

多因素致业绩承压，行业需求复苏可期

买入|维持

——创业慧康(300451.SZ)2022年年度报告点评

事件：

公司于2023年4月14日收盘后发布《2022年年度报告》。

点评：

● 公司业绩有所回落，持续加大研发投入

2022年，公司实现营业收入15.27亿元，同比下降19.58%；实现归母净利润0.43亿元，同比下降89.68%；经营活动产生的现金流量净额为1.45亿元，同比下降17.79%。公司销售费用为1.17亿元，同比下降23.72%；管理费用为1.89亿元，同比增长0.85%；研发费用为2.18亿元，同比增长3.55%。公司持续加大研发投入，2022年研发投入金额达3.18亿元，占营业收入的比例为20.83%。分业务来看，医疗行业实现收入13.62亿元，同比下降19.73%；非医疗行业实现收入1.66亿元，同比下降18.37%。

● 稳步推进“慧康云战略”，携手飞利浦拓展市场

公司稳步推进“慧康云战略”的整体云化转型发展战略，坚持以打造患者为中心的医疗卫生体系，建设智慧生态医疗为目标，强化在手订单的交付和验收，积极提升客户满意度。公司发布了新一代的基于微服务架构的大型医疗机构（集团）管理信息系统(Hi-HIS)，成功上线了两个大型的试点医院项目的系统，标志着基于“慧康云战略”体系的新一代智慧医院产品在全面推广落地迈出了关键一步。公司与飞利浦签署了《合作协议》，飞利浦将从其现有客户中挑选部分医院客户作为独家销售名单，本次合作将给公司带来新增项目，同时扩大公司医院客户范围。

● “互联网+”业务快速增长，商业模式不断丰富

2022年，公司基于健康城市“互联网+医疗”等创新业务快速增长，实现创收约16527万元。互联网医院及区域性的互联网项目客户数量继续保持增长，新增接入医疗机构100家，较上年度同比增长逾14%，增速较快；参与互联网医院公有云（接入互联网医院平台和区域互联网）和私有云的建设已逾800家。公司以“健康中山”商保理赔运营业务合作经验为基础，积极拓展了线上商业保险理赔业务的应用场景和运营模式，已在140多家医疗机构落地了商保服务。聚合支付业务平台累计接入商户持续增长，新增接入商户169家，累计有1500多家商户接入，实现交易额逾152亿元。

● 盈利预测与投资建议

在电子病历、医院智慧管理、基层医院新基建、医疗信创等政策的驱动下，行业处于高景气周期，公司作为行业领军企业，有望充分受益。预测公司2023-2025年的营业收入为19.47、24.29、29.50亿元，归母净利润为4.01、5.27、6.74亿元，EPS为0.26、0.34、0.44元/股，对应PE为38.80、29.54、23.07倍。过去三年，公司PE TTM主要运行在22-70倍之间，考虑到公司的成长性和行业的景气度，给予公司2023年50倍的目标PE，对应的目标价为13.00元。维持“买入”评级。

● 风险提示

行业相关政策落地不达预期的风险；“慧康云”转型不及预期的风险；线上诊疗服务发展不及预期的风险；与飞利浦的合作不达预期的风险；行业竞争加剧的风险。

当前价/目标价：10.04元/13.00元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：11.56 / 5.75

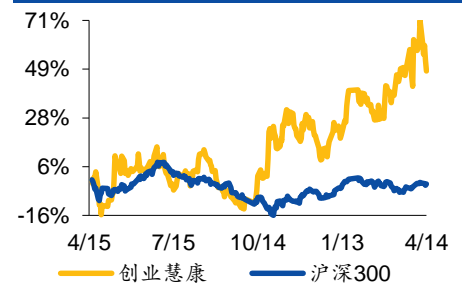
A股流通股（百万股）：1357.34

A股总股本（百万股）：1549.34

流通市值（百万元）：13627.70

总市值（百万元）：15555.33

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-创业慧康(300451.SZ)2022年第三季度报告点评：营业收入短期波动，医保业务拓展顺利》2022.10.26

《国元证券公司研究-创业慧康(300451.SZ)2022年半年度报告点评：疫情短期影响业绩，持续加强研发创新》2022.09.02

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

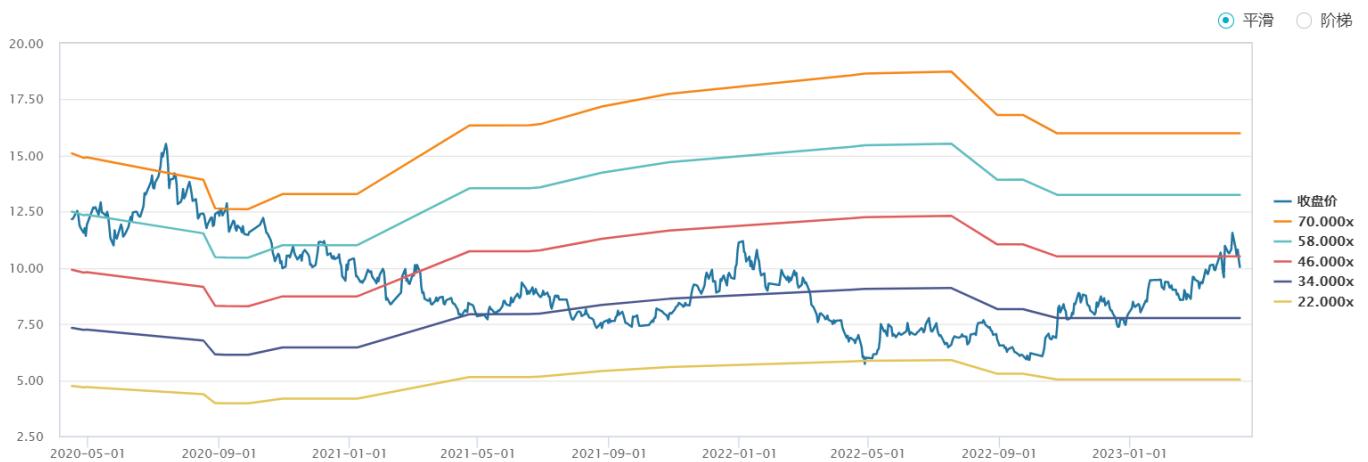
邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1898.98 | 1527.14 | 1946.86 | 2428.84 | 2950.09 |
| 收入同比(%) | 16.30 | -19.58 | 27.48 | 24.76 | 21.46 |
| 归母净利润(百万元) | 413.04 | 42.64 | 400.88 | 526.63 | 674.33 |
| 归母净利润同比(%) | 24.28 | -89.68 | 840.19 | 31.37 | 28.04 |
| ROE(%) | 9.05 | 0.93 | 8.05 | 9.64 | 11.09 |
| 每股收益(元) | 0.27 | 0.03 | 0.26 | 0.34 | 0.44 |
| 市盈率(P/E) | 37.66 | 364.82 | 38.80 | 29.54 | 23.07 |

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：创业慧康过去三年 PE-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 流动资产 | 3336.13 | 3312.55 | 3641.45 | 4216.45 | 4932.98 | |
| 现金 | 1619.15 | 1478.03 | 1617.08 | 1981.26 | 2493.55 | |
| 应收账款 | 1250.85 | 1390.76 | 1520.29 | 1660.82 | 1817.83 | |
| 其他应收款 | 58.60 | 43.90 | 78.07 | 94.24 | 102.07 | |
| 预付账款 | 22.96 | 20.18 | 22.68 | 27.26 | 32.35 | |
| 存货 | 240.51 | 262.65 | 279.20 | 322.15 | 349.58 | |
| 其他流动资产 | 144.05 | 117.03 | 124.12 | 130.71 | 137.60 | |
| 非流动资产 | 2273.45 | 2471.00 | 2518.91 | 2537.21 | 2562.81 | |
| 长期投资 | 240.83 | 209.32 | 244.35 | 249.86 | 255.46 | |
| 固定资产 | 267.75 | 281.04 | 345.99 | 365.30 | 369.04 | |
| 无形资产 | 280.06 | 599.73 | 604.26 | 609.90 | 617.39 | |
| 其他非流动资产 | 1484.81 | 1380.91 | 1324.30 | 1312.15 | 1320.91 | |
| 资产总计 | 5609.58 | 5783.55 | 6160.36 | 6753.66 | 7495.79 | |
| 流动负债 | 1000.97 | 1173.51 | 1161.67 | 1268.44 | 1388.74 | |
| 短期借款 | 0.00 | 99.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 应付账款 | 484.38 | 647.21 | 693.57 | 757.97 | 845.88 | |
| 其他流动负债 | 516.59 | 426.39 | 468.09 | 510.47 | 542.86 | |
| 非流动负债 | 9.31 | 8.26 | 11.25 | 11.71 | 12.19 | |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 其他非流动负债 | 9.31 | 8.26 | 11.25 | 11.71 | 12.19 | |
| 负债合计 | 1010.28 | 1181.76 | 1172.92 | 1280.15 | 1400.93 | |
| 少数股东权益 | 37.50 | 8.13 | 9.18 | 10.51 | 12.14 | |
| 股本 | 1549.79 | 1549.34 | 1549.34 | 1549.34 | 1549.34 | |
| 资本公积 | 1524.89 | 1525.84 | 1525.84 | 1525.84 | 1525.84 | |
| 留存收益 | 1522.42 | 1518.56 | 1903.95 | 2388.69 | 3008.40 | |
| 归属母公司股东权益 | 4561.80 | 4593.66 | 4978.27 | 5463.01 | 6082.72 | |
| 负债和股东权益 | 5609.58 | 5783.55 | 6160.36 | 6753.66 | 7495.79 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------|---------|--------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 经营活动现金流 | 176.22 | 144.87 | 329.59 | 446.17 | 615.59 | |
| 净利润 | 414.15 | 41.28 | 401.94 | 527.96 | 675.95 | |
| 折旧摊销 | 70.69 | 87.08 | 62.13 | 71.17 | 78.06 | |
| 财务费用 | -19.60 | -19.79 | -13.27 | -17.78 | -22.16 | |
| 投资损失 | -30.54 | 15.42 | -11.89 | -12.02 | -12.34 | |
| 营运资金变动 | -383.52 | -207.67 | -52.61 | -158.85 | -132.27 | |
| 其他经营现金流 | 125.05 | 228.55 | -56.70 | 35.69 | 28.35 | |
| 投资活动现金流 | 33.53 | -299.22 | -92.87 | -58.00 | -70.98 | |
| 资本支出 | 190.57 | 319.71 | 1.28 | 2.36 | 10.53 | |
| 长期投资 | -5.58 | -5.07 | 53.25 | 10.58 | 10.67 | |
| 其他投资现金流 | 218.52 | 15.41 | -38.34 | -45.06 | -49.78 | |
| 筹资活动现金流 | -176.12 | 18.33 | -97.67 | -23.99 | -32.32 | |
| 短期借款 | -163.12 | 99.91 | -99.91 | 0.00 | 0.00 | |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 普通股增加 | 357.18 | -0.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 资本公积增加 | -349.31 | 0.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 其他筹资现金流 | -20.87 | -82.08 | 2.24 | -23.99 | -32.32 | |
| 现金净增加额 | 33.63 | -136.02 | 139.06 | 364.18 | 512.29 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 营业收入 | 1898.98 | 1527.14 | 1946.86 | 2428.84 | 2950.09 | |
| 营业成本 | 869.34 | 772.94 | 896.44 | 1108.30 | 1336.72 | |
| 营业税金及附加 | 19.08 | 12.82 | 16.16 | 19.92 | 23.90 | |
| 营业费用 | 152.98 | 116.70 | 143.29 | 180.22 | 215.65 | |
| 管理费用 | 187.45 | 189.05 | 205.39 | 263.04 | 313.00 | |
| 研发费用 | 210.37 | 217.83 | 239.26 | 275.52 | 322.85 | |
| 财务费用 | -19.60 | -19.79 | -13.27 | -17.78 | -22.16 | |
| 资产减值损失 | -20.88 | -91.78 | -18.29 | -17.21 | -16.16 | |
| 公允价值变动收益 | -0.38 | 0.13 | 0.81 | 0.83 | 0.86 | |
| 投资净收益 | 30.54 | -15.42 | 11.89 | 12.02 | 12.34 | |
| 营业利润 | 452.27 | 52.90 | 439.91 | 577.62 | 739.17 | |
| 营业外收入 | 0.31 | 3.60 | 0.23 | 0.27 | 0.32 | |
| 营业外支出 | 0.66 | 1.07 | 0.15 | 0.19 | 0.26 | |
| 利润总额 | 451.92 | 55.44 | 439.99 | 577.70 | 739.23 | |
| 所得税 | 37.77 | 14.16 | 38.06 | 49.74 | 63.28 | |
| 净利润 | 414.15 | 41.28 | 401.94 | 527.96 | 675.95 | |
| 少数股东损益 | 1.11 | -1.36 | 1.06 | 1.33 | 1.63 | |
| 归属母公司净利润 | 413.04 | 42.64 | 400.88 | 526.63 | 674.33 | |
| EBITDA | 503.36 | 120.19 | 488.77 | 631.01 | 795.07 | |
| EPS (元) | 0.27 | 0.03 | 0.26 | 0.34 | 0.44 | |

| 主要财务比率 | | | | | | |
|----------------|-------|--------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 成长能力 | | | | | | |
| 营业收入(%) | 16.30 | -19.58 | 27.48 | 24.76 | 21.46 | |
| 营业利润(%) | 19.79 | -88.30 | 731.56 | 31.30 | 27.97 | |
| 归属母公司净利润(%) | 24.28 | -89.68 | 840.19 | 31.37 | 28.04 | |
| 获利能力 | | | | | | |
| 毛利率(%) | 54.22 | 49.39 | 53.95 | 54.37 | 54.69 | |
| 净利率(%) | 21.75 | 2.79 | 20.59 | 21.68 | 22.86 | |
| ROE(%) | 9.05 | 0.93 | 8.05 | 9.64 | 11.09 | |
| ROIC(%) | 15.31 | 0.85 | 12.77 | 16.02 | 19.79 | |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 资产负债率(%) | 18.01 | 20.43 | 19.04 | 18.95 | 18.69 | |
| 净负债比率(%) | 0.68 | 8.81 | 0.61 | 0.57 | 0.53 | |
| 流动比率 | 3.33 | 2.82 | 3.13 | 3.32 | 3.55 | |
| 速动比率 | 3.09 | 2.60 | 2.89 | 3.07 | 3.30 | |
| 营运能力 | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.35 | 0.27 | 0.33 | 0.38 | 0.41 | |
| 应收账款周转率 | 1.53 | 0.95 | 1.10 | 1.29 | 1.44 | |
| 应付账款周转率 | 2.11 | 1.37 | 1.34 | 1.53 | 1.67 | |
| 每股指标(元) | | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.27 | 0.03 | 0.26 | 0.34 | 0.44 | |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.11 | 0.09 | 0.21 | 0.29 | 0.40 | |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.94 | 2.96 | 3.21 | 3.53 | 3.93 | |
| 估值比率 | | | | | | |
| P/E | 37.66 | 364.82 | 38.80 | 29.54 | 23.07 | |
| P/B | 3.41 | 3.39 | 3.12 | 2.85 | 2.56 | |
| EV/EBITDA | 27.48 | 115.06 | 28.30 | 21.92 | 17.39 | |

投资评级说明:

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

| 合肥 | 上海 |
|------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编: 230000 | 邮编: 200135 |
| 传真: (0551) 62207952 | 传真: (021) 68869125 |
| | 电话: (021) 51097188 |