信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

布局打造智慧医疗龙头，紧抓新零售机遇

—— 思创医惠（300078.sz）深度报告

2017 年 9 月 29 日

边铁城　计算机行业分析师

蔡靖　研究助理

袁海宇　研究助理

王佐玉　研究助理

证券研究报告

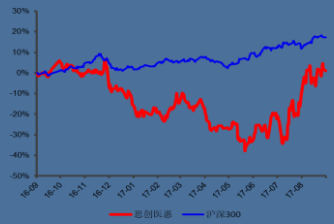
公司研究——跟踪报告

思创医惠（300078.sz）

买入	增持	持有	卖出

上次评级：增持，2015.4.27

思创医惠相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2017.9.28）

收盘价（元）	14.30
52 周内股价波动区间(元)	31.77-9.32
最近一月涨跌幅(%)	-6.17
总股本(亿股)	8.08
流通 A 股比例(%)	61.14
总市值(亿元)	115.53

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

边铁城　行业分析师
执业编号：S1500510120018
联系电话：+86 10 83326721
邮箱：biantiecheng@cindasc.com

袁海宇　研究助理
联系电话：+86 10 83326726
邮箱：yuanhaiyu@cindasc.com

蔡靖　研究助理
联系电话：+86 10 83326728
邮箱：caijing@cindasc.com

王佐玉　研究助理
联系电话：+86 10 83326723
邮箱：wangzuoyu@cindasc.com

布局打造智慧医疗龙头，紧抓新零售机遇

2017 年 9 月 29 日

本期内容提要：

- **EAS 行业龙头，步入稳健增长阶段。**公司是国内唯一一家在电子商品防盗(EAS)行业的上市龙头企业。公司 EAS 产品种类齐全，拥有 EAS 产业技术优势与规模优势，公司 EAS 业务持续稳定增长，产品销售覆盖海内外，全球市场占有率超过 30%，维持 40%以上高毛利率。2014 年起公司 EAS 业务从高增速期转到稳定增长期，维持 5%-8%的增长率。2016 年实现营收 47984.03 万元，同比增长 6.30%，我们预计未来几年 EAS 业务仍将处于稳健增长期。
- **以医惠科技为基础，开展智慧医疗大布局。**2015 年收购医惠科技后，公司的战略目标是打造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，以医惠科技为基础，不断开拓强化智慧医疗，将公司打造成为智慧医疗行业龙头。2015、2016 年收购标的医惠科技超额完成业绩承诺，归属于母公司净利润为 7868.54 万元和 10689.96 万元，毛利率高达 60%左右，发展势头良好。近两年通过外延并购，依次并购了创辉医疗、华洁医疗、佳音医院、Ewell HK 和杭州认知，不断拓展和丰富了智慧医疗领域。在物联网终端方面，公司通过收购整合完成了医疗健康信息耗材产品与 RFID 协同发展，未来将成为业绩新的增长点。在智能开放平台方面，公司完成了智慧医院顶层设计云架构信息智能开放平台和 HOSPITAL3.0 系统架构的落地，获得众多医院订单，后续 HIMSS 评审项目等大额订单有望给公司未来业绩提供支撑。在人工智能方面，公司成功将 IBM 沃森本土化，已与国内几十家三甲医院签署了 Watson 肿瘤解决方案合作协议，其中近十家沃森联合会诊中心已经正式落地运营并开放商用服务。此外，公司还完成了医疗认知引擎 ThinkGo，加速单病种人工智能应用的落地进程，利用 ThinkGo 在成功推出手足口病机器人后，疝、川崎病、乙肝、心梗等单病种人工智能应用也已落地。
- **新零售带来契机，RFID 相关业务有望受益。**公司 RFID 业务发展多年，拥有一定的技术积累与客户，目前已为拉夏贝尔等服装零售业提供了完备的智能化解决方案。公司加大研发力度，开发完善了应用于零售门店的 ShopKeeper 平台，实现了对门店的实时立体感知，构建了门店智能化运营新生态，为“新零售”的风口到来积极做好技术储备。目前公司还对 RFID 采取了降价竞争策略，抢占市场份额，导致 2017 年上半年营收出现首次下滑，我们预计下半年会有所改善。此外，生鲜及食品货品存在易腐烂、易过期和时效性等问题，通过 ESL 软件系统实现鲜度管理、效期管理及价格联动，可抓住生鲜门店及超市部门经营痛点。目前已经积累了物美、盒马鲜生、世纪联华、中百、华盛连锁、河南大张、中石油、全都、洋东西、叶式水果天猫旗舰店等一批标杆客户。随着线下生鲜等快速大规模布局，ESL 订单有望快速增长。

- **盈利预测及投资评级：**智慧医疗业务处于高速增长期，同时受益于新零售兴起，RFID 作为主流的应用技术之一有望实现大规模应用，因此 RFID 相关业务有望成为公司新的增长点。我们预计，公司 2017~2019 年整体营业收入分别为 13.17、16.27、20.04 亿元，归属母公司股东的净利润分别为 2.20、2.85、3.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.27、0.35 和 0.45 元，PE 分别为 52、41、32 倍。与公司业务相近的公司相比，估值水平基本合理，给予“增持”评级。
- **风险因素：**智慧医疗业务方面收购整合业绩不达预期；新零售发展对业务增长不达预期；竞争加剧导致毛利降低影响业绩等。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	852.95	1,089.97	1,316.94	1,627.49	2,004.35
增长率 YoY %	73.65%	27.79%	20.82%	23.58%	23.16%
归属母公司净利润(百万元)	140.97	187.98	220.40	285.14	359.64
增长率 YoY%	80.80%	33.35%	17.25%	29.37%	26.13%
毛利率%	42.72%	46.61%	46.45%	47.32%	48.02%
净资产收益率 ROE%	11.57%	11.31%	10.53%	12.46%	13.77%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.17	0.23	0.27	0.35	0.45
市盈率 P/E(倍)	82	61	52	41	32
市净率 P/B(倍)	5.00	3.15	5.38	4.75	4.14

资料来源：Wind，信达证券研发中心　　注：股价为 2017 年 9 月 28 日收盘价

目 录

智慧医疗领军，三大业务齐头并进 1
电子商品防盗（EAS）稳定增长 2
内生外延，打造全方位智慧医疗 4
融合感知终端，打造医疗物联网 4
医疗信息化进程加速，医疗平台建设行业领先者 6
携手 IBM 沃森，加快布局 AI+医疗 10
智慧医疗业绩高速增长，表现亮眼 14
新零售迎来契机，RFID 相关业务有望受益 15
新零售爆发为 RFID 业务提供发展新机遇 16
ESL 解决零售经营痛点，业务有望快速增长 18
盈利预测、估值与投资评级 21
风险因素 22

表 目 录

表 1: 医疗信息化政策推进进展 7
表 2: 截至 2017 年 7 月公司医疗信息智能开发平台中标项目 10
表 3: 医惠科技在大数据人工智能系统性推进进程 14
表 4: 公司分业务盈利预测（万元） 21
表 5: 智慧医疗相关上市可比公司 22

图 目 录

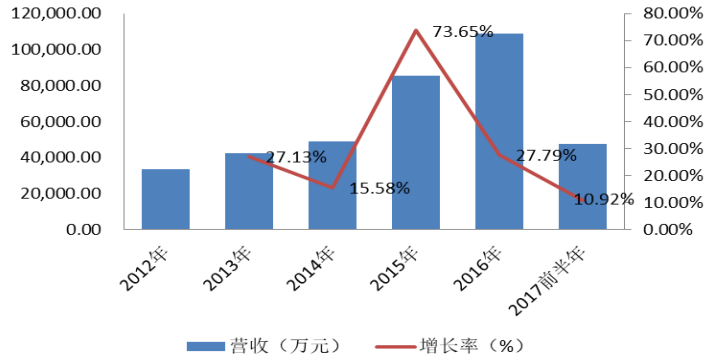
图 1: 2012-1017 年上半年公司营收（万元）及增长率（%） 1
图 2: 2012-2017 年上半年公司净利润（万元）及增长率（%） 1
图 3: 2016 年三大主营业务营收占比 （%） 2
图 4: 2016 年三大主营业务毛利占比（%） 2
图 5: 易扣一硬标签 3
图 6: 解锁器及解码器 3
图 7: 2013-2017 年上半年 EAS 营收（万元）及同比增速（%） 4
图 8: 2012-2015 年 EAS 标签销量（万只）及同比增速（%） 4
图 9: 四网合一的物联网基础架构共性平台 5
图 10: 医疗物联网架构 5
图 11: 智能被服管理系统 6
图 12: 2010-2020 年中国医疗信息化市场规模（亿元）及增速（%） 6
图 13: 2009-2015 年信息化医疗占卫生费用比重（%） 6
图 14: 医院信息智能开放平台 8
图 15: 中国 AI 渗透行业热度图 11
图 16: AI+医疗应用场景及结构 11
图 17: 应用 IBM Watson 的肿瘤多学科协作治疗 11
图 18: 沃森肿瘤专家治疗方案流程图 11
图 19: 2013 年中国癌症新发病例人数（万） 12
图 20: 沃森肿瘤专家治疗方案成就 12
图 21: 沃森肿瘤专家全球落地情况 13
图 22: 沃森肿瘤专家癌种辅助治疗方案发展规划 13
图 23: 2013-2017 上半年智慧医疗营收（万元）及毛利率（%） 15
图 24: 2014-2017 上半年医惠科技业绩完成情况 15
图 25: 2012-2017 上半年 RFID 营收（万元）及增长率（%） 15
图 26: 2013-2017 上半年 RFID 业务毛利率（%） 15
图 27: 2007-2016 年中国 RFID 市场规模（亿元）及增长率（%） 16
图 28: 超高频 RFID 标签在各应用领域的增长情况预测（百万个） 16
图 29: 2012-2017 上半年研发费用（万元）及同比增长（%） 17
图 30: 服装零售全产业链系统集成方案 17
图 31: 电子货架标签系统（ESLs）组成示意图 19
图 32: 思创医惠 ESL 标签 20

智慧医疗领军，三大业务齐头并进

思创医惠原名中瑞思创，2010 年 4 月在深圳创业板上市，是电子商品防盗（EAS）领域的开拓者和引领者。公司同时专注于无线射频识别系统（RFID）定制化产品和行业应用解决方案的开发与服务，主要面向全球商超、服装鞋帽、3C 连锁、珠宝行业等零售业和烟草、电力、市政、医疗、物流、资产管理等行业。基于医疗信息化行业广阔的市场需求和发展前景，2015 年公司收购医惠科技，进入智慧医疗领域，更名为思创医惠。

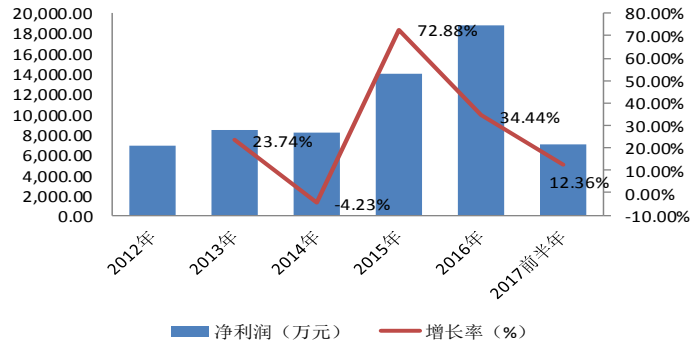
2015 年收购医惠科技后公司业绩进入高速增长期。收购完成后，公司智慧医疗新业务的拓展符合预期，受益于 RFID 行业的高增长 RFID 业务也实现高速增长，总体业绩成长势头良好。2015、2016 年公司营收实现 8.53 亿元、10.90 亿元，增长率达到 73.65%、27.79%。净利润分别为 1.40 亿元、1.89 亿元，增长率达到 72.88%、34.44%，业绩相比 2014 年之前得到明显提升。2017 上半年公司实现营收 4.75 亿元，增长率为 10.92%，净利润为 7064.7 万元，增长率为 12.36%。虽然整体业绩增速有所下滑，但依然处在增长期。

图 1：2012-1017 年上半年公司营收（万元）及增长率（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

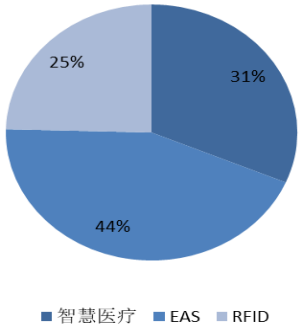
图 2：2012-2017 年上半年公司净利润（万元）及增长率（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

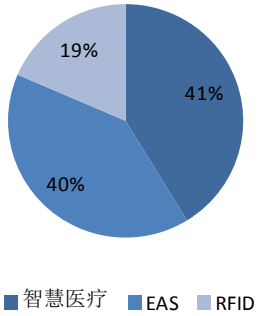
公司三大业务板块中智慧医疗业务营收占比超过三成，毛利占比超过四成，成为公司业绩主力军。2016 年智慧医疗、EAS 和 RFID 业务营收占比分别为 31%、44%和 25%，智慧医疗营收占比接近三分之一。智慧医疗、EAS 和 RFID 三块业务毛利占比分别为 41%、40%和 19%。智慧医疗逐渐成为公司利润最主要的贡献力量。

图 3：2016 年三大主营业务营收占比 （%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 4：2016 年三大主营业务毛利占比（%）



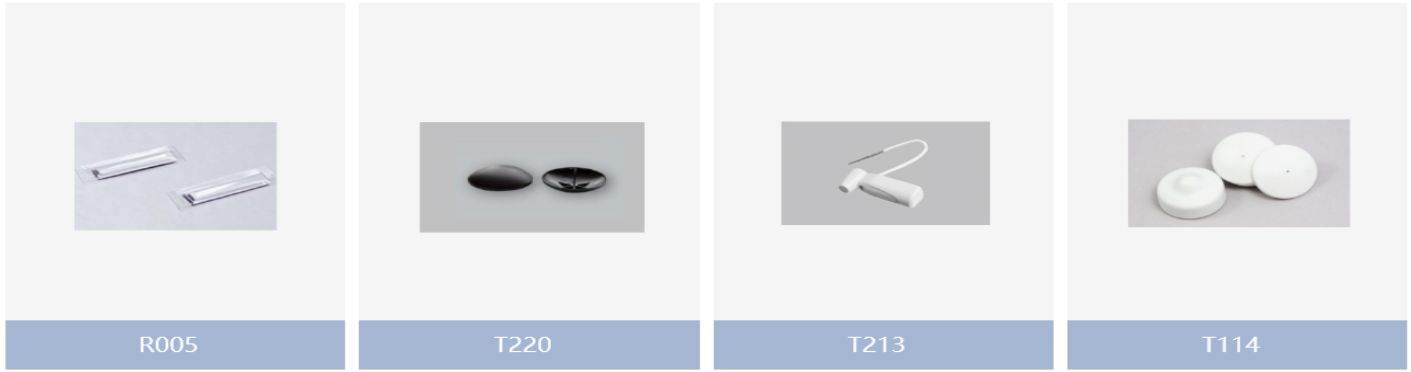
资料来源：wind，信达证券研发中心

电子商品防盗（EAS）稳定增长

公司是国内唯一一家在电子商品防盗(EAS)行业的上市龙头企业。公司主要提供 EAS 电子防盗标签为主的硬件耗材及相应的防盗系统解决方案服务，来促进零售商不断提升管理效率、服务质量和客户体验，提升市场份额。

电子商品防盗（EAS）硬件产品分为防盗标签和配套设备。防盗标签分为软标签、硬标签。软标签成本较低，直接粘附在较“硬”的商品上，软标签不可重复使用；硬标签多用于服装类柔软的、易穿透的物品，须配备专门的解锁器，硬标签一次性成本较软标签更高，但可以重复使用。配套设备主要包括解锁器、解码器和检测器等。EAS 业务系统解决方案主要包括声磁系统（AM）及射频系统（RF）两种，面向全球商超、服装鞋帽、3C 连锁、珠宝行业等零售业客户。

图 5：易扣一硬标签



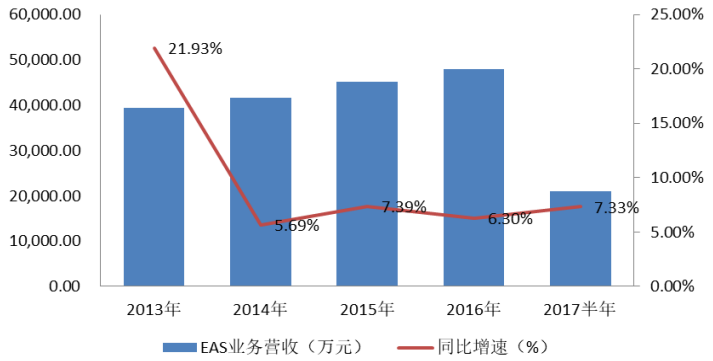
资料来源：中瑞思创官网，信达证券研发中心

图 6：解锁器及解码器

资料来源：中瑞思创官网，信达证券研发中心

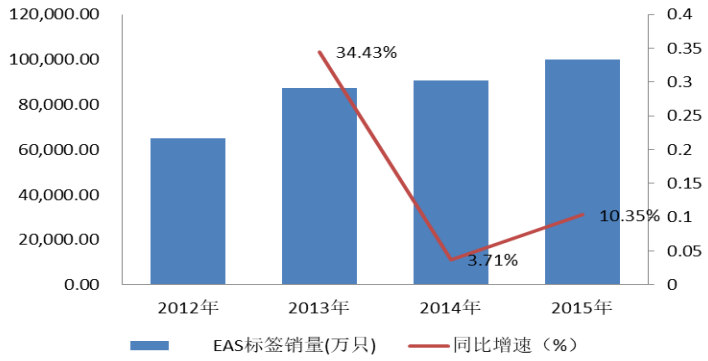
公司 EAS 业务步入持续稳定增长期。公司产品销售覆盖海内外，全球市场占有率超过 30%，拥有绝对的规模优势。但受制于行业整体增速变缓，2014 年起公司 EAS 业务从高增速期转到稳定增长期，维持 5%-8%的增长率。EAS 产品销售量也稳步提升，2015 年销售量突破 10 亿只。公司 EAS 产品种类齐全，不同品种单价有差异，导致了营收增速与销量增速存在差异，但整体上维持了销量和收入同步上涨的趋势。产品海外市场以 ODM、OEM 为主，部分区域为直营模式，客户主要从事服装、零售等行业的应用系统集成商。国内市场均为自主品牌，以“一站式零售解决方案提供商的定位”，采用直营加代理的模式。

图 7：2013-2017 年上半年 EAS 营收（万元）及同比增速（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 8：2012-2015 年 EAS 标签销量（万只）及同比增速（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

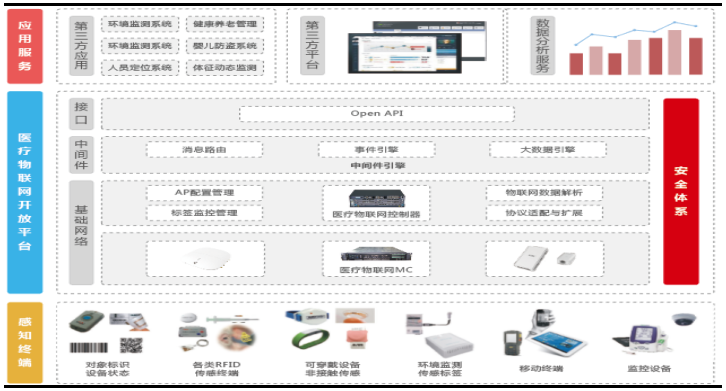
内生外延，打造全方位智慧医疗

2015 年收购医惠科技后，公司的战略目标是完成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智慧医疗体系，以医惠科技为基础，不断开拓强化智慧医疗，将公司打造成为智慧医疗行业龙头。近两年，公司通过外延并购，依次并购了创辉医疗、华洁医疗、佳音医院、Ewell HK 和杭州认知，不断拓展了智慧医疗领域。截至 2016 年底，公司已为全国 1000 多家医院提供医疗信息化建设服务，包括 12 家全国 20 强医院、38 家百强医院和 6 家港澳医院，是目前国内唯一能够给境外医院提供信息化服务的企业，也是国内唯一一家能同时为医院提供 JCI、HIMSS 和互联互通评审咨询服务的 IT 企业。

融合感知终端，打造医疗物联网

公司打造了国内首创的物联网平台项目：四网合一的物联网基础架构共性平台。未来的医疗物联网建设主要以“应用”为导向，而非以“技术”为核心。基础网络平台、中间件技术和共性平台建设将成为未来智慧医疗物联网应用发展的基础。而共性开放平台将成为助力医疗物联网行业发展的动力和增长点。其涵盖了基于人工智能的数据分析服务等辅助治疗方案、第三方外接平台及应用等服务，基于硬件建立的医疗通信物联网和获取数据的硬件等感知终端。它综合了物联网应用共性特点，是对贯穿了感知、传输、应用服务的共性功能模块、协议和平台等的总称。未来医院可借助医疗物联网开放共性平台打造“无边界医院”，更好地为患者服务。

图 9：四网合一的物联网基础架构共性平台



资料来源：医惠科技官网，信达证券研发中心

图 10：医疗物联网架构

资料来源：医惠科技官网，信达证券研发中心

感知层是医疗物联网的数据和物理实体基础，实现物联网数据的采集，是物联网的先行技术。在感知层中，需要用到包括传感器、二维码标签和识读器、RFID 标签和读写器、GPS、M2M 终端等对物体的信息进行采集，这些硬件是物联网信息采集的关键部分。其中，传感器是获得信息的主要设备，被用来感受测量的信息，并按一定规律转换成电信号或其他所需形式的信息输出。而 RFID 标签和读写器通常被用作身份识别等。两者各自具有特点，被用来满足不同的需求。

医疗健康信息耗材产品与 RFID 协同发展，将成为公司业务新增长点。公司以终端应用方式，制造销售应用于医院、社区、家庭，实时监控、采集医疗信息的医疗健康信息耗材产品，同时还重点加强了与商业智能事业部在 RFID 硬件研发制造方面的协同，在原有智能床、智能柜、体温贴等产品的基础上，继续开发完成了床头卡、智能鞋等医疗健康信息耗材产品，部分新产品已投入市场，并取得良好的市场反馈。以 RFID 体温标签为例，过去医惠科技自主研发生产的 RFID 体温标签，售价在 1000 元以上，作为耗材来说过于昂贵。而与中瑞思创合作生产的 RFID 体温标签售价不足 100 元，降价幅度在 90%以上，成本的大幅下降让 RFID 体温标签具备了大规模推广的条件。

公司控股华洁医疗，RFID 技术有望尽快应用于医疗被服洗涤领域。公司充分发挥 RFID 业务和智慧医疗业务的软硬件、集成服务优势，针对医疗服务细分市场—医疗被服洗涤管理领域进行积极尝试。2017 年 4 月，公司向华洁医疗增资 2,500 万元，获得其 75%股权。华洁医疗从事医疗纺织品洗涤，拥有全自动 1,000 公斤/小时的洗、烘、烫、熨洗涤流水设备及其辅助配套设备，客户包括浙江省人民医院、浙江省新华医院、杭州师范大学附属医院、余杭区第一人民医院等。通过 RFID 技术在医疗被服洗涤管理领域应用，有利于实现对医疗纺织物品从洗涤、运输、院方管理、回收、分拣等多环节可及连贯的全程智能化管理，进而加速产品流转，帮助医疗机构极大的降低医疗纺织物品洗涤管理不规范引起的交叉感染。此次布局，有利于充分发挥公司在医疗闭环管理业务系统集成优势，拓展闭环管理业务系统产品线，促进公司 RFID 业务和智慧医疗业务的深度协同发展，符合公司中长期发展战略规划。

图 11：智能被服管理系统

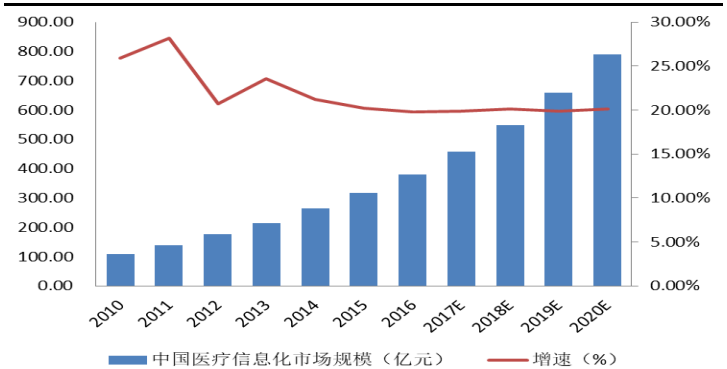
资料来源：医惠科技官网，信达证券研发中心

医疗信息化进程加速，医疗平台建设行业领先者

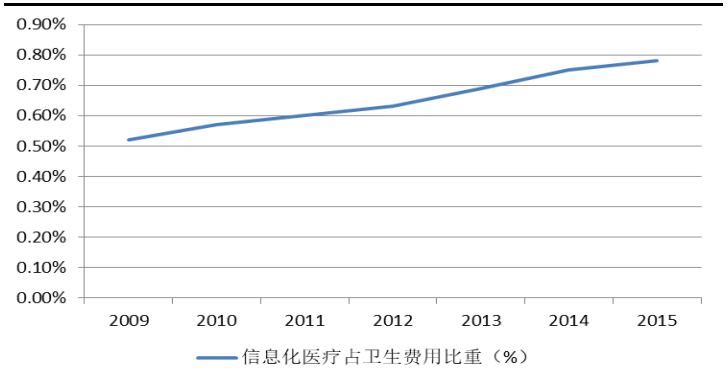
医疗信息化行业市场广阔，发展前景值得期待。据中国产业信息网数据，2015 年中国医疗信息化市场规模达到 318 亿元左右，同比增长 20%。2009-2015 年，医疗信息化投入占中国医疗机构卫生总费用比例由 0.52%提升至 0.78%。虽然比例逐年增长，但与发达国家 3%-5%的占比仍有较大差距，中国医疗信息化市场仍有较大发展空间。据《健康中国 2020 战略研究报告》数据，2020 年医疗机构卫生总费用将占 GDP 比例达到 6.5%，医疗信息化占医疗机构卫生总费用达到 1.2%，粗略估算，2020 年中国医疗信息化市场规模将在 750 亿以上。

图 12：2010-2020 年中国医疗信息化市场规模（亿元）及增速（%）

图 13：2009-2015 年信息化医疗占卫生费用比重（%）



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

政策持续加码推进医疗信息化快速发展，助力智慧医疗。在我国，政策对医改具有重要的指引作用。近年来国家对智慧医疗的重视程度不断提高，不断出台政策来促进医疗信息化，驱动智慧医疗获得快速发展。2012 年 8 月，《健康中国 2020 战略研究报告》明确 2020 年，卫生总费用将占 GDP 的比重达到 6.5%-7%，卫生部将推出 611 亿元预算的全民电子健康系统工程，包括大型综合医院信息化系统的标准化建设、建立全民电子健康档案盒区域性医疗信息化平台三项工作。在此基础上，2017 年 10 月，中共中央、国务院发布了《健康中国 2030”规划纲要》，首次将健康医疗产业的纲要提高至国家层级的战略。在政策的推动下，医疗信息化道路越来越明确。

表 1：医疗信息化政策推进进展

时间	规划	主要内容
2009 年 3 月	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	明确提出卫生信息化建设是深化医疗卫生体制改革的八大支撑之一，强调以医院管理和电子病历为重点，推进医院信息化建设，利用网络信息技术，促进医院和社区卫生服务机构的合作。
2010 年 12 月	《2010 年基于电子健康档案、电子病历、门诊统筹管理的基层医疗卫生信息系统试点项目管理方案的通知》	计划在 2011 年底在上海、浙江、安徽、重庆、新疆 5 省开展以健康管理和服务为中心，居民电子健康档案和电子病历为基础的卫生信息平台及重点业务应用系统的试点，中央财政将安排 2.24 亿投资。
2010 年 12 月	《深化中西部地区村卫生室信息化建设项目管理方案的通知》	2011 年底前为中西部地区 90%的村卫生室配备电脑，70%以上农村居民配备健康卡，开发整合村卫生室信息化软件，加快区域卫生信息平台建设等。该项工程将涉及 22 个省、2164 个县、423405 个村。
2012 年 6 月	《关于加强卫生信息化建设的指导意见》	建设国家、省、区域的三级卫生信息平台，到 2015 年，初步建立全国卫生信息化基本框架，到 2020 年，建立完善实用共享、覆盖城乡的全国卫生信息化网络和应用系统。

2012 年 8 月	《健康中国 2020 战略研究报告》	2020 年，卫生总费用占 GDP 的比重达到 6.5%-7%。卫生部将推出 611 亿元预算的全民电子健康系统工程，包括大型综合医院信息化系统的标准化建设、建立全民电子健康档案盒区域性医疗信息化平台三项工作。
2013 年 9 月	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	提出以面向基层、偏远和欠发达地区的远程影像诊断、远程会诊、远程监护指导、远程手术指导等为主要内容，发展远程医疗：逐步扩大数字化医疗设备配套，探索发展便携式数据采集设备，与物联网、移动物联网融合，不断提升自动化、智能化健康信息服务水平。
2015 年 3 月	《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020）》	开展健康中国云服务计划，积极应用移动互联网、物联网、云计算、可穿戴设备等新技术，推动惠及全民的健康信息服务和智慧医疗服务，推动健康大数据的应用，逐步转变服务模式，提高服务能力和管理水平。
2015 年 7 月	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	发展机遇互联网的医疗服务，支持第三方机构构建医学影像、健康档案、检验报告、电子简历等医疗信息共享服务平台，逐步建立跨医院的医疗数据共享交换标准体系。
2016 年 6 月	《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》	2017 年底，实现国家和省级人口健康信息平台以及全国药品招标采购业务应用平台互联互通，基本形成跨部门健康医疗数据资源共享共用格局。
2017 年 10 月	《健康中国 2030 规划纲要》	将健康医疗产业的纲要提高至国家层级的战略。

资料来源：信达证券研发中心整理

公司完成了智慧医院顶层设计云架构信息智能开放平台和 HOSPITAL3.0 系统架构的落地。智能开放平台的应用为“闭环管理”理念的实施提供了基础。智能开放平台不仅可以对接医疗信息化行业涉及的各类产品单元，打通医疗流程的各个环节，还可以起到桥梁作用，即当医院单个业务系统出现信息传递断点时，通过设计对应的业务系统将前端断点产生的信息续传至后端设备，可全方位涵盖医院从上至下、从前端到后台的全面工作内容，使得医疗信息具有“可及连贯”性。此外，公司成功将平台架设在了云端，并进一步实现了智能开放平台和应用的打通、患者端和医护端的打通。公司丰富了医疗生态云架构的内涵，初步形成了基于智能开放云平台的微服务框架，集聚了一批围绕云平台专注于微小化应用的合作伙伴。通过混合云平台搭载更多专业微小化应用，进一步提升了患者、医生、护士、管理者等不同用户的个性化服务体验。解决了现有医院信息化工作基于业务流程建设而产生系统接口繁杂、重复冗余、难于维护等弊端，解决了医疗信息孤岛问题。采用平台服务的模式，为不同医疗系统开发软件免费提供信息交互平台，并通过标准化的交互方式，实现了业务系统短期内的快速部署。

图 14：医院信息智能开放平台

资料来源：医惠科技官网，信达证券研发中心

信息智能开放平台切实解决了医院信息化发展中的痛点问题。基于该平台全医院信息实现了五个统一，即系统接入集成的统一、信息标准的统一、信息储存的统一、信息调用的统一、信息监管的统一，实现了全院信息的互通共享和临床大数据中心建设，目前全国已有数十家医院使用了公司的智能开放平台。其中广州妇幼儿童中心达到了医院信息化建设的七项首创：一是全国第一家公有云医院；二是全国第一家院内院外系统全部实现互通共享，所有业务交互实现可视化的统一管理和监控；三是全国第一家支持支付宝芝麻信用结算医院，全院现金支付不到 15%；四是全国第一家非急诊患者百分百预约挂号医院，实现患者“零排队”；五是全国第一家“无 HIS”医院；六是美国本土以外第一家门诊和住院均通过 HIMSS7 级的医院；七是投资成本和实施周期均创造最低和最短。

公司斩获南京鼓楼医院智能开放平台与北京市垂杨柳医院项目大额订单，后续成长可期。公司于 2017 年 4 月中标南京鼓楼医院信息平台及智慧医院应用框架建设项目，订单金额达到 2896 万元。项目分三期，总金额有望达到 1 亿元，公司已中标一期项目，为南京鼓楼医院提供智慧医院整体解决方案，主要产品有智能开放平台、智慧医院应用框架、以平台为基础的医疗数据中心等。南京鼓楼项目代表了医疗信息化未来的重要方向。2017 年 7 月再次中标北京垂杨柳医院 HIMSS6 评审项目，订单金额 3467 万。未来公司有望中标更多医院 HIMSS 评审项目，该类订单一般都在千万级别，将为公司智慧医疗业绩增长提供有力支撑。

表 2：截至 2017 年 7 月公司医疗信息智能开发平台中标项目

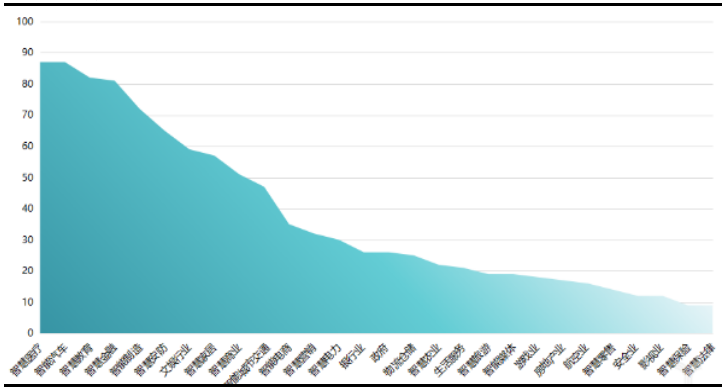
公告日期	采购单位	采购项目	中标金额
2017/1/19	日照市中医医院	移动医护管理系统及相关配套设备项目	880,000.00
2017/3/1	桐乡市卫生和计划生育局	移动输液二期、公共卫生平台信息化项目	684,200.00
2017/3/29	厦门大学附属中山医院	医院临床数据中心	385,000.00
2017/3/29	厦门大学附属中山医院	医院运营管理数据挖掘及决策分析	300,000.00
2017/3/30	河北省儿童医院	医院信息应用系统更新升级	207,500.00
2017/4/13	青海省人民医院	移动护理信息系统采购项目	3,150,000.00
2017/4/19	南京鼓楼医院	信息平台及智慧医院应用架构建设项目	28,960,000.00
2017/4/20	佛山市妇幼保健院	移动护理及护理管理系统项目	1,488,977.00
2017/5/12	上海市虹口区江湾医院	移动护理信息系统	1,668,000.00
2017/5/22	首都医科大学附属北京口腔医院	移动护理及护理管理系统软件项目	592,000.00
2017/5/26	苏州市中医医院	医院数字图书馆建设平台等	1,240,000.00
2017/5/26	徐州医科大学附属医院	移动查房系统	4,580,000.00
2017/6/14	山东省精神卫生中心	医用移动查房系统采购项目	1,485,000.00
2017/6/21	山东中医药大学附属医院	医用软件等采购项目	474,900.00
2017/6/30	首都医科大学宣武医院	信息系统改造项目	5,800,000.00
2017/7/14	中国中医科学院	信息化建设工程项目第 1 包	543,000.00
2017/7/25	北京市垂杨柳医院	HIMSS6 评审项目	34,671,600.00
总计金额			87,110,177.00

资料来源：中国政府采购网，信达证券研发中心整理

携手 IBM 沃森，加快布局 AI+医疗

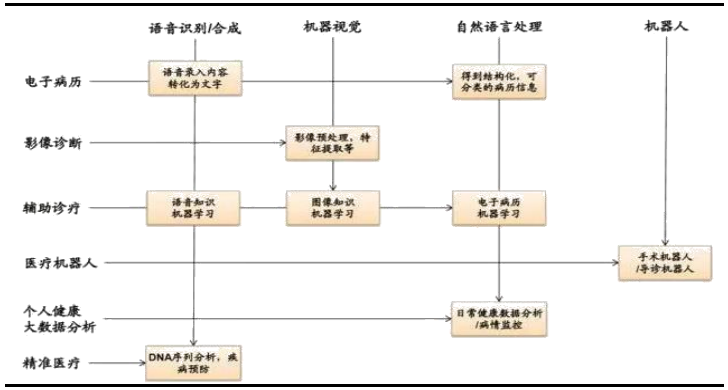
弱人工智能更容易在医学这种专业性较强但不要求通用能力的行业发挥作用，我国医疗人工智能将迎来一个快速发展期。据 IT 橘子报告数据显示，医疗行业成为 AI 应用最火热的行业，其中包括了医疗诊断、医学病历分析等应用方向。近年来国家发布的 80 多条全国性政策以及多条医疗人工智能专项政策，也都表明医疗人工智能的发展迎来政策利好。2017 年 7 月，国家发布了《新一代人工智能发展规划》，规划中明确医疗是人工智能应用重要领域之一。在全球范围内，人工智能技术与临床医学的结合也越来越成为医疗行业的发展趋势，应用场景也在不断丰富。中国已经成为了全球领先的 AI 研发中心，医学人工智能在中国的发展面临着非常好的机遇。利用人工智能在医疗领域进行应用能满足病患希望拥有符合自身身体状况的精准化诊疗咨询服务的需求。

图 15：中国 AI 渗透行业热度图



资料来源：IT 橘子，信达证券研发中心

图 16：AI+医疗应用场景及结构



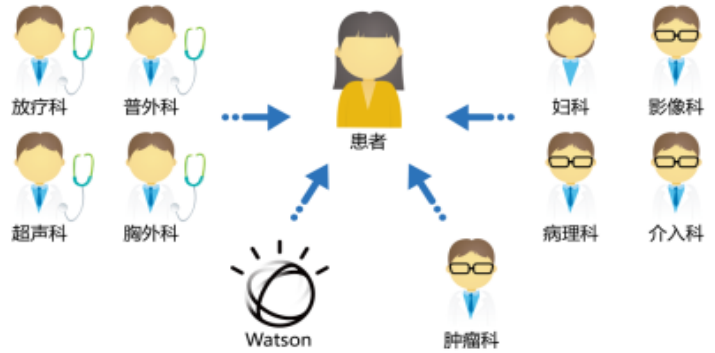
资料来源：亿欧网，信达证券研发中心

引入 IBM 沃森，实现本土化

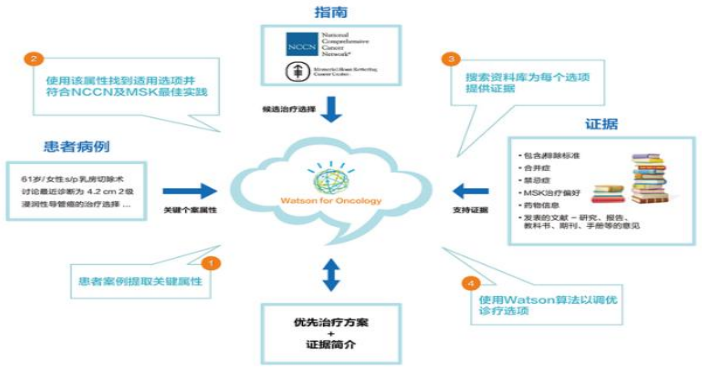
沃森肿瘤专家(Watson for Oncology)是全球科技巨擘 IBM 研发的认知计算系统，应用于肿瘤医学领域并辅助肿瘤治疗。沃森肿瘤专家是全球唯一以实证为基础提供医生治疗方案建议的超级人工智能，是 IBM 联合 MSK（纪念斯隆•凯瑟琳癌症中心）基于 NCCN（美国国立综合癌症网络）癌症治疗指南和其在美国 100 多年癌症临床治疗实践经验，历时超过 4 年培训的高科技成果。沃森以全球海量实证研究数据与 MSK 专家意见为基础，成为各学科专家临床基础意见，能协助多学科会诊运行。其治疗方案的准确率、科学性目前已经超过了 MSK 医生的平均水平。可以帮助分析病情，根据全球最新最权威的肿瘤临床数据，提供精准、规范、个性化的诊疗建议，避免过度治疗与错误诊疗的发生，提高治疗效果。

图 17：应用 IBM Watson 的肿瘤多学科协作治疗

图 18：沃森肿瘤专家治疗方案流程图



资料来源：医惠科技官网，信达证券研发中心



资料来源：医惠科技官网，信达证券研发中心

中国肿瘤精准诊疗市场需求大，引入 IBM 沃森肿瘤专家具有重要意义。2017 年 2 月，国家癌症中心发布中国最新癌症数据，汇总了全国 347 家癌症登记点的数据。中国癌症统计一般滞后 3 年，最新公布的是 2013 年的发病和死亡数据。与 2012 年相比，癌症新发人数继续上升，从 358 万增加到 368 万，增幅 3%。2013 年世界新发病例约 1409 万，中国新发癌症病例占世界的 1/4。此外，除国内医院求诊、出国寻诊外，病患更希望拥有符合自身身体状况的精准化诊疗咨询服务，以提升疾病诊治效果。而 Watson for Oncology（沃森肿瘤解决方案）作为全球最领先的应用于肿瘤医学领域并辅助肿瘤治疗的人工智能工具，对于诊断技术的进步有很强的助力作用。

图 19：2013 年中国癌症新发病例人数（万）

资料来源：国家癌症中心，信达证券研发中心

图 20：沃森肿瘤专家治疗方案成就

资料来源：医惠科技官网，信达证券研发中心

公司联合杭州认知实现了沃森肿瘤专家（IBM Watson for Oncology）的本土化。医惠科技将沃森智能诊疗系统结合医惠多学科会诊云平台，综合辅诊、会诊等多种诊疗协作方式，沃森认知运算技术作为核心能力，为医生讨论提供充分的临床实证支持，并协助病患数据传输、知识库建立、与院后随访功能，形成全程闭环管理。此外，还实现了依据不同使用场景调整产品

功能模块，以满足医院多元使用场景需求，提高医生使用感受度。在医疗信息互联互通技术下，还完成医疗信息安全控管。在人工智能产品的自主研发、运营推广、售后服务等多方面取得了开创性成果，完成国内唯一的适合中国临床应用的本地化版人工智能应用系统及基于人工智能的辅助诊疗互动平台。目前已与国内几十家三甲医院签署了 Watson 肿瘤解决方案的合作协议，其中近十家沃森联合会诊中心已经正式落地运营并开放商用服务，打造了医联体智能联合诊疗体系和认知医学专委会协同体系，快速构建了肿瘤临床个性化高端解决方案。未来随着本土化应用的越来越成熟和癌种治疗方案的丰富，沃森肿瘤专家将在国内众多大型医疗机构进行快速推广。

沃森肿瘤专家(Watson for Oncology)处在快速发展期。目前，沃森肿瘤专家已经在全球 11 个国家落地应用，2016 年已经拥有针对 5 种癌症的辅助治疗方案，2017 年底预计会有针对 14 种癌症的辅助治疗方案，应用范围将会更广。

图 21：沃森肿瘤专家全球落地情况

资料来源：杭州认知官网，信达证券研发中心

图 22：沃森肿瘤专家癌种辅助治疗方案发展规划

资料来源：杭州认知官网，信达证券研发中心

青岛大学医疗集团应用案例：医院利用沃森肿瘤专家接诊 256 例肿瘤患者。其中，乳腺癌患者例数最多，达 122 例，肺癌患者 61 例。Watson 推荐的治疗方案与医院专家治疗方案对比发现，两者方案的一致率高达 96.8%。

增资认知网络，深化 AI+医疗布局

杭州认知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，在国内非结构化病历等信息处理方面有独特的技术优势。人工智能诊疗是通过医疗大数据分析及人工智能技术应用，结合病人实际情况给出精准的辅助诊疗意见，为医务工作者、医学科研工作提供精准的临床辅助决策和科研分析，有效提高医生诊疗效率、诊断准确率、科研临床转化率，从而提高整体治疗水平。此外，杭州认知还是国内首家将沃森肿瘤解决方案引入中国，服务于中国医生和患者的公司。未来杭州认知作为 IBM 全球核心战略合作伙伴，将进一步强化与 IBM 沃森全球部门的深度战略合作关系，通过不断的产品升级与平台建设，打造以沃森为中心的本土化智慧医疗服务生态体系，实现人工智能在临床辅助诊疗方面的产业价值，积极推动精准智慧医疗的快速发展。

医疗人工智能成为公司智慧医疗业务发展战略的重要组成部分，公司开始布局基于医疗大数据应用的医疗人工智能产业。2016年3月通过全资子公司医惠科技参股投资杭州认知，帮助杭州认知快速拓展IBM Watson for Oncology国内市场的同时，还与杭州认知进行了医疗人工智能技术与相关服务产品的深度融合，在学习、借鉴的基础上，公司积极开展人工智能产品的自主研发，推出了国内唯一以医疗大数据+认知计算为基础，同时又结合临床应用的人工智能辅助决策解决方案，陆续有基于单病种辅助诊疗的人工智能应用产品问世，树立了公司在国内医疗人工智能领域的领先优势。2017年8月7日公司再次增持杭州认知 8.33%的股权，进一步加强与杭州认知在技术及产品方面的深度合作，加速沃森联合会诊中心在全国范围内的落地，快速铺开医疗人工智能应用的市场网络，实现互利双赢。

以大数据平台为支撑，ThinkGo 在单病种人工智能应用的研发中发挥重要作用，已有四个人工智能应用落地。公司开发完善了EWELL Big Data Platform大数据平台，通过该大数据平台将分散在各子业务系统内的临床数据汇聚、清洗、转化、标准化进行统一储存，形成专业数据中心，有力支持大数据及人工智能的应用开发。目前已经完成了构建中、西医医学本体语义库，打造结构化语义平台处理非结构化数据，构建全结构化单病种数据库并自主开发完成了医疗认知引擎 ThinkGo。公司利用ThinkGo在成功推出手足口病机器人后，疝、川崎病、乙肝、心梗等四个单病种人工智能应用也已落地。

表3：医惠科技在大数据人工智能系统性推进进程

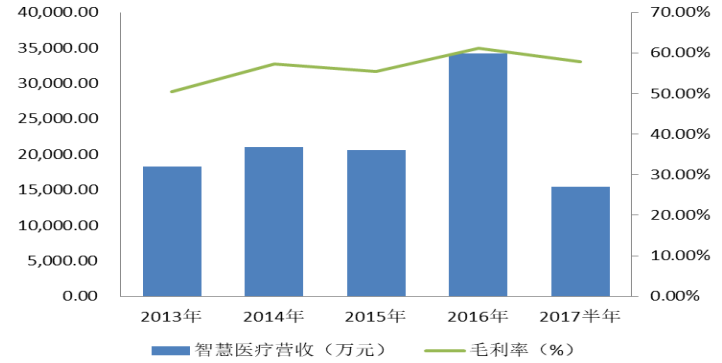
推进工作	完成效果
构建中、西医医学本体语义库	提升了计算机识别、理解、洞察、判别、询证、辅助医学的能力，为大数据及人工智能的应用打下坚实基础。
打造结构化语义平台	借助医学本体术语系统，通过结构化语义引擎，对大量非结构化的临床数据进行语义结构化处理，转化为计算机可以识别的语义，为临床、科研提供辅助决策支持。
构建全结构化单病种数据库	通过结构化语义平台，能够按照临床病种将医疗机构大量历史病历进行归并、处理、清洗、有效过滤无效信息，只提取有用的信息，从而形成全结构化单病种数据库。
自主开发完成了医疗认知引擎 ThinkGo	ThinkGo 融合谷歌人工智能引擎和其他开源算法，吸收借鉴国外先进的病历训练方法，将人工智能的处理引擎与临床辅助诊断模型做结合，并借助大量医学教科书、临床指南、期刊文献、临床病历等进行了训练。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

智慧医疗业绩高速增长，表现亮眼

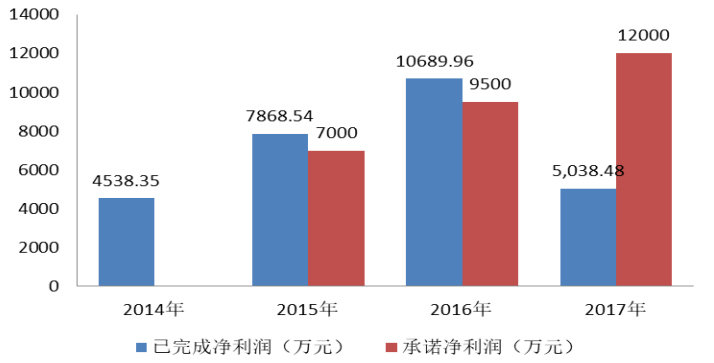
收购标的医惠科技完成业绩承诺，智慧医疗业务成长迅速。2015年收购医惠科技，其承诺2015-2017年归属于公司所有者净利润不低于7000万元、9500万元和12000万元。2015、2016年经审计后归属于母公司净利润为7868.54万元和10689.96万元，均超额完成业绩承诺，保持快速增长势头。截至2017年6月，医惠科技已完成归属于母公司净利润5038.48亿元，比去年同期增长50.43%，从获取订单情况来看，我们预计2017年有望完成承诺业绩。从2015-2017年上半年营收状况与毛利率水平来看，近两年智慧医疗业务高速增长，保持着高达60%左右的毛利率。

图 23：2013-2017 上半年智慧医疗营收（万元）及毛利率（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 24：2014-2017 上半年医惠科技业绩完成情况



资料来源：wind，信达证券研发中心

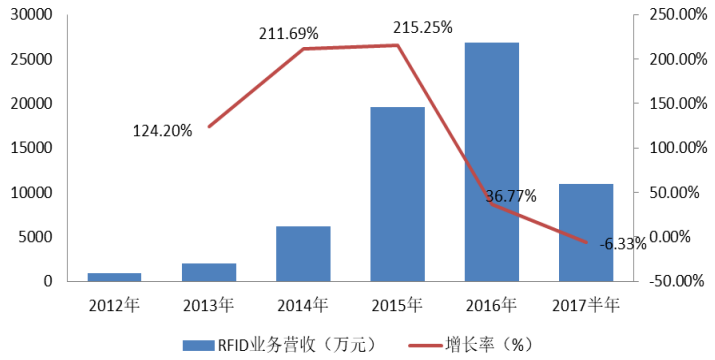
新零售迎来契机，RFID 相关业务有望受益

面对互联网线上零售增长乏力与线下零售业效益逐渐下降等困境，兴起新零售概念。众巨头纷纷开始布局新零售，进行积极探索，相继推出个性化的便利店、精品超市，以提供个性化的服务和客户体验抢占市场。公司拥有的 ESL 与 RFID 技术成为新零售的两种主流技术，相关业务必将受益于新零售的爆发。

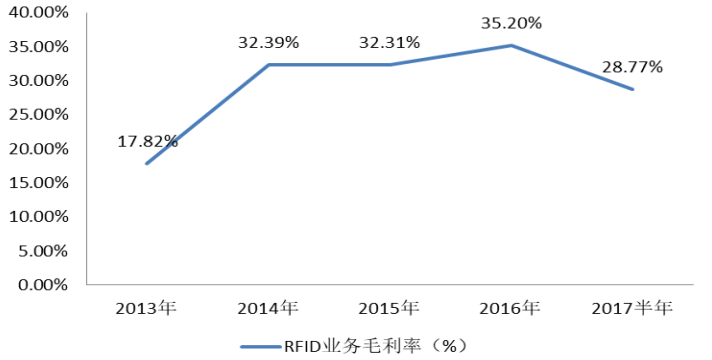
公司 RFID 业务在 2013 -2105 年营收增长迅速，增长率均超 100%。2016 年营收增长率进入正常水平，达到 36.8%，毛利率保持在 30%左右。公司在 RFID 领域拥有技术优势及规模优势，目前现有年产能 15 亿枚，可扩张至每年 25 亿枚。随着近两年 RFID 行业竞争加剧，2017 年上半年公司采取了竞争性降价策略，使得 RFID 业务营收首次出现下滑，同比下降 6.33%至 1.1 亿元，我们预计下半年会有所改善。

图 25：2012-2017 上半年 RFID 营收（万元）及增长率（%）

图 26：2013-2017 上半年 RFID 业务毛利率（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心



资料来源：wind，信达证券研发中心

新零售爆发为 RFID 业务提供发展新机遇

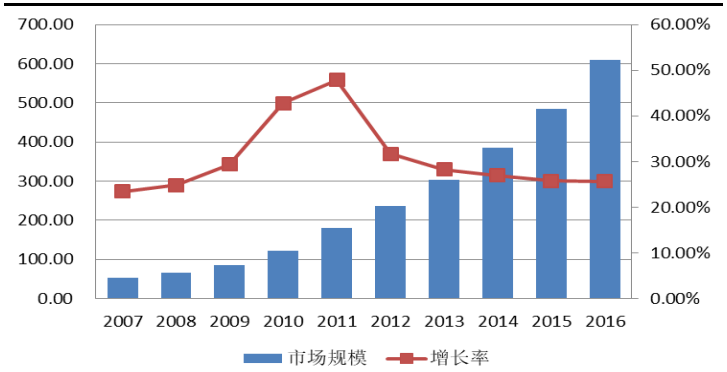
射频识别，RFID（Radio Frequency Identification）技术，又称无线射频识别，是一种通信技术，可通过无线电讯号识别特定目标并读写相关数据，而无需在识别系统与特定目标之间建立机械或光学接触，是一种非接触式的自动识别技术。

工作原理：标签进入磁场后，接收到读写器发出的特殊射频信号，能凭借感应电流所获得的能量发送出存储在芯片中的产品信息（即 Passive Tag，无源标签或被动标签），或者能主动发送某一频率的信号（即 Active Tag，有源标签或主动标签），读写器读取信息/接收信号并解码后，送至中央信息系统（计算机控制端）进行有关数据的处理。

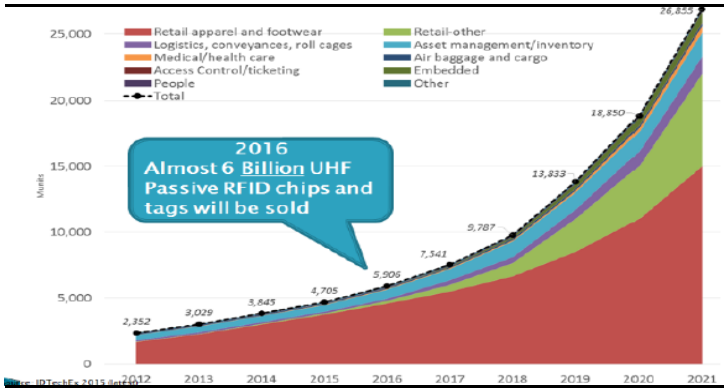
RFID 技术应用领域的广度和深度正在不断延伸，市场容量持续增长。据中国 RFID 产业联盟数据，截至 2016 年底，中国 RFID 行业市场规模达到 608.80 亿元，同比增长 25.71%。2012-2016 年期间，中国 RFID 市场规模的年复合增长率为 25%左右，增长迅速。据 IDTechEx 数据，在超高频 RFID 标签应用领域中，势头强劲的服装零售行业继续领跑，其他零售业也开始使用 RFID 标签成为新增长点，行业发展和市场容量持续向好。在国内市场，从“新零售”到“无人零售”，其他零售业已开始轰轰烈烈的转型之路，自助收银、线上线下相融合、提升客户体验、满足个性化需求，正逐步成为零售业品牌做大做强必不可少的重要砝码。RFID 技术作为实现零售应用技术感知层数据采集的主要技术媒介，在零售智能化的实现过程中充当重要角色，零售业的转型升级势必推动 RFID 行业的进一步发展。

图 27：2007-2016 年中国 RFID 市场规模（亿元）及增长率（%）

图 28：超高频 RFID 标签在各应用领域的增长情况预测（百万个）



资料来源：中国 RFID 产业联盟，信达证券研发中心



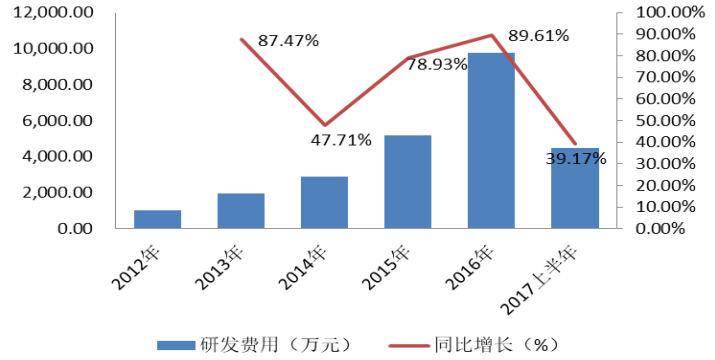
资料来源：IDTechEx，信达证券研发中心

2017 年，以 RFID 为基础的无人收银系统以及无人便利店已迅速落地推广。日本政府力推“无人便利店”计划，采用的就是 RFID 技术，主要是在便利店引入无人收银台与“电子标签”，日本的便利店巨头罗森成为首家采用这一技术的企业，之后的日本 7-11、全家等五家大型便利店都宣布将引入该系统。国内欧尚、大润发相继在上海推出新零售商店缤果盒子、天虹股份推出 Well GO 等均采用了 RFID 技术。此外，阿里推出的淘咖啡支付环节采用的也是 RFID 系统。我们预计未来两年无人零售店大规模使用 RFID 将给 RFID 行业带来新的发展机遇。

公司持续创新投入，占据“新零售”风口。2017 上半年，公司研发投入为 4,481 万元，占营业收入的 9.43%，同比增长 39.17%。2017 上半年受新零售研发投入增加、原材料价格上涨及部分标签产品实施竞争性降价策略等因素影响，以 EAS 和 RFID 为主的商业智能事业部净利润同比下滑。公司加大相关研发投入，通过 EAS+RFID 技术,搭载视频识别等多种数据采集和多媒体技术，开发完善了应用于零售门店的 ShopKeeper 平台，通过对零售大数据的收集和分析，为零售门店提供客流统计、客群分析、商品陈列改善等智能化决策服务。公司产品实现了对门店的实时立体感知，构建门店智能化运营新生态，为“新零售”的风口到来积极做好技术储备。

图 29：2012-2017 上半年研发费用（万元）及同比增长（%）

图 30：服装零售全产业链系统集成方案



资料来源：Wind，信达证券研发中心

资料来源：医惠科技官网，信达证券研发中心

2014 年思创医惠联合国内多家企业共同出资成立瑞章科技，进行并购意联科技，拥有了上游核心 RFID 芯片的话语权。意联科技控股股东为国企江西出版集团，思创医惠持有 22.4%股权。通过产业并购有利于未来公司参与大型项目的设计开发，提高集成解决方案设计和实施能力，在 RFID 相关应用领域中获取更大的市场份额。意联科技是一家成立于 1994 年的美国高科技企业，长期从事超高频 RFID 技术研发，是现今国际超高频 RFID EPCgloba 标准起草人之一，拥有 100 多项专利和大量专有技术，在行业中具有举足轻重的地位。意联科技占有最大的亚太区标签成品市场和渠道，拥有亚太 70%的市场份额。淘咖啡使用的超高频 RFID 读写器为瑞迪科技提供，其控股股东为瑞章科技。超高频 RFID 电子标签为瑞章科技提供（Alien TechnologyCo.的超高频 RFID 电子标签）。目前，阿里已经完成了淘咖啡新零售的试点，预计年底后要在全国开 1000 到 2000 家。思创医惠与阿里已有接洽，未来有望通过合作方式获得技术提升与业绩增长。

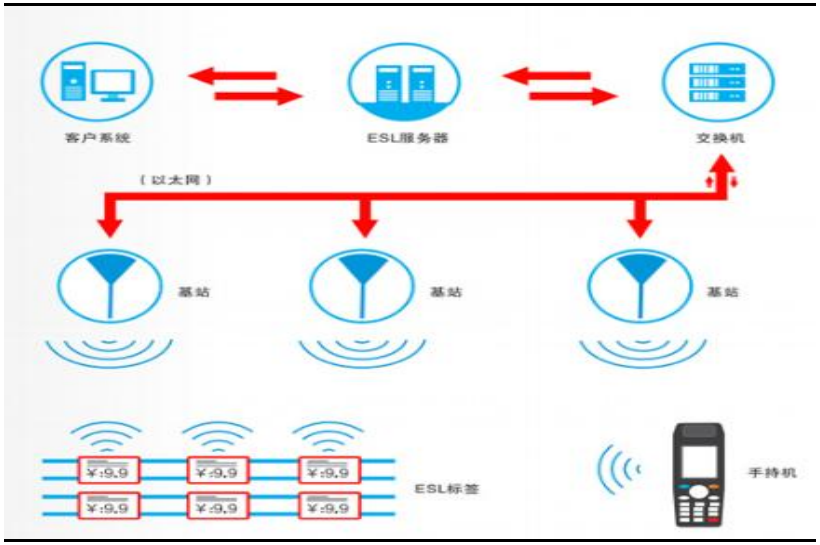
案例：思创医惠助力拉夏贝尔

拉夏贝尔全国有 7000 多家店，针对服装零售市场的痛点问题，2017 年春节引入思创医惠的全产业链系统集成方案：集合了工厂、物流、门店三部分。在成衣工厂进行加工挂标，该环节通过 RFID 洗唛标签，规范了成衣工厂的生产流程，并采用 RFID 平板检测设备对成衣进行装箱检测，加强了出货前的品检流程，减少多装、少装及错装的情况。在物流中心，通过通道机快速读取产品信息，提高收货效率，杜绝串码、少货等情况发生，实现 100%数据全检，避免传统抽检造成的部分错误无法及时发现，事后不易追究责任的问题。在货品出仓前通过发货复核平板验证，保证发货的准确性的同时，大大提高了发货效率。在门店实现了智能化管理，实现加快清点货物、快速补货等。

ESL 解决零售经营痛点，业务有望快速增长

ESL，electronic shelf label，即电子货架标签，现在广义地称为电子货架标签系统，该系统由以下几个部分组成：客户系统、ESL 服务器、交换机、基站、ESL 标签、手持机。相较于纸质标签而言，除了更换时间短、人工成本低、出错概率小、环保经济等优点外，电子货架标签具备动态定价、商品评价、产品推荐以及价格核定等功能从而有潜力大量应用于新零售情景中。

图 31：电子货架标签系统（ESLs）组成示意图



资料来源：中瑞思创官网，信达证券研发中心

电子货架标签应用市场巨大，逐渐拓展普及中。电子货架标签已经在全球约 2500 万个超市投入实际应用，存量超过 4 亿个。2014 年，电子价格标签全球出货量在 6000 万片，市场规模在 20 亿元左右。2015 年，全球电子价格标签出货量大约在 7000 多万片。据 M-Brain 调研公司数据，预计 2017-2020 年，全球电子货架标签将以每年 30%的速度增长，智能化是未来零售市场发展的主要趋势。目前电子货架标签的应用主要分布在欧美、澳大利亚、中东土耳其、亚洲的日本和韩国等国家，中国大陆的电子货架行业起步晚，由于巨大的市场及新零售发展诉求中国将会成为成长最快速的地区之一。

生鲜及食品货品等存在易腐烂、易过期和时效性等问题，通过 ESL 软件系统实现鲜度管理、效期管理及价格联动，可抓住生鲜门店及超市部门经营痛点。商家可通过部署 ESL 环境标签，重点部位温度重点监控；使用 ESL 软件系统，开启环境监控报警；观察温度曲线，做好防损重点时间点预测。生鲜门店及超市部门通过 ESL 软件系统有效管理了生鲜鲜度及货品效期，并实时价格联动。此外， ESL 系统将不断与库存信息、人流量、热点区域、大数据等相结合，为新零售转型提供更多帮助。

目前公司的 ESL 业务已经积累了一批标杆客户，物美、盒马鲜生、世纪联华、中百、华盛连锁、河南大张、中石油、全都、洋东西、叶式水果天猫旗舰店等都在使用中瑞思创的 iFresh.系列生鲜吊牌、iShelf. 货架标签。在推进 ESL 普及时，公司所输出的不仅是优质的 ESL 价格标签产品，还融入物联、大数据等新零售关键技术所构建的智能化系统平台，打造门店一体化智能运营的模式。通过功能创新的硬件产品，与系统整合的软件平台结合，为零售行业注入新的动力。

图 32：思创医惠 ESL 标签

资料来源：中瑞思创官网，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

公司分业务的盈利预测基于下面的假设与判断:

1.自 2014 年开始，公司 EAS 业务步入稳定增长期，增速稳定在 5%-8%，毛利率稳定在 42%左右。

2.2012-2015 年公司 RFID 业务基数较小，增速特别快。由于规模效应，2016 年增速开始下滑，趋向于行业增速 25%。考虑到竞争加剧、标签价格降低、新零售尚未大规模应用等因素，2017 年营收增速将受到影响，我们预测增速下降到 15%左右。受益于 2018 年新零售爆发的预期，我们预计未来两年 RFID 业务营收增速达到 25%，毛利率略有下降为 32%。

3.公司医疗信息化智能开放平台订单充足，HIMSS 项目大额订单不断出现。此外，公司还在不断的加码研究开发 AI+医疗与医疗信息耗材产品等，我们看好公司智慧医疗业务的发展。我们预计 2017 年公司可完成承诺净利润 1.2 亿元，2018-1019 年业务收入依旧保持高增速。考虑到基数变大，增速将有所放缓。公司产品技术壁垒较高，高毛利率将会维持，假设未来三年智慧医疗毛利率仍维持在 60%左右。

表 4: 公司分业务盈利预测（万元）

		2015	2016	2017E	2018E	2019E
EAS	营业收入	45139.18	47984.03	51268.54	54777.87	58527.41
	营业收入 YOY	7.39%	6.30%	6.85%	6.85%	6.85%
	毛利率	41.49%	42.58%	42.04%	42.04%	42.04%
RFID	营业收入	19601.09	26809.03	30830.38	38537.98	48172.48
	营业收入 YOY	215.25%	36.77%	15%	25%	25%
	毛利率	32.31%	35.20%	32%	32%	32%
智慧医疗	营业收入	20554.43	34203.53	49595.12	69433.17	93734.77
	营业收入 YOY	-2.28%	66.40%	45%	40%	35%
	毛利率	55.37%	61.80%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	营业收入	85294.7	108996.6	131694	162749	200434.7
	营业收入 YOY	73.65%	27.79%	20.82%	23.58%	23.16%
	毛利率	42.72%	46.61%	47.20%	48.18%	48.96%

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

我们预计，2017~2019 年公司营业收入分别 13.17、16.27、20.04 亿元，归属母公司股东的净利润分别为 2.20、2.85、3.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.27、0.35 和 0.45 元，PE 分别为 52、41、32 倍。与公司业务相近的公司相比，估值水平基本

合理。考虑到公司智慧医疗业务快速发展，RFID 业务面临新零售兴起的良好发展机遇，给予“增持”。

表 5：智慧医疗相关上市可比公司

证券代码	证券简称	最新价	PE			EPS		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
300253.SZ	卫宁健康	7.70	23.8	47.8	47.8	0.32	0.16	0.16
300168.SZ	万达信息	13.70	59.3	47.9	47.9	0.23	0.29	0.29
300020.SZ	银江股份	12.42	53.1	47.9	47.9	0.23	0.26	0.26
300290.SZ	荣科科技	11.29	112.0	71.5	71.5	0.10	0.16	0.16
300451.SZ	创业软件	28.70	110.7	37.9	37.9	0.26	0.76	0.76
002065.SZ	东华软件	11.28	39.4	24.1	24.1	0.29	0.47	0.47
600718.SH	东软集团	17.35	11.7	40.6	40.6	1.49	0.43	0.43
300078.SZ	思创医惠	14.30	61.00	52.00	41.00	0.23	0.27	0.35

资料来源：Wind，信达证券研发中心　　注：最新价为 2017-9-28 日收盘价，除思创医惠外，其余公司 EPS 均来自 Wind 一致预期

风险因素

1.智慧医疗业务方面收购整合业绩不达预期;

2.新零售发展对业务增长不达预期;

3.竞争加剧导致毛利降低影响业绩等。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,145.94	1,567.36	1,431.46	1,768.17	2,194.58
货币资金	442.02	690.86	382.75	491.96	642.35
应收票据	0.48	0.15	0.18	0.22	0.27
应收账款	449.06	537.87	649.88	803.13	989.09
预付账款	21.19	21.57	26.14	31.78	38.61
存货	178.32	262.34	317.94	386.51	469.67
其他	54.86	54.57	54.57	54.57	54.57
非流动资产	1,311.01	1,388.39	1,388.61	1,389.19	1,386.12
长期投资	142.92	158.16	158.16	158.16	158.16
固定资产	198.25	353.83	304.50	307.62	304.63
无形资产	86.01	82.82	77.08	71.93	67.83
其他	883.82	793.59	848.87	851.49	855.51
资产总计	2,456.94	2,955.75	2,820.06	3,157.36	3,580.70
流动负债	887.37	504.46	513.76	557.10	609.68
短期借款	175.00	253.53	253.53	253.53	253.53
应付账款	71.81	111.48	105.78	128.60	156.26
其他	640.56	139.45	154.45	174.98	199.88
非流动负债	264.96	391.26	131.26	131.26	131.26
长期借款	264.00	390.00	130.00	130.00	130.00
其他	0.96	1.26	1.26	1.26	1.26
负债合计	1,152.33	895.72	645.02	688.36	740.94
少数股东权益	19.92	21.63	28.45	37.27	48.39
归属母公司股东权益	1,284.68	2,038.40	2,146.60	2,431.73	2,791.38
负债和股东权益	2456.94	2955.75	2820.06	3157.36	3580.70

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	852.95	1,089.97	1,316.94	1,627.49	2,004.35
同比	73.65%	27.79%	20.82%	23.58%	23.16%
归属母公司净利润	140.97	187.98	220.40	285.14	359.64
同比	80.80%	33.35%	17.25%	29.37%	26.13%
毛利率	42.72%	46.61%	46.45%	47.32%	48.02%
ROE	11.57%	11.31%	10.53%	12.46%	13.77%
摊薄每股收益(元)	0.17	0.23	0.27	0.35	0.45
P/E	82	61	52	41	32
P/B	5.00	3.15	5.38	4.75	4.14
EV/EBITDA	33.25	24.67	34.73	28.69	23.39

利润表 单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	852.95	1,089.97	1,316.94	1,627.49	2,004.35
营业成本	488.54	581.90	705.21	857.31	1,041.77
营业税金及附加	6.76	9.39	10.94	13.52	16.65
营业费用	57.85	66.06	86.87	107.36	132.22
管理费用	136.48	199.47	234.68	290.03	357.18
财务费用	-5.23	28.65	27.84	24.56	24.87
资产减值损失	44.05	23.21	20.39	28.44	33.98
公允价值变动收益	7.21	-9.87	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.57	14.61	11.22	14.47	13.43
营业利润	149.27	186.04	242.22	320.74	411.10
营业外收入	18.25	29.96	26.40	26.40	26.40
营业外支出	1.24	2.19	1.30	1.30	1.30
利润总额	166.27	213.80	267.31	345.83	436.19
所得税	25.96	25.17	40.10	51.87	65.43
净利润	140.32	188.64	227.22	293.96	370.77
少数股东损益	-0.65	0.66	6.82	8.82	11.12
归属母公司净利润	140.97	187.98	220.40	285.14	359.64
EBITDA	194.36	286.29	343.72	415.98	510.21
EPS（摊薄）	0.17	0.23	0.27	0.35	0.45

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	162.87	134.62	126.56	161.33	202.93
净利润	140.32	188.64	227.22	293.96	370.77
折旧摊销	29.47	45.89	46.51	47.82	51.69
财务费用	-1.38	26.59	29.90	22.33	22.33
投资损失	-17.57	-14.61	-11.22	-14.47	-13.43
营运资金变动	-21.88	-143.08	-183.29	-212.60	-257.42
其它	33.92	31.19	17.45	24.29	29.00
投资活动现金流	-655.04	-588.12	-32.56	-29.79	-30.20
资本支出	-64.17	-98.17	-43.78	-44.26	-43.64
长期投资	-571.22	-464.11	11.22	14.47	13.43
其他	-19.65	-25.84	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	426.79	698.81	-402.10	-22.33	-22.33
吸收投资	0.10	592.30	0.00	0.00	0.00
借款	450.00	165.33	-260.00	0.00	0.00
支付利息或股息	23.31	54.92	142.11	22.33	22.33
现金净增加额	-62.25	249.38	-308.10	109.20	150.39

研究团队简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

蔡靖，北京大学工商管理硕士， 曾经从事手机研发，实验室管理等工作， IT 从业经验八年。 2015 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

袁海宇，北京大学物理学学士、凝聚态物理专业硕士。2016 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

王佐玉，北京外国语大学金融硕士。2017 年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁　泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪　辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐　蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。