

## 又一纯正的医疗信息化领先厂商

### ——创业软件（300451.SZ）新股定价报告

#### 投资要点：

- **公司在医疗信息化领域处于国内领先地位**  
 公司前身杭州创业软件有限公司成立于1997年12月10日，自成立以来一直专注于医疗卫生行业的信息化建设业务，主要分为医疗卫生信息化应用软件和基于信息技术的系统集成业务。营销网络遍及全国20多个省、自治区、直辖市，累计用户达3000余家，市场占有率居国内同行前列，是中国规模最大、用户数最多的医疗信息化服务商之一。
- **政策等因素催生医疗卫生信息化千亿市场**  
 公司属于软件行业，细分行业为医疗信息化行业。无论是软件行业、医疗卫生行业，还是公司所处的细分行业医疗信息化行业，均属于国家鼓励发展行业，近年来得到国家一系列产业政策的大力扶持，医疗信息化入十三五重点规划，2020年市场规模有望超千亿。
- **医疗卫生信息化处于成长期，集中度偏低有望进一步提高**  
 随着医疗卫生体制改革的不断深化，信息化作为医改支撑依托的作用越来越大，医疗卫生信息化目前正处于产业发展的黄金时期，发展前景广阔。国内医疗卫生领域厂商众多市场占有率普遍偏低，排名前七的企业的占比合计约28.8%，行业集中度有望进一步提高。
- **公司各项业务增长迅速，竞争优势：核心技术、营销网络、客户规模**  
 公司各项业务实现持续增长。随着市场规模的扩大，公司凭借自身竞争优势，持续开拓新客户、老客户的业务订单，预计会带来毛利率较高的应用软件收入的持续增长。公司拥有众多竞争优势：领先的行业地位和丰富的行业经验；先进的技术水平和持续创新能力；完善的营销网络和大批稳固优质的客户资源；良好的品牌形象和高等级的专业资质优势。凭借这些竞争优势，公司在医疗卫生信息化领域跻身行业前列。
- **主要风险因素：税收优惠和政府补助变化的风险；市场竞争加剧风险**
- **合理估值区间为109-126元：预计公司2015-17年EPS分别为0.84、0.99和1.17元。我们认为可给予公司15年130-150倍PE，对应合理价值区间为109-126元。本次IPO对应发行理论价格为11.80元。**

#### 主要财务指标

项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	406	449	502	567
增长率（%）	7.31%	10.69%	11.85%	12.82%
归属母公司股东净利润（百万元）	48	57	67	79
增长率（%）	4.03%	20.29%	17.74%	17.60%
每股收益（元）	0.93	0.84	0.99	1.17

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 创业软件（300451.SZ）

暂无评级

#### 分析师

沈海兵

☎：(8621) 20252609

✉：shenhaibing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514060002

吴砚靖

☎：(8610) 6656 8330

✉：wuyanqing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513080003

#### 特此鸣谢

实习生刘丹

对本报告的编制提供信息

#### 发行数据

总股本（万股）	5,100
发行数量（万股）	1,700
网下发行（万股）	1,020
网上发行（万股）	680
发行日期	2015-5-5
发行方式	网下询价，上网定价

#### 相关研究

《移动医疗真要来了，医生资源是核心》2014-12-17  
 《宜华健康深度报告：全面转型医疗健康，业务模式最互联网化》2015-03-04  
 《移动医疗系列深度研究之三远程医疗：中国更具远程医疗土壤，B2C模式前景广阔》2015-03-26  
 《运盛实业深度报告：卡位入口和数据，加速转型医疗健康服务》2015-04-07

## 目 录

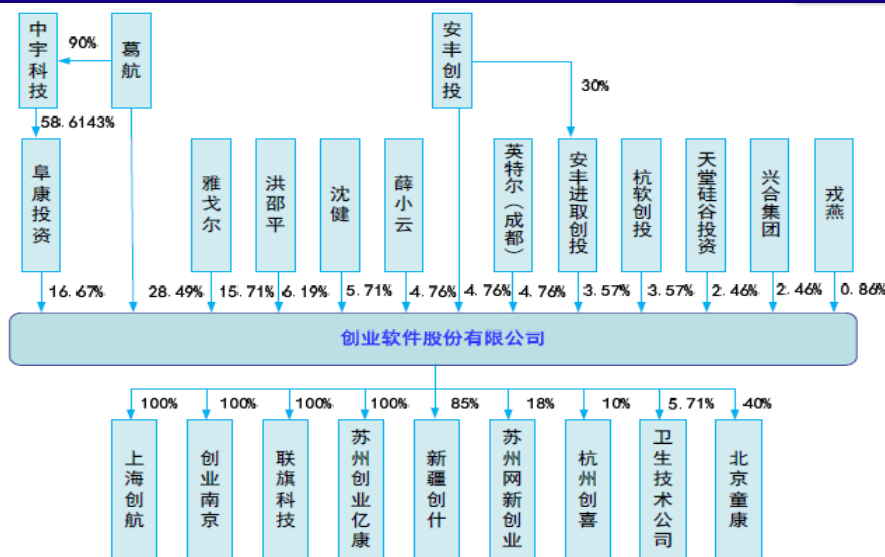
一、公司在医疗信息化领域处于国内领先行列.....	2
二、公司所处医疗卫生信息化行业分析.....	4
(一) 政策等因素催生医疗卫生信息化千亿市场 .....	4
(二) 医疗卫生信息化处于成长期，集中度偏低有望进一步提高.....	6
三、公司主业分析 .....	8
(一) 公司专注医疗卫生信息化，各项业务增长迅速 .....	8
(二) 公司竞争优势：核心技术、营销网络、客户规模 .....	10
四、募投项目分析 .....	12
五、盈利预测与投资建议 .....	13
插图目录.....	15
表格目录.....	15

## 一、公司在医疗信息化领域处于国内领先行列

公司前身杭州创业软件有限公司成立于1997年12月10日，2002年6月27日整体变更为杭州创业软件股份有限公司，2011年10月9日公司名称变更为创业软件股份有限公司。自成立以来，公司一直专注于医疗卫生行业的信息化建设业务，主要分为医疗卫生信息化应用软件和基于信息技术的系统集成业务。公司在资产规模、经营水平、技术能力、行业地位等方面取得了良好的业绩，相继被认定为国家级高新技术企业、国家规划布局内重点软件企业、国家火炬计划软件产业基地骨干企业、华东医疗行业十佳系统集成商等，成为我国医疗卫生行业应用软件发展的领军企业。公司营销网络遍及全国20多个省、自治区、直辖市，累计用户达3000余家，市场占有率居国内同行前列。

公司的控股股东、实际控制人为葛航先生。葛航先生直接持有本公司28.49%的股份，其间接控股的阜康投资持有公司16.67%的股份（葛航持有中宇科技90%的股权，中宇科技持有阜康投资58.6143%的股权）。通过本次发行后，葛航先生持有的公司股权比例将有所下降，但仍是公司的控股股东。

图1：发行前公司股权结构图



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

本次发行前公司总股本为5,100万股，公司本次拟向社会公众发行新股1,700万股人民币普通股，占发行后总股本的比例为25%，发行前后公司的股本结构变化情况如下：

表1、创业软件发行前后股权结构

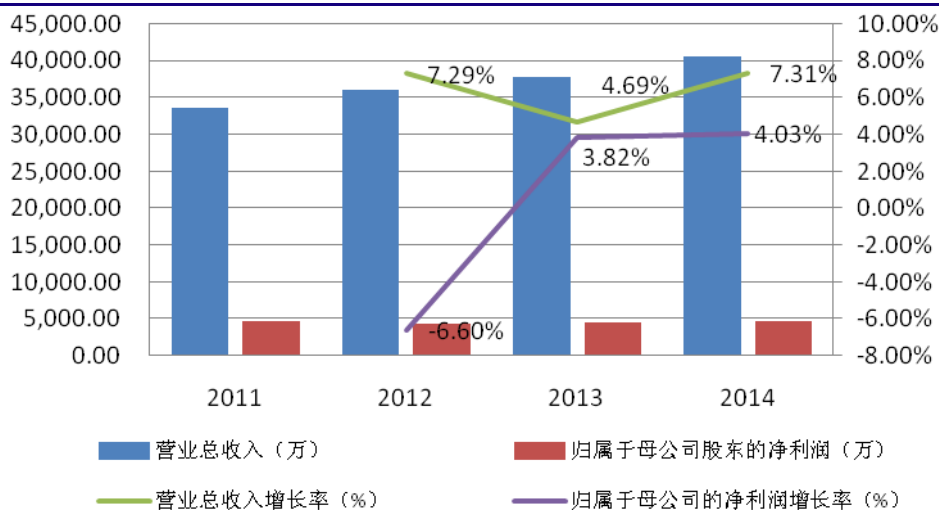
股东类别	发行前		发行后	
	股数(万股)	持股比例	股数(万股)	持股比例
一、有限售条件流通股	5,100	100.00%	5,100	75.00%
葛航	1,452.91	28.49%	1,452.91	21.37%
阜康投资	850.00	16.67%	850.00	12.50%

雅戈尔	801.43	15.71%	801.43	11.79%
洪邵平	316.12	6.19%	316.12	4.65%
沈健	291.33	5.71%	291.33	4.28%
安丰创投	242.86	4.76%	242.86	3.57%
薛小云	242.86	4.76%	242.86	3.57%
英特尔(成都)	242.86	4.76%	242.86	3.57%
安丰进取创投	182.14	3.57%	182.14	2.68%
杭软创投	182.14	3.57%	182.14	2.68%
天堂硅谷投资集团	125.62	2.46%	125.62	1.85%
兴合集团	125.62	2.46%	125.62	1.85%
戎燕	44.11	0.86%	44.11	0.65%
二、社会公众股			1,700	25.00%
合计	5,100	100.00%	6,800	100.00%

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

从总体收入和利润规模来看，2011年至2014年，公司营业收入从33656.78万元增长至40564.81万元，年复合增长率6.42%，归属母公司股东的净利润从4716.25万元增长至4757.61万元，复合增长率0.29%。

图2：公司营业收入及归属母公司净利润情况

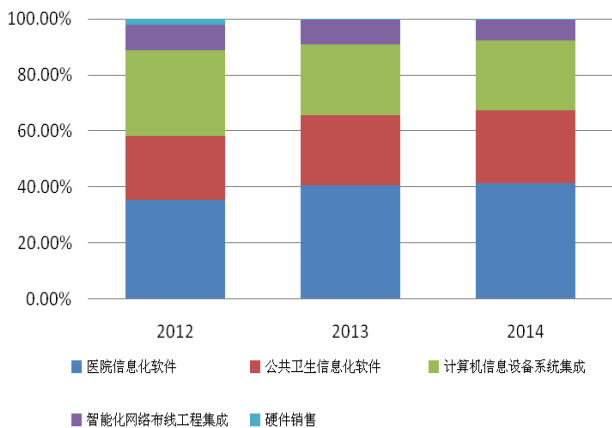


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

从业务结构来看，2014年公司应用软件和系统集成收入占比分别为67.29%和32.52%，毛利占比分别为86.77%和13.14%。其中应用软件是公司主要的收入和毛利来源。

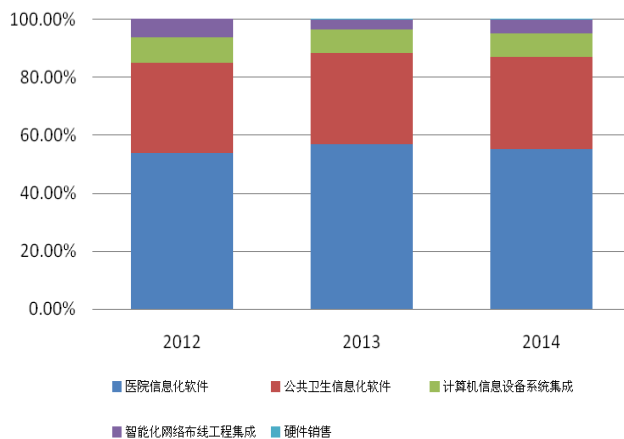
从销售区域结构看，2012-2014年公司华东地区业务收入占比分别为66.33%、62.60%和58.88%，华南地区业务收入占比分别为11.76%、11.07%和17.46%。虽然华东地区业务收入有所下降，但一直是公司收入的主要构成。并且公司在华南地区的业务收入占比有逐年上升的趋势。

图 3：2012-2014 公司收入结构拆分



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 4：2012-2014 公司毛利结构拆分



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

## 二、公司所处医疗卫生信息化行业分析

### (一) 政策等因素催生医疗卫生信息化千亿市场

公司属于软件行业，细分行业为医疗信息化行业，软件行业近年来一直保持增长态势。我国软件产业经过多年的培育，已进入快速成长期，产业规模迅速扩大，技术水平快速提高，骨干企业不断成长，产业体系初步建立。根据工信部统计数据，近年来我国软件产业一直保持增长态势，年均增长率达 20% 以上，软件收入在国内生产总值中的比重不断提升，在促进国民经济和社会发展方面的作用日益呈现。

表 2：国家一系列政策促进医疗卫生信息化发展

年度	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
软件收入 (亿元)	7,573	9,513	13,364	18,468	25,022	30,587	26,815
GDP (亿元)	314,045	340,903	397,983	471,564	519,322	568,845	419,908
软件收入增长率 (%)	30.57	25.62	40.48	38.19	35.49	22.24	20.6
软件收入占 GDP 比率 (%)	2.41	2.79	3.33	3.92	4.82	5.38	6.39%

资料来源：各地政府网站，中国银河证券研究部

公司所属细分行业为医疗信息化行业，服务于医疗卫生行业。无论是软件行业、医疗卫生行业，还是公司所处的细分行业医疗信息化行业，均属于国家鼓励发展行业，近年来得到国家一系列产业政策的大力扶持，这为行业发展创造有利的市场环境。目前，我国在医疗信息化行业出台的主要鼓励政策如下：

表 3：国家一系列政策促进医疗卫生信息化发展

日期	部门/领导	政策/事件	内容
2009 年 3 月	中共中央、国务院	《关于深化医药卫生体制改革	提出大力推进医药卫生信息化建设。以推进公共卫生、医疗、医保、药

		革的意见》	品、财务监管信息化建设为着力点，整合资源，加强信息标准化和公共服务信息平台建设，逐步实现统一高效、互联互通。
2009年3月	工业和信息化部	《软件产品管理办法》	确立软件登记制度。
2010年2月	卫生部等	《关于公立医院改革试点的指导意见》	提出以医院管理和电子病历为重点推进公立医院信息化建设，提高管理和服务水平。研究制订医疗机构内部信息管理的规定和标准，充分利用现有资源逐步建立医院之间、上级医院和基层医疗卫生服务机构之间、医院和公共卫生机构、医保经办机构之间的互联互通机制，构建便捷、高效的医院信息平台。
2012年3月	国务院	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》	提出“十二五”期间深化医药卫生体制改革方案，要加快推进医疗卫生信息化。
2012年4月	国家发展与改革委员会	《基层医疗卫生机构管理信息系统建设项目指导意见》	提出建设基层医疗卫生机构管理信息系统的相关措施。
2012年4月	工业和信息化部	《软件和信息技术服务业“十二五”发展规划》	确立软件和信息技术服务业“十二五”期间发展目标，提出要结合国家改善民生相关工程的实施，加强软件和信息技术服务在科技、教育、医疗、就业、社保、交通、环保和安全生产等领域中的应用。
2012年4月	财政部	国家税务总局关于进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展企业所得税政策	为促进信息软件行业发展，降低企业税负。
2012年6月	国务院	《国务院关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》	提出信息化和工业化融合要不断深入，农业农村信息化有力支撑现代农业发展，文化、教育、医疗卫生、社会保障等重点领域信息化水平明显提高。
2012年7月	中医药管理局	《中医药信息化建设“十二五”规划》	确立“十二五”期间中医药领域信息化的目标。
2012年10月	国务院	《卫生事业发展“十二五”规划》	确立卫生事业“十二五”期间发展目标，将推进医药卫生信息化建设作为重点工作。
2013年1月	国务院	《“十二五”国家自主创新能力建设规划》	将医疗领域作为重点领域，提出推进医疗卫生信息化，完善国家、省和地市级三级卫生信息平台。
2013年2月	工业和信息化部	《软件企业认定管理办法》	确立软件企业认证制度。
2013年9月	国务院	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	提出推进健康服务信息化。制定相关信息数据标准，加强医院、医疗保障等信息管理系统建设，充分利用现有信息和网络设施，尽快实现医疗保障、医疗服务、健康管理等信息的共享。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。
2013年11月	卫生计生委、中医药管理局	《关于加快推进人口健康信息化建设的指导意见》	确立推进人口健康信息化建设的具体政策和措施。
2013年12月	卫生和计划生育委员会、中医药管理局	《关于加快发展社会办医的若干意见》	提出支持开展信息化建设。支持非公立医疗机构加快实现与医疗保障、公立医疗机构等信息系统的互联互通。
2014年8月	卫生和计划生育委员会	《全面提升县级医院综合能力工作方案》	提出开展以病人为中心的医院信息化流程再造，健全居民健康卡受理环境，注重信息标准应用和安全防护，从粗放式管理向精细化管理转变，不



2015年1月 卫生和计划生育委员会 《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）》

断提高精细化管理水平；推进以电子病历为核心的医院信息化建设等。提出充分利用信息化手段，促进优质医疗资源纵向流动，建立医院与基层医疗卫生机构之间诊疗信息互通共享、远程医疗服务和教学培训的信息渠道。

资料来源：各地政府网站，中国银河证券研究部

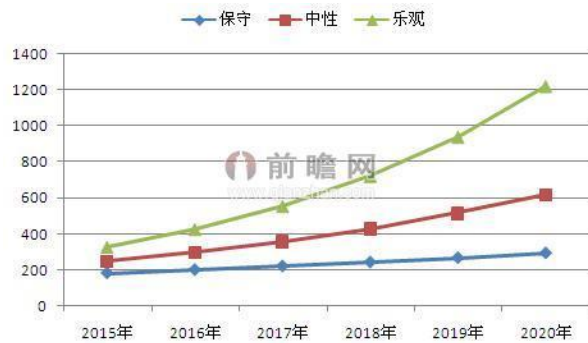
**医疗信息化入十三五重点规划，2020年市场规模有望超千亿。**从信息化投入占医院收入比重来看，目前信息化投入占医院收入的比重大约在0.5%-0.8%左右，预计随着政府投入以及医院自身对信息化的重视程度提升，IT投资占收入的比重将快速提升。据前瞻产业研究院发布的《2015-2020年中国医疗信息化行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》数据显示，按照医院收入复合增速15%（过去5年复合增速达到了22.4%）、信息化投资占比达到1.2%的中性假设计算，2015年医院信息化行业规模将达到248.2亿元，复合增速为32.1%。根据国际数据公司（IDC）出版的报告预计到2017年，医疗行业IT消费市场的规模将达到336.5亿元。

图5：医院信息化投入比例大幅增长



资料来源：赛迪顾问、中国银河证券研究部

图6：2020年市场规模有望超千亿

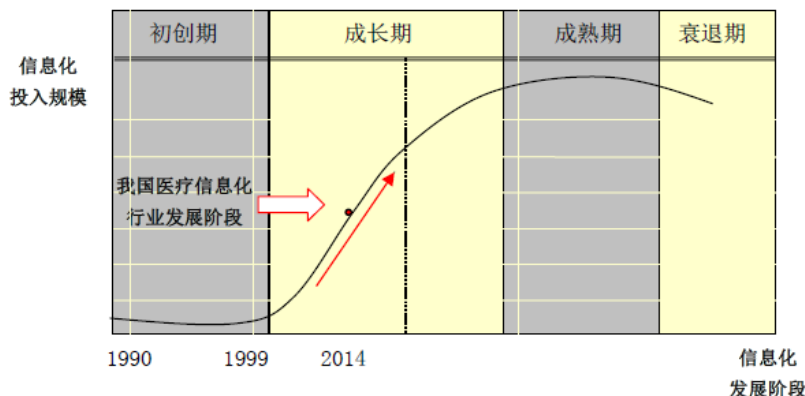


资料来源：前瞻网、中国银河证券研究部

## （二）医疗卫生信息化处于成长期，集中度偏低有望进一步提高

随着医疗卫生体制改革的不断深化，信息化作为医改支撑依托的作用越来越大，医疗卫生信息化目前正处于产业发展的黄金时期，发展前景广阔。基于信息化的需求从政府到社会不断拓展，基于网络化的业务从局部到区域不断延伸，基于数字化的管理从深度到高度不断提升，信息技术对医改的支撑和保障作用，在实践中越来越充分地显示出来，并将贯穿于深化医改的全部进程之中。

图7：医疗卫生信息化正处于产业发展的黄金时期，发展前景广阔



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

医疗信息化的投入重心逐步从传统的 HIS 向 CIS 和区域医疗信息化转移。我国目前正处于由 HMIS 向 CIS 和 GMIS 过渡阶段。HMIS 在一线城市占有率达 90%，且有大量公司做 HMIS；而 CIS 一线城市占有率 30%，属于深化阶段，市场空间大，行业目前集中度较低，未来 3-5 年集中度将逐渐提升，CIS 系统未来将向专业分工更细致的科室级信息管理发展。

图 8：医疗信息化正处于由 HMIS 向 CIS 和 GMIS 过渡阶段

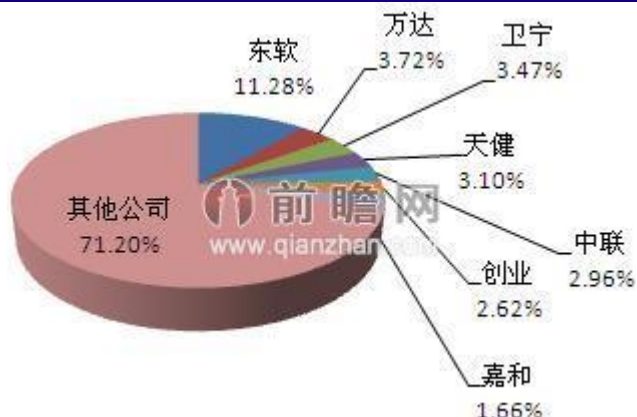


资料来源：赛迪顾问、中国银河证券研究部

目前，国内医疗卫生领域厂商众多市场占有率普遍偏低，行业集中度有望进一步提高。医疗卫生领域医疗信息化及软件生产供应商较多，约在 600 家左右，其中大型供应商占比 15%，中型占 60%，小型占 25%。据前瞻产业研究院发布的《2014-2018 年中国医疗信息化行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》数据显示，在全国 866 项医疗信息化市场中标信息统计中，中标规模排名前七的企业的占比合计 28.8%，预计前十的规模占比将在 30%左右，依然呈现出较低的市场集中度。

图 9：医疗信息化市场企业竞争格局（单位：%）





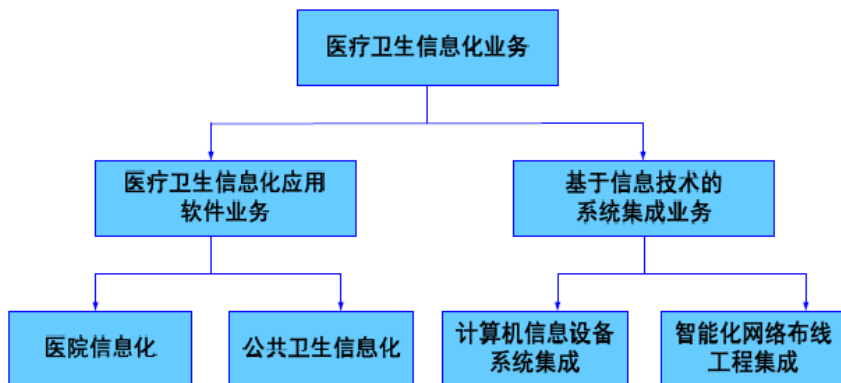
资料来源：前瞻网、中国银河证券研究部

### 三、公司主业分析

#### (一) 公司专注医疗卫生信息化，各项业务增长迅速

公司成立以来一直专注于医疗卫生行业的信息化建设业务，主营业务主要包括医疗卫生信息化应用软件业务、基于信息技术的系统集成业务。

图 10：公司主营业务构成

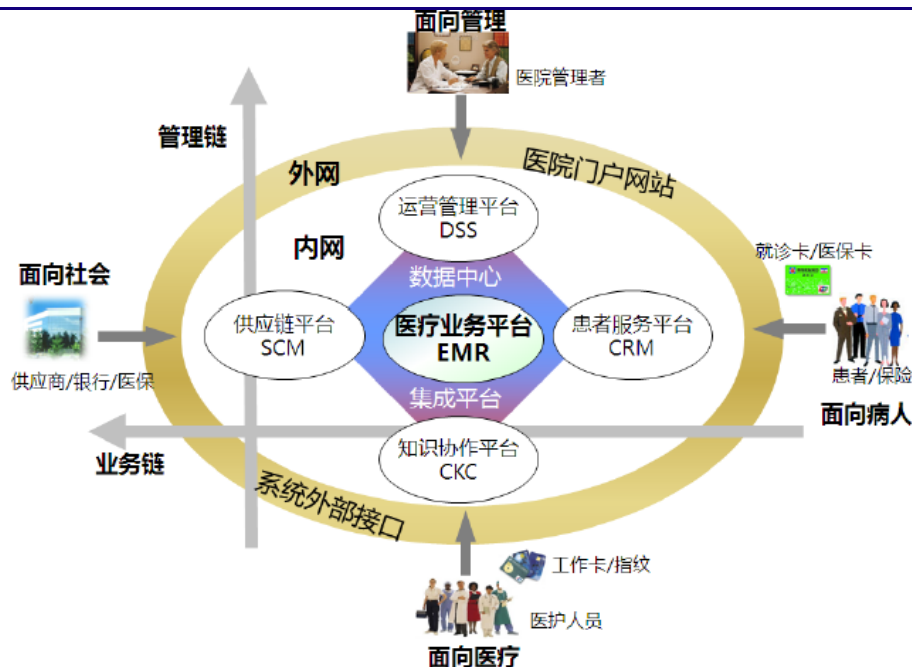


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

公司主要产品为医疗卫生信息化应用软件产品。经过多年的研发，已建立了较为完整的产品体系，产品主要分为医院信息化应用软件和公共卫生信息化应用软件两大系列。公司开发的医院信息化应用软件是以病人为中心，以电子病历为核心，以全面集成为手段，采用先进的 IT 技术框架，遵循国内外通用标准和规范，支持医院内部医疗信息和管理信息的数据采集、处理、存储、传输和共享，实现病人信息数字化、医疗过程数字化、管理流程数字化、医疗服务数字化、信息交互数字化，在价值链上实现病人、医院、供应商的信息集成；在管理链上实现人、财、物、药、设备等的管理与战略目标的集成，内容涵盖医院临床、医技、护理、科研、教学、管理等多个方面。公司开发的公共卫生信息化应用软件是以居民电子健康档案为核心，以区域医疗资源共享为目标，以社区和农村居民基本医疗卫生服务为重点，运用信息化的手段，

为国内公共卫生领域信息化建设提供全面解决方案。

图 11: 医院信息化应用软件系列业务结构



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

图 12: 公共卫生信息化应用软件系列



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

应用软件业务作为公司目前的核心业务, 2012 年度、2013 年度和 2014 年度收入分别为 21,006.98 万元、24,761.88 万元和 27,297.52 万元, 保持持续增长。应用软件业务收入实

现持续增长，直接带动了主营业务收入的增长。随着市场规模的扩大，公司凭借自身竞争优势，持续开拓新客户、老客户的业务订单，预计会带来毛利率较高应用软件收入的持续增长。

**表 4、公司分项业务情况**

产品		2012	2013	2014
主营业务收入	营业收入(万元)	36,085.48	37,800.55	40,564.81
	同比增长(%)		4.75%	7.31%
应用软件	营业收入(万元)	21,006.98	24,761.88	27,297.52
	同比增长(%)		17.87%	10.24%
其中：医院信息化软件	营业收入(万元)	12,801.60	15,375.59	16,813.00
	同比增长(%)		20.11%	9.35%
公共卫生信息化软件	营业收入(万元)	8,205.38	9,386.29	10,484.52
	同比增长(%)		14.39%	11.70%
系统集成	营业收入(万元)	14,398.12	12,893.24	13,193.36
	同比增长(%)		-10.45%	2.33%
其中：计算机信息设备系统集成	营业收入(万元)	11,102.55	9,578.28	10,120.28
	同比增长(%)		-13.73%	5.66%
智能化网络布线工程集成	营业收入(万元)	3,295.58	3,314.96	3,073.08
	同比增长(%)		0.59%	-7.30%
其他	营业收入(万元)	680.38	145.43	73.94
	同比增长(%)		-78.63%	-49.16%

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

## (二) 公司竞争优势：核心技术、营销网络、客户规模

**公司具有领先的行业地位和丰富的行业经验。**作为国内较早进入医疗卫生信息化的软件供应商之一，公司成立至今一直专注于医疗卫生信息化领域。经过多年发展，公司已累计实施了 4,000 余个医疗卫生信息化建设项目，涉及医院、社区卫生服务中心、农村合作医疗机构、疾控中心、药店、社保卫生管理部门等各类医疗卫生机构的信息化建设，积累了丰富的经验，特别是在大型数字化医院建设和区域卫生信息化平台建设方面，公司先后实施了北京、上海、成都、杭州等多个医疗卫生信息化示范项目，深化了对行业与客户需求的理解，积累了大型项目实施经验，服务水平得到显著提升。

**先进的技术水平和持续的创新力。**作为高新技术企业，公司一贯坚持技术领先的企业发展战略，紧跟国际信息技术的发展潮流，紧密结合我国医疗卫生信息化建设的实际情况，始终重视自主研发和科技创新活动。经过多年的研发与积累，公司掌握了一批较为领先的核心技术，同时取得了多项科技成果，形成了功能较为完善的医疗卫生信息化应用软件。自 2010 年以来，公司被连续认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”。公司凭借其积累的技术开发能力，先后承担了包括国家科技支撑计划项目、国家电子信息产业发展基金项目、国家高新技术产业化项目、国家火炬计划项目、国家重点创新基金项目等在内的多项政府科技开发项目。

**图 13：公司创新成果**



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

**成功案例形成的示范效应优势。**公司由于自身发展过程中的积累，在技术开发、项目经验、人才积累、客户资源和专业资质等方面拥有明显优势，深受客户的青睐，承担了数个示范性项目的建设：在医院信息化方面，公司负责建设服务的北大深圳医院被卫生部评选为首批数字化示范医院；在公共卫生信息化方面，公司承做的上海闵行和成都新津区域卫生信息化项目得到了国务院医改办和卫生部的认可。上述案例的成功实施为公司的市场拓展带来了良好的示范效应。

**公司具有完善的营销网络和大批稳固优质的客户资源。**截至目前，累计用户达 3000 余家，其中包括国内著名大型三甲医院以及各级卫生行政管理部门。公司坚持“合作双赢，共同进步”的经营方针，与主要客户建立紧密的合作关系，在合作中共同发展。为构建与客户之间良好的伙伴关系，公司采取了灵活机动的沟通方式，运用信息化手段，建立了客户服务中心，开发了客户信息化服务平台，实现了与客户之间的及时沟通，从而为公司业务持续快速增长奠定了良好的基础。客户粘性高是医疗卫生信息化领域的显著特点。公司的绝大部分客户在项目实施完成后都需要提供持续服务，如果客户有系统升级、改造等方面的需求也会优先采用公司的方案。

**公司具有良好的品牌形象和高等级的专业资质优势。**公司从成立至今一直专注于医疗卫生信息化领域，通过不断改进技术和完善产品，已经能够针对不同规模、不同需求的客户提供个性化整体解决方案。公司产品受到客户的广泛好评，随着客户数量的增加以及示范工程项目的推广，公司的品牌知名度不断提升，也塑造了公司良好的品牌形象。

表 5：2011-2014 公司所获荣誉

年份	公司所获荣誉
2011	中国行业信息化最具成长力企业、浙江省创新型示范企业
2012	中国医疗信息化行业最具实力的 10 大领军企业
2013	国金软件医疗行业最具影响力企业
2014	中国行业信息化标杆企业

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

**公司具有创新和谐的企业文化和高素质人才优势。**公司历来重视人才培养和储备，拥有一支高素质的核心管理团队和优秀的技术团队。公司核心管理团队知识结构合理，职责分工明

确，配合协调默契，管理经验丰富，创新能力与责任意识强，具有良好的开拓创业精神和较强的经营管理能力，得到公司股东、员工的信赖和用户的好评。技术团队由多名业内资深技术专家领衔，专业知识功底深厚、技术创新能力强、行业经验丰富，历年来累计有 129 人次荣获省、市科技奖励，14 人次获浙江省软件行业杰出人才及最佳创新研发团队、杭州市新世纪“131”优秀青年人才、高新区优秀科技工作者称号，整体技术水平与创新能力居行业前列。

凭借这些竞争优势，公司在医疗卫生信息化领域跻身行业前列。公司在 2009-2012 年期间位列 SP 渠道发展研究中心“中国 IT 金榜”卓越行业服务金榜中医疗/卫生行业的 TOP10。2014 年，公司被中国计算机报社、中国信息化推进联盟、中国计算机行业协会联合评选为“2014 年度中国行业信息化标杆企业”。截至 2014 年底，公司拥有 150 家三级甲等医院客户，三甲医院渗透率较高。在公共卫生信息化服务领域，公司累计为全国 188 家县级及以上的卫生局提供了服务，约占县级及以上卫生局（厅）的 5.84%，在目前相对分散的竞争格局中具有一定优势。公司在 2014 年稳步推进医院信息化业务，所服务的三甲医院客户平稳增长。与此同时，根据新医改政策要求，积极拓展公共卫生信息化业务，所服务的卫生局及其他卫生机构客户呈现较快增长势头。

表 6：公司在医疗卫生信息化领域市场份额逐渐增大，域跻身行业前列

	卫生局及其他卫生机构			三甲医院		
	家数	增长数	增长率	家数	增长数	增长率
截至 2012 年底	147			126		
截至 2013 年底	160	13	8.84%	133	7	5.56%
截至 2014 年底	188	28	17.50%	150	17	12.78%

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

## 四、募投项目分析

本次发行合计 1700 万股，项目总投资额为 20611.95 万元，其中计划用募集资金投入 20060 万元，将用于投资下列项目：

表 7：公司募投项目情况（万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金拟投资金额
1	基于电子健康档案的区域医疗卫生综合管理信息系统升级与产业化项目	7,095.46	7,095.46
2	基于电子病历的数字医院信息集成系统升级与产业化项目	7,297.79	7,297.79
3	研发中心与客户服务中心技术改造项目	6,218.70	5,666.75
	合计	20,611.95	20,060

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部



为及时把握行业发展机遇以及使募集资金项目尽快产生效益，公司已对上述 1-3 项投资项目进行了部分先期投入，待募集资金到位后将置换前期投入的自筹资金。募集资金投资项目的共同特点是技术改造，即在公司现有产品或研发、服务设施的基础上，通过技术改造实现核心产品的升级换代和研发、服务体系的优化升级。项目的成功实施将有效提升公司现有业务的技术水平与盈利能力，推动现有产品的升级换代，拓展现有业务的经营范围，提高现有业务的经营规模，增强公司核心竞争力，在更高的经营平台上实现公司的长远发展目标。

## 五、盈利预测与投资建议

基于对行业前景以及对公司综合竞争力的判断，我们对公司主营业务的收入、毛利率预测如下表所示。

表 8：主营业务收入及毛利率预测

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>医院信息化软件</b>							
收入	9,246.87	12,801.60	15,375.59	16,813.00	19335	22429	26241
YOY		38.4%	20.1%	9.3%	15.0%	16.0%	17.0%
毛利率 (%)	69.97	66.78	65.99	64.27	65.00	65.00	65.00
成本	2777	4253	5229	6007	6767	7850	9184
毛利	6470	8549	10146	10806	12568	14579	17057
<b>公共卫生信息化软件</b>							
收入	5,275.35	8,205.38	9,386.29	10,484.52	12372	14599	17226
YOY		55.5%	14.4%	11.7%	18.0%	18.0%	18.0%
毛利率 (%)	63.39	60.48	59.70	59.10	60.00	60.00	60.00
成本	1931	3243	3783	4288	4949	5839	6891
毛利	3344	4963	5604	6196	7423	8759	10336
<b>系统集成设备</b>							
收入	17,187.12	14,398.12	12,893.24	13,193.36	13193	13193	13193
YOY		-16.2%	-10.5%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率 (%)	17.41	16.77	16.29	19.52	18.00	18.00	18.00
成本	14195	11984	10793	10618	10819	10819	10819
毛利	2992	2415	2100	2575	2375	2375	2375
<b>总收入</b>	<b>31709</b>	<b>35405</b>	<b>37655</b>	<b>40491</b>	<b>44900</b>	<b>50221</b>	<b>56661</b>
<b>毛利</b>	<b>12806</b>	<b>15926</b>	<b>17850</b>	<b>19577</b>	<b>22366</b>	<b>25713</b>	<b>29768</b>
<b>毛利率</b>	<b>40.4%</b>	<b>45.0%</b>	<b>47.4%</b>	<b>48.4%</b>	<b>49.8%</b>	<b>51.2%</b>	<b>52.5%</b>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

我们预计公司 2015-2017 年净利润分别为 5700、6700 和 7900 万元，对应 EPS 分别为 0.84、0.99 和 1.17 元。

参考相近公司的估值情况，结合公司未来的成长性，可给予公司 15 年 130-150 倍 PE，对应合理价值区间为 109-126 元。



公司本次拟发行不超过 1700 万股，不进行老股转让，发行后总股本不超过 6800 万股。  
 预计募集资金 20060 万元，在没有超募且足额发行的情况下，对应发行理论价格为 11.8 元。

**表 9：可比公司估值水平**

证券简称	证券代码	股价	2014A	2015E	2016E	2014PE	2015PE	2016PE	总市值
卫宁软件	300253	66.51	0.22	0.35	0.53	300.4	190.1	126.5	363.4
万达信息	300168	94.60	0.38	0.54	0.74	249.4	175.9	127.5	473.8
东软集团	600718	28.94	0.21	0.48	0.56	138.9	60.3	51.5	355.3
延华智能	002178	19.79	0.09	0.16	0.23	228.9	124.7	84.8	132.6
运盛实业	600767	24.46	0.08	0.14	0.24	321.0	172.0	103.2	83.4
中元华电	300018	47.01	0.26	0.40	0.49	183.9	117.3	96.7	91.7
均值						237.1	140.1	98.4	

资料来源：wind，中国银河证券研究部

**表 10：利润表**

项目（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	406	449	502	567
减：营业成本	210	225	245	269
营业税金及附加	5	4	5	6
销售费用	49	56	63	71
管理费用	105	117	133	153
财务费用	(1)	(2)	(4)	(5)
资产减值损失	10	10	10	10
加：投资收益	(0)	0	0	0
二、营业利润	28	38	50	63
加：营业外收支净额	28	29	29	30
三、利润总额	56	67	79	93
减：所得税费用	9	10	12	14
四、净利润	48	57	67	79
归属于母公司的利润	48	57	67	79
<b>五、基本每股收益（元）</b>	<b>0.93</b>	<b>0.84</b>	<b>0.99</b>	<b>1.17</b>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 发行前公司股权结构图 .....	2
图 2: 公司营业收入及归属母公司净利润情况 .....	3
图 3: 2012-2014 公司收入结构拆分 .....	4
图 4: 2012-2014 公司毛利结构拆分 .....	4
图 5: 医院信息化投入比例大幅增长 .....	6
图 6: 2020 年市场规模有望超千亿 .....	6
图 7: 医疗卫生信息化正处于产业发展的黄金时期, 发展前景广阔 .....	6
图 8: 医疗信息化正处于由 HMIS 向 CIS 和 GMIS 过渡阶段 .....	7
图 9: 医疗信息化市场企业竞争格局 (单位: %) .....	7
图 10: 公司主营业务构成 .....	8
图 11: 医院信息化应用软件系列业务结构 .....	9
图 12: 公共卫生信息化应用软件系列 .....	9
图 13: 公司创新成果 .....	10

## 表格目录

表 1、创业软件发行前后股权结构 .....	2
表 2: 国家一系列政策促进医疗卫生信息化发展 .....	4
表 3: 国家一系列政策促进医疗卫生信息化发展 .....	4
表 4、公司分项业务情况 .....	10
表 5: 2011-2014 公司所获荣誉 .....	11
表 6: 公司在医疗卫生信息化领市场份额逐渐增大, 域跻身行业前列 .....	12
表 7: 公司募投项目情况 (万元) .....	12
表 8: 主营业务收入及毛利率预测 .....	13
表 9: 可比公司估值水平 .....	14
表 10: 利润表 .....	14

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**沈海兵，吴砚靖，计算机行业证券分析师。**2 人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)