

商业智能与智慧医疗双驱发展龙头, RFID 生鲜发力

投资要点

- 公司原名中瑞思创, 是 EAS 龙头, 积极布局 RFID 业务。2015 年公司收购医惠科技, 进军智慧医疗, EAS 和 RFID 业务形成商业智能事业部, 与医惠科技一起, 在商业智能和智慧医疗领域同时发力, 并积极谋求融合发展, 探索大健康物联新业务。2017 年上半年公司完成了高管的调整, 原医惠科技董事长章笠中先生出任公司董事长, 管理层的调整更符合公司长远发展的需求, 利好公司发展。
- **EAS 龙头, 业绩稳健:** 公司是全球 EAS 龙头, 全球市占率超过 30%, 产品维持 40% 以上高毛利率。公司拥有技术和规模优势, 客户优质, 受益于智慧门店发展, 业绩预计维持稳健增长。
- **新零售带来新契机, RFID 业务维持高速增长:** 公司自 2012 年开始部署 RFID 业务, 经过近几年的研发技术积累和业务发展, 已逐步确立国内 RFID 集成应用领域的龙头地位, 并形成了一系列标杆客户和标杆项目。公司根据“新零售”市场需求, 抓住零售企业, 特别是生鲜商超的管理痛点, 推出的公司 ESL 电子货架标签系统, 在物美、盒马鲜生、世纪联华等大型连锁商超落地, 形成了良好的市场口碑和客户基础。公司在无人商超方面也有技术积累, 未来有望实现项目落地。公司 RFID 业务维持高速增长, 从 2012 年至 2016 年, 公司 RFID 业务收入年复合增速为 101.4%, 考虑到业务基数变大, 预计未来 RFID 业务将维持 30% 以上的高增速。
- **全面布局智慧医疗蓝海领域, 未来发展前景广阔。** 公司持续加强对智慧医疗的布局, 继续围绕智能开放平台、医疗健康信息耗材产品、人工智能三条轴线展开, 受益于以智能开放平台为核心的智慧医院整体解决方案大型项目的增长, 部分医疗健康信息耗材产品的销售放量, 公司智慧医疗 2016 年超预期完成业绩对赌。预计公司智慧医疗业务业绩将维持高速增长, 人工智能技术和产品有望持续落地。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2017-2019 年营业收入年复合增长率为 26.4%, 归母净利润年复合增长率为 35.0%, 对应的 EPS 分别为 0.35 元、0.45 元、0.57 元, 对应的 PE 分别为 36 倍、28 倍、22 倍。考虑到公司是商业智能和智慧医疗龙头企业, 国内智慧医疗人工智能领域领军企业, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** EAS 市场增速或不及预期; RFID 发展或不及预期; 智慧医疗业务拓展或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1089.97	1380.89	1749.49	2202.49
增长率	27.79%	26.69%	26.69%	25.89%
归属母公司净利润(百万元)	187.98	279.48	361.71	462.07
增长率	33.35%	48.68%	29.42%	27.75%
每股收益 EPS(元)	0.23	0.35	0.45	0.57
净资产收益率 ROE	9.16%	12.15%	13.88%	15.43%
PE	53	36	28	22
PB	4.93	4.39	3.88	3.37

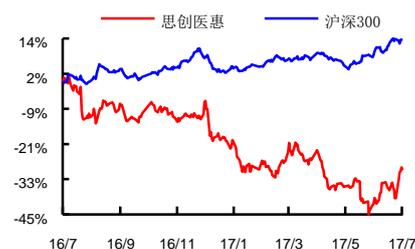
数据来源: Wind, 西南证券

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: xiongli@swsc.com.cn

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
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)	8.08
流通 A 股(亿股)	4.94
52 周内股价区间(元)	9.74-33.2
总市值(亿元)	100.42
总资产(亿元)	27.05
每股净资产(元)	4.61

相关研究

目 录

1 商业智能+智慧医疗，双轮驱动发展	1
2 商业智能龙头地位持续巩固，新零售带来新契机	2
2.1 EAS 业务稳健发展	2
2.2 研发创新优势+新业态驱动，RFID 业务有望维持高增长	4
3 智慧医疗业务前景无限	8
3.1 政策优势助力智慧医疗	8
3.2 中国医疗信息化仍有巨大发展空间	10
3.3 企业加快医疗信息化布局	10
3.4 全面布局智慧医疗蓝海领域，未来发展前景广阔	11
3.5 智能开放平台，云架构和 HOSPITAL3.0 系统落地.....	12
3.6 医疗健康信息耗材，与 RFID 的协同发展.....	13
3.7 人工智能，从沃森诊疗到手足口病机器人	13
4 盈利预测与估值	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司 2016 年主营业务收入结构情况	1
图 2: 公司 2016 年主营业务毛利情况	1
图 3: 公司 2007 年以来营业收入及增速	2
图 4: 公司 2007 年以来净利润及增速	2
图 5: 社会消费品零售总额	3
图 6: EAS 防损架构图	3
图 7: EAS 部分产品展示	4
图 8: EAS 业务增长情况	4
图 9: RFID 业务增长情况	5
图 10: RFID 的市场规模 (亿元)	6
图 11: 2014-2016 年中国 RFID 行业区域市场结构图表	7
图 12: 2016 年我国 RFID 行业主要应用市场结构分析	7
图 13: 公司 ESL 系统组成示意图	8
图 14: 中国医疗机构卫生总费用占 GDP 比重	10
图 15: 医疗信息化投入占总费用比例	10
图 16: 中国医疗信息化市场规模	10
图 17: 公司智能开放平台	13
图 18: 医疗健康信息耗材部分产品展示	13
图 19: 沃森联合会诊中心成立	14

表 目 录

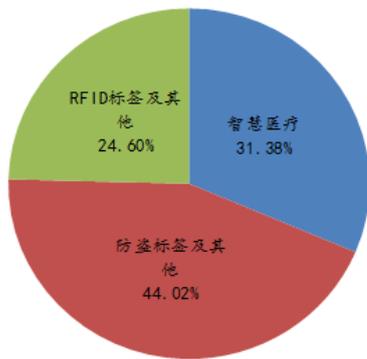
表 1: 2009-2016 年国家关于医疗改革规划文件	6
表 2: 2009-2016 年国家关于医疗改革规划文件	9
表 3: 大型企业对于医疗信息化的布局	11
表 4: 行业兼并收购情况	11
表 5: 公司并购投资一览表	12
表 6: 分业务收入及毛利率	15
附表: 财务预测与估值	16

1 商业智能+智慧医疗，双轮驱动发展

公司原名中瑞思创，成立于2003年11月，作为零售业的一个知名品牌，是中国唯一一家在电子商品防盗(EAS)产业上市的公司。此外，公司还专业从事无线射频识别系统(RFID)定制化硬件产品和行业应用解决方案的开发和服务，为零售相关企业提供专业、有效的供应链系统的技术支持服务。2015年，公司通过收购和整合医惠科技将其业务扩展到医疗行业，并更名为思创医惠。目前，公司拥有世界级的商业智能、智慧医疗、RFID开发与应用平台，与中科院深度合作，企业专利超过300项。智能标签产品市场占有率居于世界前列，占全球份额的30%以上。

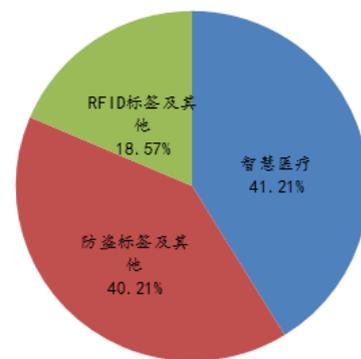
公司主营业务结构：公司收入来自三大业务。**商品防盗标签(EAS)**是公司第一大业务，营收占比44.0%，贡献了40.2%的毛利；**RFID标签**收入占比24.6%，贡献了18.6%的毛利；**智慧医疗**收入占比31.4%，贡献了41.2%的毛利。

图1：公司2016年主营业务收入结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图2：公司2016年主营业务毛利情况

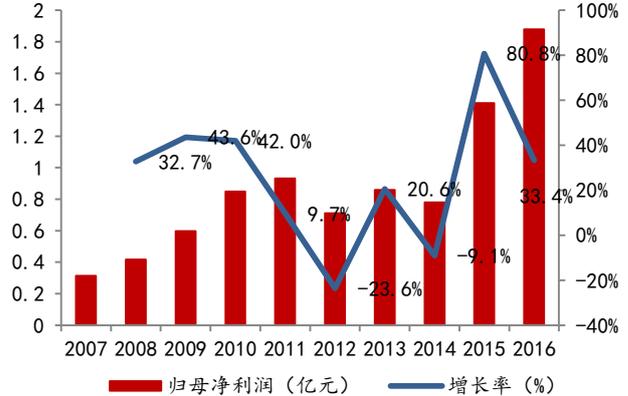


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：公司营业收入保持稳健增长，2010年至2016年，公司收入和归母净利润复合增长率分别为23.3%和14.2%，受费用上升影响，公司收入规模扩大速度高于归母净利润增速。2015年，公司重大资产重组，收购医惠科技，全面布局智慧医疗领域，为公司收入带来新的增长点。2016年公司业绩内生增长和并表驱动，实现跳跃式增长，未来EAS业务有望维持10%左右的稳定增速，RFID业务受商业智能及医疗物联网等项目的落地及新零售业务等新业态业务需求推动，保持30%以上的高增速，智慧医疗业务受益于行业高景气度和公司研发技术优势，2017年有望超业绩承诺，未来预计继续保持高速增长。

图 3: 公司 2007 年以来营业收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 公司 2007 年以来净利润及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司重组完成后, 形成了 EAS、RFID、智慧医疗三大业务板块。公司 EAS 和 RFID 业务大力发展其在零售消费体验及相关领域的终端应用, 同时着力于各类 RFID 硬件设备与医惠科技相关软件产品的协同应用解决方案的研发及推广。公司明确了涵盖医疗、家居、健康管理、消费体验等众多生活应用领域的以“互联互通, 改变生活”为理念的战略定位, 旨在将物联网、大数据、云计算等技术渗透到人们的生活场景中, 实现人与物、物与物之间的沟通连接, 让人们工作、生活更加轻松便捷。目前公司实现了集团总部管控下的两大事业部独立运营, 协同互补共促发展的经营管理模式。

随着公司重组整合工作的深入, 为进一步激发公司董事会和管理层活力, 加速战略目标落地, 公司迎来了新的历史发展阶段的战略方向掌舵人。在董事长章笠中先生的带领下, 未来三到五年, 公司将以智慧医疗产业为核心, 带动物联网相关产业快步发展, 朝“国际一流的智慧生活技术服务专家”的愿景前进。

2 商业智能龙头地位持续巩固, 新零售带来新契机

2016 年, 为最大限度的实现资源优化, 提高经营效率和核心竞争力, 公司综合考虑新战略定位的要求, 对管理框架和业务板块进行了较大幅度调整, 将原零售科技 (EAS) 事业部和物联科技 (RFID) 事业部合并成立了商业智能事业部, 主要面向全球商超、服装鞋帽、3C 连锁、珠宝等零售行业以及电力、市政、医疗、物流、资产管理等行业, 提供创新、优质、高效的 EAS 电子防盗标签、RFID 标签、硬件设备及其相关的集成应用技术。

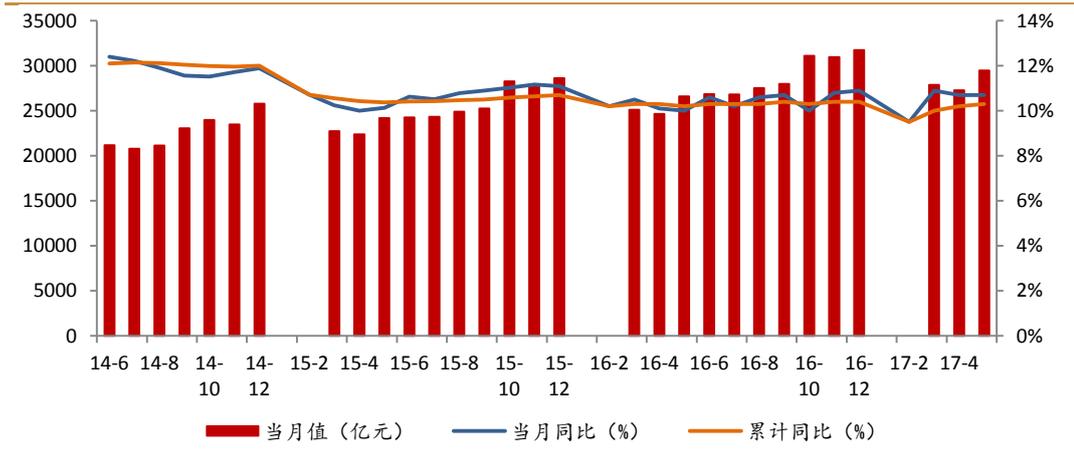
2.1 EAS 业务稳健发展

EAS, 又称电子商品防盗 (盗) 系统, 是目前大型零售行业广泛采用的商品安全措施之一。EAS 于 1960 年代中期在美国问世, 最初应用于服装行业, 现在已经扩展全世界 80 多个国家和地区, 应用领域也扩展到百货、超市、图书各种行业, 尤其在大型超市 (仓储) 的应用得到充分的开发。EAS 系统主要由检测器、解码器和电子标签三部分组成。电子标签分为软标签和硬标签, 软标签成本较低, 直接粘附在较“硬”的商品上, 软标签不可重复使用; 硬标签一次性成本较软标签高, 但可以重复使用。硬标签须配备专门的取钉器, 多用于服装

类柔软的、易穿透的物品。解码器多为非接触式设备，有一定的解码高度。检测器一般为商场出入口或收银通道处的检测系统装置。

EAS 主要应用在零售消费体验及相关领域的终端，国内零售业业态主要表现为百货店、超市、便利店、连锁专卖店、购物中心和电商。国外零售业业态主要分为百货类、超市类、专业店类和无店铺零售。目前我国社会消费品总额当月同比保持 10.5% 左右的稳定增长。国际零售由于受到经济低迷的冲击，增速受到限制。

图 5: 社会消费品零售总额

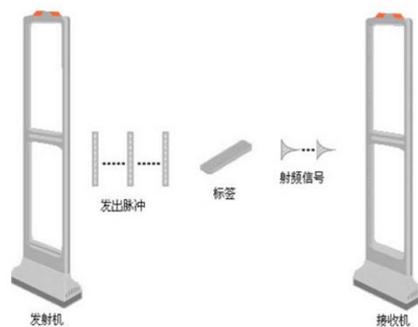


数据来源: Wind, 西南证券整理

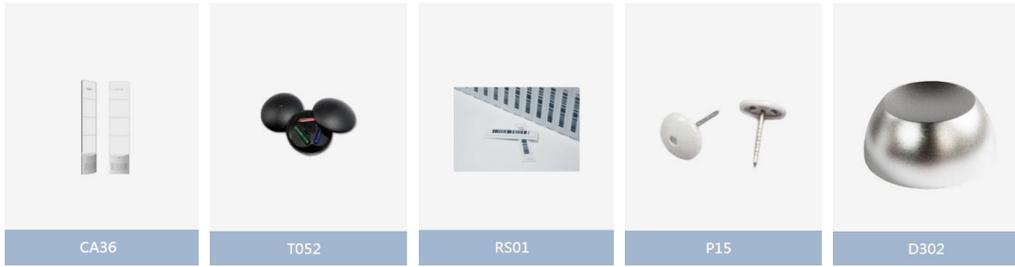
公司是全球最早从事 EAS 业务的企业之一，经过数年的发展，公司逐渐确立了电子防盗标签领域的龙头地位。公司产品销售覆盖国内市场和国外市场，国内市场对营业收入的贡献占比从 2010 年的 2.8% 呈递增趋势，2016 年首超国外市场，营业收入贡献占比达到 54.2%。海外市场以 ODM、OEM 为主，部分区域为直营模式，客户主要从事服装、零售等行业的应用系统集成商。国内市场均为自主品牌，以“一站式零售解决方案提供商的定位”，采用直营加代理的模式，主要客户包括大型商超、服装连锁企业、3C 卖场、生鲜店、珠宝、物流、市政以及资产管理等行业客户。全球的市场占有率超过 30%。

公司 EAS 产品包括主板、框架天线、亚克力天线、地理天线、硬标签、软标签、电子标签、保护盒、配件、解锁器和开锁器。

图 6: EAS 防损架构图

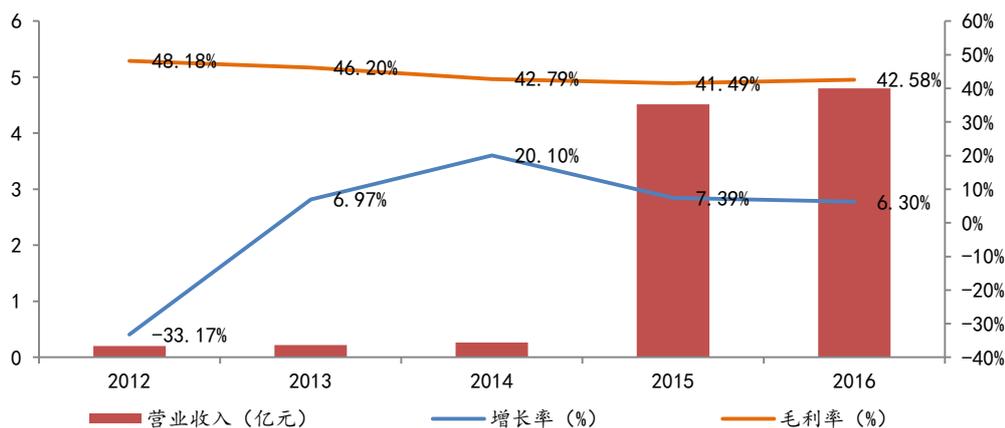


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 7: EAS 部分产品展示


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司 EAS 业务保持稳定增长。毛利率维持在 40% 以上。近年来, 随着全球经济增长放缓, 零售业的发展也逐步饱和, 产品同质化以及价格竞争日趋激烈, 由于国外经济形势发生了复杂的变化, 欧美经济持续低迷对零售业电子商品防盗标签市场产生了一定的不利影响, 市场需求总体受到较大限制, 这也是公司 EAS 业务增速有一定放缓的重要原因。但是考虑到公司是 EAS 全球龙头, 具有规模优势且客户规模大且相对优质, 业绩仍将保持稳健增长。

图 8: EAS 业务增长情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

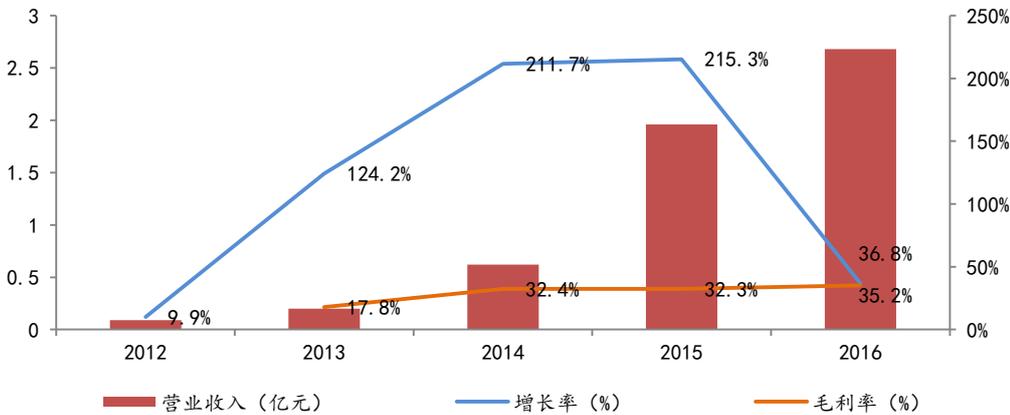
2.2 研发创新优势+新业态驱动, RFID 业务有望维持高增长

2.2.1 公司是 RFID 全产业链龙头

公司自 2012 年开始部署 RFID 业务, 以期逐步实现战略转型。经过近几年的研发技术积累和业务发展, 公司已形成具有先进的研发技术储备、优良的生产管理以及规模化产能的 RFID 标签生产制造企业, 公司 RFID 基础标签产品、超高频 RFID 标签产品、UHF 标签产品在国际市场销量持续增长, 成为公司 RFID 业务的主要创收产品。在国内市场, 公司为各大零售行业提供优质标签产品同时, 立足于“一站式零售解决方案提供商”的战略定位, 为零售门店、资产管理、仓储管理、物流、市政等领域提供一站式智能化管理集成应用解决方案, 目前已在服装门店、市政、仓储物流管理等多个领域建立标杆性应用案例。已逐步确立国内 RFID 集成应用领域的龙头地位。

公司 RFID 业务在 2013 年到 2015 年收入增长迅速，增速超过 100%。2016 年收入增长进入正常水平，达到 36.8%，毛利率水平保持在 30%左右。公司目前现有年产能 15 亿枚，可扩张至每年 25 亿枚，技术优势及规模优势使公司龙头地位持续巩固。

图 9：RFID 业务增长情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

公司在 RFID 业务中具有很强的技术优势，并积累了一系列标杆客户和标杆项目。2016 年公司成功实施了 UR 和拉夏贝尔两大知名服装品牌的 RFID 应用。公司“拉夏贝尔 RFID 透明供应链及智慧门店实施项目”荣获中国连锁经营协会颁发的“2017 中国零售技术创新奖”；针对快时尚服装连锁领军品牌 URBAN REVIVO (UR)，广州理德“RFID 决战 UR 项目”成功荣获“2016(第十届)物联网执行 RFID 世界年度最有影响力评选活动”颁发的“2016 物联之星 RFID 成功应用奖”。由公司全面提供数字化智慧门店技术支持的银泰集货项目获得了“2016 中国连锁经营协会零售创新大奖”，双十一期间，集货项目还作为实体零售数字化创新典型应用受到了中央电视台财经频道的专题报道。

公司在 RFID 行业中的市场份额持续扩大，在国内市场，公司在服装、商超、珠宝、市政、电力等行业系统集成业务逐步进入发展快车道，2016 年实现集成项目销售额占比国内销售总额近 50%。2016 年，公司在服装和珠宝领域均有行业前十的知名品牌客户突破，并新添了两项 RFID 服装全渠道应用的标杆项目，公司第 3 代展示保护类产品全面升级，并与国内领先的主流智能手机品牌厂商形成战略合作关系，其中智能手表方案成功中标，同时积极开发数字化 3C 体验门店方案。

2.2.2 政策、技术、市场推动，RFID 未来发展空间巨大

自“智慧地球”提出以来，物联网的概念在全球范围内迅速被认可，并成为新一轮科技革命与产业变革的核心驱动力。RFID 技术作为构建物联网的关键技术，以其广泛的应用领域而备受关注。近年来，随着传感技术、互联网技术的不断进步，RFID 芯片等硬件成本不断下降，以及基于互联网、物联网的集成应用解决方案不断成熟，RFID 技术在智能化管理等众多领域得到了更广泛的应用，其中以零售业的需求最大。根据 IDTechEx 研究表明，去年服装行业总共使用了 46 亿张 RFID 标签，但这仅占整个服装市场的约 10%。不仅如此，化妆品、电子和酒精以及汽车用品，体育用品和小家电也开始看到 RFID 的应用，RFID 在全球零售业应用的广度和深度在不断提升。

随着 RFID 技术的成熟和普及，中国政府意识到应用 RFID 技术会给众多行业的发展带来的积极作用，加快了制定相关政策、推动 RFID 产业发展的步伐。

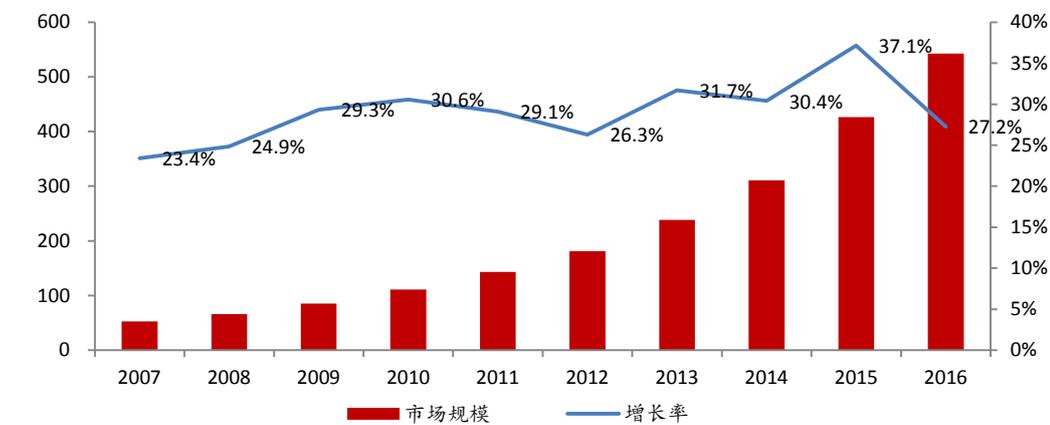
表 1：2009-2016 年国家关于医疗改革规划文件

时间	规划	主要内容
2006-06-09	《中国射频识别技术政策白皮书》	阐述 RFID 技术发展现状与趋势、中国发展 RFID 技术战略、中国 RFID 技术发展及优先应用领域、推进产业化战略和宏观环境建设，为中国 RFID 技术与产业未来几年的发展提供系统性指南。
2007-04-20	《800/900MHz 频段试运行规定》	为适应我国社会经济发展对 800/900MHz 频段 RFID 技术的应用需求，根据我国无线电频率划分和产业发展情况，并与国际相关标准衔接，制定 800/900MHz 频段 RFID 技术应用试行规定。
2016-11-11	《关于推动实体零售创新转型的意见》	要求以信息技术应用激发零售转型新动能，加强互联网、大数据等新一代信息技术应用，开展精准服务和定制服务，灵活运用网络平台、移动终端、社交媒体与顾客互动，建立及时、高效的消费需求反馈机制，做精做深体验消费。

数据来源：西南证券整理

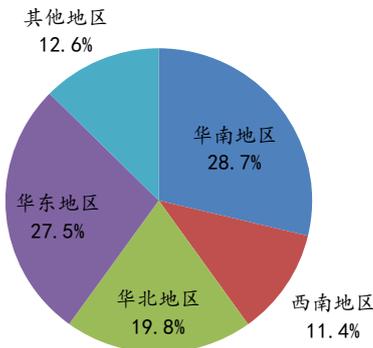
在政策和技术进步的双轮驱动下，RFID 行业进入快速发展期。随着技术的进一步成熟和成本的进一步降低，中国 RFID 的应用从政府主导项目逐步向各行各业扩散，RFID 行业市场规模快速增长，中国产业信息网发布的《2017-2022 年中国 RFID 行业运行现状分析与市场发展态势研究报告》数据显示，2016 年我国 RFID 的市场规模达到 542.7 亿元，未来将保持稳定增长。

图 10：RFID 的市场规模（亿元）

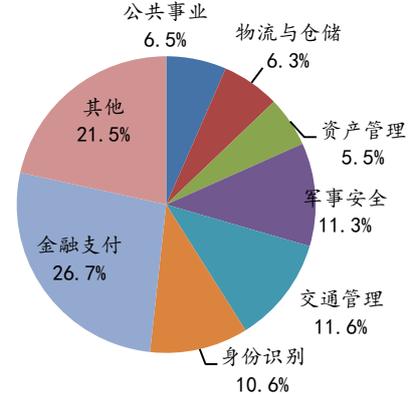


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

目前，中国 RFID 产业链已经基本搭建起来，并呈现了以北京为代表的环渤海湾、以上海为代表的长三角和以广东/香港为代表的粤港地区遥相呼应且快速发展的态势。上海地区以前端(芯片)为龙头，深圳企业以中后端(绑定与封装)和应用为先导，而北京以系统集成代表。从市场分布数据为例来看，华南、华北、华东是目前我国 RFID 市场相对成熟的区域。

图 11：2014-2016 年中国 RFID 行业区域市场结构图表


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 12：2016 年我国 RFID 行业主要应用市场结构分析


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

RFID 应用十分广泛，已经在国内的金融支付、身份识别、交通管理、军事与安全、资产管理、防盗与防伪、金融、物流、工业控制等领域的应用中取得了突破性的进展，并在部分领域开始进入规模应用阶段。中国产业信息研究网发布的《2017-2022 年中国 RFID 行业运行现状分析与市场发展态势研究报告》数据显示，从我国 RFID 在各个领域的应用市场占比情况，可以看出，目前金融支付是其目前应用最大的市场，占到 26.7%；其次是交通管理为 11.6%。目前，我国 RFID 领域在各个细分领域都已经有了专门性的经营者，比如图书馆、安防等领域。但是总体来看，我国 RFID 行业目前仍旧存在许多尚未挖掘的市场，比如各种油气管道、电网、汽车、建筑以及其他行业。

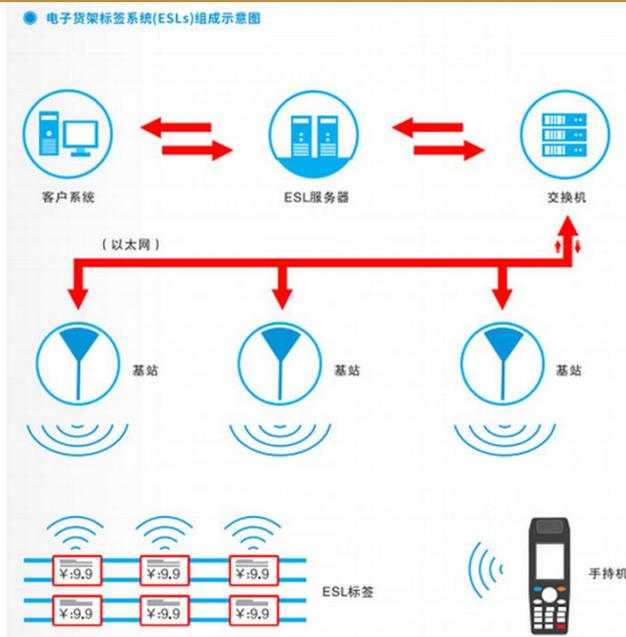
2.2.3 新零售带来新契机

随着电商、O2O、跨界融合、物联网等新技术、新模式的应用，消费者的消费需求逐渐升级，带动了“新零售”的发展。“新零售”有望深刻影响世界。2016 年，国务院印发《关于推动实体零售创新转型的意见》，对实体零售企业加快结构调整、创新发展方式、实现跨界融合、不断提升商品和服务的供给能力及效率做出部署，倡导以信息技术应用激发零售转型新动能。

“新零售”最大的特点是线上线下结合，本质是数字化，同时，数字化也是现代零售企业管理的最基本需求。公司基于 RFID 技术开发的 ESL (Electronic Shelf Label) 电子货架标签系统给零售企业提供了从硬件到智能平台，从供应链端到客户端的整体解决方案。

目前公司的 ESL 业务已经积累了一批标杆客户，物美、盒马鲜生、世纪联华、中百、华盛连锁、河南大张、中石油、全都、洋东西、叶式水果天猫旗舰店等都在使用中瑞思创的 iFresh™ 系列生鲜吊牌、iShelf™ 货架标签。

图 13：公司 ESL 系统组成示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

生鲜是消费者对品质要求最高的产品，生鲜连锁门店是目前电商竞争的重要战场，生鲜区也是超市的主战场，为超市带来了三分之一的客流量，但商品高损耗、低毛利的特点也是商户管理的痛点。ESL系统可以实时更新生鲜价签价格，连接ERP系统，实现POS系统和价签的全自动同步，同时可以监控环境，控损防损。系统也可以与库存信息、人流量、热点区域、大数据等相结合，为商家新零售转型提供更多助益。

目前线下场景的新零售模式也在迅速崛起。继亚马逊推出内测版Amazon Go之后，国内也纷纷推出无人便利店等新模式。Take GO、便利蜂、缤果盒子、罗森无人便利店等已落地，7-Eleven、阿里无人咖啡店等在内部公测期，永辉、苏宁、全家等企业都在积极涉足新零售领域。公司在无人超市方面也有一定的技术积累，在积极推进在此领域的合作落地。

3 智慧医疗业务前景无限

公司全资子公司医惠科技持续致力于切实解决医疗过程痛点的创新性产品的研究开发，其产品从医疗对象、数据信息、医疗流程入手，覆盖整个数字卫生和智慧医疗应用领域，主要产品包括医院智能开放平台、四网合一的物联网基础架构共性平台及物联网应用系统、医疗闭环管理业务系统、医疗健康信息耗材等。公司产品极具技术及模式上的先进性，在国内市场具有较强的竞争力。同时，借助医惠的品牌和渠道优势，公司积极探索智慧医疗、大健康物联网方向的新业务，并有一定落地。

3.1 政策优势助力智慧医疗

中国对智慧医疗的推进得益于2009年的新医改，此后国家推出一系列关于医疗改革规划文件推进医疗信息化的建设，为国内医疗信息化产业发展提供了极大的利好。政策驱动以及政府的大力投入，促使智慧医疗行业进入蓬勃发展期。

表 2：2009-2016 年国家关于医疗改革规划文件

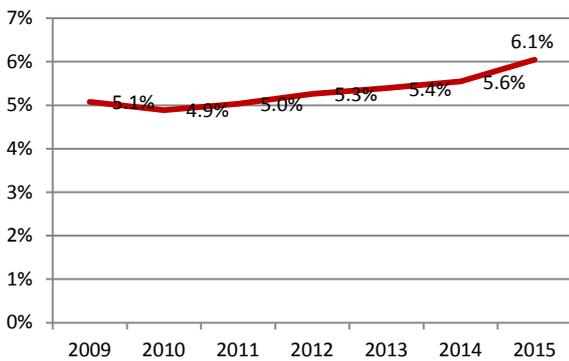
时间	规划	主要内容
2009-03	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	明确提出卫生信息化建设是深化医疗卫生体制改革的八大支撑之一，强调以医院管理和电子病历为重点，推进医院信息化建设，利用网络信息技术，促进医院与社区卫生服务机构的合作。
2010-12	《2010 年基于电子健康档案，电子病历，门诊统筹管理的基层医疗卫生信息系统试点项目管理方案的通知》	计划在 2011 年底前在上海、浙江、安徽、重庆、新疆 5 省开展以健康管理和服务为中心、居民电子健康档案和电子病历为基础的卫生信息平台及重点业务应用系统的试点，中央财政将安排 2.24 亿投资。
2010-12	《2010 年中西部地区村卫生室信息化建设项目管理方案的通知》	要求在 2011 年底前为中西部地区 90% 的村卫生室配备电脑，70% 以上的农村居民配备健康卡，开发村卫生室信息化软件，加快区域（地市级和县级）卫生信息平台建设等，该项工程将涉及 22 个省，2164 和县，423405 个村。
2012-06	《关于加强卫生信息化建设的指导意见》	建设国家、省、区域的三级卫生信息平台，到 2015 年，初步建立全国卫生信息化基本框架，到 2020 年，建立完善实用共享，覆盖城乡的全国卫生信息化网络和应用系统。
2012-08	《健康中国 2020 战略研究报告》	2020 年，卫生总费用占 GDP 的比重达到 6.5%—7%。卫生部将推出 611 亿元预算的全民电子健康系统工程，包括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区域性医疗信息化平台三项工作。
2012-12	《卫生事业发展“十二五”规划》	提出加强医院信息化建设，建立医院诊疗行为管理和亿元人员绩效考核信息系统，规范医疗服务行为，提高资源使用效率。
2013-09	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	提出以面向基层、偏远和欠发达地区的远程影像诊断、远程会诊、远程监护指导、远程手术指导、远程教育等为主要内容，发展远程医疗：逐步扩大数字化医疗设备配备，但所发展便携式健康数据采集设备，与物联网、移动互联网融合，不断提升自动化、智能化健康信息服务水平。
2014-07	“46312”工程	建设国家级、省级、地市级、县级 4 级卫生信息平台，依托于电子健康档案和电子病历，支撑公共卫生、医疗服务、医疗保障、药品管理、计划生育、综合管理等 6 项业务应用，构建电子监控档案数据库、电子病历数据库、全员人口个案数据库 3 个数据库，建立一个安全的卫生网络，加强卫生标准体系和安全体系建设。
2015-03	《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）》	开展健康中国云服务计划，积极应用移动互联网、物联网、云计算、可穿戴设备等新技术，推动惠及全民的健康信息服务和智慧医疗服务，推动健康大数据的应用，逐步转变服务模式，提高服务能力和管理水平。
2015-07	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	发展基于互联网的医疗服务，支持第三方机构构建医学影像、健康档案、检验报告、电子病历等医疗信息共享服务平台，逐步建立跨医院的医疗数据共享交换标准体系。
2016-03	《“十三五”规划纲要》	健康中国被正式写入《“十三五”规划纲要》。
2016-06	《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》	明确指出健康医疗大数据是国家重要的基础性战略资源，需要规范和推动健康医疗大数据融合共享、开放应用。
2016-07	《“十三五”国家科技创新规划》	明确将云计算、人工智能、物联网列入我国重点发展的新一代信息技术。
2016-10	《“健康中国 2030”规划纲要》	大力倡导规范和推动“互联网+健康医疗”服务。认知计算和人工智能技术的发展，使得其在医疗领域的应用成为现实。

数据来源：西南证券整理

3.2 中国医疗信息化仍有巨大发展空间

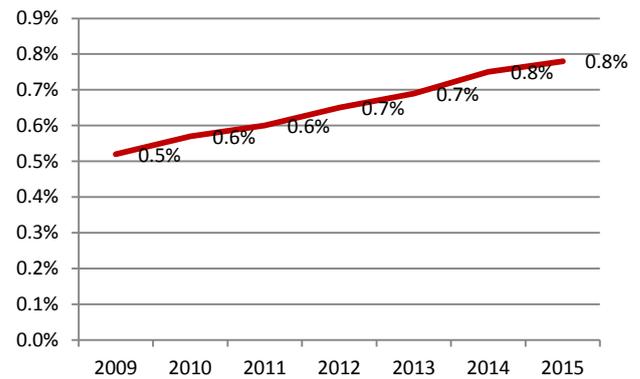
根据中国产业信息网发布,中国医疗信息化投资稳健增长,增速维持在 20%左右,预测 2017 年市场规模应在 457 亿元左右。2009 年-2015 年,中国医疗机构卫生总费用占 GDP 比重从 5.1% 上升到 6.0%,其中,医疗信息化投入占总费用比例由 0.5% 提升至 0.8%,虽逐年增长,但与发达国家 3%-5% 的占比还有较大差距,中国医疗信息化市场仍有较大发展空间。且考虑我国医疗资源不足且分布不均衡等问题,急需建设体系更完善、更高效、数据采集更全面的医疗信息系统。

图 14: 中国医疗机构卫生总费用占 GDP 比重



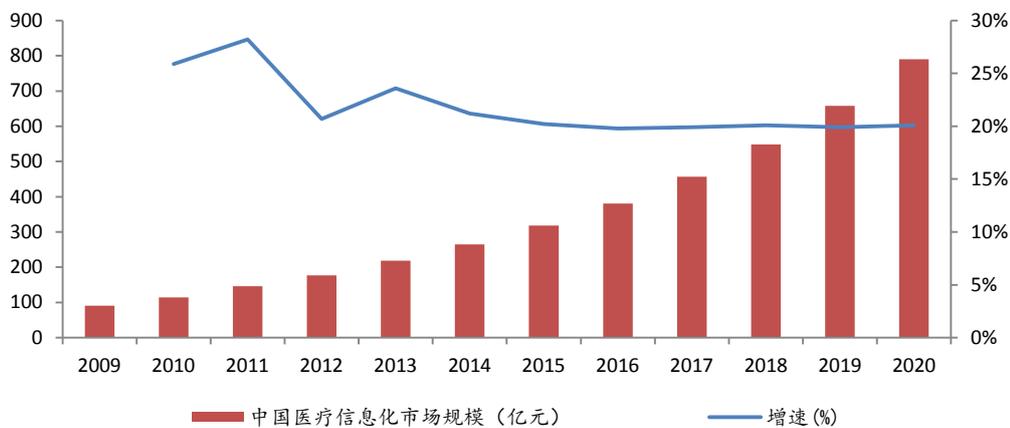
数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 15: 医疗信息化投入占总费用比例



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 16: 中国医疗信息化市场规模



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

3.3 企业加快医疗信息化布局

在政策的助力和技术升级驱动下,互联网公司、保险公司等纷纷布局智慧医疗,与传统医疗信息化企业展开竞争。从百度健康云、腾讯微信医疗到阿里“未来医院”,三大巨头都希望争食甚至引领这个万亿大市场的互联网变革。大型企业也嗅到智慧医疗领域的春风气息,也在积极进军该领域,京东、中国平安、北京银行等都纷纷进行了战略性布局。此外,

行业内兼并收购风起云涌，诸多上市公司通过并购相关企业，整合医疗资源，布局智慧医疗产业链。

表 3：大型企业对医疗信息化的布局

时间	事件
2014.02	平安养老保险与卫宁科技签署战略合作协议，双方将在大病医保及相关医疗保险业务领域开展近似排他性合作。
2014.03	好药师与腾讯合作，开通微信购药平台，推出“药急送”服务。
2014.06	京东商城与春雨医生合作，共同开展“京东云”计划。
2014.09	京东继阿里巴巴之后，第二个获得互联网药品交易资质，并与腾讯联手布局可穿戴设备与医疗健康服务公司。
2015.04	阿里云联合东华软件，与西安国际医学中心共建“云上医院”，这是全国首个以数据驱动精准医疗、健康管理的实体医疗机构，其 90% 以上的院方后台信息系统布局在阿里云上。
2015.04	中国平安也已正式推出旗下首款互联网健康管理产品“平安好医生”app。
2015.04	北京银行携手腾讯，双方将围绕京医通项目开展业务合作。

数据来源：前瞻网，西南证券整理

表 4：行业兼并收购情况

上市公司	并购事件
朗玛信息	收购启生信息 100% 股权，启生信息旗下 39 健康网与大量三甲医院知名医师建立了合作关系。
和佳股份	收购四川思讯，进入医疗信息化领域。
三诺生物	出资 3000 万元收购建德医院 80% 的股权。
万达信息	收购上海复高 100% 股权，获取医疗终端资源，4.5 亿元收购宁波金唐 100% 股权。
宝华健康	收购广东众安康后勤集团，进军医疗服务产业。
国投中鲁	发行股份购买江苏环亚 100% 股权，转型为医疗服务提供商。
康恩贝	收购浙江珍诚医药在线股份有限公司。利用其 B2B 电商平台“医药在线”切入电商领域。
凯乐科技	定增加码上海凡巢信息科技有限公司。实现可穿戴+移动医疗闭环布局。

数据来源：前瞻网，西南证券整理

3.4 全面布局智慧医疗蓝海领域，未来发展前景广阔

受益于以智能开放平台为核心的智慧医院整体解决方案大型项目的增长，部分医疗健康信息耗材产品的销售放量，公司智慧医疗 2016 年收入增长 66.4%，表现出稳定的增长的态势，2017 年第一季度受智慧医疗业务持续发力，且医惠科技本期软件产品增值税退税金额较大，归属于上市公司股东的净利润同比增长 25.6%。2015 年公司完成对医惠科技的收购，医惠科技 2015-2017 年的对赌实现净利润业绩分别不低于 7,000 万元、9,000 万元和 12,000 万元，2016 年实现归母净利润为 10,690 万元，超预期完成业绩承诺，考虑到公司智慧医疗订单持续落地，2017 年也有望超预期完成。

目前公司智慧医疗业务主要涉及国内市场，采用直营及代理模式，主要客户为国内及港澳地区的医院及其他医疗养老机构。2016 年是医疗信息化产业发展的政策红利年，健康中国被正式写入《“十三五”规划纲要》，国务院相继发布《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》、《“健康中国 2030”规划纲要》，并将云计算、人工智能、物联网技术明确纳入我国“十三五”期间重点发展的新一代科技创新技术。公司业务继续围绕智能开放平台、医疗健康信息耗材产品、人工智能三条轴线展开，其中以智能开放平台为核心的智慧

医院整体解决方案业务，以及智能床、智能柜等医疗健康信息耗材产品的销售均取得了较快的增长，为业绩指标的超额完成做出了最主要的贡献。公司紧抓行业发展机遇，不断加强健康医疗顶层设计，夯实大数据应用基础，创新人工智能辅助诊疗应用，核心业务取得稳步发展。

2016 年为了全面布局智慧医疗产业，公司从 2015 年开始投资并购相关产业的公司，持续扩大在智慧医疗领域的布局。

表 5：公司并购投资一览表

时间	并购或投资的公司	方案进度或持股比例
2015	医惠科技	完成
2015.12.12	杭州创辉医疗电子设备有限公司	完成
2016	浙江省沃森智慧医疗研究院	100%
2017.4.26	杭州华洁医疗科技有限公司	董事会议案
2017.05.10	新疆佳音医院有限公司	董事会议案
2017.05.10	EwellHongKong Limited	董事会议案

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.5 智能开放平台，云架构和 HOSPITAL3.0 系统落地

智能开放平台产业板块包括一批从事医院数据交互平台、院内业务系统、医疗流程闭环管理、医疗微小化应用的研制开发的公司。主要产品包括基于解决医院各应用系统数据交互信息孤岛，实现医院标准化医疗信息集成、共享的智能开放平台；基于解决医院各应用模块痛点，提供个性化需求的医疗闭环管理业务系统；以及基于“智能开放平台+微小化应用”，搭载医疗大数据认知计算，提供精准医疗服务的整体信息化集成应用。

医惠科技的研发团队基于当前行业发展情况和公司本身产品特色，继续深入开发公司智能开放平台产品，通过微小化应用的重构和复用，在全院信息互联互通的基础上实现整体信息服务系统的重构，将医院各个角色的人员所需要的信息系统功能进行集成，形成符合医务人员使用习惯的一站式工作台。2016 年，公司成功将平台架设在了云端，并进一步实现了智能开放平台和应用的打通、患者端和医护端的打通，完成了云架构智能开放平台和 HOSPITAL3.0 系统架构的落地。

2016 年，医惠科技与 IBM 合作首创了医疗行业多学科会诊平台（MDT），该平台系国内首款只用手机即可完成会诊全流程业务、音视频实时交互、患者信息全程共享的多学科会诊协作平台，极大地帮助医疗机构提升了响应能力，并为“双向转诊”诊疗机制的构建提供了有力的支撑。MDT 嵌入人工智能辅助诊疗服务，则能够为会诊提供更全面、精准的诊疗参考方案。以广州市妇女儿童医疗中心项目为例，公司为中心规划统一的医院信息平台，实现现有各业务信息系统的信息和数据共享，为临床及管理提供完整的医疗数据支持环境，医院管理效率有极大提升，此项目也成为公司标杆项目。

图 17：公司智能开放平台



数据来源：公司官网,西南证券整理

3.6 医疗健康信息耗材，与 RFID 的协同发展

公司以一种终端应用方式，制造销售应用于医院、社区、家庭，实时监控、采集医疗信息的医疗健康信息耗材产品，同时还重点加强了与商业智能事业部在 RFID 硬件研发制造方面的协同，在原有智能床、智能柜、体温贴等产品的基础上，继续开发完成了智能被服管理系统、床头卡、智能鞋等医疗健康信息耗材产品，部分新产品已投入市场，并取得良好的市场反馈。

图 18：医疗健康信息耗材部分产品展示



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.7 人工智能，从沃森诊疗到手足口病机器人

人工智能产业板块，包括一批从事人工智能应用于医疗的研究开发的公司。医疗产业链和相应产业板块的成型，为公司的进一步发展增添了后劲。

为加快人工智能在国内医疗领域的应用，2016 年，医惠科技继牵头成立“浙江省沃森智慧医疗研究院”后，战略投资“杭州认知网络科技有限公司”之后，又相继投资设立了“广

州认知医疗技术有限公司”，并筹备设立“广州市智能精准医学研究院”。又联合参股公司将 IBM Watson 以本地化的形式首次引入中国医疗机构，并与 21 家医院签订了 Watson 肿瘤解决方案的合作协议。2016 年底，作为签约医院之一的浙江省中医院正式宣布成立沃森联合会诊中心，开始对外提供沃森肿瘤咨询服务。Watson 在国内医院的落地，具有重要的里程碑意义，标志着我国医疗行业将开启一个新型的智能化人工智能辅助诊疗时代，同时也为公司在医疗人工智能领域的延伸发展奠定了重要基础。此外在医疗的人工智能认知服务平台、自主医疗认知引擎、深度学习训练系统等研发上，都取得了卓有成效的进展。目前公司通过自主研发打造的手足口病诊断机器人，已开始面向儿童提供准确、及时的智能辅助诊断服务。公司在基于医疗大数据的人工智能应用领域迈上新台阶。公司 2017 年的目标是在全国重点省市建立二十家左右的沃森联合会诊中心，上半年已在杭州、天津、广州、沈阳等地建立七家，对肿瘤患者提供沃森肿瘤咨询及辅助诊疗服务。收费模式有按次咨询收费和年费两种模式。

图 19：沃森联合会诊中心成立



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

1) EAS 业务近年来业绩增速波动向下，目前业绩增速已趋于稳定，2016 年 EAS 业绩增速为 6.3%，考虑到公司是行业龙头，假设未来三年公司 EAS 维持较稳定的增速，毛利率也维稳在 43%左右。

2) RFID 业务 2012-2015 年收入基数较小，增速很快，假设未来三年 RFID 业务收入仍维持稳健快速增长，考虑到规模效应，假设毛利率略有上升。

3) 公司智能开放平台订单充足，且积极开发医疗健康信息耗材产品，我们看好公司智慧医疗的发展，假设 2017 年公司完成承诺净利润 1.2 亿元，2018-2019 年业务收入依旧保持高增速，但考虑到基数变大，增速有所变缓；公司产品技术壁垒较高，高毛利率有望维持，假设未来三年智慧医疗毛利率维持在 62%。

基于以上假设我们预测公司 2017-2019 年分业务收入和毛利率如表所示：

表 6: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
EAS	收入	480	510	541	573
	增速	6%	6%	6%	6%
	毛利率	43%	43%	43%	43%
RFID	收入	268	365	485	630
	增速	37%	36%	33%	30%
	毛利率	35%	36%	36%	37%
智慧医疗	收入	342	506	724	999
	增速	66%	48%	43%	38%
	毛利率	61%	62%	62%	62%
全部业务	收入	1,090	1,381	1,749	2,202
	增速	28%	27%	27%	26%
	毛利率	47%	48%	49%	50%

数据来源: 西南证券

预计 2017-2019 年营业收入年复合增长率为 26.4%，归母净利润年复合增长率为 35.0%，对应的 EPS 分别为 0.35 元、0.45 元、0.57 元，对应的 PE 分别为 36 倍、28 倍、22 倍。考虑到公司是商业智能和智慧医疗龙头企业，国内智慧医疗人工智能领域领军企业，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

- EAS 市场增速或不及预期；
- RFID 发展或不及预期；
- 智慧医疗业务拓展或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1089.97	1380.89	1749.49	2202.49	净利润	188.64	280.46	362.98	463.70
营业成本	581.90	718.27	893.61	1105.96	折旧与摊销	45.89	32.16	32.16	32.16
营业税金及附加	9.39	11.53	14.63	18.06	财务费用	28.65	-12.43	-15.75	-19.82
销售费用	66.06	89.76	115.47	147.57	资产减值损失	23.21	25.00	26.00	27.00
管理费用	199.47	252.70	321.91	411.86	经营营运资本变动	-613.13	-180.17	-217.75	-285.62
财务费用	28.65	-12.43	-15.75	-19.82	其他	461.36	-54.85	-52.40	-54.27
资产减值损失	23.21	25.00	26.00	27.00	经营活动现金流净额	134.62	90.18	135.24	163.14
投资收益	14.61	30.00	30.00	30.00	资本支出	-75.57	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-9.87	-0.82	-2.50	-3.17	其他	-512.56	29.18	27.50	26.83
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-588.12	49.18	27.50	26.83
营业利润	186.04	325.24	421.12	538.69	短期借款	78.53	-253.53	0.00	0.00
其他非经营损益	27.77	4.71	5.92	6.83	长期借款	126.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	213.80	329.95	427.03	545.52	股权融资	584.39	0.00	0.00	0.00
所得税	25.17	49.49	64.06	81.83	支付股利	-20.94	-37.60	-55.90	-72.34
净利润	188.64	280.46	362.98	463.70	其他	-69.17	17.07	15.75	19.82
少数股东损益	0.66	0.98	1.27	1.62	筹资活动现金流净额	698.81	-274.05	-40.15	-52.52
归属母公司股东净利润	187.98	279.48	361.71	462.07	现金流量净额	249.38	-134.69	122.59	137.45
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	690.86	556.17	678.76	816.22	成长能力				
应收和预付款项	586.71	744.76	959.00	1227.91	销售收入增长率	27.79%	26.69%	26.69%	25.89%
存货	262.34	324.86	403.29	500.03	营业利润增长率	24.63%	74.83%	29.48%	27.92%
其他流动资产	27.45	34.78	44.06	55.47	净利润增长率	34.44%	48.68%	29.42%	27.75%
长期股权投资	158.16	158.16	158.16	158.16	EBITDA 增长率	50.18%	32.39%	26.83%	25.94%
投资性房地产	27.11	27.11	27.11	27.11	获利能力				
固定资产和在建工程	354.71	334.13	313.56	292.99	毛利率	46.61%	47.98%	48.92%	49.79%
无形资产和开发支出	787.93	758.07	748.21	738.35	三费率	26.99%	23.90%	24.10%	24.50%
其他非流动资产	60.49	58.76	57.03	55.31	净利率	17.31%	20.31%	20.75%	21.05%
资产总计	2955.75	2996.80	3389.18	3871.54	ROE	9.16%	12.15%	13.88%	15.43%
短期借款	253.53	0.00	0.00	0.00	ROA	6.38%	9.36%	10.71%	11.98%
应付和预收款项	224.14	264.93	342.16	423.38	ROIC	12.11%	13.48%	15.92%	18.18%
长期借款	390.00	390.00	390.00	390.00	EBITDA/销售收入	23.91%	24.98%	25.01%	25.02%
其他负债	28.05	34.33	42.40	52.18	营运能力				
负债合计	895.72	689.25	774.56	865.56	总资产周转率	0.40	0.46	0.55	0.61
股本	448.83	807.89	807.89	807.89	固定资产周转率	3.95	4.02	5.42	7.28
资本公积	1155.47	796.41	796.41	796.41	应收账款周转率	2.21	2.27	2.26	2.20
留存收益	438.75	680.63	986.45	1376.18	存货周转率	2.63	2.44	2.44	2.44
归属母公司股东权益	2038.40	2284.93	2590.74	2980.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.36%	—	—	—
少数股东权益	21.63	22.61	23.88	25.51	资本结构				
股东权益合计	2060.03	2307.54	2614.63	3005.98	资产负债率	30.30%	23.00%	22.85%	22.36%
负债和股东权益合计	2955.75	2996.80	3389.18	3871.54	带息债务/总负债	71.84%	56.58%	50.35%	45.06%
					流动比率	3.11	5.57	5.44	5.48
					速动比率	2.59	4.48	4.39	4.43
					股利支付率	11.14%	13.45%	15.45%	15.66%
					每股指标				
					每股收益	0.23	0.35	0.45	0.57
					每股净资产	2.52	2.83	3.21	3.69
					每股经营现金	0.17	0.11	0.17	0.20
					每股股利	0.03	0.05	0.07	0.09
业绩和估值指标									
EBITDA	260.58	344.98	437.53	551.03					
PE	53.42	35.93	27.76	21.73					
PB	4.93	4.39	3.88	3.37					
PS	9.21	7.27	5.74	4.56					
EV/EBITDA	20.75	28.27	22.01	17.22					
股息率	0.21%	0.37%	0.56%	0.72%					

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 20 楼

邮编：200120

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn