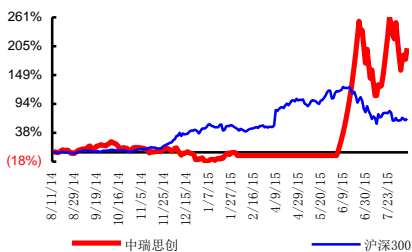


中瑞思创(300078.SZ)
思创牵手医惠，“两翼协同”发力物联网

评级： 买入 **前次： 首次覆盖**
目标价(元)： 90
 分析师 联系人
 李振亚 孙雨轩
 S0740514120001 021-20315125
 021-20315087 sunyx@r.qlzq.com.cn
 lizy@r.qlzq.com.cn 齐鲁物联网团队
 2015年08月10日

基本状况

总股本(百万股)	168
流通股本(百万股)	168
市价(元)	74.99
市值(百万元)	11,418
流通市值(百万元)	11,418

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	424.96	491.17	801.48	1140.49	1418.94
营业收入增速	27.13%	15.58%	63.18%	42.30%	24.42%
净利润增长率	20.56%	-9.12%	66.94%	48.77%	24.76%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.47	0.73	1.08	1.35
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	44.28	40.00	103.42	69.51	55.72
PEG	2.15	—	1.54	1.43	2.25
每股净资产(元)	6.95	6.91	10.52	11.60	12.94
每股现金流量	0.17	0.29	-1.13	0.03	0.65
净资产收益率	7.37%	6.73%	6.89%	9.30%	10.40%
市净率	3.26	2.69	7.13	6.47	5.79
总股本(百万股)	167.50	167.50	179.50	179.50	179.50

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 牵手医惠，构建“两翼协同”发展战略。**公司在夯实 EAS 全球领先地位的同时，积极布局 RFID 产业，持续深化物联网“感知层”布局。同时，全资并购“医惠科技”渗透至智慧医疗领域，发力物联网“应用层”。我们认为，公司围绕物联网的战略定位，借助一系列的“内生+外延”布局，“两翼协同”格局初现，进入业绩加速成长期。
- 左翼：全产业链整合完毕，全球 RFID 巨头雏形初现。**公司已完成从芯片设计到标签封装的 RFID 产业链全面布局。间接持股的美国意联科技是国际超高频 RFID EPCglobal 标准起草人之一，与 Impinj、NXP 垄断全球超高频芯片；收购的启东钜芯专注于有源 RFID 芯片的设计；全资子公司上扬无线和思创汇联作为 RFID 标签封装基地，已具备年生产标签 10 亿枚的能力。我们认为，公司已成为全球 RFID 全产业链贯通，具备大规模出货能力的供应商，随着 RFID 行业应用普及，未来五年，复合增速不低于 60%。
- 右翼：医惠科技，构建“智慧医疗”互联新生态。**有别于传统医疗信息化供应商，医惠以“物联网+智能平台”为核心产品，围绕“病患”将已有信息系统（如：HIS、CIS）、医生、护士、设备、耗材等医疗资源互联互通，在优化病患体验的同时，大幅提高医院运营效率。我们认为，借助上市公司平台及市场、技术卡位优势，在智慧医疗结构化市场机遇的背景下，将积极内生外延扩张，加速整合智慧医疗产业链，净利润增速或超业绩承诺预期。
- 协同：RFID 标签是“智慧医疗”的核心感知设备。**医惠作为国内智慧医疗的领导者，将 RFID 标签植入智慧医疗的闭环应用中，将拉动思创 RFID 标签的销量。更为重要的是，为 RFID 标签在医疗或更为广泛领域的应用提供示范工程。

■ **盈利预测与投资建议:**我们预测公司 2015-2017 年实现营业收入 8.19、11.56、14.50 亿元,同比增长 63.2%、42.3%、24.4%;实现归属于母公司净利润 1.30、1.93、2.41 亿元,同比增长 66.94%、48.77%、24.76%。考虑公司已公开的定向增发方案,2015 年预计总股本 1.795 亿股,我们预计公司 2015-2017 年实现摊薄后 EPS 分别为 0.73、1.08、1.35 元。考虑到公司 RFID 业务放量增长、智慧医疗迎结构化市场机遇,对思创和医惠分别给予如下估值:

➤ 之于思创,通过“内生+外延”已完成全球顶级 RFID 供应商的布局,预计 2015 年 EAS 和 RFID 贡献净利润约为 8500 万,给予电子板块 2015 年平均市盈率 60 倍,对应市值 51 亿;

➤ 之于医惠,国内领先的智慧医疗解决方案供应商,2015 年承诺利润不低于 7000 万,同类公司卫宁软件、创业软件 2015 年市盈率分别 140、230,对比给予市盈率 160 倍,对应市值 112 亿。

考虑到思创和医惠之间存在显著的协同效益,公司在二级市场上可享受一定的估值溢价,整体给予 165 亿市值,对应目标价为 90 元,首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 1) 股市系统性风险; 2) 业绩不达标的风险; 3) 业务整合风险。

内容目录

公司概述：牵手医惠科技，构建“两翼协同”发展战略.....	- 5 -
左翼：感知标签的全产业链整合已完成，静待行业爆发.....	- 7 -
感知标签之 EAS，国际市场平稳增长，国内市场值得期待	- 7 -
感知标签之 RFID，全产业链整合已完成，锁定毛利率.....	- 8 -
右翼：医惠科技，构建“智慧医疗”互联新生态.....	- 9 -
医惠科技：中国领先的智慧医疗平台级供应商.....	- 9 -
医疗信息化加速渗透，新技术催化“智慧医疗”结构性市场机遇	- 10 -
行业的竞争格局、趋势及医惠的竞争优势	- 12 -
思创牵手医惠，协同效应明显	- 13 -
盈利预测与投资建议	- 14 -
盈利预测假设.....	- 14 -
盈利结果及可比公司对比	- 16 -
投资建议：目标价 87 元，给予“买入”评级	- 16 -
风险提示.....	- 17 -
股市系统性风险	- 17 -
业绩不达标的风险	- 17 -
业务整合风险.....	- 17 -

图表目录

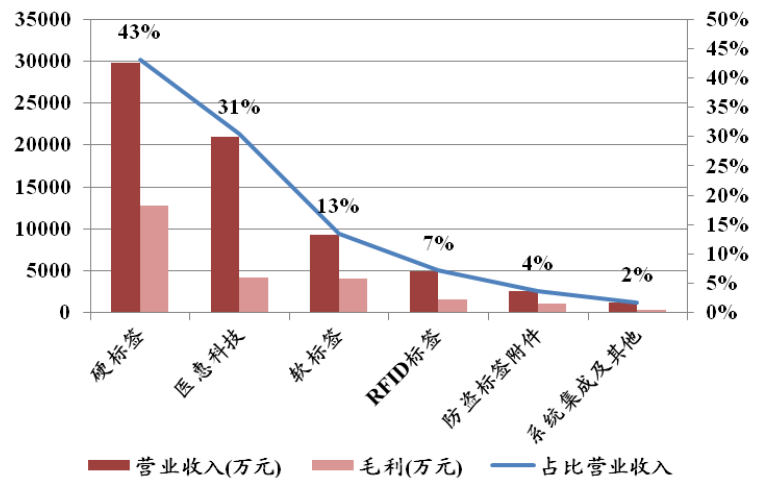
图表 1：2014 年公司各项业务占比情况（收购后，备考数据）	- 5 -
图表 2：2010-2014 年公司营业收入及净利润.....	- 5 -
图表 3：2010-2014 年公司研发费用及占比.....	- 5 -
图表 4：“两翼协同”发展战略.....	- 6 -
图表 5：2014 年度全球零售业“损耗”来源.....	- 7 -
图表 6：2014 年度防止“损耗”主要手段占比	- 7 -
图表 7：2010-2014 年公司 EAS 营业收入及毛利	- 7 -
图表 8：RFID 市场规模.....	- 8 -
图表 9：2013 年度中国 RFID 行业应用占比.....	- 8 -
图表 7：2011-2014 年公司 RFID 营业收入及毛利	- 8 -
图表 12：智慧医疗平台级解决方案示意图	- 9 -
图表 13：物联网+智能平台的智慧医疗架构	- 10 -
图表 14：2013-2017 年医惠净利润及增速	- 10 -
图表 15：2011-2015 年我国医疗信息化投入情况	- 10 -
图表 16：2014 年度三甲医院信息系统渗透率.....	- 11 -

图表 17: 2011-2015 我国智慧医疗投入情况.....	- 11 -
图表 18: 新技术催化下的智慧医疗三层系统架构.....	- 11 -
图表 19: 医疗信息化市场格局及趋势.....	- 12 -
图表 20: 主流医疗信息化公司市场占有率情况.....	- 12 -
图表 21: 传统医疗信息化各系统交互模式.....	- 12 -
图表 22: 医惠 Healthcare2.0 插拔式交互模式.....	- 12 -
图表 23: 成熟应用于医疗领域的物联网架构.....	- 13 -
图表 24: RFID 在医疗领域的部分应用.....	- 14 -
图表 25: 公司分项业务收入预测 (人民币万元)	- 15 -
图表 26: 公司盈利预测 (人民币万元)	- 16 -
图表 27: 可比上市公司估值比较.....	- 16 -

公司概述：牵手医惠科技，构建“两翼协同”发展战略

- 公司成立于 2003 年，是全球领先的感知标签及解决方案供应商。**公司主营业务为电子防盗系统（EAS）、无线设备识别（RFID）等感知标签及其行业应用解决方案的咨询、开发和服务。物联网以“感知”为核心，感知标签是物联网产业中的重要感知设备，随着技术成熟、成本降低及应用逐步形成闭环，感知标签及解决方案将在各行业的渗透率将加速提升，公司所处行业在未来五年将呈现高度景气趋势。

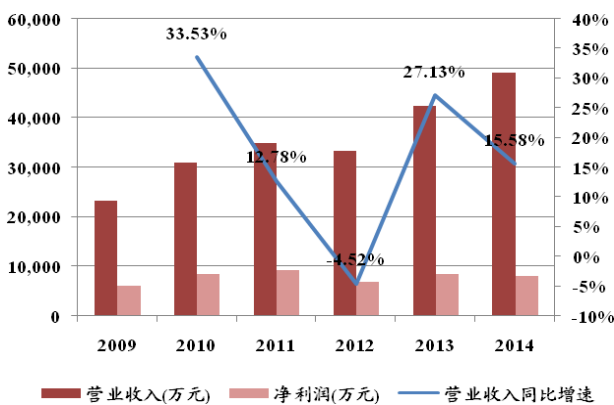
图表 1：2014 年公司各项业务占比情况（收购后，备考数据）



来源：Wind，齐鲁证券研究所

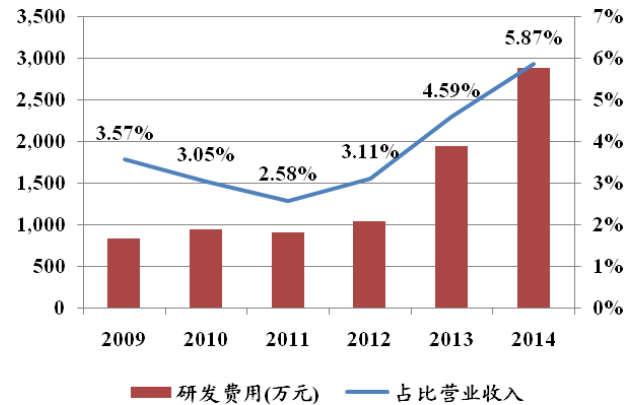
- 业绩平稳增长，研发费用占比持续提升。**公司自上市以来 EAS 营业收入稳步增长，RFID 受益于物联网技术在各行业的渗透，呈高速增长趋势。同时，公司密切跟踪行业发展趋势及前沿创新技术，先后研发并量产 AM/RF 天线、RF 高性能软标签、NFC 标签、具备 iBeacon 功能的 ESLs 等设备以及零售智慧仓储及门店管理等系统。公司近 4 年以来，营业收入复合增速为 12.12%，研发费用复合增速为 31.61%，不断加大研发投入，持续夯实在感知标签领域的国际领先地位。

图表 2：2010-2014 年公司营业收入及净利润



来源：Wind，齐鲁证券研究所

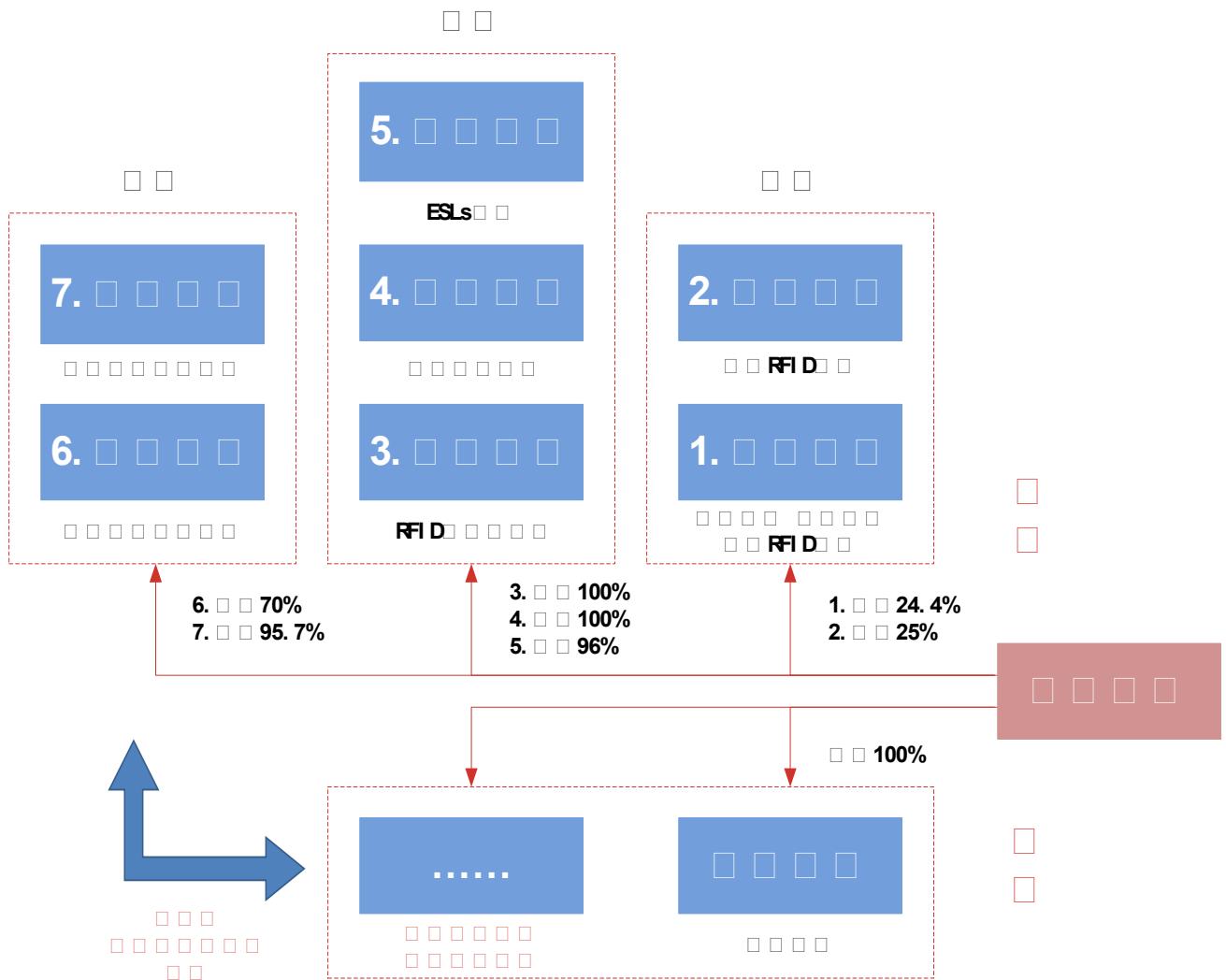
图表 3：2010-2014 年公司研发费用及占比



来源：Wind，齐鲁证券研究所

- “内生+外延”构建“两翼协同”发展战略。公司自 2010 年上市以来在夯实 EAS 全球领先地位的同时，积极布局 RFID 产业，持续深化物联网感知层布局。已先后控股或参股“思创超讯、智利 GL”以扩充 EAS 产品线及海外营销渠道；直接或间接参股“启东钜芯、美国意联科技”以掌控上游有源无源 RFID 的核心技术。同时，全资并购“医惠科技”渗透至智慧医疗，发力物联网应用层。我们认为，公司围绕物联网的战略定位，借助一系列的“内生+外延”布局，“两翼协同”格局初现，进入业绩加速成长期。

图表 4：“两翼协同”发展战略



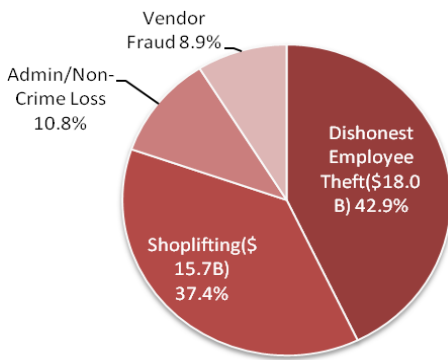
来源：齐鲁证券研究所

左翼：感知标签的全产业链整合已完成，静待行业爆发

感知标签之 EAS，国际市场平稳增长，国内市场值得期待

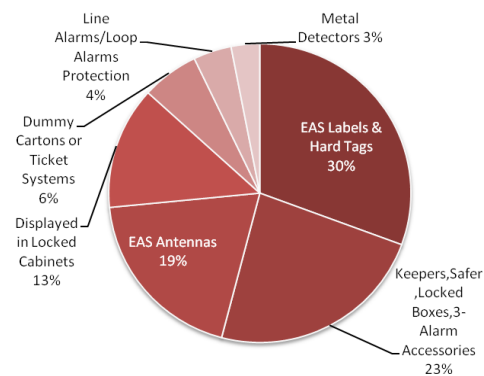
- 2014 年度《全球零售盗窃晴雨表》指出，全球零售业的“损耗”为 1285.1 亿美元。中国零售业因“损耗”损失达 243.87 亿美元，占比中国零售业销售总额的 1.53%。其中，约 80%的“损耗”为顾客及店员行窃。作为高性价比的防范手段，EAS（硬标签、软标签）长期作为防止“损耗”最为有效的手段，占比 49%。简单测算可知，EAS 理论上的目标市场空间约为 503.76 亿美金，当前市场渗透率不足 10%。

图表 5：2014 年度全球零售业“损耗”来源



来源： Sysrepublic, 齐鲁证券研究所

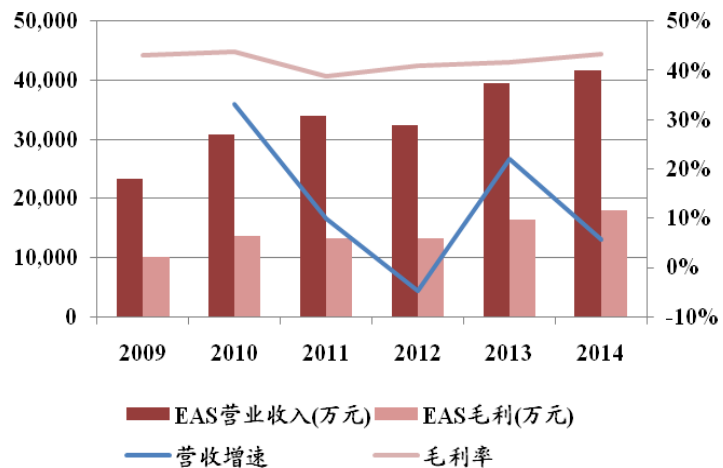
图表 6：2014 年度防止“损耗”主要手段占比



来源： Sysrepublic, 齐鲁证券研究所

- 全球 EAS 龙头，智慧零售开拓国内市场。公司长期服务 CheckPoint、Universal Surveillance Systems 等国际知名 EAS 系统集成商，并借助收购智利 GL、欧洲 CE 加强对下游 EAS 系统集成的控制力，并将先进且成熟的解决方案逐步通过自建子公司思创理得在国内推广，开拓国内市场。

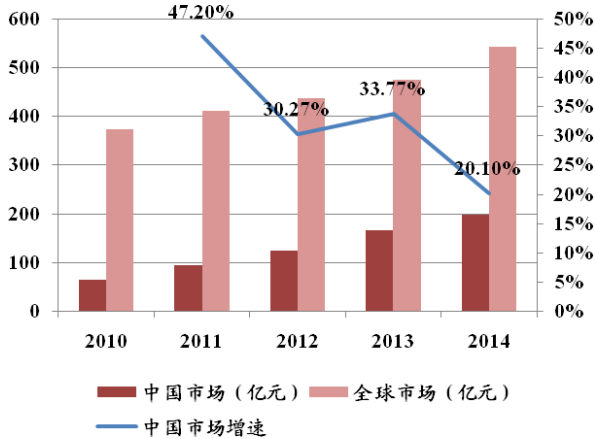
图表 7：2010-2014 年公司 EAS 营业收入及毛利



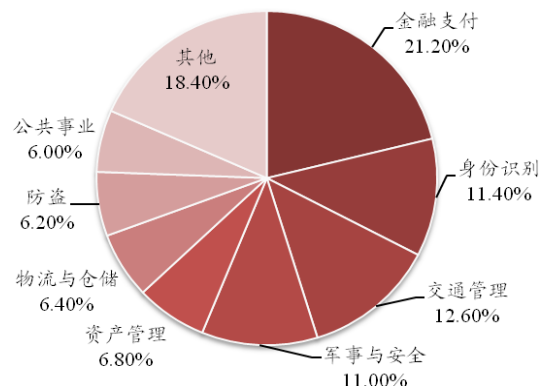
来源： Wind, 齐鲁证券研究所

感知标签之 RFID，全产业链整合已完成，锁定毛利率

- **物联网核心感知设备，行业应用驱动 RFID 放量。** RFID 标签具备重复读写、安全保护、高速传输及可远距离及批量化识别等优点，可广泛应用于商业零售、医疗卫生、图书档案、食品追溯等行业，极大提高物品管理效率。随着各行业应用的成熟，基于物品管理的大数据分析可演绎出各类增值服务，如：服装配备 RFID 标签，在试衣间装配读写器，能够准确分析出每件衣服试衣次数及转化购买情况。我们认为，行业应用及摩尔定律的相互作用，将加速 RFID 放量。

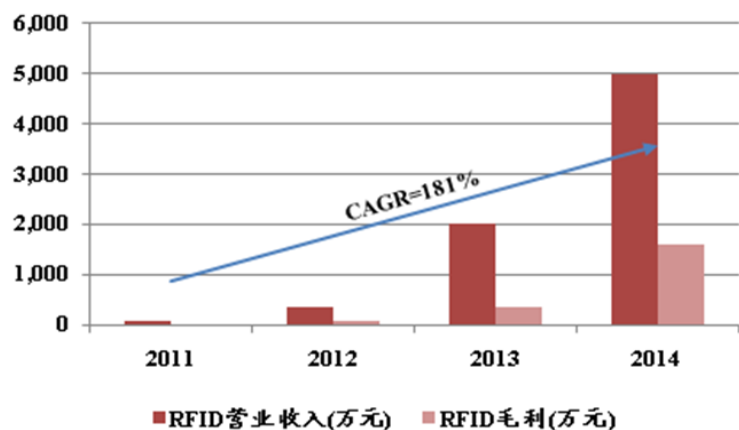
图表 8：RFID 市场规模


来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 9：2013 年度中国 RFID 行业应用占比


来源：IIPA 国际物联网贸易和促进会，齐鲁证券研究所

- **全产业链整合完毕，全球 RFID 巨头雏形初现。** 公司已完成从芯片设计到标签封装的 RFID 产业链全面布局。间接持股的美国意联科技是国际超高频 RFID EPCglobal 标准起草人之一，拥有 100 多项专利及大量专有技术，与 Impinj、NXP 垄断全球超高频芯片；收购的启东钜芯专注于有源 RFID 芯片的设计；全资子公司上扬无线和思创汇联作为 RFID 标签封装基地，通过两年的建设与运营，已具备年生产标签 10 亿枚。至此，公司已成为全球 RFID 全产业链贯通，且具备大规模出货能力的供应商，静候 RFID 产业放量增长。

图表 10：2011-2014 年公司 RFID 营业收入及毛利


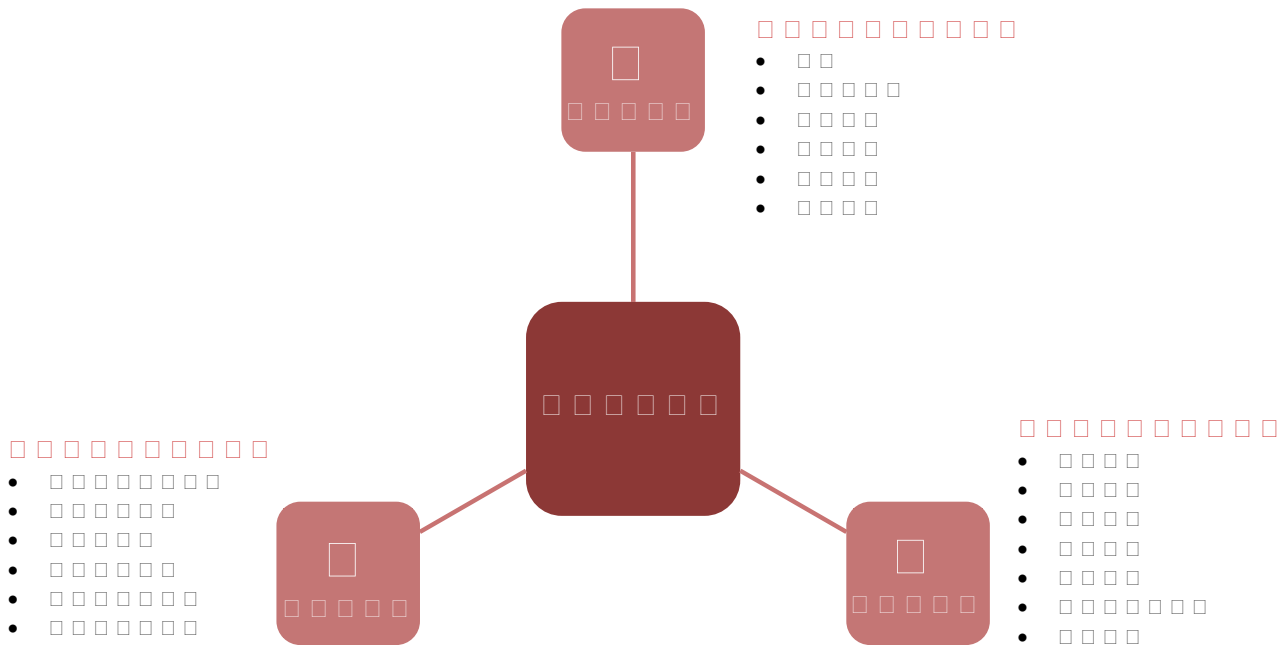
来源：Wind，齐鲁证券研究所

右翼：医惠科技，构建“智慧医疗”互联新生态

医惠科技：中国领先的智慧医疗平台级供应商

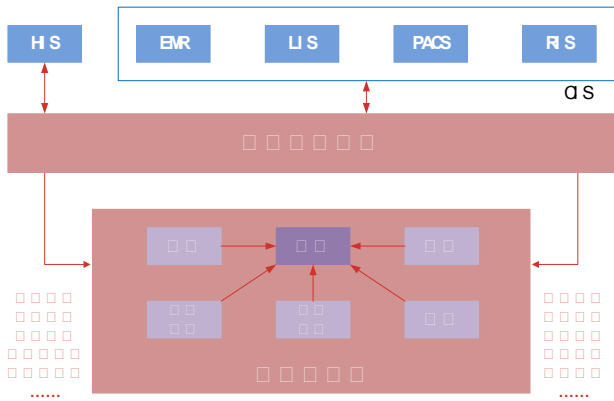
- 以“简约”为理念，以“病人”为中心，打造实用智慧医疗平台。公司以物联网、移动互联网、云计算、大数据等核心技术为依托，以“提高病人安全、医疗质量和临床效率”为目标，互联互通现有医疗信息化系统（即：HIS、CIS、GMIS等），贯穿医疗对象、数据信息、医疗流程，形成“智能开放平台 + 物联网技术架构 + 业务应用系统”的智慧医疗解决方案。公司在移动医疗、医疗物联网领域处于全国第一梯队。

图表 10：智慧医疗平台级解决方案示意图

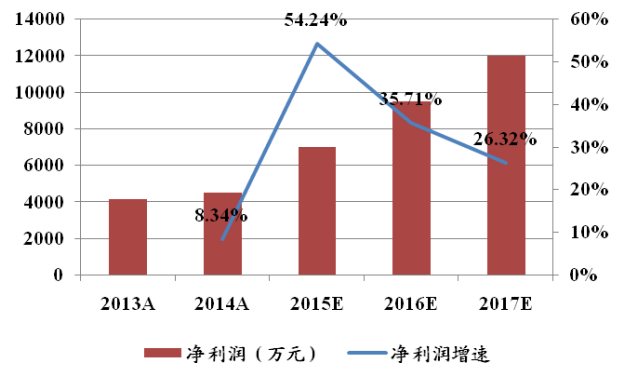


来源：齐鲁证券研究所

- 以“人”为中心的“物联网+智能平台”战略助推业绩快速增长。智能开放平台能够解决目前医院信息系统信息孤岛的问题，未来有望成为医院的标配（智能开放平台类似操作系统，HIS等系统类似APP）；物联网架构将医院封闭环境中各关键角色（如：病患、医生、护士、设备、药品、病床）智能互联，在融合集成各医疗系统数据的情况下，结合医疗流程，大幅提高运营效率，确保医疗质量。公司业务已业务范围遍布中国31个省市自治区及香港、澳门，高端客户超过600多家，同时提供“JCI、HIMSS”咨询服务及卫计委互联互通标准符合性评测咨询等增值服务。公司2014年实现归属母公司净利润4,538.35万元，并承诺2015-2017年考核净利润分别不低于7,000万元、9,500万元、12,000万元。

图表 12: 物联网+智能平台的智慧医疗架构


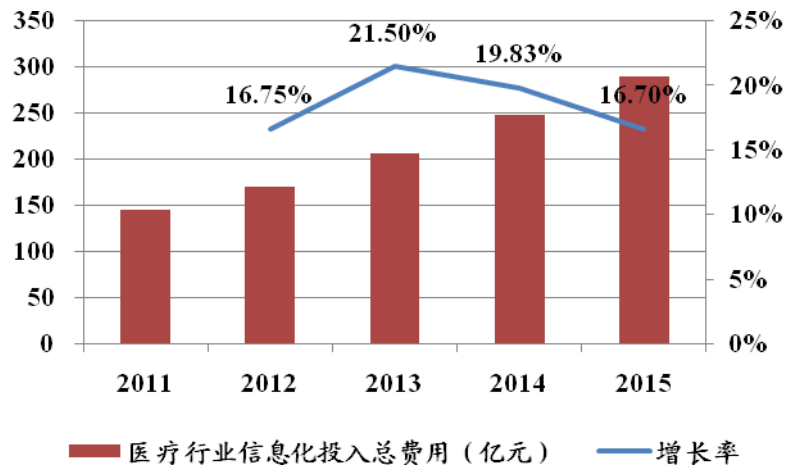
来源: 齐鲁证券研究所

图表 11: 2013-2017 年医惠净利润及增速


来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

医疗信息化加速渗透, 新技术催化“智慧医疗”结构性市场机遇

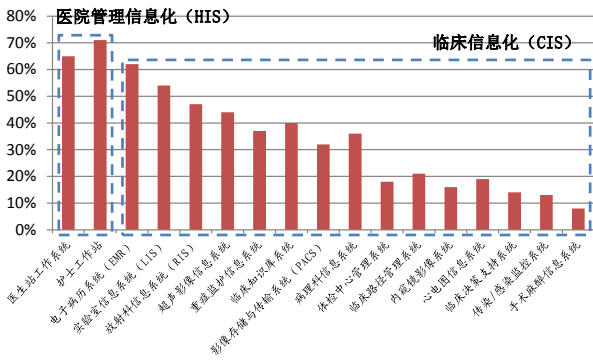
- 医疗信息化高景气延续, 行业空间巨大。**对比欧美等发达国家的成熟医疗信息化体系, 我国医疗信息化投入资金仅占卫生机构总收入的 0.8%, 发达国家此项指标高达 3%-5%。随着政府投入以及医院自身对信息化重视程度的提升, IDC 预测 2015 年医疗信息化投入占收入比重将提高至 1.5%。

图表 14: 2011-2015 年我国医疗信息化投入情况


来源: IDC, 齐鲁证券研究所

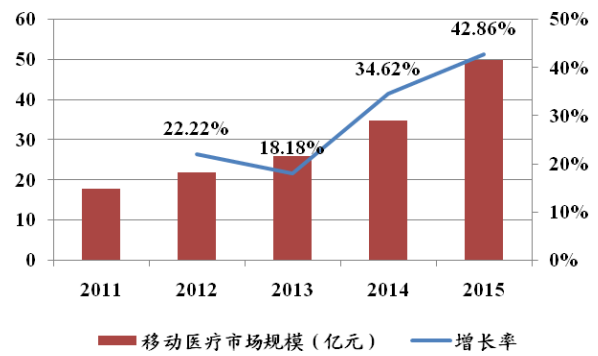
- HIS、CIS 等系统加速渗透, 智慧医疗进入建设实施阶段。**智慧医疗是在医疗信息化具备一定渗透率的基础上, 利用先进的物联网、云计算、移动互联网、大数据等新技术, 将与医疗卫生服务相关的人员、信息、设备、资源连接起来, 实现患者与医务人员、医疗机构、医疗设备之间互动的智能化平台。截至 2014 年, 我国三甲医院的信息系统 (HIS、CIS 等) 渗透率已大幅提高。我们认为, 医疗信息化已进入智慧医疗阶段, 将迎结构性市场机遇。

图表 15: 2014 年度三甲医院信息系统渗透率



来源: CHIMA, 齐鲁证券研究所

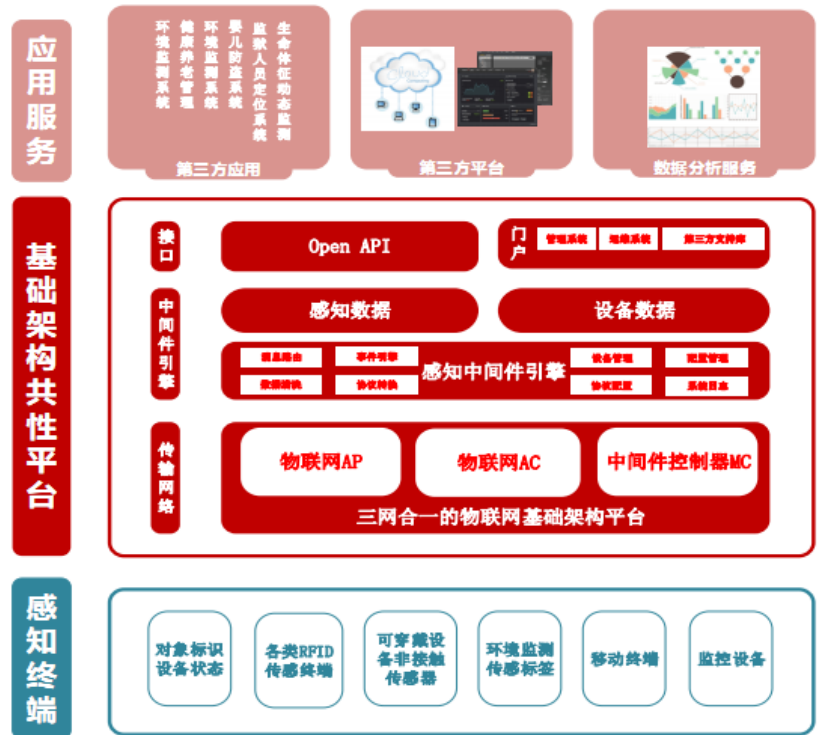
图表 16: 2011-2015 我国智慧医疗投入情况



来源: IDC, 齐鲁证券研究所

- 物联网、云计算、大数据、移动互联网等新技术催化智慧医疗快速发展。
 - 1) 物联网技术让越来越多的医疗设备接入或者组建网络, 促进了医疗数据交互、实时传输、及时保存;
 - 2) 云计算技术将推动医疗机构、社区、家庭之间的医疗服务信息共享并形成完善的健康服务系统;
 - 3) 大数据为海量医疗数据的处理和分析提供了保证, 优化医疗资源的精准投放;
 - 4) 移动互联网技术的发展促进了远程医疗的发展, 同时提高了医院运营的整体效率。

图表 17: 新技术催化下的智慧医疗三层系统架构

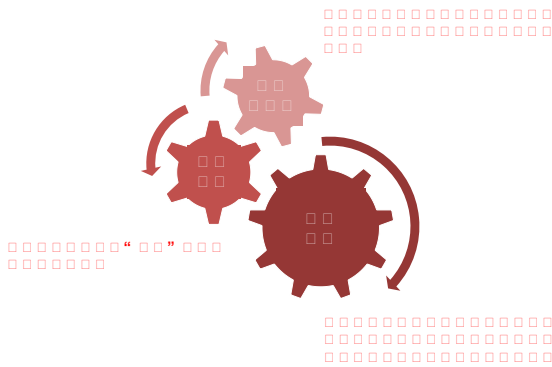


来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

行业的竞争格局、趋势及医惠的竞争优势

- **竞争格局及趋势：“大市场、小公司”，行业集中度低。**我国医疗资源（如：医院）的地域性较为分散，区域经济及技术水平的差异较大，结合医疗信息化各系统庞杂，标准尚未统一。因此，我国的医疗信息化市场的集中度低。从各上市公司的财务数据中也可以看出，专注于医疗信息化的卫宁软件、创业软件 2014 年营业收入分别为 4.91 亿、4.05 亿，市场占有率仅为 1.69%、1.40%。2014 年 6 月，卫计委逐步发布“电子病历”等行业标准，有望解决区域医疗系统间因数据标准不一导致的信息孤岛问题。我们认为，行业内生需求及标准将加速“医院内各系统互联、医院间区域互联”的建设进程，市场集中化趋势明显，卡位及技术优势突出的公司将获得新机遇。

图表 18：医疗信息化市场格局及趋势



来源：齐鲁证券研究所

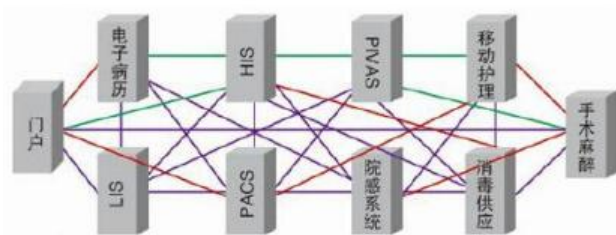
图表 19：主流医疗信息化公司市场占有率情况

公司名称	2014年度医疗信息化	
	营业收入（亿元）	市场占有率
卫宁软件	4.91	1.7%
东软集团	14.03	4.8%
东华软件	2.46	0.8%
万达信息	10.97	3.8%
创业软件	4.06	1.4%
银江股份	3.02	1.0%

来源：Wind，齐鲁证券研究所

- **竞争优势 1：智能开放平台构建医疗信息化各系统互联体系。**对于医院来说，各信息系统是分布执行的，通常先上 HIS 系统，再上 CIS 等系统。为了不被某系统厂商绑架，医院倾向于各系统来自不同厂商，使得每家医院业务系统无法交互、缺乏共享，导致信息接口繁杂、重复冗余且难以维护。医惠以智能开放平台为核心构建的 Healthcare2.0 系统，采用平台服务模式，为不同医疗系统开发插拔式交互接口，构建起以“病患”为核心的业务系统。

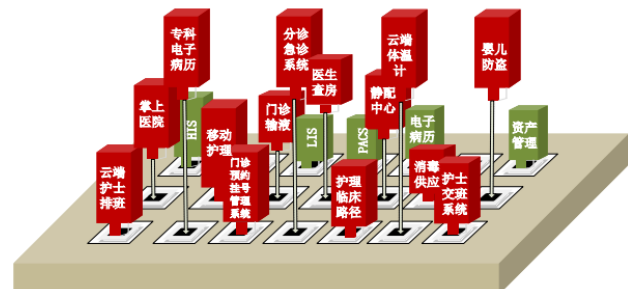
图表 20：传统医疗信息化各系统交互模式



传统模式：接口繁杂、重复冗余、难于维护

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 21：医惠 Healthcare2.0 插拔式交互模式



医惠Healthcare2.0：接口明晰、简洁独立、易于维护

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 竞争优势 2：物联网技术提升方案质量，加大服务深度。**实现医疗服务连贯性的核心技术除智能开放平台外，还包括物联网技术。医惠物联网技术为“三网合一”的技术，即物联网，无线网、有线网的融合。其中的物联网 AP 融合了 WIFI 和 RFID 双模、多频技术，为医院大量复杂、异构、多模、特殊感知节点采集的信息提供简约、统一的智能信息接收处置平台。该产品可支持多种网络标准的设备，使得用户享受无线技术更高速度和更大覆盖范围的好处，为用户最终实现物与物、物与人的信息智能交互提供了一套完整可靠的信息传递解决方案。

图表 22：成熟应用于医疗领域的物联网架构


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 结论：公司作为国内领先的“智慧医疗”互联生态的构建者，借助上市公司平台及市场、技术卡位优势，在医疗信息化市场集中的趋势下，将积极内生外延扩张，加速整合智慧医疗产业链。**

思创牵手医惠，协同效应明显

- 思创之于医惠：RFID 标签是“智慧医疗”的核心感知设备。**RFID 标签不同的封装形式，将广泛应用在医院封闭环境的各个环节，有效对“病患、医生、护士、医疗设备、耗材”等进行数字化标识。结合智能开发平台，在具体业务流程的指引下，大幅提高医院运营效率，提升服务质量。思创作为全球贯穿 RFID 全产业链的厂商，能够为医惠的智慧医疗解决方案提供与应用场景强耦合的 RFID 标签，在技术适配及成本上给予支持。

图表 23: RFID 在医疗领域的部分应用

应用领域	场景
药品	在流通的各个环节对药品进行定位、追踪，降低流通成本 药品防伪，遏制假冒伪劣药品的泛滥 药房药品的存储与发放，临床医护的药品发放和药物服用 对存储环境较为“脆弱”的物品，如疫苗等，提供实时监控
远程监护和家庭护理	婴儿监控、多动症儿童监控、老人生命体征家庭监控、术后病人恢复监控等
急救处理	救护车将病人带回医院的过程与医院医生的检测和准备过程同步进行，缩短了急救时间，提高了亿元急救效率
医疗信息化	门诊系统的移动医疗，减少人员信息核对环节，增强了病患隐私的安全性 住院系统的移动医疗，自动识别病患身份、实时更新医嘱进度等
其他	医疗设备跟踪与管理 医疗垃圾的处理 医疗手术的跟踪监控 血液管理中的监控 病人定位、跟踪与管理 医院传染控制

来源：互联网，齐鲁证券研究所

- **医惠之于思创：软硬件应用闭环，打造 RFID 示范工程。** RFID 标签除技术成熟度还有待提高外，阻碍大规模应用的另一个因素就是成本。虽然近年来 RFID 裸标在“摩尔效应”的驱动下，成本得到大幅下降，但面向不同应用场景的二次封装标签却依然比条码、二维码贵出不止一个数量级。然而，经验告诉我们，任何新技术在应用“闭环”中，技术属性高效释放，边际收益逐步提高，使得新技术得以规模化应用，反过来又会大幅降低成本。因此，医惠作为国内智慧医疗的领导者，将 RFID 标签植入智慧医疗的闭环应用中，让医院受益于 RFID 为运营带来的高效益，为 RFID 在医疗或更为广泛的领域打造示范工程。

盈利预测与投资建议

盈利预测假设

- 我们将医惠科技自 2015 年 7 月开始并表，上市公司主营业务将分为六个部分，即：EAS 硬标签、EAS 软标签、RFID 标签、RFID 系统集成、防盗标签附件、智慧医疗相关业务。
 - **假设一：**公司核心业务 EAS 标签市场趋于饱和，其中硬标签销量保持稳定增长，软标签增速相比较快，平均给予 10% 左右的增速；RFID 标签由于下游市场拓展有望继续保持高速增长。
 - **假设二：**医惠科技在 2015-2017 年完成业绩承诺，考虑到季节性对

业务的影响，2015年6月底并表后的业绩占比为65%。

- **假设三：**公司重大资产重组，收购主营医疗信息化的医惠科技对公司营业成本和各项费用存在明显增厚现象。

图表 24：公司分项业务收入预测（人民币万元）

项目	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
硬标签						
销售收入	23,204	27,599	29,768	33,072	36,480	40,277
增长率 (YoY)		18.94%	7.86%	11.10%	10.30%	10.41%
毛利率	40.55%	40.67%	43.12%	42.71%	42.50%	43.10%
销售成本	13,795	16,375	16,932	18,947	20,976	22,918
毛利	9,409	11,225	12,836	14,125	15,504	17,360
软标签						
销售收入	7,111	9,670	9,307	10,461	11,611	12,935
增长率 (YoY)		36.00%	-3.76%	12.40%	11.00%	11.40%
毛利率	40.78%	44.08%	44.08%	44.13%	44.48%	44.58%
销售成本	4,211	5,408	5,204	5,844	6,447	7,168
毛利	2,900	4,263	4,102	4,616	5,165	5,766
RFID标签						
销售收入	337	1,995	4,982	11,272	18,838	28,482
增长率 (YoY)		491.47%	149.77%	126.23%	67.12%	51.20%
毛利率	24.98%	17.82%	33.32%	34.02%	33.80%	34.57%
销售成本	253	1,639	3,322	7,437	12,470	18,636
毛利	84	355	1,660	3,835	6,367	9,846
系统集成						
销售收入	553		1,235	2,426	4,120	6,220
增长率 (YoY)				96.42%	69.80%	50.98%
毛利率	-18.46%		33.32%	34.02%	34.80%	34.57%
销售成本	655		824	1,601	2,686	4,070
毛利	-102		412	825	1,434	2,150
防盗标签附件						
销售收入	2,042	2,184	2,623	2,839	3,282	3,522
增长率 (YoY)		6.97%	20.10%	8.23%	15.61%	7.31%
毛利率	48.18%	46.20%	42.79%	42.89%	43.49%	43.09%
销售成本	1,058	1,175	1,501	1,621	1,855	2,004
毛利	984	1,009	1,122	1,218	1,427	1,518
医惠科技						
销售收入				19,764	39,260	49,592
增长率 (YoY)					98.65%	26.32%
毛利率				51.30%	51.60%	52.30%
销售成本				9,625	19,002	23,655
毛利				10,139	20,258	25,937
合计						
销售收入小计	33,246	41,448	47,915	80,148	114,049	141,894
销售成本小计	19,971	24,597	27,783	45,255	63,694	78,944
毛利	13,275	16,852	20,132	34,893	50,354	62,950
平均毛利率	39.93%	40.66%	42.02%	43.54%	44.15%	44.36%

来源：齐鲁证券研究所

图表 25：公司盈利预测（人民币万元）

项目	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	33,428	42,496	49,117	80,148	114,049	141,894
营收增长率	-4.52%	27.13%	15.58%	63.18%	42.30%	24.42%
营业成本	20,085	25,406	28,825	45,255	63,694	78,944
营业税金及附加	368	356	412	721	1,255	1,504
销售费用	1,928	2,949	3,412	6,252	9,352	11,493
管理费用	5,561	6,926	9,411	16,270	22,479	28,349
财务费用	-2,538	-3,292	-2,199	-2,693	-4,738	-6,161
资产减值损失	43	203	542	0	0	0
营业利润	8,090	9,947	9,889	14,343	22,007	27,764
加：营业外收入	321	459	261	1,647	2,078	2,664
利润总额	8,411	10,406	10,151	15,990	24,085	30,427
减：所得税费用	1,562	1,932	2,034	2,974	4,721	6,268
净利润	6,848	8,475	8,116	13,016	19,364	24,159
减：少数股东权益	268	105	-319	0	0	0
归属于母公司的净利润	7,117	8,580	7,797	13,016	19,364	24,159
净利率	21.29%	20.19%	15.87%	16.24%	16.98%	17.03%

来源：齐鲁证券研究所

盈利结果及可比公司对比

- 我们预测公司 2015-2017 年实现营业收入 8.19、11.56、14.50 亿元，同比增长 63.2%、42.3%、24.4%；实现归属于母公司净利润 1.30、1.93、2.41 亿元，同比增长 66.94%、48.77%、24.76%。考虑公司已公开的定向增发方案，2015 年预计总股本 1.795 亿股，我们预计公司 2015-2017 年实现摊薄后 EPS 分别为 0.73、1.08、1.35 元。
- 公司作为领先的数字标签及应用供应商，我们选取主营业务类似的远望谷（002161.SZ）、达华智能（002512.SZ）、信息发展（300469.SZ），考虑公司收购标的主营医疗信息化，我们选取卫宁软件（300253.SZ）、创业软件（300451.SZ）、万达信息（300168.SZ）为可比公司。

图表 26：可比上市公司估值比较

公司名称	证券代码	8月10日 收盘价(元)	EPS			PE			ROE 2015	总市值 (亿元)
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E		
远望谷	002161.SZ	14.86	0.12	0.18	0.24	125.61	82.19	62.15	5.68%	110
达华智能	002512.SZ	32.71	0.43	0.61	0.92	76.89	53.66	35.53	8.87%	116
信息发展	300469.SZ	72.21	0.63	0.79	1.00	114.67	91.37	72.00	17.05%	48
平均值						105.73	75.74	56.56	10.53%	
万达信息	300168.SZ	39.28	0.29	0.41	0.59	135.54	95.78	66.43	10.88%	393
卫宁软件	300253.SZ	49.99	0.35	0.54	0.93	143.94	92.22	53.55	19.87%	273
创业软件	300451.SZ	195.31	0.84	1.00	1.12	232.29	196.29	174.21	11.58%	133
平均值						170.59	128.10	98.06	14.11%	

来源：Wind，齐鲁证券研究所

投资建议：目标价 90 元，给予“买入”评级

- 我们预测公司 2015-2017 年对应 EPS 分别为 0.73、1.08、1.35 元。考虑到公司主营 RFID 业务近年的快速增长、医疗信息化行业市场空间在未来几年的高速增长，对中瑞思创和医惠科技分别给予如下估值：
 - 对于感知标签，公司通过“内生+外延”已完成全球顶级 RFID 供应商的布局，预计 2015 年 EAS 和 RFID 贡献净利润约为 8500 万，给予电子板块 2015 年平均市盈率 60 倍，对应 51 亿的市值。
 - 对于医惠科技，是国内领先的智慧医疗解决方案供应商，2015 年承诺利润 7000 万。对比同类公司卫宁软件、创业软件 2015 年市盈率分别 140、230，给予市盈率 160 倍，对应 112 亿的市值。
- 考虑到感知标签和医惠科技的医疗信息化之间存在显著的协同效应，公司在二级市场上可享受一定的估值溢价，整体对应 $51+112=163$ 亿的市值，对应目标价为 90 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

股市系统性风险

- 受国内外宏观经济、国家政策变化、投资者供求关系等系统性因素的影响，公司股票存在背离其企业经营情况等内在价值出现宽幅震荡，从而给投资者带来投资风险。

业绩不达标的风险

- 医惠作为被收购公司做出了未来 3 年的利润承诺，该利润承诺系基于医惠目前的运营能力和未来发展前景做出的综合判断，最终能否实现将取决于行业发展趋势的变化和医惠管理团队的经营管理能力，医惠存在承诺期内考核净利润达不到承诺金额的风险。

业务整合风险

- 公司主营业务与医惠分别在商品零售和医疗信息化行业有一定的市场基础，二者的业务整合将实现物联网感知层、网络层、应用层的产业协同效应，但是双方在企业文化、管理制度等方面存在不同程度的差异，同时，公司后期的研发能否跟上医疗信息化行业快速发展产生的物联网基础硬件的需求以实现主营收入的快速增长存在不确定性。

图表 27: 财务报表及预测

损益表 (人民币万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	33,428	42,496	49,117	80,148	114,049	141,894
增长率	-4.52%	27.1%	15.6%	63.2%	42.3%	24.4%
营业成本	-20,085	-25,406	-28,825	-45,255	-63,694	-78,944
% 销售收入	60.1%	59.8%	58.7%	56.5%	55.8%	55.6%
毛利	13,343	17,089	20,293	34,893	50,354	62,950
% 销售收入	39.9%	40.2%	41.3%	43.5%	44.2%	44.4%
营业税金及附加	-368	-356	-412	-721	-1,255	-1,504
% 销售收入	1.1%	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%	1.1%
营业费用	-1,928	-2,949	-3,412	-6,252	-9,352	-11,493
% 销售收入	5.8%	6.9%	6.9%	7.8%	8.2%	8.1%
管理费用	-5,561	-6,926	-9,411	-16,270	-22,479	-28,349
% 销售收入	16.6%	16.3%	19.2%	20.3%	19.7%	20.0%
息税前利润 (EBIT)	5,486	6,859	7,058	11,650	17,269	21,603
% 销售收入	16.4%	16.1%	14.4%	14.5%	15.1%	15.2%
财务费用	2,538	3,292	2,199	2,693	4,738	6,161
% 销售收入	-7.6%	-7.7%	-4.5%	-3.4%	-4.2%	-4.3%
资产减值损失	-43	-203	-542	0	0	0
公允价值变动收益	-139	0	1,028	0	0	0
投资收益	248	0	147	0	0	0
% 税前利润	2.9%	0.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	8,090	9,947	9,889	14,343	22,007	27,764
营业利润率	24.2%	23.4%	20.1%	17.9%	19.3%	19.6%
营业外收支	321	459	261	1,647	2,078	2,664
税前利润	8,411	10,406	10,151	15,990	24,085	30,427
利润率	25.2%	24.5%	20.7%	20.0%	21.1%	21.4%
所得税	-1,562	-1,932	-2,034	-2,974	-4,721	-6,268
所得税率	18.6%	18.6%	20.0%	18.6%	19.6%	20.6%
净利润	6,848	8,475	8,116	13,016	19,364	24,159
少数股东损益	-268	-105	319	0	0	0
归属于母公司的净利润	7,117	8,580	7,797	13,016	19,364	24,159
净利率	21.3%	20.2%	15.9%	16.2%	17.0%	17.0%

资产负债表 (人民币万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	94,209	79,988	50,768	48,205	42,001	50,645
应收款项	6,002	8,431	11,016	40,012	57,550	71,212
存货	4,355	6,619	10,743	19,466	27,572	33,524
其他流动资产	3,473	4,817	3,784	6,530	7,211	7,400
流动资产	108,038	99,855	76,311	114,213	134,334	162,782
% 总资产	88.6%	80.9%	59.4%	46.7%	50.0%	54.7%
长期投资	448	417	11,799	11,799	11,799	11,799
固定资产	9,243	19,022	28,196	35,167	38,943	39,367
% 总资产	7.6%	15.4%	22.0%	14.4%	14.5%	13.2%
无形资产	4,153	4,048	12,042	83,475	83,475	83,475
非流动资产	13,883	23,542	52,107	130,511	134,287	134,710
% 总资产	11.4%	19.1%	40.6%	53.3%	50.0%	45.3%
资产总计	121,921	123,397	128,418	244,724	268,621	297,492
短期借款	0	0	60	60	60	60
应付款项	4,072	4,483	6,364	9,632	12,140	14,514
其他流动负债	1,128	1,692	4,595	4,772	6,797	9,135
流动负债	5,201	6,175	11,019	14,464	18,997	23,710
长期贷款	0	0	0	39,845	39,845	39,845
其他长期负债	360	507	34	34	34	34
负债	5,561	6,682	11,053	54,343	58,786	63,588
普通股股东权益	116,377	116,420	115,810	188,826	208,190	232,349
少数股东权益	-17	393	1,555	1,555	1,555	1,555
负债股东权益合计	121,921	123,496	128,418	244,724	268,621	297,492

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.425	0.512	0.465	0.725	1.079	1.346
每股净资产 (元)	6.948	6.950	6.914	10.520	11.598	12.944
每股经营现金净流 (元)	0.308	0.174	0.295	-1.133	0.029	0.655
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.12%	7.37%	6.73%	6.89%	9.30%	10.40%
总资产收益率	5.84%	6.95%	6.07%	5.32%	7.21%	8.12%
投入资本收益率	20.24%	15.16%	10.28%	5.57%	7.09%	8.11%
增长率						
营业总收入增长率	-4.52%	27.13%	15.58%	63.18%	42.30%	24.42%
EBIT增长率	-34.34%	25.03%	2.91%	65.05%	48.23%	25.10%
净利润增长率	-23.56%	20.56%	-9.12%	66.94%	48.77%	24.76%
总资产增长率	1.26%	1.29%	3.99%	90.57%	9.76%	10.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.7	56.0	63.6	167.0	170.0	169.0
存货周转天数	72.2	78.8	109.9	157.0	158.0	155.0
应付账款周转天数	49.1	44.2	46.0	50.0	45.0	43.0
固定资产周转天数	90.0	85.3	97.4	76.0	62.4	52.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-80.96%	-68.48%	-41.85%	-4.36%	-1.00%	-4.59%
EBIT利息保障倍数	-2.2	-2.1	-3.2	-4.3	-3.6	-3.5
资产负债率	4.56%	5.41%	8.61%	22.21%	21.92%	21.37%

来源: Wind, 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。