

2015年8月5日

个股报告

评级：增持

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

证券分析师：李响 S0350513090002

联系人：朱芸 S0350115020010

电话：010-88576686-801

微信：klfgongzhong

医疗信息化投资逻辑未变，区域医疗信息化

平台优先布局成亮点

——创业软件（300451）深度研究报告

投资要点：

- **投资逻辑未改，医疗信息化行业仍将保持高速增长。**上半年，医疗信息化组合（卫宁软件、万达信息、东华软件、东软集团）累计收益高达214%，比同期创业板指数高79%，同时跑赢中信计算机指数。我们认为，医疗信息化被市场看好的主要两大逻辑是：

1. **行业增长空间大，医疗信息化龙头企业分食更大蛋糕。**医疗信息化主要分为三个阶段，从市场规模和增速来看，当前我国处于医院信息化拓展阶段：CIS系统覆盖量约30%，预计2016年市场规模达到50亿，增速保持在13%左右；区域医疗信息化系统将是下一个重要的市场，预计复合增速保持在20%左右，基于区域医疗信息化系统的数据变现未来空间巨大；2C端的健康产业市场关注度最高，不可质疑的是，这会是未来发展方向。

2. **定增布局体现企业发展逻辑（2B to 2C）根本转变，数据入口优势成为市场核心关注点。**医疗信息化企业通过外延并购正式实现业务从项目制向运营制的根本转变。医疗信息化企业作为医疗产业链上数据的天然入口，在未病管理-医院-医疗-医保等任何一个领域做大做深，企业的成长将会实现数量级增长。上半年，医疗信息化企业积极利用外延并购整合核心业务链条，在产品线、渠道等多方面的布局，实现企业主营业务快速增长；更重要的是，医疗信息化企业通过定增方式布局智慧医疗产业，并且不断在相关领域积极布局，给企业高增长带来更多的可能性。

基于对市场逻辑的梳理，以及参考行业本身特性，我们认为，市场对于医疗信息化看好的根本逻辑并未发生变化，我们依然看好医疗信息化企业内生增长以及转型发展。

- **谈转型，需以政府资源为着力点，区域医疗信息化平台是当前企业布局政府数据的重要入口。**以EMR（电子病历）为基础的医疗大数据，数据获取合法性有要求、获取数据后无法打通医疗-医药-医保的体系也是现实体制存在的问题。在医疗改革当前进展情况下，简单获取医院数据没有实际意义，互联网思维的各种“小而美”的产品有一定流量但因制度愿意缺乏盈利模式。探索有效方式打通“三医”，在一定程度上规避政策壁垒，才是医疗信息化企业布局数据入口的方向。区域医疗信息化平台作为卫生部重点建设项目，链接区域内社区医院-三甲医院EMR数据、HER数据，打通医院-医药-医保的壁垒，实现真正意义上的数据流通与变现。区域医疗信息化平台满足参与各方利益诉求，在美国有较成熟的盈利模式，是医疗信息化企业领先转型步伐的重要布局。
- **创业软件专注医疗信息化产业，深耕细作18年，第一梯队核心公司。**专一耕耘、业绩稳定增长是我们看中公司的重要因素。医疗信息化行业竞争集中度相对较低，公司维持产品10%市占率属于行业领先水平。

1. **医院信息化系统保持稳定增长，向服务运维转型实现新的增长。**公司布局了包含 HIS/CIS 等系统的全产业链，直接受益于 CIS 业务增长，软件收入复合增长保持 15%左右。公司积极转型服务运营，开拓新的利润增长点，以公司 3000 家用户来说，平均服务费 8 万计算，毛利率以行业平均 50%计算，可以给公司带来快速增长。我们认为，医院信息化系统的稳定增长，是公司转型运行的重要基础。
2. **优先布局区域医疗信息化平台是未来核心竞争优势，新签订协议实现政府数据运营。**上海市闵行区基于电子健康档案的区域信息化平台是公司最早布局平台的典型案例，平台实现全区健康管理（健康小屋）-社区医院-三甲医院-医药体系-医保支付的全流程体系，是卫生部、上海市高度赞扬的区域医疗信息化平台。基于此成功案例，公司陆续承接湖北、云南、江西、江苏等多地平台数据搭建和运营业务。7 月 30 日，公司公告中标“中山市区域卫生信息平台建设营运项目”，这是公司探索利用 PPP 模式进行平台建设的新突破，这次中标直接体现了公司在转型中对政府数据入口的坚定性和执行力。基于我们对平台未来成长空间的信心，我们认为，公司依托政府资源、以各地市为落脚点的转型思路是走在行业前列的。

■ **首次覆盖，给予增持评级。**我们预测公司 2015 年-2017 年的 EPS 分别为 1.12 元、1.29 元、1.48 元，对应 PE 分别为 152.5 倍、132.3 倍、114.9 倍。我们坚定看好公司基本面情况，对于公司未来转型方向充满信心。我们认为，借力资本市场外延并购、转型布局会成为后期公司重要看点。给予“增持”评级

■ **风险提示。**创业板大幅调整风险；业务布局不达预期风险；业务培育拓展费用大幅增加风险。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	406	445	490	540
增长率(%)	7%	10%	10%	10%
净利润（百万元）	48	57	66	76
增长率(%)	4%	20%	15%	15%
摊薄每股收益（元）	0.93	1.12	1.29	1.48
ROE(%)	13.80%	14.62%	14.88%	15.10%

目 录

1. 上半年随风起舞，下半年逻辑未变	4
1.1 上半年随风起舞	4
1.2 下半年逻辑未变	4
1.2.1 医疗信息化行业增长空间巨大，巧妙布局助推公司业绩	4
1.2.2 定增并购体现运营思路（项目制 to 运营制）根本转变，天然数据入口备受关注	7
1.2.3 收购兼并成行业整体趋势：Cerner 收购西门子医疗 IT，有望跃居行业龙头	9
1.3 BAT 巨头抢滩布局智慧医疗，印证数据资源才是核心资源	10
2. 医疗产业痛点多，政府资源获取是转型的核心要点	11
2.1 从医疗改革举措看医疗布局痛点，转型布局唯有从顶层入手	11
2.2 互联网思维解决行业痛点的逻辑短期走不通	12
2.3 政府入场券是核心战斗力	14
2.3.1 区域医疗信息化平台是政府资源入口，是多方共赢的选择	15
2.3.2 区域医疗信息化平台国外具备较成熟的盈利模式	16
2.3.3 政府投入直接利好区域医疗信息化平台建设	17
3. 老牌劲旅，行业竞争力凸显，转型走在前面	19
3.1 核心业务——医院信息化系统保持稳定增长，服务转型将是业务增速亮点	20
3.1.1 医院信息化系统稳步增长为公司后期布局坚实基础	20
3.1.2 核心业务从产品向服务运营转型，实现新的利润增长点	21
3.2 优先布局区域医疗信息化平台是未来核心竞争优势	22
3.2.1 闵行区区域医疗信息化平台建设打造标杆案例	22
3.2.2 区域医疗信息化建设不断布局中，后续发展值得期待	24
3.3 充分发挥二级市场作用，积极布局智慧医疗产业	25
4. 盈利预测	26
5. 风险提示	26

上半年随风起舞，下半年逻辑未变

1.1 上半年随风起舞

从 2014 年年底开始，医疗信息化行业备受市场关注，半年累计涨幅远远领先主板、创业板和中小板指数以及行业平均水平。以行业内四家标的企业卫宁软件、万达信息、东华软件、东软集团为例，自从 2014 年 11 月 19 日到 2015 年 5 月 29 日的半年多时间里，这四家标的企业累计涨幅达到 214%，这不仅远高于同期沪深 300 指数 91%以及中小板指数 103%和创业板指数 135%的涨幅，同时也高于中信计算机板块 210%的增幅。

图 1 医疗信息化标的企业累计涨幅及指标比较



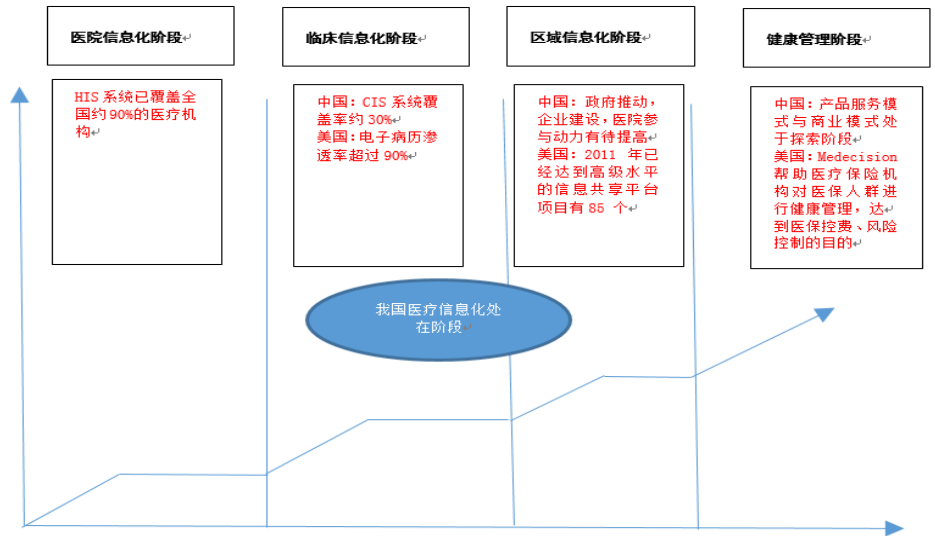
资料来源：wind、国海证券研究所

1.2 下半年逻辑未变

1.2.1 医疗信息化行业增长空间巨大，巧妙布局助推公司业绩

医疗信息化发展主要可以分为医院信息化 (HIS 医院信息管理系统和 CIS 临床信息化系统) 阶段、区域信息化阶段和健康管理阶段三个阶段。据 IDC 预测，2013 至 2017 年中国医疗信息化市场的年复合增长率预计为 14.5%。2014 年，医疗行业 IT 解决方案的市场规模为 48.8 亿元人民币 (包括软件和服务，非总体 IT 花费)，比 2013 年增长了 24.0%。医院信息化产品在未来几年的绝对增长量会持续增加。和欧美等发达国家相比，发展空间更为广阔。

图2 中美在智慧医疗各发展阶段比较

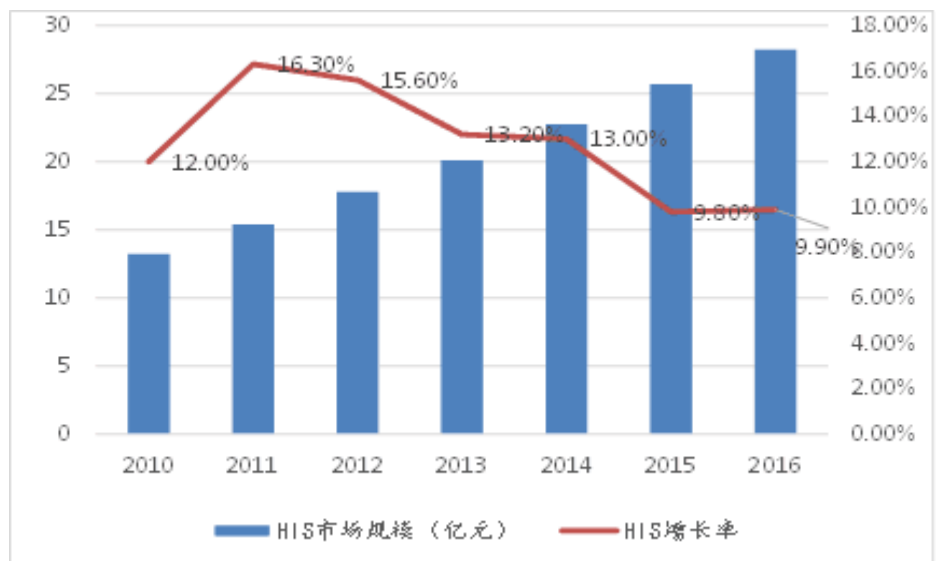


资料来源: 互联网、国海证券研究所

2009年, 新医改将医疗信息化作为四梁八柱之一, 我国医疗信息化真正进入建设高峰期, 整个医疗信息化行业得到了长足发展。目前, 我国正处于医院信息化阶段向临床信息化过度的时期, 区域医疗信息化和健康管理将成为未来较明确的发展方向。

医院信息化系统(HIS)以财务管理为核心, 重点解决医院内部的财务核算及日常管理信息化问题。我国HIS系统的市场规模逐渐扩大, 复合年均增长率为12.9%。但是HIS增速在2011年以后逐渐下降, 说明我国HIS系统已经开始出现饱和的趋势, 相关企业必须加快转型, 才能实现长久的发展。

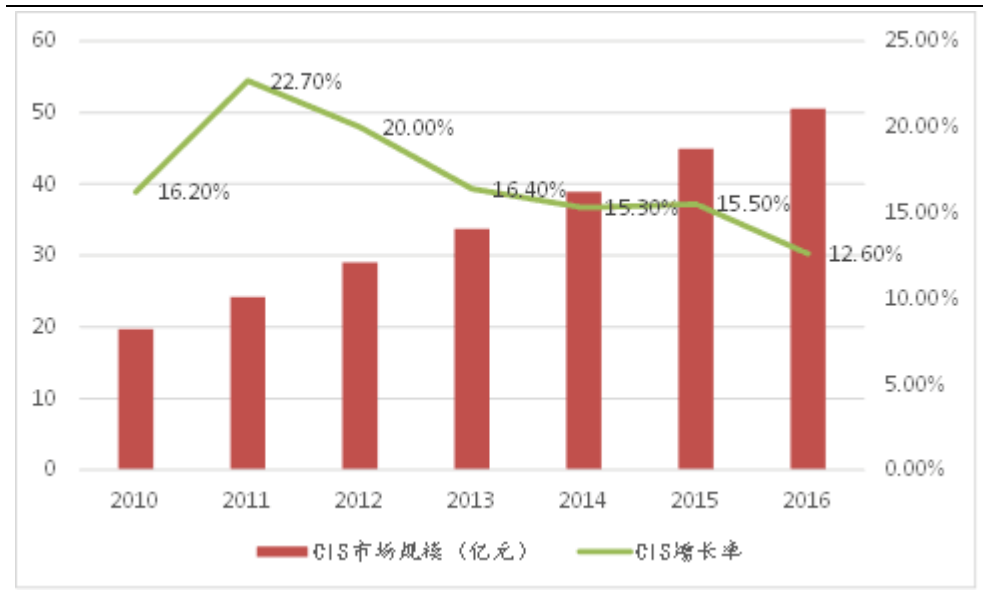
图3 我国HIS系统市场规模及增速



资料来源: wind、国海证券研究所

在临床信息化系统（CIS）中，和 HIS 系统相同的是我国 CIS 系统市场份额逐渐扩大，复合年均增长率为 15.9%，但增长率在 2011 年之后不断下滑。不同点在于在每一个可比年份，CIS 系统的增速都大于对应的 HIS 年份，因此复合年均增长率也比较大。这种现象一方面说明同 HIS 相比，CIS 发展空间更为广阔，一方面也说明仅仅依靠 CIS 系统作为主营业务的企业从长期来说并不具有十分明显的竞争优势。

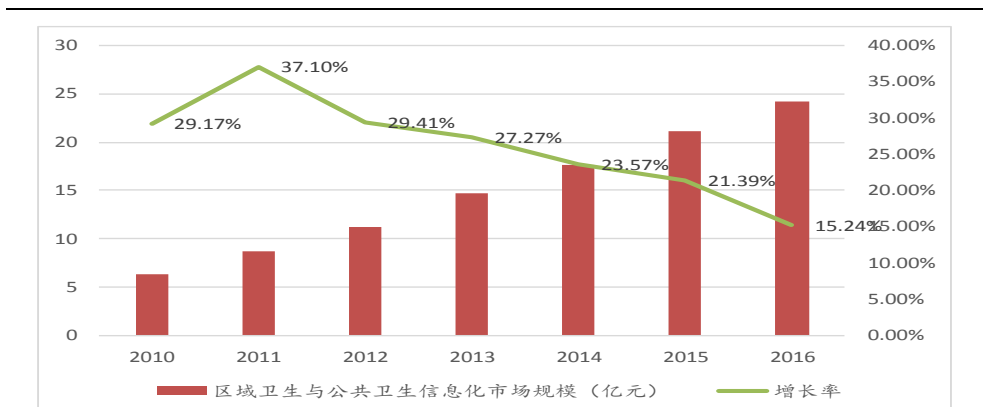
图 4 我国 CIS 系统市场规模及增速



资料来源：互联网、国海证券研究所

从区域信息化这一方面来说，尽管这一市场规模只有几十个亿，和 CIS 以及 HIS 动辄千亿的规模有一些差距，但是其增长速度常年保持在 15% 以上的高水平，复合增长率达到了 28.4%，显示出这一领域巨大的潜在发展空间，将会成为医疗信息化建设中闪亮的增长点。放眼全球，区域医疗信息化是公认的未来卫生信息化建设发展方向，以电子档案市场为核心的区域信息化必将推动医疗信息化的重要领域。

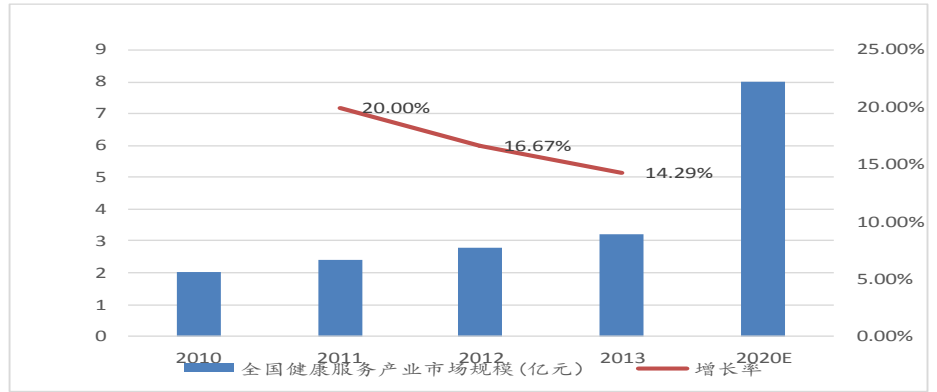
图 5 我国区域卫生与公共卫生信息化市场规模及增长率



资料来源：wind、国海证券研究所

从健康管理这一角度看，在过去五年，健康管理年平均增长率达到 15%左右；在未来五年，数据显示全国健康服务产业规模将会出现超过 150%的增长。在“全民大健康”时代背景下，随着人民生活水平提高以及预期寿命延长，健康管理必将依法更多的人关注，千亿蓝海等待发掘。

图 6 我国全国健康服务产业市场规模及增长率



资料来源：互联网、国海证券研究所

由此可见，在以上四个细分市场中，未来区域信息化和健康管理这两个市场发展潜力更大。如果企业能够在这两个子市场提前布局，则必将在激烈的市场竞争中拔得头筹，取得更为长远的发展。

1.2.2 定增并购体现运营思路（项目制 to 运营制）根本转变，天然数据入口备受 关注

医疗作为每一个家庭和个人的刚需消费，在当前市场痛点急需解决，但却找不到有效方式的情况下，市场赋予有机会解决医疗相关痛点的企业很大想象空间。医疗信息化企业作为在医疗、医药政府部门等领域的软硬件服务提供商，具备天然的数据入口优势，是最有可能吃到第一口螃蟹的行业。去年下半年到今年上半年，众多医疗信息化企业积极布局智慧城市，医疗信息化企业从过去项目制公司转型为运营制公司，转型的范围主要包括未病管理、医疗、医药、医保四个方面，最终目的是要实现 C 端的医疗、医药、医保“三医”闭环发展，这样的布局转型直接带来市场重大的关注。

作为行业内传统医疗信息化企业，卫宁软件和万达信息已经敏锐意识到布局智慧医疗四方面的重要意义，正在加速向智慧医疗转型。在 2014 年 12 和 2015 年 3 月，两家公司分别以定向增发股票的方式募集资金 102 亿和 35 亿，为公司下一步布局智慧医疗产业各环节打下了坚实的基础。

在募集到足够金额的资金后，两家公司开始紧锣密鼓布局智慧医疗，大力开展外延并购，以收购、签署合作协议、联合设立子公司等多种形式，在未病管理、医

疗、医药、医保各方面抢滩布局，意图在市场竞争中拔得头筹，着力打造实现B端的医疗、医药、医保“三医”闭环生态圈。

绝大多数被收购企业都给收购方带来了超出预期的回报。万达信息，其2014年年报显示2014年度新收购上海复高和宁波金唐2014年度利润分别为3662和2653万元，分别高于收购时承诺的3500万元和2500万元。实际投资收益高于收购时承诺数，说明收购兼并优质资产进行全产业链布局是行得通的。

在从2014年11月19日到2015年5月29日的半年多时间里，卫宁软件累计最大涨幅达到287%，万达信息累计最大涨幅更是达到了330%。这不仅远高于同期沪深300指数91%以及中小板指数103%和创业板指数135%的涨幅，同时也高于中信计算机板块210%的增幅。此外，在2月16日至3月31日万达信息由于收购四川浩特49%股份停牌，复牌后股价一路上扬，累计增长率也从停牌时候的102%大幅上升到330%，也从另一个侧面说明市场十分认同该行业兼并收购的逻辑。

表1 标的公司近期重大事项及影响

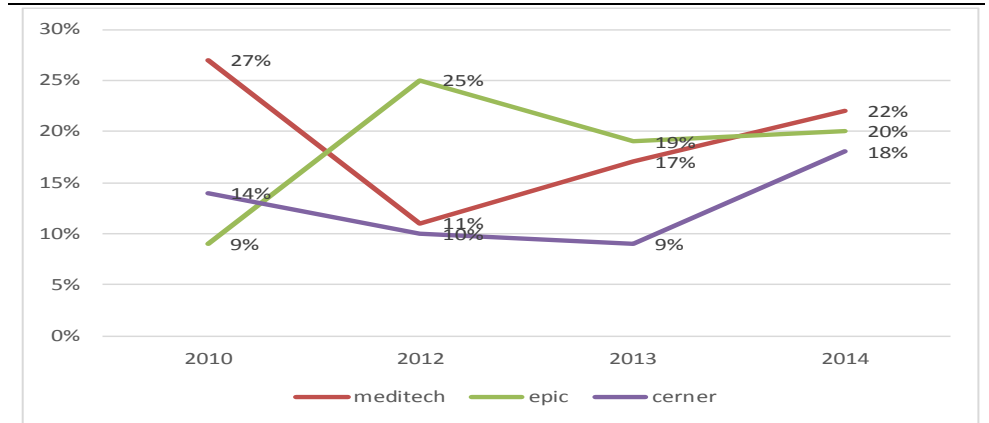
公司名	定增方案	外延布局	布局领域	业绩承诺
卫宁软件	2014.12, 本次非公开发行股票募集资金总额不超过102,001.73万元, 扣除发行费用后拟用于“智慧医疗健康信息系统及其云服务模式建设项目”、“营销服务体系扩建项目”、“总部基地建设项目”和“补充流动资金项目”四个项目。	卫宁软件公告, 公司与乐视网签署战略合作协议, 发力互联网大健康服务。	医疗&未病管理	
		卫宁软件与中国人寿四川分公司签订针对大病医保控费审核系统合同。	医药&医疗	
		卫宁软件与浙江大学附属邵逸夫医院、杭州市江干区卫计局签署框架协议。	医药&医疗	
		新设立控股子公司新疆金仕达卫宁软件有限公司。	医药&医保	2014年至2016年业绩预测分别为450、750和1000万元。
		公司公告与郭健、刘永胜、曹莉莉合资成立重庆金仕达卫宁软件有限公司, 公司持股51%。	医保&医药	
		公司公告与刘波合资成立黑龙江金仕达卫宁软件有限公司, 公司持股51%。	医保&医药	
		12月17日, 公司发布公告以2000万元收购上海天健源达信息科技有限公司51%股权,	医疗	2014-2016年实现的扣非净利润分别不低于500万元、700万元、1000万元。
		拟使用3600万元超募资金收购并增资北京宇信网景信息技术有限公司60%股权。	医疗	2014-2015年实现扣非后净利润分别不低于750万元、1026万元。
万达信息	2015.3, 拟非公开发行股票数量不超过6797.44万股, 发行价不低于51.49元/股, 募集资金总额不超过35亿元, 扣除发行费用后将用于健康云项目、医药云项目、保险云项目、医疗云项目, 及偿还银行贷款和补充流动资金。	拟以28300万元收购山西导通信息科技有限公司100%股权。	医疗	2014-2016年实现的扣非净利润分别不低于2,000万元、2,400万元、2,880万元。
		与太平洋保险养老产业投资管理有限责任公司签署《太平洋保险养老产业投资管理有限责任公司与万达信息股份有限公司之全面业务合作协议》。	医保	
		公司公告与国药控股联合设立万达国药医药电商运营有限公司, 首期投资3000万元, 其中公司出资1650万, 占比55%, 国药控股占比45%。	医药	
		与上海医药集团股份有限公司签署战略合作协议。	医药	
		上海市卫生和计划生育委员会与万达信息签订上海市健康管理云平台建设战略合作框架协议。	医疗	
		公司拟使用自有资金4.5亿元向宁波金唐全体股东支付现金购买其100%股权,	医保	承诺2014-2016年扣非净利润不低于2500、3062.5、3751.56万元。
		万达信息收购上海复高计算机科技有限公司100%股权。	医疗	2014年、2015年及2016年的利润不低于3,500.00万元、4,375.00万元及5,469.00万元。

资料来源: 国海证券研究所

1.2.3 收购兼并成行业趋势：Cerner 收购西门子医疗 IT，有望跃居行业龙头

在众多美国医疗信息化公司中，Meditech、Epic 和 Cerner 公司是其中较大的三家公司。从 2010 年到 2014 年，三家公司市场份额经历了此消彼长的过程：Meditech 和 Cerner 公司的市场份额均出现了先下降再上升的趋势。不同之处在于 Meditech 公司市场份额到达低点的时间为 2012 年，比 Cerner 公司早了一年。相比之下，Cerner 公司 13-14 年一年时间市场占有率提升一倍。

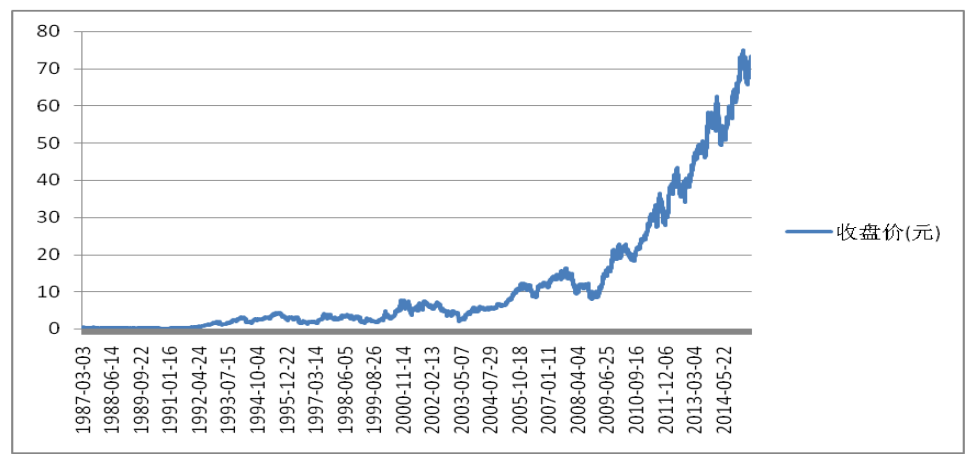
图 7 医疗信息化龙头公司历年市场份额占比变化情况



资料来源：HIMSS Analytics、国海证券研究所

行业领先公司在发展过程中均通过兼并收购方式布局智慧医疗产业，意图使自己在激烈的市场竞争中抢占先机。以 Cerner 公司为例，在 2005 年和 2006 年，公司分别收购 Riverport 公司和 Marion Laboratories 公司；2009 年 12 月 19 日，Cerner 公司宣布收购医疗中心派遣人员公司 IMC Health Care；最近一次收购发生在 2014 年 8 月 6 日，公司收购了西门子全部医疗 IT 业务。

图 8 Cerner 公司上市后股价走势

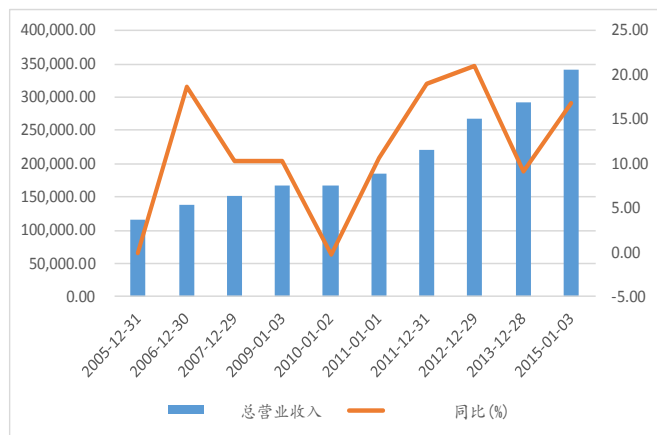


资料来源：wind、国海证券研究所

大规模的兼并收购使公司产生了良好的业绩。Cerner 公司，从公司市值角度看，在 2009 年和 2014 年两次收购之后，公司的股价和市值都出现了明显增长，尤其是 2014 年收购西门子医疗 IT 部门之后，公司所占市场份额增加了一倍；从营业

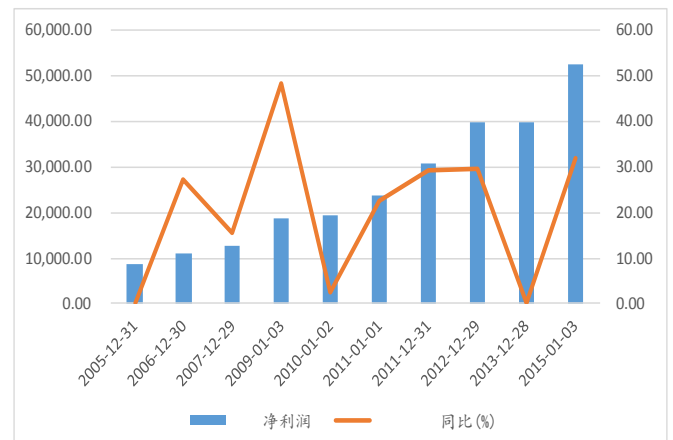
收入和净利润的角度来看，在 2005 和 2014 年两次收购之后，公司营业收入增幅都在 30%以上，净利润增幅达到了 15%，远远超过其他未出现收购事项的年份。

图 9 Cerner 公司营业收入及增长率变化情况



资料来源：wind、国海证券研究所

图 10 Cerner 公司净利润及增长率变化情况



资料来源：wind、国海证券研究所

我们认为，下半年逻辑未改。主要包括以下两条逻辑：1. 医疗信息化整体发展空间巨大，在其四个阶段中，区域信息化和健康管理无疑是最为重要的发展方向，在这两个方面提前大力布局的企业将会有出色的表现。2. 2014 年及 2015 年上半年行业内公司一系列定向增发和兼并重组的行动表明整个行业布局智慧医疗的逻辑并未发生改变。

1.3 BAT 巨头抢滩布局智慧医疗，印证数据资源才是核心资源

回观国内市场布局最为敏锐的互联网企业在智慧医疗上的布局，以 BAT 为代表的互联网公司纷纷通过开发自有产品、与医疗领域企业合作、收购等方式布局未病管理、医药、医疗和医保，以“流量为主”著称的互联网龙头，也正是看中各类产品能够获取相应用户数据资源，实现在细分领域的布局。

表 2 BAT 三巨头在智慧医疗四个方面布局

布局领域	公司	具体项目
未病管理	百度	2013年12月，百度推出dulife,通过对用户身体数据的分析，提供个性化健康解决方案
	阿里	2015年4月，阿里医蝶谷移动APP上线，实时监测使用者健康状况
	腾讯	2014年6月，九安医疗与微信共同推出ihealth智能手表
医疗	百度	2015年1月，百度与301医院(即解放军总医院)正式签署协议，共建网上医疗服务平台，打造便民利民惠民工程
	阿里	2014年3月，阿里与海虹控股签署协议，就医疗福利管理领域结成战略合作伙伴
	腾讯	2012年7月，腾讯与好大夫达成战略合作关系在“在线问诊”、“预约加号”等方面展开合作
医药	百度	2015年4月，百度推出药直达，通过移动搜索、地图等方式为线下药店引流
	阿里	2014年1月，云锋基金10亿元收购中信21世纪54%，获得网上药品的销售权，和中国仅有的药品监管码体系
	腾讯	2014年3月，与九州通旗下药师合作，开通微信购药平台，实现微信支付购药
医保	百度	
	阿里	2014年5月，支付宝启动未来医院项目，力求做到医保实时报销等环节
	腾讯	

资料来源：互联网，国海证券研究所

2. 医疗产业痛点多，政府资源获取是转型的核心要点

“所有没有被互联网改变的行业都将被互联网改变”，当“互联网+”渗透到医疗健康领域时，确实缓解了医疗产业的一些阵痛，但是并未触及到问题的实质。互联网+医疗是一种方式，只有拿到政府入场券，才能真正将改革转型期医疗产业的各个利益方联系起来，实现共赢，因此，建立区域医疗信息化平台是必然的。我们认为，以电子病历为基础的区域医疗信息化平台医疗信息化平台积累大量用户数据，这为医疗信息化企业布局智慧医疗带来重大契机，在该领域提前布局的企业会领跑智慧医疗转型。

2.1 从医疗改革举措看医疗布局痛点，转型布局唯有从顶层入手

2014年2月，国家卫生计生委公布2014年全国卫生重点和首要的任务是公立医院改革。此次医疗改革深刻地分析了我国医疗产业存在的问题，从社会痛点出发，制订区域卫生规划，切实发挥规划的引领作用，推进公立医院规划布局调整。

表 3 我国 2014 年医疗改革内容以及存在的痛点

2014年医改项目	改革内容	痛点
加快推进公立医院改革	1、破除“以药养医”机制，理顺医药服务价格，增加政府投入；3、推动建立科学补偿机制和适应行业特点的人事薪酬、绩效评价等制度，控制医药费用不合理过快增长。	1) 医生的绩效与薪酬大多数与药品相关，因此“高价药”、“多开药”成为很多医生提高收入的一个渠道；2) 药品加价率管制政策，以及与之配套的“禁止二次议价”政策使得药企有足够的操作空间给医生、医疗机构、招标采购部门等相关环节高额回扣，从而
继续巩固完善基层运行新机制	1、创造新考核制度，在实施绩效工资的基础上，适当提高奖励性绩效工资比例，充分调动医务人员积极性；2、将符合条件的村卫生室纳入新农合定点。	1) 基层医疗体系医疗资源匮乏的一个重大原因就是薪酬太低，不能调动医疗人员的积极性，医疗水平低下；2) 导致优质医生出走，经营状况低下，恶性循环。
加快建立分级诊疗制度	1、推动形成基层首诊、分级诊疗、双向转诊的就医新秩序；2、深入推进城乡医院对口支援工作，建立城市医生下基层长效机制，提升县医院和社区医疗机构的服务能力。	1) 我国医疗资源分配不平衡导致基层医院医疗水平不足，老百姓不信任，不愿去；2) 甚至在一些基层医院，转诊很难顺利实现；3) 双向转诊沦为单向输送，上下联动不够，上转容易下转难
完善基本药物政策	1、扩大基本药物制度实施范围，有序推进村卫生室和非政府办基层医疗卫生机构实行基本药物制度，提高二、三级医院基本药物使用量；2、完善采购供应政策，增强医疗机构在药品供应采购中的	1) 目前采取的全省药品统一招标，并不能解决药品价格的“虚高”问题；2) 一些基层医疗机构认为，必须配备和使用基本药物目录就不可以使用目录外其他药品，这样会使住院病人因为缺货而转向上级医院，不仅增加医疗保障性指出，造成病员流向不合理
提高基本医保制度的保障能力	1、完善新农合省内异地就医即时结报，开展跨省就医结报试点；2、进一步加强新农合管理，有效防范和严肃查处骗保等违法违规行为；3、完善疾病应急救助制度，做好与基本医保、大病保险的衔接，各地也要通过财政投入和社会捐助等多渠道，建立疾病应急救助基金。	1) 新农合所覆盖的范围还不是很广（没有达到预期的95%），很多农民没有享受到医疗保险带来的实惠；2) 医保的使用受到地区限制，各地医保覆盖范围、报销程度差异巨大，结算体系不一致，医保异地使用推行困难
积极鼓励社会办医	加大对社会办医的支持力度，优先支持举办非营利性机构，出台规范医师多点执业的文件。	1) 社会办医需要经过政府层层审批，通常需要很长时间才能拿到批文，2) 优秀医疗人员相当短缺，由于没有开放多点执业，一些优秀的医生还是会首选公立医
创新人才培养使用机制	1、注重医教协同，加强基层适应人才队伍建设 and 高层次人才队伍建设；2、研究县级公立医院设立专科特岗计划。继续安排中西部地区乡镇卫生院在职执业医师参加全科医生在岗培训。	1) 由于缺乏专业培训，基层医疗人员水平大多相对较低，无法了解最新的行业动态；2) 分级诊疗的第一步“首诊”需要知识丰富的全科医生，但是基层医院的很多医疗人员知识体系存在短板
加快人口健康信息建设	1、加快推进全民健康保障信息化工程和金人工程，加强国家综合管理平台和区域人口健康信息平台建设，有效整合全员人口信息、电子健康档案和电子病历三大数据库资源；2、加强面向基层、偏远地区的远程医疗系统建设；3、加快实施“信息惠民”工程，普及应用居民健康卡，实施就医“一卡通”。	1) 医院存在信息孤岛，在使用前无法查看患者之前的健康档案，难以获取具备使用价值的医疗信息数据，无法实现医疗信息共享；2) 目前的移动医疗平台只能解决一方面的问题，譬如掌上药店、春雨医生等，但是没有有一个统一的平台，将医院、患者、药企、保险公司等各方面的资源联系在一起。

资料来源：公开数据、国海证券研究所

我们认为，我国医疗产业的痛点主要在于以下几个方面：1. 医疗。社区医院的激励机制不够，分级诊疗无法落实；社会办医困难重重，优秀人才短缺。2. 医保（支付手段）。医疗费用不断增长，医保支付压力很大；医保异地使用缺乏统筹规划、顶层设计，短期内难以实现。3. 医药。药品加价率管制政策，以及与之配套的“禁止二次议价”政策使得导致药价虚高，回扣泛滥，药费不断增加。

2.2 互联网思维解决行业痛点的逻辑短期走不通

互联网+已经渗透到各个行业的各个领域，互联网+医疗也受到了广泛关注，互联网思维与医疗行业的深度融合，互联网医疗平台受到大众欢迎，并且移动端占主流。有数据统计，2011年，中国移动医疗市场开始快速增长，2012年移动

医疗市场规模达到 18.6 亿，2013 年达到 23.4 亿元。杏树林、春雨医生、好大夫、掌上药店等移动医疗平台相继进入公众视野并且获得了日益壮大的用户群。

表 4 我国移动医疗平台的现状和盈利模式

转型领域	APP名称	主要功能	解决痛点	盈利模式
未病管理	大姨妈	1) 女性经期管理; 2) 女性隐私问题探讨平台	1) 对女性进行健康管理, 2) 帮助健康问题上做决策	1) 女性垂直电商; 2) 增值服务; 3) 广告投放
	新元素医疗	1) 网络保健中心; 2) 健康小屋, 实现自助检测+健康评估	1) 对疾病做出预防, 减少去医院的频率	1) 向医院收费; 2) 向非合作医院的用户收费; 3) 向用户销售检测设备
医疗	春雨医生	自诊+轻问诊两种模式, 满足自我诊断需求	可以在线上为患者提供医疗建议, 达到分级诊疗的目的, 缓解医疗资源的紧	1) 向会员收费; 2) 与第三方合作分成
	杏树林	垂直为医生服务, 1) 病历夹, 为患者创建电子病历; 2) 医口袋, 精选临床指南和临床常用检验项目的诊断手册, 帮助医生快速决策; 3) 医学文献, 覆盖全球最顶尖的110多本医学杂志	1) 快速查阅最新的医疗文献和业内资讯, 有助于医生提高自身水平; 2) 便捷地收集和存储患者的病历数据。	1) 对医生免费; 2) 对药企收费, 药企通过平台向医生获取新药、新针、治疗、学术方面的信息, 杏树林通过这种低成本渠道获取盈利
	就医160	1) 网上预约挂号; 2) 查询医院的检查报告、体检报告等	1) 解决了传统医院“挂号难”的问题	1) 向患者收费, 包括: 与运营商合作, 提供短信提醒、医生介绍交通信息、检查报告发送等
医药	掌上药店	1) 定位附近的实体药店并查询其详细信息; 2) 根据症状查询药品	1) 为用户提供品, 药店, 用药常识等的健康信息	1) 收入主要来自于药企和药店投放的广告
支付	医程通(中国银联现代医院)	移动挂号、诊间缴费、住院押金支付、医生咨询等服务,	1) 为患者快捷看病提供便利; 2) 实现医保支付的个账支付	

资料来源: 公开数据、国海证券研究所

我们认为, 移动医疗平台在一定程度上缓解了“就医难”、“看病贵”的问题, 但是只是隔靴搔痒, 并没有解决实质性的问题, 数据变现等问题在政策的大栏杆下成为重要的问题。以下将从 4 个方面阐述。

- ◆ **未病管理。**大姨妈、新元素医疗等系列的健康管理平台可以对疾病做出一些预防, 但是难以获取患者的有效医疗信息数据, 无法全面了解患者的病况, 做出合理的健康管理。
- ◆ **医疗。**医生是医疗行业的稀缺资源, 春雨医生、好大夫、杏树林等 APP 搭建了一个平台, 使医生可以利用闲暇时间与患者进行沟通, 提供就医建议。移动端的需求是碎片化的, 而公立医院的医生有严格的工作时间限制, 这必将产生矛盾, 甚至有的公立医院禁止医生在工作时间使用春雨医生等 APP。此外, 一些线上医疗平台纷纷往线下布局开设连锁诊所, 希望能利用线上资源发展线下诊所, 但是目前社会办医成本高, 审批流

程复杂，并且医生资源短缺，因此线上线下很难达成一致。况且，移动医疗平台的发展之初大多依靠融资，后期才找到合适盈利模式，甚至有的平台依然没有盈利，长期发展堪忧。

- ◆ **医药。**掌上药店、叮当快药等平台解决了买药、查询药品信息等问题，但是没有实现医保支付，线上购药依然只是医保购药的一个补充，短期内难以成为主流。此外，大多数药店只能购买非处方药，而处方药还是需要去医院购买。
- ◆ **支付。**受困于医院医保报销监管和人力上的限制，医保部门长期难以向移动支付领域开放接口，无论是阿里巴巴、腾讯还是银联推出的移动医疗 APP，均暂时难以实现医保支付。最近，广州华侨医院联合中国银联广东分公司推出的“医程通”，实现了医保支付，确实带来了一些便利，但是所涉及的范围较小，拓展速度较慢，难以再全省乃至全国实现互联互通。

综上所述，互联网思维可以缓解我国医疗行业的阵痛，但是短期内难以改变医疗改革转型期“看病难”的局面。其根本原因在于在医疗改革进程进展并不顺利的前提下，单纯靠某一个用户痛点吸引一定客户，但却因为政策原因，导致治疗、报销等方面出现政策上的阻碍，这已经给产品的用户粘性带来极大挑战，最后的结果是找不到合适的盈利方式，导致失败。我们需要的是一个大的医疗信息服务共享平台能够整合多方资源，将医院、患者、保险公司、药商、医保等各个方面联合起来。

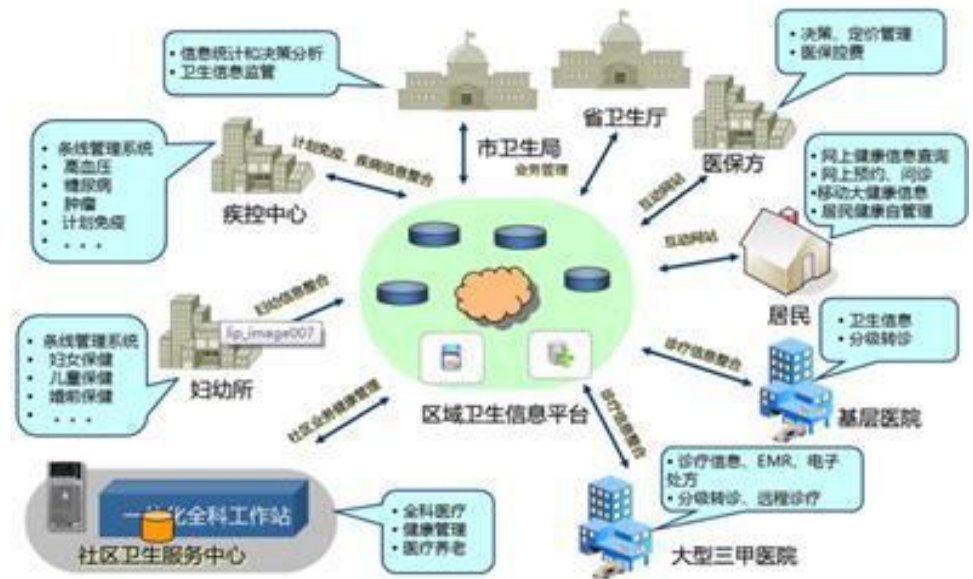
2.3 政府入场券是核心战斗力

医疗改革是高难度的系统性工程，我们在前文从医疗改革路径说明当前医疗改革中医疗-医药-医改中的政策壁垒，从当前市场的互联网布局解释“三医”痛点通过“小而美”单一击破不太现实。“三医”只有整合起来，通过电子健康档案将个人数据整合，将个人的健康监测、各级医院诊疗记录、医药流通系统以及医疗保险系统打通起来，这样的医疗闭环才是可行的。从整个国家的布局来看，国家着力建立国家-省-市三级区域医疗信息化平台，从国家顶层建立全面健康档案系统，搭建区域卫生信息数据中心，做到区域一卡通、双向转诊。医疗信息化企业作为搭建区域医疗信息化平台的主体，通过 PPP 模式用前期投入换数据运营，是企业获取数据运营权的有效方式。我们认为，政府数据的获取是当前医疗信息化企业布局的第一步，这是门槛最高的一级。拿到政府数据后，脱敏后的数据源将是从未被挖掘的金库。至于后期数据运营和变现，自然有大量的产业链上的参与者，如国外相对成熟的数据买单者（医院、保险和药企等）会自然聚拢共同变现价值。

2.3.1 区域医疗信息化平台是政府数据入口，是多方共赢的选择

区域医疗信息化平台，是连接规划区域内（医疗卫生机构、行政业务管理单位及各相关卫生机构）各机构的基本业务信息系统的的数据交换和共享平台，是让区域信息化系统之间进行有效的信息整合的基础和载体。

图 10 区域信息化平台示意图



资料来源：卫计委 国海证券

尽管区域医疗信息化平台是以政府为建设主体，但从实际意义上讲，区域医疗信息化平台的核心意义一方面在于政府有强大的推动意愿，让区域医疗信息化平台建设成为“十三五”医改体系中的重要一环；从另一方面来说，区域医疗信息化平台对相关参与者的共赢意义，使得区域医疗信息化平台不会成为只是政府强推的空架子，而是参与各方共同利益的结合点。

表 5 区域医疗信息化平台是一个多方共赢的选择

受益方	受益内容
政府	1) 信息化平台采取分级管理，政府可以了解不同地区居民的医疗情况，有助于制定相应的惠民政策；2) 政府作为药品的直接支付方，减少了药品购买的中间环节，有助于降低药价
医院	1) 能够实现包括分级诊疗、远程医疗协助和卫生业务联动；2) 可以调阅患者的诊疗信息，做出更合适的决策，提供更加全面的服务
患者	1) 信息化平台能够具体化到个人，患者的每次就医信息、支付信息都会记录在数据库里面，供医生和患者调阅；2) 可以对一些慢性疾病进行跟踪管理
药商	1) 相对比现在的招标模式，药企能够直接与支付方对接，节省了招标时给医生、医疗机构等的高额回扣。2) 药企可以与运营商合作，通过大数据分析药品的临床效果、找到新的药品需求，发现未来的健康方向。
保险公司	1) 信息化平台能够实现与各方的互联互通，在一定程度上可以减少骗保事件的发生；2) 保险公司可以与运营商合作，通过数据分析，得到多发疾病，并针对特殊疾病设置保险产品，可以在一定给保险公司避免损失
运营商	1) 运营商可以对区域信息化平台的数据进行分析，能够继续提供增值服务，譬如制作职能手环，用于检测人体健康的某几个指标；2) 运营商可以与保险公司、药企等企业合作，为他们提供服务从而盈利

资料来源：公开信息 国海证券

2.3.2 区域医疗信息化平台国外具备较成熟的盈利模式

区域医疗信息化平台的建设在国内刚刚起步，商业模式等仍处于探索阶段。美国在电子病历商业化程度高、分级医院制度相对成熟、商业医保在医疗保险的较高份额的背景下，区域医疗信息化平台有了相对成熟的变现模式。

表6 美国医疗信息化平台的四大商业变现模式

类型	代表企业	盈利模式
向医疗机构和患者收费	Orion Health	利用区域信息化入口，向个人提供实时的电子病历，将电子医疗记录并将其存储于云服务器中，不仅可以存储每次就医情况，还可以为医生和病人在互联网上搭建一个更方便的交流平台。收取相关服务费用。
	Medicity	为医院和患者提供增值服务，提高医院和医生诊疗效率、改善患者就医体验。 1) 为患者定制和生成医疗报告；2) 通过数据分析发现未来健康趋势，减少医疗企业的损失。
向药企收费	Practice Fusion	利用积累的医疗大数据为药企提供用药情况的数据分析和咨询报告，开展新药精准营销和临床实验等增值服务。 1) 通过区域化电子平台（电子病历）免费向医生和患者提供终端来获取流量； 2) 出售广告。将大型医药公司、软件开发商在内的许多企业的产品广告展示在信息平台上；3) 出售数据分析报告。通积累医生信息、患者信息、临床诊疗路径、处方信息等数据。
向医保收费	Medecision	帮助医疗保险机构对医保人群进行健康管理，达到医保控费、风险控制的目的，向医保机构收取服务费。（1）建立风险筛选、健康管理、理赔服务和理赔管理平台向保险公司提供医疗险理赔及风险管理服务；（2）提供人群医疗费用、疾病统计等业务研究成果，以帮助产品创新和合理定价。

资料来源：互联网 国海证券

2.3.3 政府投入直接利好区域医疗信息化平台建设

2012年卫生部的《健康中国2020战略研究报告》指出，**未来8年将投入611亿元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信息化平台三项工作。

此外，除了财政投入，在**医疗信息标准**方面，卫计委也快马加鞭落实了部分医疗信息标准。2014年6月，卫计委发布《电子病历基本数据集》、《居民健康档案医学检验项目常用代码》、《基于电子病历的医院信息平台技术规范》和《基于居民健康档案的区域卫生信息平台技术规范》等行业标准，首次明确区域信息化建设的正式标准。行业标准的确立将有望解决区域医疗平台间因数据标准不一导致的信息孤岛问题，为全面推进区域医疗信息化建设、真正实现互联互通扫除障碍。

医疗信息化平台的核心在于政府的投入，能够自上而下地建立起一个标准统一、接口统一的平台，服务于全国人民。目前，医疗信息化已纳入“十三五”国家网络安全和信息化建设重点，将实现重点突破。因此，无论是财政上还是政策上，政府对医疗信息化平台的投入都处于上升趋势。

医疗信息化正处于发展机遇期，各级政府重视，财政支持力度大，行业将迎来加速发展期。有预测称，**2012-2016年医疗信息化市场规模将由176.6亿元增至339.9亿元，年均增长17.8%**。

当前区域医疗信息化平台建设渐进入高峰期，公司在提前布局的情况下，在后面的布局上有核心优势。从当前各省区域医疗信息化平台建设的进度来看，公司在这方面的空间还有很大。

表 7 各省市上马区域医疗信息平台建设

区域	区域医疗信息平台建设情况
北京	建设以电子病历为核心的医疗服务应用区域平台是今年北京市公共卫生信息中心一大重点工作，计划于5月份开始启动。该平台第一期连接30家三级医院，包括21家市属医院和9家电子病历试点医院，然后逐步把全市所有医院连接到一起，实现互联互通和资源共享。
广东	建设省、地市区县人口健康综合管理平台。加快升级人口健康综合管理平台和省、市、县各级区域人口健康信息平台建设，推动三级信息平台、平台与各级各类卫生计生机构信息系统的互联互通，加快推进全行业信息共享交换和业务协同。
甘肃	。推进新农合“一卡通”和健康档案的有效对接，推行27种重特大疾病的异地住院即时结报。
四川	加快完成基层医疗卫生机构管理信息系统、远程会诊信息系统、县医院能力等卫生信息化项目建设和运用，力争2014年底县级医院开展远程会诊占院外会诊比例达10%，远程医疗服务量较2013年增长10%。
江苏	编制完成《市、县区域卫生信息平台功能规范》，对尚未开展区域卫生信息平台建设工作，或不具有规范功能的信息平台部分地区，要求积极借鉴先进地区的经验，选择符合《规范》的应用软件产品或进行整改。
西安	前期各项工作已经完成，进入政府采购程序，信息共享将分成两步走，到2014年3月底，努力实现6家医院的就诊卡信息共享；第二步，到今年6月底，市民手持的就诊卡可具备资金结算功能，市民可以给里面存钱，在联网医院看病时就可刷卡结算。
南京	南京区域医疗信息平台建设工作正在全力推进，2014年七八月份将完成招商和招标工作。
三亚	今年争取完成区域医疗信息化项目的实施工作，实现居民健康信息存储及电子病历、临床路径、诊疗规范及综合业务管理等功能，并与医疗保障、基层医疗卫生机构、“健康小屋”信息系统衔接，实现数字化、动态化、精细化管理。提高卫生院基本医疗服务能力，80%以上卫生院使用规范服务流程和场所。同时要加快推进区域信息化建设，完成国家级慢性病综合防控示范区创建工作。

资料来源：互联网、国海证券研究所

3. 老牌劲旅，行业竞争力凸显，转型走在前面

医疗信息化市场潜力巨大，当前行业竞争格局主要表现为：竞争集中度低、地域性特征明显、产业和服务水平参差不齐。正是在这样的市场格局下，我们在选择标的时，特别看重公司在该领域的深耕细作特性，原因在于：在本领域的长期覆盖，对于公司在本领域的技术、客户以及对行业的理解会明显高于仅仅提供简单信息化服务的厂商，特别是，在“智慧医疗”背景下，对医疗行业本身的认识将是未来企业布局相关领域的核心竞争力。基于此，我们十分看好在医疗信息化领域布局深远的创业软件。

表 8 医疗信息化市场供应商竞争格局

竞争格局反应维度	市场表现
行业集中度	较低（大量规模不等的企业并存、市场份额比较分散）
竞争类型	一般自由化竞争状况（暂未出现垄断企业）
竞争环境	相对透明，不存在特权企业（如特权国企）
变化趋势	逐步形成竞争性垄断的局面（区别于寡头垄断）

资料来源：互联网、国海证券研究所

创业软件自 1997 年成立以来，专注于医疗卫生行业信息化建设业务长达 18 年，公司在医疗信息化领域积极布局应用软件业务和系统集成业务。核心竞争力主要体现在：

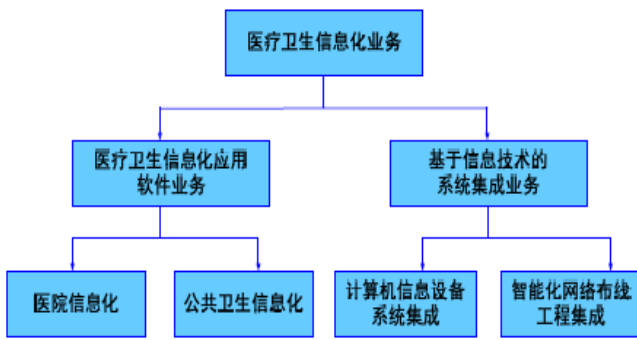
一是产品线布局完善，特别是医院信息化软件方面，形成较完整的产品线，先产品线布局前提下，实现产品的定制布局。

二是公司掌握行业内核心技术，公司承担多项国际级科技开发项目，并且在公司成长过程中，不断加大对技术投入。技术作为信息化企业立身之本，短期费用上可能会对公司收入有影响，但对公司长期发展具有关键意义。

三是公司搭建完善营销网络体系，公司已经在全国 30 个省（自治区、直辖市）建立营销体系。

公司在 18 年的经营中，公司三级医院客户达到 150 家，渗透率较高；在公共卫生信息服务领域，公司累计为 188 家县级及以上卫生局提供服务。报告期内，公司累计实施了 4000 余个医疗卫生信息化建设项目，并且在上海、北京、成都和杭州等地建成医疗信息化示范项目。市场占有率在 10% 左右。公司不论从布局还是市占率来说，能够排名在前五位置。我们可以看到，从第三方的多项评选中，公司均被列为医疗行业领军企业。

图 8 创业软件业务布局图



资料来源：公司网站、国海证券研究所

图 9 公司近年来主要客户数量和增速

时期	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	17.5%	150	17	12.78%

资料来源：公司网站、国海证券研究所

3.1 核心业务保持稳定增长，服务转型将是业务增速亮点

3.1.1 医院信息化系统稳步增长为公司后期布局坚实基础

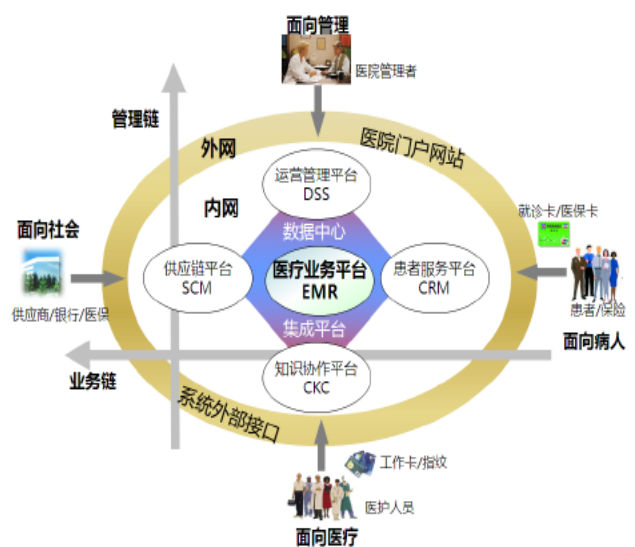
公司作为医院信息化应用软件第一梯队提供商，产品布局基本完善。江阴市人民医院数字化医疗建设体系是公司医疗信息化“数字化医院整体解决方案”，成为公司医院整体解决方案标杆，该整体解决方案实现了医院内部信息化建设（OA、医疗科室、药房管理、付费等）、便民服务系统——“一卡通”，实现预约挂号、诊疗流转、诊疗过程监督，这套系统不仅可以加强医院内部科学、精细化管理，也是改善医疗服务的有力手段。基于医院信息化个性化建设需求，公司当前医疗信息化设计是以核心系统为基础，以个性化需求搭建为重点。我们认为，公司全产业链产品的布局一方面可以更好地服务老客户，可以为老客户提供更多服务项目，这直接减少了公司拓展新业务的费用；同时，全产品线布局可以有效拓展新业务的拓展。

图 10 医院信息化产品



资料来源：招股说明书、国海证券研究所

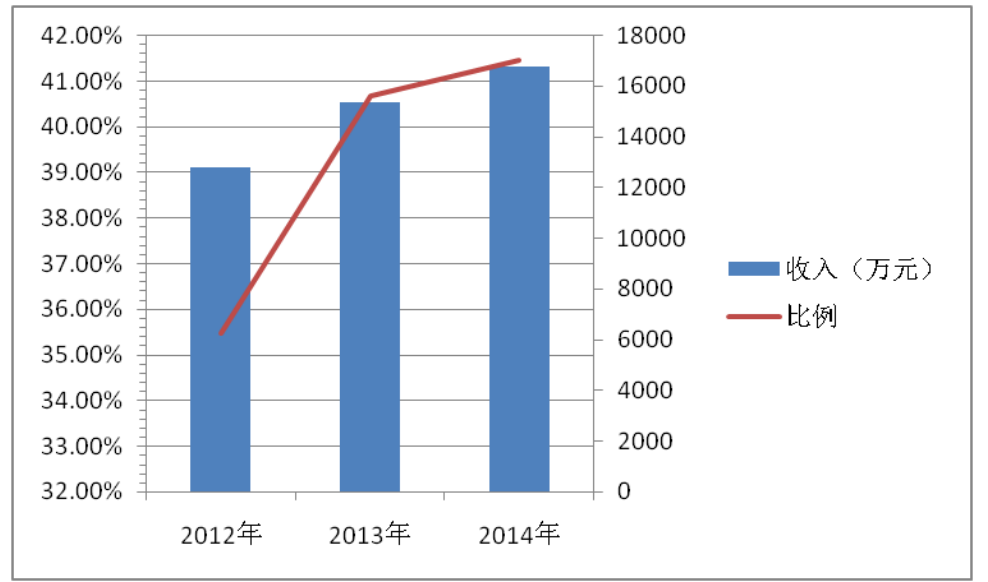
图 11 软件系统业务架构



资料来源：招股说明书、国海证券研究所

医院信息化应用软件作为公司核心产品，是公司业绩增长的主要来源。从收入上来看，2012年-2014年实现复合增长14%；医疗信息化业务占总业务份额复合增长8%，是公司发展十分稳健的业务，也是公司最核心的业务之一。

图 11 公司医院信息化软件收入、占总收入比例



资料来源：招股说明书、国海证券

从目前公司医疗信息化布局来看，公司在医疗信息化布局已走在市场前列，无论从服务数量，还是覆盖地域来说，都具备明显优势。从公司过去业务增长情况来看，我们预计，公司新客户增量会维持在30%以上。单纯从医疗信息化布局来看，公司软件业务每年至少能保持10%增长。

表 10 医院信息化重要企业核心用户覆盖量

重要供应商	医疗信息化服务用户覆盖量	主要覆盖区域
创业软件	各类用户超过1800家，三级医院150余家，卫生部数字化试点示范医院1家（北京大学深圳医院）。	北京、广东、浙江、湖北、辽宁、河南、广西、福建、甘肃、江苏
卫宁软件	各类用户1000多家（HIS800余家，LIS600余家，RIS/PACS200余家，公共卫生用户50余家，病案用户500余家，三级医院180余家）。	北京、天津、湖南、安徽、上海、重庆、江苏、内蒙、福建、贵州
万达信息	子公司宁波金唐各类用户1100家，（700多家医院）	上海、浙江、湖南
东软集团	各类用户超过400家，卫生部数字化试点示范医院6家（中国医科大学第二附属医院，北京天坛医院，东南大学附属中大医院，无锡市中医院，山东省千佛山医院，上海中医药大学附属岳阳医院（PACS））。	北京、广东、海南、湖北、辽宁、黑龙江、江苏、河南、广东、山西、河北

资料来源：互联网、国海证券研究所

3.1.2 核心业务从产品向服务运营转型，实现新的利润增长点

IT 企业从单纯提供信息化产品向提供运维服务已成为行业内共识，软件产品尽管毛利率相对可观，但相较于极低边际成本的服务领域，显然这是众多 IT 企业

布局的重点。创业软件作为医疗信息化覆盖客户量有明显优势的企业，在原有客户上布局运维服务优势十分明显。从医院端来看，软件的后期运维完全可以外包给在技术和管理上更有经验的创业软件，这直接减少员工开支费用；其次，未来医院会越来越重视本院数据积累和运维，这给具备有专业背景的创业软件也带来了机会。

创业软件在服务运营的布局思路清晰，主要是将整个运维服务的能力提升，从客户角度看我们免费获得了很多的增值运维服务，但通过服务的提升，品牌口碑的树立，这些服务的溢价会直接体现到整个产品包中。这样的做法是客户愿意在“免费”的高质量服务中提前支付服务溢价，在不断增加客户粘性的同时，客户愿意为后面更多的增值服务进行付费。我们假设，公司现有 1800 多家用户，以每家每年服务费 8 万（公司预计）计算，那么一年的收入在 14,400 万元，相较于 2014 年医疗信息化软件系统 16,813 万元的收入，以毛利率 50% 计算，可以带来公司收入快速增长。我们认为，公司今年将在这一领域重点发力，目前已取得了一些医院案例的实际进展。我们认为，公司在本行业的长期布局经验在转型服务的过程中再一次体现，对本行业发展、客户痛点需求的把握上更加充分，以及公司成熟的客户覆盖体系，是公司主要业务从产品转型服务成功的重要保障。

3.2 优先布局区域医疗信息化平台是未来核心竞争优势

在文章第二部分，我们已经从行业痛点、互联网布局现状、多方诉求等方面，详细阐释了医疗信息化平台将是未来医疗信息化企业更加深入智慧医疗的核心能力和必要手段。区域医疗信息化平台作为政府资源的接入口，核心意义并未被大量挖掘。创业软件作为医疗信息化企业龙头，在布局上坚持“以政府入口为核心，以社区服务为抓手”，公司一方面看到了数据获取运营必须从政府端入手的现实途径，另一方面也看到了单纯线上的服务并不足以支撑整个服务的闭环，也不能解决医疗过程中的关键问题，于是找到“社区”这一落脚点，实现整个服务的闭环。

3.2.1 闵行区区域医疗信息化平台建设打造标杆案例

公司布局区域医疗信息化平台相对较早，从 2006 年承接上海市闵行区基于电子健康档案的区域卫生信息化建设以来，闵行区的卫生医疗信息化平台已经成为国家医疗改革的样本工程，国务院医改办、卫生部、上海市对该项目由充分的赞许，样板模式很强。现阶段，各地区域医疗信息化建设项目不断上马，闵行区作为样板工程的推广效应意义巨大，这为公司更好布局其他区域医疗信息化平台建设打下坚实基础。

图 6 国务院医改办主任孙志刚视察闵行区域社区卫生 图 7 卫生部部长陈竺视察闵行区域社区卫生服务中心



资料来源：公司网站、国海证券研究所

资料来源：公司网站、国海证券研究所

上海市闵行区医疗信息化改革基于居民电子健康档案（EHR）为核心的区域卫生信息平台，转变社区卫生服务运行机制和居民健康管理模式，提高服务效率和管理水平。在实际建设中，完成以下几件实际性的工作：

- 建立了居民电子健康档案（EHR）；
- 建设了全区联网的卫生信息网络和数据交互平台；
- 研发并使用了社区预防保健、慢病管理和肿瘤筛查管理软件，规范社区疾病管理流程；
- 实现了医务人员和医疗卫生机构绩效考核程序；
- 建设了居民自助体检的“健康小屋”；
- 研发药品供应链监管信息系统；
- 整合区域网上资源，开通了两个区域远程医疗会诊中心，并与三级医疗机构开展部分业务联动。

在这样的构建模式下，我们可以看到社区居民在区域内真正实现了未病管理-诊疗（分级诊疗）-用药-支付的全闭环。

表 11 上海市闵行区区域医疗信息化平台“三医”闭环图



资料来源：国海证券研究所

整个医疗信息化有效实现了各方参与者的利益。政府方面有效解决辖区内医疗资源匹配不均衡的困境，有效利用社区医院在分级诊疗中的作用，并且在诊疗过程有效减少医保支付的费用，极大减少了政府开支；社区医院的激励问题是整个系统的核心，原来的社区医疗水平有限是区民不愿就诊的重要原因，现在，区域内通过不断社区导流，设立了比较完善的社区医院和医生的激励方案，保证社区医院和医生的切身利益，待遇上的保障和激励有效提升社区医院的诊疗水平；在这样的模式下，社区居民自然会选择在健康小区进行健康管理-社区诊疗，整个支付体系的打通也给社区居民就诊带来了极大方便。

3.2.2 区域医疗信息化建设不断布局中，后续发展值得期待

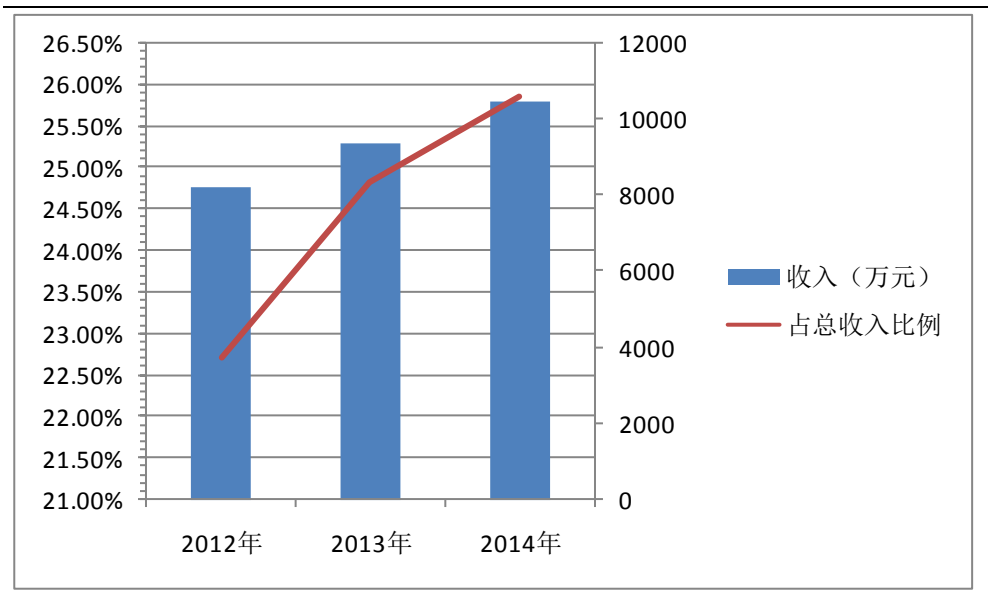
创业软件一直致力于搭建区域医疗信息化平台，到目前，公司医疗信息化平台以及覆盖 1.5 亿人群，其中包括湖北全省、云南半省、江西半省以及江苏省的新农合平台。湖北全省 5700 余万人、云南 4500 余万人、江西 4400 余万人、江苏 4000 余新农合参保人群，这么大的用户覆盖点，让公司在未来业务布局上充满想象力。我们从公司闵行区的成功案例来看，公司具备区域信息医疗平台的搭建和运营能力。

公司于 2015 年 7 月 30 日中标成为中山市区域卫生信息平台建设营运项目的供应商，中标金额为 2982 万，这是公司采用政府和社会资本合作项目（PPP）模式突破区域医疗信息平台建设和运营。平台建设周期 2.5 年（可边建设边运营），公

司获得 10 年特许经营权（不含建设期）。本次项目的运营计划，公司从平台建设到后期运营方案顶层设计，整合了中山市区域内“三医”资源，能够利用当地数据整合资源，实现 2B2C 的服务，实现后续可观收益。公司此次的“建设+运营”模式很好地体现了公司积极布局政府入口的态度，同时强有力地体现了公司在战略转型上卓有成效的执行力。

报告期内，医疗信息化平台收入，2012 年-2014 年实现复合增长 13%；医疗信息化业务占总业务份额复合增长 7%，发展速度符合预期，公司在这部分业务的重视，将不断提高其在主营业务中的占比，这也是公司未来转型智慧医疗最扎实的基础。

图 12 公司医疗信息化平台收入分析、占总收入比例



资料来源：招股说明书、国海证券

变现模式和前景我们参照在第二章关于美国成熟信息平台建设盈利模式的探讨。向医疗机构和患者收费的新西兰 Orion Health 公司 2015 年扣除所得税后盈利 6080 万新西兰元（合 4400 万美元，营业收入同比增长 7%，达到 1.64 亿新西兰元；向药企收费的 Practice Fusion 公司 2013 年的营收较 2012 年增长了 300%；另外也可以与商业保险公司合作收费。在全球发展的进展来看，外国优先抢占区域医疗信息平台的公司主要以具备专业医疗信息化的供应商为主，如 Oracle、IBM。

3.3 充分发挥二级市场作用，积极布局智慧医疗产业

在前面的大逻辑我们也提到，支撑整个行业大发展主要依赖两条逻辑主线：一是行业本身的高速发展、二是企业通过不断外延并购，展开智慧医疗的重大布局。我们认为，公司未来将有效利用二级市场的重要作用，在传统业务和转型业务上积极布局。目前，我们结合行业和公司布局，预计未来传统业务最有可能落地的两个方向是：在产品上线布局，对个别个性化产品（软件系统）做的很好的公司

进行外延布局；在区域覆盖上，寻找在公司覆盖薄弱区域优质医疗信息化产品供应商，提升公司市场占有率。转型业务上，我们相信公司在区域医疗平台的数据整合的分析上找到有效的盈利模式，通过二级市场投资，加大公司布局步伐。

4. 盈利预测

首次覆盖，给予增持评价。我们预测公司 2015 年-2017 年的 EPS 分别为 1.12 元、1.29 元、1.48 元，对应 PE 分别为 152.5 倍、132.3 倍、114.9 倍。我们坚定看好公司基本面情况，对于公司未来转型方向充满信心。我们认为，借力资本市场外延并购、转型布局会成为后期公司重要看点。给予“增持”评级。

表 12 可比公司财务指标对比（WIND 一致预期）

股票代码	股票名称	市值 (亿)	EPS			PE		
			15E	16E	17E	15E	16E	17E
300451	创业软件	116	0.84	1.00	1.12	202.43	170.62	151.82
300253	卫宁软件	241	0.35	0.54	0.93	126.75	81.2	47.15
300168	万达信息	354	0.29	0.41	0.59	122.83	87.09	60.34

资料来源：wind、国海证券

5. 风险提示

创业板大幅调整风险；业务布局不达预期风险；业务培育拓展费用大幅增加风险。

感谢实习生胡锦涛、苏丹对本报告的贡献！

表 13 盈利预测

证券代码:	300451.sz	股票价格: 170.28	投资评级:	增持	日期:	2015-08-04			
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	13.8%	14.6%	14.9%	15.1%	摊薄EPS	0.93	1.12	1.29	1.48
毛利率	48.3%	49.6%	50.4%	51.2%	BVPS (最新股本)	6.75	7.62	8.64	9.80
期间费率	38.9%	39.1%	39.1%	39.1%	估值				
销售净利率	11.7%	12.8%	13.4%	14.0%	P/E	182.5	152.5	132.3	114.9
成长能力					P/B	25.2	22.3	19.7	17.4
收入增长率	7.3%	9.6%	10.1%	10.3%	P/S	21.4	19.5	17.7	16.1
利润增长率	4.0%	19.7%	15.3%	15.1%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.82	0.81	0.79	0.78	营业收入	406	445	490	540
应收账款周转率	2.03	2.03	2.03	2.03	营业成本	210	224	243	263
存货周转率	8.10	8.10	8.10	8.10	营业税金及附加	5	5	6	6
偿债能力					销售费用	49	54	59	65
资产负债率	30.5%	29.5%	29.3%	27.2%	管理费用	105	115	127	140
流动比	2.96	2.93	2.89	3.07	财务费用	(1)	0	0	0
速动比	2.77	2.74	2.70	2.88	其他费用/(-收入)	(10)	(10)	(10)	(10)
					营业利润	28	36	45	55
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业外净收支	28	29	29	29
现金及现金等价物	169	176	202	220	利润总额	56	65	74	84
应收款项	200	220	242	267	所得税费用	9	9	9	9
存货净额	26	28	31	33	净利润	48	57	66	76
其他流动资产	3	3	3	4	少数股东损益	0	0	0	0
流动资产合计	398	427	478	524	归属于母公司净利润	48	57	66	76
固定资产	74	79	89	103					
在建工程	5	28	28	28	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	15	15	25	30	经营活动现金流	55	52	66	59
长期股权投资	4	4	4	4	净利润	48	57	66	76
资产总计	496	552	624	688	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	6	5	6	6
应付款项	65	71	77	83	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	38	40	51	46	营运资金变动	1	(33)	(45)	(33)
其他流动负债	32	35	38	41	投资活动现金流	(16)	(28)	(20)	(19)
流动负债合计	134	146	165	170	资本支出	0	(28)	(10)	(14)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(3)	0	0	0
其他长期负债	17	17	17	17	其他	(13)	0	(10)	(5)
长期负债合计	17	17	17	17	筹资活动现金流	(32)	(12)	(14)	(16)
负债合计	151	163	183	187	债务融资	0	0	0	0
股本	51	51	51	51	权益融资	0	0	0	0
股东权益	345	390	441	501	其它	(32)	(12)	(14)	(16)
负债和股东权益总计	496	552	624	688	现金净增加额	7	12	33	24

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

孔令峰、李响,本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,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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐:行业基本面向好,行业指数领先沪深 300 指数;

中性:行业基本面稳定,行业指数跟随沪深 300 指数;

回避:行业基本面向淡,行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入:相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持:相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性:相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出:相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告为做出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意,其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议,本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定,除法律规定的情况外,任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容,否则均构成对本公司版权的侵害,本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。