

2016年03月31日

思创医惠 (300078.SZ)

业绩符合预期 引领医院步入“云、物、智、大”时代

业绩符合预期。2015年实现营业收入8.53亿元，同比增长73.65%；净利润1.41亿元，同比增长80.80%，符合预期。公司拟每10股派0.5元（含税）。预计2016年一季度净利润同比增长20%-45%，因公司并购医惠科技新增并购贷款导致财务成本相应增加，对一季度业绩产生了一定影响。我们预计增发获批后该因素将消除。

医惠科技超额完成业绩承诺，RFID业务增速喜人。医惠科技全年实现净利润8,567.65万，超额完成7000万的利润承诺；并表后增厚增业绩6523.2万。2015年，RFID业务实现重大突破，营收达到1.84亿，同比增长205.95%。

大力推动人工智能在医疗行业的应用。公司2015年联合国内大型医院、相关研究机构及院校，相继成立了智慧医疗联盟、浙江省沃森智慧医疗研究院，积极开展医疗大数据的基础研究，推动基于大数据的医疗人工智能研究和分析。并且，公司在年报中明确表示2016年度经营计划的其中一项重要工作是将IBM沃森健康云认知计算引入医疗机构。我们认为，获得处于全球人工智能最尖端IBM沃森认知智能技术及国际医疗智能诊疗模型的全力支持，公司有望成为未来个性化医疗时代的龙头企业。

基于智能开放平台基础，构建医疗生态云架构。面对医院信息化建设上“云”的行业趋势，公司前瞻布局，全国首家公有云医院广州妇女儿童医疗中心即依托了公司的整体解决方案。2016年，公司将以已有的智能开放平台为基础，进一步打造医疗生态云架构平台，引入医疗小微应用软件合作伙伴，推出基于医疗生态云的新型业务部署服务模式，助推国内医疗信息化进入一个以应用体验为核心的崭新阶段，全面满足医院的个性化需求。

医疗物联网系统平台+产品齐发力。医疗物联网业务为公司的医疗大数据与人工智能应用奠定数据基础，2015年与华三合作打造了全球领先的四网合一的物联网基础架构共性平台，解决了目前四网之间的异构互联和数据融合问题，可以在复杂的数据通讯环境中，实现多维的细粒度数据的智能收集和传输，为医疗大数据采集和开发利用奠定基础。此外，公司还推出了智能床监控检测产品和物联网体温标签为代表的医疗物联网创新硬件产品。我们预计医疗物联网耗材业务将成为公司未来重要的增长极。

投资建议：医惠科技2015年超额完成业绩承诺，展现了良好的发展趋势。“云、物、智、大”是医疗信息化的趋势，公司在这四个领域均有前瞻布局以及深厚的积累，将引领医院进入一个崭新的时代。预计2016-2017年EPS为0.59、0.74元，维持买入-A评级，6个月目标价45元。

风险提示：新业务发展不及预期。

公司动态分析

证券研究报告

专用设备

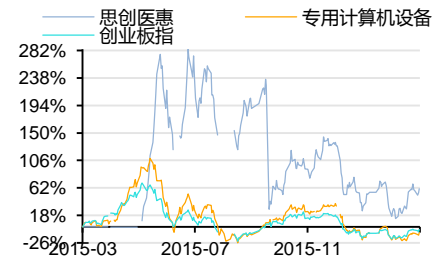
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**45元**
股价(2016-03-30) **34.22元**

交易数据

总市值(百万元)	14,329.63
流通市值(百万元)	8,666.43
总股本(百万股)	418.75
流通股本(百万股)	253.26
12个月价格区间	21.20/81.62元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	25.88	-12.47	286.3
绝对收益	37.48	-31.56	288.09

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

相关报告

- 思创医惠：成立沃森智慧医疗研究院 人工智能龙头呼之欲出 2016-02-22
- 思创医惠：业绩超预期，牵手 IBM 沃森打造大数据智能诊断的标杆 2016-01-18
- 思创医惠：医院信息化 2.0 时代的最佳实践者 2016-01-09
- 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

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	491.2	852.9	1,279.4	1,663.2	2,162.2
净利润	78.0	141.0	246.1	310.5	397.2
每股收益(元)	0.19	0.34	0.59	0.74	0.95
每股净资产(元)	2.75	3.07	3.50	4.01	4.68
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	183.8	101.7	58.2	46.1	36.1
市净率(倍)	12.4	11.2	9.8	8.5	7.3
净利润率	15.9%	16.5%	19.2%	18.7%	18.4%
净资产收益率	6.9%	10.8%	17.2%	18.8%	20.5%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%
ROIC	16.4%	20.6%	20.3%	21.1%	25.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

2015 年收入增加 73.7%，净利润增加 80.8%。2015 年公司实现营业收入 8.53 亿元，同比增加 73.7%；归属于母公司股东净利润为 1.41 亿元，同比增加 80.8%，对应 EPS 为 0.34 元。

表 1：公司报告期利润表

报告期 单位：百万元	1H14	1-3Q14	2014A	1Q15	1H15	1-3Q15	2015A	2015A	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	209	337	491	127	296	505	853	73.7%	69.0%
二、营业总成本	158	267	404	102	260	436	728	80.3%	67.0%
营业成本	120	198	288	76	183	303	489	69.5%	61.1%
营业税金及附加	2	3	4	1	2	4	7	64.2%	78.7%
销售费用	17	24	34	11	24	35	58	69.6%	64.6%
管理费用	38	62	94	16	40	82	136	45.0%	66.6%
财务费用	(19)	(21)	(22)	(3)	(7)	(10)	(5)	76.2%	47.8%
资产减值损失	(1)	0	5	1	18	22	44	713.0%	98.2%
三、其他经营收益	(0)	1	12	(0)	16	16	25	111.0%	58.5%
投资收益	(0)	1	1	0	10	10	18	1098.5%	84.9%
四、营业利润	52	71	99	25	52	84	149	50.9%	77.5%
加：营业外收入	2	3	7	2	2	10	18	149.8%	75.7%
减：营业外支出	0	1	5	1	1	1	1	-73.5%	29.8%
五、利润总额	54	73	102	26	54	94	166	63.8%	77.8%
减：所得税	10	14	20	5	10	20	26	27.6%	31.0%
六、净利润	44	59	81	21	43	74	140	72.9%	90.3%
减：少数股东损益	2	2	3	(0)	(1)	(1)	(1)	-120.4%	55.3%
归属于母公司净利润	42	56	78	21	44	75	141	80.8%	87.5%
每股收益（按最新股本）	0.10	0.13	0.19	0.05	0.10	0.18	0.34	80.8%	87.5%

报告期	1H14	1-3Q14	2014A	1Q15	1H15	1-3Q15	2015A	2015A	
								YoY	QoQ
毛利率	42.50%	41.20%	41.31%	40.35%	38.31%	39.92%	42.72%	1.41%	2.80%
期间费用率	17.11%	19.44%	21.63%	19.18%	19.13%	21.21%	22.17%	0.54%	0.96%
其中：销售费用率	7.93%	7.24%	6.95%	8.92%	7.94%	6.96%	6.78%	-0.16%	-0.18%
管理费用率	18.23%	18.50%	19.16%	13.00%	13.68%	16.23%	16.00%	-3.16%	-0.23%
财务费用率	-9.05%	-6.30%	-4.48%	-2.74%	-2.48%	-1.99%	-0.61%	3.86%	1.37%
营业利润率	24.74%	20.94%	20.13%	19.63%	17.58%	16.66%	17.50%	-2.63%	0.84%
所得税率	18.51%	19.23%	20.04%	18.61%	19.28%	21.18%	15.61%	-4.43%	-5.57%
净利润率	20.84%	17.39%	16.52%	16.66%	14.62%	14.61%	16.45%	-0.07%	1.85%
营业收入同比增速	8.38%	9.77%	15.58%	20.79%	41.39%	49.70%	73.65%	58.07%	23.96%
净利润同比增速	-2.68%	-17.04%	-9.12%	7.06%	4.34%	33.25%	80.80%	89.93%	47.56%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

四季度单季收入增加 126.1%，净利润增加 205.3%。2015 年第四季度公司实现营业收入 3.48 亿元，同比增长 126.1%，环比增长 66.8%；归属于母公司股东净利润 6600 万元，同比增长 205.3%，环比增长 110.3%，对应 EPS 为 0.16 元。

表 2：公司单季度利润表

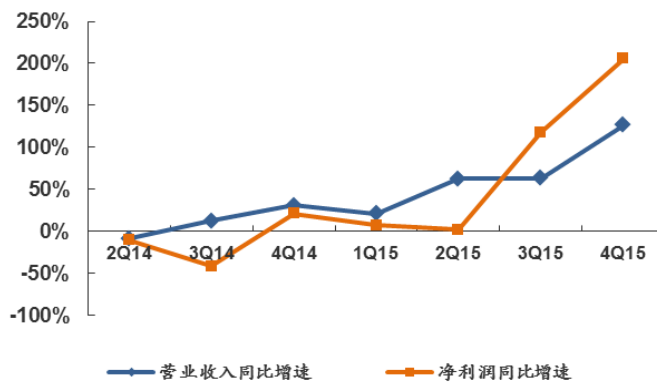
单季度 单位：百万元	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	4Q15	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	104	128	154	127	169	209	348	126.1%	66.8%
二、营业总成本	77	110	137	102	158	177	292	113.6%	65.5%
营业成本	59	78	90	76	107	121	185	105.9%	53.6%
营业税金及附加	1	1	1	1	1	2	3	160.1%	83.3%
销售费用	7	8	10	11	12	12	23	133.9%	95.2%
管理费用	20	24	32	16	24	41	55	72.0%	31.6%
财务费用	(10)	(2)	(1)	(3)	(4)	(3)	5	741.4%	278.9%
资产减值损失	(0)	1	5	1	17	4	22	339.9%	464.2%
三、其他经营收益	(0)	1	11	(0)	16	(0)	9	-17.3%	5803.2%
投资收益	(0)	1	1	0	10	(0)	8	928.9%	5133.8%
四、营业利润	27	19	28	25	27	32	65	130.5%	103.2%
加：营业外收入	2	1	4	2	1	8	8	79.5%	-2.6%
减：营业外支出	0	1	4	1	0	0	0	-92.4%	28.2%
五、利润总额	29	19	29	26	28	40	73	151.6%	82.2%
减：所得税	5	4	6	5	6	9	6	-3.7%	-35.1%
六、净利润	24	15	23	21	22	30	67	195.7%	118.8%
减：少数股东损益	1	1	1	(0)	(1)	(1)	1	-17.5%	196.2%
归属于母公司净利润	22	14	22	21	23	31	66	205.3%	110.3%
每股收益（按最新股本）	0.05	0.03	0.05	0.05	0.05	0.07	0.16	205.3%	110.3%

单季度 单位：百万元	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	4Q15	
								YoY	QoQ
毛利率	43.72%	39.06%	41.57%	40.35%	36.78%	42.22%	46.78%	5.21%	4.56%
期间费用率	16.88%	23.26%	26.42%	19.18%	19.10%	24.15%	23.57%	-2.85%	-0.58%
其中：销售费用率	6.46%	6.11%	6.31%	8.92%	7.21%	5.58%	6.52%	0.22%	0.95%
管理费用率	19.63%	18.95%	20.60%	13.00%	14.18%	19.86%	15.67%	-4.93%	-4.19%
财务费用率	-9.21%	-1.79%	-0.49%	-2.74%	-2.29%	-1.28%	1.38%	1.86%	2.66%
营业利润率	26.27%	14.73%	18.36%	19.63%	16.05%	15.36%	18.72%	0.35%	3.35%
所得税率	18.53%	21.25%	22.08%	18.61%	19.91%	23.74%	8.45%	-13.63%	-15.29%
净利润率	22.54%	11.74%	14.63%	16.66%	13.09%	14.58%	19.13%	4.50%	4.54%
营业收入同比增速	-8.56%	12.12%	30.75%	20.79%	62.11%	63.30%	126.12%	95.37%	62.82%
净利润同比增速	-10.89%	-42.09%	21.14%	7.06%	1.93%	118.03%	205.35%	184.21%	87.32%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

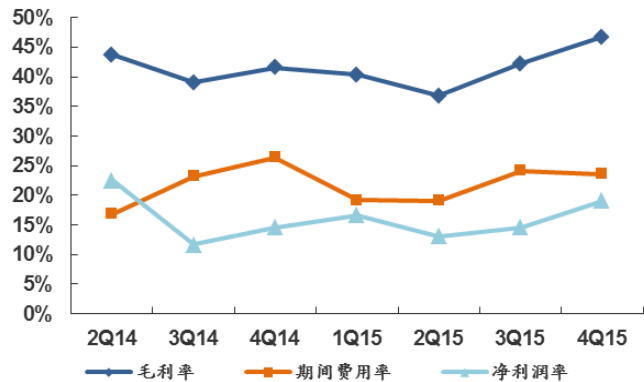
四季度毛利率比去年同期上升5.21%，期间费用率较去年同期降低2.85%。2015年第四季度公司综合毛利率为46.78%，较去年同期上升5.21个百分点，较上期上升4.56个百分点；销售费用率为6.52%，较去年同期上升0.22个百分点，较上期上升0.95个百分点；管理费用率为15.67%，较去年同期下降4.93个百分点，较上期下降4.19个百分点。

图 1：单季度营业收入及净利润增长趋势



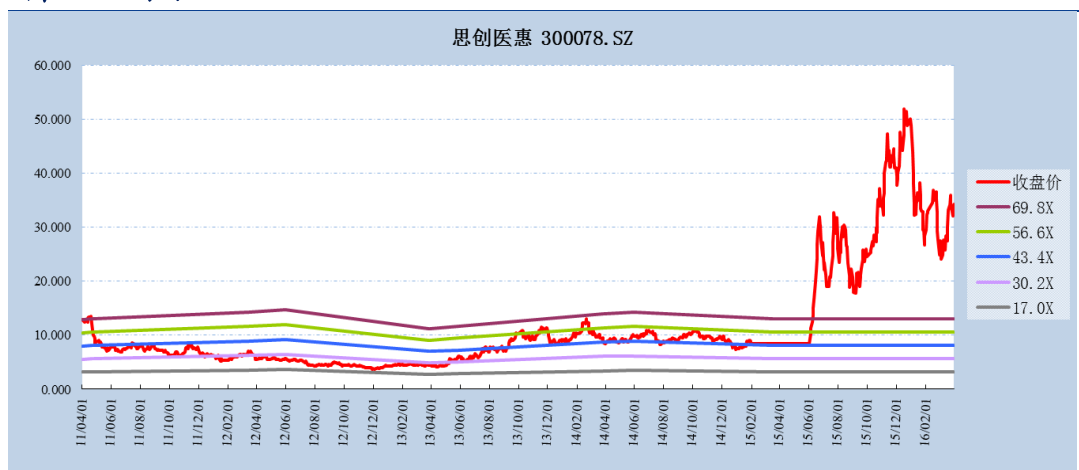
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 2：单季度利润率变化趋势



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 3：公司的 PE-Band



数据来源：WIND，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	491.2	852.9	1,279.4	1,663.2	2,162.2	成长性					
减:营业成本	288.2	488.5	678.1	891.7	1,156.8	营业收入增长率	15.6%	73.7%	50.0%	30.0%	30.0%
营业税费	4.1	6.8	10.2	13.3	17.3	营业利润增长率	-0.6%	50.9%	92.9%	28.1%	28.2%
销售费用	34.1	57.9	81.9	108.1	140.5	净利润增长率	-9.1%	80.8%	74.6%	26.2%	27.9%
管理费用	94.1	136.5	204.7	282.8	367.6	EBITDA 增长率	17.7%	78.9%	82.0%	26.5%	26.2%
财务费用	-22.0	-5.2	8.6	8.6	7.3	EBIT 增长率	15.6%	87.3%	105.8%	27.3%	27.2%
资产减值损失	5.4	44.1	18.0	-	-	NOPLAT 增长率	14.2%	128.3%	95.1%	25.5%	27.0%
加:公允价值变动收益	10.3	7.2	-	-	-	投资资本增长率	81.6%	97.7%	21.0%	6.5%	21.3%
投资和汇兑收益	1.5	17.6	10.0	10.0	-	净资产增长率	0.1%	11.7%	14.5%	15.4%	17.1%
营业利润	98.9	149.3	287.9	368.8	472.8	利润率					
加:营业外净收支	2.6	17.0	17.2	16.2	14.0	毛利率	41.3%	42.7%	47.0%	46.4%	46.5%
利润总额	101.5	166.3	305.2	385.0	486.8	营业利润率	20.1%	17.5%	22.5%	22.2%	21.9%
减:所得税	20.3	26.0	48.8	61.6	73.0	净利润率	15.9%	16.5%	19.2%	18.7%	18.4%
净利润	78.0	141.0	246.1	310.5	397.2	EBITDA/营业收入	19.6%	20.2%	24.5%	23.8%	23.2%
						EBIT/营业收入	15.7%	16.9%	23.2%	22.7%	22.2%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	96	73	59	50	42
货币资金	507.7	442.0	285.6	442.0	414.6	流动营业资本周转天数	104	37	50	81	101
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	646	403	309	267	256
应收账款	109.7	478.1	381.7	488.7	632.1	应收账款周转天数	63	115	108	79	79
应收票据	0.5	0.5	1.8	2.3	3.0	存货周转天数	64	60	72	84	84
预付账款	3.3	21.2	21.2	21.2	21.2	总资产周转天数	921	788	674	546	471
存货	107.4	178.3	331.1	435.4	564.7	投资资本周转天数	373	412	403	350	308
其他流动资产	34.5	25.8	25.8	25.8	25.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	27.2	27.2	27.2	27.2	ROE	6.9%	10.8%	17.2%	18.8%	20.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.3%	5.7%	11.0%	11.9%	14.0%
长期股权投资	114.1	142.9	142.9	142.9	142.9	ROIC	16.4%	20.6%	20.3%	21.1%	25.2%
投资性房地产	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	费用率					
固定资产	149.0	198.3	217.8	244.5	255.4	销售费用率	6.9%	6.8%	6.4%	6.5%	6.5%
在建工程	132.9	129.4	103.5	82.8	66.3	管理费用率	19.2%	16.0%	16.0%	17.0%	17.0%
无形资产	37.7	86.0	80.3	74.9	69.9	财务费用率	-4.5%	-0.6%	0.7%	0.5%	0.3%
其他非流动资产	78.2	717.0	712.2	715.5	721.0	三费/营业收入	21.6%	22.2%	23.1%	24.0%	23.8%
资产总额	1,278.9	2,456.9	2,334.7	2,706.9	2,947.8	偿债能力					
短期债务	-	175.0	-	-	-	资产负债率	8.6%	46.9%	36.0%	36.3%	31.5%
应付账款	51.1	558.7	460.9	581.7	538.8	负债权益比	9.5%	88.3%	56.3%	57.0%	46.0%
应付票据	0.6	0.2	1.5	2.0	2.5	流动比率	6.93	1.29	1.82	1.98	2.50
其他流动负债	52.2	116.8	75.7	96.2	86.0	速动比率	5.95	1.09	1.24	1.36	1.64
长期借款	-	264.0	264.0	264.0	264.0	利息保障倍数	-3.50	-27.55	34.62	44.07	66.00
其他非流动负债	0.3	1.0	1.8	1.9	0.9	分红指标					
负债总额	110.5	1,152.3	840.6	982.5	928.9	DPS(元)	0.20	-	0.18	0.22	0.28
少数股东权益	15.5	19.9	30.2	43.1	59.7	分红比率	107.4%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	167.5	418.8	418.8	418.8	418.8	股息收益率	0.6%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%
留存收益	990.6	872.9	1,045.1	1,262.5	1,540.5						
股东权益	1,168.4	1,304.6	1,494.1	1,724.4	2,019.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	81.2	140.3	246.1	310.5	397.2	EPS(元)	0.19	0.34	0.59	0.74	0.95
加:折旧和摊销	20.0	29.5	17.1	19.3	20.6	BVPS(元)	2.75	3.07	3.50	4.01	4.68
资产减值准备	5.3	44.1	18.0	-	-	PE(X)	183.8	101.7	58.2	46.1	36.1
公允价值变动损失	-10.3	-7.2	-	-	-	PB(X)	12.4	11.2	9.8	8.5	7.3
财务费用	-18.1	-1.4	8.6	8.6	7.3	P/FCF	-66.3	-574.9	-71.5	68.6	350.1
投资损失	-3.6	-17.6	-10.0	-10.0	-	P/S	29.2	16.8	11.2	8.6	6.6
少数股东损益	3.2	-0.7	10.3	12.9	16.6	EV/EBITDA	27.2	118.6	46.0	36.1	28.8
营运资金的变动	-12.6	-27.8	-196.7	-82.9	-340.9	CAGR(%)	58.5%	43.4%	28.1%	29.1%	30.4%
经营活动产生现金流量	49.3	162.9	93.3	258.4	100.7	PEG	3.1	2.3	2.1	1.6	1.2
投资活动产生现金流量	-241.2	-655.0	5.0	-10.0	-10.0	ROIC/WACC	1.7	2.1	2.1	2.1	2.5
融资活动产生现金流量	-99.4	426.8	-257.4	-101.7	-126.4	REP	2.4	7.6	4.5	4.0	2.8

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	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	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
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@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：上海市虹口区东大名路 638 号 3 楼

邮编：200122

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