

创业慧康 (300451)

证券研究报告

2019年11月15日

国内医疗信息化领军企业，进入新一轮黄金发展期

国内医疗信息化领军企业。公司是国内医疗信息化行业领军企业。通过 22 年的发展，公司形成了医卫信息化、医卫互联网和和医卫物联网三大事业群，开发了八大系列 300 多个自主研发产品，营销网络遍及全国 30 多个省市，全国客户数量达 6000 多家，累计实施近 2 万个医疗卫生信息化建设项目，公共卫生项目遍及全国 340 多个区县，为 30 万基层医生提供工作平台，积累超过 2.5 亿份居民健康档案。成立以来，公司保持了高速的发展势头，2013-2018 年收入复合增长率 24%，归母净利润年复合增长率 37.5%。

政策暖风频吹，行业持续高景气。2018 年以来，国务院、卫健委等陆续出台数十项政策，加强卫生信息化建设，以电子病历、互联互通为代表的信息化项目迎来建设高峰期。**(1) 电子病历方面**，截至 2018 年底，三级医院电子病历达到 2020 年目标的比例不足 30%，预计二级医院达标率不足 25%，整体等级水平仍十分低下。从绝对水平来看，对比美国，电子病历在 2020 年也只是达到信息化初级应用水平，要实现 DRGs 落地使用，电子病历向 4 级以上进化是大势所趋。此外，按照卫健委要求，未来所有公立医疗机构均要参与电子病历评级。电子病历横、纵向市场拓展空间广阔；**(2) 互联互通方面**，2020 年，三级医院互联互通等级达到 4 级及以上标准的数量占比不到 15%，距离政策考核目标差距仍较大。医疗信息化升级建设之路长远，市场空间广阔。在政策密集推动下，医疗信息化市场将加速释放，行业需求有望持续超预期。

传统业务加速成长，中山项目开启全国拓展。(1) 传统业务方面：据采招网数据，公司订单持续高增长。2019 年前三季度公司中标订单 7.58 亿元，同比增长 72%，订单呈现高速增长态势。平均单个订单金额方面，2018 年公司平均订单金额 219.9 万元，同比增长 14.9%。2019 年上半年公司千万级订单显著增加，驱动平均订单金额大幅增长，2019 年前三季度公司平均订单金额 356.8 万元，同比增长 31.1%。此外，公司中标国家医保局核心平台，有望借力在国家平台建设中形成的标准理解、技术积累和示范效应，在后续医院端 IT 信息化改造中占先机。**(2) 创新业务方面**，中山项目已经步入运营阶段，中山市分别有 29 家/26 家公立医院接入线下扫码支付功能、线上诊间支付功能，平台交易约 691.8 万次数，累计交易金额约 11.43 亿元。随着模式的不断推广，以及运营的持续推进，后续业务有望加速发展，成为公司发展新的增长极。

投资建议：预计公司 2019-2021 年实现营业收入 16.36 亿元、20.78 亿元、25.82 亿元实现归属母公司净利润 2.90 亿元、3.89 亿元、4.99 亿元。参考可比公司估值，同时，考虑公司在市场、产品方面突出的竞争力，我们给予公司 2020 年 45 倍 PE，对应目标市值 174.89 亿元，对应目标价 24.00 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：政策落地不及预期，项目实施进度不及预期，健康城市推广不及预期，新业务运营进度不及预期，行业竞争加剧

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,152.95	1,290.29	1,636.47	2,078.23	2,581.83
增长率(%)	110.15	11.91	26.83	27.00	24.23
EBITDA(百万元)	298.45	407.21	389.64	520.07	662.37
净利润(百万元)	163.24	212.68	289.84	388.65	499.23
增长率(%)	159.10	30.28	36.28	34.09	28.45
EPS(元/股)	0.22	0.29	0.40	0.53	0.69
市盈率(P/E)	80.87	62.07	45.55	33.97	26.44
市净率(P/B)	6.48	5.69	4.62	4.03	3.55
市销率(P/S)	11.45	10.23	8.07	6.35	5.11
EV/EBITDA	16.18	21.79	32.59	24.09	18.77

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	18.12 元
目标价格	24.00 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	728.56
流通 A 股股本(百万股)	545.96
A 股总市值(百万元)	13,201.44
流通 A 股市值(百万元)	9,892.76
每股净资产(元)	3.42
资产负债率(%)	20.20
一年内最高/最低(元)	28.00/13.86

作者

沈海兵 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517030001
 shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 国内医疗信息化领军企业	4
1.1. 国内医疗信息化行业领军企业	4
1.2. “一体两翼” 三大事业群板块服务多元医卫需求	4
1.3. 葛航为公司实际控制人	5
1.4. 业绩持续高增，现金流情况优异	5
2. 政策暖风频吹，行业持续高景气	6
2.1. 利好政策频出，行业持续高景气	6
2.2. 电子病历：当前等级水平较低，评级横纵向拓展空间广阔	8
2.3. 互联互通：三级医院达标率不足 15%，升级空间广阔	10
3. 传统业务持续高景气，中山项目复制拓展值得期待	11
3.1. 传统业务订单持续高增长，中标国家医保局核心平台利好远期	11
3.2. 中山项目步入运营期，全国拓展值得期待	13
3.3. 股权激励激发业务活力，团队战斗力进一步增强	15
4. 估值分析	15

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司的三大事业群	4
图 3：葛航为实际控制人	5
图 4：营收稳健增长	6
图 5：归母净利润高速增长	6
图 6：毛利率、净利率持续提升	6
图 7：费用率相对稳定	6
图 8：经营性现金流优异	6
图 9：研发持续高投入	6
图 10：医疗信息化市场需求有望加速释放	7
图 11：2018 年我国三级医院电子病历等级分布	8
图 12：2018 年我国三级以下医院电子病历等级分布	8
图 13：2020 年电子病历等级只达到初级阶段，未来有较大升级空间	9
图 14：2009-2015 年美国电子病历升级情况	10
图 15：电子病历升级市场空间广阔	10
图 16：2018 年我国三级医院互联互通等级分布	11
图 17：2018 年我国三级以下医院互联互通等级分布	11
图 18：2017-2019Q3 订单增长情况	11
图 19：季度订单增长情况	11
图 20：平均订单金额大幅增长	11

图 21：福建省医科大学附属协和医院大数据平台项目建设内容	12
图 22：中山项目四大云平台	14
图 23：健康中山 APP 界面	14
图 24：“健康城市”云平台	15
表 1：2018 年以来，医疗信息化重磅政策频出	7
表 2：电子病历等级划分标准	8
表 3：2019 年以来，部分医院电子病历已往五级以上升级	9
表 4：2019 年以来，公司中标的部分千万级项目一览	12
表 5：国家医保局信息化平台中标结果	13
表 6：公司股权激励分配情况	15
表 7：公司业务拆分	15
表 8：可比公司估值	16

1. 国内医疗信息化领军企业

1.1. 国内医疗信息化行业领军企业

国内医疗卫生信息化行业领军企业。自 1997 年成立以来，公司始终秉承“创造智慧医卫，服务健康事业”的企业宗旨，专注于医疗卫生信息化的建设、研发及服务创新，始终坚持以市场为导向，以客户需求为出发点，不断深化拓展医疗卫生信息化行业市场。公司拥有八大系列 300 多个自主研发产品，7 项国家专利，营销网络遍及全国 30 多个省、自治区及直辖市，全国客户数量达 6000 多家，先后承担了国家电子发展基金项目等 40 多项国家、省、市级重大技术研发项目，已累计实施近 2 万个医疗卫生信息化建设项目，公共卫生项目遍及全国 340 多个区县，为 30 万基层医生提供工作平台，积累超过 2 亿份居民健康档案。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.2. “一体两翼”三大事业群板块服务多元医卫需求

公司产品及服务可以划分为“一体两翼”三大产品服务板块：医卫信息化事业群、医卫互联网事业群、医卫物联网事业群，以针对不同的客户类型和应用场景的需要。

图 2：公司的三大事业群



资料来源：公司年报，天风证券研究所

- 1、医卫信息化事业群：**满足院内和区域信息化建设需求。院内方面，公司提供主要提供 HIS、电子病历、PACS、LIS 等产品，以病人为中心，以电子病历为核心，以全面集成为手段，采用先进的 IT 技术框架，实现病人信息数字化、医疗过程数字化、管理流程数字化、医疗服务数字化、信息交互数字化。区域方面，公司提供的应用软件是以居民电子健康档案为核心，主要产品包括区域协同 RCA、区域卫生系统平台 RHIP、区域综管平台 HCMS、基层医疗 PHIS 和专业卫生条线。公司公共卫生项目遍及全国 340

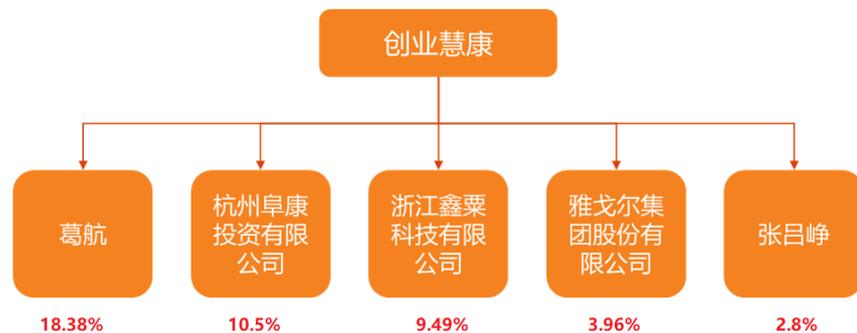
多个区县，积累超过 2.5 亿份居民健康档案，为 30 万基层医生提供工作平台。

- 2、**医疗互联网事业群：**分为互联网医院和健康城市两大块。互联网医院方面，公司协助医院搭建互联网医院平台，截至 2019 年 6 月底，公司建设的互联网医院已达到 70 多家；智慧城市方面，公司智慧城市以“中山项目”为样板。2015 年，中山市政府和创业慧康建立合作关系，委托承建“中山市区域卫生信息平台建设营运项目”，并授予创业慧康 10 年特许经营权。项目将打通中山市全市健康服务产业链，还将把医、药、检、险、健、养老等与居民、政府进行有效链接，以居民需求为导向，整合全市医疗健康服务资源，实现“医养防护”一体化管理，进一步促进中山市的健康产业发展。公司健康城市项目目前已在四川省自贡市得到复制，未来将面向全国推广。
- 3、**医卫物联网事业群：**公司已逐步形成了以物联网技术为核心的便民服务、临床应用服务、运营管理服务、健康服务等医疗应用服务体系 and 战略部署。公司依托大数据应用技术和健康城市运营业务，进行整体市场布局，以“未来医疗”新模式为基础构建医疗健康产业的物联网生态体系。同时，公司将不断根据院内场景需求定向打造物联网模块产品，力求达到院内就医场景基本覆盖。

1.3. 葛航为公司实际控制人

公司前五大股东分别为董事长葛航，杭州鑫粟科技、杭州阜康投资、雅戈尔集团以及总经理张吕峥。其中葛航直接持股 18.38%，通过其持有的杭州阜康公司间接持股 10.50%，合计总持公司股份 28.88%，是公司第一大股东和实际控制人。

图 3：葛航为实际控制人



资料来源：wind，天风证券研究所

1.4. 业绩持续高增，现金流情况优异

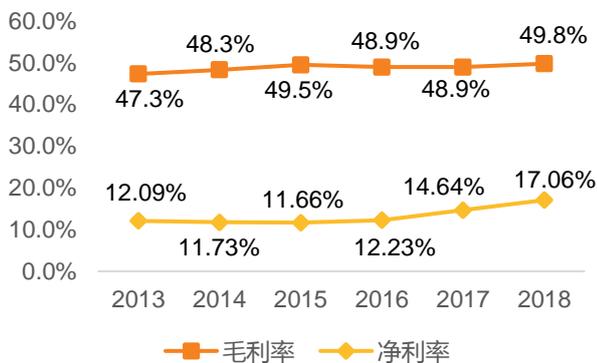
业绩持续高增，现金流情况优异。公司营业收入稳步增长，2013-2018 年复合增长率高达 24%。利润高速增长，2013-2018 年，公司归母净利润年复合增长率高达 37.5%。毛利率稳步上升及费用率的有效控制，是公司利润增长超过收入增长的核心原因。毛利率方面，得益于公司高毛利业务占比的提升，公司毛利率从 2013 年的 47.3% 提升至 2018 年的 49.8%。费用率方面，公司管理费用率、销售费用率得到有效控制。得益于毛利率的提升和费用率的控制，公司的净利率持续上行，2013 年至 2018 年公司净利率从 12.09% 增长至 17.06%。公司经营性现金流情况优异，商业回款及时。公司在研发方面投入较大资源，2016-2018 年间，公司研发投入增速均超过 30%。

图 4：营收稳健增长



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：毛利率、净利率持续提升



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：经营性现金流优异



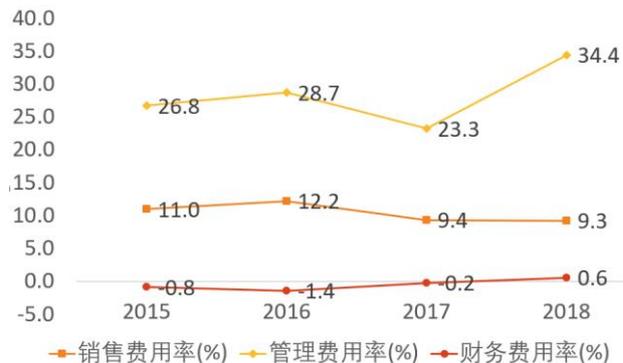
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：归母净利润高速增长



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：费用率相对稳定



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：研发持续高投入



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 政策暖风频吹，行业持续高景气

2.1. 利好政策频出，行业持续高景气

从电子病历到紧密型医共体，行业利好政策密集出台。2018 年以来，国务院、卫健委、医保局陆续密集出台数十项重磅政策，加强医院内、区域间信息化系统建设，力度空前。同时，在各项建设内容上，政策都给出了具体的时间节点和建设目标，按政策要求：（1）**电子病历**：到 2019 年，三级医院电子病历要达到评级 3 级以上，到 2020 年，三级医院要达到评级 4 级以上，二级医院要达到评级 3 级以上；（2）**互联互通**：2020 年，三级医院要达到互联互通 4 级以上；（3）**紧密型医共体**：到 2020 年底，在 500 个县初步建成目标明确、权责清晰、分工协作的新型县域医疗卫生服务体系，逐步形成服务、责任、利益、管

理的共同体；(4) DRGs：要求 30 个地市在 2020 年完成 DRGs 模拟运行，2021 年要实际付费。

表 1：2018 年以来，医疗信息化重磅政策频出

时间	颁布机构	政策文件	主要内容
2018/4	国务院	关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见	三级医院要在 2020 年前实现院内医疗服务信息互通共享，有条件的医院要尽快实现，二级以上医院普遍提供分时段预约诊疗、智能导医分诊、候诊提醒、检验检查结果查询、诊间结算、移动支付等线上服务。
2018/8	卫健委等	关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知	加快推进信息化建设，鼓励医联体、医共体使用电子健康卡实现基层首诊、远程会诊、双向转诊“一卡通”，为居民提供连续医疗服务；2018 年底前，远程医疗要覆盖所有城市医疗集团和县域医共体；2020 年底前，远程医疗要覆盖医联体内基层医疗卫生机构。
2018/8	卫健委等	关于进一步推进以电子病历为核心的医疗机构信息化建设的通知	到 2019 年，辖区内所有三级医院要达到电子病历应用水平分级评价 3 级以上，即实现医院内不同部门间数据交换；到 2020 年，要达到分级评价 4 级以上，即医院内实现全院信息共享，并具备医疗决策支持功能。
2018/12	卫健委	关于印发电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）	到 2019 年，所有三级医院要达到分级评价 3 级以上；到 2020 年，所有三级医院要达到分级评价 4 级以上，二级医院要达到分级评价 3 级以上。
2018/12	医保局	关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知	加快推进按疾病诊断相关分组（DRGs）付费国家试点，探索建立 DRGs 付费体系，并决定组织开展 DRGs 国家试点申报工作，原则上各省可推荐 1-2 个城市作为国家试点候选城市。
2019/3	卫健委	医院智慧服务分级评价标准体系（试行）	医院智慧服务是指医院针对患者的医疗服务需要，应用信息技术改善患者就医体验，加强患者信息互联互通。文件将智慧服务从低到高分 0-5 一共六级。
2019/5	卫健委	关于推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的通知	通过紧密型医共体建设，推动构建分级诊疗、合理诊治和有序就医新秩序。到 2020 年底，在 500 个县初步建成目标明确、权责清晰、分工协作的新型县域医疗卫生服务体系，逐步形成服务、责任、利益、管理的共同体。
2019/6	医保局	关于按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知	确定了北京、天津、河北省邯郸市等 30 个城市 DRGs 付费国家试点城市，并要求各试点城市确保 2020 年模拟运行，2021 年启动实际付费。

资料来源：卫健委、国家医保局官网等，天风证券研究所

2020 年我国医疗信息化市场规模将达到 430 亿元，密集政策持续推动下，行业需求有望持续超预期。据 IDC 预测，2020 年，医疗信息化市场规模达到 430 亿元，2018-2020 年复合增长率为 9.57%。在 2018 年政策密集推动下，医疗信息化需求将加速释放，行业需求有望持续超预期。

图 10：医疗信息化市场需求有望加速释放

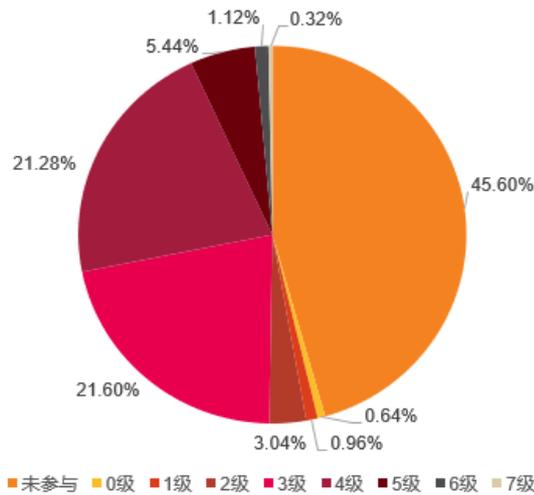


资料来源：IDC，天风证券研究所

2.2. 电子病历：当前等级水平较低，评级横纵向拓展空间广阔

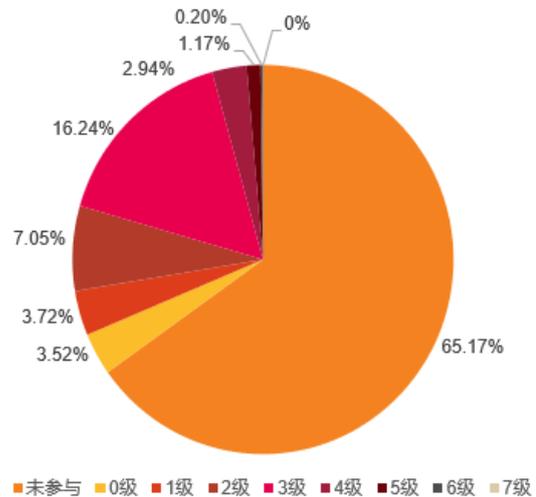
电子病历当前所处水平仍然十分低下，与 2020 年政策考核目标差距大。电子病历作为监督行医用药的关键系统，对于规范医生、医院行为具有重要作用，全面建设和升级电子病历系统是实现 DRGs 控费的基础。新一轮政策明确要求：到 2020 年，三级医院电子病历要达到分级评价 4 级，二级医院要达到 3 级。根据中国医院协会报告，截至 2018 年，三级医院电子病历达到 2020 年目标的比例不足 30%，预计二级医院达到 2020 年目标的比例不足 25%，整体等级水平仍十分低下。

图 11：2018 年我国三级医院电子病历等级分布



资料来源：中国医院协会，天风证券研究所

图 12：2018 年我国三级以下医院电子病历等级分布



资料来源：中国医院协会，天风证券研究所

电子病历建设升级之路长远。卫健委标准，到 2020 年，三级医院要达到 4 级，二级医院要达到 3 级。但从绝对水平来看，电子病历在 2020 年也只是达到信息化初级应用水平，要实现 DRGs 落地使用，电子病历向 4 级以上进化是大势所趋。而从低级到高级，越往后对应的难度越大，对全院信息系统的同步升级要求更高。我们认为，从无到有，从有到优，电子病历横、纵向建设升级之路长远：

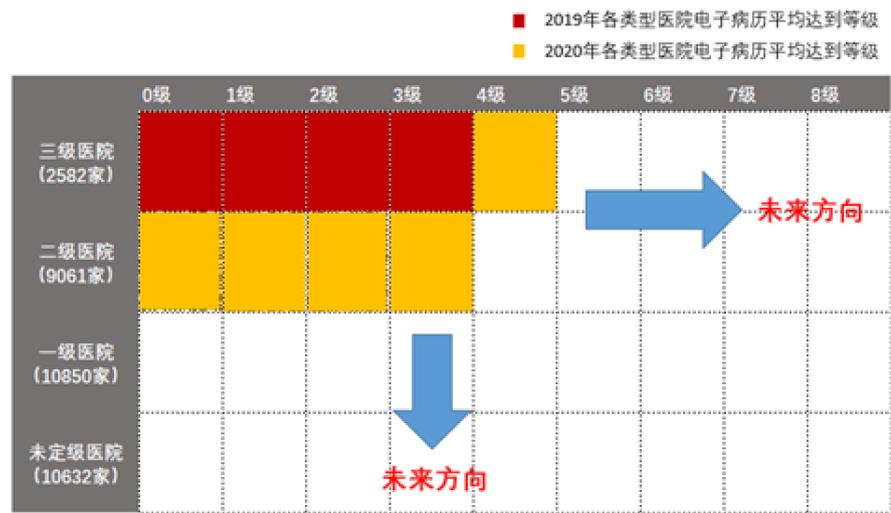
- **横向：**2019 年 4 月 13 日，在 2019 中华医院信息网络大会上，国家卫生健康委医政医管局副局长焦雅辉提出：未来所有公立医院都要参加电子病历评级。
- **纵向：**2019 年 01 月 30 日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》，文件将电子病历应用功能水平分级作为 26 个国家监测指标之一，纳入三级医院绩效考核体系。电子病历作为 DRGs 控费的必要基础，未来向 5 级以上升级是行业中期可预见的大趋势。事实上，自 2019 年以来，部分医院已经开始向电子病历五、六级，甚至七级拓展。

表 2：电子病历等级划分标准

等级	内容	基本项目数（项）	选择项目数（项）	最低总评分（分）
0 级	未形成电子病历系统	--	--	--
1 级	独立医疗信息系统建立	5	20/32	28
2 级	医疗信息部门内部交换	10	15/27	55
3 级	部门间数据交换	14	12/25	85
4 级	全院信息共享，初级医疗决策支持	17	9/22	110
5 级	统一数据管理，中级医疗决策支持	20	6/19	140
6 级	全流程医疗数据闭环管理，高级医疗决策支持	21	5/18	170
7 级	医疗安全质量管控，区域医疗信息共享	22	4/17	190
8 级	健康信息整合，医疗安全质量持续提升	22	4/17	220

资料来源：卫健委官网，天风证券研究所

图 13：2020 年电子病历等级只达到初级阶段，未来有较大升级空间



资料来源：卫健委官网等，天风证券研究所

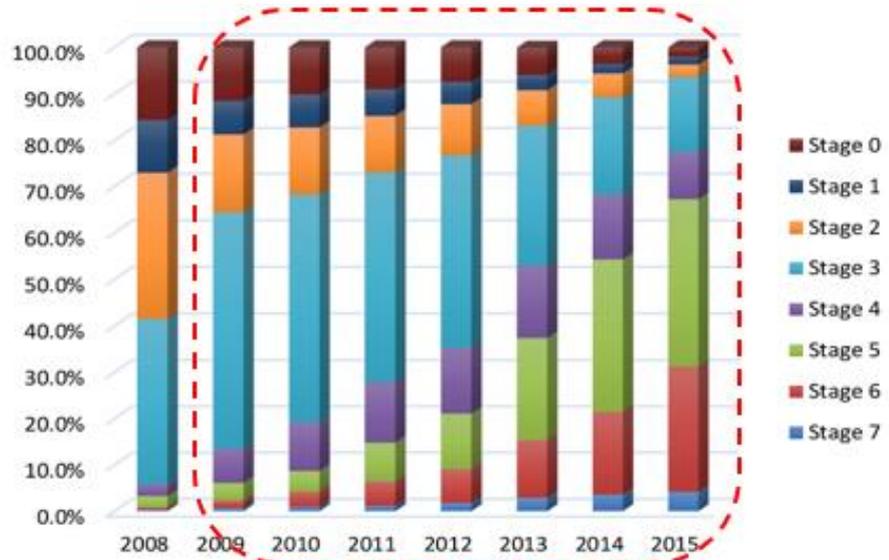
表 3：2019 年以来，部分医院电子病历已往五星级以上升级

时间	医院名称	电子病历等级	金额 (万)
2019 年 1 月 14 日	苏州市立医院 (东区)	五级	827
2019 年 3 月 1 日	莆田学院附属医院	六级	1853
2019 年 4 月 1 日	广州市妇女儿童医疗中心	七级	1199
2019 年 5 月 29 日	本溪市中心医院	五级	880
2019 年 6 月 11 日	博州人民医院	五级	1660
2019 年 6 月 13 日	嘉定区江桥医院	六级	3556
2019 年 6 月 26 日	常州市金坛区人民医院	五级	1769
2019 年 6 月 26 日	淮安市洪泽区人民医院	五级	16839
2019 年 7 月 8 日	内蒙古林业总医院	五级	31259
2019 年 9 月 4 日	英山县人民医院	五级	715
2019 年 9 月 16 日	上海市徐汇区中心医院	五级	625

资料来源：采招网，天风证券研究所

以美国为参照，我国处于电子病历升级五年大周期的起点。2009 年，美国颁布了促进经济与临床健康法案 (HITECH)。该法案专门拨付 270 亿美元用于推广医疗信息技术。2010 年，为促进医疗信息化行业的发展，美国医疗保险和医疗救助服务中心颁布了电子病历“有效使用”评价指标，鼓励临床医生和医院使用电子病历。该法案的推出，极大的促进了美国电子病历系统的发展。2009 年，美国电子病历处于三级及以下的医院占比约为 90%，通过五年的发展，2015 年，美国电子病历平均水平迅速提升到 4 级以上。2015 年，美国电子病历超过 4 级及以下的医院占比超过 70%，五级及以下的医院占比超过 60%。当前，我国医院电子病历整体水平处于美国 2008-2009 水平，对比美国经验，我国电子病历处于(至少)五年升级的大周期起点位置。

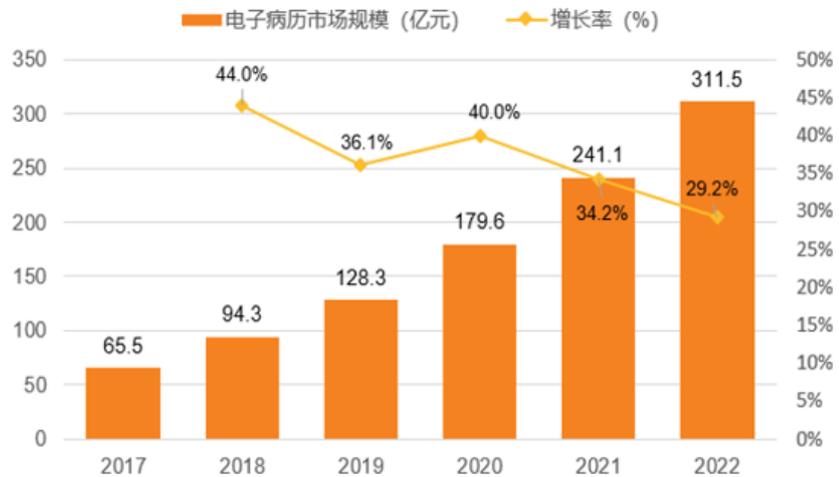
图 14：2009-2015 年美国电子病历升级情况



资料来源：HIMSS，天风证券研究所

电子病历市场规模有望达到 311 亿元，2019-2022 年复合增长率高达 34.4%。据前瞻产业研究院数据，2022 年我国电子病历市场规模有望达到 311.5 亿元，2019-2022 年复合增长率达 34.4%。

图 15：电子病历升级市场空间广阔

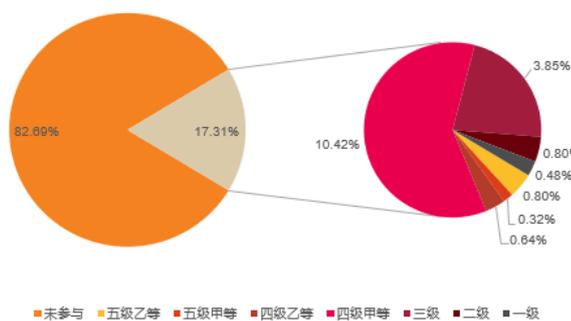


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

2.3. 互联互通：三级医院达标率不足 15%，升级空间广阔

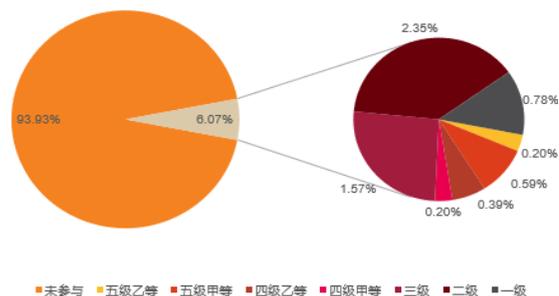
2018 年三级医院互联互通等级远低于政策考核目标，升级建设空间超百亿元。2018 年 8 月 28 日，医政医管局印发《关于进一步推进以电子病历为核心的医疗机构信息化建设的通知》，政策要求：到 2020 年，三级医院要实现院内各诊疗环节信息互联互通，达到医院信息互联互通标准化成熟度测评 4 级水平，由院内任一部门任一终端登入，均能按照权限调阅相关诊疗环节的信息。而据中国医院协会数据，2020 年，三级医院互联互通等级达到 4 级及以上标准的数量占比不到 15%。以三级医院平均投入 500 万元测算，全国三级医院互联互通升级空间高达 114.8 亿元（三级医院 2700 家*未达标率 85%*500 万元/家=114.75 亿元）。

图 16：2018 年我国三级医院互联互通等级分布



资料来源：中国医院协会，天风证券研究所

图 17：2018 年我国三级以下医院互联互通等级分布



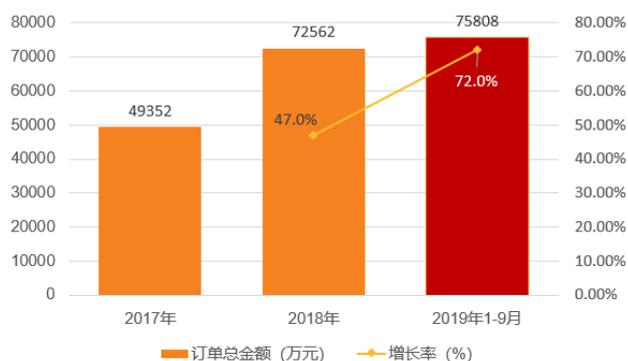
资料来源：中国医院协会，天风证券研究所

3. 传统业务持续高景气，中山项目复制拓展值得期待

3.1. 传统业务订单持续高增长，中标国家医保局核心平台利好远期

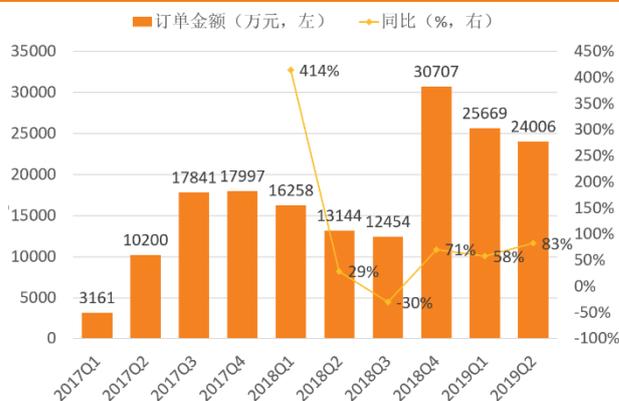
密集利好政策的催化下，公司业务发展迅猛，订单加速增长。根据采招网公开数据：2018 年公司中标总金额合计为 7.26 亿元，较 2017 年 4.94 亿元增长 47.0%，2019 年前三季度公司中标订单 7.58 亿元，同比增长 72%，订单呈现高速增长态势。平均单个订单金额方面，2018 年公司平均订单金额 272.2 万元，同比增长 43.4%。2019 年上半年公司千万级订单显著增加，驱动平均订单金额大幅增长，2019 年前三季度公司平均订单金额 356.8 万元，同比增长 31.1%。

图 18：2017-2019Q3 订单增长情况



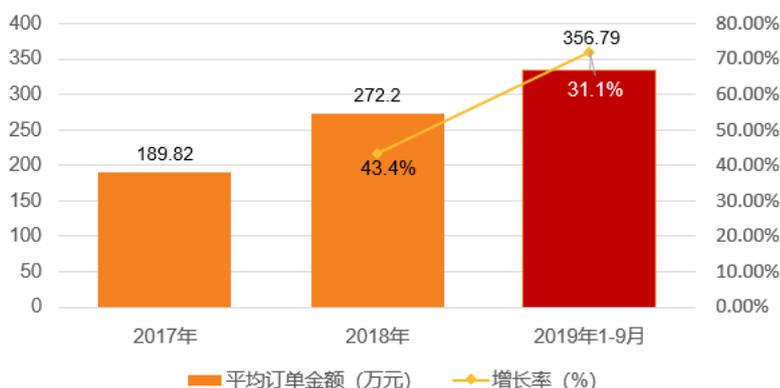
资料来源：采招网，天风证券研究所

图 19：季度订单增长情况



资料来源：采招网，天风证券研究所

图 20：平均订单金额大幅增长



资料来源：采招网，天风证券研究所

表 4：2019 年以来，公司中标的部分千万级项目一览

医院等级	医院名称	时间	电子病历等级
2019/1/30	福建	福建医科大学附属协和医院基于大数据的智能医院建设项目	14736
2019/4/3	上海	上海市第四人民医院智慧医院建设公开招标项目	3778
2019/4/9	河南	永城市中心医院信息化项目	1378
2019/4/24	上海	卫生计生委捷医服务平台建设二期	1255
2019/5/7	贵州	遵义市人口健康信息化项目（二期）	1450
2019/5/23	浙江	金华市人民医院医养大健康综合体软件信息集成项目	1850
2019/5/30	广东	区级公立医疗机构信息系统升级改造项目	1950
2019/7/22	新疆	新疆国恒投资发展集团有限公司第六师医院改扩建项目（一期）	4257
2019/7/22	江苏	基于物联网等信息技术的系统升级改造和服务项目	1570
2019/7/23	新疆	"库车县人民医院移动医护软件采购项目	1276
2019/8/6	浙江	湖州市南浔区菱湖人民医院异地新建项目	1494

资料来源：采招网，天风证券研究所

福建省医科大学附属协和医院 1.47 亿元大单成行业级标杆。2018 年 12 月 26 日，创业慧康中标福建省医科大学附属协和医院项目，项目总预算金额 1.59 亿元，公司以 1.47 亿元中标。该项目在业内具有标杆效应，具备重大意义：首先，该项目总预算金额 1.59 亿元，其中，软件与服务价值 1.14 亿元，占比约 70%，而对比此前类似超大订单中，系统集成等硬件业务占大头，表明软件的价值逐步得到医院认可。其次，在该项目中，大数据应用、精细化管理工具、AI 辅助问诊等行业新技术在行业落地，代表了下一代的技术和业务进化方向。以协和医院项目为标杆，我们认为，公司在新业务、新技术应用方面已拔得头筹，后续市场拓展大有可为。

图 21：福建省医科大学附属协和医院大数据平台项目建设内容

品目号	采购标的	预算 (万)	品目类型	品目号	采购标的	预算 (万)	品目类型
1-1	科研经费管理系统	100	软件	1-37	运维操作监控室	5	硬件
1-2	固定资产设备系统	100	软件	1-38	模块化机房微模块系统	147	硬件
1-3	管理APP系统	60	软件	1-39	不间断电源 (UPS)	55	硬件
1-4	智能数字化手术室建设	200	软件	1-40	蓄电池及充电装置	47	硬件
1-5	标准体系建设	180	软件	1-41	精密空调	104	硬件
1-6	基于大数据的全过程医疗体系扩展建设	435	软件	1-42	语音导诊机器人	50	硬件
1-7	基于大数据的互联网就医服务体系建设	482	软件	1-43	NAS存储设备	150	硬件
1-8	基于大数据的互联网健康服务体系建设	480	软件	1-44	存储扩容	120	硬件
1-9	基于大数据的医院质量诊疗过程全闭环管理体系建设	482	软件	1-45	FC SAN交换机	120	硬件
1-10	基于大数据的医院质量诊疗过程全闭环管理配套业务系统扩展建设	493	软件	1-46	终端安全设备	156	硬件
1-11	基于大数据的医院无纸化管理体系建设	471	软件	1-47	显示器	1,031	硬件
1-12	数字证书CA认证系统	118	软件	1-48	手术室影像专用显示器	20	硬件
1-13	基于大数据的临床工作辅助体系建设	375	软件	1-49	语音识别设备	100	硬件
1-14	多学科远程管理平台及教学系统建设	450	软件	1-50	话筒设备	6	硬件
1-15	多学科远程作业服务平台	330	软件	1-51	功放设备	2	硬件
1-16	多学院远程作业应用管理平台	450	软件	1-52	音箱	1	硬件
1-17	远程疑难诊断中心应用系统	420	软件	1-53	手术室野监控设备	50	硬件
1-18	医院精细化运营管理体系预算和核算管理系统建设	330	软件	1-54	手术全景摄像机	5	硬件
1-19	医院精细化运营管理体系绩效管理管理系统建设	450	软件	1-55	手术室野摄像机	2	硬件
1-20	医院精细化运营管理体系病种分析决策	260	软件	1-56	手术室相关零部件	27	硬件
1-21	医院精细化运营管理体系办公协同和药品供应链管理系统建设	390	软件	1-57	投影仪	1	硬件
1-22	医院精细化运营管理体系总务后勤业务系统建设	350	软件	1-58	投影幕	0	硬件
1-23	AI驱动的医学检验智能分析、药学智能分析和临床试验管理系统	495	软件	1-59	硬件集成实施服务	118	硬件
1-24	医学检查人工智能筛查平台	420	软件	1-60	触控一体机	180	硬件
1-25	医学检查人工智能分析平台	495	软件	1-61	服务器	400	硬件
1-26	基于大数据人工智能的临床决策支持系统	280	软件	1-62	虚拟机及CA服务器	211	硬件
1-27	医联体云平台体系建设	470	软件	1-63	病房及手术室相关设备	621	硬件
1-28	医联体数据中心和信息共享体系建设	480	软件	1-64	老机房交换机	300	硬件
1-29	电子病历双六级配套整体改造建设	380	软件	1-65	新机房交换机	342	硬件
1-30	基于集成平台整合新建或升级模块的改造	270	软件	1-66	病房蓝牙网络桥接设备	75	硬件
1-31	医联体医疗协作体系建设	420	软件				
1-32	智能数字化病房建设	143	软件				
1-33	运维监控大屏幕系统	14	软件				
1-34	双因子动态口令认证系统	30	软件				
1-35	数字证书	18	软件				
1-36	防火墙	100	软件				
软件总金额合计		11,421		硬件总金额 (万元)		4,447	

资料来源：采招网，天风证券研究所

中标国家医保局核心平台，后续医院端 IT 信息化改造占先机。2019 年 5 月 7 日，国家医疗保障局正式公布医保局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目（第 7 包-第 9 包）中标结果，久远银海、创业慧康、易联众、平安医保科技等联合中标该项目。其中，创业慧康、久远银海、易联众作为联合体中标基础信息管理子系统/医保业务基础子系统/应用支撑平台子系统，该部分为整个医保局信息系统核心，具备重要价值。公司中标国家医保局核心平台，有望借力在国家平台建设中形成的标准理解、技术积累和示范效应，在后续医院端 IT 信息化改造中占先机。

表 5：国家医保局信息化平台中标结果

招标项目	中标厂商	金额（万元）
国家医保局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目		1,694.2
第 1 包 内部统一门户子系统、内部控制子系统	东软集团	259.0
第 2 包 跨省异地就医管理子系统	久远银海	199.0
第 3 包 支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	创智和宇	83.0
第 4 包 药品和医用耗材招采管理子系统	厦门海西医药交易中心	168.0
第 5 包 公共服务子系统、信用评价管理子系统	易联众	268.0
第 6 包 基金运行及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统	卫宁健康（卫宁科技）	328.0
第 7 包 宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	平安医保科技	207.4
第 8 包 基础信息管理子系统/医保业务基础子系统/应用支撑平台子系统	创业慧康/久远银海/易联众	100.0
第 9 包 应用系统集成服务	东华软件	81.8
国家医保局医疗保障信息平台建设工程基础云平台建设和集成采购项目		4,456.1
第 1 包：公共服务区基础云平台建设和集成	中国电信	1,796.1
第 2 包：核心业务区基础云平台建设和集成	中科软	2,660.0
国家医保局医疗保障信息平台建设工程总集成和相关服务采购项目	太极股份	1,298.5
国家医保局医疗保障信息平台建设工程监理服务采购项目	北京赛迪	315.0
国家医保局医疗保障信息平台建设工程机房和通信基础设施采购项目	中国电信	1,880.0

资料来源：中国政府采购网，天风证券研究所

3.2. 中山项目步入运营期，全国拓展值得期待

2015 年，中山市政府和创业慧康建立合作关系，委托承建“中山市区域卫生信息平台建设营运项目”，并授予创业慧康 10 年特许经营权。该项目系政府与社会资本合作项目，由中山市政府与创业慧康共同出资建设。项目总投资额约 1.2 亿元，其中创业慧康投资约 9000 万元，中山市政府投资约 3000 万元。据中山市卫计委数据，截至 2018 年 6 月底，全市医疗卫生机构达 871 家，其中：医院 59 家、基层医疗卫生机构 778 家、专业公共卫生机构 31 家。全市医疗机构床位 15648 张，全市总诊疗量 1739.87 万人次，全市出院总量为 28.84 万人次。

中山项目的建设分为两个阶段：第一个阶段为中山市区域卫生信息平台的建设；第二个阶段为健康中山运营服务平台。经过三年半的建设，中山区域平台建设已经完成，项目覆盖城乡的市、镇、村三级卫生计生信息专网，联通全市所有公共卫生机构、市属医院、镇区卫生院、社区卫生服务中心（站），实现了全市医疗数据在区域卫生信息平台上的互联互通，城市级医疗就诊结算上的互联互通。项目的最终建设完成了四个云平台：为患者服务的健康中山服务云平台、为医生服务的中山家医服务云平台、健康档案服务云平台、商业运营服务云平台。与四个云平台相对应，“健康中山”的运营内容包括四大方面：一是健康中山 APP，这是一个城市级门户，覆盖中山市的所有医疗机构；二是中山家医 APP，包括家医绩效考核平台，形成管理闭环；三是健康档案及医卫协同；四是商业运营，如：居家养老服务运营、大数据商业分析服务运营等。为充分整合健康云平台和医疗资源，公司于 2018 年 12 月与康旗股份签署了战略合作协议，将在健康大数据方向展开深度合作。

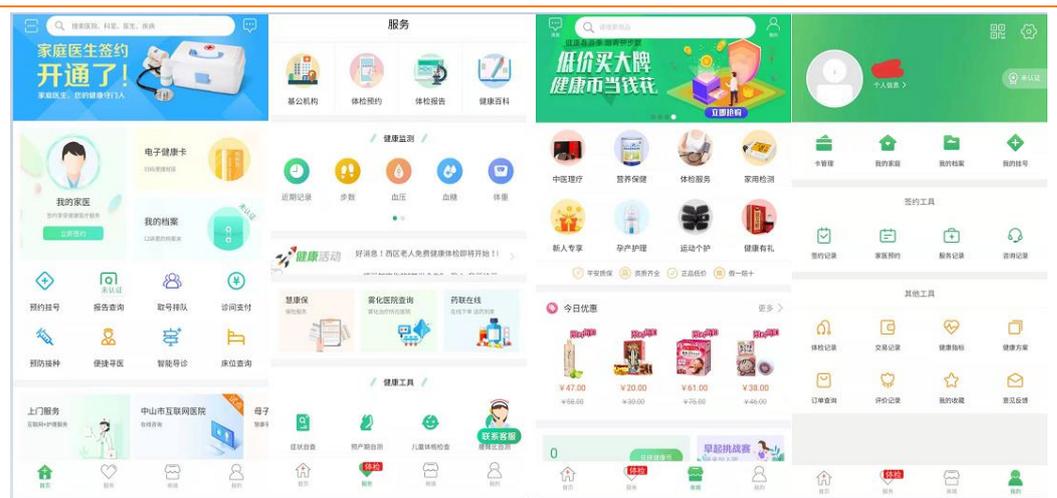
图 22：中山项目四大云平台



资料来源：公司年报，天风证券研究所

在健康中山项目上，公司建设运营城市健康云，建立服务通道（医疗健康服务网）和数据通道（医疗健康大数据网）。在运营期内，公司运营的主要模式可分支付、商户平台、金融分期、处方外流、医疗服务和健康服务等。支付方面，中山市的卫生院和医院全部连上支付宝等第三方支付工具，交易金额会有返佣。二是和商业平台连上，发展 B2B2C 的健康电商等业务。三是支付路口增加分期业务，发展分期类业务；四是线上的慢病处方的流转和其他电子处方的流转，公司已经和妙手医生展开合作，把电子处方流转出去。此外，公司也通过电子病历和健康档案的赋能，给当地的人群做增值的医疗服务和健康服务。

图 23：健康中山 APP 界面



资料来源：健康中山 APP、天风证券研究所

目前，中山项目已经步入运营阶段。截至 2019 年上半年，中山项目已运营一年，基于公司的城市级智慧医疗健康运营服务平台，并结合利用聚合支付等功能，中山市已有 29 家公立医院接入线下扫码支付功能、26 家公立医院接入线上诊间支付功能。截至目前累计交易约 691.8 万次数，累计交易金额约 11.43 亿元。

中山模式已开启全国复制。2019 年初，自贡市与公司签订了《全民健康信息平台建设和运营合作协议》，目标整合区域内优质医疗卫生资源，充分利用“互联网+”、大数据、人工智能等技术，3 年内打造“全省一流”的全民健康服务信息化平台及应用服务体系。随着模式的不断推广，以及运营的持续推进，后续业务有望加速发展，成为公司发展新的增长极。

图 24：“健康城市”云平台



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.3. 股权激励激发业务活力，团队战斗力进一步增强

股权激励绑定核心员工，业务活力有望充分释放。2019年9月24日晚间，公司发布股权激励预案：拟向324名董事、高级管理人员、核心管理人员、中层管理人员及核心研发及业务人员授予限制性股票数量1310万股，占公司总股本的1.80%。其中，首次授予1150万股，预留160万股。系统化的激励措施，将充分调动团队的积极性，公司业务活力、战斗力有望显著释放。

表 6：公司股权激励分配情况

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
1	胡燕	董事、董事会秘书	8.00	0.61%	0.01%
2	郁燕萍	财务总监	8.00	0.61%	0.01%
3	高春蓉	副总经理、总工程师	8.00	0.61%	0.01%
4	张崧	副总经理	8.00	0.61%	0.01%
5	陈东	副总经理	8.00	0.61%	0.01%
6	方宝林	副总经理	7.00	0.53%	0.01%
7	孙烈峰	副总经理	7.00	0.53%	0.01%
核心管理人员、中层管理人员及核心研发（业务）人员（317人）			1,096.00	83.66%	1.50%
预留部分			160.00	12.21%	0.22%
合计			1,310.00	100.00%	1.80%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 估值分析

考虑政策持续加码，医疗信息化板块持续高景气，我们预计公司医疗IT业务有望持续高增长，预计2019-2021年该业务实现收入12.60、16.36、20.66亿元。考虑ATM运维等非医疗业务受移动支付等新趋势影响，预计2019-2021年实现收入3.76、3.10、2.59亿元。

表 7：公司业务拆分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万)	1153.0	1290.3	1,636.5	2,078.2	2,581.8
医疗IT业务	600.5	831.6	1260.3	1767.9	2322.7

非医疗行业	552.5	458.7	376.1	310.3	259.1
毛利率 (%)	48.9%	49.8%	50.6%	51.3%	51.7%
医疗 IT 行业	53.9%	54.1%	53.7%	53.4%	53.2%
非医疗行业	43.5%	41.9%	40.5%	39.0%	38.3%
毛利 (百万)	293.9	413.7	828.6	1065.4	1335.4
医疗 IT 行业	323.8	449.8	676.3	944.4	1236.2
非医疗行业	240.4	192.2	152.3	121.0	99.2
收入增长率 (%)	24.9%	38.5%	26.8%	27.0%	24.2%
医疗业务	24.9%	38.5%	51.6%	40.3%	31.4%
非医疗行业	713.0%	-17.0%	-18.0%	-17.5%	-16.5%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

给予 2020 年目标价 24.00 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。预计公司 2019-2021 年实现营业收入 16.36 亿元、20.78 亿元、25.82 亿元实现归属母公司净利润 2.90 亿元、3.89 亿元、4.99 亿元。参考可比公司估值, 同时, 考虑公司在市场、产品方面突出的竞争力, 我们给予公司 2020 年 45 倍 PE, 对应目标市值 174.89 亿元, 对应目标价 24.00 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)		对应 PE	
			2019E	2020E	2019E	2020E
300253.SZ	卫宁健康	284	4.15	5.56	68.42	51.04
300078.SZ	思创医惠	112	2.04	2.77	55.05	40.54
300168.SZ	万达信息	206	3.97	4.54	51.75	45.33
300550.SZ	和仁科技	31	0.69	1.08	45.42	28.91
平均值					55.16	41.46

资料来源: Wind, 天风证券研究所 (注: 净利润为 Wind 一致预期, 11 月 7 日)

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	361.08	468.37	695.72	811.25	925.64
应收票据及应收账款	447.67	580.68	783.05	1,006.54	1,288.42
预付账款	17.34	23.80	27.59	36.76	42.48
存货	89.82	87.48	132.42	143.93	195.77
其他	71.83	51.48	106.89	117.75	165.61
流动资产合计	987.75	1,211.81	1,745.66	2,116.23	2,617.92
长期股权投资	42.17	174.19	174.19	174.19	174.19
固定资产	310.21	300.21	330.24	370.05	402.74
在建工程	35.40	59.84	71.90	91.14	84.68
无形资产	23.15	53.66	338.30	383.44	516.79
其他	1,300.30	1,278.84	1,272.62	1,340.43	1,337.04
非流动资产合计	1,711.24	1,866.74	2,187.25	2,359.26	2,515.45
资产总计	2,698.99	3,078.55	3,932.91	4,475.49	5,133.37
短期借款	100.00	177.50	311.34	311.34	311.34
应付票据及应付账款	161.41	231.59	262.08	354.36	405.80
其他	345.12	301.67	442.45	465.38	606.34
流动负债合计	606.53	710.76	1,015.86	1,131.09	1,323.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.64	9.79	15.22	12.50	13.86
非流动负债合计	20.64	9.79	15.22	12.50	13.86
负债合计	627.17	720.55	1,031.08	1,143.59	1,337.34
少数股东权益	33.91	36.93	46.32	58.26	73.08
股本	242.80	485.46	728.56	728.56	728.56
资本公积	1,499.63	1,200.83	1,200.83	1,269.19	1,269.19
留存收益	1,976.47	1,866.09	2,126.95	2,545.09	2,994.40
其他	(1,680.99)	(1,231.31)	(1,200.83)	(1,269.19)	(1,269.19)
股东权益合计	2,071.82	2,358.00	2,901.83	3,331.90	3,796.03
负债和股东权益总	2,698.99	3,078.55	3,932.91	4,475.49	5,133.37

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	168.78	220.09	289.84	388.65	499.23
折旧摊销	21.85	25.66	44.61	58.93	71.15
财务费用	(1.57)	7.54	9.57	12.15	15.10
投资损失	(4.73)	(8.73)	(11.07)	(15.00)	(20.00)
营运资金变动	36.31	(105.36)	(123.59)	(141.98)	(190.16)
其它	(46.52)	30.50	9.39	11.93	14.82
经营活动现金流	174.13	169.70	218.75	314.68	390.14
资本支出	1,241.99	212.23	365.91	165.84	229.37
长期投资	35.15	132.02	0.00	0.00	0.00
其他	(1,407.19)	(501.28)	(414.84)	(382.33)	(440.10)
投资活动现金流	(130.04)	(157.03)	(48.93)	(216.49)	(210.73)
债权融资	100.00	177.50	311.34	311.34	311.34
股权融资	1,176.07	87.19	264.01	56.21	(15.10)
其他	(1,277.14)	(171.97)	(517.82)	(350.20)	(361.26)
筹资活动现金流	(1.08)	92.72	57.53	17.34	(65.02)
汇率变动影响	0.00	48.15	61.07	77.56	96.36
现金净增加额	43.01	153.54	288.42	193.10	210.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,152.95	1,290.29	1,636.47	2,078.23	2,581.83
营业成本	588.73	648.31	807.82	1,012.80	1,246.42
营业税金及附加	12.96	14.15	17.18	20.78	25.82
营业费用	108.19	119.47	150.23	188.08	232.36
管理费用	152.42	151.71	184.92	230.68	282.71
研发费用	115.73	129.85	164.46	207.82	258.18
财务费用	(1.98)	7.54	9.57	12.15	15.10
资产减值损失	18.48	30.72	38.97	49.49	61.48
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.73	56.88	72.15	92.56	116.36
其他	(47.51)	(115.23)	(144.29)	(185.12)	(232.71)
营业利润	201.23	246.87	335.46	448.99	576.12
营业外收入	0.43	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.02	0.88	1.12	1.42	1.76
利润总额	200.64	245.99	334.34	447.57	574.36
所得税	31.86	25.90	35.11	47.00	60.31
净利润	168.78	220.09	299.24	400.58	514.05
少数股东损益	5.54	7.41	9.39	11.93	14.82
归属于母公司净利润	163.24	212.68	289.84	388.65	499.23
每股收益(元)	0.22	0.29	0.40	0.53	0.69

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	110.15%	11.91%	26.83%	27.00%	24.23%
营业利润	420.84%	22.68%	35.89%	33.84%	28.32%
归属于母公司净利润	159.10%	30.28%	36.28%	34.09%	28.45%
获利能力					
毛利率	48.94%	49.75%	50.64%	51.27%	51.72%
净利率	14.16%	16.48%	17.71%	18.70%	19.34%
ROE	8.01%	9.16%	10.15%	11.87%	13.41%
ROIC	42.31%	14.06%	16.28%	17.54%	20.35%
偿债能力					
资产负债率	23.24%	23.41%	26.22%	25.55%	26.05%
净负债率	-12.60%	-12.34%	-13.25%	-15.00%	-16.18%
流动比率	1.63	1.70	1.72	1.87	1.98
速动比率	1.48	1.58	1.59	1.74	1.83
营运能力					
应收账款周转率	3.02	2.51	2.40	2.32	2.25
存货周转率	17.20	14.55	14.88	15.04	15.20
总资产周转率	0.60	0.45	0.47	0.49	0.54
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.29	0.40	0.53	0.69
每股经营现金流	0.24	0.23	0.30	0.43	0.54
每股净资产	2.80	3.19	3.92	4.49	5.11
估值比率					
市盈率	80.87	62.07	45.55	33.97	26.44
市净率	6.48	5.69	4.62	4.03	3.55
EV/EBITDA	16.18	21.79	32.59	24.09	18.77
EV/EBIT	17.44	23.18	36.81	27.17	21.03

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com