

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 傅翀

fuchong@ccnew.com 021-50588666-8059

业绩平稳增长, AI+物联网驱动未来

——思创医惠(300078)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

市场数据(2017-09-19)

发布日期: 2017年09月20日

收盘价(元)	14.88
一年内最高/最低(元)	31.77/9.32
沪深300指数	3832.12
市净率(倍)	5.88
流通市值(亿元)	73.30

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	2.47
每股经营现金流(元)	-0.03
毛利率(%)	42.21
净资产收益率-摊薄(%)	3.63
资产负债率(%)	24.51
总股本/流通股(万股)	80788.53/49395.6
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

- **事件:** 思创医惠(300078)公布2017年半年报。
- **点评: 业绩平稳增长。** 17年上半年, 公司实现营业利润7538万元, 同比增长23.56%; 实现净利润7260万元, 同比增长14.40%; 基本每股收益0.09元。
- **收入增速符合预期, 预计将稳健增长。** 17年上半年, 公司实现营业收入4.75亿元, 同比增长10.92%, 主要因智慧医疗业务快速增长所致。智慧医疗业务实现营业收入1.55亿元, 同比增长34.64%; 考虑到该项业务现有研发成果以及中标项目、新产品的前景, 预计其营收在17年下半年和18年将保持当前增速。17年上半年, 公司EAS产品实现营业收入2.11亿元, 同比增长7.33%; RFID产品实现营业收入1.10亿元, 同比减少6.33%。公司RFID标签及零售技术解决方案能一定程度满足无人零售相关技术要求, 预计无人零售的发展将给公司带来机遇。预计公司商业智能业务营收17年下半年同比持平, 18年将稳中有升。综上, 预计公司整体营收在17年下半年和18年将稳健增长。
- **毛利率小幅回落, 预计将先抑后升。** 17年上半年, 公司实现综合毛利率42.21%, 同比回落1.09个百分点, 主要是由于RFID产品毛利率显著回落所致。公司毛利率受季节影响, 预计公司17年下半年毛利率高于上半年, 全年毛利率同比小幅回落。随着高毛利的智慧医疗业务占比提升, 预计公司18年毛利率将有所回升。
- **三项费用率同比小幅提升, 预计将逐步回落。** 17年上半年, 公司三项费用率为28.19%, 同比提升0.15个百分点。其中销售费用率为7.76%, 同比提升0.61个百分点, 主要是由于广告宣传费增加较多所致; 销售费用率受季节影响, 预计公司17年下半年销售费用率将低于上半年, 17年全年和18年将小幅提升。管理费用率为19.08%, 同比提升1.41个百分点, 主要因技术开发费用大幅增长所致; 预计公司将保持当前较高的研发投入水平, 17年全年管理费用率将有所提升; 随着收入规模扩大, 预计18年起, 公司管理费用率将有所回落。财务费用率为1.35%, 同比回落1.87个百分点, 主要系公司归还部分贷款后, 贷款利息同比下降所致; 考虑到公司当前资产负债率仅24.51%, 预计公司财务费用率将维持低位。综上, 预计公司三项费用率将逐步回落。
- **盈利预测与投资建议:** 预测公司2017-18年全面摊薄后EPS分别为0.30元与0.40元, 按9月19日14.88元收盘价计算, 对应的PE分别为49.1倍与37.0倍。目前估值相对计算机硬件行业水平合理, 首次给予“增持”投资评级。

风险提示: 国贸政策变化、RFID业务毛利率进一步下降、系统性风险。

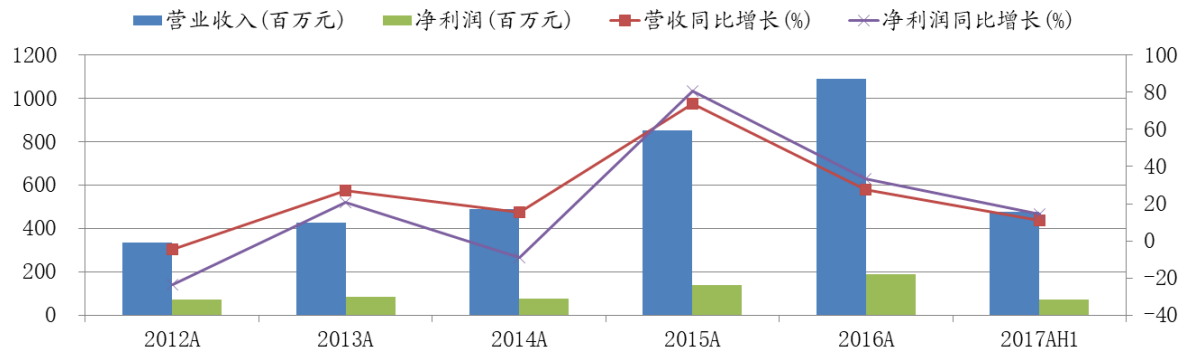
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	852.9	1,090.0	1,307.3	1,634.1	2,042.7
增长比率	73.7%	27.8%	19.9%	25.0%	25.0%
净利润(百万元)	141.0	188.0	244.7	325.2	439.4
增长比率	80.8%	33.3%	30.2%	32.9%	35.1%
每股收益(元)	0.17	0.23	0.30	0.40	0.54
市盈率(倍)	85.3	64.0	49.1	37.0	27.4

资料来源: 贝格数据, 中原证券

1. 业绩平稳增长

17年上半年,公司实现营业利润7538万元,同比增长23.56%;实现净利润7260万元,同比增长14.40%;基本每股收益0.09元。

图1: 2012-17年公司营收、净利润及增速

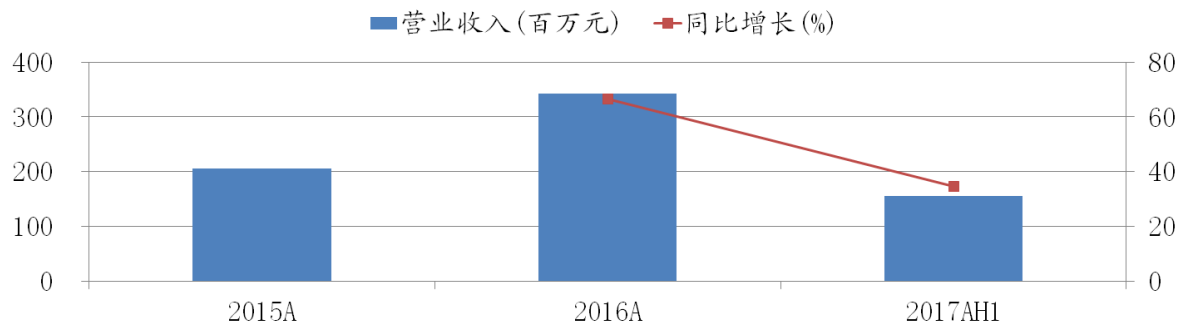


资料来源: Wind、中原证券

2. 智慧医疗快速增长, 预计将保持当前增速

17年上半年,公司实现营业收入4.75亿元,同比增长10.92%,主要因智慧医疗业务快速增长所致。智慧医疗业务实现营业收入1.55亿元,同比增长34.64%。

图2: 2015-17年公司智慧医疗业务营收及增速



资料来源: Wind、中原证券

17年上半年,医惠科技进一步开发完善了EWELL Big Data Platform大数据平台。以大数据平台为支撑,医惠科技构建了中、西医医学本体语义库,打造了结构化语义平台,构建了全结构化单病种数据库,自主开发完成了医疗认知引擎ThinkGo。目前,ThinkGo已在医惠科技单病种人工智能应用的研发中发挥重要作用。

公司客户医院中以三甲等高等级医院居多。公司中标南京鼓楼医院信息化建设项目,为南京鼓楼医院提供智慧医院的整体解决方案,主要产品有智能开放平台、智慧医院应用架构、以平台为基础的医疗数据中心,以及搭载在智能开放平台上的诸多微小化应用。

医疗健康信息耗材类产品方面,公司目前实现规模销售的主要有智能床、智能药柜,预计今年会有持续增长。新增产品中目前实现销售的主要为智能被服管理,公司后续将陆续推出智能鞋等新产品。智能被服植入RFID标签,以实现全流程闭环的管理和追溯;智能鞋已经可以实现计步、防跌倒、位置定位等基础功能,下一步还将通过对日常步态数据的认知分析,实现对老年认知障碍、脑中风等疾病的早期预警及干预等功能。

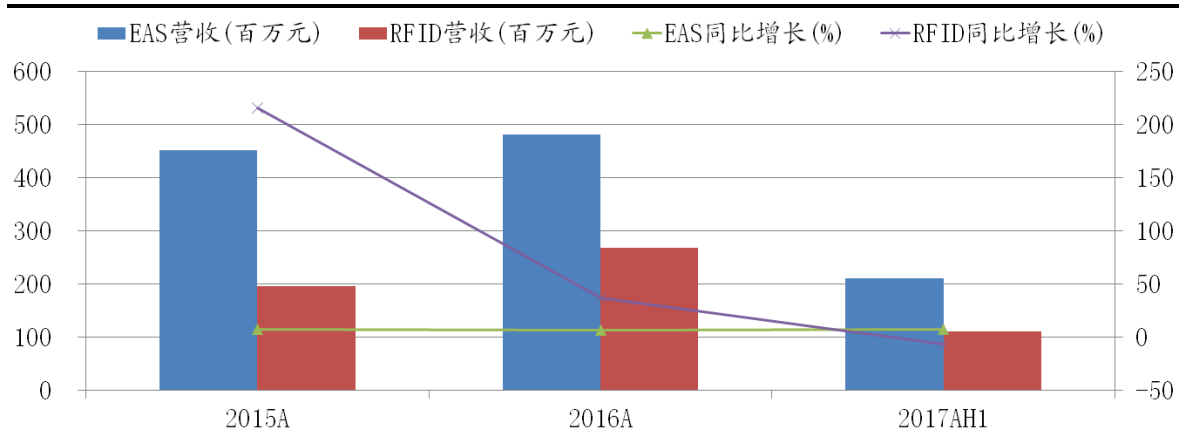
考虑到智慧医疗业务现有研发成果以及中标项目、新产品的前景,预计该项业务营收在17年下半年和18年将保持当前增速。

3. 商业智能短期承压，预计无人零售带来机遇

17年上半年，公司EAS产品实现营业收入2.11亿元，同比增长7.33%；RFID产品实现营业收入1.10亿元，同比减少6.33%。在RFID标签应用领域中，势头强劲的服装零售行业继续领跑，电子卡、化妆品、小家电等细分领域也开始使用RFID标签，行业发展和市场容量持续向好。因此，预计该类产品仅短期承压。

公司推出了智慧门店系统管理平台，通过RFID技术、视频识别技术以及防损防盗技术等多种数据采集技术和数据分析技术的融合，构建智能决策的大数据分析服务平台，为零售门店提供用户VIP分析、客群分析、客流分析、潜在客群发现、商品陈列改进等服务。

图3：2015-17年公司EAS、RFID产品营收及增速

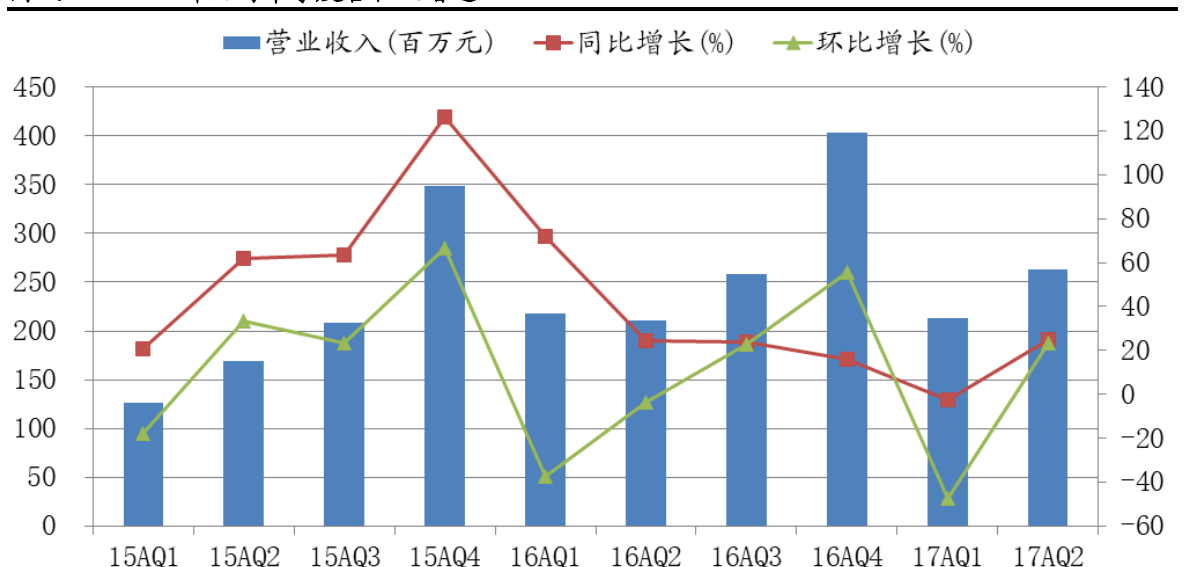


资料来源：Wind、中原证券

公司RFID标签及零售技术解决方案能一定程度满足无人零售相关技术要求，预计无人零售的发展将给公司带来机遇。公司与阿里巴巴相关部门接洽，主要针对线下实体店新零售技术应用领域，具体应用场景为线下零售实体店智能化升级。截至17年7月26日，公司尚未与阿里巴巴在无人零售方面签订合同，与阿里巴巴的接洽预计不会对公司17年经营业绩产生实质性影响。

预计公司商业智能业务营收17年下半年同比持平，18年将稳中有升；预计公司整体营收在17年下半年和18年将稳健增长。

图4：2015-17年公司单季度营收及增速

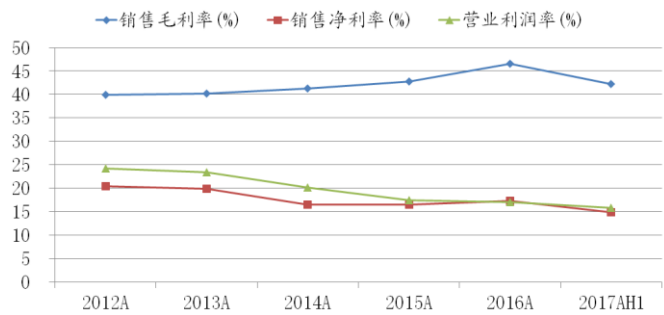


资料来源：Wind、中原证券

4. 毛利率小幅回落，预计将先抑后升

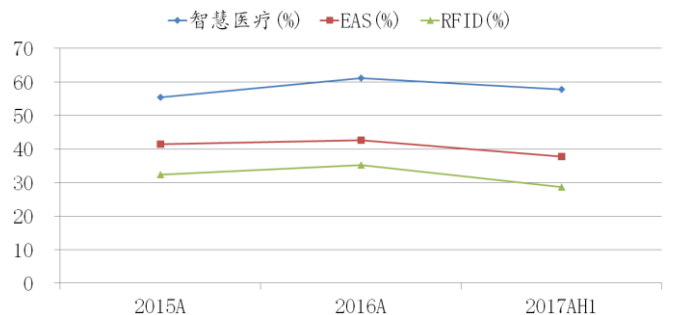
17年上半年，公司实现综合毛利率42.21%，同比回落1.09个百分点，主要是由于RFID产品毛利率显著回落所致。分业务毛利率显示：智慧医疗业务毛利率57.80%，同比提升2.51个百分点；EAS产品毛利率37.77%，同比回落2.26个百分点；RFID产品毛利率28.77%，同比回落8.26个百分点。

图 5：2012-17 年公司盈利能力



资料来源：Wind、中原证券

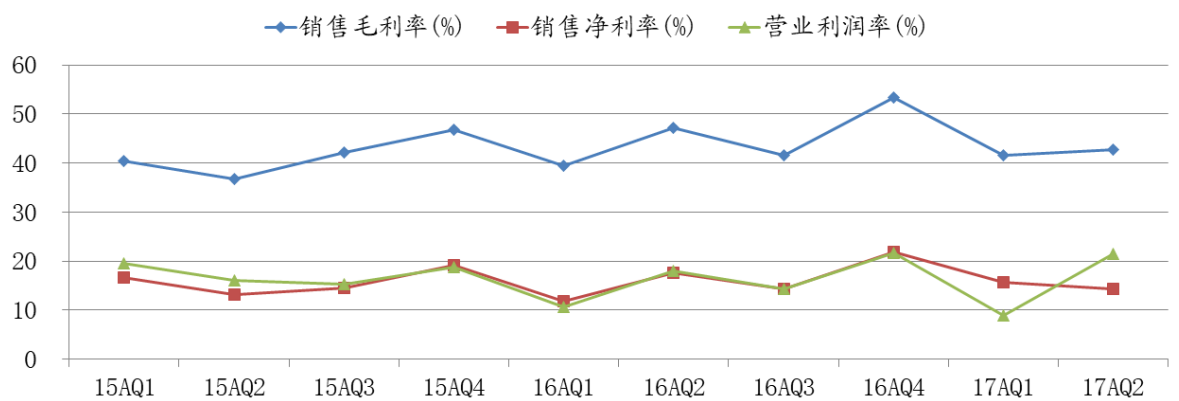
图 6：2015-17 年公司分业务毛利率



资料来源：Wind、中原证券

公司毛利率受季节影响，15年以来，下半年毛利率高于上半年水平。因此，预计公司17年下半年毛利率高于上半年，全年毛利率同比小幅回落。随着高毛利的智慧医疗业务占比提升，预计公司18年毛利率将有所回升。

图 7：2015-17 年公司单季度盈利能力



资料来源：Wind、中原证券

5. 三项费用率同比小幅提升，预计将逐步回落

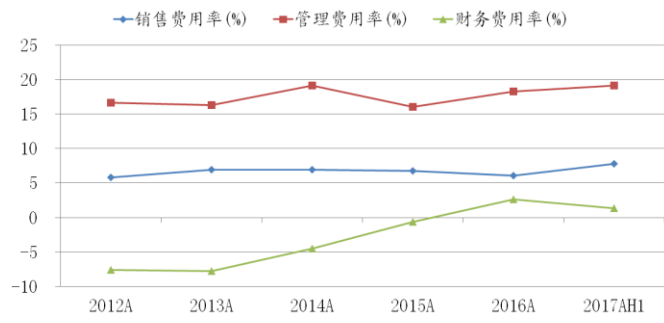
17年上半年，公司三项费用率为28.19%，同比提升0.15个百分点。其中销售费用率为7.76%，同比提升0.61个百分点，主要是由于广告宣传费增加较多所致。销售费用率受季节影响，15年以来，下半年低于上半年水平，预计公司17年下半年销售费用率将低于上半年，17年全年和18年将小幅提升。

管理费用率为19.08%，同比提升1.41个百分点，主要因技术开发费用大幅增长所致。智慧医疗业务方面，围绕从物联网终端到智能开放平台到人工智能的三层战略架构，医惠科技继续加强研发投入和技术积累，共获得软件著作权57项、实用新型专利4项；商业智能业务方面，公司共获得EAS、RFID专利授权18项，其中发明专利3项，实用新型及外观设计专利共计15项。以上技术成果有利于公司提升行业地位，对公司长远发展有益。预计公司将保持当前较高的研发投入水平，17年全年管理费用率将有所提升；随着收入规模扩大，预计18年起，公司管理费用率将有所回落。

财务费用率为 1.35%，同比回落 1.87 个百分点，主要系公司归还部分贷款后，贷款利息同比下降所致。考虑到公司当前资产负债率仅 24.51%，预计公司财务费用率将维持低位。

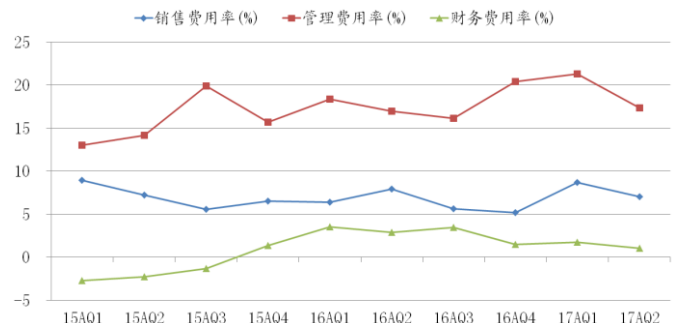
综上，预计公司三项费用率将逐步回落。

图 8：2012-17 年公司三项费用率



资料来源：Wind、中原证券

图 9：2015-17 年公司单季度三项费用率



资料来源：Wind、中原证券

6. 对外投资活跃

2017 年，公司对外投资活跃：

表 1：2017 年公司对外投资情况

时间	投资方	投资金额	投资标的
4 月 25 日	公司	2500 万元人民币	华洁医疗 75% 股权
5 月 9 日	公司	1998 万元人民币	佳音医院 2.84% 股权
5 月 9 日	公司全资子公司思创香港	2000 万元港币	Ewell HK 60% 股权
8 月 7 日	公司	3333.20 万元人民币	杭州认知 8.33% 的股权

资料来源：公司公告、中原证券

华洁医疗是一家专业从事医疗纺织品洗涤公司。佳音医院主营四大类医疗服务，具体包括：生殖医学中心、妇科医院、体检中心、生殖健康。Ewell HK 是一家专业提供医疗整体解决方案的集成商，主要在香港、澳门及东南亚市场提供一站式医疗解决方案，服务包括医疗软件、物联网和无线网络架构建设，是公司智慧医疗业务在香港、澳门及东南亚地区的合作伙伴。杭州认知是一家专业从事医疗领域人工智能应用的创新型科技公司，致力于围绕临床应用提供人工智能诊疗或辅助诊疗技术及服务。上述企业的主营业务与公司现有业务相关度较高，预计上述投资将带来较强的协同效应，进一步提升公司的盈利能力。

7. 盈利预测与投资建议

预测公司 2017-18 年全面摊薄后 EPS 分别为 0.30 元与 0.40 元，按 9 月 19 日 14.88 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 49.1 倍与 37.0 倍。目前估值相对计算机硬件行业水平合理，首次给予“增持”投资评级。

8. 风险提示

国贸政策变化、RFID 业务毛利率进一步下降、系统性风险。

财务报表预测和估值数据汇总 (百万元)

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	852.9	1,090.0	1,307.3	1,634.1	2,042.7	成长性					
减: 营业成本	488.5	581.9	698.9	849.7	1,041.8	营业收入增长率	73.7%	27.8%	19.9%	25.0%	25.0%
营业税费	6.8	9.4	11.8	14.7	18.4	营业利润增长率	50.9%	24.6%	24.2%	45.7%	39.9%
销售费用	57.9	66.1	79.5	99.7	125.0	净利润增长率	80.8%	33.3%	30.2%	32.9%	35.1%
管理费用	136.5	199.5	249.7	299.0	353.4	EBITDA 增长率	78.9%	48.9%	12.0%	38.2%	34.9%
财务费用	-5.2	28.7	20.5	20.4	20.2	EBIT 增长率	87.3%	49.0%	17.1%	41.9%	37.6%
资产减值损失	44.1	23.2	15.0	14.0	13.0	NOPLAT 增长率	97.7%	55.8%	15.0%	39.3%	37.6%
加: 公允价值变动收益	7.2	-9.9	-	-	-	投资资本增长率	95.7%	49.4%	12.5%	8.1%	11.2%
投资和汇兑收益	17.6	14.6	-1.0	-	-	净资产增长率	11.7%	57.9%	26.8%	8.7%	10.8%
营业利润	149.3	186.0	231.0	336.6	470.9	利润率					
加: 营业外净收支	17.0	27.8	46.0	46.0	46.0	毛利率	42.7%	46.6%	46.5%	48.0%	49.0%
利润总额	166.3	213.8	277.0	382.6	516.9	营业利润率	17.5%	17.1%	17.7%	20.6%	23.1%
减: 所得税	26.0	25.2	37.1	57.4	77.5	净利润率	16.5%	17.2%	18.7%	19.9%	21.5%
净利润	141.0	188.0	244.7	325.2	439.4	EBITDA/营业收入	20.2%	23.5%	22.0%	24.3%	26.2%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	16.9%	19.7%	19.2%	21.8%	24.0%
货币资金	442.0	690.9	375.2	1,035.7	441.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	73	91	96	75	59
应收帐款	478.1	565.0	706.0	882.7	1,103.2	流动营业资本周转天数	37	108	205	209	205
应收票据	0.5	0.1	0.0	0.1	0.1	流动资产周转天数	403	448	418	420	385
预付帐款	21.2	21.6	36.7	48.3	55.9	应收帐款周转天数	124	172	175	175	175
存货	178.3	262.3	281.2	308.9	356.7	存货周转天数	60	73	75	65	59
其他流动资产	25.8	27.5	66.5	70.0	70.0	总资产周转天数	788	894	804	732	635
可供出售金融资产	27.2	32.4	53.4	53.4	53.4	投资资本周转天数	409	528	560	494	434
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	142.9	158.2	158.2	158.2	158.2	ROE	11.0%	9.2%	9.4%	11.5%	14.0%
投资性房地产	3.6	27.1	26.4	26.4	26.4	ROA	5.7%	6.4%	8.3%	8.6%	12.8%
固定资产	198.3	353.8	342.9	336.9	329.0	ROIC	18.6%	14.8%	11.4%	14.1%	17.9%
在建工程	129.4	0.9	9.8	17.8	25.0	费用率					
无形资产	86.0	82.8	88.9	93.2	95.6	销售费用率	6.8%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
其他非流动资产	723.6	733.2	736.3	733.5	729.0	管理费用率	16.0%	18.3%	19.1%	18.3%	17.3%
资产总额	2,456.9	2,955.8	2,881.4	3,765.0	3,444.4	财务费用率	-0.6%	2.6%	1.6%	1.2%	1.0%
短期债务	175.0	253.5	-	157.9	-	三费/营业收入	22.2%	27.0%	26.7%	25.6%	24.4%
应付帐款	558.7	137.5	134.3	182.0	200.0	偿债能力					
应付票据	0.2	0.0	0.4	0.1	0.5	资产负债率	46.9%	30.3%	9.4%	24.6%	8.7%
其他流动负债	153.5	113.4	132.5	94.8	93.6	负债权益比	88.3%	43.5%	10.3%	32.6%	9.5%
长期借款	264.0	390.0	-	487.4	-	流动比率	1.29	3.11	5.49	5.39	6.90
其他非流动负债	1.0	1.3	3.1	4.0	4.0	速动比率	1.09	2.59	4.43	4.68	5.68
负债总额	1,152.3	895.7	270.2	926.2	298.0	利息保障倍数	-27.55	7.49	12.27	17.50	24.29
少数股东权益	19.9	21.6	16.8	16.8	16.8	分红指标					
股本	418.8	448.8	807.9	807.9	807.9	DPS(元)	0.03	0.14	0.09	0.12	0.16
留存收益	872.9	1,594.2	1,786.4	2,014.0	2,321.6	分红比率	14.9%	59.7%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,304.6	2,060.0	2,611.1	2,838.8	3,146.3	股息收益率	0.2%	0.9%	0.6%	0.8%	1.1%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	140.3	188.6	244.7	325.2	439.4	EPS(元)	0.17	0.23	0.30	0.40	0.54
加: 折旧和摊销	29.5	45.9	36.1	40.5	45.1	BVPS(元)	1.59	2.52	3.21	3.49	3.87
资产减值准备	44.1	23.2	15.0	14.0	13.0	PE(X)	85.3	64.0	49.1	37.0	27.4
公允价值变动损失	-7.2	9.9	-	-	-	PB(X)	9.4	5.9	4.6	4.3	3.8
财务费用	-1.4	26.6	19.0	18.9	18.8	P/FCF	-1,027.6	-43.4	-20.1	15.9	-25.8
投资收益	-17.6	-14.6	1.0	-	-	P/S	14.1	11.0	9.2	7.4	5.9
少数股东损益	-0.7	0.7	-4.8	-	-	EV/EBITDA	36.1	25.5	40.3	29.0	21.4
营运资金的变动	50.0	-147.2	-252.5	-178.6	-265.8	CAGR(%)	32.3%	32.6%	43.5%	32.3%	32.6%
经营活动产生现金流量	162.9	134.6	58.4	220.0	250.4	PEG	2.6	2.0	1.1	1.1	0.8
投资活动产生现金流量	-655.0	-588.1	-61.3	-46.8	-46.8	ROIC/WACC	1.8	1.4	1.1	1.3	1.7
融资活动产生现金流量	426.8	698.8	-312.8	487.4	-797.3	REP	2.7	2.4	5.0	3.7	2.6

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。