

2016年01月08日

思创医惠 (300078.SZ)

## 医院信息化 2.0 时代的最佳实践者

- **全球电子防盗标签龙头，进军医疗信息化。**公司是国内最早从事 EAS（电子防盗标签）业务的企业之一，产品远销国际。2015 年 4 月，公司公告以 10.87 亿元收购医惠科技，强势进军智慧医疗领域。
- **医惠科技是智慧医疗后起之秀。**医惠科技是国内领先的智慧医疗解决方案提供商，主要产品为智能开放平台、物联网架构、业务系统和技术服务（产品维护服务和再开发服务）。目前，公司业务遍布 31 个省市自治区及香港、澳门，高端客户超过 600 家。
- **智能开放平台引领医院信息化建设步入 2.0 时代。**医惠科技核心产品—智能开放平台专攻医院 IT 底层架构，为各个业务系统实现互联互通和业务数据的交换共享提供免费开放的 API 接口。智能开放平台凭借本土化优势和先发优势，在国家卫计委加快推动医院端互联互通标准化成熟度测评工作的大趋势下，有望迎来历史性发展机遇。
- **RFID 业务高度协同，共迎医疗物联网时代。**医惠科技另一大核心产品—医疗物联网为医院提供“平台+应用”物联网整体解决方案，包括物联网基础架构平台，以及基于其平台自主开发的闭环业务系统，是智慧医疗的全面深化，将全面助力医疗大数据的数据采集、医疗流程质量保障以及医院资产管理。医疗物联网是智慧医疗的全新蓝海，公司先发优势显著，将充分获益行业发展。
- **投资建议：**公司平台（智能开放平台、医疗物流网平台）+应用（医疗物流网业务系统）的产品组合是现阶段医院信息化建设的标杆，是医院全面数字化升级的最佳助手，有望全面受益医院数字化改造浪潮！预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 8.20、12.41 和 15.04 亿元，净利润分别为 1.22、2.48 亿元和 3.03 亿元，对应 EPS 0.28、0.58、0.70 元。维持“买入—A”评级，6 个月目标价 50 元。
- **风险提示：**收购后的整合风险；行业竞争加剧导致毛利率降低的风险。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	425.0	491.2	820.5	1,241.2	1,503.9
净利润	85.8	78.0	121.6	247.7	303.1
每股收益(元)	0.20	0.19	0.28	0.58	0.70
每股净资产(元)	2.78	2.75	4.28	4.68	5.18
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	166.6	183.4	120.9	59.3	48.5
市净率(倍)	12.3	12.4	8.0	7.3	6.6
净利润率	20.2%	15.9%	14.8%	20.0%	20.2%
净资产收益率	7.3%	6.9%	6.8%	12.6%	13.9%
股息收益率	0.6%	0.6%	0.2%	0.5%	0.6%
ROIC	2.4	1.6	1.7	2.5	2.5

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司深度分析

证券研究报告

专用计算机设备

投资评级 **买入-A**

维持评级

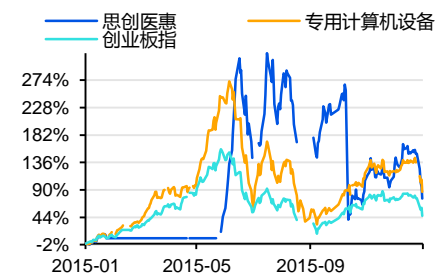
6 个月目标价：**50.00 元**

股价 (2016-01-08) **34.14 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	14,296.13
流通市值(百万元)	6,471.27
总股本(百万股)	418.75
流通股本(百万股)	189.55
12 个月价格区间	19.08/81.62 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.21	30.43	349.86
绝对收益	-24.8	38.78	403.44

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001  
huyw@essence.com.cn  
021-68766271

### 相关报告

思创医惠：业绩符合预期	
医惠科技引领医院走向 2.0 时代	2015-10-26
思创医惠：收购医惠科技 智慧医疗新星升起	2015-06-03
思创医惠：中瑞思创：软件标签放量增长	2010-08-20
思创医惠：成长性与概念俱佳	2010-06-02

## 目录

<b>1.</b>	<b>全球电子防盗标签龙头，进军医疗信息化</b> .....	<b>3</b>
1.1.	EAS 和 RFID 双轮驱动，主业保持稳健增长 .....	3
1.2.	收购医惠科技，进军医疗信息化 .....	3
<b>2.</b>	<b>医惠科技：快速崛起的医疗信息化新星</b> .....	<b>4</b>
2.1.	国内领先的智慧医疗解决方案提供商 .....	4
2.2.	技术为本，研发投入行业领先 .....	5
2.3.	相关产品代表国内医疗信息化最高水准 .....	6
2.4.	智能开放平台变革传统商业模式 .....	6
<b>3.</b>	<b>智能开放平台引领医院信息化步入 2.0 时代</b> .....	<b>6</b>
3.1.	智能开放平台助力掘金医院大数据 .....	7
3.2.	政策助力平台建设提速，公司全面受益百亿级蓝海市场 .....	8
3.3.	竞争优势明显 .....	9
<b>4.</b>	<b>RFID 业务高度协同，共迎医疗物联网时代</b> .....	<b>10</b>
4.1.	医疗物联网是智慧医疗的核心 .....	10
4.2.	医疗物联网前景广阔 .....	11
4.3.	医惠科技是医疗物联网的先驱 .....	12
<b>5.</b>	<b>盈利预测与投资建议</b> .....	<b>14</b>
<b>6.</b>	<b>风险提示</b> .....	<b>14</b>
6.1.	收购后的整合风险 .....	14
6.2.	行业竞争加剧导致毛利率降低的风险 .....	14

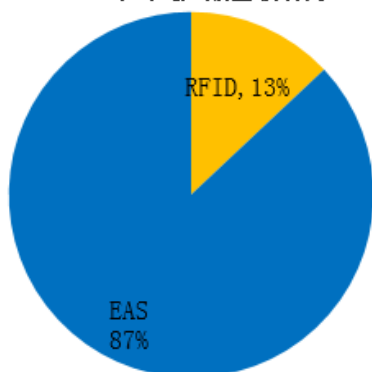
## 1. 全球电子防盗标签龙头，进军医疗信息化

### 1.1. EAS 和 RFID 双轮驱动，主业保持稳健增长

国内物联网巨头，主要产品包括 EAS 和 RFID。公司是国内最早从事 EAS（电子防盗标签）的企业之一，凭借优质、高性价比的标签产品以及扎实的研发积累和产品创新能力，逐步成长为国际领先企业。2011 年以来，公司通过内生外延，积极布局 RFID，从单一的电子防盗标签企业向智能商用技术系统解决方案服务商转型。

图 1：EAS 是公司目前主要的收入来源

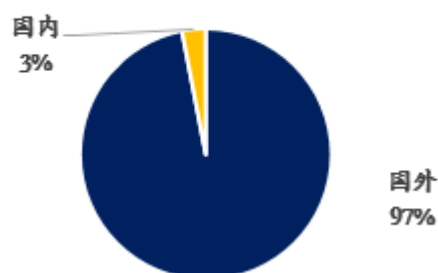
2014年公司产品营收结构



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 2：公司产品以出口为主

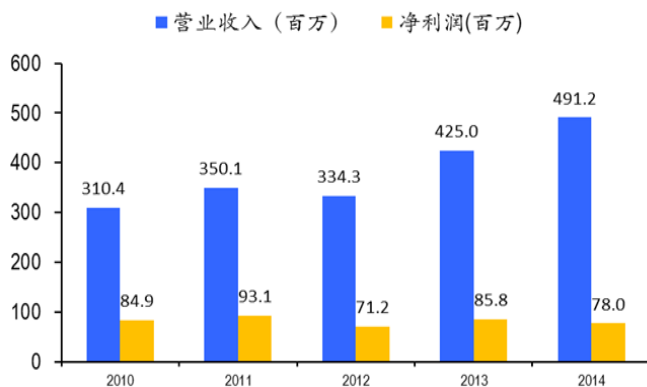
2014年营业收入区域结构



数据来源：WIND，安信证券研究中心

业绩平稳增长，RFID 进入收获期。近年来随着全球经济回暖，公司加大销售力度，营收平稳增长。RFID 业务经过前期的大量投入，2014 年以来开始放量增长，成为业绩的新亮点。我们判断，未来 EAS 业务仍将保持稳定增长，RFID 则将成为新增长极。

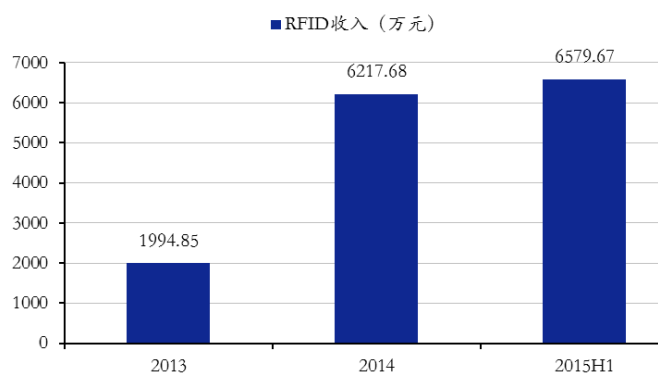
图 3：业绩平稳增长



数据来源：WIND，安信证券研究中心

附：造成 2014 年净利润下滑的原因，主要是研发费用持续增加及收购 GL 公司 (RFID 公司) 导致管理费用率大幅提升。

图 4：RFID 进入收获期



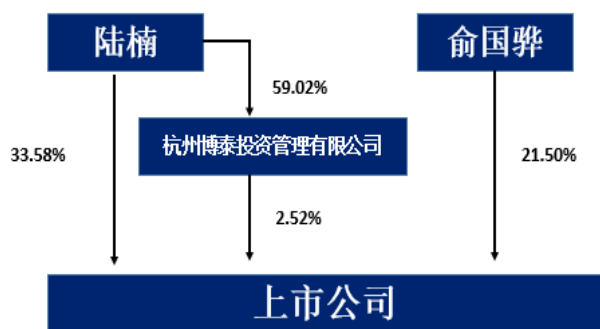
数据来源：WIND，安信证券研究中心

### 1.2. 收购医惠科技，进军医疗信息化

2015年4月，公司公告以现金向医惠科技全体股东购买其持有的医惠科技100%股权（估值108724万元），交易对手获得股权转让款后，将以每股23.2元受让大股东陆楠和俞国骅持有的中瑞思创的4,686万股股份。

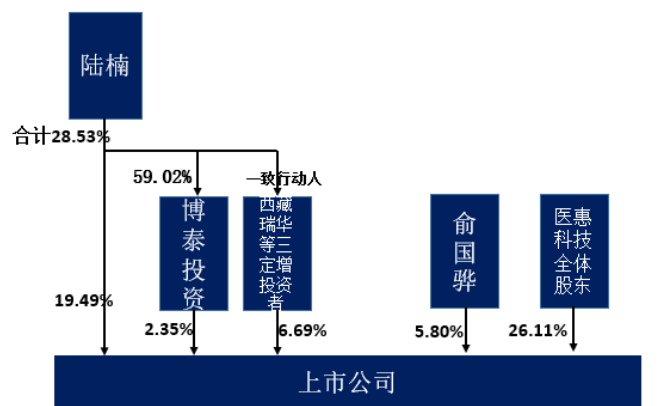
此次收购方案设计为分两步实施，第一步公司将使用银行贷款和自有资金先收购医惠科技69.1417%的股权；第二步，公司拟以50元/股非公开发行不超过1200万股，募集资金不超过6亿元，其中，4.39亿元用于支付收购医惠科技剩余30.8583%股权转让款，剩余补充流动资金。增发完成后，医惠科技全体股东所持股份位列第二大股东。

图 5：收购前，上市公司股权结构



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：收购后公司股权结构（考虑增发）



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

在本次收购方案中，医惠科技承诺2015-2017年归属于母公司所有者的净利润分别不低于7000万元、9500万元和12000万元，复合增速超过30%。

表 1：本次交易的业绩承诺

	2014	2015E	2016E	2017E
净利润（万元）	4538.35	7000	9500	12000
YOY		54.24%	35.71%	26.32%

资料来源：安信证券研究中心数据来源：公司公告，安信证券研究中心

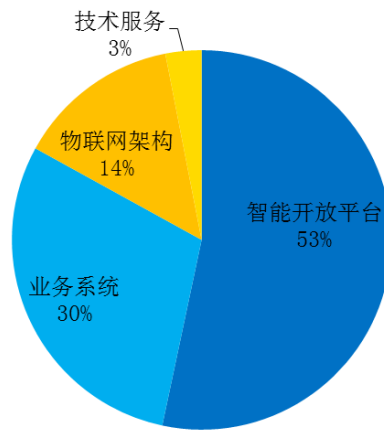
收购完成过户，整合顺利。目前整个收购方案进展顺利，医惠科技已经于2015年6月26日完成过户，下半年实现并表。原医惠科技董事长章笠中入驻管理层，担任公司总经理。

## 2. 医惠科技：快速崛起的医疗信息化新星

### 2.1. 国内领先的智慧医疗解决方案提供商

医惠科技以“提高患者安全、医疗质量、运营效益和科研创新”为目标，致力于为大型医疗机构提供可及、连贯、智能的信息系统，形成“智能开放平台+流程闭环管理系统+业务应用系统”的智慧医疗整体解决方案，主要产品为智能开放平台、物联网架构、业务系统和技术服务（产品维护服务和再开发服务）。目前，公司业务遍布31个省市自治区及香港、澳门，高端客户超过600家。

图 7：医惠科技 2014 年主营业务收入按产品分类情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：公司产品简介

产品	功能简介
智能开放平台	智能开放平台是以临床数据中心为核心的一个信息集成平台，实现所有业务系统之间的互联互通、数据共享。
物联网架构	物联网架构产品是指有线网、无线网和 RFID 传感网的融合，是公司提供的各种应用系统产品、智能开放平台的硬件平台。物联网架构实现了通讯和数据的融合，将来自于如 WIFI 语音终端、医生查房车、RFID 婴儿标签等前端硬件的语音数据、视频数据和软件数据通过物联网无线接入点 AP 和智能物联网无线控制器 AC 传递给后端护士工作站、医生工作站等应用系统。
业务系统	基于物联网平台并结合自主开发的软件，实现医疗信息化在各个科室、业务中的具体应用，主要包括业务流程类应用系统和闭环管理类业务系统。其中业务流程类应用系统包括：护理信息系统等；闭环管理类业务系统包括移动门诊输液系统。

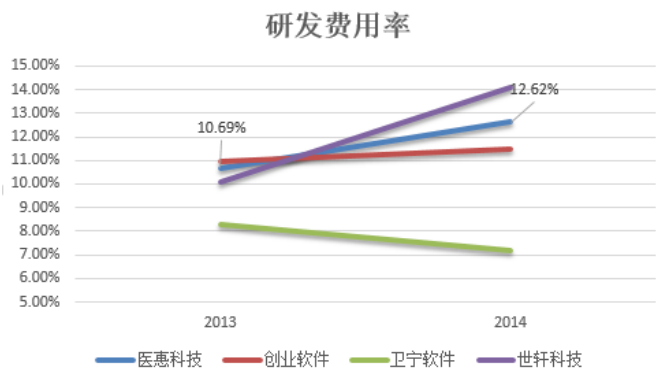
资料来源：安信证券研究中心数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2.2. 技术为本，研发投入行业领先

医惠科技创始人章笠中是典型的 IT 技术专家出身，是美国斯坦福大学智能化研究室访问学者，在创立医惠科技之前，曾担任杭州银江智能设备有限公司总经理，其主持开发的无线医护解决方案被 MOTOROLA 授予“最佳医疗解决方案奖”、医疗解决方案方面的成果被 INTEL 授予“最佳技术创新奖”；

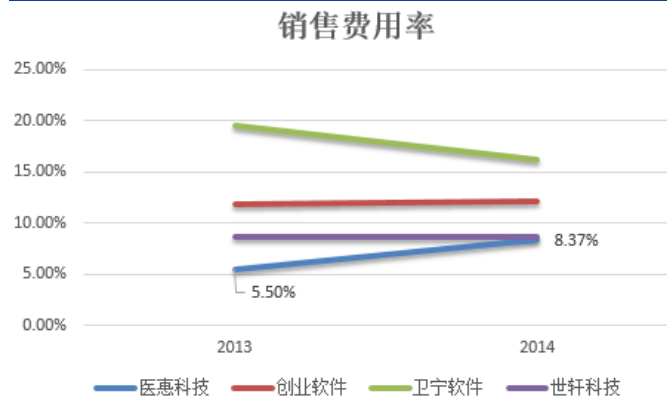
创始人的技术基因无疑深深的影响了整个企业文化，目前公司员工中，研发技术人员达到 289 名，占比 74.3%。2014 年医惠科技的研发费用支出为 2304 万元，占营收比重达到 12.62%，处于行业一流水平。

图 8：公司研发费用率行业领先



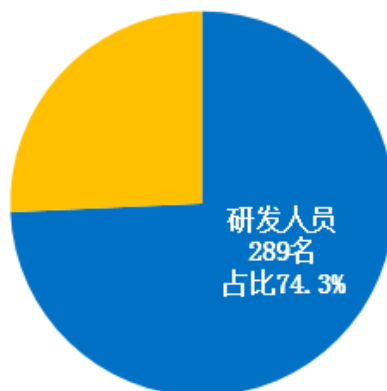
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 9：公司销售费用率较低



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 10：公司员工构成中绝大多数为研发技术人员



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

### 2.3. 相关产品代表国内医疗信息化最高水准

医惠科技全线产品顺利通过医疗机构“国际最严标准”JCI 认证评审，为国内众多医院通过 JCI 认证作出贡献，相关产品代表着目前国内医疗信息化领域的最高水准。中国医学科学发展论坛公布的“2014 中国医院科技影响力排行榜（综合）TOP50”中，公司服务的客户占据其中 13 家，包括上海交大附属瑞金医院、西京医院、中山大学第一附属医院、北京大学人民医院等，堪称医院信息化建设的最佳实践者。

### 2.4. 智能开放平台变革传统商业模式

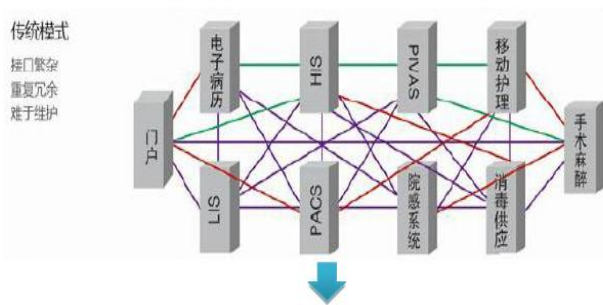
公司的核心产品——智能开放平台专攻医院 IT 的底层架构，为各个业务系统实现互联互通和业务数据的交换共享，为医院信息化软件开发商提供免费开放的 API 接口。过去医疗信息化厂商的业务系统与医院是紧耦合的，当医院需要上线新业务系统时，就需要对接其系统接口，支付接口费；智能开放平台则将医院从原有的业务系统中松绑，上线新业务系统时只需对接平台，平台将完全开放，不收取业务费用，以免颠覆收费，变革传统的商业模式。

## 3. 智能开放平台引领医院信息化步入 2.0 时代

### 3.1. 智能开放平台助力掘金医院大数据

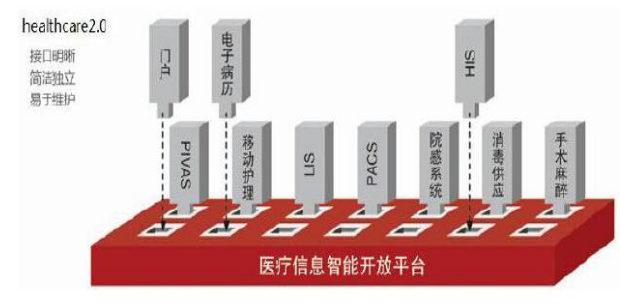
智能开放平台实现医院大数据的集中和交换。过去国内医疗信息化建设以业务应用系统为主，导致院内系统复杂繁多，而且由于各个应用系统大都是由不同的开发商完成，数据被分散存储在各个业务模块中，难以发挥作用。传统的互联互通模式是蛛网式地将各个业务系统两两互联，目前典型的三甲医院上线的业务系统就超过 100 个，对接复杂程度可想而知。智能开放平台的互联互通模式，简单理解就是一个“插线板”，定好插口规则，凡适合插口规则的电源都可以插上来，最终实现各类应用的互联互通、数据的有效交换。

图 11：传统的以接口方式部署的医院信息集成



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

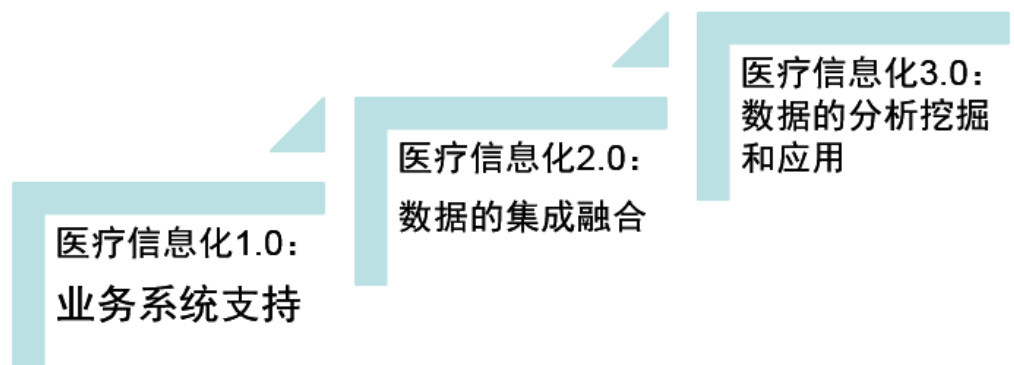
图 12：公司研发的医院信息集成开放平台模式



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

智能开放平台助力掘金医院大数据。从医疗大数据的角度审视医疗信息化的发展，目前行业处于医疗信息化 1.0 往 2.0 过渡的时期，1.0 时代以实现业务系统的数字化为主要任务，但却忽略了系统之间的整合问题。把各个业务系统类比为医院的肌肉和骨骼，则整个信息系统缺乏“大脑”和“神经网络”，数据的使用和分析捉襟见肘；2.0 时代，医院信息化遇到的问题和需求驱动的结果，主要特征为“决策支持”，包括临床业务的决策支持，医院管理的决策支持。通过数据集成，业务流程可以实现闭环管理，同时，医院也可以基于数据做度量分析和科学研究。2.0 时代信息集成平台（智能开放平台）解决了业务系统之间的数据融合，将成为医院开展大数据业务的重要支撑。

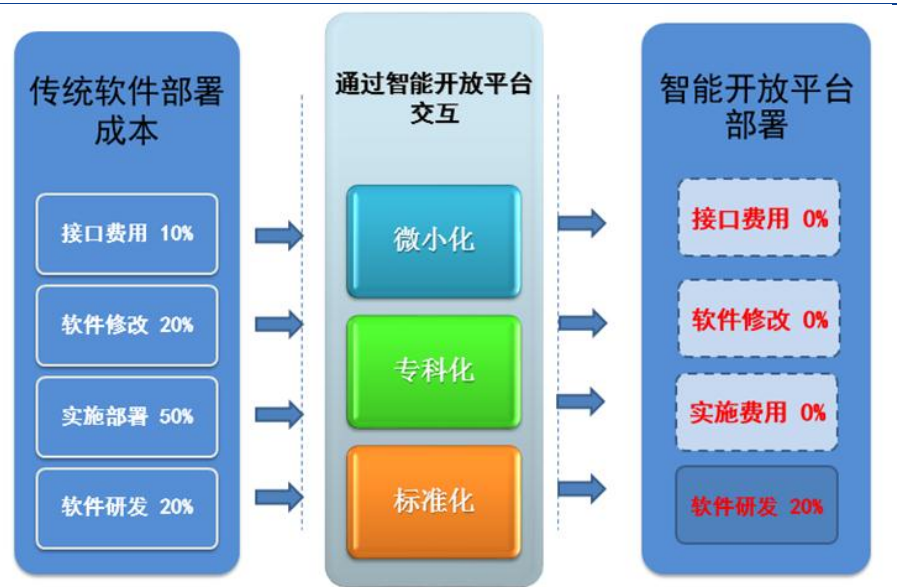
图 13：从医疗大数据角度审视医疗信息化发展阶段



数据来源：安信证券研究中心整理

智能开放平台开放 API 接口，助力医院信息化生态系统创新。智能开放平台是公司基于 IBM WebSphere Portal Server 和 PureApplication System 的基础上二次开发的平台架构，除了业务系统间互联互通、信息共享的功能以外，智能开放平台还充当了医院信息化建设的“安卓系统”，通过开放 API 接口，助力医院信息化生态系统创新。

图 14：智能开放平台开放接口，大幅降低软件部署成本



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

丰富医疗信息化产业生态，为医院提供更好的产品体验。过去，由于部署成本的原因，小微医疗信息化软件产品不具备开发的经济性，医院个性化的需求不能得到充分的满足。智能开放平台的开放 API 接口可以实现业务系统短期内快速、低成本的部署，为创新应用提供了可能，产品选择的增多也为医院提供了更好的信息化体验。

提供第三方介入支持包，助力医院拥抱互联网+。互联网+医院时代的来临，医院的信息化系统也将走出墙外，与移动医疗、医药电商、商保实现对接，实现移动化预约挂号、在线问诊等便民功能。智能开放平台可为医院提供开放的第三方介入支持包，是医院拥抱互联网+的最佳助手。

### 3.2. 政策助力平台建设提速，公司全面受益百亿级蓝海市场

卫计委加快医院互联互通成熟度测评，智能开放平台迎来历史性发展机遇。卫计委推动的医院端互联互通标准化成熟度测评工作正在有序开展，2013 年有 4 家医院通过第一批测评、2014 年 9 个试点医院通过第二批测评、2015 年第三批启动 44 家委属医院的测评工作。随着标准的持续推进，由于互联互通成熟度关系到医院评级，属于刚性需求，智能开放平台将迎来历史性发展机遇。

智能开放平台系统市场空间近 300 亿。目前医院信息集成平台在医院信息化建设中渗透率极低，不考虑信息化程度偏低的一级医院，以三级医院平台单价 500 万、二级医院单价 300 万元测算，则整个医院信息集成平台面临近 300 亿元的升级空间。



**医院信息化建设持续支出增长，智能开发平台将是未来建设重点。**根据 CHIMA 发布的《2014-2015 年度中国医院信息化状况调查》显示，三级医院近三年累计信息化费用投入超过 500 万的超过 1/3，行业景气度高。目前国内医院的信息化建设中，三级医院已经基本度过 1.0 时代，在抽样调查的 300 余家三级医院中，一些使用频次最高的 HMIS 和 CIS 模块的整体渗透率高于 60%，我们判断未来的信息化建设投入将从具体业务系统向智能开放平台转移，公司将全面受益于医疗 IT 支出的结构调整。此外，随着一、二级医院的信息化深化，智能开放平台的目标市场也将进一步扩大。

### 3.3. 竞争优势明显

**本土化优势。**由于智能开放平台较高的技术壁垒，公司智能开放平台的竞争压力主要来自国外公司的产品（如 Orion、Intersystems 等）。我们认为，在与国外厂商的竞争中，公司产品具有较大的优势：首先，从行业属性来看，医疗信息化是本土化属性很强的行业，国外产品将面临水土不服的问题；其次，从产品的硬实力来看，智能开放平台解决的主要功能就是对接各个业务系统，其难点就是各个业务系统的数据格式、标准不一致。国外医疗信息化数据本身标准化程度较高，信息集成的难度相对而言较低，因此国外公司难以适应标准混乱的国内医院信息化环境。

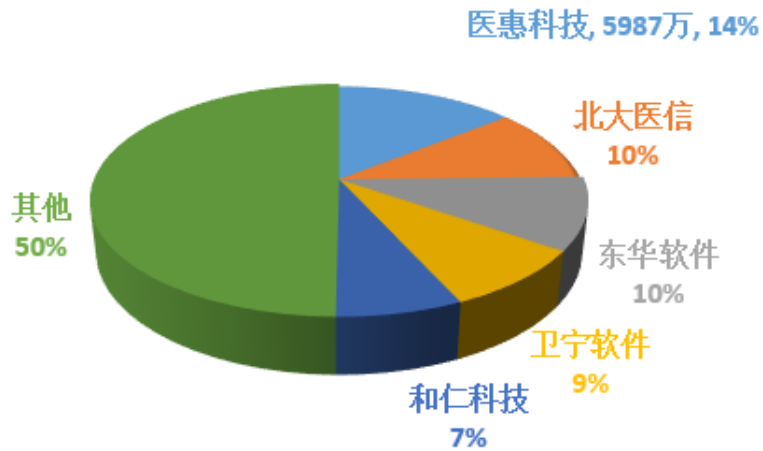
**先发优势。**截止 2015 年 4 月，公司的智能开放平台已经在 20 多家医疗机构部署完成并运行成功，是目前业内部署医疗机构信息化平台最多的企业，具有先发优势和示范效应。从短期来看，传统 HIS 厂商不会放弃接口费的既得利益而转向智能开放平台；而国外产品则面临水土不服的困局。我们判断，公司将抓住这一机遇，一举奠定智能开放平台龙头的地位。

**表 1：本土化、厂商规模及实力与成功案例是医院选择软件供应商的主要考虑因素**

医院选择软件供应商时考虑因素	比例
有本土化的服务机构	71.75%
厂家规模及实力	61.23%
厂家有大量成功案例	55.79%
产品本身的特点	48.25%
厂商的品牌知名度	44.74%
厂家的报价和付款方式	35.61%
与厂家曾经有过合作经历	25.44%
其他	0.53%

资料来源：安信证券研究中心数据来源：CHIMA，安信证券研究中心

图 15：公司智能开放平台市场份额领先



数据来源：ccid，公司资料，安信证券研究中心

## 4. RFID 业务高度协同，共迎医疗物联网时代

### 4.1. 医疗物联网是智慧医疗的核心

医疗物联网通过将各种传感器、RFID 装置、全球定位系统、激光扫描器等与互联网结合起来，用简约的数字医疗来完善医疗的标准化，推进医疗信息化水平的进步，实现医疗信息资源的智能化、信息共享与互联。目前医疗物联网的主要应用领域包括：数据采集、医疗过程控制、医院资产管理。

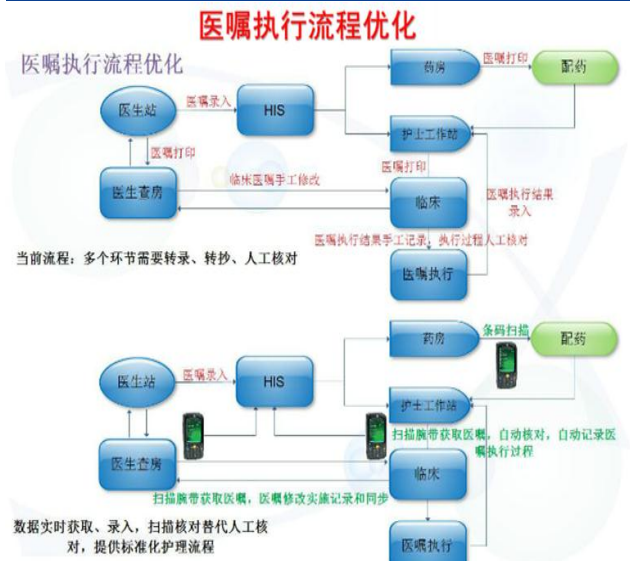
- 1) **数据采集：为大数据分析和应用打下基础：**目前最为热门的是远程智能健康监测、健康管理领域的应用。在医院内部的应用包括患者生命体征医疗监测，体温侦测，心电遥测等。通过实时、自动采集患者的数据，为医疗大数据分析打下基础。
- 2) **医疗流程的管理：提高业务效率，减少医疗差错，控制医疗质量。**以医院的医嘱管理为例，许多医院信息化系统的局限性在于，还缺少最后 20 米，即没有达到护士这一最后体现护理质量的节点上，多是终止在医生办公室、护士站，床旁、病人旁仍是手工（纸笔）操作，不可追溯、不可跟踪、不可统计。通过 PDA 等物联网设备，能显著减少护理人员的医疗差错，优化临床医疗业务效率，使得医嘱执行的过程控制全面可控。
- 3) **医院资产管理：提高资产运营效率。**使医院医疗、人员、管理、设备、药品等信息得到有效的整合利用，形成物资管理的可视化。主要包括贵重医疗移动设备的追踪管理，手术包或消毒物品流程跟踪溯源管理，资产盘点与库存管理系统，药品盘点与库存管理系统，气动物流传输系统的应用等。

图 16：物联网技术实现患者健康数据的自动采集



数据来源：互联网资料，安信证券研究中心

图 17：物联网技术减少医嘱执行过程的错误率



数据来源：互联网资料，安信证券研究中心

## 4.2. 医疗物联网前景广阔

医疗物联网直击医院痛点需求。根据 CHIMA 发布的《2014-2015 年度中国医院信息化状况调查》显示，医院认为采用信息技术最应该解决的前三大问题分别为：保障医疗安全，减少医疗差错；提高临床业务效率，支持医院流程再造；降低医院运营成本，支持医院经营成本核算。

表 2：医疗物联网直击医院痛点需求

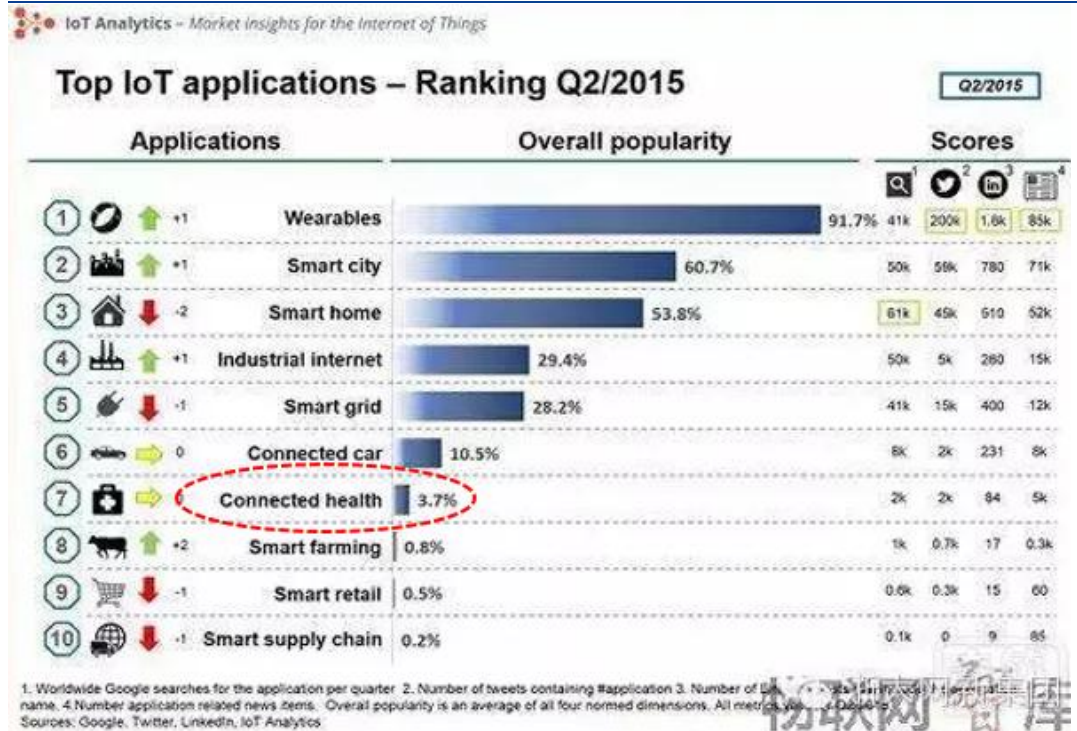
信息技术最应该解决的主要问题	比例
保障医疗安全，减少医疗差错	80.88%
提高临床业务效率，支持医院流程再造	80.18%
降低医院运营成本，支持医院经营成本核算	73.51%
提高病人满意度	56.49%
提升医院的竞争力	43.86%
满足政府数据报告要求	29.47%
降低病人的医疗费用	22.28%
支持医疗保险	20.70%
满足医政部门及相关法规要求	19.82%
满足询证医学需求	13.51%
保护病人隐私	12.98%
减轻国家的医疗负担	6.49%

数据来源：CHIMA，安信证券研究中心

移动医疗爆发是医疗物联网发展的另一大源动力。利用物联网设备，患者可以通过移动医疗终端设备接受对健康有益的医疗资讯、医生的嘱咐等，也可以通过随身佩戴的传感器，获得自身的体征信息，供自己查看或传递给医生；甚至可以通过移动医疗设备与医生进行交互，实现远程就诊。作为移动医疗的核心要素，物联网设备的需求将随着移动医疗行业的爆发而显著上升。

医疗物联网市场空间广阔。根据前瞻产业研究院发布的《中国物联网行业应用领域市场需求与投资预测分析报告》显示，预计到2015年，中国物联网整体市场规模将达到7500亿元，到2018年，物联网行业市场规模将超过1.5万亿元，其中医疗物联网是物联网最重要的行业应用之一，市场空间广阔。

图 18：物联网应用排名：医疗健康位列第 7



数据来源：IoT Analytics，安信证券研究中心

### 4.3. 医惠科技是医疗物联网的先驱

首创五网合一的物联网 AP，为医院发展移动医疗提供硬件管理平台。医惠科技为医院提供“平台+应用”物联网整体解决方案，包括物联网基础架构平台，以及基于其平台自主开发的闭环业务系统，其中，物联网基础架构平台是整个医院移动医疗业务的核心。医院移动医疗系统建设过程中，由于医疗对象的复杂性及应用需求的多样性，业务系统呈现碎片化状态，而多业务系统形成的多套无线网络、多套供电系统、多套管理系统导致数据割裂、管理割裂，管理成本过高。医惠科技针对这一难题，联手华为、NETGEAR 等全球领先的企业网络解决方案提供商，在全球首先推出物联网 AP 产品，实现 RFID 网、互联网、移动通信网、无线网、有线网的五网融合，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。

图 19：医惠科技医疗物联网产品线——“平台+应用”



平台普及有望带动应用销售。根据 CCID 统计，公司目前在国内医疗物联网市场处于领先地位。我们认为，公司物联网基础架构平台的普及有望带动应用的销售，形成良性循环，加速市场的渗透和推广。

表 3：公司医疗物联网业务处于行业领先地位

	2012-2014 年医疗物联网销售额 (亿元)	市场份额
医惠科技	4.02	2.9%
银江股份	4.07	2.8%
京颐科技	3.03	2.1%
新元素	1.84	1.3%
其他	133.93	91.1%
总计	147.07	100%

资料来源：CCID，公司资料，安信证券研究中心

表 4：主要物联网应用—移动护理信息系统市场份额情况

	2012-2014 年中国移动护理系统市场份额 (亿元)	市场份额
医惠科技	1.03	9.03%
卫宁软件	0.92	8.30%
京颐科技	0.81%	7.30%
芯联达	0.64%	5.80%
远卓	0.49	4.40%
其他	7.1	64.70%
总计	11.03	100%

资料来源：安信证券研究中心数据来源：CCID，公司资料，安信证券研究中心

与思创医惠 RFID 业务高度协同，有望加速医疗物联网应用推广。公司掌握的 RFID 技术是医疗物联网感知层的重要技术，应用十分广泛。利用其 RFID 产业化能力，医惠科技的医疗物联网相关硬件产品（如 RFID 婴儿标签、智能感应床等）的适用性和稳定性将大幅提高；同时，RFID 成本下降将带

动产品的快速普及。我们认为，随着医疗物联网的普及，公司有望从产品销售（如物联网平台）逐渐转为服务（如智能感应床运营），成长空间进一步打开。

**图 20: RFID 在智慧医疗中应用广泛**



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 5. 盈利预测与投资建议

考虑到医惠科技 2015 年下半年并表，我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 8.20、12.41 和 15.04 亿元，净利润分别为 1.22、2.48 和 3.03 亿元，对应 EPS 0.28、0.58、0.70 元。

公司平台(智能开放平台、医疗物联网平台)+应用（医疗物联网业务系统）的产品组合是现阶段医院信息化建设的标杆，是医院全面数字化升级的最佳助手。我们认为，医院内部信息数据的整合以及精确、实时的数据采集是医疗大数据时代的基石，公司在医院信息集成平台以及医疗物联网相关产品有望全面受益医院数字化改造浪潮！维持“买入-A”评级，6 个月目标价 50 元。

## 6. 风险提示

### 6.1. 收购后的整合风险

与医惠科技业务的后续整合是否顺利具有不确定性。

### 6.2. 行业竞争加剧导致毛利率降低的风险

医惠科技产品技术领先，毛利率较高。医疗信息化行业日新月异，随着同行业厂商产品的相继更新换代，公司将面临行业竞争加剧的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	425.0	491.2	820.5	1,241.2	1,503.9	成长性					
减:营业成本	254.1	288.2	476.1	664.6	803.6	营业收入增长率	27.1%	15.6%	67.0%	51.3%	21.2%
营业税费	3.6	4.1	6.6	9.9	12.0	营业利润增长率	23.0%	-0.6%	42.0%	111.6%	20.3%
销售费用	29.5	34.1	56.6	80.7	97.8	净利润增长率	20.6%	-9.1%	55.9%	103.8%	22.4%
管理费用	69.3	94.1	139.5	211.0	255.7	EBITDA 增长率	21.4%	17.7%	42.5%	112.7%	20.0%
财务费用	-32.9	-22.0	-14.8	-19.2	-22.6	EBIT 增长率	19.9%	15.6%	63.4%	121.1%	20.5%
资产减值损失	2.0	5.4	18.0	-	-	NOPLAT 增长率	20.2%	14.2%	93.0%	111.7%	22.6%
加:公允价值变动收益	-	10.3	-	-	-	投资资本增长率	66.3%	81.6%	45.5%	24.3%	-8.9%
投资和汇兑收益	-	1.5	2.0	3.0	-	净资产增长率	0.3%	0.1%	59.5%	9.9%	11.0%
营业利润	99.5	98.9	140.5	297.2	357.5	利润率					
加:营业外净收支	4.6	2.6	10.3	10.0	14.0	毛利率	40.2%	41.3%	42.0%	46.5%	46.6%
利润总额	104.1	101.5	150.8	307.2	371.5	营业利润率	23.4%	20.1%	17.1%	23.9%	23.8%
减:所得税	19.3	20.3	24.1	49.2	55.7	净利润率	20.2%	15.9%	14.8%	20.0%	20.2%
净利润	85.8	78.0	121.6	247.7	303.1	EBITDA/营业收入	19.3%	19.6%	16.7%	23.5%	23.3%
						EBIT/营业收入	15.7%	15.7%	15.3%	22.4%	22.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	84	96	70	54	50
						流动营业资本周转天数	95	104	131	164	150
						流动资产周转天数	881	646	493	460	462
						应收帐款周转天数	55	63	65	74	81
						存货周转天数	47	64	75	82	87
						总资产周转天数	1,039	921	718	608	585
						投资资本周转天数	245	373	353	310	271
						投资回报率					
						ROE	7.3%	6.9%	6.8%	12.6%	13.9%
						ROA	6.9%	6.3%	6.3%	11.7%	11.7%
						ROIC	23.9%	16.4%	17.4%	25.3%	25.0%
						费用率					
						销售费用率	6.9%	6.9%	6.9%	6.5%	6.5%
						管理费用率	16.3%	19.2%	17.0%	17.0%	17.0%
						财务费用率	-7.7%	-4.5%	-1.8%	-1.6%	-1.5%
						三费/营业收入	15.5%	21.6%	22.1%	21.9%	22.0%
						偿债能力					
						资产负债率	5.4%	8.6%	6.6%	6.9%	15.5%
						负债权益比	5.7%	9.5%	7.1%	7.4%	18.3%
						流动比率	16.17	6.93	11.33	11.13	5.24
						速动比率	15.09	5.95	9.54	8.97	4.28
						利息保障倍数	-2.02	-3.50	-8.51	-14.44	-14.81
						分红指标					
						DPS(元)	0.20	0.20	0.08	0.17	0.21
						分红比率	97.6%	107.4%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.6%	0.6%	0.2%	0.5%	0.6%

## 资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	799.9	507.7	969.4	955.0	1,306.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	83.6	109.7	244.8	364.7	439.6
应收票据	0.7	0.5	1.1	1.7	2.1
预付帐款	4.0	3.3	3.3	3.3	3.3
存货	66.2	107.4	232.4	324.5	392.4
其他流动资产	44.2	34.5	34.5	34.5	34.5
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	114.1	114.1	114.1	114.1
投资性房地产	4.2	3.9	3.9	3.9	3.9
固定资产	113.2	149.0	171.5	201.1	214.7
在建工程	77.1	132.9	106.3	85.1	68.1
无形资产	38.4	37.7	35.2	32.8	30.6
其他非流动资产	2.6	78.2	79.2	79.1	78.8
资产总额	1,234.0	1,278.9	1,995.8	2,199.8	2,688.3
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	36.4	51.1	91.1	109.0	374.3
应付票据	-	0.6	1.0	1.5	1.8
其他流动负债	25.4	52.2	32.6	34.5	33.5
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	5.1	0.3	0.9	1.0	-
负债总额	66.8	110.5	132.0	152.2	415.9
少数股东权益	3.9	15.5	20.6	30.9	43.6
股本	167.5	167.5	430.5	430.5	430.5
留存收益	996.7	990.6	1,412.7	1,586.1	1,798.3
股东权益	1,167.1	1,168.4	1,863.8	2,047.5	2,272.3

## 现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	84.7	81.2	121.6	247.7	303.1
加:折旧和摊销	15.6	20.0	11.6	14.0	15.6
资产减值准备	2.0	5.3	18.0	-	-
公允价值变动损失	-	-10.3	-	-	-
财务费用	-36.7	-18.1	-14.8	-19.2	-22.6
投资损失	-	-3.6	-2.0	-3.0	-
少数股东损益	-1.1	3.2	5.1	10.3	12.6
营运资金的变动	-52.7	-12.6	-229.2	-200.0	115.9
经营活动产生现金流量	29.1	49.3	-89.8	49.8	424.6
投资活动产生现金流量	-90.1	-241.2	-18.9	-17.0	-10.0
融资活动产生现金流量	-81.0	-99.4	578.3	-55.1	-68.3

## 业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.20	0.19	0.28	0.58	0.70
BVPS(元)	2.78	2.75	4.28	4.68	5.18
PE(X)	166.6	183.4	120.9	59.3	48.5
PB(X)	12.3	12.4	8.0	7.3	6.6
P/FCF	-245.7	-66.2	-83.0	942.5	36.0
P/S	33.6	29.1	17.9	11.8	9.8
EV/EBITDA	36.6	27.2	100.6	47.5	38.7
CAGR(%)	44.9%	57.3%	44.0%	21.1%	19.8%
PEG	3.7	3.2	2.7	2.8	2.4
ROIC/WACC	2.4	1.6	1.7	2.5	2.5
REP	3.5	2.4	8.3	4.6	

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

胡又文声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034