创业软件(300451.SZ)

中山项目顺利推进，互联网医疗运营值得期待

评级： 买入 前次： 增持

目标价（元）： 160

分析师 李振亚 S0740514120001 021-20315198 lizy@r.qlzq.com.cn

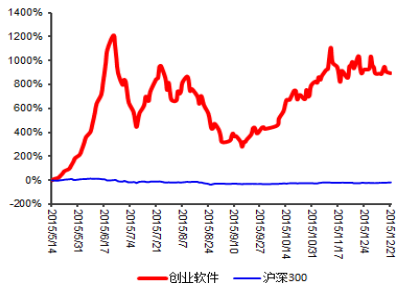
联系人 方闻千 021-20315201 fangwq@r.qlzq.com.cn

2016 年 2 月 3 日

基本状况

总股本(百万股)	70
流通股本(百万股)	17
市价(元)	122
市值(百万元)	85.5
流通市值(百万元)	20.7

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	467.74	647.54	865.70
营业收入增速	4.69%	7.31%	15.31%	38.44%	33.69%
净利润增长率	3.82%	4.03%	11.76%	30.11%	28.91%
摊薄每股收益（元）	0.90	0.93	0.76	0.99	1.27
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	160.77	123.57	95.86
PEG	0.00	0.00	13.67	4.10	3.32
每股净资产（元）	6.01	6.75	5.67	6.66	7.93
每股现金流量	0.92	1.08	0.47	0.34	0.60
净资产收益率	14.93%	13.83%	13.38%	14.83%	16.05%
市净率	0.00	0.00	21.52	18.33	15.38
总股本（百万股）	51.00	51.00	70.07	70.07	70.07

备注：市场预测取 聚源一致预期

- **中山项目顺利推进，医疗服务运营模式值得期待。**目前公司已经完成了中山市区域卫生信息平台的搭建，并于 2015 年 12 月 15 日开始试运行。中山市区域卫生信息平台实现了中山市人民医院、中山市中医院、中山市博爱医院、中山市小榄人民医院四家三甲医院的健康信息互联互通和多渠道预约，群众可利用微信、APP、网站、电话等渠道预约挂号，方便群众就医。后续其他面向 C 端的医疗服务运营模式有望进一步落地。在中山项目落地以及商业模式进一步探索的同时，公司一方面借助中山市医疗服务运营项目所打造的标杆效应，另一方面凭借通过多年医疗信息化业务拓展与当地医疗卫生行政部门保持的紧密的业务合作关系，正在积极推进医疗服务运营项目在其他区域的横向复制。

- **中山项目是公司作为传统医疗信息化解决方案提供商，向互联网医疗服务运营业务突破的重要举措。**公司在中山项目建设完成之后拥有 10 年的特许运营权，计划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医疗核心资源，掌握平台包含居民健康档案和电子病历两大医疗数据信息，能有效衍生出面向 G 端的政府服务购买，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、网络问诊等相关业务。

- **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。**

- **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0.53、0.69、0.89亿元，分别同比增长12%、30%、29%，2015-2017年EPS分别为0.76、0.99、1.27元/股。基于公司在医疗信息化领域的领先地位和良好发展趋势，未来有望受益行业集中度提升趋势，同时，公司试水互联网医疗，有望开启面向C端的医疗服务，实现由医疗信息化解决方案提供商向医疗服务提供商的转型。总体来看，我们认为公司未来蕴含较大发展潜力及投资价值，且后续将大概率复制同业上市公司的成长路径，并购整合的进度不断加速。我们调整公司目标价为160元，对应162X16PE，评级从“增持”上调至“买入”。**

- **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

中山项目开启医疗服务新模式，运营全面启动 ..... - 4 -
传统业务持续发力，跑马圈地与深耕细作并举 ..... - 4 -
盈利预测与投资建议 ..... - 7 -
风险提示 ..... - 7 -

图表目录

图表 1：创业软件的医疗信息化产品线覆盖完善 ..... - 5 -
图表 2：以电子病历为核心的临床一体化解决方案 ..... - 5 -
图表 3：公司电子病历系统覆盖客户（部分） ..... - 5 -
图表 4：公司三甲医院客户数快速提升 ..... - 6 -
图表 5：公司卫生局及其他卫生机构家数迅速增长 ..... - 6 -
图表 6：跑马圈地与深耕细作并举 ..... - 6 -
图表 7：盈利预测表 ..... - 8 -

中山项目开启医疗服务新模式，运营全面启动

- **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 年的特许运营权，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医疗核心资源，掌握平台包含居民健康档案和电子病历两大医疗数据信息，能有效衍生出面向 G 端的政府服务购买，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、网络问诊等相关业务。
- **中山项目顺利推进，医疗服务运营模式值得期待。**目前公司已经完成了区域卫生信息平台的搭建，并于 2015 年 12 月 15 日开始试运行。中山市区域卫生信息平台实现了中山市人民医院、中山市中医院、中山市博爱医院、中山市小榄人民医院四家三甲医院的健康信息互联互通和多渠道预约，群众可利用微信、APP、网站、电话等渠道预约挂号，方便群众就医。后续其他面向 C 端的医疗服务运营模式有望进一步落地。
- **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。**获取区域卫生运营服务项目的关键，我们认为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。

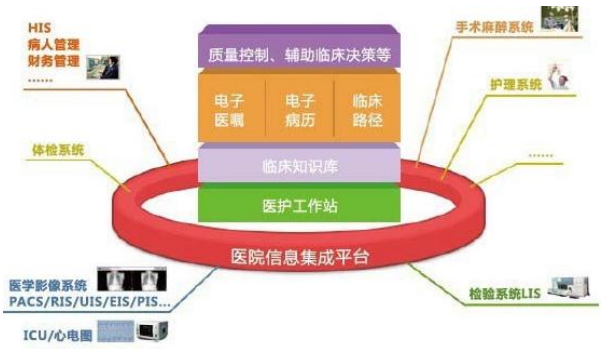
传统业务持续发力，跑马圈地与深耕细作并举

- 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。

图表 1：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

图表 2：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

图表 3：公司电子病历系统覆盖客户（部分）

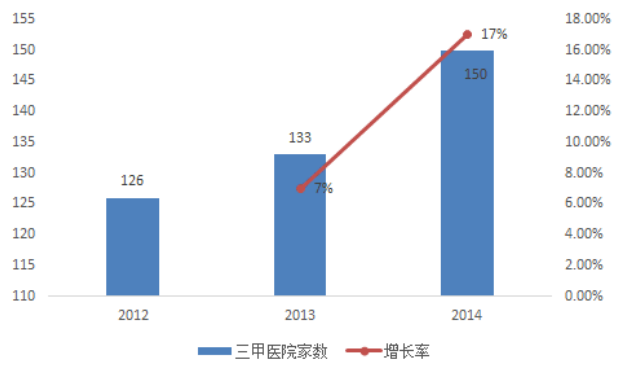
地区	用户名称
北京市	朝阳区卫生局、怀柔区卫生局、北京中医药大学第三附属医院、北京市第六医院
上海市	上海市闵行区卫生局、上海市东方医院、闵行区吴泾医院、古美社区卫生服务中心
江苏省	苏州市立医院、江阴市人民医院、太仓市卫生局、太仓市第一人民医院
浙江省	浙江省新华医院、乐清市人民医院、桐乡市第一人民医院、湖州市中心医院
四川省	新津县卫生局、成都市成华区卫生局、崇州市人民医院、成都市医学信息所
湖南省	湘潭市第一人民医院、湘潭市中心医院、南华大学附属第二医院、湘潭县人民医院
湖北省	湖北省卫生厅
江西省	江西省卫生厅、九江市第三人民医院、抚州市第一人民医院、南昌市第五医院
河北省	河北工程大学(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	大连市中心医院、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，不断增加的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**

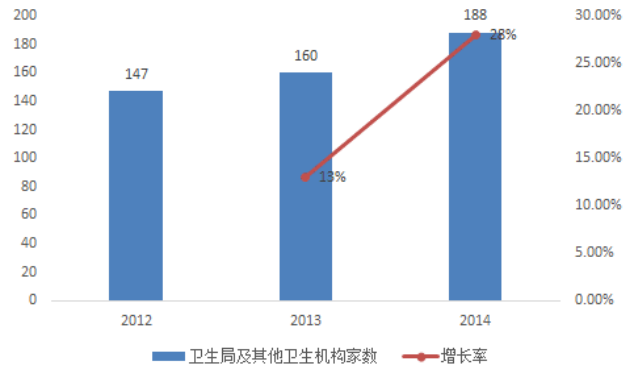
强对医疗信息化高端产品的研发以及对存量用户需求的挖掘。

图表 4：公司三甲医院客户数快速提升



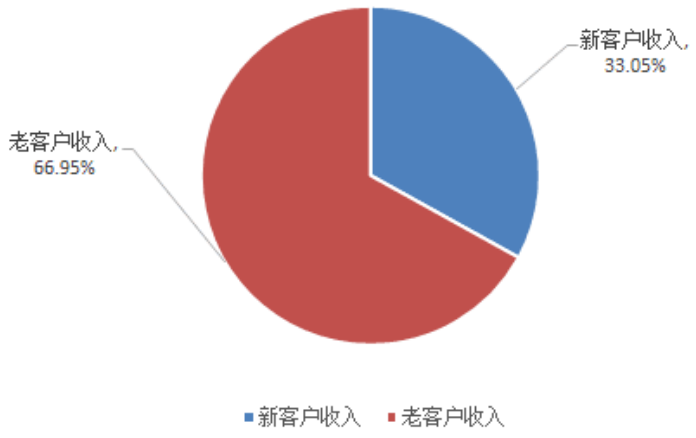
来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 5：公司卫生局及其他卫生机构家数迅速增长



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 6：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，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多年发展，技术壁垒不断提升，从原有的相对简单医院管理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高峰期，预计新进入者以及区域型的小集成商将很难撼动行业一线厂商地位。随着基础系统渗透率的不断提升，行业也正在逐步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并购整合正在加速，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。**

盈利预测与投资建议

- **我们预计公司 15、16、17 年实现归属母公司净利润分别为 0.53、0.69、0.89 亿元，分别同比增长 12%、30%、29%，2015-2017 年 EPS 分别为 0.76、0.99、1.27 元/股。基于公司在医疗信息化领域的领先地位和良好发展趋势，未来有望受益行业集中度提升趋势，同时，公司试水互联网医疗，有望开启面向 C 端的医疗服务，实现由医疗信息化解决方案提供商向医疗服务提供商的转型。总体来看，我们认为公司未来蕴含较大发展潜力及投资价值，且后续将大概率复制同业上市公司的成长路径，并购整合的进度不断加速。我们调整公司目标价为 160 元，对应 162X16PE，评级从“增持”上调至“买入”。**

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7：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**	**468**	**648**	**866**
增长率	*7.29%*	*4.7%*	*7.3%*	*15.3%*	*38.4%*	*33.7%*
营业成本	-202	-199	-210	-240	-333	-443
% 销售收入	*55.9%*	*52.7%*	*51.7%*	*51.3%*	*51.4%*	*51.1%*
毛利	159	179	196	228	315	423
% 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	-8	-10
% 销售收入	*1.7%*	*1.3%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*
营业费用	-37	-44	-49	-61	-78	-104
% 销售收入	*10.2%*	*11.8%*	*12.1%*	*13.0%*	*12.0%*	*12.0%*
管理费用	-81	-95	-105	-122	-168	-221
% 销售收入	*22.3%*	*25.2%*	*25.9%*	*26.0%*	*26.0%*	*25.5%*
息税前利润（EBIT）	36	34	37	40	61	88
% 销售收入	*9.9%*	*9.0%*	*9.2%*	*8.5%*	*9.5%*	*10.2%*
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	-10	-12	-15
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	33	51	75
营业利润率	*8.2%*	*6.4%*	*6.9%*	*7.0%*	*7.9%*	*8.7%*
营业外收支	21	30	28	30	30	30
税前利润	**50**	**54**	**56**	**63**	**81**	**105**
利润率	*13.9%*	*14.2%*	*13.8%*	*13.4%*	*12.6%*	*12.1%*
所得税	-6	-8	-9	-9	-12	-16
所得税率	*12.4%*	*14.7%*	*15.2%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	44	46	48	53	69	89
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**	**53**	**69**	**89**
净利率	*12.2%*	*12.1%*	*11.7%*	*11.4%*	*10.7%*	*10.3%*
				12%	30%	29%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	44	46	48	53	69	89
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	16	16	27	37	46
非经营收益	-1	-2	-1	-30	-30	-30
营运资金变动	-30	-13	-7	-17	-52	-63
经营活动现金净流	**24**	**47**	**55**	**33**	**24**	**42**
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**	**-26**	**-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	126	118
应收款项	161	201	200	231	319	427
存货	21	14	26	23	32	42
其他流动资产	4	1	3	4	5	7
流动资产	323	358	398	409	482	594
% 总资产	*87.7%*	*79.8%*	*80.2%*	*71.7%*	*68.9%*	*69.0%*
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%*	*17.4%*	*16.9%*	*15.6%*
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%*	*28.3%*	*31.1%*	*31.0%*
资产总计	**368**	**448**	**496**	**570**	**699**	**860**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	86	100	108	121	168	224
其他流动负债	12	29	26	34	47	63
流动负债	99	129	134	155	215	287
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**	**155**	**215**	**287**
普通股股东权益	261	306	344	397	466	556
少数股东权益	0	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	**368**	**448**	**479**	**553**	**682**	**843**

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	0.759	0.987	1.273
每股净资产(元)	5.111	6.007	6.748	5.670	6.657	7.930
每股经营现金净流(元)	0.476	0.923	1.077	0.466	0.345	0.603
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%	13.38%	14.83%	16.05%
总资产收益率	11.97%	10.20%	9.93%	9.61%	10.14%	10.58%
投入资本收益率	25.68%	18.02%	19.04%	14.35%	15.71%	17.47%
增长率						
营业总收入增长率	7.29%	4.69%	7.31%	15.31%	38.44%	33.69%
EBIT增长率	7.80%	-3.95%	8.78%	7.18%	53.55%	43.73%
净利润增长率	-6.60%	3.82%	4.03%	11.76%	30.11%	28.91%
总资产增长率	15.98%	21.84%	6.84%	14.96%	22.60%	23.00%
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	61.8	50.1	40.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-52.66%	-46.42%	-48.97%	-38.07%	-26.90%	-21.20%
EBIT利息保障倍数	-71.6	-59.8	-42.8	-13.5	-23.1	-40.0
资产负债率	29.19%	31.53%	28.03%	28.07%	31.53%	34.02%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上
中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%
减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券有限公司（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“中泰证券有限公司”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“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。