

# 思创医惠 (300078.SZ)

## 中标垂杨柳医院项目，或对 2018 年业绩产生积极影响

### 核心观点：

根据中国招标网近日公布信息，思创医惠中标北京市垂杨柳医院 HIMSS6 评审项目，中标总金额 3467.16 万元。

#### ● 中标项目软件占比 84%，将对 2018 年业绩产生积极影响

项目总额 3467 万元，其中软件费 2922 万元，占比 84%；硬件费、集成费、其他分别为 466 万元、30 万元及 50 万元。公司原有智慧医疗业务毛利率超过 60%，我们估计此次中标项目毛利率与之接近。

项目要求，公司在合同签订后的 1 年内协助甲方（垂杨柳医院）通过 HIMSS 6 级认证。当前已进入 2017 年下半年，我们预计若以完工百分比法确定项目收益，对于 2017 年影响约为合同总额的 30%（即 2017 年确认 3-4 个月收入），将对 2018 年业绩产生积极影响。

#### ● 公开招标信息显示医疗业务持续快速增长

根据我们的不完全统计（数据来源：中国招标网）（可能存在未公开披露的中标信息无法统计），公司上半年中标 23 个项目、中标金额 7701 万元，对比去年同期 57 个项目、5306 万元的中标情况，单体项目（平均）金额增长、中标总金额增长 45%。因此，从现有公开数据来看，公司医疗业务仍然维持较高增长。

#### ● 中报业绩预告同比增长 10%-35%，EAS 产品原材料价格上涨对业绩带来一定影响

公司公告 2017 年中报预告，预计上半年实现归母净利润 6980 万元-8567 万元，同比增长 10%-35%，增速区间略低于市场预期。公告披露，业绩变动原因包括：1）智慧医疗业务持续增长，大额项目中标较多；2）商业智能事业部加大了对新零售的研发投入，同时受 EAS 产品原材料价格上涨及部分标签产品实施竞争性价格策略等因素影响，净利润同比下滑。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.32 元、0.40 元、0.49 元，对应 PE 分别为 43 倍/34 倍/28 倍，维持“买入”评级！

#### ● 风险提示

医院院内物联网何时可大规模投入存在不确定性；Watson 的肿瘤解决方案落地后的可复制性、后续开发进展及推广存在不确定性；应收账款过大带来的坏账风险。

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	852.95	1,089.97	1,286.30	1,532.24	1,831.19
增长率(%)	73.65%	27.79%	18.01%	19.12%	19.51%
EBITDA(百万元)	192.77	279.05	328.65	397.24	482.86
净利润(百万元)	140.97	187.98	255.20	319.01	396.78
增长率(%)	80.80%	33.35%	35.76%	25.00%	24.38%
EPS（元/股）	0.337	0.419	0.316	0.395	0.491
市盈率（P/E）	144.96	61.86	42.93	34.34	27.61
市净率（P/B）	15.91	5.70	4.78	4.19	3.64
EV/EBITDA	106.18	41.50	32.03	26.07	20.94

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

13.56 元

前次评级

买入

报告日期

2017-07-31

分析师：

刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

### 相关研究：

思创医惠(300078.SZ)：RFID 2017-04-26

发展放缓、医疗与人工智能协

同成长

思创医惠(300078.SZ)： 2017-04-13

Watson 本土化加速、苏北医

联体全面覆盖

思创医惠(300078.SZ)：智 2017-03-31

慧医疗蓬勃发展、商业智能稳

扎稳打

联系人：

王奇珏 021-60750604

wangqijue@gf.com.cn

## 一、中标垂杨柳医院 HIMSS 6 评审项目

根据中国招标网近日公布信息，思创医惠中标北京市垂杨柳医院HIMSS6评审项目，中标总金额3467.16万元。

北京市垂杨柳医院，1996年被评为二级甲等综合医院；2000年被北京市卫生局批准为地区性医疗中心；2014年4月被北京市卫计委计生委正式确定为三级综合医院。2016年成为华北理工大学教学医院，是北京市东南部地区一所集医疗、教学、科研、预防为一体的综合性医院。

我们认为，此次中标垂杨柳医院项目，对于公司具有一定正面积极意义：

- 项目建设目标包括在一年之内通过HIMSS 6，远期通过 HIMSS 7评审。此次思创医惠中标，有望在未来持续服务于垂杨柳医院信息化需求。
- 项目总额3467万元，其中软件费2922万元，占比84%。公司原有智慧医疗业务毛利率超过60%，我们估计此次中标项目毛利率与之接近。

表 1：垂杨柳医院 HIMSS 6 评审项目构成

项目构成	金额（万元）	金额占比
软件费	2922	84%
硬件费	466	13%
集成费	30	1%
其他	50	1%
合计	3467	100%

数据来源：中国招标网、广发证券发展研究中心

- 项目要求，公司在合同签订后的1年内协助甲方（垂杨柳医院）通过HIMSS 6级认证。当前已进入2017年下半年，我们预计若以完工百分比法确定项目收益，对于2017年影响约为合同总额的30%（即2017年确认3-4个月收入），将对2018年业绩产生积极影响。

## 二、上半年中标金额同比增长 45%，单体项目规模增长

根据我们不完全统计（数据来源：中国招标网），（可能存在未公开披露的中标信息无法统计），公司上半年中标23个项目，中标金额7701万元，对比去年同期57个项目、5306万元的中标情况，单体项目金额增长，中标总金额增长45%。

表 2: 思创医惠近三年中标情况统计

	中标项目数 (个)	中标金额 (万元)	中标金额同比增长
2017 年上半年	23	7701	45%
2016 年上半年	57	5306	33%
2016 年下半年	39	5354	31%
2016 年全年	96	10660	32%
2015 年上半年	33	3982	-
2015 年下半年	22	4091	-
2015 年全年	55	8073	-

数据来源: 中国招标网、广发证券发展研究中心

### 三、中报预告略低于预期，商业智能业务或系主要影响因素

公司公告2017年中报预告，预计上半年实现归母净利润6980万元-8567万元，同比增长10%-35%，增速区间略低于市场预期。

公告披露，业绩变动原因包括：

1) 智慧医疗业务持续增长，大额项目中标较多；

2) 商业智能事业部加大了对新零售的研发投入，同时受EAS产品原材料价格上涨及部分标签产品实施竞争性价格策略等因素影响，净利润同比下滑。) )

看好公司医疗信息化业务，但商业智能业务或受毛利率下降等因素影响。预计2017-2019年EPS分别为0.32元、0.40元、0.49元，对应PE为43倍/34倍/28倍，维持“买入”评级！

### 风险提示

医院院内物联网何时可大规模投入存在不确定性；Watson 的肿瘤解决方案落地后的可复制性、后续开发进展及推广存在不确定性；应收账款过大带来的坏账风险。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1146	1567	1555	1922	2366
货币资金	442	691	820	989	1234
应收及预付	500	587	499	638	793
存货	178	262	236	295	338
其他流动资产	26	27	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1311	1388	1455	1471	1490
长期股权投资	143	158	158	158	158
固定资产	198	354	378	391	404
在建工程	129	1	11	13	14
无形资产	795	805	814	814	819
其他长期资产	45	70	94	94	94
<b>资产总计</b>	2457	2956	3010	3393	3855
<b>流动负债</b>	887	504	304	366	431
短期借款	175	254	0	0	0
应付及预收	676	250	304	366	431
其他流动负债	37	1	0	0	0
<b>非流动负债</b>	265	391	390	390	390
长期借款	264	390	390	390	390
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	0	0	0
<b>负债合计</b>	1152	896	694	756	821
股本	419	449	808	808	808
资本公积	601	1155	796	796	796
留存收益	272	439	694	1013	1410
归属母公司股东权	1285	2038	2294	2613	3009
少数股东权益	20	22	23	24	25
<b>负债和股东权益</b>	2457	2956	3010	3393	3855

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	163	135	460	225	315
净利润	140	189	256	320	398
折旧摊销	29	46	56	65	74
营运资金变动	-21	-143	194	-135	-134
其它	14	43	-45	-25	-23
<b>投资活动现金流</b>	-655	-588	-77	-56	-69
资本支出	-64	-98	-77	-56	-69
投资变动	-604	-488	0	0	0
其他	13	-2	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	430	703	-255	0	0
银行借款	460	460	-254	0	0
债券融资	-10	-295	-1	0	0
股权融资	0	592	0	0	0
其他	-20	-55	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-62	249	129	169	245
<b>期初现金余额</b>	508	442	691	820	989
<b>期末现金余额</b>	445	691	820	989	1234

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	73.7	27.8	18.0	19.1	19.5
营业利润增长	50.9	24.6	41.5	24.2	25.3
归属母公司净利润增长	80.8	33.3	35.8	25.0	24.4
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	42.7	46.6	45.2	46.0	46.7
净利率	16.5	17.3	19.9	20.9	21.7
ROE	11.0	9.2	11.1	12.2	13.2
ROIC	11.8	11.5	14.7	16.6	19.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.9	30.3	23.0	22.3	21.3
净负债比率	-	-	-0.2	-0.2	-0.3
流动比率	1.29	3.11	5.12	5.24	5.49
速动比率	1.07	2.54	4.24	4.35	4.61
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.46	0.40	0.43	0.48	0.51
应收账款周转率	3.14	2.21	2.97	2.72	2.61
存货周转率	3.42	2.64	2.98	2.80	2.89
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.34	0.42	0.32	0.39	0.49
每股经营现金流	0.39	0.30	0.57	0.28	0.39
每股净资产	3.07	4.54	2.84	3.23	3.73
<b>估值比率</b>					
P/E	145.0	61.9	42.9	34.3	27.6
P/B	15.9	5.7	4.8	4.2	3.6
EV/EBITDA	106.2	41.5	32.0	26.1	20.9

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	853	1090	1286	1532	1831
营业成本	489	582	704	827	976
营业税金及附加	7	9	11	13	15
销售费用	58	66	86	107	128
管理费用	136	199	212	253	302
财务费用	-5	29	10	5	0
资产减值损失	44	23	0	0	0
公允价值变动收益	7	-10	0	0	0
投资净收益	18	15	0	0	0
<b>营业利润</b>	149	186	263	327	410
营业外收入	18	30	24	27	26
营业外支出	1	2	3	2	2
<b>利润总额</b>	166	214	285	352	433
所得税	26	25	28	32	35
<b>净利润</b>	140	189	256	320	398
少数股东损益	-1	1	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	141	188	255	319	397
EBITDA	193	279	329	397	483
EPS(元)	0.34	0.42	0.32	0.39	0.49

## 广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理  
工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作, 2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 研究助理, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 张 璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015年加入  
广发证券发展研究中心。
- 郑 楠: 研究助理, 北京邮电大学计算机专业学士, 法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士, 2010年起就职于外资企业软件公司从事  
研发、咨询顾问等工作, 2015年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9 号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号 太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。