

创业软件 (300451)

内生外延业绩增长明显，战略转型目标明确

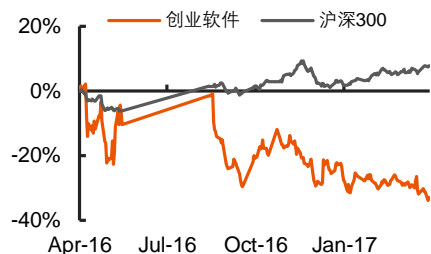
推荐 (首次)

现价: 33.25 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.bsoft.com.cn
大股东/持股	葛航/18.37%
实际控制人/持股	葛航/%
总股本(百万股)	243
流通 A 股(百万股)	119
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	80.78
流通 A 股市值(亿元)	39.47
每股净资产(元)	3.55
资产负债率(%)	33.30

行情走势图



证券分析师

张冰 投资咨询资格编号
S1060515120001
010-56800144
ZHANGBING660@PINGAN.COM.CN

研究助理

闫磊 一般从业资格编号
S1060115070011
010-56800140
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **政策助力市场环境良好，公司业绩增长明显：**随着医疗卫生体制改革的不断深化，信息化作为医改支撑依托的作用越来越大。特别是基本公共卫生服务均等化和体制机制综合改革及基本医疗保障制度建设步伐的加快，医疗卫生信息化建设迎来了一个新的发展阶段。医疗卫生信息化是国家信息化发展的重点，政府利好政策密集发布，为市场后续发展铺平道路。根据 CCW Research，2015 年中国医疗信息化市场规模已达到 330 亿元，预计 2021 年将增至 873 亿元，六年 CAGR 近 18%。2016 年公司实现营业收入 5.49 亿元，同比增长 28.80%。公司是中国规模最大、用户数最多、最具竞争力的医疗卫生行业信息化的提供商和服务商之一。
- **成功打造上海闵行区区域医疗信息化行业标杆：**公司承做的上海闵行区区域卫生信息化项目影响尤为广泛，得到了国务院医改办和卫生部的认可，闵行区的卫生医疗信息化平台已经成为行业内的标杆，被称赞为国家医疗改革的样本工程。公司依托闵行区卫生局根据国家医药卫生体制改革的目标，结合自身多年卫生信息化的基础，对辖区内的医疗卫生机构的信息系统进行全面整合，以服务居民为中心，以电子健康档案为核心，建立区域卫生数据中心和数据交换平台等项目。闵行案例的成功实施为公司的市场拓展带来了良好的品牌效应。
- **从产品到运营服务的转变开拓，战略转型斩获成果：**软件行业从单纯提供产品、服务到提供售后的运维服务已经在行业内形成共识，以克服客户在专业与技术方面的短板。目前，公司拥有完善的营销网络和大批稳固优质的客户资源，拥有向运营服务转变明显的优势。公司以 PPP 模式中标中山市区域卫生信息平台建设运营项目，标志着公司探索利用 PPP 模式进行区域公共卫生信息平台建设和运营取得了突破，对于公司其他同类项目的落地将起到重要的指导和示范作用。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	426	549	1153	1484	1916
YoY(%)	5.0	28.8	110.2	28.6	29.1
净利润(百万元)	49.7	63	182	230	289
YoY(%)	4.4	26.8	188.9	26.3	25.5
毛利率(%)	49.5	48.9	53.5	54.3	54.3
净利率(%)	11.7	11.5	15.8	15.5	15.1
ROE(%)	8.3	8.9	8.5	9.8	11.1
EPS(摊薄/元)	0.20	0.26	0.75	0.95	1.19
P/E(倍)	162.6	128.2	44.4	35.1	28.0
P/B(倍)	13.5	11.1	3.8	3.4	3.1

- **外延并购整合资源，延长自身产业链：**公司结合自身的发展战略与行业趋势，积极开展资本运作与行业整合，2016 年公司先后参股或收购了中拓信息、创源环境博泰服务等公司。通过外延并购，延长产业链，公司充分发挥在采购、技术与研发、营销服务等多方面的整合效应，进一步增强了公司的核心竞争力和持续盈利能力，使公司现有的业务规模和盈利水平得到加强。博泰服务承诺 2016 年度、2017 年度、2018 年度的扣除非归母净利润分别不低于 8,650 万元、9,950 万元、11,400 万元，将在未来两三年中大幅增厚公司的净利润。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司将继续深耕传统的医疗信息化方面业务，同时大力拓展自身产业链，积极向运营服务商转型。预计公司 2016-2018 年的收入分别为 11.53 亿元、14.84 亿元和 19.16 亿元，公司 2016-2018 年的净利润分别为 1.82 亿元、2.3 亿元和 2.89 亿元；EPS 分别为 0.75 元、0.95 元、1.19 元，对应 4 月 11 日收盘价的 PE 分别为 44.4、35.1、28 倍。公司作为医疗信息化的领军企业，受益于医疗信息化政府政策的大力支持、医疗改革的进一步推进，公司所处行业的发展前景良好，市场广阔，未来发展空间值得期待。我们看好公司的发展前景，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**中山市 PPP 项目进度不及预期；公司以 PPP 模式的转型发展不及预期；行业竞争加剧。

正文目录

一、政策助力保驾护航，医疗信息化行业需求持续强劲	5
1.1 政府大政方针助力，开创良好市场环境	5
1.2 公司深耕细作，业绩增长明显	8
二、二十载春秋蒸蒸日上，跻身行业前列	9
2.1 业务路线明晰，产品定位精准突出竞争力	9
2.2 成功打造上海闵行区区域医疗信息化行业标杆	11
2.3 坚持自主创新，视研发投入为公司发展之本	11
三、发展战略脉络清晰，业务转型抢占市场先机	13
3.1 充分利用原有客户资源，从产品到运营转型，开拓新的利润点	13
3.2 战略转型斩获成果，中标中山市区域卫生信息平台建设运营项目	14
四、外延并购整合资源，延长自身产业链	14
五、盈利预测与投资建议	16
六、风险提示	16

图表目录

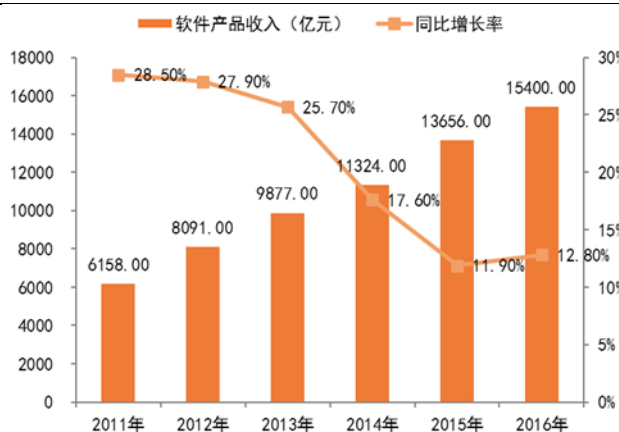
图表 1	软件业收入及增长率	5
图表 2	软件业收入复合增长率	5
图表 3	我国医疗信息化行业发展阶段	6
图表 4	医疗卫生信息化相关政策	6
图表 5	中国医疗信息化行业市场规模及预测	8
图表 6	公司的营业收入及同比增长率	8
图表 7	公司的归母净利润及同比增长率	8
图表 8	公司的毛利率	9
图表 9	公司的业务结构分类	9
图表 10	公司的软件产品多样化	10
图表 11	创业电子病历系统产品构成	10
图表 12	基层医疗卫生系统功能模块	11
图表 13	公司承担国家级科研项目名录	12
图表 14	公司研发投入情况	13
图表 15	中山市区域卫生信息平台功能模块	14
图表 16	2016-2018 年博泰服务承诺扣非归母净利润	15
图表 17	博泰服务的金融自助设备专业技术服务	15

一、政策助力保驾护航，医疗信息化行业需求持续强劲

1.1 政府大政方针助力，开创良好市场环境

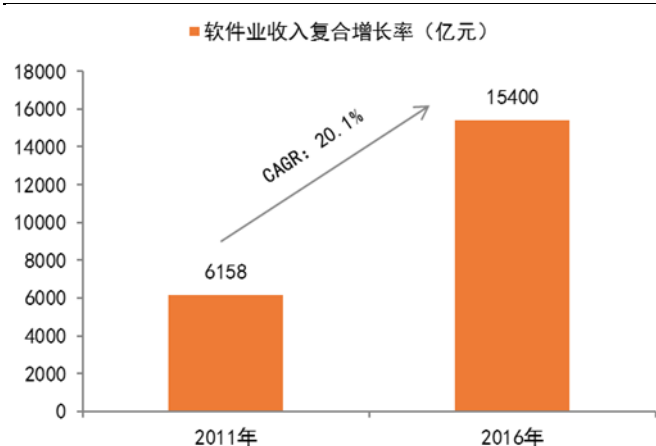
我国软件产业经过多年的培育，产业规模迅速扩大，技术水平快速提高，骨干企业不断成长。根据工信部统计数据，近年来我国软件产业一直保持增长态势，2011年至2016年的年复合增长率高达20.1%，软件产业在促进国民经济和社会发展方面的作用日益呈现。根据工业和信息化部发布的《2016年1-12月软件业经济运行快报》，2016年我国软件产业共实现软件业务收入15,400亿元，同比增长12.8%。

图表1 软件业收入及增长率



资料来源：工信部网站、平安证券研究所

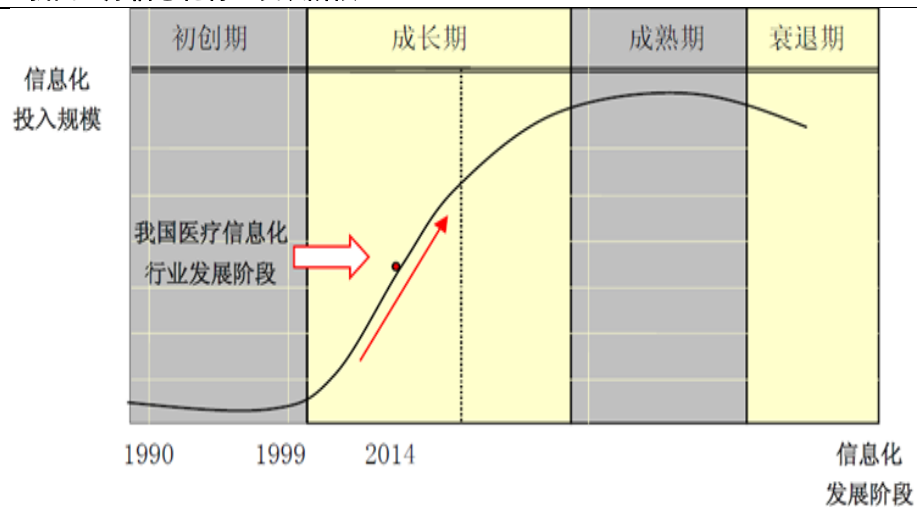
图表2 软件业收入复合增长率



资料来源：工信部网站、平安证券研究所

随着社会经济的发展，中国人均收入不断的增长，与之相伴的消费结构持续升级使得人们愈加关注健康问题，对医疗保健的要求越来越高。而在供给方面，当前中国医疗资源数量、质量及利用效率均难以满足人们日益增长的需求。针对医疗方面存在的问题，通过IT技术的应用实现信息化，可显著的增强信息透明度，提高医疗体制的运行效率，从而有效的解决问题。具体的，对于由医疗资源分配与需求失衡引起的“看病难”问题，可通过建立分级诊疗制度，按疾病的轻、重、缓、急及治疗的难易程度对患者进行分级。而分级诊疗制度有赖于区域医疗信息共享平台和数据互联互通来实现——通过建立基于医疗信息化的分级诊疗制度，帮助医院构建以电子病历为核心的医院信息平台，以及覆盖医院运营和医疗的各个业务范围的软件系统，全面的提高医疗体系的运作效率。我国医疗卫生信息化建设起步于20世纪80年代，目前正处于产业发展的黄金时期，且政府近年来密集发布行业利好政策，预计发展前景广阔。

图表3 我国医疗信息化行业发展阶段



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 医疗卫生信息化相关行业政策

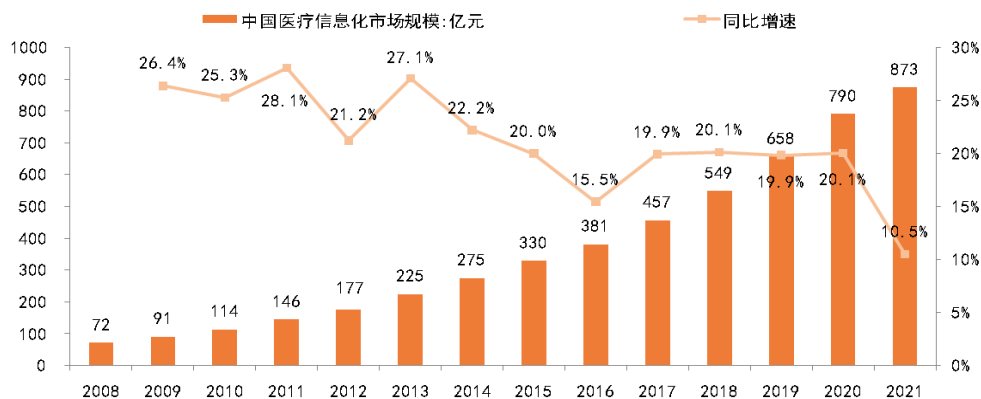
时间	部门	政策文件	主要内容
2009.3	国务院	关于深化医药卫生体制改革的意见	提出逐步建立分级诊疗和双向转诊制度，为群众提供便捷、低成本的基本医疗卫生服务
2011.5	原卫生部	卫生部关于推进以电子病历为核心医院信息化建设试点工作的通知	在总结既往工作、借鉴国际有益经验的基础上，进一步推进电子病历试点工作
2012.2	原卫生部	卫生部关于印发<居民健康卡管理办法（试行）>的通知	研究制定了《居民健康卡管理办法（试行）》，目的是加快推进卫生信息化，规范居民健康卡的发行、制作、应用和管理，方便居民获得便捷优质的医疗卫生服务，并参与个人健康管理
2013.5	国务院	“十二五”国家自主创新能力建设规划	对医疗卫生领域信息化建设提出要求，要加强医疗卫生公共服务技术能力建设，推进医疗卫生技术基础能力建设
2013.8	国务院	国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见	提升卫生领域的信息服务水平，推进优质医疗资源共享，完善医疗管理和信息服务系统，普及应用居民健康卡、电子健康档案和电子病历，推广远程医疗和健康管理、医疗咨询、预约诊疗服务，推进养老机构、社区、家政、医疗等机构协同信息服务
2013.12	卫计委、中医药管理局	关于加快推进人口健康信息化建设的指导意见	提出人口健康信息化的总体框架：统筹人口健康信息资源，强化制度、标准和安全体系建设，有效整合和共享全员人口信息、电子健康档案和电子病历三大数据库资源，实现公共卫生、计划生育、医疗服务、医疗保障、药品管理、综合管理等六大业务应用，建设国家、省、地市和县四级人口健康信息平台

时间	部门	政策文件	主要内容
2014.5	国务院办公厅	深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务的通知	明确以公立医院改革为重点，深入推进医疗、医保、医药三医联动，巩固完善基本药物制度和基层医疗卫生机构运行新机制
2015.3	国务院办公厅	全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）	明确建立并完善分级诊疗模式，建立不同级别医院之间，医院与基层医疗卫生机构、接续性医疗机构之间的分工协作机制
2015.5	国务院办公厅	关于城市公立医院综合改革试点的指导意见	按照国家政策要求，在试点城市构建基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的分级诊疗模式，促进分级诊疗的医保支付政策
2015.9	国务院办公厅	关于推进分级诊疗制度建设的指导意见	明确以强基层为重点完善分级诊疗服务体系，通过建立基层签约服务制度、推进医保支付制度等建立健全分级诊疗保障机制
2015.12	国家卫计委	关于做好高血压、糖尿病分级诊疗试点工作的通知	确定适合分级诊疗服务模式的患者数量，评估病情和基本情况；为适合分级诊疗患者建立联通二级及以上医院和基层医疗卫生机构的电子健康档案
2016.3	国家发改委	十三五规划纲要	完善基层医疗服务模式，推进全科医生（家庭医生）能力提高及电子健康档案等工作；全面建立分级诊疗制度，完善服务网络、运行机制和激励机制，实行差别化的医保支付和价格政策；提升健康信息服务和大数据应用能力，发展远程医疗和智慧医疗
2016.4	国务院	关于深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务的通知	加快开展分级诊疗试点、扩大家庭医生签约服务、提升基层服务能力、完善配套政策
2016.8	国家卫计委	关于推进分级诊疗试点工作的通知	推进家庭医生签约服务，总结推广地方成熟经验；探索组建医疗联合体，利用远程医疗等信息化手段促进区域医疗资源共享和纵向流动
2016.10	中共中央、国务院	“健康中国 2030”规划纲要	多个章节内容涉及分级诊疗制度建设以及相关人口健康档案与信息化平台建设

资料来源：各部委网站、平安证券研究所

一方面基于计算机技术的医院流程的再造以及数据挖掘与分析应用随着技术水平的提高而得到更广泛推广；另一方面，医院信息系统规模以及复杂性的增加，对系统的性能提出持续升级的要求。上述两方面因素促使医院信息化应用的深度与广度进一步发展，医疗信息化行业市场规模保持较快速度增长。我们认为，在政策的大力推动下，医疗领域相关的信息化投资将在市场尚未饱和的未来数年中继续维持较高增速，市场规模将持续扩大。医疗卫生信息化是国家信息化发展的重点，根据 CCW Research 统计及预测，2015 年中国医疗信息化市场规模已达到 330 亿元，预计 2021 年将进一步增至 873 亿元，六年 CAGR 近 18%，高于中国 IT 行业整体增速。

图表5 中国医疗信息化行业市场规模及预测



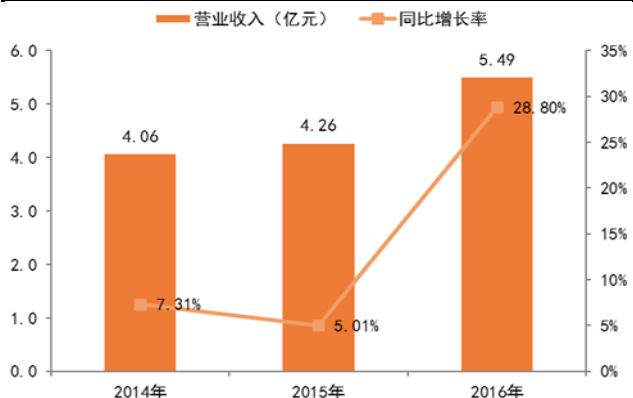
资料来源: CCW Research、平安证券研究所

1.2 公司深耕细作，业绩增长明显

自 1997 年成立以来，公司一直专注于医疗卫生行业的信息化建设业务，主要分为医疗卫生信息化应用软件和基于信息技术的系统集成业务。经过多年的发展与努力，公司在资产规模、经营水平、技术能力、行业地位等方面取得了良好的业绩，相继被认定为国家级高新技术企业、国家规划布局内重点软件企业、国家火炬计划软件产业基地骨干企业、华东医疗行业十佳系统集成商等，成为我国医疗卫生行业应用软件发展的重点企业。公司拥有八大系列 100 多个自主研发产品，营销网络遍及全国 20 多个省、自治区、直辖市，用户数量达 3000 多家，专业技术人员 1500 多人，市场占有率居国内同行前列，是目前中国规模最大、用户数最多、最具竞争力的医疗卫生行业信息化建设全面解决方案提供商和服务商。

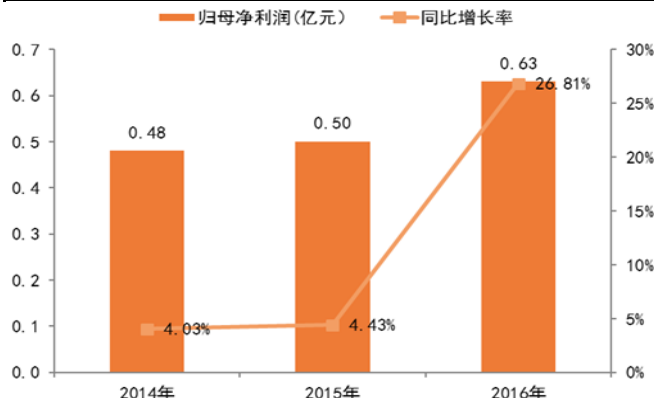
公司坚持以产品技术为基础，依托自身在行业内的竞争优势，进一步提高市场占有率的产品发展战略取得了较好的经营业绩，扩大了市场份额，11 年至 16 年期间营业收入年化复合增长率为 11.05%，公司实现持续稳定发展。可以看到，公司在 16 年业绩增长较为明显，业绩表现符合预期，主要原因为毛利率较高的医疗卫生信息化应用软件的收入大幅提升，实现收入 4.21 亿元，占总营收的 76.77%，同比增长 37.87%。16 年公司实现营业收入 5.49 亿元，同比增长 28.80%，实现归母净利润 0.63 亿元，同比增长 26.80%。

图表6 公司的营业收入及同比增长率



资料来源: Wind、平安证券研究所

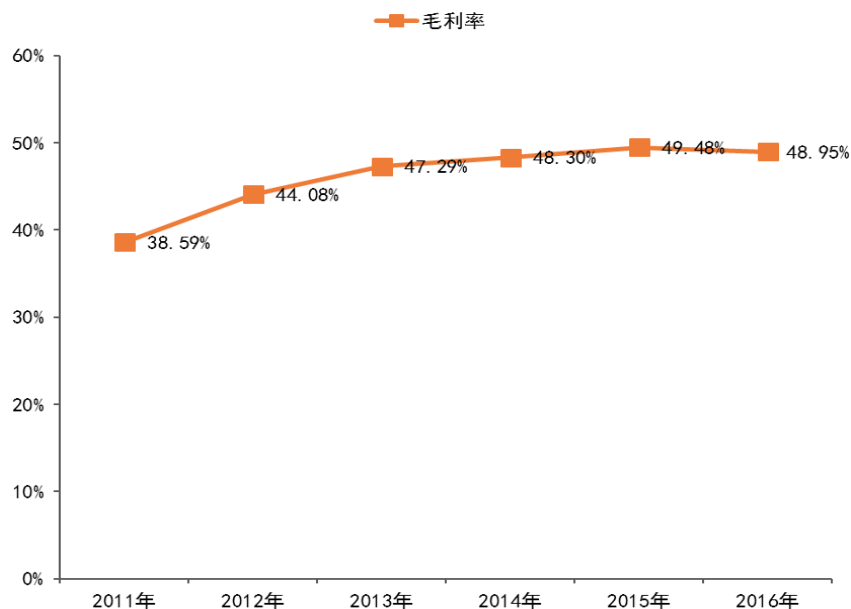
图表7 公司的归母净利润及同比增长率



资料来源: Wind、平安证券研究所

公司的毛利率在近年中稳步增长呈现上升趋势，主要原因系毛利率较高的应用软件收入占比提高所致，11年至16年中，除了16年毛利率稍有下降之外，其余年份均稳步上升。公司产品毛利额主要来源于行业应用软件，而行业应用软件又是公司的主营业务，所以公司的毛利率处于行业内较高区间水平。

图表8 公司的毛利率



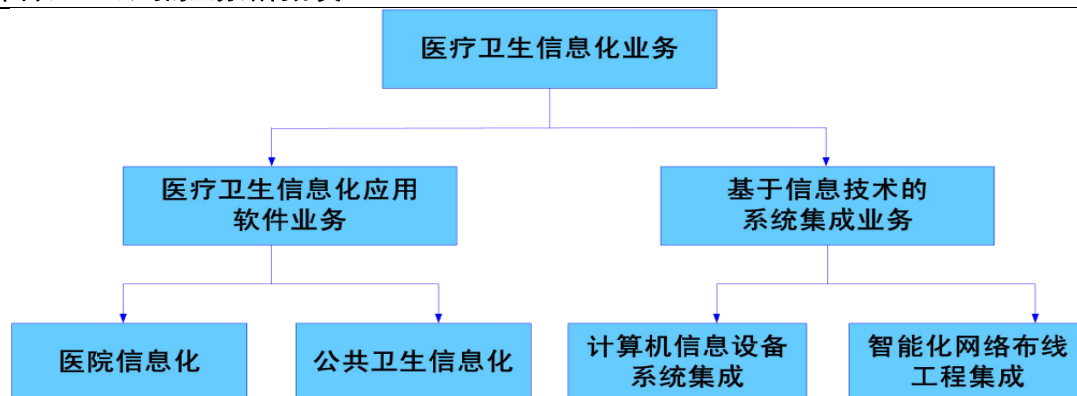
资料来源：Wind、平安证券研究所

二、二十载春秋蒸蒸日上，跻身行业前列

2.1 业务路线明晰，产品定位精准突出竞争力

自成立以来，公司一直专注于医疗卫生行业的信息化建设业务，主要包括医疗卫生信息化应用软件业务、基于信息技术的系统集成业务。

图表9 公司的业务结构分类



资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表10 公司的软件产品多样化

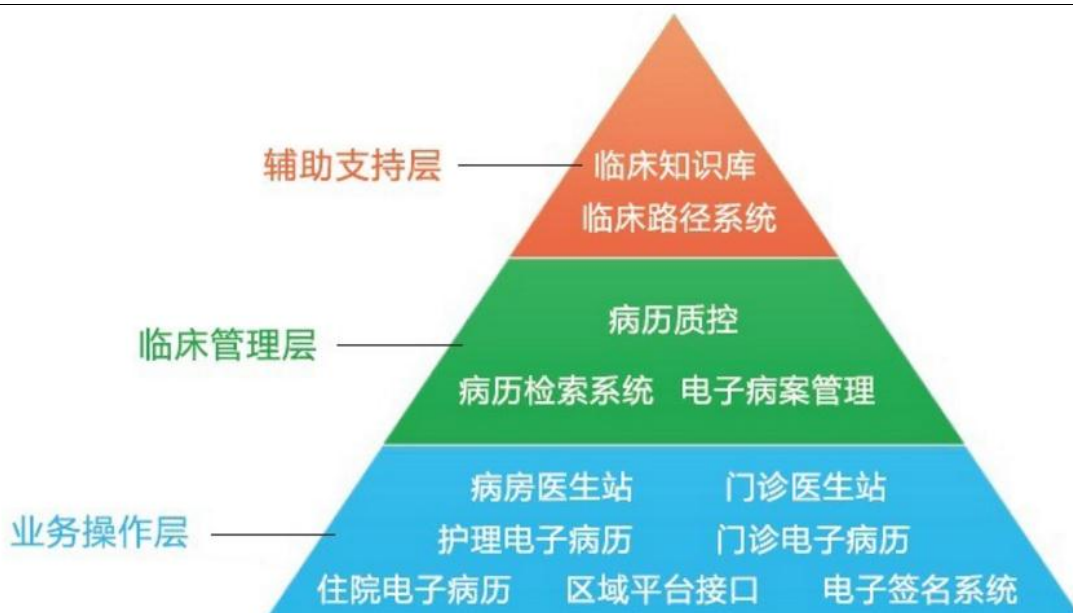


资料来源：公司公告、平安证券研究所

当前医疗卫生信息化行业的特点是“大行业小公司”，全国各地存在着数量众多的中小公司，彼此竞争，目前还没有形成绝对的龙头。随着行业的发展，技术实力不强、营销能力不足的公司将会被淘汰，并由行业内的技术、市场能力领先的公司进行整合。公司精确定位自己的主营业务发展方向，紧抓行业趋势，利用自身在行业内积累的经验与客户资源，主动将信息技术运用到医院与公共卫生的管理系统和各项业务功能系统中，对医院、公共卫生系统进行流程化管理，实现特定的业务功能。同时，公司为医院客户提供个性化、专业化的软件定制服务，在医院系统、公共卫生系统的软件和平台方面提供医院和区域医疗所需的多种多样的软件功能。

医院信息系统应用软件是以电子病历为核心，它取代了原始的手写纸张病历，是医院病历现代化管理的必然趋势，其在临床的初步应用，极大地提高了医院的工作效率和医疗质量。公司推出的创业电子病历系统，以数字化的方式记录患者就诊过程信息，以医护工作站为基础，通过医院集成平台对各种医疗信息进行全面集成、共享与利用。公司紧抓客户体验度，实现临床路径与电子医嘱操作的贯穿融合，关联互动，化繁为简，避免重复劳动。与此同时，还基于无线移动应用，实时跟踪各类医嘱的执行状态，包括药品、检查、手术等，让用户享有完美友好的操作体验。

图表11 创业电子病历系统产品构成



资料来源：公司官网、平安证券研究所

公司结合十多年的医疗业务经验，在公共卫生信息化方面推出基层医疗卫生系统。该产品技术架构上采用的是 B/S 架构、基于配置管理，是以满足城乡居民的基本卫生服务需求为目的，满足城乡居民健康档案管理、基本医疗服务、基本公共卫生管理、基层医疗机构运营管理要求的一套管理信息系统。其具有易用、高效、安全、可靠的特点，可以有效的对社区与乡镇卫生服务进行规范化、科学化的管理。由于该系统在简化操作流程，提供各式模板和组套，方便全科医生在计算机中快速录入数据方面具有优势，因此对促进基层医疗服务逐步均等化，提高效率，节省患者支出，缓解居民看病难、看病贵等问题方面具有不可替代的作用。

图表12 基层医疗卫生系统功能模块



资料来源：公司官网、平安证券研究所

2.2 成功打造上海闵行区区域医疗信息化行业标杆

公司由于在自身发展过程中积累了较为丰富的经验，早期阶段就积极布局区域医疗信息化，承担了多个示范性项目的建设：在医院信息化方面，公司负责建设服务的北大深圳医院被卫生部评选为首批数字化示范医院；在公共卫生信息化方面，公司承做的上海闵行和成都新津区域卫生信息化项目得到了国务院医改办和卫生部的认可。其中，上海闵行区的成功案例影响尤为广泛，闵行区的卫生医疗信息化平台已经成为行业内的标杆，被称赞为国家医疗改革的样本工程。上述案例的成功实施为公司的市场拓展带来了良好的示范效应。

闵行区位于上海中心区的西南部，全区共有人口近 180 万人，全区拥有二级综合性医疗机构 3 所、社区卫生服务中心 12 所、卫生专业技术机构 5 所。从 2007 年起，闵行区卫生局根据国家医药卫生体制改革的目标，结合自身多年卫生信息化的基础，对辖区内的医疗卫生机构的信息系统进行全面整合，以服务居民为中心，以电子健康档案为核心，建立区域卫生数据中心和数据交换平台等项目。上海闵行区开拓了从未病管理到分级诊疗再到看病用药最后到支付费用的循环封闭模式。分级诊疗的存在使得闵行区充分利用有限的医疗资源，减少医患矛盾，在提高的效率的基础上，同样减少了政府的医保支出。

2.3 坚持自主创新，视研发投入为公司发展之本

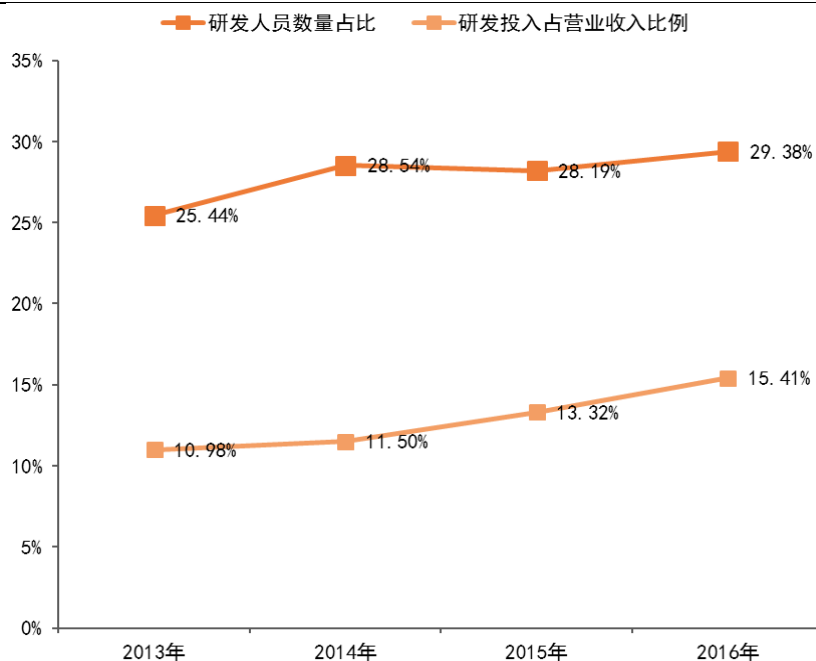
公司立足于客户需求，加大研发投入和技术创新，研发人员数量占比与研发投入占营收比例呈稳步上升趋势。16年公司研发投入0.85亿元，占营收比例为15.41%，同比增长48.98%。在应用技术的创新上，更加突出市场需求对产品研发和服务的导向作用，突出集成创新和成果的转化应用，努力制造出具有行业特点、公司特色和富有竞争力的产品。公司凭借其积累的技术开发能力，多次承担国家级科研项目，现已设立医疗科研大数据平台MBS、创业医疗云平台软件、创业电子病历系统软件、创业急诊临床信息系统软件等研发项目。同时将研发过程和营销过程以及服务过程紧密结合起来，最大程度的提升研发部门对业务支持的能力，营销部门和研发部门联合建立主动的客户需求调研机制，保持产品在市场上的先进性和在行业领域的前瞻性，加强了自身把握市场需求趋势的能力。

图表13 公司承担国家级科研项目名录

序号	项目类型	项目名称	年份
1	国家级火炬计划项目	医院计算机网络管理信息系统	1999年
2	科技型中小企业技术创新基金项目	医学影像存档和通信系统	2001年
3	国家高技术产业化项目	城市医卫网络核心软件平台	2003年
4	国家电子信息产业发展基金项目	基于软件构件技术的数字医疗应用系统	2003年
5	国家电子信息产业发展基金项目	眼科影像计算机辅助诊断系统	2005年
6	国家电子信息产业发展基金项目	基于SOA架构的妇幼医疗保健网络跨平台核心软件	2006年
7	国家级火炬计划项目	创业中医门诊医生工作站软件平台	2007年
8	国家重点创新基金	新型社区医疗卫生数字诊疗集成系统	2008年
9	国家重点新产品	基于XML技术的新型电子病历	2008年
10	新增中央投资计划电子信息产业振兴和技术改造项目	面向社区医疗健康的数字化诊疗集成平台研发与产业化	2009年
11	国家重点新产品	区域协同医疗服务信息系统	2010年
12	国家科技支撑计划项目	国家数字卫生关键技术和区域示范应用研究	2010年
13	国家重点新产品	基于多影像融合的全院级PACS系统	2011年
14	国家高技术服务业研究开发与产业化项目	基于电子健康档案的区域医疗卫生综合管理信息系统升级研发与产业化	2014年

资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表14 公司研发投入情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、 发展战略脉络清晰，业务转型抢占市场先机

3.1 充分利用原有客户资源，从产品到运营转型，开拓新的利润点

较强的研发能力、丰富的产品线、良好的产品质量和完善的营销网络为公司赢得了一批医疗卫生行业的优质客户群体。截至 2015 年，累计用户达 3000 余家，其中包括国内 10% 的著名大型三甲医院以及各级卫生行政管理部门。公司还运用信息化手段，建立了客户服务中心，通过与客户之间的及时沟通和服务，为公司业务持续快速增长奠定了良好的基础。

目前，公司拥有完善的营销网络和大批稳固优质的客户资源。客户粘性度高是医疗卫生信息化领域的显著特点。公司的绝大部分客户在项目实施完成后都需要持续的 IT 系统的运维和服务，如果客户有系统升级、改造等方面的需求也会优先采用公司的方案。

计算机软件行业从单纯提供产品服务到提供售后的运维服务已经在行业内形成共识，公司在原有的深厚客户资源上，从产品销售到运营服务转变具有明显的优势，客户粘性作用将会为公司成功转型助力。从客户方面来看，软件产品后期运维服务可以外包给公司，以克服客户自身在专业知识以及技术方面的人才短缺。

公司同时正在大力地布局基于区域卫生信息化平台的运营服务业务，有望为公司的业绩带来新的增长点。随着医疗卫生信息化建设的不断推进，医疗机构和卫生管理部门积累了大量的医疗数据，公司通过大数据应用、分析对数据资源进行整合，以数据接入和标准化为重点，以平台为中介，用 O2O 的方式打通健康服务产业链，即而提供医疗数据应用服务、健康保险中介业务、广告营运；更有望提供面向民众个人的健康服务、支付结算、家庭医生服务、网络医疗在线诊疗、增值服务管理等服务。

3.2 战略转型斩获成果，中标中山市区域卫生信息平台建设运营项目

公司在传统的主营业务方面建立了竞争优势，产品和功能覆盖全面，面对产品售后运营服务更大的市场规模，公司积极投身开拓为医疗信息化客户以及其它行业客户的综合运营的业务模式。2015年7月，公司以PPP模式中标中山市区域卫生信息平台建设运营项目，项目总投资额约1.2亿元，其中公司投资约9000万元，中山市政府投资约3000万元，政府授权公司10年的特许经营权，承担该项目社会运营服务部分的投资和建设任务。公司以PPP模式依托政府平台接口，整合医疗线上线下资源，在获取数据资源的基础上开展运营服务（包括个人健康管理、药品采购、商业医保、医疗产品推广等方面），可以获得稳定收益，同时与当地卫生部门、医疗机构进行合作，对有健康服务需求的对象制定个性化服务方案，提供一对一的服务，获取收益分成。中标该项目标志着公司在向综合运营业务模式转型方面有了模式上的突破。

在此项目中，公司参与建设中山市区域卫生信息平台，并负责后续运营方案的顶层设计，完善中山市以电子健康为核心的医疗信息服务系统、公共卫生信息系统、社区卫生服务信息系统等业务系统，建立中山市区域人口健康信息平台，并将其打造成一个人口健康服务业创新发展的融合平台，带动健康产业发展，促进产业升级。整合中山市区域内的综合医院、药店、药品厂商，建立以居民健康为中心的医疗大数据平台。同时，根据居民电子健康档案、电子病历、个人基因库、体检、检测数据库等健康数据进行数据挖掘与分析，为各种服务人群提供针对性的健康医疗服务解决方案。并在数据交换、人口健康信息整合、人口健康服务协同等关键领域的关键技术上进行创新，进行商业化运营实践探索。

图表15 中山市区域卫生信息平台功能模块



资料来源：公司官网、平安证券研究所

该项目的中标，标志着公司探索利用PPP模式进行区域公共卫生信息平台建设和运营取得了突破，对于公司其他同类项目的落地将起到重要的指导和示范作用。若该项目顺利实施，能保持公司业务收入的持续稳定增长，将对公司经营业绩产生积极影响。

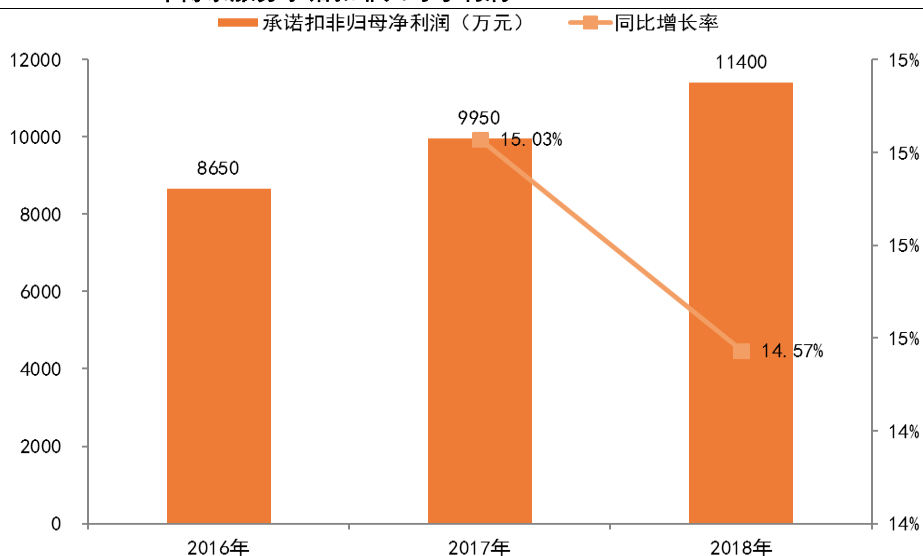
四、外延并购整合资源，延长自身产业链

公司依托自己在传统软件业的优势，结合自身的发展战略与行业趋势，积极开展资本运作与行业整合，在上市后对杭州惟勤、杭州卓腾、中拓信息、创源环境和博泰服务等公司进行了投资或并购。2016年6月公司收购了中拓信息，中拓信息系以医疗软件研发为主的高新技术企业，其在广东省中山市拥有良好的客户基础，并与中山卫计委、经信局、财政局、社保局建立长期合作关系。收购中拓信息有助于推动和加快公司“中山市区域卫生信息化运营项目”的建设和运营速度，是公司以软件产品开发销售为主导逐渐转向以信息系统的运维服务方向拓展的重要一步。截止到2016年9月底公司共购买了浙江创源环境科技有限公司47.5%的股份并取得了实际控制权，创源环境是专业从事环保监测运维服务、环保在线监控系统产品的研发和销售的企业。本次交易是基于创源环境在环

境监测监控方面丰富的经验、成熟的团队、优良的产品，与创业软件及下属公司在渠道、市场、用户、产品等方面将形成优势互补、资源共享。公司将积极探索向医疗机构环境监测业务领域拓展，夯实公司多元化发展战略的重要举措，对公司布局医疗卫生信息化服务的生态产业链具有重要意义。通过外延式发展，延长产业链，充分发挥在采购、生产、技术与研发、营销服务、产品与业务内容等多方面的整合效应，进一步增强了公司的核心竞争力和持续盈利能力，使公司现有的业务规模和盈利水平得到加强。

2016年12月公司通过发行股份和支付现金的方式收购博泰服务100%股权，博泰服务承诺2016年度、2017年度、2018年度扣除非经常性损益的归母净利润分别不低于8,650万元、9,950万元、11,400万元，上述三个年度累计承诺净利润总和不低于3亿元。

图表16 2016-2018年博泰服务承诺扣非归母净利润



资料来源：公司公告、平安证券研究所

博泰服务主要业务为金融自助设备专业技术服务，是国内一线ATM运维品牌，拥有中国工商银行、中国建设银行等一批优质稳定客户资源。公司通过共享博泰服务广泛的服务网络，整合深植基层、本地化的服务团队，能够及时处理社区公共卫生信息平台的故障或问题，提升社区公共卫生机构满意度。与此同时公司将充分借助博泰服务在银行等金融机构客户群体知名度和口碑较高的优势，快速切入银行等金融机构领域，使公司产品服务和市场客户资源得到延伸扩展，夯实了未来公司向金融领域衍生以及医疗与金融信息化服务融合的基础。

图表17 博泰服务的金融自助设备专业技术服务

业务类型	主要客户	服务对象	服务内容
金融自助设备 专业技术服务	银行、金融自助设备 供应商、信用社等	存取款一体机、取款机、现金清分机等（覆盖品牌：OKI、迪堡、日立、NCR、御银、恒银、东方通信、德利多富）	设备的健康档案管理、数据分析、维护保养、故障处理、软硬件集成维护、软硬件一体化升级、人员培训、选址安装、报废评估等全周期一体化解决方案

资料来源：博泰公司官网、平安证券研究所

公司与博泰服务的业务整合完成后，可实现服务网络、服务人才、服务管理体系、客户渠道、技术等方面的优势互补，将形成良好的规模和协同效应，为不同客户提供更高效的专业服务，进一步提升公司的品牌知名度。

五、 盈利预测与投资建议

我们预计公司将继续深耕传统的医疗信息化方面业务，同时大力拓展自身产业链，积极向运营服务商转型。预计公司 2016-2018 年的收入分别为 11.53 亿元、14.84 亿元和 19.16 亿元，公司 2016-2018 年的净利润分别为 1.82 亿元、2.3 亿元和 2.89 亿元；EPS 分别为 0.75 元、0.95 元、1.19 元，对应 4 月 11 日收盘价的 PE 分别为 44.4、35.1、28 倍。

我们认为，公司作为医疗信息化的领军企业，受益于医疗信息化政府政策的大力支持、医疗改革的进一步推进，公司所处行业的发展前景良好，市场广阔，未来发展空间值得期待。公司将继续加大研发投入，充分利用自身在传统行业内以及外延并购方面的资源实现进一步的发展。我们看好公司的发展前景，首次覆盖给予“推荐”评级。

六、 风险提示

我们认为，公司未来面临的主要风险如下：

- (1) 中山市 PPP 项目进度不及预期；公司以 PPP 模式的转型发展不及预期；
- (2) 行业竞争加剧。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	786	1642	1565	2544
现金	318	525	675	872
应收账款	313	814	636	1237
其他应收款	45	124	94	187
预付账款	12	19	20	30
存货	44	103	83	157
其他流动资产	54	57	57	61
非流动资产	347	1812	1950	2125
长期投资	7	12	17	22
固定资产	245	501	624	784
无形资产	7	7	7	7
其他非流动资产	88	1292	1302	1312
资产总计	1133	3454	3515	4669
流动负债	355	1255	1108	1989
短期借款	6	469	478	811
应付账款	107	238	199	365
其他流动负债	242	548	432	812
非流动负债	21	21	21	21
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	21	21	21	21
负债合计	377	1276	1129	2010
少数股东权益	31	34	39	46
股本	211	243	243	243
资本公积	274	1500	1500	1500
留存收益	338	487	678	906
归属母公司股东权益	725	2144	2346	2613
负债和股东权益	1133	3454	3515	4669

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	119	9	367	142
净利润	67	185	234	296
折旧摊销	8	23	36	47
财务费用	-8	13	25	34
投资损失	-1	0	0	1
营运资金变动	-6	-212	71	-235
其他经营现金流	58	0	0	0
投资活动现金流	-104	-1489	-174	-223
资本支出	114	1460	132	170
长期投资	-27	-5	-5	-5
其他投资现金流	-16	-34	-47	-57
筹资活动现金流	4	1224	-52	-56
短期借款	6	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	141	32	0	0
资本公积增加	-73	1226	0	0
其他筹资现金流	-70	-34	-52	-56
现金净增加额	19	-256	141	-137

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	549	1153	1484	1916
营业成本	280	536	678	876
营业税金及附加	6	14	18	23
营业费用	67	136	175	224
管理费用	158	278	357	460
财务费用	-8	13	25	34
资产减值损失	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	-0	-0	-1
营业利润	39	176	231	299
营业外收入	36	30	30	30
营业外支出	0	0	1	1
利润总额	74	205	260	328
所得税	7	21	26	33
净利润	67	185	234	296
少数股东损益	4	3	4	7
归属母公司净利润	63	182	230	289
EBITDA	73	230	307	391
EPS (元)	0.26	0.75	0.95	1.19

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	28.8	110.2	28.6	29.1
营业利润(%)	15.5	355.3	31.3	29.4
归属于母公司净利润(%)	26.8	188.9	26.3	25.5
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	48.9	53.5	54.3	54.3
净利率(%)	11.5	15.8	15.5	15.1
ROE(%)	8.9	8.5	9.8	11.1
ROIC(%)	7.8	7.1	8.6	9.0
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	33.3	36.9	32.1	43.1
净负债比率(%)	-41.2	-2.6	-8.3	-2.3
流动比率	2.2	1.3	1.4	1.3
速动比率	2.1	1.2	1.3	1.2
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.5
应收账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
应付账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.75	0.95	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.04	1.51	0.58
每股净资产(最新摊薄)	2.98	8.82	9.66	10.76
估值比率	-	-	-	-
P/E	128.22	44.38	35.14	27.99
P/B	11.14	3.77	3.44	3.09
EV/EBITDA	107.7	35.1	25.8	20.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033