



买入

46% ↑

目标价格:人民币 60.00

300078.CH

价格:人民币 41.17

目标价格基础:78倍 16年市盈率

板块评级:未有评级

思创医惠

真正从扩大供给端出发，互联网+医疗核心标的

我们认为在医疗行业，物联网 IOT 能够真正有效的增加数据化的供给，匹配上大数据运算能力、人工智能等能力的平台，会在未来真正解决医疗行业的供需不匹配问题，实现真正的互联网+。医惠科技的智能开放平台、物联网基础架构平台与思创积累多年的物联网技术强强联手，真正从扩大供给端出发，是互联网+医疗领域的核心标的。

支撑评级的要点

- 目前，医惠主要业务为智能开放平台，物联网架构，业务系统及技术服务。其中智能开放平台和物联网基础架构平台是最具核心竞争力的产品。相比于传统架构，可以将医惠的智能开放平台比喻为安卓操作系统，平台性强，开放度高，可拓展性强，而非功能强、业务性强却略显封闭的赛班系统。
- 我们认为，物联网基础架构平台及其后续提供的基于物联网技术的产品及耗材，能将以往患者迫切却久未得到满足的动态需求实时数据化，同时为医院在患者维护上节约劳力，真正创造了一系列全新的供给，而智能开放平台真正将供（医院、医生）需（患者）两端连接到平台上，同时提供丰富的应用，结合大数据分析，真正解决行业的核心供需不匹配的问题。
- 下一步，医惠将结合思创的 RFID 硬件优势，共同进入下游的信息耗材领域，销售 2C 端为主的产品将打开新一层的市场空间。经过我们的初步测算，公司目前计划和已经在推广的医疗信息耗材产品均拥有百亿以上市场空间。公司作为最早进入物联网耗材领域的厂商，将真正享受到由物联网（人物互联、物物互联）大范围应用所带来的增长红利。
- 未来，大数据多维应用，人工智能领航。随着智能开放平台、物联网基础架构平台，以及物联网硬件耗材的推广，公司平台上交互的数据会呈现指数级的大幅增长。通过大数据分析，可以开展保险、专科电子病历等应用，后期对接人工智能、认知计算等技术，还有一系列拥有巨大空间的业务在储备中。我们认为，公司与 IBM 长期合作优势，有望受益于 IBM 沃森的认知计算能力，使公司在大数据多维应用领域占据先机。

评级面临的主要风险

- 业务开拓市场风险，新技术替代风险。

估值

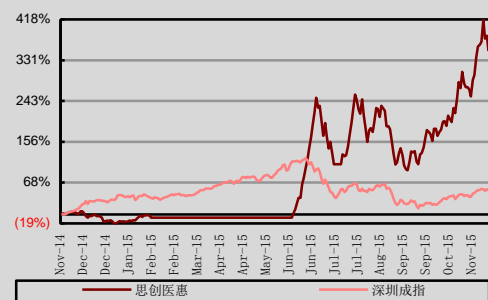
- 我们预测 2015 年、2016 年和 2017 年每股收益分别为 0.37 元、0.53 元、0.74 元，给予买入评级，目标价 60.00 元。

投资摘要

年结日：12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	425	491	812	1,341	1,853
变动(%)	27	16	65	65	38
净利润(人民币 百万)	86	78	156	221	308
全面摊薄每股收益(人民币)	0.512	0.465	0.372	0.529	0.735
变动(%)	20.6	(9.1)	(20.0)	42.0	39.1
全面摊薄市盈率(倍)	80.4	88.4	110.6	77.9	56.0
价格/每股现金流量(倍)	236.9	139.7	33.3	(41.3)	55.0
每股现金流量(人民币)	0.17	0.29	1.24	(1.00)	0.75
企业价值/息税折旧前利润(倍)	200.8	197.8	92.5	62.5	44.4
每股股息(人民币)	0.500	0.050	0.037	0.209	0.148
股息率(%)	1.2	0.1	0.1	0.5	0.4

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	445.2	48.1	40.0	348.1
相对深证成指	436.6	38.1	47.9	297.1

发行股数(百万)	419
流通股(%)	64
流通股市值(人民币 百万)	11,035
3个月日均交易额(人民币 百万)	341
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
路楠	34

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券以 2015 年 11 月 17 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

电子：其他电子

吴砚靖

(8610)66229335

yanjing.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515070003

宋彬

(8610)66229323

bin.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515070002

目录

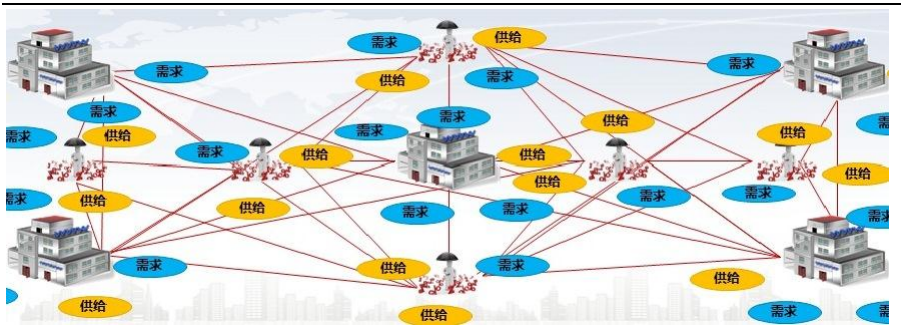
我们对互联网+医疗行业的观点.....	3
NOW: 医惠的开放平台为基, 直连供需两端.....	5
NEXT: 共同进入医疗健康信息耗材领域.....	10
FUTURE: 大数据多维应用, 人工智能领航.....	14
盈利预测与估值	16
研究报告中所提及的有关上市公司	18

我们对互联网+医疗行业的观点

在我们7月份发布的《互联网+投资分析框架》报告中，提出“互联网+”的本质是实现人类社会一切供、需的数字化重组及跨时空对接。

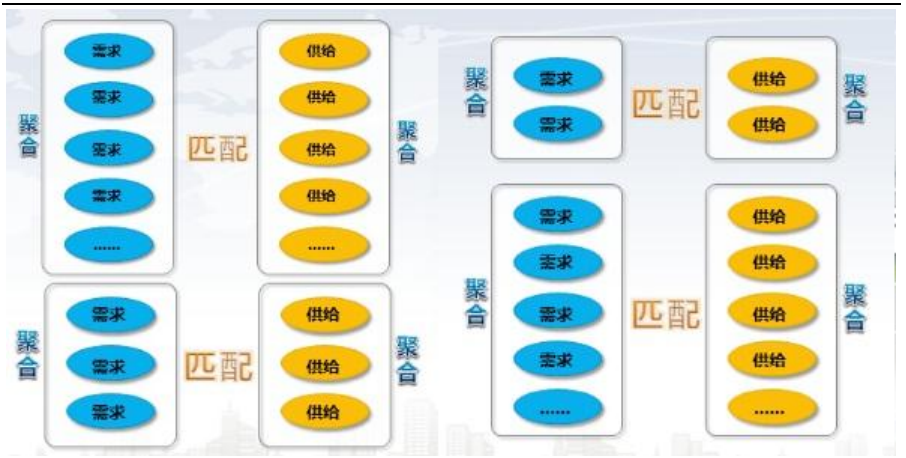
如图表1，受时间、地域空间等限制，现实世界中的供需是一种乱象，在虚拟世界中，如图表2，数据是一种具备跨时空属性的存在，通过数据分别聚合供给端、需求端，再进行数据匹配，然后一部分匹配结果反馈给现实世界，这种方式是最快捷的对接，是“互联网+”的本质。

图表 1. 现实世界的供需是一种乱相



资料来源：中银国际证券《“互联网+”全景投资分析框架》

图表 2. “互联网+”的虚拟世界通过数据聚合并有效匹配供需端



资料来源：中银国际证券《“互联网+”全景投资分析框架》

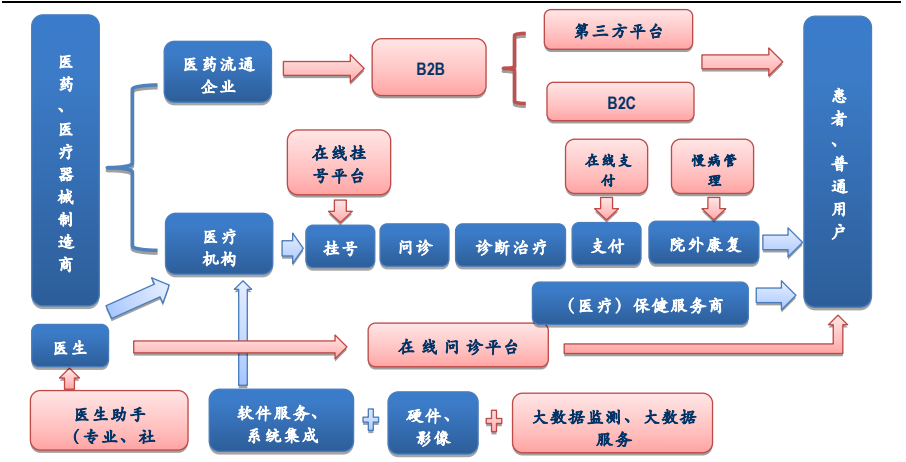
互联网+行业的价值实现，需要该行业具备较大市场空间，海量被数据化的供给和被数据化的需求，以及较低的供需配置效率。

图表 3. 互联网+医疗行业供需特点及市场空间对比

互联网+X	传统产业空间	传统供需配置效率	特点
互联网+医疗	1万亿	低	1、核心供给端不足，需求端海量 2、产业链不长，有持续服务需求 3、制度方面，监管准入严格 4、技术方面，难度较大

资料来源：中银国际证券

图表 4. 互联网医疗产业链分析



资料来源：中银国际证券《“互联网+”全景投资分析框架》

医疗行业的万亿市场空间无需赘述，相较于金融、物流、交通等拥有海量供给和海量需求的行业，医疗行业在互联网化道路上的核心问题是**医生医院资源的供给不足**，而且由于监管准入的原因，供给也难以大幅提升，同时老龄化问题出现，需求端还在进一步提升。“互联网+”需要海量供给和海量需求，只有聚集了海量、活跃用户的云平台才能达到“聚合”供、需的目的，只有具备大数据运算能力的平台才能完成供、需的有效匹配。

在目前互联网医疗产业链中（其中蓝色部分为传统医疗产业链组成部分，粉红色部分为一定程度上已经被互联网化的环节），我们能看到，目前被互联网化的环节主要有互联网药品流通、在线挂号、在线支付，在线诊疗，一定程度上可以提高医生效率或产出率，并不能在本质上增加医疗资源的供给。

在医疗行业，我们看到，**物联网 IOT 能够真正有效增加数据化的供给**，在物联网大范围接入现有网络后，活跃的云平台才成为可能。后续匹配上大数据运算能力、人工智能等能力的平台，会在未来真正解决医疗行业的供需不匹配问题，实现真正的“互联网+”。

NOW: 医惠的开放平台为基，直连供需两端

医惠科技成立于 2009 年，目前主营业务为智能开放平台，物联网架构，业务系统及技术服务。

图表 5. 2013、2014 年医惠科技的收入结构

(百万)	2013 年	2014 年	同比增长(%)	占比(%)	2014 年综合毛利率(%)
智能开放平台	8,741	11,216	28.31	53.33	67.41
业务系统	4,493	6,243	38.94	29.68	52.36
物联网架构	3,590	2,928	(18.45)	13.92	21.66
技术服务	1,437	646	(55.08)	3.07	88.51

资料来源：公司资料，中银国际证券

图表 6. 2013、2014 年医惠科技财务情况

(百万)	2013 年	2014 年	同比增长(%)
营业收入	18,262	21,033	15.17
营业利润	3,438	4,171	21.33
归母净利润	4,189	4,538	8.34

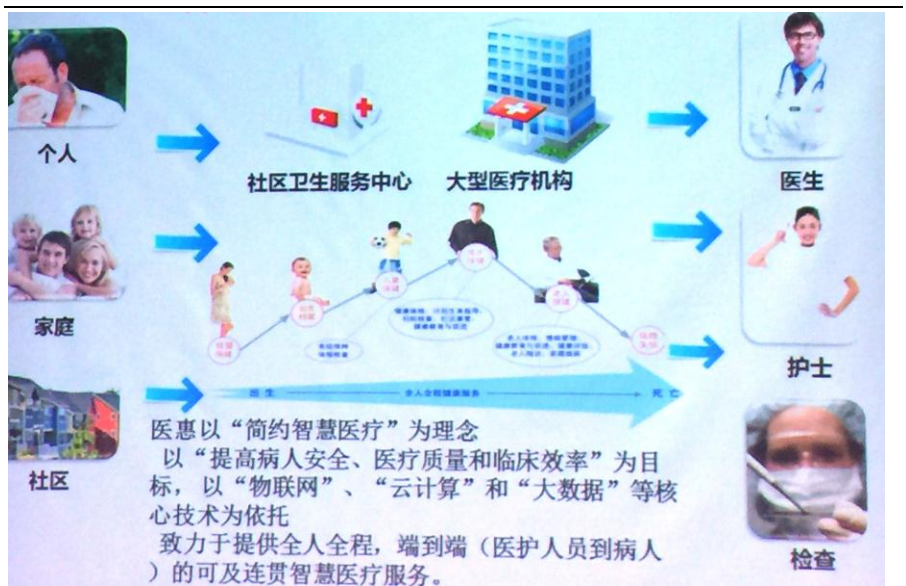
资料来源：公司资料，中银国际证券

相较于行业内的竞争对手，公司突出的特点是以病人为中心，是以针对病人的产品切入行业，而非传统的医疗 IT 厂商主要围绕一个业务系统做大做强。

如公司最早的产品就广泛运动到病人的条码腕带，负载病人信息。通过条码、移动终端等，实现了对医嘱的全面闭环管理，解决“三查七对”的问题（即医护人员反复核查以免出错），提高了护理人员的效率。

公司致力于打造端到端的患者可及连贯服务，随着产品线扩充，现在服务于医患两端的应用产品逐步丰富。

图表 7. 提供端到端的可及连贯服务



资料来源：公司网站，中银国际证券

公司的智能开放平台和物联网基础架构平台是最具核心竞争力的产品。我们认为，物联网基础架构平台及其后续提供的基于物联网技术的产品及耗材，能将以往患者迫切却久未得到满足的动态需求实时数据化，同时为医院在患者维护上节约劳力，真正创造了一系列全新的供给，而智能开放平台真正将供（医院、医生）需（患者）两端连接到平台上，同时提供丰富的应用，结合大数据分析，真正的解决行业的核心供需不匹配的问题。

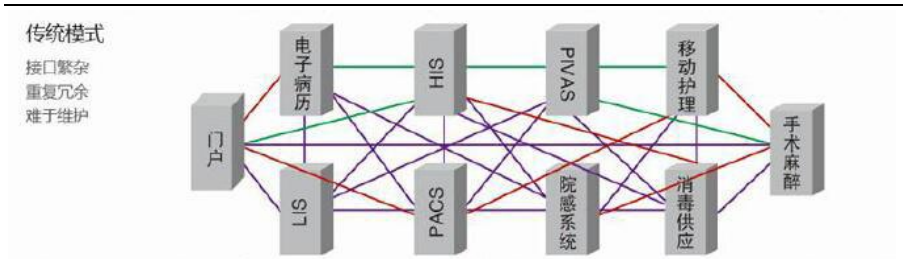
1、智能开放平台，打通各个业务系统

据 CCID 公布的最新数据，公司医疗信息智能开放平台的市场占有率及 2014 年收入增速均为全国第一。

目前，以医院为代表的医疗机构，主要采用 his 或其他某一项业务系统为切入点构建集成平台，在部署一个新应用，或与其他科室或其他医疗系统连接时，不仅需要接口费用，定制开发，耗费人力物力，而且连接杂乱，重复冗余，同时由于各家系统开发商不同，导致信息、数据也难以顺畅交互共享，且难以维护。

（现有业务系统功能性强，可拓展性差，可以形象比喻为传统功能型手机上开发的各种业务，而非真正的智能手机。）

图表 8. 传统的接口模式

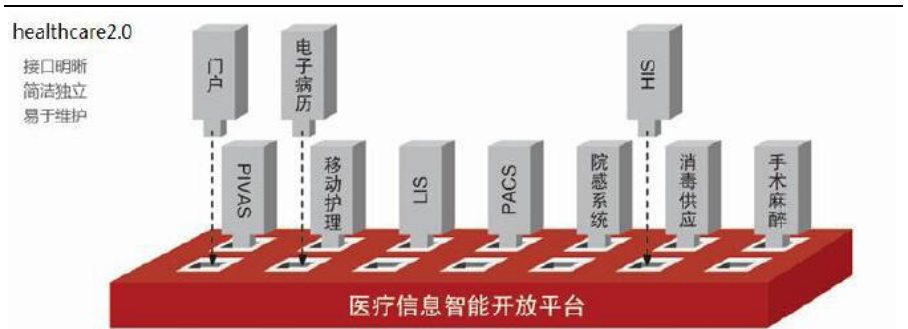


资料来源：公司网站、中银国际证券

医惠科技以智能开放平台为核心构建 Healthcare2.0 系统构架，与采用接口方式的传统模式相比，平台服务的模式不仅免除接口费用，大幅降低软件实施费用；可实现业务模块的插拔，可以进行短期内快速部署，而且通过标准化的交互方式，将各个医疗系统打通，实现信息的互联互通。

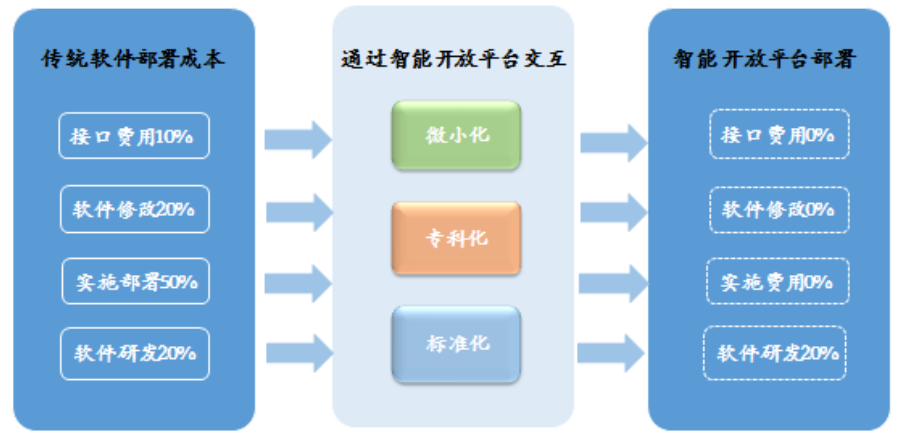
相比于传统架构，可以将医惠的开放平台比喻为安卓操作系统，平台性强，开放度高，可拓展性强，而非功能强，业务性强却略显封闭的赛班系统。

图表 9. 智能开放平台服务



资料来源：公司网站、中银国际证券

图表 10. 智能开放平台节约部署成本



资料来源：公司网站、中银国际证券

受制于接口费用昂贵，产品化程度高、专业性强、盈利能力高（不考虑接口费）的微小化应用长期以来难以得到发展。公司通过成立产业联盟，与多家公司合作共同开发平台应用，同时与行业协会合作举办“医惠杯”医疗软件微小化创新大赛，发动医护人员的积极性，支持医护人员、医院进行符合自己需求的APP开发，力图进一步丰富平台应用数量，随着平台应用数量增长，使用频次提升，平台价值将进一步凸显。

2、物联网基础架构平台及应用

图表 11. 智能开放平台节约部署成本



资料来源：公司网站、中银国际证券

公司拥有具备核心技术的物联网基础架构平台，可以解决有线网、无线网和物联网之间的通讯和数据融合应用。在满足医院传统有线网络应用、WIFI无线网络应用的基础上，集成医疗物联网的接入通道，加载医疗物联网终端应用。

图表 12. 医患在医院物联网的整体应用


资料来源：公司网站、中银国际证券

公司的物联网基础平台拥有自全球领先的物联网架构，与智能开放平台一样，也是一个**开放属性**的平台，任何开发物联网应用的软件开发商都可以在平台上开发新的应用。同样，公司也通过寻求合作伙伴等方式在平台上上线更多新的应用，**我们认为，基于物联网技术的应用数量将进入快速上升期。**

物联网在连接传输过程中，**在持续增加数据供给**。通过在医院物联网的应用，公司的物联网平台上积累了大量的使用数据，如病人腕带数据、医院的资产数据、病人治疗过程全方位感知和监控的数据。

图标 13. 主要业务系统介绍

名称	特点介绍
护理管理系统解决方案	基于物联网和大数据挖掘技术的高组织化、整体化的决策支持系统
移动门诊输液系统解决方案	整合 WIFI 和 RFID 信号接收和发送的系统监控和管理平台
输液监控系统解决方案	采用物联网传感技术和无线通信技术的智能化动态无线监控输液系统
婴儿防盗系统解决方案	基于物联网实时定位技术、门禁视频监控及婴儿智能脚环智能感知功能的婴儿管理系统
智能床位监测系统解决方案	以无线局域网技术和 RFID 技术为底层的实时体征监护系统
消毒供应中心质量追溯系统解决方案	基于移动计算和电子识别技术的医疗器械清洗消毒质量和流转信息系统
人员及资产定位管理系统解决方案	实现对医疗设备、患者、医护人员等各类医疗对象的物联网感知数据与原有数据的整合的病区管理系统
医疗废弃物管理系统解决方案	借助物联网 RFID 技术的医疗废物全过程追溯管理系统
内镜消毒质量追溯系统解决方案	以物联网技术为核心的可实现内镜从清洗、消毒到使用的全过程监控和可追溯的闭环管理。
温湿度监控系统解决方案	基于 RFID 温湿度感应器的医院温湿度监控系统

资料来源：公司网站、中银国际证券整理

我们认为，**未来物联网的连接数将百倍于现有的人口互联网**，公司作为最早布局物联网终端、物联网平台的企业，将真正享受到由物联网（人物互联、物物互联）大范围应用所带来数据爆发式增长的红利。

3、业务系统

业务系统是指公司开发的用于服务病人或者医护人员的业务系统。如护理查房、用血、用药、检验、消毒等等，公司的业务系统的特点都是闭环系统。

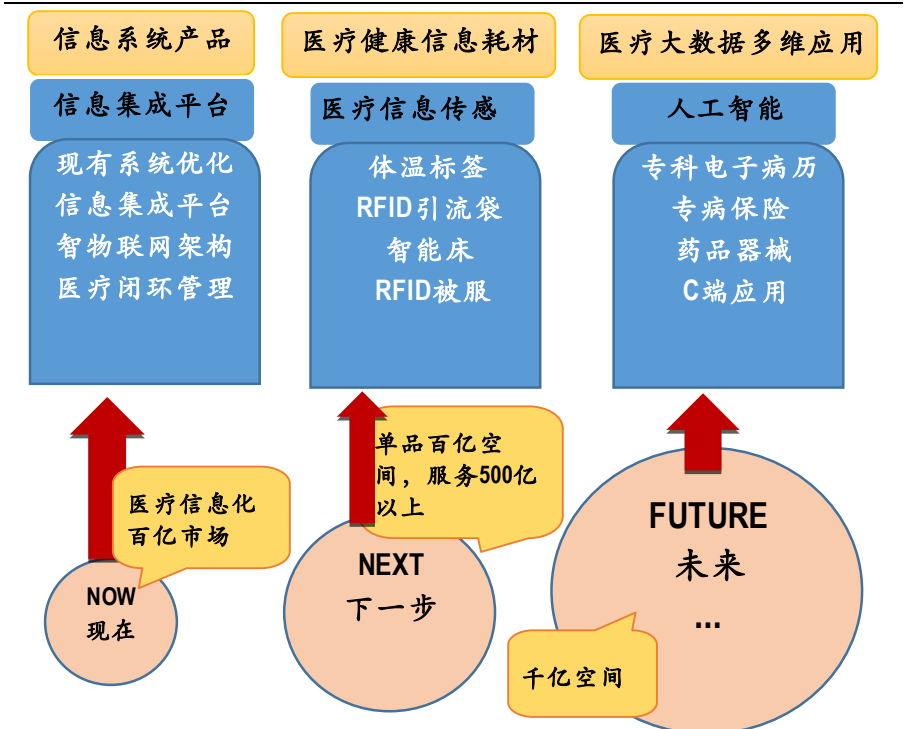
图标 14. 主要业务系统介绍

名称	特点介绍
移动护理信息系统解决方案	基于三层架构设计完整覆盖护理工作的移动工作平台
科室高值耗材库房管理系统解决方案	集成大多数临床医药方案及 IT 流程管理的存储单元的高值耗材智能化管理系统
体检管理信息系统解决方案	将健康体检和职业健康体检功能合二为一的健康管理系统
急诊分诊系统解决方案	对病人快速予以分类、合理规划调配急诊资源的医疗救助系统
急诊护理系统解决方案	基于无线网络和条码技术构建，实时获取病人信息的医疗救助系统
掌上医院 APP 应用系统解决方案	基于手机移动平台的应用服务系统

资料来源：公司网站、中银国际证券整理

以上的部分我们介绍的是公司现有收入构成，即智能开放平台、物联网基础架构平台、闭环业务系统，即公司的信息系统产品。

图标 15. 公司业务未来发展方向及布局



资料来源：公司网站、中银国际证券整理

下一步，公司将充分发挥思创的硬件优势，进入下游的信息耗材领域，销售 2C 端为主的产品将打开新一层的市场空间。同时公司在通过物联网大量创造、收集数据后，通过大数据分析，可以开展保险、专科电子病历等应用，后期对接人工智能、认知计算等技术，还有一系列拥有巨大想象空间的业务可以开展。

NEXT: 共同进入医疗健康信息耗材领域

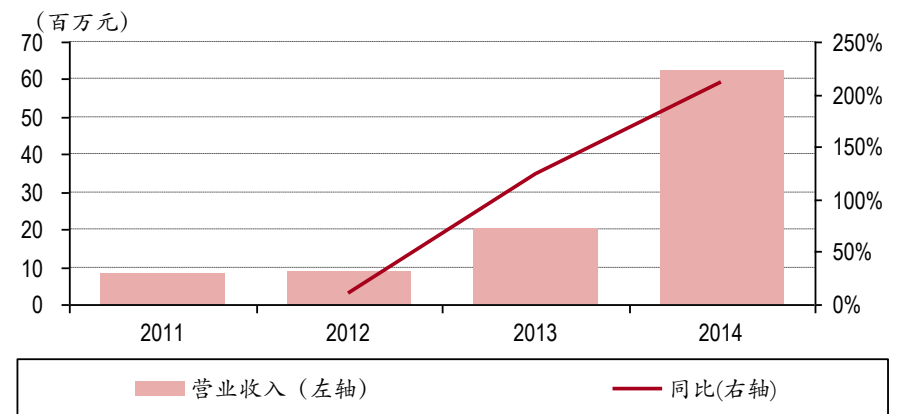
一、思创：RFID 领域产业链布局完整，为医惠提供坚实后盾

1、RFID 业务进入快速增长期

中瑞思创以现金 10.87 亿元收购医惠科技 100% 股权，同时，大股东向医惠科技的股东转让股份，方案完成后，医惠科技管理团队将成为公司第二大股东，持股比例为 28%。

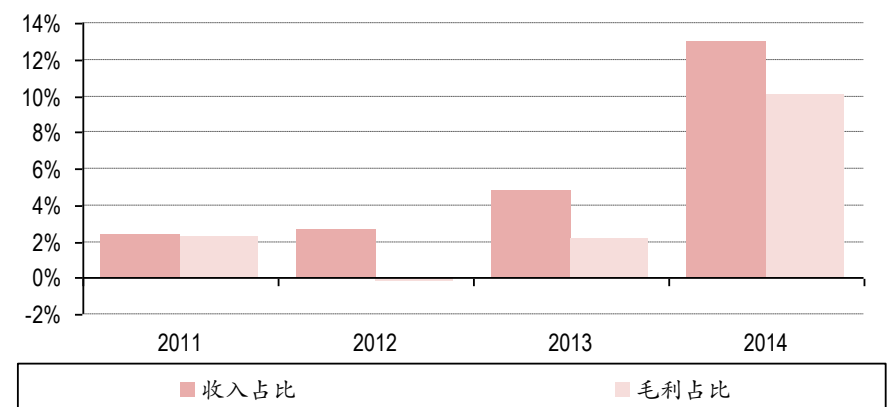
中瑞思创在电子防盗领域有深入积累，对 RFID 的业务技术也有多年储备，明确定位于各类特种标签、各类有源无源标签及 RFID 硬件制造商和 RFID 行业应用解决方案提供商。随着公司产品在下游的渗透不断深入，来自 RFID 领域的业务收入（RFID 产品硬件销售、系统集成及咨询等行业解决方案）近年呈现了快速增长的势头。

图表 16. 2011-2014 年中瑞思创 RFID 业务收入增长情况



资料来源：公司网站、中银国际证券整理

图表 17. 2011-2014 年中瑞思创 RFID 业务收入占比



资料来源：公司网站、中银国际证券整理

我们认为随着医惠物联网产品的不断推广，以及思创继续寻求其他下游应用领域的收并购计划或其他方式的合，公司未来 RFID 业务会持续保持高速增长，占公司营业收入比重也将持续提高。

2、RFID 领域产业链布局完整

图表 18. 中瑞思创 RFID 产业链布局情况

产业链位置	参控股公司名称	主营业务	持股比例(%)
上游设计	美国意联科技	RFID 芯片、天线、标签、阅读器	100
	启东钜芯	有源 RFID 芯片等芯片设计	25
生产制造	上扬无线	RFID 标签生产制造	100
	思创汇联	RFID 标签, 特种标签, 解决方案	100
下游应用	上海绿泰	超市电子货架	96.00
	思创理德	鞋服 RFID 解决方案	90
	思创宣道	烟草行业解决方案	70
	Century Solutions SA	零售业务客户体验模式的设计和咨询, RFID 应用和软件开发	100
	GL (智利)	零售行业安防和智能管理解决方案提供商, 代理 RFID、EAS 销售	51

资料来源：公司资料、中银国际证券整理

RFID 作为物联网感知层的重要技术，是发展物联网业务的关键环节，中瑞思创贯穿全产业链的布局，以及其强大的产品研发和生产能力，将为医惠科技下一步进军物联网耗材领域提供强有力的支撑。

在双方合作的过程中，不仅思创能够与医惠合作销售 RFID 产品，同时医惠也降低了寻找合作方的各项成本，实现产业协同，优势互补。

二、共同进入耗材领域，未来三年营收大看点

1、优势互补，协同效应尽显

通过思创和医惠 FRID 部门的业务整合，技术人员的沟通开发，一些服务于医惠的医用 RFID 耗材取得了较大进展。

例如过去医惠研发的 RFID 体温标签每枚售价要在 1,000 元左右，由于价格昂贵只能定位为奢侈品，不具备大规模推广的条件。经过双方业务上的整合于突破，现在，一枚体温标签售价不足 100 元，价格下降幅度达到 90%，具备作为抛弃型耗材推广的条件。

一枚耗材型体温标签，不仅省去了医护人员反复测量体温、记录输入的工作量，同时可以提供连续、精密、更具临床诊疗、参考意义的病人信息数据。类似的还有引流袋，接入物联网应用后可以监测到很多之前手工难以记录的实时数据，如每小时流入的液体量，趋势变动等等。

公司不仅仅强强联手拥有**成本优势**，同时由于思创在某些小众、特种标签上有非常领先技术实力，当为医惠独家供货时，会形成很高的技术壁垒。有利于公司未来在面临竞争对手的竞争时，保持有利地位。

物联网医疗耗材同时又在持续加大数据供给，丰富平台应用。

2、to C 端医疗信息耗材，市场空间巨大

物联网应用相关的医疗信息耗材目前在市场上应用还非常少，同时又有着巨大的需求。例如体温标签贴，不仅入院人群，婴幼儿，发烧发热的门诊群体都有实时观测体温趋势，减少测量次数的需求，随着硬件价格下滑，大规模推广应用是必然趋势。

公司目前计划和已经在推广的医疗信息耗材产品主要有体温标签、RFID 引流袋、RFID 被服解决方案、智能床产品。

图表 19. 医疗信息耗材产品介绍

名称	功能介绍	市场空间预测
体温标签	持续体温监测	百亿级别
RFID 引流袋	持续液体流动速度趋势监测	百亿级别
RFID 被服 (解决方案)	全流程监控, 自动化识别清洗消毒	百亿级别
智能床 (硬件+服务)	持续监测心率、呼吸, 并提供数据服务	千亿级别

资料来源: 公司网站、中银国际证券

图表 20. 体温标签、RFID 引流袋空间测算

产品	价格 (元) (估算值)	2014 年入院 人次 (亿)	市场空间计 算 (亿)	渗透率 (预测)(%)	市占率 (预测)(%)	可期收入规模 (亿)
体温标签	90	2.05	184.5	10%	40%	7.38
RFID 引流袋	50	2.05	102.5	10%	30%	3.08

资料来源: 公司网站、中银国际证券

2014 年全国总诊疗 78 亿人次, 同比增长 6.6%; 入院人数 2.05 亿人, 同比增长 6.7%。据 CCID 最新数据统计, 公司在医疗物联网应用层软件产品和解决方案市场, 2012-2014 年连续 3 年市场份额位列全国第一, 由此我们认为, 一旦公司推出耗材产品, 也会在市场占有较高的市场份额。

以体温标签为例, 保守估算不考虑使用次数, 不考虑非入院人群, 假设全部入院患者每人每年使用一次体温标签, 市场空间就可看到近 200 亿, 按照 2-3 年内 10% 的渗透率, 40% 的市场份额估算, 就能为公司带来 7 亿营收。

图表 21. RFID 被服空间测算

产品	三甲医院年 均投入 (万)	三甲医院数 量 (家)	市场空间计 算 (亿)	渗透率 (%)	市占率 (%)	可期收入规模 (亿)
RFID 被服 (解决方案)	700-1,000	1475	125.38	10	50	6.27

资料来源: 公司网站、中银国际证券

医院管理的被服 (被子、衣服) 的消毒、管理直接关系到患者的切身利益, 大型三甲医院的被服管理工作一直受困于数量巨大, 医院人员不足, 多数需要业务外包, 每年一家大型三甲医院投入在被服管理上的费用通常高达 700-1,000 万元。由于医院被服的特殊性, 对被服的消毒管理有严格的要求, 但实际上对于外包公司消毒是否够充分, 高温时间是否够充足, 是否用了适当种类的足量消毒剂、洁净度是否达标又难以管控, 经常出现投诉, 是医院内部管理运营中的一大痛点。

公司的 RFID 被服解决方案, 在被服上植入耐高温可水洗的特种 RFID 标签, 标签内记录病人信息, 根据病人的具体情况自动确定清洗方案, 同时可以做到在清洗过程中对温度、时长等的实时记录, 可以做到自动化分类消毒清洗, 同时使得每一个环节都有源可查。

我们认为 FRID 被服解决方案很好的解决了医院被服管理困难的痛点, 在未来 2-3 年内会在医院内迅速推广, 考虑到 FRID 被服解决方案使用的耐高温可水洗的特种标签目前只有思创能够生产, 我们认为公司会占有较高的市场份额。假设 10% 的渗透率, 50% 的市场份额来计算, 能为公司带来 6 亿的营收。

图表 22. 智能床空间测算

产品	价格 (估算)	老年人口数 量 (亿)	市场空间计算 (亿)	渗透率 (%)	市占率 (%)	可期收入规模 (亿)
智能床 (硬件+服务)	硬件4,000元/ 张, 服务费 100元/月	1.4	7,280	2	5	7.28

资料来源：公司网站、中银国际证券

公司的养老智能床设备是与英特尔联合研制开发一款用于进行健康监测的产品，当用户在床上休息的时候可以监测到呼吸、心率等数据，并实时上传到云平台，通过智能系统进行分析，帮助老人和看护人员及时的掌握健康状态。

产品可以应用于养老院、医院、保健会所等。按照硬件+服务费的模式计算，市场空间千亿以上，考虑到当前多数老年人的收入水平并不高，推广方式还需观察等原因，保守的给予较低渗透率 2%，较低的市占率 5%，按此计算，未来 2-3 年能为公司带来 7 亿的营收。

综上，我们看到，进入医疗健康信息耗材领域为公司打开了更为广阔的市场空间，我们很快就会看到耗材的营收体现在报表中，而且比重也会不断提升。同时在物联网硬件产品推广的同时，由它们创造的数据量也会逐渐增大，如何令这些数据发挥价值就是公司下一步的布局。

FUTURE: 大数据多维应用, 人工智能领航

2014 年全国 72 亿人次的就诊量, 这一数字还在持续增加中。随着智能开放平台、物联网基础架构平台, 以及物联网硬件耗材的推广, 公司平台上交互的数据会呈现指数级的大幅增长。

我们认为, 公司目前有两大优势, 能使公司在未来大数据多维应用领域占据先机。

1、数据连贯采集优势

区别于其他行业的大数据分析, 医疗服务行业大数据最大的问题是具体需求难以明确。举例如出行、餐饮、旅行, 人们可以明确提出需求, 去哪里、做什么、什么样的价格等等。但当一个人不舒服, 背痛也许是骨科, 也许是心脏, 人们自己很难描述出明确的需求, 当需求不明确的时候, 大数据层面也难以进行有效的匹配。

我们认为, 公司过去坚持以病人为核心, 坚持信息的连贯采集有助于公司积累先发优势。公司目前已经围绕病人积累了大量的体征的信息, 并归集整理, 有些领域已有了模型, 我们认为, 连贯采集数据的能力越深, 对病人的特点了解越深, 在大数据分析, 人工智能领域就越有优势。

2、与 IBM 长期合作优势, 有望受益于 IBM 沃森的认知计算能力

公司平台业务的基础架构都是与 IBM 共同合作开发, 和 IBM 已经有多年业务合作, 是国内医疗领域与 IBM 合作最为深入的企业。我们认为后续双方继续有深入合作的可能性很大。

(1) IBM 沃森, 全球最为领先的认知计算系统 (人工智能)

沃森最早出现在大众视野是在 2011 年参加智力竞赛节目《Jeopardy》并战胜之前的冠军, 在未连接互联网的情况下已可理解人类自然语言所表达的问题并能清楚回答。

沃森具备强大的自我学习能力, 能够根据结果进行自我修正, 是个会“思考”的系统, 是当前人工智能的代表。现在, 沃森已经可以部分感知人的情感, 未来还要试图读懂人类的语言, 学会思考, 要看到东西、明白图像。

沃森现在已经实现云平台交付, IBM 正致力于将沃森云服务推广到各行各业。

(2) 数据是沃森不可缺少的原材料

过去的四年里, IBM 一直在用大量的数据训练沃森, 美联社报道, 2012 年斯隆凯特林癌症纪念中心的科学家们拿出了 60 万份医疗证据, 150 万份病人记录和 200 万页文字内容的医疗日志, 以及 1,500 个肺癌病例给沃森用来“充电”。沃森从数据库中找出了内在的联系和一些人类无法总结出的趋势。

IBM 近期 20 亿美金收购了天气大数据 The weather company。过去的数年中, IBM 一直在为 The weather company 丰富数据源, 包括和 Twitter、苹果、强生等公司展开合作。The Weather Company 旗下子公司 WSI 拥有超过 10 万个信息收集传感器、飞行器和无人机, 以及数百万部智能手机。这些数量庞大的数据服务每天可支持 260 多亿气象预测。

这种收购合作案例还有很多, 目的都在于为沃森的认知计算提供充足的数据养料。

(3) 医惠拥有大量的物联网数据资源，沃森有强大的数据处理决策能力

随着医惠两大开放平台及物联网信息耗材的推进，医惠将拥有越来越多的实时的数据资源，正是沃森最为看重的。同时沃森强大的数据处理能力及认知计算，值得注意的是，沃森所需的数据都是经过脱敏处理后的，并不接触源数据。

同时 IBM 在全球范围开展 TP (Technology Partnership) 合作计划，合作方式有出售源代码、贴牌制造、联合创新实验室，联合创新实验室即共同合资成立公司，知识产权双方所有，收益协商共享。我们认为，如果双方会开展合作，最后一种方式合作即成立合资公司的可能性最大。

结合以上两项优势，我们认为，公司会在医疗大数据多维应用领域走在市场前端，对于能够具体带来多少增量业绩还难以测量，但巨大想象空间对于维持公司在二级市场上较高估值有支撑作用。

盈利预测与估值

我们预测 2015 年、2016 年和 2017 年营业收入分别为 8.12 亿元、13.41 亿元、18.53 亿元，同比增长 65%、65%、38%，归属于母公司的净利润 1.56 亿元、2.21 亿元和 3.08 亿元，同比增长 100%、42%、39%，每股收益分别为 0.37 元、0.53 元、0.74 元，给予买入评级，目标价 60.00 元。

分项预测假设：

图表 23. 思创盈利预测核心假设

报告期	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y	2015E	2016E	2017E
硬标签							
收入(百万)	248	232	276	298	357	411	472
同比增长(%)		(6.26)	18.94	7.86	20.00	15.00	15.00
毛利率(%)	38.70	40.55	40.67	43.12	41.00	40.00	40.00
软标签							
收入(百万)	62	71	97	93	102	113	124
同比增长(%)		14.78	36.00	(3.76)	10.00	10.00	10.00
毛利率(%)	40.35	40.78	44.08	44.08	43.00	42.00	42.00
防盗标签附件							
收入(百万)	31	20	22	26	29	32	33
同比增长(%)		(33.17)	6.97	20.10	10.00	10.00	5.00
毛利率(%)	37.29	48.18	46.20	42.79	38.00	36.00	36.00
RFID 标签及其他							
收入(百万)	8	9	20	62	174	313	470
同比增长(%)		9.93	124.20	211.69	180.00	80.00	50.00
毛利率(%)	38.42	(1.99)	17.82	32.39	32.00	32.00	32.00

资料来源：公司资料，中银国际证券

图表 24. 医惠盈利预测核心假设

报告期	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y	2015E	2016E	2017E
智能开放平台							
收入(百万)			87	112	179	269	404
同比增长(%)				28.31	60.00	50.00	50.00
毛利率(%)			47.57	67.41	60.00	60.00	60.00
业务系统							
收入(百万)			45	62	75	90	108
同比增长(%)				38.94	20.00	20.00	20.00
毛利率(%)			55.69	52.36	52.00	52.00	52.00
物联网架构							
收入(百万)			36	29	38	57	86
同比增长(%)				(18.45)	30.00	50.00	50.00
毛利率(%)			38.04	21.66	30.00	30.00	30.00
技术服务							
收入(百万)			14	6	6	6	6
同比增长(%)				(55.08)	0.00	0.00	0.00
毛利率(%)			82.33	88.51	88.00	88.00	88.00
医疗信息耗材							
收入(百万)						5,000	15,000
同比增长(%)							200.00
毛利率(%)						50.00	50.00

资料来源：公司资料，中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	425	491	812	1,341	1,853
销售成本	(258)	(292)	(480)	(773)	(1,062)
经营费用	(85)	(114)	(151)	(293)	(411)
息税折旧前利润	82	85	180	275	381
折旧及摊销	(15)	(19)	(17)	(18)	(18)
经营利润(息税前利润)	67	65	163	257	364
净利息收入/(费用)	33	22	16	7	6
其他收益/(损失)	5	14	5	4	4
税前利润	104	102	185	269	374
所得税	(19)	(20)	(30)	(48)	(67)
少数股东权益	(1)	3	(1)	(1)	(2)
净利润	86	78	156	221	308
核心净利润	85	85	155	220	306
每股收益(人民币)	0.512	0.465	0.372	0.529	0.735
核心每股收益(人民币)	0.505	0.507	0.371	0.525	0.730
每股股息(人民币)	0.500	0.050	0.037	0.209	0.148
收入增长(%)	27	16	65	65	38
息税前利润增长(%)	22	(2)	150	58	41
息税折旧前利润增长(%)	23	3	113	52	39
每股收益增长(%)	21	(9)	(20)	42	39
核心每股收益增长(%)	27	0	(27)	42	39

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	104	102	185	269	374
折旧与摊销	15	19	17	18	18
净利息费用	(33)	(22)	(16)	(7)	(6)
运营资本变动	(14)	(5)	376	(500)	13
税金	(20)	(17)	(30)	(48)	(67)
其他经营现金流	(23)	(27)	(15)	(148)	(17)
经营活动产生的现金流	29	49	517	(417)	314
购买固定资产净值	(3)	(1)	2	2	2
投资减少/增加	0	(188)	(710)	0	0
其他投资现金流	(87)	(52)	(20)	(4)	(4)
投资活动产生的现金流	(90)	(241)	(728)	(2)	(2)
净增权益	(84)	(8)	(16)	(87)	(62)
净增债务	0	1	2	2	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	3	(118)	217	(95)	(214)
融资活动产生的现金流	(81)	(99)	256	(77)	(55)
现金变动	(142)	(291)	46	(497)	257
期初现金	942	800	508	554	57
公司自由现金流	(61)	(192)	(210)	(419)	312
权益自由现金流	(94)	(213)	(225)	(424)	306

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	844	542	589	95	350
应收帐款	84	110	177	310	377
库存	66	107	118	266	286
其他流动资产	4	3	10	15	15
流动资产总计	999	763	894	685	1,028
固定资产	190	282	269	256	243
无形资产	38	38	35	32	30
其他长期资产	5	119	119	119	119
长期资产总计	233	438	423	407	392
总资产	1,234	1,279	2,103	1,879	2,205
应付帐款	31	42	484	96	167
短期债务	0	0	2	2	2
其他流动负债	30	68	48	78	89
流动负债总计	62	110	535	175	258
长期借款	0	0	0	2	2
其他长期负债	5	0	3	3	2
股本	168	168	419	419	419
储备	997	991	1,131	1,265	1,511
股东权益	1,164	1,158	1,550	1,684	1,930
少数股东权益	4	16	16	15	13
总负债及权益	1,234	1,279	2,103	1,879	2,205
每股帐面价值(人民币)	6.95	6.91	3.70	4.02	4.61
每股有形资产(人民币)	6.72	6.69	3.62	3.94	4.54
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.78)	(3.03)	(1.32)	(0.13)	(0.74)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.3	17.2	22.2	20.5	20.6
息税前利润率(%)	15.7	13.3	20.1	19.2	19.6
税前利润率(%)	24.5	20.7	22.7	20.0	20.2
净利率(%)	20.2	15.9	19.2	16.5	16.6
流动性					
流动比率(倍)	16.2	6.9	1.7	3.9	4.0
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	15.1	6.0	1.5	2.4	2.9
估值					
市盈率(倍)	80.4	88.4	110.6	77.9	56.0
核心业务市盈率(倍)	81.6	81.2	111.1	78.4	56.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	118.9	118.4	161.9	114.2	82.2
市净率(倍)	5.9	6.0	11.1	10.2	8.9
价格/现金流(倍)	236.9	139.7	33.3	(41.3)	55.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	200.8	197.8	92.5	62.5	44.4
周转率					
存货周转天数	77.7	108.4	85.6	90.5	94.8
应收帐款周转天数	62.0	72.3	64.5	66.3	67.7
应付帐款周转天数	26.4	27.2	118.3	78.9	25.9
回报率					
股息支付率(%)	97.6	10.7	10.0	39.5	20.1
净资产收益率(%)	7.4	6.7	11.5	13.7	17.0
资产收益率(%)	4.4	4.1	8.1	10.6	14.6
已运用资本收益率(%)	1.8	1.7	2.8	3.4	4.2

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

思创医惠(300078.CH/人民币 41.17, 买入)

以2015年11月17日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371