



2017年12月18日

买入(首次评级)

当前价: 11.29元

分析师: 郭佳楠

执业编号: S0300515080001

电话: 010-64814022

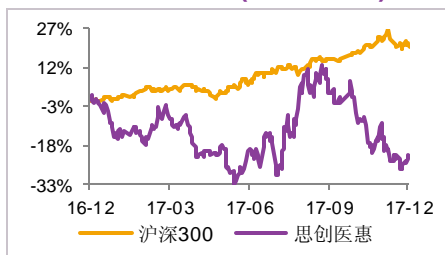
邮箱: guojianan@lxsec.com

研究助理: 刘璐

电话: 130-5193-1435

邮箱: liulu@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,090	1,246	1,559	1,794
(+/-)	27.8%	14.3%	25.1%	15.1%
归母净利润	188	213	332	404
(+/-)	34.4%	13.4%	55.5%	21.7%
EPS(元)	0.42	0.26	0.41	0.50
P/E	62	43	27	23

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《思创医惠(300078)——【联讯计算机季报点评】思创医惠:智慧医疗稳步推进,智能产品看点可期》2017-11-02

思创医惠(300078.SZ)

【联讯计算机深度】思创医惠:完整产业链布局,内生外延助力企业高速发展

投资要点

◇ “完整产业链布局+医疗信息化产业升级=高速前行助跑剂”

2015年公司全资收购医惠科技有限公司,至此公司主营业务已经囊括覆盖医疗信息化全产业链产品,能够实现医疗信息化产业链的全布局,能够大大缩短产业链上下游响应速度,最大程度提升产品市场竞争力。

◇ 医疗信息化改革力度强劲,中国医疗信息化水平对标发达国家综合实力亟待增强

目前三级医院基本达到HIS全覆盖,二级及以下也基本达到80%覆盖,大中型医院的信息化建设中心已经逐步由HIS转至以病人和临床为中心的数字化医院建设,将对PASS系统和电子病历系统、移动医疗的搭建和应用进行重点投资,到2020年,中国的临床医疗信息化解决方案市场规模将接近51.78亿元,达到2014年的2.5倍,2016年的1.78倍。

◇ 内生外延成效显著,营收及净利润增幅显著

外延布局人工智能领域,Watson for Oncology 增固肿瘤检测垂直行业技术壁垒,公司目标在于全国重点省市建设20家左右的沃森联合会诊中心,目前已在杭州、天津、广州、沈阳等地建立7家,对肿瘤患者提供沃森肿瘤咨询及辅助诊疗服务。

◇ 投资建议

公司医疗信息化解决方案主营业务增速显著,在手订单逐步增多,公司亦布局整体医疗信息化产业链,产品涵盖硬件及软件极大增强企业市场竞争力。此外受益于产业升级及政策驱动等因素。

我们预计17-19年分别实现归母净利润2.13/3.32/4.04亿元,EPS分别为0.26/0.41/0.5元,给予40倍PE,对应2018年目标价16.4元,给予买入评级。

◇ 风险提示

传统主营业务拓展及改革不及预期,公司订单量不及预期,市场竞争力持续减弱。



目 录

一、“完整产业链布局+医疗信息化产业升级=高速前行助跑剂”	5
(一)、EAS+RFID+解决方案，全产业链布局医疗信息化产业	5
1、收购医惠科技，公司将围绕一体化医疗生态云架构平台、医疗物联网业务、医疗健康信息耗材三大块业务加快推动医疗信息化业务发展	6
2、原有 RFID 业务将逐步搭建产品及技术上的深入协同，逐步打开医疗信息耗材市场	7
(二) HIMSS 评级标准正逐步被各大医院作为医疗信息化标准参评	9
1、HIMSS 评选系统严苛，评选结果被业内广泛认可	9
2、HIMSS 共分八级，为最全的医疗信息化评比系统	10
3、思创医惠帮助多家医院通过不同等级的 HIMSS 评审	11
二、医疗信息化改革力度强劲，中国医疗信息化水平对标发达国家综合实力亟待增强	12
(一)、医疗信息化水平分为三个阶段，我国大中型医院正逐步完成从阶段二到阶段三转变	12
(二)、政策频出，进一步推进医院信息化改革，催生新生医疗信息化市场	13
(三)、我国医疗费用总支出比例增速显著，但总体费用仍远低于发达国家占比	14
(四)、与世界重点国家相比，中国医疗卫生费用支出仍有较大差距，亟待提升	15
(五)、2020 年我国医疗信息总花费市场规模预计为 430.55 亿元，解决方案预计为 51.78 亿元，市场空间广阔	16
三、内生外延成效显著， 营收及净利润增幅显著	17
(一)、重大资产重组完成业绩承诺，营收及净利润均实现快速增长	17
(二)、毛利率下滑态势受到抑制，新主营产品毛利率最高达 61.11%	18
(三)、公司实际控制人为董事长路楠，长期把控公司发展战略	19
(四)、外延布局人工智能领域，Watson for Oncology 增固肿瘤检测垂直行业技术壁垒	19
(五)、中标南京鼓楼项目，显著利好公司智慧医院解决方案业务	21
四、各指标位于同类主营上市公司中上游，优势显著	21
(一)、净利率及毛利率均处于行业上市公司中上游	21
(二)、市值及 PEG 亦具有相当优势	21
五、盈利预测与投资建议	22
(一) 盈利预测	22
(二) 估值及投资建议	22
六、风险提示	23
传统主营业务拓展及改革不及预期，公司订单量不及预期，市场竞争力持续减弱。	23
七、PE/PB 概览	24

图表目录

图表 1： 三条主营业务线并行	5
图表 2： EAS 系统与 RFID 系统各类相关指标对比	5
图表 3： 医惠科技收购之初股权结构	6
图表 4： 解决方案产品含四大品类	6
图表 5： 医院智能开放平台	7
图表 6： 医院智能开放平台	7



图表 7: 数据中心支持平台	7
图表 8: 慢性病管理平台	7
图表 9: 物联网技术在医疗卫生领域的应用	8
图表 10: RFID 腕带能够实时监控病人信息	8
图表 11: HIMSS 发展历史	9
图表 12: HIMSS 评选流程	10
图表 13: HIMSS EMRAM 评价体系共分 8 级	10
图表 14: 医院典型案例	12
图表 15: 医疗信息化水平的三个阶段	12
图表 16: 三阶段演化历程	13
图表 17: 2015-2016 年医疗信息化政策频出	13
图表 18: 中国及低、中、高收入国家医疗总支出占 GDP 比重年增长率	14
图表 19: 中国及低、中、高收入国家医疗总支出占 GDP 比重	15
图表 20: 各代表行国际及全球医疗总支出占 GDP 比重一览	15
图表 21: 2020 年我国医疗信息总花费市场规模预测 (亿元)	16
图表 22: 2020 年我国临床医疗信息化解决方案市场规模预测 (亿元)	16
图表 23: 2012-2016 连续 5 年营业收入 (亿元)	17
图表 24: 2012-2016 连续 5 年净利润一览	17
图表 25: 2012 年-2015 年公司总营收及净利润增长率 (%)	17
图表 26: 业绩承诺完成情况	18
图表 27: 2012-2016 营收及净利润增长率	18
图表 28: 各主营产品毛利率一览	18
图表 29: 公司股权架构	19
图表 30: 杭州认知网络科技有限公司股权架构	19
图表 31: Waston 肿瘤认知系统	20
图表 32: Waston 肿瘤系统用于精确诊疗	20
图表 33: 2012-2016 净利率增长变化情况	21
图表 34: 2012-2016 毛利率增长变化情况	21
图表 35: 公司市值排名情况	21
图表 36: Peg 情况	21
图表 37: 可对比公司 PE 值	22
图表 38: 可比公司一览	22
图表 39: 思创医惠 PE-Band	24
图表 40: 思创医惠 PB-Band	24



投资案件

投资评级与估值

公司医疗信息化解决方案主营业务增速显著，在手订单逐步增多，公司亦布局整体医疗信息化产业链，产品涵盖硬件及软件极大增强企业市场竞争力。此外受益于产业升级及政策驱动因素：

我们预计 17-19 年分别实现归母净利润 2.13/3.32/4.04 亿元，EPS 分别为 0.26/0.41/0.5 元，给予 40 倍 PE，对应 2018 年目标价 16.4 元，给予买入评级。

关键假设点

1、2015 年公司全资收购医惠科技有限公司至此，至此，公司主营业务已经囊括覆盖医疗信息化全产业链产品，能够实现医疗信息化产业链的全布局，能够大大缩短产业链上下游响应速度，最大程度提成产品市场竞争力。

2、目前三级医院基本达到 HIS 全覆盖，二级及以下也基本达到 80%覆盖，大中型医院的信息化建设中心已经逐步由 HIS 转至以病人和临床为中心的数字化医院建设，将对 PASS 系统和电子病历系统、移动医疗的搭建和应用进行重点投资，到 2020 年，中国的临床医疗信息化解决方案市场规模将接近 51.78 亿元，达到 2014 年的 2.5 倍，2016 年的 1.78 倍。

3、外延布局人工智能领域，Watson for Oncology 增固肿瘤检测垂直行业技术壁垒，公司目标在于全国重点省市建设 20 家左右的沃森联合会诊中心，目前已在杭州、天津、广州、沈阳等地建立 7 家，对肿瘤患者提供沃森肿瘤咨询及辅助诊疗服务。

有别于大众的认识

市场普遍认为，公司是一家普通医疗信息化解决方案上市公司，但我们认为公司产业链闭环，具有强市场竞争力，随着医疗信息化产业升级及国家政策推进，未来予以看好。

股价表现的催化剂

- 1、订单量持续发酵
- 2、国家出台医疗信息化新政

核心假设风险

- 1、传统主营业务拓展及改革不及预期；
- 2、公司订单量不及预期。



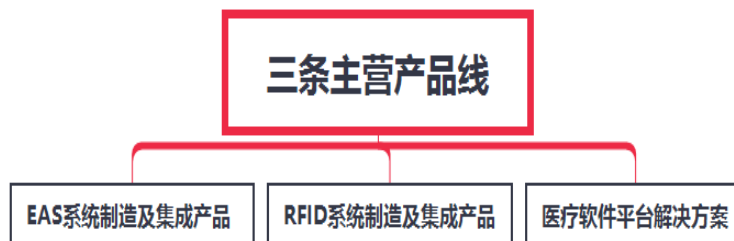
一、“完整产业链布局+医疗信息化产业升级=高速前行助跑剂”

（一）、EAS+RFID+解决方案，全产业链布局医疗信息化产业

公司于 2010 年上市，其主营业务为 EAS 产品的研发、生产和销售，细分产品为各类硬标签、射频软标签、声磁软标签等防盗标签和开锁器、解码器、检测器等配套设备。

此外，其上市之初即表明募资用途其一为项目“电子商务防盗射频软标签及 RFID 应答器技术改造”，总投资 9,829 万元，其二为项目“电子商务防盗硬标签技术改造”，总投资为 7,246 万元，体现公司早期即展现长远战略布局，为日后转型全产业链医疗信息化主营提供重要基础。

图表1： 三条主营业务线并行



资料来源：wind 联讯证券

EAS 系统是 Electronic Article Surveillance 的简称，即电子商务防盗系统，该系统是一个高科技的电子防盗设备体系，它以高科技的手段赋予商品一种自卫能力，能有效地保护商品，防止商品失窃，其主要由三部分组成：检测器（Sensor）、解码器（Deactivator）和电子标签（Electronic Label and Tag）。（电子标签分为软标签和硬标签，软标签成本较低，直接粘附在较“硬”商品上，软标签不可重复使用；硬标签一次性成本较软标签高，但可以重复使用）

RFID 系统是 Radio Frequency Identification 的简称，即射频识别，是一种非接触式的自动识别技术，它通过射频信号自动识别目标对象并获取相关数据，识别工作无须人工干预，可工作于各种恶劣环境，RFID 系统由一个询问器（或阅读器）和很多应答器（或标签）组成。

图表2： EAS 系统与 RFID 系统各类相关指标对比

系统名称	产品组成	适用环境	产品优势	劣势
EAS 系统	检测器/解码器/电子标签 (软标签及硬标签)	软标签(干燥, 清洁环境) 硬标签(需人工拆卸)	价格低廉/配套设施相对完善	需对物体单个扫描, 速度慢, 对环境要求高
RFID 系统	标签/阅读器/天线	各种恶劣环境	识别高速物体同时识别多个 标签/适用于各种环境/完成数 据写入交换	价格相对高/配套设施有待完 善

资料来源：联讯证券

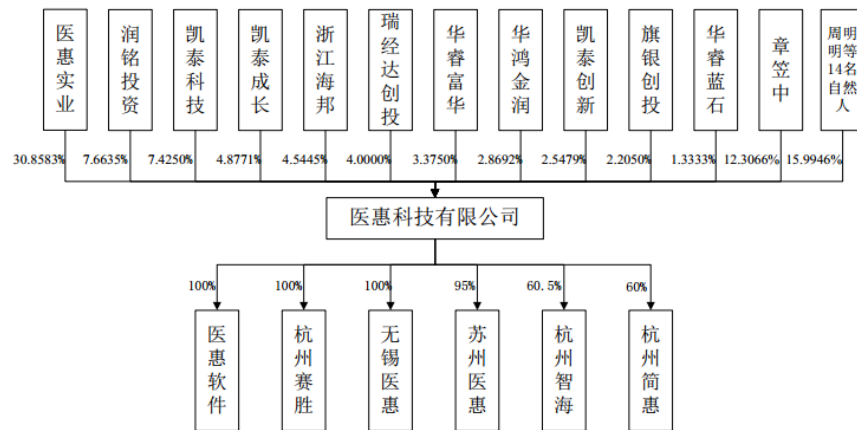


近年来，由于“无人零售”“医疗信息化”等各类商品追溯情境的需求，RFID 由于其高环境适应性的特性正在逐步覆盖更多的商品追溯领域，成为更加能够实现商品多环境扫描的数据标签。

其三，公司于 2015 年下半年完成重大资产重组公司更名为“思创医惠”，并购标的为“医惠科技有限公司”其主营业务为医疗行业软件及系统集成，收购之时即拥有软件著作权 100 项及 6 家子公司。

1、收购医惠科技，公司将围绕一体化医疗生态云架构平台、医疗物联网业务、医疗健康信息耗材三大块业务加快推动医疗信息化业务发展

图表3： 医惠科技收购之初股权结构



资料来源：公司公告 联讯证券

2015 年公司全资收购医惠科技有限公司，整体收购分为两步进行，其中第一步出资 64,845 万元，收购除医惠实业外所有股东股份，共计 69.1417%，第二部收购医惠实业 30.8583%股权，共计 43.879 万元，2015 年底实现并表，主营业务增添医疗软件及解决方案。

至此，公司主营业务已经囊括覆盖医疗信息化全产业链产品，能够实现医疗信息化产业链的全布局，能够大大缩短产业链上下游响应速度，最大程度提成产品市场竞争力。

图表4： 解决方案产品含四大品类

品类名称	产品
医院平台解决方案	医院信息智能开放平台、智能云随访系统、数据中心决策支持平台、慢性管理云服务平台、物联网智能开放共性平台、四网合一的物联网基础架构平台及沃森智能诊疗平台
临床应用解决方案	移动护理信息系统、患者全息视图、多学科联合会诊平台、电子病历系统、急诊分针系统、婴儿防盗系统、母子健康手册、移动门诊输液系统、317 护平台、智能床位信息监测系统及移动临床药学系统
运营个管理解决方案	内镜消毒质量追溯系统、消毒供应中心质量追溯系统、人员资产定位管理系统、智能被服管理系统、互联网安全接入平台、掌上医院、智能药品耗材管理柜、医院综合运营管理系统、道一循室内导航系统、统一资源预约管理平台及医疗废物管理系统
硬件产品	物联网中间件控制器、交换机、婴儿标签等

资料来源：公司官网 联讯证券

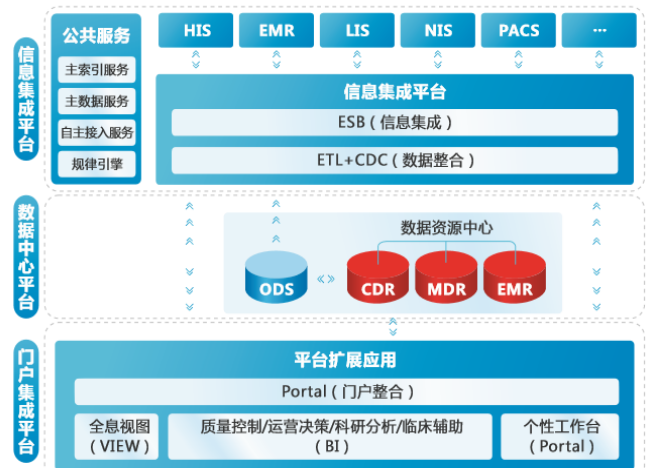


图表5： 医院智能开放平台



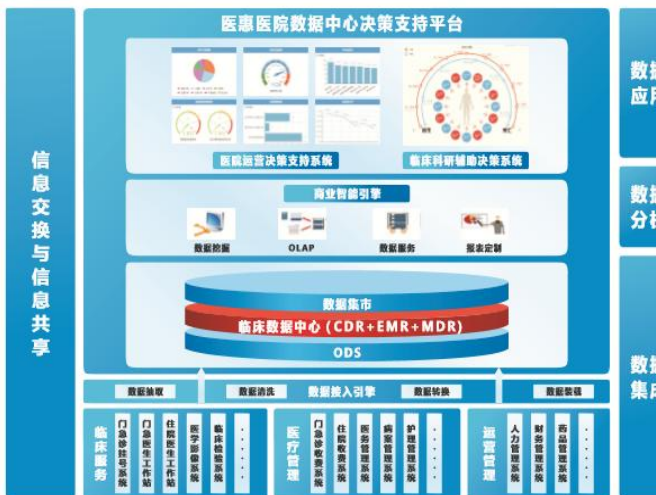
资料来源：公司官网 联讯证券

图表6： 医院智能开放平台



资料来源：公司官网 联讯证券

图表7： 数据中心支持平台



资料来源：公司官网 联讯证券

图表8： 慢性病管理平台



资料来源：公司官网 联讯证券

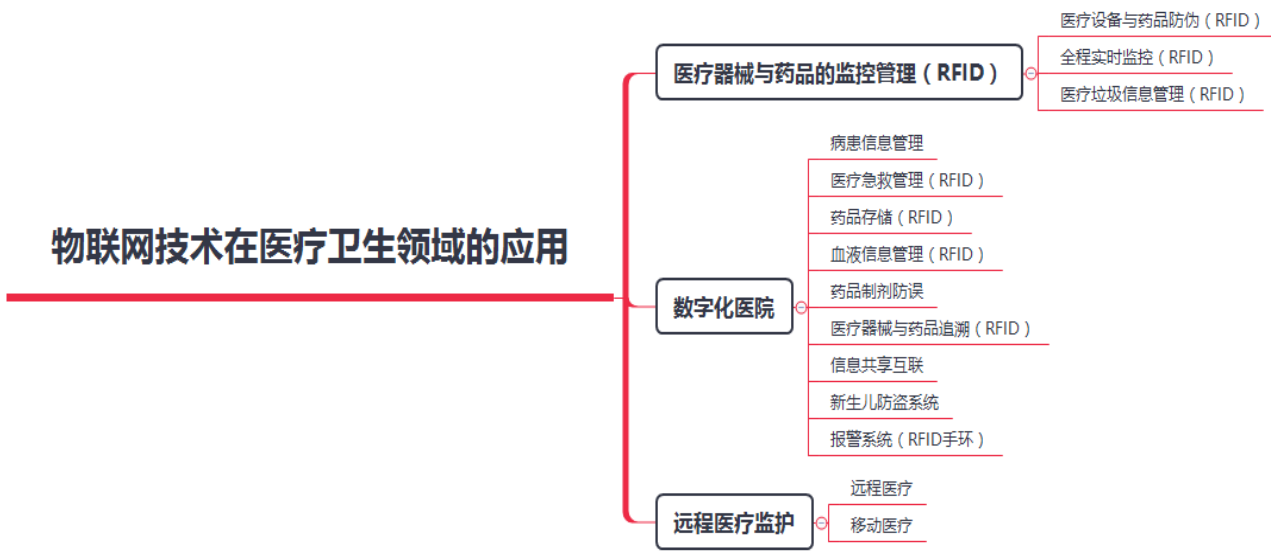
2、原有 RFID 业务将逐步搭建产品及技术上的深入协同，逐步打开医疗信息耗材市场

国际电信联盟(ITU)把射频识别技术(RFID)、传感器技术、纳米技术、智能嵌入技术视为物联网发展过程中的关键技术。其中，RFID 是物联网的构建基础和核心。

在医疗卫生领域，RFID 物联网的主要应用技术在于物资管理可视化技术、医疗信息数字化技术、医疗过程数字化技术三个方面。

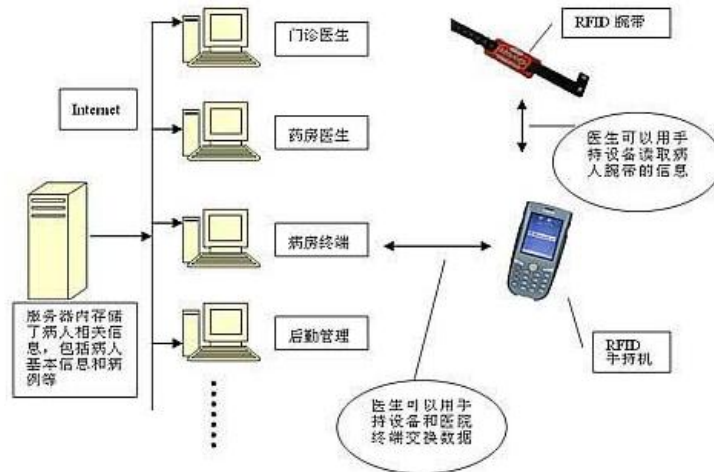


图表9: 物联网技术在医疗卫生领域的应用



资料来源: 互联网 联讯证券

图表10: RFID 腕带能够实时监控病人信息



资料来源: 互联网 联讯证券

应用 RFID 的优点:

- 帮助医生或护士对交流困难的病人进行身份的确认;
- 监视、追踪未经许可进入高危区域闲逛的人员;
- 当医疗紧急情况、传染病流行、恐怖威胁和其它情况对医院的正常有效工作构成威胁时, RFID 系统能够推动限制措施的执行, 防止未经许可的医护、工作人员和病人进出医院;
- 腕带允许医院管理员对部分数据进行加密, 那样的话即使腕带丢失, 也不会被其他人员破解。



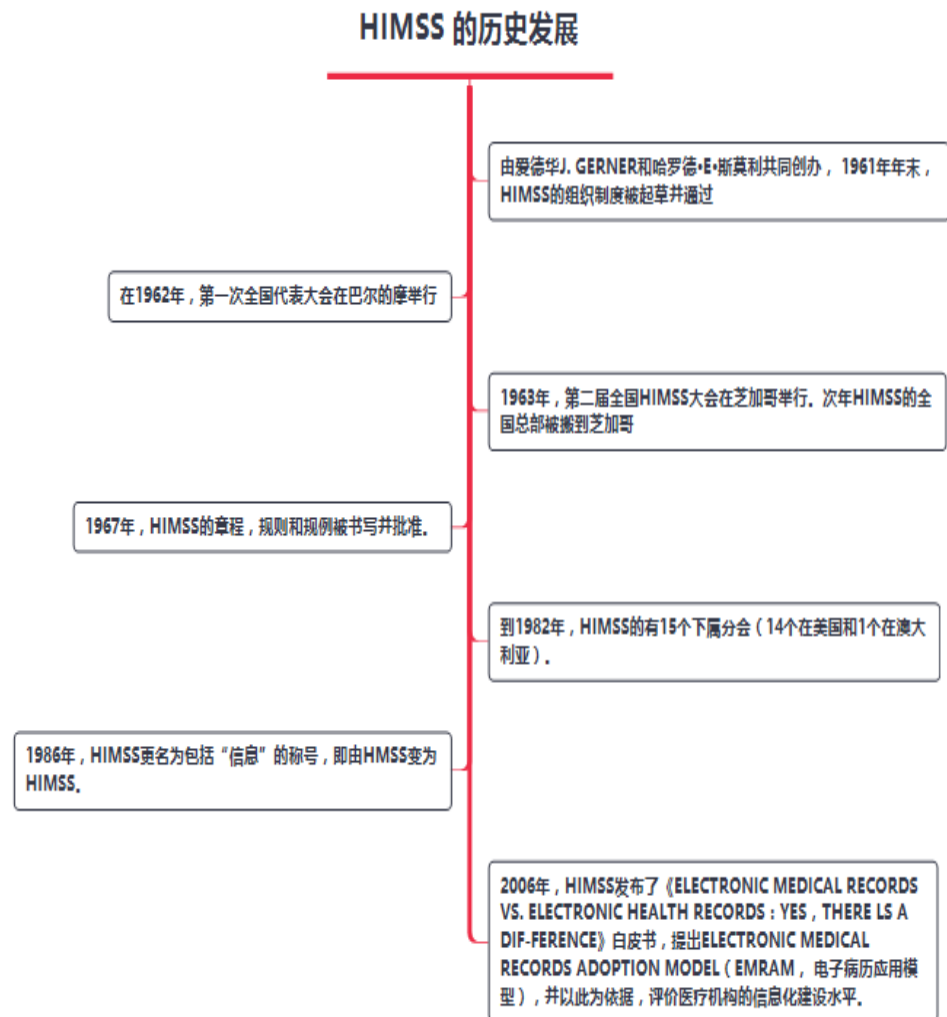
目前公司主要在 RFID 医疗耗材方面进行主营业务的推进和开展
智能床、智能药柜，智能被服 智能鞋

(二) HIMSS 评级标准正逐步被各大医院作为医疗信息化标准参评

1、HIMSS 评选系统严苛，评选结果被业内广泛认可

医疗卫生信息和管理系统协会（Healthcare Information and Management Systems Society,缩写 HIMSS）是一个不以营利为目的的组织，致力于提高医疗质量，安全，成本效益和访问，通过对信息技术和管理系统的最佳使用，目前 HIMSS 评级标准正在逐步受到各大医院重视

图表11： HIMSS 发展历史

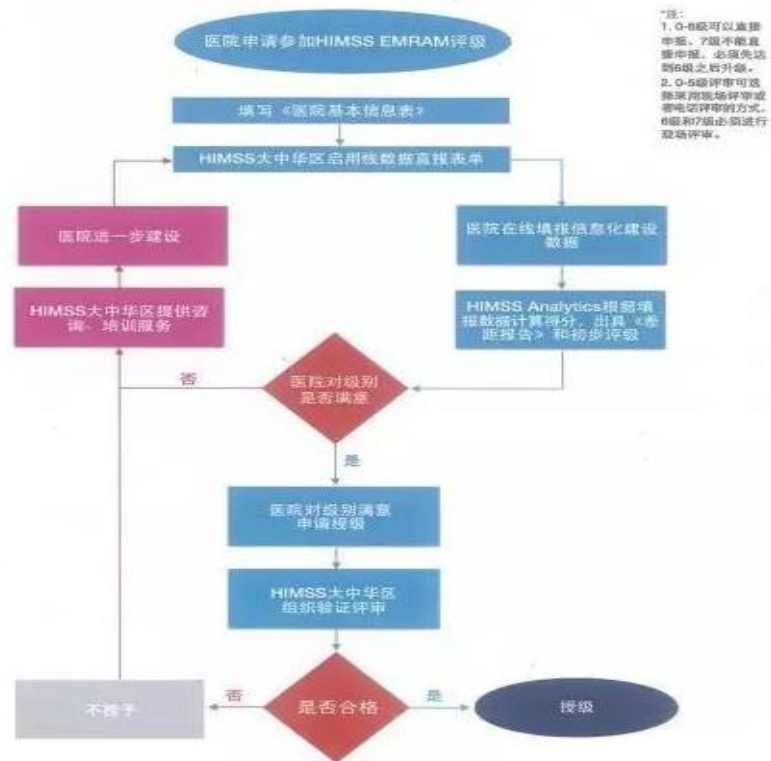


资料来源：公司公告 联讯证券

HIMSS 评选要经过严密的评选流程



图表12: HIMSS 评选流程



资料来源: 互联网 联讯证券

2、HIMSS 共分八级，为最全的医疗信息化评比系统

HIMSS EMRAM 评价体系共分 8 级，是目前最权威的医院医疗信息化评判标准

图表13: HIMSS EMRAM 评价体系共分 8 级

级数	评判标准
0 级	局部临床工作自动化，尚未建设药房、实验室和放射系统
1 级	建设了药房、实验室和放射系统
2 级	采用 CDR (clinical data repository, 临床数据存储库) 存储临床系统数据、受控医学数据，以供临床工作者调用。CDR 采用受控医学词汇及临床决策支持/规则引擎，进行冲突检查。其中，影像数据存储系统可能已和 CDR 关联
3 级	支持三测单、特护单临床文档，完成护理记录/护理计划和 EMAR (electronic medical administration record, 电子医疗管理记录) 和 CDR 的整合，并至少在一个病区上线使用。完成初级 CDSS (clinical decision support system, 临床决策支持) 和医嘱录入整合应用，PACS 初步可供临床医生调阅图像
4 级	CPOE (computerized physician order entry, 计算机医嘱录入) 供所有医务人员应用，同时加入到护理和 CDR 环境。具有基于循环临床指南的中级 CDSS。至少一个病区 CPOE 上线运行
5 级	至少一个病区应用药物闭环管理。EMAR、条码或 RFID 等技术与 CPOE 和药房系统整合应用，最大限度保证患者安全



级数	评判标准
6 级	至少一个病区部署包含结构化模板的完整医疗文档。应用高级 CDSS，为所有临床工作提供基于临床指南和结果相关的提示。具有完整的 PACS，可通过网络查看医疗影像，完全取代胶片
7 级	实现全院无纸化，支持同院外各种医疗相关机构共享信息，支持真正理想化的电子健康档案。

注：1、0-6 级可以直接申报，7 级不能直接申报，必须先达到 6 级之后升级。2、0-5 级评审可选择采用现场评审或者电话评审的方式。6 级和 7 级必须进行现场评审

资料来源：互联网 联讯证券

3、思创医惠帮助多家医院通过不同等级的 HIMSS 评审

HIMSS 是全球被认可程度最高的医疗信息系统评级，思创医惠作为目前国内唯一一家能够同时提供 JCI 和 HIMSS 咨询服务的 IT 企业，此前已帮助北京大学人民医院、广州妇女儿童医院、首都医科大学宣武医院等多家医院通过 HIMSS 等级评审，其中广州妇女儿童医院成功通过了 HIMSS 住院和门诊 EMRAM 双 7 级评审，并实现了全国六大首创：

- 全国首家通过 HIMSS 住院和门诊 EMRAM 双 7 级评审医院
- 全国首家支持支付宝芝麻信用结算医院
- 全国首家 100%全预约挂号医院
- 全国首家实现大平台+微小化应用的智慧医院
- 全国首家“无 HIS”医院
- 全国首家公有云医院
- 实现“体系架构统一平台化、业务系统专科微小化、业务流程标准闭环化、资源管理智能集约化、用户体验个性极简化”等智慧医院建设成效。



图表14: 医院典型案例



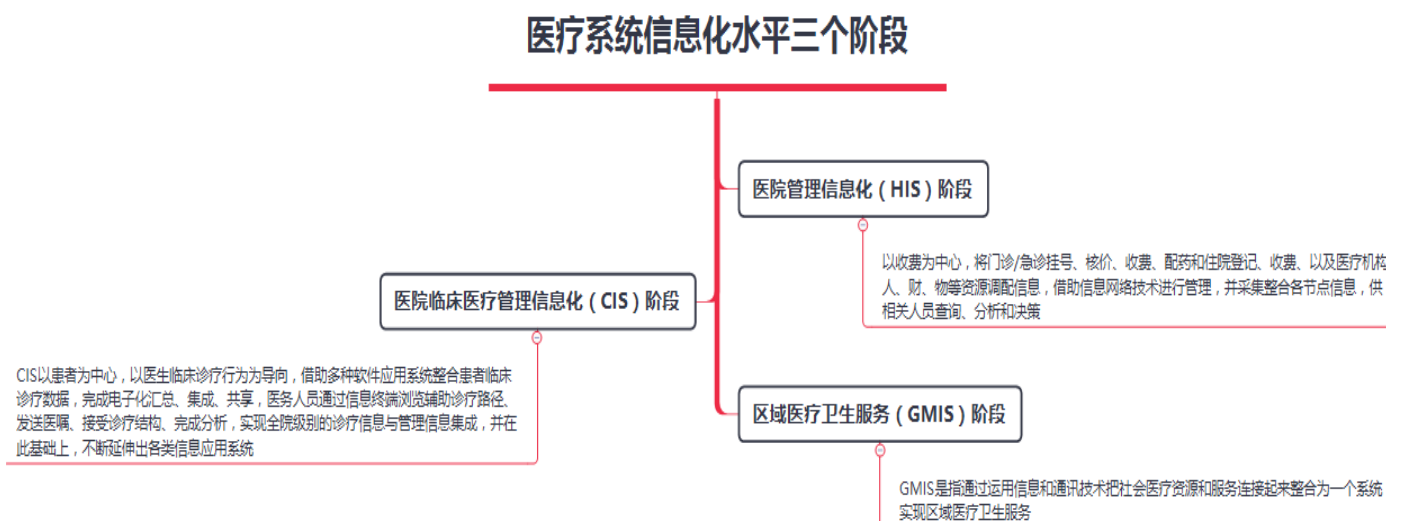
资料来源: 公司官网 联讯证券

二、医疗信息化改革力度强劲，中国医疗信息化水平对标发达国家综合实力亟待增强

(一)、医疗信息化水平分为三个阶段，我国大中型医院正逐步完成从阶段二到阶段三转变

根据国际统一的医疗系统信息化水平划分，医院信息化发展普遍经历三个阶段：医院管理信息化（HIS）阶段、医院临床医疗管理信息化（CIS）阶段和区域医疗卫生服务（GMIS）阶段。

图表15: 医疗信息化水平的三个阶段



资料来源: 公司公告 联讯证券



图表16: 三阶段演化历程



资料来源: 公司公告 联讯证券

(二)、政策频出, 进一步推进医院信息化改革, 催生新生医疗信息化市场

图表17: 2015-2016 年医疗信息化政策频出

发布时间	政策名称	主要内容
2015年3月	《全国医疗卫生服务体系规划纲要(2015-2016)》	开展健康中国云服务, 积极应用移动互联网、物联网、云计算、可穿戴设备等新技术, 推动惠及全国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; 加强人口健康信息化建设, 到2020年, 实现全员人口信息、电子健康档案和电子病历三大数据基本覆盖全国人口并信息动态更新。
2015年7月	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	发展基于互联网的医疗卫生服务, 支持第三方机构建医学影像、健康档案、检验报告、电子病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; 引导医疗机构面向中小城市和农村地区开展基层检查、上级诊断等远程医疗服务。
2015年9月	《国务院办公厅关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	加快全民健康保障信息化工程建设、建立区域性医疗卫生信息平台, 实现电子健康档案和电子病历的连续记录以及不同级别、不同类别医疗机构之间的信息共享, 确保转诊信息通畅。
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》	首次将医疗大数据正式纳入国家发展, 到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。到2020年, 建成国家医疗卫生信息分析开放应用平台, 实现人口、法人、空间地理等基础数据资源跨部门、跨区域共享, 医疗、医药、医保和健康各相关领域数据融合应用取得明显成效; 统筹区域布局, 依托现有资源建成100个区域临床医学数据示范中心, 基本实现城乡居民拥有规模化的电子健康档案和功能完备的健康卡, 健康医



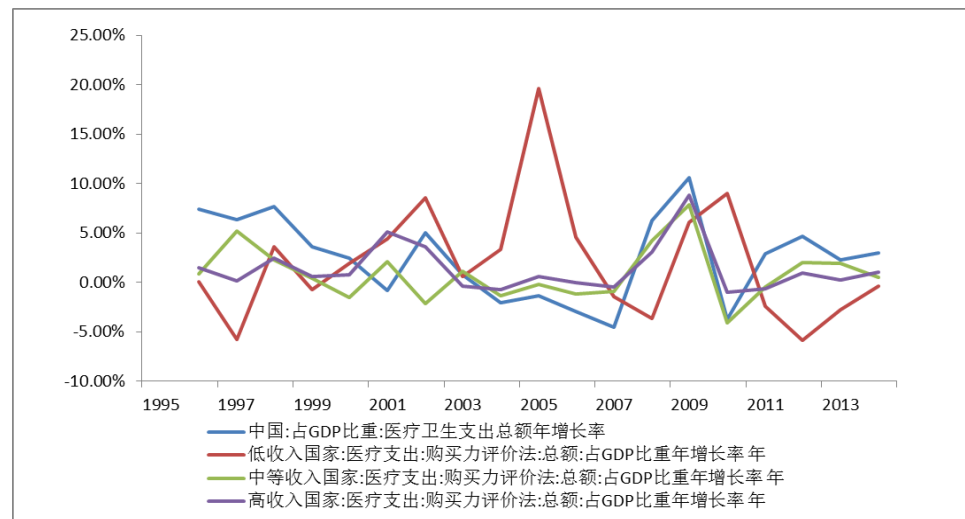
发布时间	政策名称	主要内容
		疗大数据相关政策法规、安全防护、应用标准体系不断完善，适应国情的健康医疗大数据应用发展模式基本建立，健康医疗大数据产业体系初步形成，新业态蓬勃发展，人民群众的到更多实惠。
2016年8月	全国卫生与健康大会	会议确定了医疗数据共建共享，制定完善法律法规和标准等措施，并提出推进网上预约分诊，检查检验结果共享互认、医保联网异地结算等便民惠民应用，发展远程医疗和智能化健康医疗设备。
2016年11月	《全民健康保障工程建设规划》	对2020年的医院建设任务作出部署，将“健康信息平台的建设”列入六大任务之一，重点要：1、加强健康信息基础设施建设；2、大力推进便民惠民服务。

资料来源：互联网 联讯证券

我国医疗卫生领域信息化建设花费随着新医疗改革政策的持续推动正在不断扩大，其中各类产品和服务市场正面临快速成长。

（三）、我国医疗费用总支出比例增速显著，但总体费用仍远低于发达国家占比

图表18：中国及低、中、高收入国家医疗总支出占GDP比重年增长率

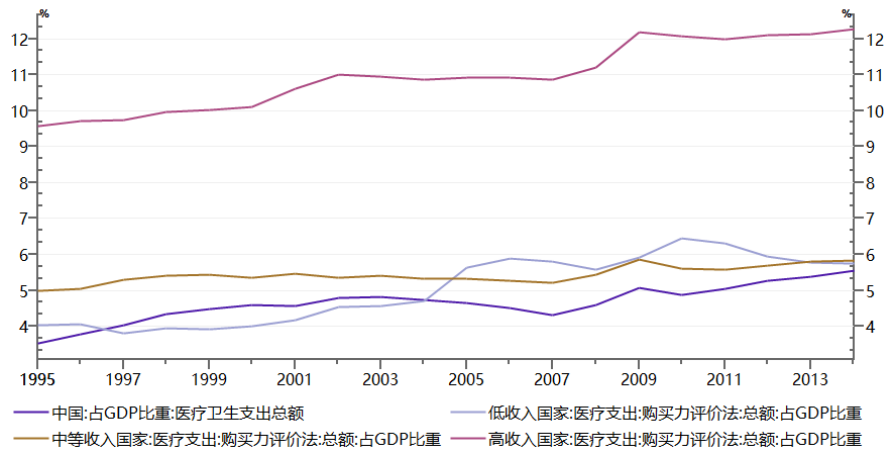


资料来源：wind 联讯证券

中国卫生支出总额年增长率整体幅度相似于低、中、高收入国家医疗支出总额占GDP比重年增长率，值得注意的是中国在2010年到2014年正持续保持一个高于平均增长率的增长速率，截止2014年，中国的医疗总支出年增长率3.02%大幅度高于低、中、高收入国家医疗支出总额年增长率-0.41%、0.5%及1.06%，占GDP总额达到5.5%。



图表19: 中国及低、中、高收入国家医疗总支出占 GDP 比重

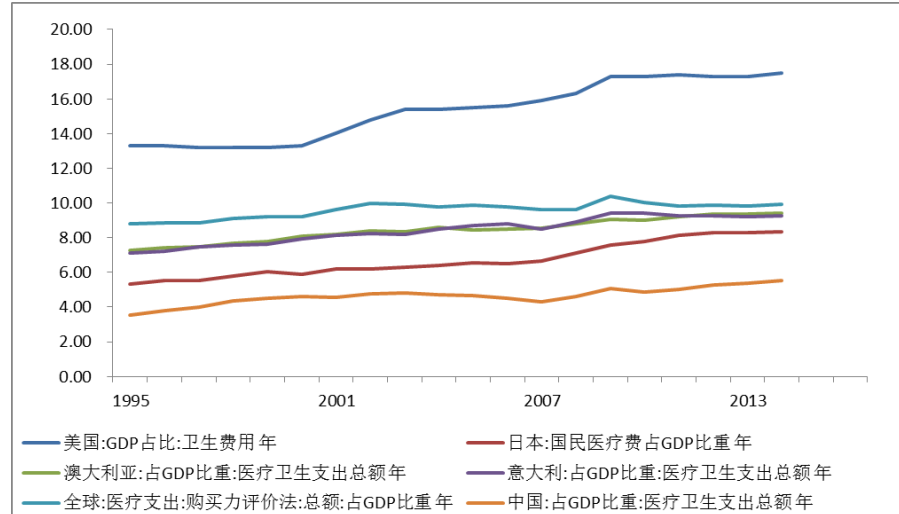


资料来源: wind 联讯证券

从 1995 年至今的数据来看我国医疗卫生支出总额 2014 年在达到 5.55%，低于低收入国家的 5.74%、中等收入国家的 5.84%以及高收入国家的 12.27%。

(四)、与世界重点国家相比，中国医疗卫生费用支出仍有较大差距，亟待提升

图表20: 各代表行国际及全球医疗总支出占 GDP 比重一览



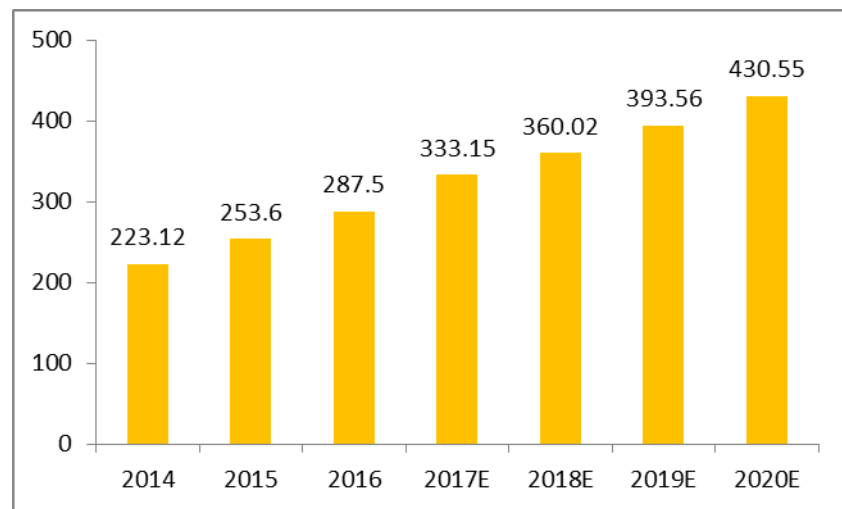
资料来源: wind 联讯证券

尽管我国的医疗信息化整体投入增长较快，但是与发达国家仍旧存在较大差距。相较于美国的 17.5%，仍存在较大提升空间。2014 年我国的医疗总费用占 GDP 比率为 5.5%，全球平均为 9.94%，美国为 17.5%。



(五)、2020 年我国医疗信息总花费市场规模预计为 430.55 亿元，解决方案预计为 51.78 亿元，市场空间广阔

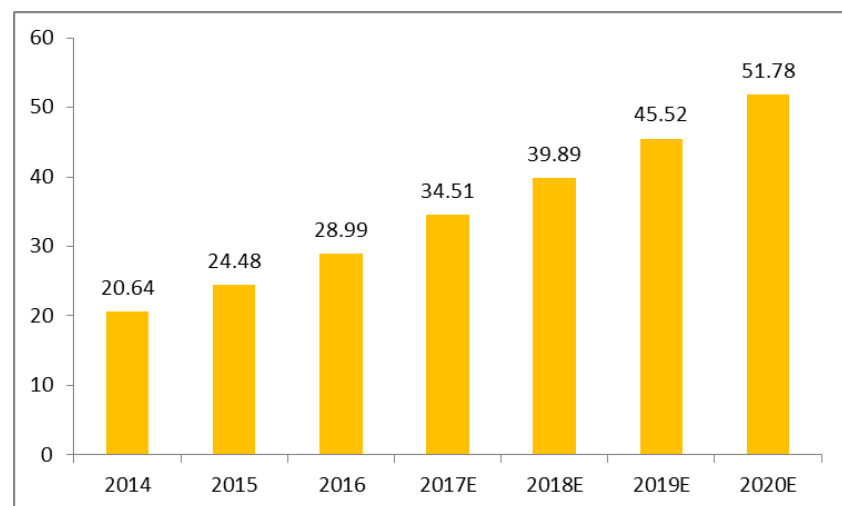
图表21：2020 年我国医疗信息总花费市场规模预测（亿元）



资料来源：中国产业信息网 联讯证券

根据 IDC 统计，2014 年我国医疗信息化总花费规模为 223.12 亿元，2015 年增长至 243.60 亿元，预计 2020 年我国医疗信息化总花费规模将达到 430.01 亿元，期间复合增长率为 11.1%；2014 年我国临床信息化解决方案的市场规模约为 20.64 亿元，2015 年达到 24.48 亿元，预计 2020 年将增长至 52.17 亿元，期间年复合增长率达到 16.71%。

图表22：2020 年我国临床医疗信息化解决方案市场规模预测（亿元）



资料来源：中国产业信息网 联讯证券

根据 IDC 测算，到 2020 年，中国的临床医疗信息化解决方案市场规模将接近 51.78 亿元，达到 2014 年的 2.5 倍，2016 年的 1.78 倍。

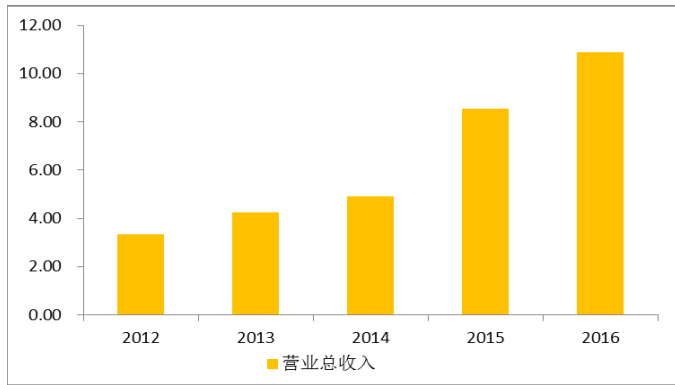
目前三级医院基本达到 HIS 全覆盖，二级及以下也基本达到 80%覆盖，大中型医院的信息化建设中心已经逐步由 HIS 转至以病人和临床为中心的数字化医院建设，将对 PASS 系统和电子病历系统、移动医疗的搭建和应用进行重点投资，接下来中小型亿元将逐步启动 CIS 部署，成为医疗信息化主力市场蛋糕。



三、内生外延成效显著，营收及净利润增幅显著

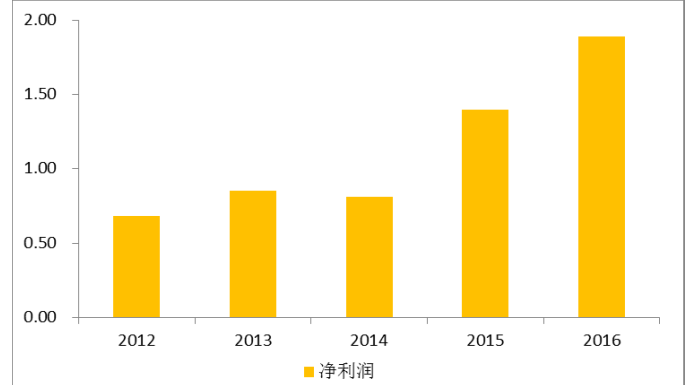
(一)、重大资产重组完成业绩承诺，营收及净利润均实现快速增长

图表23： 2012-2016 连续 5 年营业收入（亿元）



资料来源: wind 联讯证券

图表24： 2012-2016 连续 5 年净利润一览

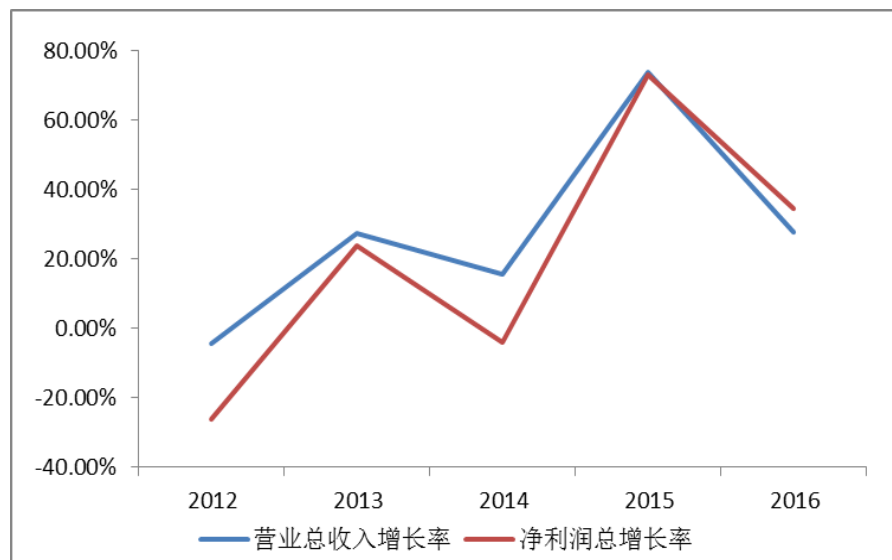


资料来源: wind 联讯证券

15 年公司对医惠科技实施重大资产从组前,主营产品 EAS 及 RFID 生产虽营业收入略有提升但是 2013 年-2014 年净利润反而出现下滑,这主要由于 EAS 及 RFID 零部件生产市场日趋饱和,竞争不断加大公司费用方面支出持续增加导致净利润反而出现萎缩态势。

15 年重大资产重组后,受益于公司增加医疗信息化解决方案及智能化硬件该项收入,公司主营收增长率在 2016 年及 2016 年分别为 73.65%及 27.79,且与此同时净利率亦连续两年呈现出 72.88%及 34.44%的增长。

图表25： 2012 年-2015 年公司总营收及净利润增长率 (%)



资料来源: wind 联讯证券

医惠科技在收购之初承诺实现的净利润分别不低于 7,000 万元、9,500 万元及 12,000 万元,实际完成额度为净利润和扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别为 11,138.16 万元和 10,689.96 万元,完成业绩承诺。



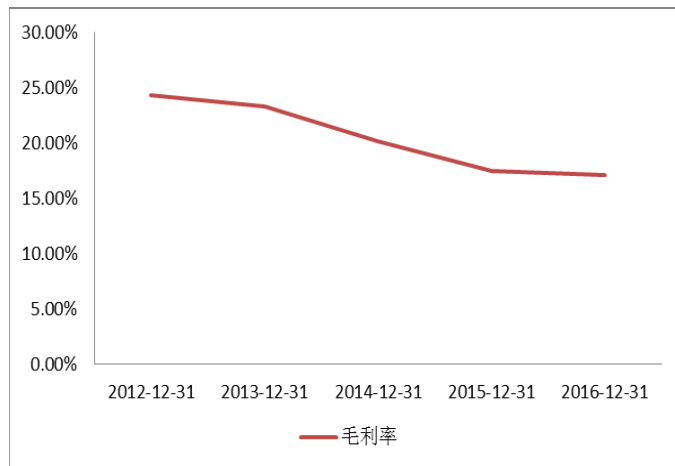
图表26: 业绩承诺完成情况



资料来源: wind 联讯证券

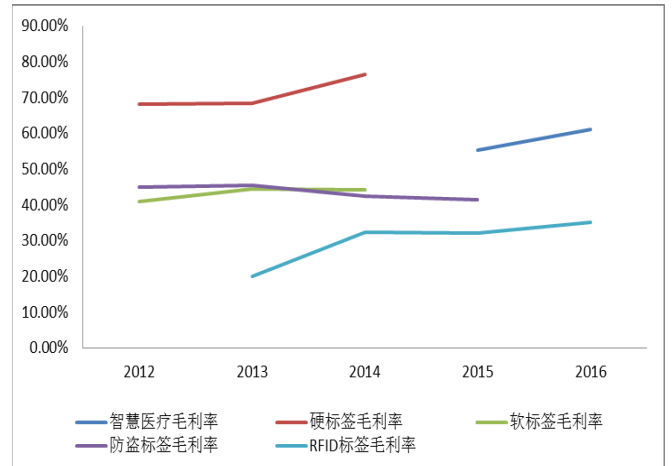
(二)、毛利率下滑态势受到抑制, 新主营产品毛利率最高达 61.11%

图表27: 2012-2016 营收及净利润增长率



资料来源: wind 联讯证券

图表28: 各主营产品毛利率一览



资料来源: wind 联讯证券

此外, 主营产品范围的拓展亦一定程度上稳定了公司逐年下滑的整体产品毛利率, 新智慧医疗主营产品毛利率 2015-2016 年表现为 53.34%及 61.11%, 超过同期其他主营产品平均 10-20 个百分点。



(三)、公司实际控制人为董事长路楠，长期把控公司发展战略

图表29: 公司股权架构



资料来源: wind 联讯证券

公司董事长路楠，通过直接持股及间接持股，维持总持股比例为 18.32%，为公司实际控制人。

(四)、外延布局人工智能领域，Watson for Oncology 增固肿瘤检测垂直行业技术壁垒

为推进智慧医疗业务在医疗人工智能及大数据应用领域的布局和发展，进一步加强公司在医疗人工智能方面的先发优势，公司以自有资金出资 3,333.20 万元人民币受让杭州伯仲信息科技有限公司所持有的杭州认知网络科技有限公司 8.33%的股权。

图表30: 杭州认知网络科技有限公司股权架构

股东	交易完成前		交易完成后	
	出资额(万元)	股权比例(%)	出资额(万元)	股权比例(%)
涂震	250	27.65%	250	27.65%
吕杰青	181.7214	20.10%	181.7214	20.10%
杭州翠柏信誉投资管理合伙企业(有限合伙)	138.6237	15.33%	138.6237	15.33%
思创医惠科技股份有限公司	0	0	75.3376	8.33%
杭州伯仲信息科技有限公司	75.3376	8.33%	0	0
才仁拉加	74.9127	8.29%	74.9127	8.29%
应伟华	54.2452	6%	54.2452	6%
医惠科技有限公司	30.1423	3.34%	30.1423	3.34%
诸暨沃森投资合伙企业(有限合伙)	27.1226	3%	27.1226	3%
新昌普华京新园周健康管理合伙企业(有限合伙)	27.1226	3%	27.1226	3%
方立春	19.5446	2.16%	19.5446	2.16%
浙江中特建设有限公司	16.2736	1.80%	16.2736	1.80%
王琼	9.0409	1%	9.0409	1%
合计	904.0873	100%	904.0873	100%

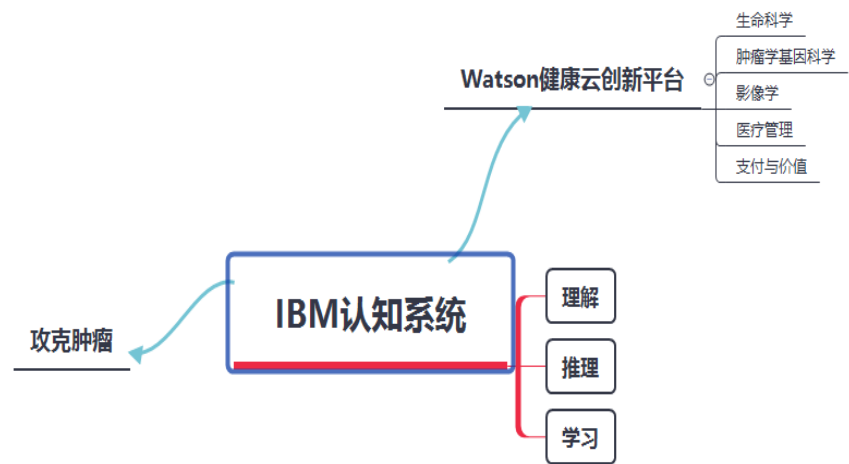
资料来源: wind 联讯证券



杭州认知是国内首家 IBM Watson for Oncology 官方授权运营商，在与 IBM Watson health 的合作开发过程中，首次将 Watson for Oncology 引入中国，服务于中国医生和患者。

经过一年多的经营发展，杭州认知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，实现了 IBM Watson for Oncology 产品本地化，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，并已与国内几十家三甲医院签署合作协议，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，快速构建肿瘤临床个性化高端解决方案，该方案目前已在国内多家医院正式落地运营，并在落地医院的医联体内快速延伸，目前实际已覆盖上百家服务医院，且正处在快速发展期。

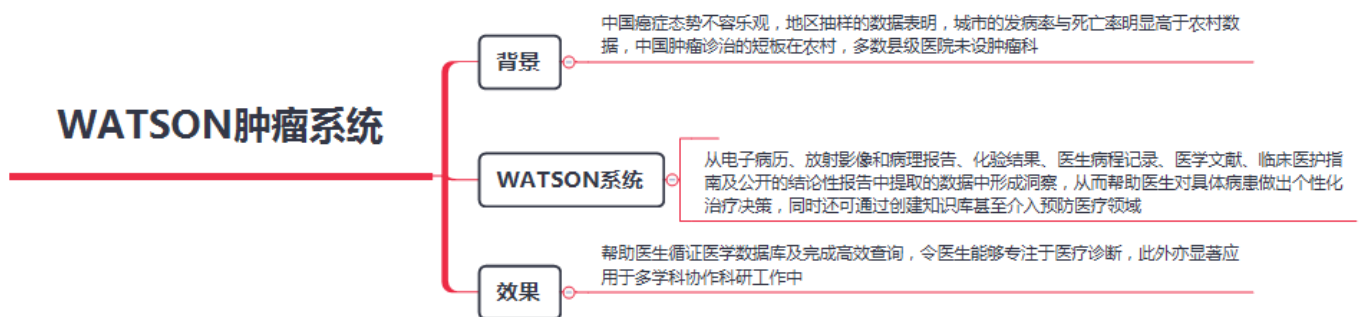
图表31: Waston 肿瘤认知系统



资料来源: wind 联讯证券

循证医学对肿瘤治疗非常重要，沃森把 2015 年全球权威医学期刊肿瘤相关文献全都收入囊中，17 秒可阅读 3469 本医学专著，每个推荐医疗方案都有大量文献加以支撑，帮助医院走向精准医疗。

图表32: Waston 肿瘤系统用于精确诊疗



资料来源: 互联网 联讯证券

公司目标在于全国重点省市建设 20 家左右的沃森联合会诊中心，目前已在杭州、天津、广州、沈阳等地建立 7 家，对肿瘤患者提供沃森肿瘤咨询及辅助诊疗服务。



（五）、中标南京鼓楼项目，显著利好公司智慧医院解决方案业务

南京鼓楼医院信息化建设项目是今年国内医疗信息化建设影响力最大的项目，代表了医疗信息化未来的主要方向。项目分三期，总金额超过 1 亿元人民币，公司中标的一期项目金额约 3000 万元。

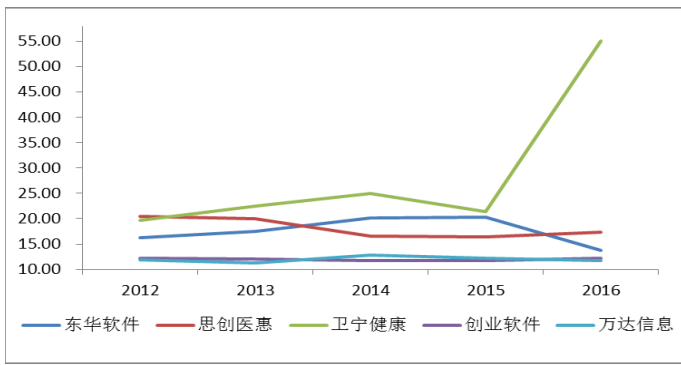
公司为南京鼓楼医院提供智慧医院的整体解决方案，主要产品有智能开放平台、智慧医院应用架构、以平台为基础的医疗数据中心，以及搭载在智能开放平台上的诸多微小化应用。

四、各指标位于同类主营上市公司中上游，优势显著

（一）、净利率及毛利率均处于行业上市公司中上游

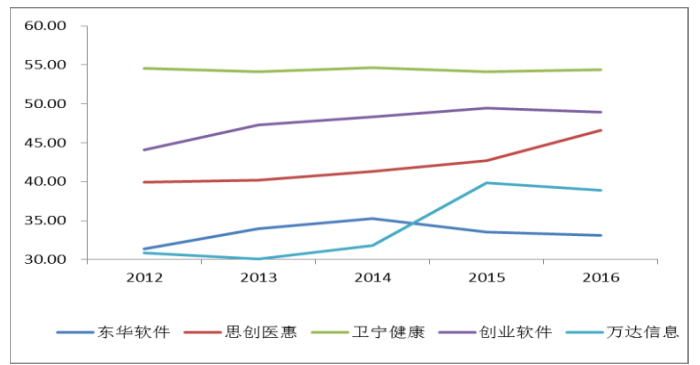
企业中能够对标的主营涵盖医疗信息化的上市公司为东华软件、卫宁健康、创业软件及万达信息。

图表33: 2012-2016 净利率增长变化情况



资料来源: wind 联讯证券

图表34: 2012-2016 毛利率增长变化情况

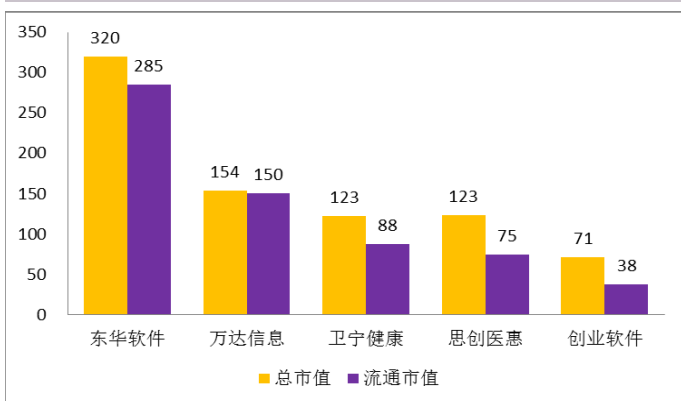


资料来源: wind 联讯证券

思创医惠净利率在 2015 年时净利率及毛利率均位于第三位，2015 年重大资产重组后净利率实现上升跃升至第二位达到 17.31%，毛利率仍旧位于第三位但较上年与第二位百分比出现大幅度缩窄，从 2014 年 41.31% 上升到 46.61%。

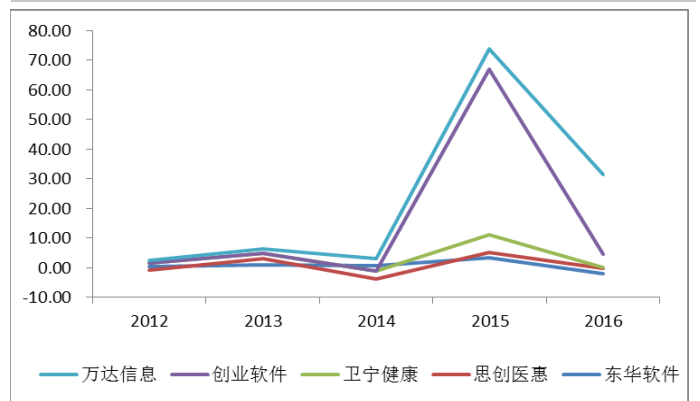
（二）、市值及 PEG 亦具有相当优势

图表35: 公司市值排名情况



资料来源: wind 联讯证券

图表36: Peg 情况



资料来源: wind 联讯证券



从市值及 PEG 的表现情况来看思创医惠总市值位于倒数第二位, 具有相当的市值优势, peg 为 1.86 亦仅落后排名第一的卫宁健康。

图表37: 可对比公司 PE 值

证券代码	证券简称	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
002065.SZ	东华软件	17	30	26	34	41	21	20
300451.SZ	创业软件				247	124	39	31
300253.SZ	卫宁健康	45	97	126	152	31	49	38
300168.SZ	万达信息	33	46	120	147	87	52	41
公司平均值		30	55	78	145	69	41	33
300078.SZ	思创医惠	27	44	40	145	62	45	35

资料来源: wind 联讯证券

五、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

1、2015 年公司全资收购医惠科技有限公司至此, 至此, 公司主营业务已经囊括覆盖医疗信息化全产业链产品, 能够实现医疗信息化产业链的全布局, 能够大大缩短产业链上下游响应速度, 最大程度提成产品市场竞争力。

2、目前三级医院基本达到 HIS 全覆盖, 二级及以下也基本达到 80%覆盖, 大中型医院的信息化建设中心已经逐步由 HIS 转至以病人和临床为中心的数字化医院建设, 将对 PASS 系统和电子病历系统、移动医疗的搭建和应用进行重点投资, 到 2020 年, 中国的临床医疗信息化解决方案市场规模将接近 51.78 亿元, 达到 2014 年的 2.5 倍, 2016 年的 1.78 倍。

3、外延布局人工智能领域, Watson for Oncology 增固肿瘤检测垂直行业技术壁垒, 公司目标在于全国重点省市建设 20 家左右的沃森联合会诊中心, 目前已在杭州、天津、广州、沈阳等地建立 7 家, 对肿瘤患者提供沃森肿瘤咨询及辅助诊疗服务。

我们预计 17-19 年分别实现归母净利润 2.13/3.32/4.04 亿元, EPS 分别为 0.26/0.41/0.5 元, 给予 40 倍 PE, 对应 2018 年目标价 16.4 元, 给予买入评级。

(二) 估值及投资建议

图表38: 可比公司一览

证券代码	公司名称	市净率 (PB) (最新)	市盈率 (PE) (最新)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)
002065.SZ	东华软件	3.68	27.00	31.40	320.26
300451.SZ	创业软件	3.82	72.31	2.43	71.43
300253.SZ	卫宁健康	4.91	23.46	16.00	122.92
300168.SZ	万达信息	6.82	64.59	10.31	153.53
300078.SZ	思创医惠	6.29	63.17	8.08	123.12
平均值		5.10	50.11	13.64	158.25

资料来源: 联讯证券



公司产业链闭环，具有强市场竞争力，随着医疗信息化产业升级及国家政策推进，未来予以看好。

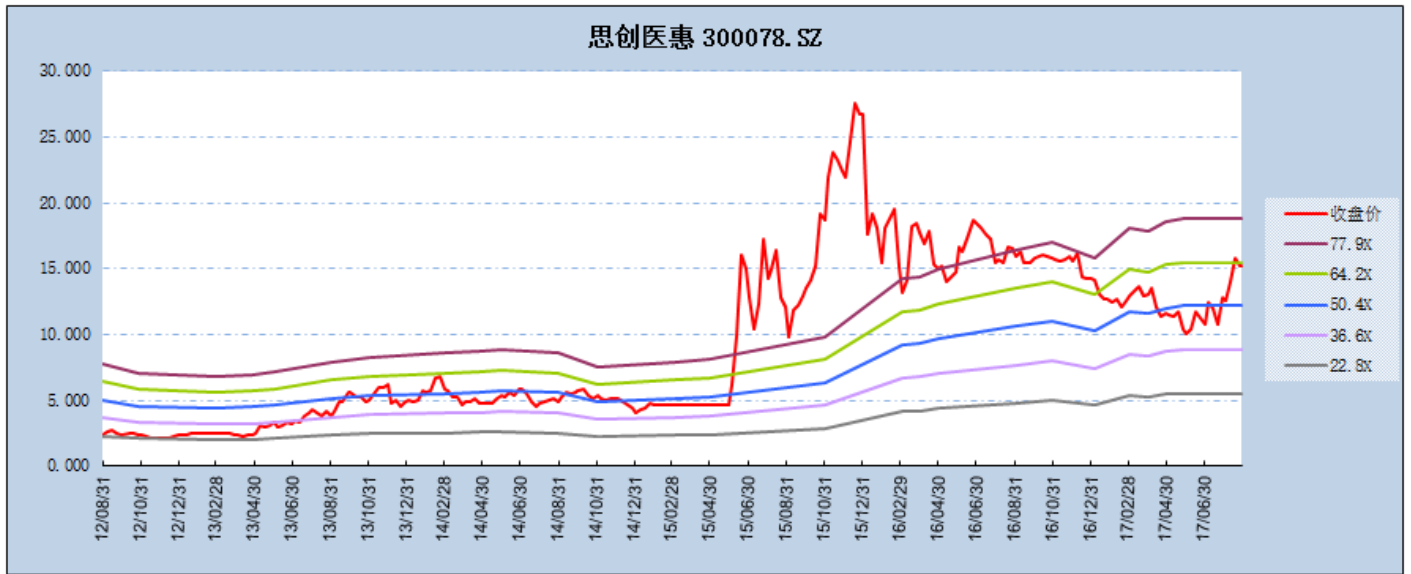
六、风险提示

传统主营业务拓展及改革不及预期，公司订单量不及预期，市场竞争力持续减弱。



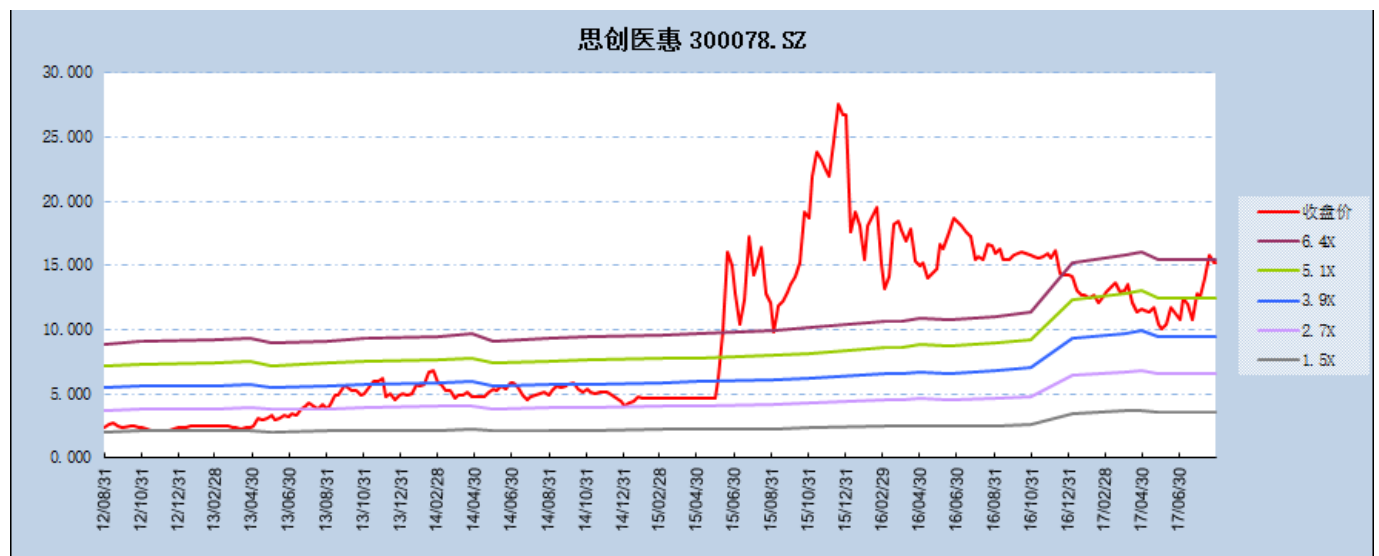
七、PE/PB 概览

图表39: 思创医惠 PE-Band



资料来源: wind 联讯证券

图表40: 思创医惠 PB-Band



资料来源: wind 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,567	1,724	1,897	2,105	经营活动现金流	135	175	210	252
货币资金	691	608	588	616	净利润	189	214	333	405
应收账款	538	565	424	318	折旧摊销	46	55	66	73
其它应收款	27	33	39	47	财务费用	29	0	1	1
预付账款	22	39	41	43	投资损失	-15	-16	-17	-18
存货	262	275	289	304	营运资金变动	804	56	63	101
其他	28	204	516	778	其它	-918	-134	-236	-310
非流动资产	1,388	1,666	1,966	2,261	投资活动现金流	-588	-118	-88	-79
长期股权投资	158	190	228	273	资本支出	99	119	141	162
固定资产	354	425	501	576	长期投资	158	190	228	273
无形资产	83	99	117	135	其他	-331	191	280	356
其他	794	952	1,120	1,277	筹资活动现金流	699	-140	-143	-144
资产总计	2,956	3,390	3,862	4,366	短期借款	254	304	365	438
流动负债	504	605	714	821	长期借款	390	468	562	674
短期借款	254	304	365	438	其他	55	-912	-1,069	-1,256
应付账款	111	134	161	193	现金净增加额	245	-82	-21	29
其他	139	167	189	191					
非流动负债	391	470	563	676	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	390	468	562	674	成长能力				
其他	1	2	2	2	营业收入	27.79%	14.32%	25.12%	15.07%
负债合计	896	1,075	1,278	1,498	营业利润	24.63%	6.10%	61.07%	22.96%
少数股东权益	22	26	31	35	归属母公司净利润	33.35%	13.44%	55.61%	21.69%
归属母公司股东权益	2,038	2,289	2,554	2,833	获利能力				
负债和股东权益	2,956	3,390	3,862	4,366	毛利率	46.61%	39.17%	43.30%	44.48%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	净利率	17.25%	17.11%	21.29%	22.51%
营业收入	1,090	1,246	1,559	1,794	ROE	11.21%	9.78%	13.58%	14.85%
营业成本	582	758	884	996	偿债能力				
营业税金及附加	9	10	10	11	资产负债率	30.30%	31.71%	33.08%	34.30%
销售费用	66	75	94	108	流动比率	310.70%	284.81%	265.50%	256.27%
管理费用	199	187	234	269	速动比率	258.70%	239.30%	225.01%	219.30%
财务费用	29	0	1	1	营运能力				
资产减值损失	23	24	26	27	总资产周转率	0.40	0.39	0.43	0.44
公允价值变动收益	-10	-10	-11	-11	应收帐款周转率	2.21	2.26	3.15	4.84
投资净收益	15	16	18	19	应付帐款周转率	6.35	6.18	6.01	5.64
营业利润	186	197	318	391	每股指标(元)				
营业外收入	30	31	33	35	每股收益	0.42	0.26	0.41	0.50
营业外支出	2	2	3	3	每股经营现金	0.30	0.22	0.26	0.31
利润总额	214	226	348	423	每股净资产	4.59	2.87	3.20	3.55
所得税	25	12	16	18	估值比率				
净利润	189	214	333	405	P/E	61.65	42.63	27.42	22.53
少数股东损益	1	1	1	1	P/B	5.65	3.94	3.53	3.18
归属母公司净利润	188	213	332	404	EV/EBITDA	45.61	37.98	25.55	21.57
EBITDA	259	252	384	464					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

郭佳楠：联讯证券基金研究员，具备 6 年公募基金产品及重点行业研究经验，目前是研究院报告质控岗。从事公募基金定性、产品评价及策略研究，持续跟踪基金行业发展动态，对公募产品运作特征有着较为深入的理解。曾为多家机构客户提供基金行业及产品深度专题研究服务；具备银行、证券公司基金池推介及维护经验。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-66235631	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com