.19	1.60	1.46
速动比率	2.46	1.51	2.08	1.42	1.38
营运能力					
应收账款周转率	0.92	1.29	1.10	1.12	1.12
存货周转率	10.98	10.43	11.32	11.26	11.36
总资产周转率	0.39	0.50	0.50	0.58	0.61
每股指标(元)					
每股收益	0.03	0.04	0.05	0.07	0.09
每股经营现金流	0.03	0.17	-0.85	0.65	-1.07
每股净资产	1.28	1.61	2.03	2.09	2.15
估值比率					
市盈率	189.49	174.61	128.62	97.51	75.63
市净率	5.03	4.01	3.17	3.09	2.99
EV/EBITDA	56.55	33.05	306.86	196.75	187.53
EV/EBIT	85.81	54.68	-1,384.23	7,828.33	1,682.82

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