

创业软件(300451.SZ)

医疗信息化领航者，布局互联网医疗新蓝海

海

评级：**增持**

前次：

目标价(元)：

230

分析师

联系人

李振亚

方闻千

S0740514120001

021-20315198

021-20315201

lizy@r.qlzq.com.cn

fangwq@r.qlzq.com.cn

2015年12月22日

基本状况

总股本(百万股)	68
流通股本(百万股)	17
市价(元)	200.8
市值(百万元)	136.54
流通市值(百万元)	34.13

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)	378.01	405.65	491.08	611.00	779.70
营业收入增速	4.69%	7.31%	21.06%	24.42%	27.61%
净利润增长率	3.82%	4.03%	23.17%	24.51%	28.91%
摊薄每股收益(元)	0.90	0.93	0.86	1.07	1.38
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)	0.00	0.00	233.03	187.15	145.18
PEG	0.00	0.00	10.06	7.64	5.02
每股净资产(元)	6.01	6.75	5.92	7.00	8.38
每股现金流量	0.92	1.08	0.48	0.60	0.85
净资产收益率	14.93%	13.83%	14.55%	15.34%	16.51%
市净率	0.00	0.00	33.91	28.71	23.97
总股本(百万股)	51.00	51.00	68.00	68.00	68.00

备注：市场预测取聚源一致预期

- 创业软件是国内领先的医疗信息化解决方案提供商，技术实力与项目经验位居行业前列。公司曾参与了包括国家医疗信息化技术标准在内的多项国家医疗信息化技术标准制定，累积实施了4000余个医疗信息化项目，其中包含了多个大型区域医疗信息平台以及三甲医院的信息化项目，与同行卫宁软件、万达信息、东华软件等公司均稳居国内医疗IT领域第一梯队。
- 在政策和需求驱动下医疗信息化建设仍处于景气上升期，未来几年在医院端电子病历、移动医疗、远程医疗、医学影像等系统的部署将成为行业主要增长点，预计行业将保持在15%-20%左右的增速；同时我国各地市区域医疗信息化平台招投标正在快速展开，预计未来几年公共卫生信息化将保持在20%-30%的高速增长。同时医疗信息化行业经过近二十年发展，技术与规模壁垒不断提升，重心已经从原有的HIS系统进入到当前技术相对复杂的电子病历，医学影像等系统的建设，同时地市级区域公共卫生平台项目的招标也基本上把新进入者以及区域型的小集成商挡在门外，预计行业一线厂商地位将愈加稳固。目前行业已经进入跑马圈地与深耕细作并举的时期。同时以卫宁、万达为代表的一线企业和上市平台的并购整合正在不断加快，预计未来市场份额将逐渐向以公司为代表的行业龙头公司集中。
- 签订中山市区域卫生信息平台运营服务合同，试水互联网医疗新模式。公司在项目建设完成之后拥有10年的特许经营权，通过平台数据入口并结合其他医疗服务机构，面向当地卫生局等医疗行政部门，医院、社区卫生中心等医疗机构，保险、药厂等第三方机构以及城市居民等几类不同用户，在实现平台基础功能之上，提供网络医疗、药品交易、医疗保险、保健品业务、广告运营相关医疗服务。中山模式的意义在于公司能够卡位政府核心医疗资源，掌握包含居民健康档案和电子病历两大医疗数据信息，进而衍生出面向G端的政府购买服务，面向B端的药品交易、广告运营业务以及面向C端的医保控费、网络问诊等相关医疗服务。

- 我们认为中山项目的成功实施标志着公司地市级区域医疗服务业务的正式启动，具备非常强的示范效应，目前公司也正在积极推进中山项目在其他区域的横向复制。而获取区域卫生运营服务项目的关键，一方面在于产品提供能力以及相关项目的运营经验，另一方面需要和政府保持紧密的合作关系，能够充分获取政府医疗行政部门对平台承建和运营方能力、资质等方面的认可。而公司在医疗信息化领域技术实力位居行业前列，同时也承接了国内多所区域卫生平台以及三甲医院等大型医疗信息化项目，和许多医疗行政部门以及机构保持紧密的业务联系。在中山项目的成功运营后，公司有望将这一模式复制到其他区域。
- **盈利预测和投资建议：**我们预计公司 15、16、17 年实现归属母公司净利润分别为 0.59、0.73、0.94 亿元，分别同比增长 23%、25%、29%，2015-2017 年 EPS 分别为 0.86、1.07、1.38 元/股。基于公司在医疗信息化领域的领先地位，未来有望受益行业集中度提升趋势，同时，公司通过中山项目试水互联网医疗，有望实现由医疗 IT 提供商向医疗综合服务提供商的全面转型。虽然公司当前 PE 数值偏高，但对比同业公司市值仍具有较大的扩张空间，我们坚定看好公司中长期的发展潜力和投资价值，故首次给予公司“增持”评级，建议投资者逢低增持，目标价 230 元，对应 267X 15PE、215 X 16PE、167X 17PE。
- **风险提示：**医疗信息化行业竞争加剧的风险，业务转型不确定风险。

内容目录

国内医疗信息化领军企业	- 4 -
医疗信息化建设处于景气上升期，医疗 IT 厂商卡位互联网医疗核心资源.....	- 5 -
医疗信息化建设处于景气上升期，市场份额逐渐向一线品牌集中	- 5 -
互联网医疗爆发，医疗 IT 厂商卡位核心医疗资源.....	- 7 -
圈地与深耕并举，中山项目试水互联网医疗新模式.....	- 10 -
医疗信息化第一梯队，跑马圈地与深耕细作并举	- 10 -
中山项目开启医疗服务运营，试水互联网医疗新模式.....	- 13 -
盈利预测与投资建议	- 13 -
风险提示.....	- 14 -

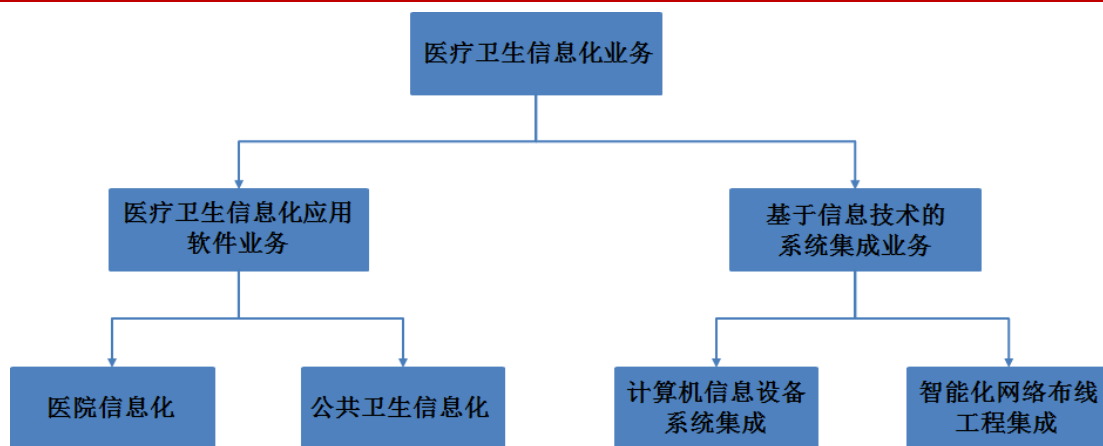
图表目录

图表 1：公司主营业务分类	- 4 -
图表 2：公司近年营收平稳增长	- 4 -
图表 3：公司净利润基本维持稳定	- 4 -
图表 4：公司主营产品分类	- 5 -
图表 5：公司营收区域分类	- 5 -
图表 6：医疗信息化的范围划分	- 5 -
图表 7：我国医疗住院人数不断增加.....	- 6 -
图表 8：医疗机构门诊量居高不下	- 6 -
图表 9：我国政府相继出台多项政策推动医疗信息化建设.....	- 6 -
图表 10：2014 年医院 IT 重点投入情况	- 7 -
图表 11：医疗卫生信息化投入持续增加	- 7 -
图表 12：互联网医疗四大驱动力	- 8 -
图表 13：卫宁软件云药平台模型.....	- 9 -
图表 14：万达全程健康管理模式.....	- 10 -
图表 15：创业软件的医疗信息化产品线覆盖完善	- 11 -
图表 16：以电子病历为核心的临床一体化解决方案.....	- 11 -
图表 17：公司电子病历系统覆盖客户（部分）	- 11 -
图表 18：公司三甲医院客户数快速提升.....	- 12 -
图表 19：公司卫生局及其他卫生机构家数迅速增长.....	- 12 -
图表 20：跑马圈地与深耕细作并举	- 12 -
图表 21：盈利预测表	- 15 -

国内医疗信息化领军企业

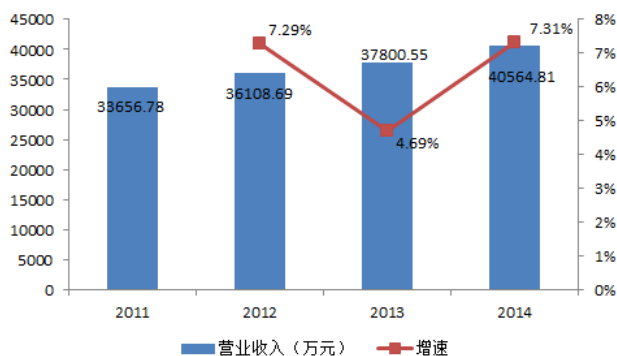
- 创业软件是国内领先的医疗信息化解决方案提供商，与同行卫宁软件、万达信息、东华软件等公司均稳居国内医疗 IT 领域第一梯队。公司曾参与了包括国家医疗信息化技术标准在内的多项国家医疗信息化技术标准制定，累积实施了 4000 余个医疗信息化项目，其中包含了多个大型区域医疗信息平台以及三甲医院的信息化项目，技术实力与项目经验位居行业前列。
- 公司近年收入增长相对平稳，主要原因在于公司对行业深耕细作以及战略规划方面的考虑，同时利润增速略低于收入增速主要在于公司近年加大研发和营销投入以及研发费用化等原因所致。当前公司的主营产品仍以医院信息化软件为主，公共卫生信息化产品占比正逐渐增加。

图表 1：公司主营业务分类



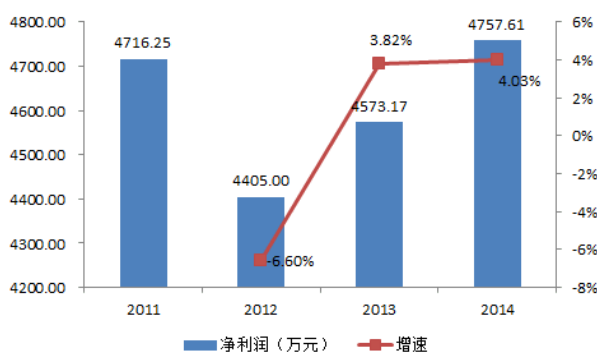
来源：中泰证券研究所

图表 2：公司近年营收平稳增长



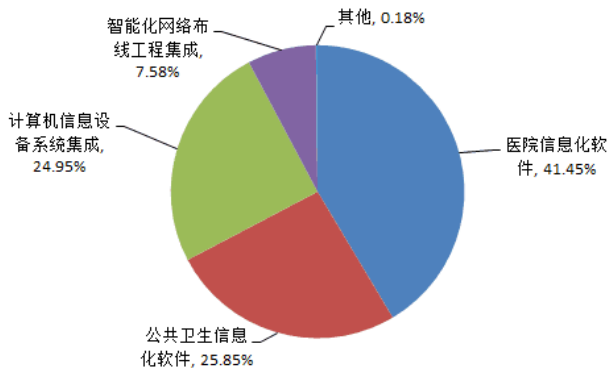
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：公司净利润基本维持稳定



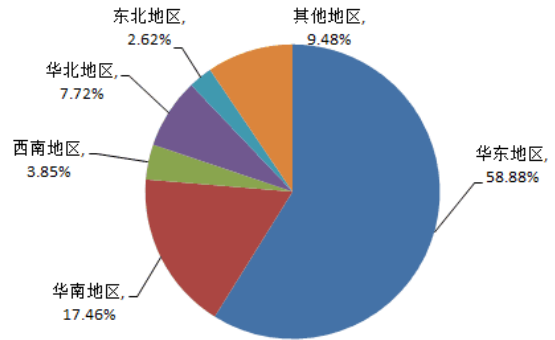
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：公司主营产品分类



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：公司营收区域分类



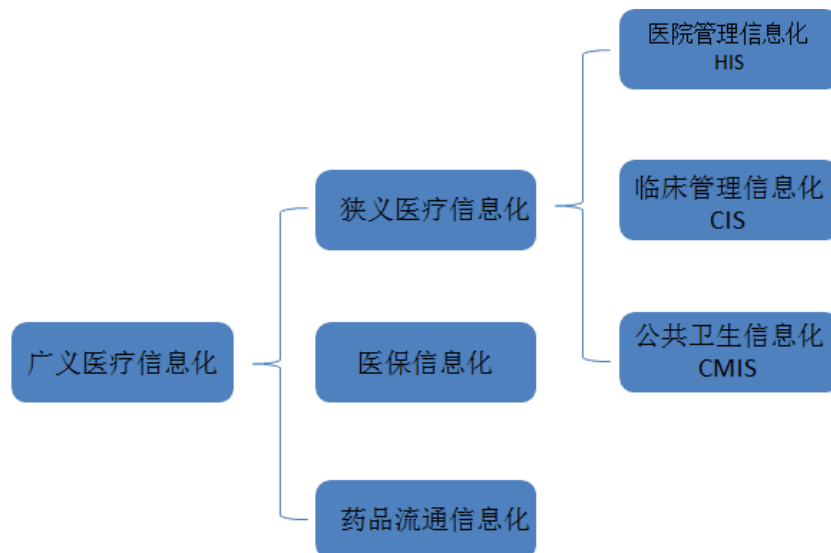
来源：公司公告，中泰证券研究所

医疗信息化建设处于景气上升期，医疗 IT 厂商卡位互联网医疗核心资源

医疗信息化建设处于景气上升期，市场份额逐渐向一线品牌集中

- 狭义医疗信息化主要包括医院信息化（覆盖医院管理信息化 HIS 和临床管理信息化 CIS 两大类）和公共卫生信息化（CMIS），广义的医疗信息化除了医院和公共卫生信息化之外还包括了医保信息化（个人社保账户的信息化管理）和药品流通信息化（药品电子商务）。

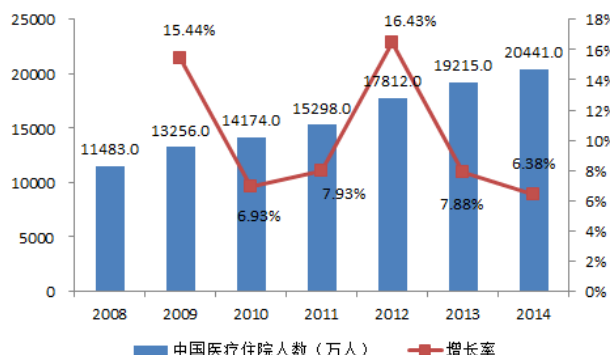
图表 6：医疗信息化的范围划分



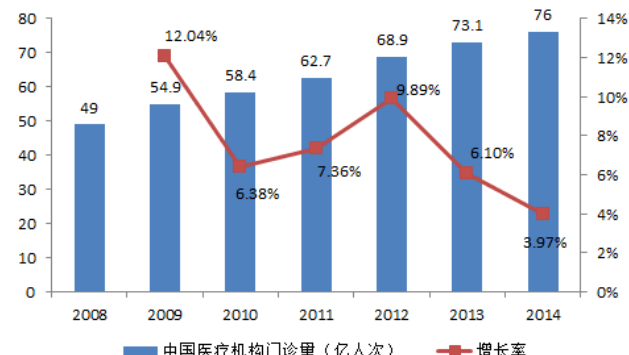
来源：中泰证券研究所

- 医疗信息化行业经过了近二十年的发展，在政策和需求驱动下信息化建设仍处于景气高峰：1) 政策驱动：十二五期间国家和各级政府积极推行医疗改革的背景下，加大了对医疗信息化的推动力度，包括从三甲到基层医院的医疗信息化改革试点工作正在陆续展开；2) 需求激增：随着医保政策的完善，医疗卫生服务的需求逐渐释放，医院就诊患者数量的不断增加和医院业务量的不断增大，这也对医院信息化提

出了更高的要求，亟需通过信息化手段提高服务效率和服务质量，为医院的业务发展提供强有力的支撑。

图表 7：我国医疗住院人数不断增加


来源：计世咨询，中泰证券研究所

图表 8：医疗机构门诊量居高不下


来源：计世咨询，中泰证券研究所

图表 9：我国政府相继出台多项政策推动医疗信息化建设

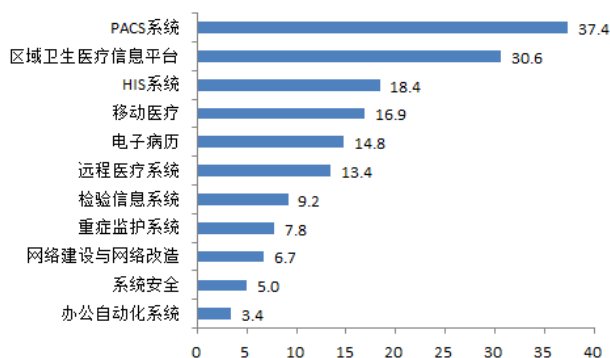
政策类别	政策名称	政策内容
医疗体制改革	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》	要让信息技术成为提升医疗机构管理效率和服务水平的重要手段。
公立医院改革	《关于开展县级公立医院综合改革试点的指导意见》	在全国推行县级公立医院改革的试点工作。第一批300多个县都已经启动了试点工作；2013年，第二批300多个县也即将启动，总计会有将近700个县开展县级公立医院综合改革试点工作。
基层医疗卫生信息化	《基层医疗卫生机构管理信息系统建设项目指导意见》	到2015年，逐步建成覆盖城乡基层医疗卫生机构的信息系统，建立动态更新的电子健康档案，实现与电子病历的互联互通，为提高基层医疗卫生机构服务能力，为城乡居民提供安全、有效、规范的基本医疗卫生服务奠定基础。
医疗信息化	《健康中国2020战略研究报告》	在医疗信息化方面，卫生部将推出611亿元预算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性医疗信息化平台三项工作。其中“十二五”期间，国家将选择部分省份投入经费先行试点，开展信息化统一标准、组织编写健康档案标准等工作，随后逐步向全国推行。
区域医疗信息化	《健康中国2020战略研究报告》	卫生部发布的电子健康系统工程预算将更多用于区域性医疗信息化平台建设项目，有望在前期17个城市区域医疗建设试点的基础上扩大试点规模，从资金层面刺激区域医疗建设项目加快建设速度。
远程医疗	远程医疗试点工程	卫生计生委推出的远程医疗试点工程，对推动远程医疗发展、缓解医疗资源的不平衡问题都起到了重要作用。
宽带中国战略	新一代移动通信网、下一代互联网	工信部在“十二五”时期将加快发展新一代移动通信网、下一代互联网等信息化基础设施，同时推出物联网关键技术和重点应用、云计算服务平台建设和宽带中国战略，这些对移动医疗和远程医疗的发展来说都是有利的时机和有利条件。

来源：计世咨询，中泰证券研究所

- 医院信息化：**整体来看，由于我国各地区、各级别医院资源配置严重不均，导致经济发达地区与欠发达地区之间，大型医院与小型医院之间医疗信息化水平差距巨大。从目前各级医院的信息化投入程度来看，三级医院几乎全部进行了医院信息化管理系统 HIS 建设，二级以下医院 HIS 普及率也达到了 80% 以上，但总体来看渗透程度都不深。目前 CIS（包括 PACS, LIS 等子系统）正处于快速推广期，市场以大型医院市场为主，中小型医院将逐渐启动 CIS 部署。
- 随着 HIS 系统渗透率的不断提升，未来行业增长的主要部分来自于对电子病历系统、移动医疗、远程医疗、PACS 系统的部署，预计未来几年**

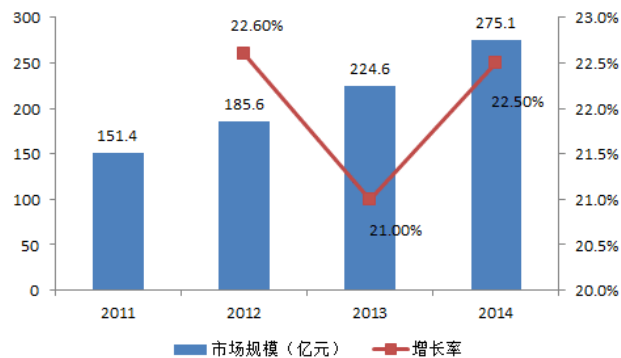
医院信息化行业将保持在 15%-20%左右的增速。。目前我国许多大型医院每年在医疗信息化投入已经占到了全院收入的 5%，正逐渐接近发达国家的水平。大中型医院的信息化建设中心已逐步由 HIS 转至以病人和临床为中心的数字化医院建设，将对 PACS 系统和电子病历系统、移动医疗的搭建和应用进行重点投资，中小型医院也将逐渐启动 CIS 部署。

图表 10：2014 年医院 IT 重点投入情况



来源：计世咨询，中泰证券研究所

图表 11：医疗卫生信息化投入持续增加



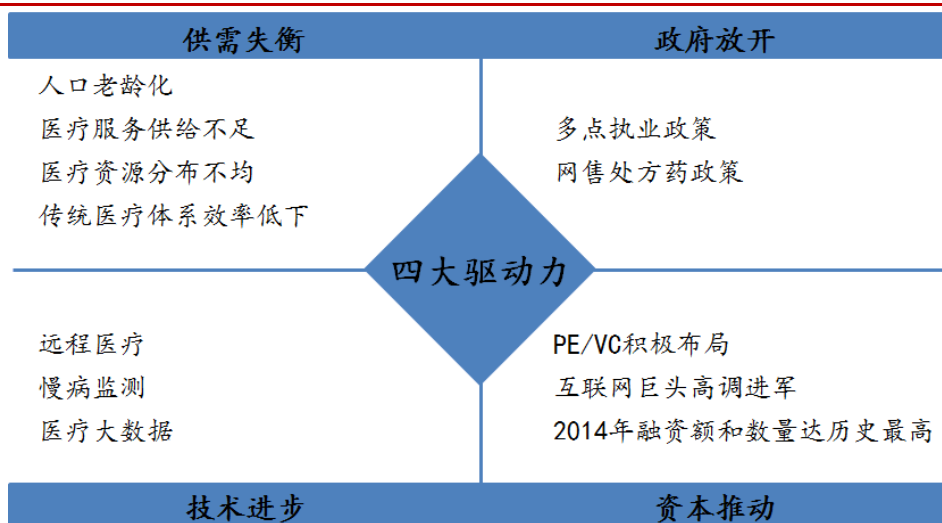
来源：计世咨询，中泰证券研究所

- 区域卫生信息化：**随着我国逐渐加大对医疗体制改革以及新农村建设的投入，同时区域各医疗部门和机构之间的互联互通，以及全员人口信息、电子健康档案和电子病历三大数据库资源整合需求正在快速升温。我国各区域医疗信息化平台建设正处于起步阶段，各地市招投标正在快速展开，预计未来几年公共卫生信息化行业增长将保持在 20%-30%之间。
- 从竞争格局来看，**目前国内厂商以万达信息、卫宁软件、创业软件、东华软件、东软集团为代表的品牌凭借较强的技术开发能力、相对成熟的产品系列和较为完善的营销与服务网络占据国内医疗信息化行业的第一梯队，拥有较高的市场份额。虽然行业的市场格局当前仍相对比较分散，区域化医疗 IT 产品提供商众多，但随着医疗信息化行业正从原来的 HIS 向 CIS 的不断过度，技术门槛正显著提高，未来市场份额将逐渐向行业一线品牌集中。

互联网医疗爆发，医疗 IT 厂商卡位核心医疗资源

- 四大驱动力推动互联网医疗的爆发：**
 - 1) 供需失衡：**近年来，居民对医疗服务的需求不断增加，而医疗服务的供给却存在供不应求、效率低下、体验不佳等诸多问题，为互联网医疗的发展创造良好机遇；
 - 2) 政策放开：**多点执业政策的和网售处方药的逐渐放开，有望成为互联网医疗飞速发展的基石；
 - 3) 技术进步：**移动互联网、深度学习、物联网等技术的快速发展使得远程医疗、慢病监测、在线医疗等成为可能，从而改变现有的医疗服务模式；
 - 4) 资本推动：**BAT、京东、360、小米等大体量公司凭借敏锐的嗅觉快速进军互联网医疗领域，互联网医疗融资金融屡创新高。

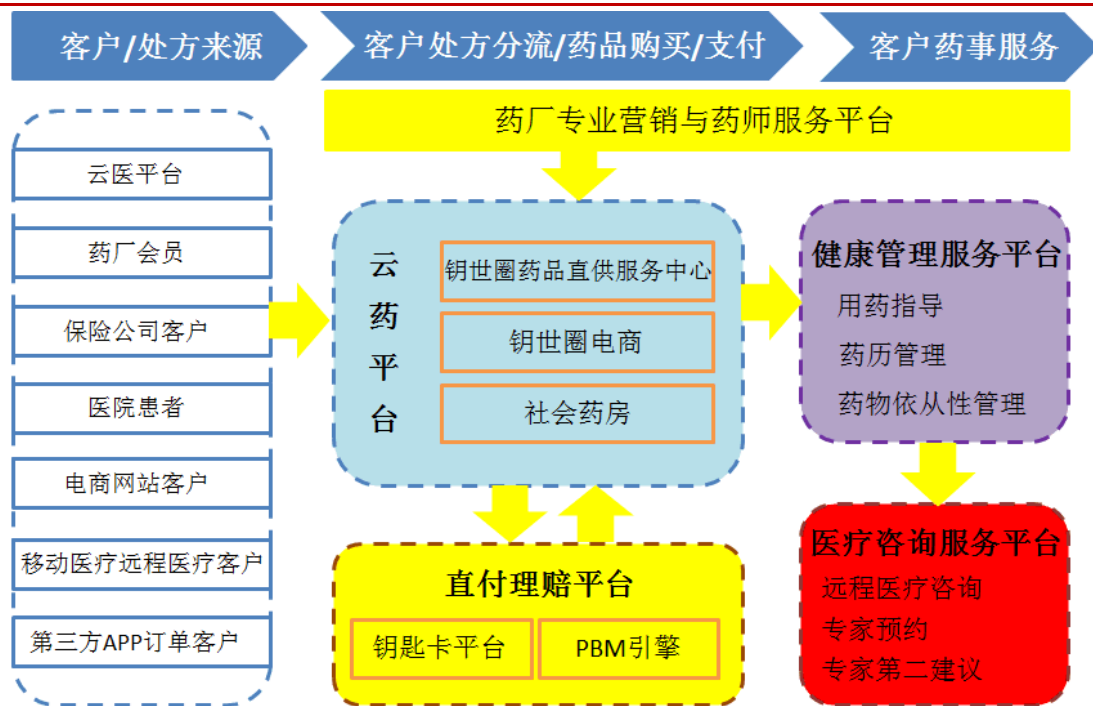
图表 12：互联网医疗四大驱动力



来源：中泰证券研究所

- 目前互联网医疗产业的竞争主体包括了：1) BAT、京东、360、小米等大型互联网公司，2) 春雨医生等互联网创业团队，3) 传统医疗医药企业，4) 医疗 IT 厂商。我们认为，**医疗 IT 企业的核心优势在于能够打通医院以及政府医疗卫生行政机构等产业链中最强势的环节，通过医院端以及区域医疗信息平台医疗数据的积累、能够实现如药品交易、医保控费等医疗服务运营，实现面向商业保险公司、药企的变现模式，我们看好万达信息、卫宁软件、创业软件、海虹控股等医疗 IT 厂商在医院端和区域医疗段等核心数据出入口上的卡位优势。**
- 卫宁软件和国药健康联合成立的互联网医药平台“钥世圈”，在药品采购方面，云药平台将从药企、制药公司或分销企业直接采购药品、压缩供应链成本，云药平台目前主要提供慢病处方药（第一次在药房，后面可能通过其他途径供药）、自费特药以及品牌 OTC，通过药品直供中心、电商平台、合作的社会药房将药物配送到患者手中。平台通过导入卫宁搭建的云医平台、对接的药厂的会员、保险公司的客户、医院出来的患者、云药平台自建的电商网站、以及移动医疗的客户实现引流。付费方面，将积极结合商业保险公司各级医疗卫生服务机构，通过在线理赔，降低商保公司的成本。

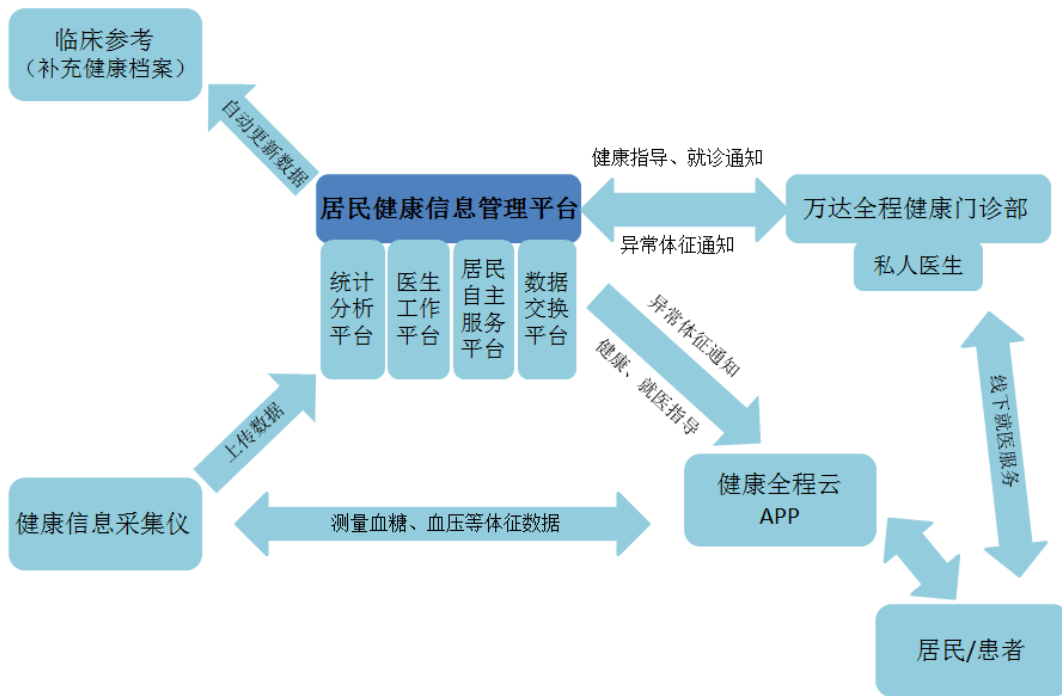
图表 13: 卫宁软件云药平台模型



来源：公司资料，中泰证券研究所

- 万达信息承建的上海市医保控费系统，通过“事前预防、事中控制、事后审核”的模式实现医保全流程监管，事前预防即在医生开处方违反医保报销规定时会弹出提醒窗口，控制处方额度；事中控制是患者用医保卡进行结算时，通过调用数据库判断是否符合医保报销规则，如果违反系统便会自动拦截；而事后审核则是医保局事后基于公司的控费系统对医院提交的医保单据进行审核。这一系统基于公司用于医保审核的知识库和风险控制引擎，能够细化到每个患者的就诊记录，包括患者姓名、医保信息、就诊医院、挂号科室及医生，目前系统已经完成了对 1670 万参保人、2100 余家机构和 17 个区的集中式的医疗服务和费用监控。
- 万达信息子公司万达全程也正积极涉足慢病管理领域，万达全程基于物联网、移动互联网、云计算健康管理平台、用户健康数据档案、线下门诊部打造了 O2O 全面健康管理服务模式。通过健康信息采集仪（经过 SFDA 认证的二类医疗器械），采集患者体征数据（血压、血糖、血氧、脉搏、体温、BMI、腰臀围等），自动上传至居民健康管理信息平台，让医生以及病人家属对居民健康情况进行全面了解，并提供云端用药服务、健康管理等。同时，平台健康档案信息与上海医联平台共享，当客户在上海市级医院就诊时，专科医生可及时了解患者的日常健康情况和健康管理过程，更好的提供诊疗服务。当客户有健康咨询和诊疗需求时，可以通过 APP、热线电话和预约到门诊部现场，获得线上线下的私人医生团队服务。

图表 14: 万达全程健康管理模式



来源: 易观智库, 中泰证券研究所

圈地与深耕并举，中山项目试水互联网医疗新模式

医疗信息化第一梯队，跑马圈地与深耕细作并举

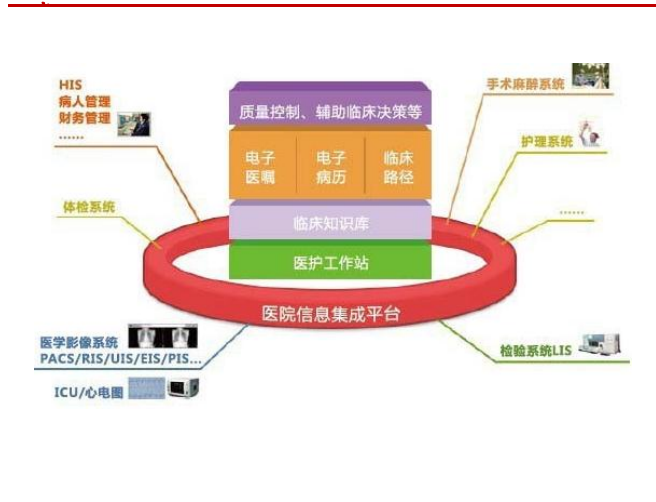
- 公司作为国内一线医疗信息化解决方案提供商，在医院信息化以及公共卫生信息化领域都有非常完善的产品储备，能够全方位的满足医院以及区域卫生机构对医疗信息化的需求。其中在医院信息化产品涉及医院 HIS、PACS、电子病历、信息平台、移动医疗、远程医疗等各个方面，拥有 100 多个品种的产品，能够实现 HIMSS7 级（最高级）认证医院信息化建设。

图 15：创业软件的医疗信息化产品线覆盖完善



来源：公司官网，中泰证券研究所

图 16：以电子病历为核心的临床一体化解决方案



来源：公司官网，中泰证券研究所

图 17：公司电子病历系统覆盖客户（部分）

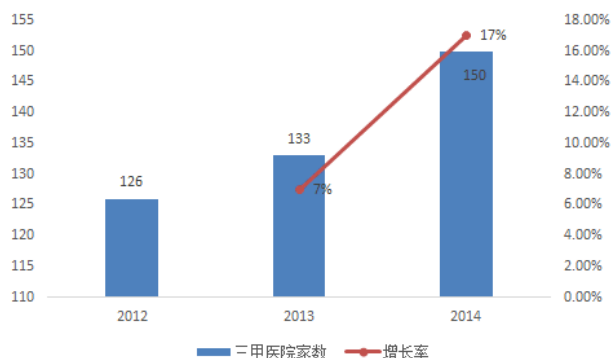
地区	用户名称
北京市	朝阳区卫生局、怀柔区卫生局、北京中医药大学第三附属医院、北京市第六医院
上海市	上海市闵行区卫生局、上海市东方医院、闵行区吴淞医院、古美社区卫生服务中心
江苏省	苏州市立医院、江阴市人民医院、太仓市卫生局、太仓市第一人民医院
浙江省	浙江省新华医院、乐清市人民医院、桐乡市第一人民医院、湖州市中心医院
四川省	新津县卫生局、成都市成华区卫生局、崇州市人民医院、成都市医学信息所
湖南省	湘潭市第一人民医院、湘潭市中心医院、南华大学附属第二医院、湘潭县人民医院
湖北省	湖北省卫生厅
江西省	江西省卫生厅、九江市第三人民医院、抚州市第一人民医院、南昌市第五医院
河北省	河北工程大学(学院)附属医院、河北省邯郸市中心医院、河北省沧州市和平医院
福建省	福建医科大学附属协和医院、福建省龙岩市第一医院、福建东南眼科医院
广东省	北京大学深圳医院、深圳市人民医院、汕头大学附属医院、珠海市卫生局
广西省	广西壮族自治区人民医院、贺州市人民医院、广西桂东人民医院、广西江滨医院
海南省	海南省农垦总局医院、三亚市人民医院
安徽省	皖南医学院弋矶山医院、池州市人民医院、定远县卫生局
山东省	山东省胸科医院、德州市人民医院、新泰市人民医院、淄博市淄川区人民医院
西北地区	甘肃省人民医院、青海大学附属第一人民医院、兰州市第一人民医院、兰州市中医院
东北地区	大连中心医院、辽宁医学院附属第一医院、齐齐哈尔医学院附属第三医院
云贵地区	昆明市第一人民医院、贵阳市第一人民医院、黔南州人民医院、红河州滇南中心医院

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 从公司客户覆盖的情况来看，公司的三甲医院以及区域卫生局及卫生机构客户均位居行业前列。截至 2014 年底，发行人拥有 150 家三级甲等医院客户，三甲医院数量 2014 年 773，公司约覆盖 20% 的三甲医院客户（一般大型医院信息化系统的提供商不止一家）。区域医疗卫生方面，公司累计为全国 188 家县级及以上的卫生局提供了服务，据民政部《中华人民共和国行政区划统计表（2012 年）》显示，截至 2012 年底全国共有 3,217 家县级及以上行政区划单位（不含特别行政区），按照卫生主管机构设置惯例，每个行政区划单位设置 1 个卫生局（厅），据此计算，发行人服务的卫生局约占县级及以上卫生局（厅）的 5.84%。
- 目前公司一方面加强跑马圈地区域扩张的进度，不断增加对医院以及卫生局客户的覆盖，新增客户数量快速提升，同时加强深耕细作，加

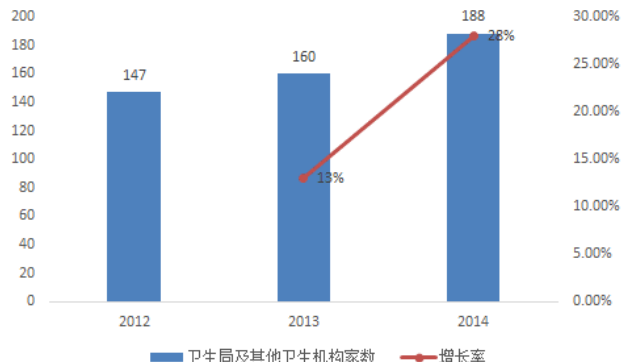
强对医疗信息化高端产品的研发以及对存量用户需求的挖掘。

图表 18：公司三甲医院客户数快速提升



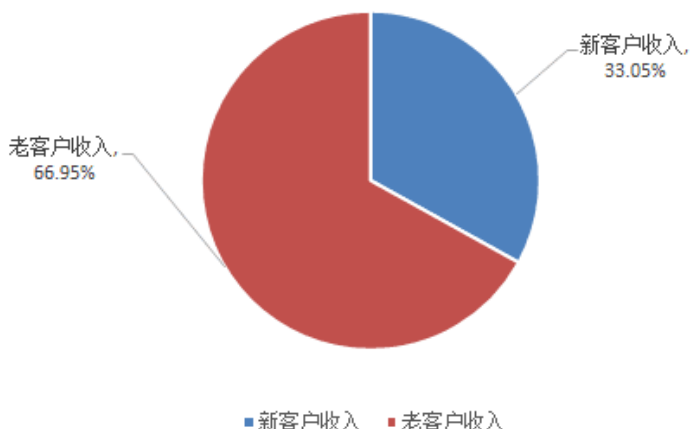
来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 19：公司卫生局及其他卫生机构家数迅速增



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 20：跑马圈地与深耕细作并举



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 从行业标准与项目经验两个维度看公司的技术实力，公司曾参与了包括国家医疗信息化技术标准在内的多项国家医疗信息化技术标准制定，同时公司累积实施了 4000 余个医疗信息化项目，其中包含了多个一线城市的区域医疗信息平台以及三甲医院的信息化项目，公司与同行卫宁软件、万达信息、东华软件等均稳居医疗 IT 领域行业第一梯队。
 - 1) 制定多项行业标准：公司参与了多项国家医疗信息化技术标准制定，曾参与卫生部健康档案基本架构与数据标准、电子病历基本架构与数据标准、基于健康档案的区域卫生信息平台建设指南及基于健康档案的区域卫生信息平台建设技术解决方案等。
 - 2) 项目实施经验丰富：公司已经累计实施了 4000 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，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。

- **医疗信息化行业经过近二十年发展，技术与规模壁垒不断提升。**重心已经从原有的 HIS 系统进入到当前技术相对复杂的电子病历，医学影像等系统的建设，同时地市级区域公共卫生平台项目的招标也基本上把新进入者以及区域型的小集成商挡在门外，预计行业一线厂商地位将愈加稳固。目前行业已经进入跑马圈地与深耕细作并举的时期。同时以卫宁、万达为代表的一线企业和上市平台的并购整合正在不断加快，预计未来市场份额将逐渐向以公司为代表的行业龙头公司集中。

中山项目开启医疗服务运营，试水互联网医疗新模式

- **公司和中山市卫生局签订区域医疗服务运营合同，标志公司进行区域公共卫生信息平台运营服务的突破。**首先，公司中山市卫生局政府共同出资建设中山市区域卫生信息平台，在建设完成之后公司拥有 10 年的特许运营权，通过区域公共卫生信息平台数据入口并结合其他第三方医疗服务机构，面向当地卫生局等医疗行政部门，医院、社区卫生服务中心等医疗机构，保险、药厂等第三方机构以及城市居民等几类不同用户，在实现平台基础功能之上，提供网络医疗、药品交易、医疗保险、保健品业务、广告运营相关医疗服务。
- 我们认为，获取政府公共医疗服务的运营权具备非常重要的战略意义，一方面，区域卫生信息平台上具备非常丰富的医疗数据信息，包含了居民健康档案数据和电子病历数据两大门类的数据，同时，公司通过这一模式能够卡位政府区域医疗的核心资源，有效提升面向产业上下游如险企、药企的议价能力，进而衍生出如医保控费、药品交易等相关业务。另一方面，公司作为医疗 IT 提供商，传统的业务模式主要针对医院、政府等 B 端用户，通过借助中山市区域卫生信息平台的入口资源，提供面向居民以及医疗机构提供医疗服务，能够衍生出面向 C 端的业务模式，推动公司面向互联网医疗的全面转型。
- **我们认为中山项目的成功实施具备非常强的示范效应，目前公司也正在积极推进中山项目在其他地级市横向复制。**我们认为获取政府运营项目的关键，一方面在于医疗信息化产品提供能力以及相关项目的运营经验，另一方面需要和政府保持紧密的合作关系，能够充分获取政府医疗行政部门对平台承建和运营方能力、资质等方面的信任。而公司在医疗信息化领域技术实力位居行业前列，同时公司承接了国内多所区域卫生平台以及三甲医院等大型医疗信息化项目，和许多医疗行政部门以及机构保持紧密的业务联系，在中山项目的成功运营后，有望将这一模式复制到其他区域。

盈利预测与投资建议

- **收入预测假设：**基于未来公司在医疗信息化领域的良好发展趋势和业务布局，我们预计公司 15、16、17 年收入增速分别为 21.1%、24.4%、27.9%。
- **毛利率及费用预测假设：**基于公司业务特点及结构，结合未来发展趋势，

我们预计公司 15、16、17 年毛利率分别为 48.7%、48.7%、48.9%；销售费用率分别为 13%、12.5%、12%，管理费用率分别为 25%、24.5%、24%。

- **盈利预测：**基于上述假设估算，我们预计公司 15、16、17 年实现归属母公司净利润分别为 0.59、0.73、0.94 亿元，分别同比增长 23%、25%、29%，2015-2017 年 EPS 分别为 0.86、1.07、1.38 元/股。
- **投资建议：**基于公司在医疗信息化领域的领先地位，未来有望受益行业集中度提升趋势，同时，公司通过中山项目试水互联网医疗，有望实现由医疗 IT 提供商向医疗综合服务提供商的全面转型。虽然公司当前 PE 数值偏高，但对比同业公司市值仍具有较大的扩张空间，我们坚定看好公司中长期的发展潜力和投资价值，故首次给予公司“增持”评级，建议投资者逢低增持，目标价 230 元，对应 267X 15PE、215 X 16PE、167X 17PE。

风险提示

- **医疗信息化行业竞争加剧的风险：**近年来由于医疗卫生体制改革的深入推进，医疗卫生信息化领域市场空间不断扩大，一方面吸引了大量新的市场竞争者进入这一领域，加剧了市场竞争；另一方面原行业内的企业，特别是上市企业，依托资本市场的优势，通过业务重组、企业并购等方式在区域医疗卫生信息化领域展开激烈竞争。
- **业务转型不确定风险：**目前行业内一线企业和上市平台均积极推进面向互联网医疗的全面转型，包括在医院、医药、医保、慢病管理等领域的布局，这也对公司未来的转型提出了更高的要求，若公司不能积极适应市场的发展趋势和需求变化，可能导致业务转型的延缓甚至失败。

图表 21: 盈利预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	361	378	406	491	611	780
增长率	7.29%	4.7%	7.3%	21.1%	24.4%	27.6%
营业成本	-202	-199	-210	-252	-314	-399
%销售收入	55.9%	52.7%	51.7%	51.3%	51.4%	51.1%
毛利	159	179	196	239	297	381
%销售收入	44.1%	47.3%	48.3%	48.7%	48.7%	48.9%
营业税金及附加	-6	-5	-5	-6	-7	-9
%销售收入	1.7%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-37	-44	-49	-64	-76	-94
%销售收入	10.2%	11.8%	12.1%	13.0%	12.5%	12.0%
管理费用	-81	-95	-105	-123	-150	-187
%销售收入	22.3%	25.2%	25.9%	25.0%	24.5%	24.0%
息税前利润 (EBIT)	36	34	37	47	64	91
%销售收入	9.9%	9.0%	9.2%	9.5%	10.5%	11.7%
财务费用	0	1	1	3	3	2
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.6%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-6	-11	-10	-11	-11	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.2%	—	—	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	30	24	28	39	56	81
营业利润率	8.2%	6.4%	6.9%	7.9%	9.1%	10.3%
营业外收支	21	30	28	30	30	30
税前利润	50	54	56	69	86	111
利润率	13.9%	14.2%	13.8%	14.0%	14.0%	14.2%
所得税	-6	-8	-9	-10	-13	-17
所得税率	12.4%	14.7%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	44	46	48	59	73	94
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	44	46	48	59	73	94
净利率	12.2%	12.1%	11.7%	11.9%	11.9%	12.1%
				23%	25%	29%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	44	46	48	59	73	94
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	16	16	27	35	44
非经营收益	-1	-2	-1	-30	-30	-30
营运资金变动	-30	-13	-7	-23	-37	-50
经营活动现金净流	24	47	55	33	41	58
资本开支	5	46	14	50	50	50
投资	-2	-1	-3	0	0	0
其他	1	1	1	0	0	0
投资活动现金净流	-7	-46	-16	-50	-50	-50
股权募资	0	1	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	-10	0	0	0
筹资活动现金净流	0	1	-10	0	0	0
现金净流量	18	1	29	-17	-9	8
资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	137	143	169	152	143	151
应收款项	161	201	200	242	301	385
存货	21	14	26	24	30	38
其他流动资产	4	1	3	4	5	6
流动资产	323	358	398	422	479	579
%总资产	87.7%	79.8%	80.2%	72.3%	68.8%	68.5%
长期投资	2	3	10	10	10	10
固定资产	41	79	79	100	118	134
%总资产	11.1%	17.6%	15.9%	17.1%	17.0%	15.9%
无形资产	1	6	5	48	85	118
非流动资产	45	91	98	162	217	266
%总资产	12.3%	20.2%	19.8%	27.7%	31.2%	31.5%
资产总计	368	448	496	584	696	846
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	86	100	108	127	158	201
其他流动负债	12	29	26	36	45	57
长期负债	99	129	134	163	203	258
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	9	12	0	0	0	0
负债	107	141	134	163	203	258
普通股股东权益	261	306	344	403	476	570
少数股东权益	0	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	368	448	479	566	679	829
比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.864	0.897	0.933	0.862	1.073	1.383
每股净资产(元)	5.111	6.007	6.748	5.922	6.995	8.379
每股经营现金净流(元)	0.476	0.923	1.077	0.484	0.603	0.851
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	16.90%	14.93%	13.83%	14.55%	15.34%	16.51%
总资产收益率	11.97%	10.20%	9.93%	10.35%	10.74%	11.35%
投入资本收益率	25.68%	18.02%	19.04%	16.47%	16.79%	18.87%
增长率						
营业总收入增长率	7.29%	4.69%	7.31%	21.06%	24.42%	27.61%
EBIT增长率	7.80%	-3.95%	8.78%	25.73%	36.57%	42.39%
净利润增长率	-6.60%	3.82%	4.03%	23.17%	24.51%	28.91%
总资产增长率	15.98%	21.84%	6.84%	17.59%	19.33%	21.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	120.9	152.4	160.9	160.0	160.0	160.0
存货周转天数	37.0	31.7	34.5	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	84.0	103.3	105.4	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	41.4	42.7	54.6	58.8	53.1	45.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-52.66%	-46.42%	-48.97%	-37.62%	-29.96%	-26.40%
EBIT利息保障倍数	-71.6	-59.8	-42.8	-15.8	-24.0	-36.4
资产负债率	29.19%	31.53%	28.03%	28.78%	29.86%	31.15%

来源: 中泰证券研究所

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：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。