

上市后，创业慧康加速发展，而并购使其更上一层楼，并购标的在营业收入下滑的情况下精准完成业绩承诺。随着移动支付快速普及和国产品牌崛起，并购标的发展远未达预期，其产生的10亿元商誉面临着减值损失风险。而原股东却赚得盆满钵满，上市时的十大股东，要么早已去无踪，要么大幅减持。

本刊特约作者 罗耐芹/文

2017年1月，创业慧康（300451.SZ）购买杭州鑫粟投资管理有限公司（下称“鑫粟投资”）、杭州铜粟投资管理有限公司（下称“铜粟投资”）所持有的杭州博泰信息技术服务有限公司（后更名为“杭州慧康物联网科技有限公司”，下称“慧康物联网”“博泰服务”）100%股权。交易价格12.38亿元，产生商誉10.22亿元。

慧康物联网为IT运维服务商，主要客户为自动柜员机（ATM）供应商和银行等金融机构。其中ATM供应商主要向慧康物联网采购质保期内的专业技术服务；银行等金融机构主要向慧康物联网采购质保期外的专业技术服务。

为何创业慧康花这么多钱收购与主业没有多大关联的公司？创业慧康表示，基于创业软件大力推进社区公共卫生医疗及健康服务的业务发展需求，并考虑到能产生协同效应，同时，博泰服务自身盈利能力较强，能为上市公司带来新的利润增长点。

几年过去了，预期目标实现了吗？

并购促发展

转让方鑫粟投资、铜粟投资承诺慧康物联网2016年度至2018年度扣除非经常性损益后的净利润累计不低于3亿元。慧康物联网实际完成合计3.07亿元，精准完成业绩承诺。

没有业绩承诺压力，慧康物联网也貌似失去了动力。2017年至2021年，慧康物联网实现营业收入分别为4.58亿元、3.97亿元、3.86亿元、3.07亿元、2.94亿元，实现净利润分别为1.06亿元、1.17亿元、1.05亿元、1.08亿元、1.09亿元，销售净利润率分别为23.14%、29.47%、27.20%、35.18%、37.07%。2018年是业绩承诺期最后一年，虽然营业收入下滑，但净利润创下新高。之后，营业收入一直下滑，而净利润慢慢回升。毛利率越来越低，而销售净利润越来越高，正在逼近毛利率。慧康物联网纳入合并范围之后，创业慧康在2017年年报将其业务列入“IT运维行业”，毛利率为47.67%，2018年至2021年列入“非医疗行业”，毛利率分别为41.90%、44.83%、43.10%、42.71%。后来慧康物联网把IT运维业务扩展至医疗领域并且新增医疗领域的硬件业务收入，但规模不大，2020年一季度，慧康物联网医疗卫生领域的IT运维收入1192万元，硬件销售收入1578万元，两项业务预计毛利率分

别为54%、10%，整体算下来，慧康物联网的毛利率应该不会超过43%，比销售净利润率仅仅高出几个百分点。

据《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》（下称“草案”）第146页预测，2017年至2020年，慧康物联网的营业收入分别为4.89亿元、5.56亿元、6.15亿元、6.69亿元，净利润分别为9925.65万元、1.14亿元、1.26亿元、1.37亿元。预测步步高升而实际停滞不前。

在营收远不如预期的情况下，慧康物联网又靠什么精准完成业绩承诺？2016年、2017年，包括慧康物联网在内的创业慧康的研发投入全部费用化，2018年开始资本化，当年至2021年研发投入资本化金额分别为3286.11万元、7440.12万元、1.05亿元、1.28亿元，占研发投入的比例分别为20.20%、35.63%、38.60%、40.60%。由于没有单独披露慧康物联网的数据，其研发投入资本化情况不得而知，但或许这是提升业绩的捷径之一。

姗姗来迟的商誉减值损失

“ATM数量持续多年快速增长，但仍有较大增长空间……ATM服务行业具有广阔的市场前景。”

这是创业慧康之所以耗资12亿元收购的主要原因之一。为了支持这样的观点，草案第150页披露相关数据：2015年，中国联网的ATM数量达到86.67万台。按2015年末，我国人口为13.74亿计算，我国每百万人口的ATM拥有量约为631台，较2014年末递增显著，而发达国家的每百万人口的ATM拥有量为1450台，从这一点看，我国的ATM设备数量还有较大发展空间。

没错，人口与拥有量之比往往是重要参考标准，但在环境发生重大变化的情况下就会失去效应。这是现代版的刻舟求剑，简单地把人口与拥有量之比“刻在船上”，以为这样就可以得到仍有较大增长空间之“剑”。

2013年，全国移动支付业务量16.74亿笔，金额9.64万亿元；而到了2015年变成了138.37亿笔，108.22万亿元。

爆发性增长的移动支付对ATM的冲击肉眼可见，为何创业慧康、中介机构却视而不见？这是忽视行业的实际情况，还是另有所图？

移动支付对ATM的影响感受最深的莫过于ATM厂家了。广电运通（002152.SZ）在2015年年报里这样写道：“国内传统ATM产品需求增速放缓，价格战日趋激烈，ATM厂商盈利空间进一步收窄，行业竞争不断加剧。日系、欧美系老牌厂商份额

不断下滑，二三线国产品牌厂商份额持续提升，国内ATM行业进入国产品牌主导的价格竞争阶段。”

2016年，广电运通在国内ATM市场继续保持领先地位，市场销售量连续第九年位居第一。其在2016年年报里这样写道：“移动支付技术日趋成熟并广泛使用，全面冲击银行业，国内ATM市场需求量缩减；国产厂商成为行业竞争主体，行业竞争激烈，产品价格持续下滑。”

即使不留意广电运通的年报，创业慧康、中介机构也本应该知晓ATM行业的发展状况，因为慧康物联网受到的冲击更大，不仅仅受到移动支付的冲击，还面对国产品牌势如破竹的攻势。

慧康物联网提供服务的ATM设备主要由冲电气实业（深圳）有限公司（下称“冲电气实业”）和迪堡金融设备有限公司（下称“迪堡金融”）生产。

冲电气实业是第一大供应商，占慧康物联网采购总额的70%至80%，也是第一大客户，贡献约15%的营收。冲电气实业是日本冲电气工业株式会社在中国大陆设立的公司，受移动支付冲击而销量大减，于2020年12月停止ATM整机和模块的生产。

随着国产品牌的崛起，迪堡的市场份额大幅减少。迪堡金融是迪堡瑞士控股公司（下称“迪堡瑞士”）于1993年在中国大陆设立的公司，于2019年退出。迪堡瑞士于2006年6月6日设立，其为Diebold, Incorporated（中文简称“迪堡”）的全资子公司。在纳斯达克上市的迪堡是全球最大的自助服务产品供应商和服务商之一，自2016年亏损至今，市值不到两亿美元。

随着移动支付的继续渗透以及国产品牌崛起，慧康物联网的营收越来越少。

2018年和2019年，贡献九成以上营收的金融领域IT运维业务收入增长率分别下降32.01%和25.35%。这意味着收购时产生的10.22亿元商誉的减值风险越来越大。为了不计提商誉减值损失，创业慧康总是描绘慧康物联网的美好未来，2019年、2020年一季度，慧康物联网医疗卫生领域的IT运维收入同比增长285.81%、398.24%，2018年、2019年、2020年一季度，硬件销售业务收入同比增长1448%、33.83%、78.29%，这两项业务的爆发性增长，让创业慧康可以乐观预测慧康物联网2020年至2024年的营收分别为4亿元、4.47亿元、4.97亿元、5.43亿元、5.76亿元，2025年之后保持在5.76亿元。

创业慧康直到2021年才计提了1090万元的减值损失，计提减值后的商誉净额10.11亿元，占创业慧康当年末总资产的18.02%，占净资产的22.16%，是当年净利润

的2.45倍。虽然2021年减值损失的金额不大，但未来会出现多米诺骨牌连锁反应吗？移动支付普及、国产品牌崛起已经让慧康物联网盈利乏力，又如何迎接即将到来的数字化人民币时代呢？

多管齐下提升业绩

创业慧康2015年5月首次公开发行股票募集2.38亿元，从2016年起加速发展，2017年大手笔并购更是助推公司增长。医疗信息化市场需求大，但行业内厂商众多，且区域分布较为明显，竞争日益加剧。公司上市第二年开始，进行了多起从几十万元到几千万元的并购，不过金额不大，除了慧康物联网，其他并购金额加起来不到两亿元。

除了并购可以增厚业绩，创业慧康也享受到医疗信息化市场需求快速增长的红利，营业收入从2017年11.53亿元增长至2021年18.99亿元，净利润从1.63亿元增长至4.13亿元，扣非净利润从1.54亿元增长至3.87亿元。当然，研发投入资本化大幅增加也能增厚业绩。

但公司的经营现金流未能跟上步伐。回款越来越慢、存货周转越来越慢是主要原因。应收票据及应收账款从2017年末的4.48亿元增加至2021年末的12.51亿元，周转天数从119天增加至199天，存货从8982万元增加至2.41亿元，周转天数从41天增加至117天。

目前，最具可比的是卫宁健康（300253.SZ），其2017年至2021年年均营业收入是2016年的100.48%，经营活动现金净流入的比例是70.42%。营业收入从2017年的12.04亿元增长至2021年的27.50亿元，应收票据及应收账款2017年末9.65亿元，2021年末为7.26亿元，周转天数从252天减少至86天，存货从1亿元增加至1.33亿元，存货周转天数从60天减少至32天。2021年（末）卫宁健康的营业收入、应收票据及应收账款、存货是创业慧康的1.45倍、0.58倍、0.55倍。

卫宁健康从2020年1月1日执行新收入准则，将尚未完成的合同中不满足无条件收款权的应收账款在合同资产列报，从而导致应收账款大幅减少。2020年末、2021年末合同资产分别为12.98亿元、14.87亿元。而创业慧康列示在合同资产的金额比较少，分别为8010万元、1.42亿元。

飞利浦来了？

2022年5月，创业慧康发布公告，大股东葛航及其一致行动人福鼎嘉盈企业管理咨询有限公司（曾用名：福建嘉盈辉聚投资有限公司、杭州阜康投资有限公司，下称“福鼎嘉盈”“阜康投资”），周建新及其一致行动人鑫粟科技和铜粟投资与飞利

浦（中国）投资有限公司（下称“飞利浦”或“受让方”）签署《股份转让协议》。葛航、福鼎嘉盈、鑫粟科技及铜粟投资分别拟向飞利浦转让其所持有公司部分股份。本次股份转让价格为7.90元/股，股份转让总价款为12.25亿元。本次交易完成后，葛航持有公司2.21亿股，占公司目前总股本的14.23%，福鼎嘉盈将不再持有公司股份。周建新及其一致行动人鑫粟科技、铜粟投资合计持有公司6088万股，占公司目前总股本的3.93%，不再为公司5%以上股东。飞利浦将持有公司1.55亿股，占公司目前总股本的10%。

创业慧康非常看好飞利浦的到来，表示本次股份转让不会导致公司控股股东及实际控制人发生变化，不会对公司治理结构及持续经营产生重大影响。引入飞利浦作为战略投资者有利于构建公司多元化的董事会及股权结构，提高上市公司的治理水平。通过此次战略投资，飞利浦与公司也将以股权为纽带，发挥各自优势，增强公司在市场拓展及产品创新能力，提升公司在医疗卫生信息化领域的核心竞争力。

本次交易后，创业慧康的股权更加分散了，持股5%及以上的股东只有两位，控股股东葛航及其一致行动人持有股份与第二大股东飞利浦相差不到5个百分点，飞利浦可以提名2名非独立董事，虽然在目前9位非独立董事席位中的比例并不高，但葛航的第一大股东的位置及实际控制人的地位今后不会受到影响吗？

利好不断减持不止

近年来，创业慧康动作不断，股价连续上涨，而大股东减持不止。

2021年7月，卫宁健康拟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。一周后，交易双方对核心条款无法达成一致而终止。

2020年5月，葛航与宁波梅山保税港区平盛安康股权投资基金合伙企业（有限合伙）（下称“平盛安康”）指定方上海欧贸投资管理合伙企业（有限合伙）（下称“上海欧贸”）签订《股权转让协议》，阜康投资拟通过协议转让方式向上海欧贸转让5548万股股份（占上市公司总股本的5%）。6月16日，上海欧贸在中国证券投资基金业协会完成私募股权投资基金备案，基金管理人为平安鼎创股权投资管理（上海）有限公司。7月，股权转让已完成过户登记手续。本次股权转让后，阜康投资持有公司5.34%的股份，本次转让价款总额为7.41亿元。

2018年12月，创业慧康分别与平安医疗健康管理股份有限公司（下称“平安医疗”）签署了《合作协议》；与美年大健康产业（集团）有限公司（下称“美年大健康”）签署了《合作框架协议》。

2018年8月，创业慧康与深圳市腾讯计算机系统有限公司一致同意推进在医卫健领

域“互联网+”全方位深度合作，签署《战略合作框架协议》。

IPO上市后连续涨停，再加上创业慧康业绩持续增长、频繁高送转以及各种利好消息，原股东自然也赚得盆满钵满。上市时的十大股东，要么早已去无踪，要么大幅减持。

完成IPO发行后，第一大股东葛航及其控制的第二大股东阜康投资分别持股20.74%、12.13%，第三大股东是持股11.44%的雅戈尔（600177.SH）。解禁之后，雅戈尔不断减持，到了2022年3月末，持股比例下降至1.78%，为第八大股东。葛航的减持更多。

虽然创业慧康的业绩不错，但派现非常少，上市以来累计派现才1.5亿元，与累计融资28亿元相差甚远，在真金白银回报投资者方面，创业慧康还有很大的提升空间。

（声明：本文仅代表作者个人观点；作者声明：本人不持有文中所提及的股票）