

换股合并创业慧康，双强联手优势互补，行业集中度提升！



事件: 公司发布关于筹划重大资产重组的停牌公告，筹划向创业慧康全体股东发行 A 股股票的方式换股合并创业慧康，并发行 A 股股票募集配套资金。此次合并不会导致公司实际控制人变更。

核心观点

- **龙头并购符合行业发展规律，行业集中度进一步提升，利于行业长期健康发展。** 由于医院对 IT 系统(特别是 HIS 系统)的安全稳定性要求高，因此和供应商的粘性较高，导致国内医疗 IT 行业长期处于分散格局。从海外市场发展历程作为参照，龙头企业通过并购提升份额的方式在海外市场较常见，最终形成几家头部厂商主导局面。据 IDC 统计，2020 年国内医院核心管理系统行业份额 top3 是：卫宁、东软、创业慧康，份额分别为 12.4%、9.7%、6.5%，市场 CR5 份额合计 39%。卫宁并购创业之后，合计份额达到 18.9%，行业集中度向头部进一步集中，有助于行业整体的技术发展进步。
- **优势资源合作互补，业内影响力和议价能力有望明显提升。** 医院内部的医疗资源和数据资源，是医疗信息化行业最核心的资源，也是保险公司、科技巨头、互联网医疗公司重视的资源。合并后，两家公司客户资源优势互补，在整个行业内的话语权和议价权有望提升，可能作为重要的资源平台方和对接方引领行业发展，即使在面对互联网、保险等巨头向医疗 IT 行业延伸的趋势下，也有望具备更强的平等对话和合作权。此外，两家公司的研发、渠道方面有望进一步融合打通，在院内、公卫、医保领域的推进有望更加顺利。
- **公司历史上有并购整合的成功经验，合并有望顺利推进。** 从卫宁的发展历程来看，有过数次的并购整合经验，而且较好地融入到公司的技术和市场体系中。我们认为，此次合作建立在双方友好协商的基础上，符合双方的利益诉求，形成了共赢的局面，而且由于份额距离垄断仍有较大差距，因此相关风险较小，有望顺利推进。

财务预测与投资建议

- 预计公司 21-23 年 EPS 为 0.31/0.44/0.61 元。公司开启云化进程，我们认为应与各细分领域云业务龙头可比，合理估值水平为 2021 年 69 倍 PE，对应目标价 21.39 元，维持买入评级。

风险提示

互联网医疗行业竞争加剧；业务发展不及预期

| 公司主要财务信息 | | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入(百万元) | 1,908 | 2,267 | 2,988 | 3,811 | 4,738 |
| 同比增长(%) | 32.6% | 18.8% | 31.8% | 27.6% | 24.3% |
| 营业利润(百万元) | 413 | 552 | 725 | 1,040 | 1,480 |
| 同比增长(%) | 32.9% | 33.7% | 31.4% | 43.4% | 42.4% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 398 | 491 | 659 | 938 | 1,310 |
| 同比增长(%) | 31.4% | 23.3% | 34.1% | 42.5% | 39.6% |
| 每股收益(元) | 0.19 | 0.23 | 0.31 | 0.44 | 0.61 |
| 毛利率(%) | 51.4% | 54.1% | 55.8% | 57.4% | 58.9% |
| 净利率(%) | 20.9% | 21.7% | 22.0% | 24.6% | 27.6% |
| 净资产收益率(%) | 11.6% | 11.9% | 13.6% | 16.7% | 19.8% |
| 市盈率 | 94.3 | 76.5 | 57.0 | 40.0 | 28.7 |
| 市净率 | 10.1 | 8.3 | 7.2 | 6.2 | 5.2 |

资料来源：公司数据。东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

| | |
|-----------------|-----------------|
| 股价(2021年07月16日) | 16.48元 |
| 目标价格 | 21.39元 |
| 52周最高价/最低价 | 25.68/13.59元 |
| 总股本/流通A股(万股) | 214,143/179,611 |
| A股市值(百万元) | 35,291 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 计算机 |
| 报告发布日期 | 2021年07月19日 |

| 股价表现 | 1周 | 1月 | 3月 | 12月 |
|-------|-------|-------|-------|--------|
| 绝对表现 | -3.91 | 9.71 | -6.88 | -30.93 |
| 相对表现 | -5.69 | 12.48 | -3.1 | -42.55 |
| 沪深300 | 1.78 | -2.77 | -3.78 | 11.62 |



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 浦俊懿
021-63325888*6106
pujunyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050004

联系人 徐宝龙
021-63325888*7900
xubaolong@orientsec.com.cn

相关报告

- 短期多重因素带来增长波动，不改新一代产品导入后的长期乐观预期 2021-04-27
- 年报符合预期，2021 年有望迎来需求恢复与新产品放量 2021-04-21
- 新一代产品加速云化转型，创新业务渐入佳境 2020-07-20

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 单位:百万元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 715 | 989 | 1,820 | 2,034 | 2,583 | 营业收入 | 1,908 | 2,267 | 2,988 | 3,811 | 4,738 |
| 应收票据、账款及款项融资 | 1,488 | 592 | 2,101 | 2,681 | 3,332 | 营业成本 | 927 | 1,041 | 1,321 | 1,624 | 1,949 |
| 预付账款 | 28 | 39 | 51 | 65 | 81 | 营业税金及附加 | 22 | 26 | 35 | 45 | 55 |
| 存货 | 175 | 128 | 163 | 200 | 240 | 营业费用 | 242 | 319 | 399 | 494 | 588 |
| 其他 | 200 | 1,487 | 234 | 286 | 344 | 管理费用及研发费用 | 346 | 375 | 569 | 707 | 841 |
| 流动资产合计 | 2,606 | 3,235 | 4,370 | 5,266 | 6,580 | 财务费用 | 3 | 6 | (0) | (5) | (9) |
| 长期股权投资 | 589 | 530 | 590 | 600 | 610 | 资产、信用减值损失 | 92 | 140 | 113 | 137 | 120 |
| 固定资产 | 430 | 465 | 451 | 572 | 666 | 公允价值变动收益 | 13 | (35) | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | (20) | 101 | 2 | 8 | 10 |
| 无形资产 | 382 | 341 | 397 | 426 | 454 | 其他 | 143 | 125 | 172 | 222 | 277 |
| 其他 | 1,113 | 1,486 | 881 | 900 | 919 | 营业利润 | 413 | 552 | 725 | 1,040 | 1,480 |
| 非流动资产合计 | 2,513 | 2,822 | 2,319 | 2,498 | 2,649 | 营业外收入 | 0 | 0 | 5 | 5 | 5 |
| 资产总计 | 5,119 | 6,057 | 6,689 | 7,764 | 9,229 | 营业外支出 | 0 | 6 | 15 | 5 | 3 |
| 短期借款 | 224 | 214 | 214 | 214 | 214 | 利润总额 | 413 | 546 | 715 | 1,040 | 1,482 |
| 应付票据及应付账款 | 288 | 394 | 501 | 615 | 738 | 所得税 | 17 | 41 | 43 | 62 | 89 |
| 其他 | 594 | 621 | 477 | 556 | 643 | 净利润 | 396 | 506 | 672 | 977 | 1,394 |
| 流动负债合计 | 1,106 | 1,229 | 1,191 | 1,385 | 1,595 | 少数股东损益 | (3) | 14 | 13 | 39 | 84 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 398 | 491 | 659 | 938 | 1,310 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(元) | 0.19 | 0.23 | 0.31 | 0.44 | 0.61 |
| 其他 | 105 | 114 | 107 | 109 | 111 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 105 | 114 | 107 | 109 | 111 | | | | | | |
| 负债合计 | 1,211 | 1,343 | 1,297 | 1,493 | 1,706 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 175 | 192 | 206 | 245 | 328 | | | | | | |
| 股本 | 1,641 | 2,138 | 2,142 | 2,142 | 2,142 | | | | | | |
| 资本公积 | 596 | 430 | 486 | 486 | 486 | | | | | | |
| 留存收益 | 1,496 | 1,954 | 2,559 | 3,399 | 4,568 | | | | | | |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 3,908 | 4,714 | 5,392 | 6,270 | 7,523 | | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 5,119 | 6,057 | 6,689 | 7,764 | 9,229 | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 净利润 | 396 | 506 | 672 | 977 | 1,394 |
| 折旧摊销 | 48 | 58 | 87 | 106 | 132 |
| 财务费用 | 3 | 6 | (0) | (5) | (9) |
| 投资损失 | 20 | (101) | (2) | (8) | (10) |
| 营运资金变动 | (170) | (228) | (350) | (488) | (555) |
| 其它 | (64) | 150 | 424 | 2 | 2 |
| 经营活动现金流 | 233 | 390 | 831 | 584 | 954 |
| 资本支出 | (273) | (9) | (128) | (255) | (253) |
| 长期投资 | 141 | 104 | (107) | (20) | (10) |
| 其他 | (130) | (181) | 222 | (2) | (10) |
| 投资活动现金流 | (262) | (86) | (14) | (277) | (273) |
| 债权融资 | (16) | (1) | 9 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 176 | 331 | 59 | 0 | 0 |
| 其他 | 66 | (373) | (53) | (94) | (132) |
| 筹资活动现金流 | 226 | (44) | 14 | (94) | (132) |
| 汇率变动影响 | 0 | 0 | -0 | -0 | -0 |
| 现金净增加额 | 198 | 261 | 832 | 213 | 549 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 32.6% | 18.8% | 31.8% | 27.6% | 24.3% |
| 营业利润 | 32.9% | 33.7% | 31.4% | 43.4% | 42.4% |
| 归属于母公司净利润 | 31.4% | 23.3% | 34.1% | 42.5% | 39.6% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 51.4% | 54.1% | 55.8% | 57.4% | 58.9% |
| 净利率 | 20.9% | 21.7% | 22.0% | 24.6% | 27.6% |
| ROE | 11.6% | 11.9% | 13.6% | 16.7% | 19.8% |
| ROIC | 10.5% | 11.4% | 12.9% | 16.1% | 19.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 23.7% | 22.2% | 19.4% | 19.2% | 18.5% |
| 净负债率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 2.36 | 2.63 | 3.67 | 3.80 | 4.12 |
| 速动比率 | 2.20 | 2.53 | 3.53 | 3.66 | 3.97 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 1.4 | 2.2 | 2.2 | 1.6 | 1.6 |
| 存货周转率 | 5.6 | 6.9 | 9.1 | 9.0 | 8.9 |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.19 | 0.23 | 0.31 | 0.44 | 0.61 |
| 每股经营现金流 | 0.14 | 0.18 | 0.39 | 0.27 | 0.45 |
| 每股净资产 | 1.74 | 2.11 | 2.42 | 2.81 | 3.36 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 94.3 | 76.5 | 57.0 | 40.0 | 28.7 |
| 市净率 | 10.1 | 8.3 | 7.2 | 6.2 | 5.2 |
| EV/EBITDA | 78.7 | 59.3 | 45.0 | 32.0 | 22.7 |
| EV/EBIT | 87.8 | 65.5 | 50.3 | 35.3 | 24.8 |

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收入应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn