

创业慧康(300451)

报告日期: 2023年04月24日

产品升级技术领先, 医疗信息化行业提振龙头厂商优先受益

——创业慧康深度报告

投资要点

深耕医疗信息化行业 26 年, 业务覆盖全国营收稳步增长

成立于 1997 年, 公司累计实施了近 2 万个医疗卫生信息化建设项目, 行业用户数量 7000 多家, 公共卫生项目遍及全国 370 多个区县, 积累约 3 亿份居民健康档案。逐步丰富布局形成医疗卫生信息化、医疗卫生互联网、医疗卫生智慧物联网和医疗保障应用四大板块业务。公司营业收入增速稳定, 医疗行业主营业务增势良好。公司近 5 年毛利率维持 50% 左右, 研发费用率稳步提升。4Q22 因疫情政策变动原因公司人员居家办公, 项目实施和验收周期延长, 新订单的签署推迟, 业绩较往年受到较大影响。

政策和技术发展推动医疗信息化行业蓬勃发展, 头部厂商受益

当前我国医疗卫生服务系统存在三大痛点: 医疗资源分配不均、医疗人员供给不足和医疗机构内部及机构与机构间协作效率较低。我国卫生总费用逐年提升, 老龄化带来医保控费需求。政府陆续出台政策对医院卫生信息化行业进行规范、支持和纵深。2011-2015 年医疗信息化政策萌芽, 政策散点化, 强调通用标准。2016-2020 年医疗信息化政策快速发展, 涉及云计算、物联网、区块链、大数据等细分领域的规则制定。2021 年至今医疗信息化政策纵深布局更多新场景新技术, 推动行业高质量发展。

根据艾瑞咨询, 2021 年中国医疗信息化市场规模为 789 亿元, 2021-2024 年 CAGR 为 23.83%, 预计 2024 年市场规模达 1498 亿元。具备成本低, 便于运维和部署的优势。医疗云为当前医疗信息化转型重要趋势。此外, 大数据、物联网、AI 和 5G 的应用也是医疗信息化重要的发展方向。按照订单额维度, 创业慧康市占率位列前三 (17%), 传统医疗信息化全产品线布局有望使得公司受益行业发展强者愈强。

产品、客户资源积累深厚, 与飞利浦协同具长期业绩增长动力

我国医院电子病历评级具有持续升级需求。截至 2022 年, 公司 5 级、6 级电子病历评级项目累计 20 家通过评审; 五乙及以上医院互联互通“以评促建”项目累计有 37 家通过评审, 五乙及以上区域互联互通“以评促建”项目累计有 17 家通过评审。

医疗信息化和医疗互联网方面持续投入新产品研发。健康城市方面“健康温州”和“健康中山”落地实施。公司云化转型顺利, 发布新产品 Hi-HIS。医保业务已遍及全国十多个省市。公司为河北、天津、甘肃等十多个省市地区提供医保信息平台系统建设和服务, 以及浙江省、江苏省、新疆、甘肃省等多个 DRG/DIP 系统建设。公司物联网硬件设备实现量产, 物联网接入方案落地苏州。

飞利浦成为公司第二大股东, 将有效形成业务战略合作和互补。1H22 与飞利浦中国战略合作, 共研 CTASY 系列电子病历产品。根据协议, 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, 为公司带来新增项目, 扩大公司医院客户范围。与传统 HIS/EMR/集成平台医院核心系统三件套不同, 新产品将为医疗机构提供一体化平台, 实现先进临床分析, 简化医院工作流程, 提高护理质量和效率, 降低运维成本及医疗机构信息化认证难度。

盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 20.47/25.60/30.87 亿元, 同比增速分别为 34.07%/25.04%/20.58%; 对应归母净利润分别为 2.82/4.52/5.36 亿元, 同比增速分别为 560.23%/60.54%/18.61%, 对应 EPS 为 0.18/0.29/0.35 元/股。当前股价对应 2024 年 PE 为 30 倍。我们给予公司 2024 年行业平均 38 倍 PE。维持“买入”评级。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 刘雯蜀

执业证书号: s1230523020002

liuwenshu03@stocke.com.cn

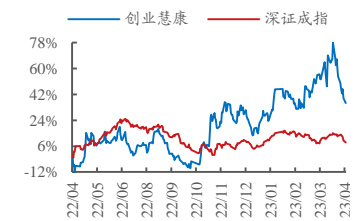
研究助理: 田子砚

tianziyan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 8.84
总市值(百万元)	13,696.12
总股本(百万股)	1,549.34

股票走势图



相关报告

- 《创业慧康 (300451): 医疗信息化引领增长, 云 HIT 进入落地阶》2022.04.15
- 《业绩符合预期, “慧康云 2.0” 战略启动——业绩符合预期, “慧康云 2.0” 战略启动》2021.08.25
- 《传统医卫 IT 业务稳步增长, 创新运营业务加速落地》2021.04.26

□ 风险提示

核心竞争力降低风险；市场竞争加剧风险；CTASY 市场推广不及预期风险；医疗信息化政策推进不及预期风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1527.14	2047.48	2560.23	3087.15
(+/-) (%)	-19.58%	34.07%	25.04%	20.58%
归母净利润	42.64	281.51	451.92	536.05
(+/-) (%)	-92.95%	560.23%	60.54%	18.61%
每股收益(元)	0.03	0.18	0.29	0.35
P/E	321.22	48.65	30.31	25.55

资料来源：Wind，浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 20.47/25.60/30.87 亿元，同比增速分别为 34.07%/25.04%/20.58%；对应归母净利润分别为 2.82/4.52/5.36 亿元，同比增速分别为 560.23%/60.54%/18.61%，对应 EPS 为 0.18/0.29/0.35 元/股。当前股价对应 2024 年 PE 为 30 倍。我们给予公司 2024 年行业平均 38 倍 PE。维持“买入”评级。

● 关键假设

- 1)数字经济时代下医疗信息化市场规模稳步增长
- 2)公司持续开拓客户，保持市场份额领先地位
- 3)公司持续研发迭代慧康云和 CTASY 等产品保持技术领先优势

● 我们与市场的观点的差异

市场担忧：疫情放开后政府及医院财务收紧，影响医疗信息化订单复苏。

我们认为：支持医疗数字化和互联网医院发展的政策频出，医院评级等考核项目对医院有医疗信息化建设要求，各个试点省市及各级医院会加大智慧医疗的投入。2023 年将迎来医疗信息化订单复苏。

● 股价上涨的催化因素

数字中国政策推动数字技术和实体经济深度融合，在医疗领域加快数字技术创新应用。医疗信息化相关政策纵深布局更多新场景新技术落地持续拓宽公司市场空间；公司新签约打造大型智慧医院标杆项目；公司医疗信息化订单额复苏；CTASY 研发成功并成功推广到三级医院。

● 风险提示

核心竞争力降低风险；市场竞争加剧风险；CTASY 市场推广不及预期风险；医疗信息化政策推进不及预期风险。

正文目录

1 领先医卫信息化厂商，行业布局完善自研能力强	5
1.1 深耕医疗信息化行业 26 年，医卫信息化业务覆盖全国	5
1.2 医卫、互联、物联和医保信息化全面布局，九成收入源自医疗行业	7
1.3 营收保持稳定增长，2022 年受疫情反复影响归母净利润下滑	9
2 政策和技术发展推动医疗信息化行业蓬勃发展，头部厂商受益	10
2.1 为解决医疗卫生系统痛点加强医保控费，相关政策持续落地	10
2.2 医疗信息化已取得阶段性成果，“云数物智移”为重要转型方向	14
2.3 市场份额位居市场前三，具有传统医疗信息化全产品线布局	16
3 产品、客户资源积累深厚，与飞利浦协同具长期业绩增长动力	17
3.1 新产品持续投入研发，全线布局构筑竞争优势	17
3.2 助力多家医院电子病历评级，打造行业标杆项目	18
3.3 飞利浦成公司第二大股东，CTASY 电子病历带来长期稳定增长动力	19
4 盈利预测与估值	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议与估值	22
5 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司发展历史沿革.....	5
图 2: 截至 3Q22 公司股权结构.....	6
图 3: 公司全国业务布局.....	6
图 4: 从 2018-2022 按行业划分营收结构.....	8
图 5: 从 2018-2022 按产品划分营收结构.....	8
图 6: 从 2018-2022 按地区划分营收结构.....	8
图 7: 不同细分板块主营业务毛利率情况.....	8
图 8: 2018-2022 公司营业收入波动情况.....	9
图 9: 2018-2022 公司归母净利润波动情况.....	9
图 10: 2018-2022 公司毛利率波动情况.....	10
图 11: 2018-2022 公司销售、管理和研发费用率波动情况.....	10
图 12: 公司近五年营收按季度波动情况.....	10
图 13: 我国医疗资源存在分配不均痛点.....	11
图 14: 我国存在医疗人员供给不足痛点.....	11
图 15: 2017-2021 年全国医疗总费用增长情况.....	11
图 16: 2017-2021 年居民医保基金收支情况.....	11
图 17: 2021-2024E 医疗信息化市场规模预测.....	14
图 18: 2020 年中国医院各类业务应用终端总数占比情况.....	14
图 19: 2019-1H22 我国龙头核心管理系统厂商订单份额(亿元).....	16
图 20: 2019-2021 年主要公司医院订单竞争格局.....	16
图 21: 共同打造健康城市产业链.....	17
图 22: 助力上海东方医院通过电子病历 5 级评审, 互联互通标准化成熟度测评 4 级甲等.....	18
表 1: 公司主要产品.....	7
表 2: 近一年医疗信息化政策梳理.....	12
表 3: 医疗云的不同部署模式.....	15
表 4: 医疗信息化头部厂商布局对比.....	16
表 5: 中国电子病历分级.....	18
表 6: 飞利浦在中国的业务重点.....	19
表 7: 营业收入预测.....	20
表 8: 毛利率预测.....	21
表 9: 费用率预测.....	21
表 10: 可比公司估值(按照 2023.4.24 收盘价计算).....	22
表附录: 三大报表预测值.....	24

1 领先医卫信息化厂商，行业布局完善自研能力强

公司为国内较早入局医疗卫生信息化的软件供应商之一，覆盖全国 30 个省（市）、自治区。具备医疗卫生信息化、医疗卫生互联网、医疗卫生智慧物联网和医疗保障应用四大板块业务。公司具有成熟的技术体系和自主研发能力，拥有八大系列 300 多个自主研发产品以满足客户定制化需求。

1.1 深耕医疗信息化行业 26 年，医卫信息化业务覆盖全国

公司具有医疗信息化丰富的行业经验。成立于 1997 年，专注于智慧医疗、区域卫生和健康城市。累计实施了近 2 万个医疗卫生信息化建设项目，行业用户数量 7000 多家，公共卫生项目遍及全国 370 多个区县，积累约 3 亿份居民健康档案。

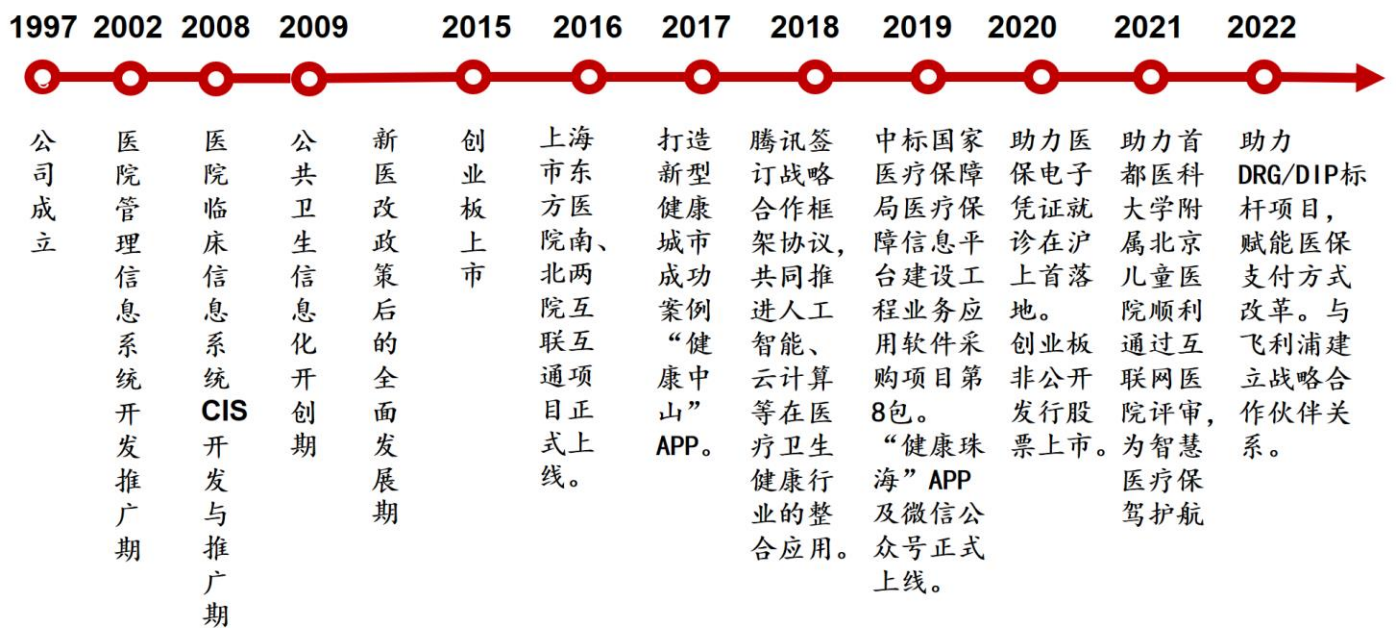
1998-2002 年为医院管理信息系统开发与推广期。公司抓住杭州市医保改革和苏州市医院信息系统建设的契机，成功研发并首批通过卫生部评审基于 C/S 架构的全院级医院管理信息系统，在江、浙、东北等地建立客户群，为公司发展奠定坚实基础。

2003-2008 年为医院临床信息系统（CIS）开发与推广期。在 HIS 系统基础上开发临床信息系统（CIS），包括电子病历（EMR）、医学影像系统（PACS）、放射科信息系统（RIS）、检验系统（LIS）、体检系统等临床信息化产品。

2005-2009 年为公共卫生信息化开创期。在国内率先开发公共卫生应用软件，在上海闵行区、江苏苏州市、浙江杭州市等多个地区建设标杆项目。2009 年后受益于新医改对于医疗信息化投入加大，公司发力区域信息化。在北京、上海、成都、杭州等地实施公共卫生信息化建设项目，在区域医疗卫生信息化方面起到良好示范作用。

2015 年公司在深交所上市，逐步丰富布局形成医疗卫生信息化、医疗卫生互联网、医疗卫生智慧物联网和医疗保障应用四大板块业务。

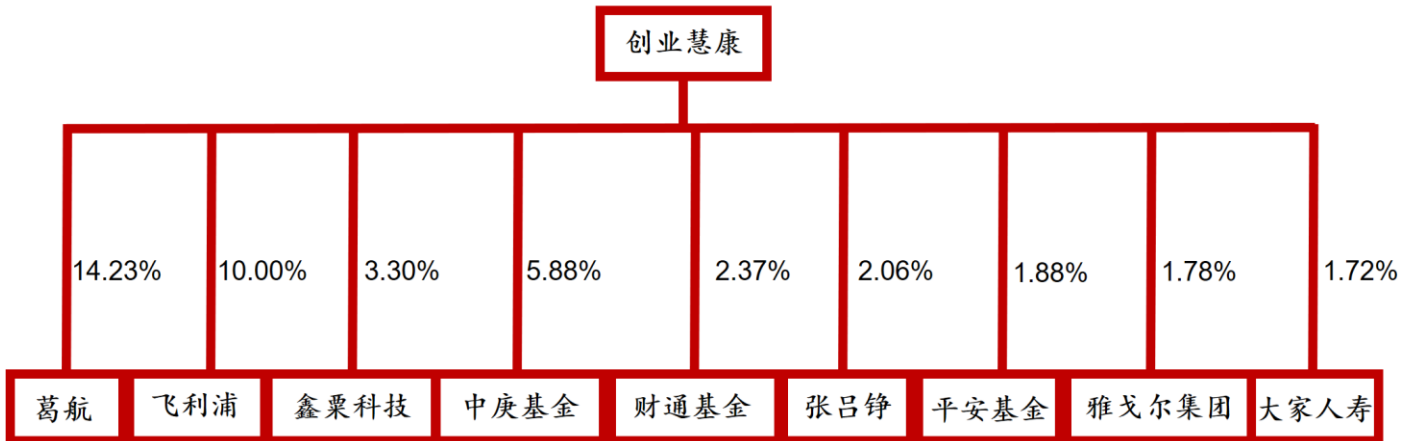
图1：公司发展历史沿革



资料来源：公司官网，公司招股说明书，浙商证券研究所

股权结构多元化，飞利浦强势入股打造业务协同优势。2022年5月12日，飞利浦出资12.25亿战略入股公司，转让完成后，持有公司155,003,087股，占公司目前总股本的10.0016%，并成为公司5%以上股东，成为公司第二大股东。飞利浦的加入有助于构建多元化董事会及股权结构，提高公司治理水平。此次战略投资后，飞利浦与公司也将发挥各自优势，增强公司的市场拓展及产品创新能力，增强公司在医疗卫生信息化领域的核心竞争力。

图2: 截至3Q22公司股权结构



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

业务覆盖全国，云化转型领跑者。公司总部位于杭州，全国有分支机构20余家，覆盖全国30多个省、自治区及直辖市，为超7000家医院及基层医疗机构建设信息化系统。2021年公司启动“慧康云”云化转型发展战略，从传统IT服务商向科技云生态企业转型，成为健康中国卓越领跑者。

图3: 公司全国业务布局



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

1.2 医卫、互联、物联和医保信息化全面布局，九成收入源自医疗行业

公司主要产品及服务可以分为医疗卫生信息化、医疗卫生互联网、医疗卫生智慧物联网和医疗保障应用四大板块。

当前公司主营业务已在系统建设、服务与运营多领域拓展，包括智慧医卫、互联网医疗、医疗物联网、医疗健康大数据、健康城市、智慧医保等整体解决方案、系统承建及运维、运营服务等创新业务。

表1: 公司主要产品

医院信息化应用软件	公共卫生信息化应用软件	医疗卫生互联网应用	医疗卫生智慧物联网应用	医疗保障应用
慧康云 HIS 整体解决方案	智慧卫生整体解决方案	混合云互联网医院解决方案	医疗物联网接入基础平台	医疗保障信息平台
多学科远程医疗平台	医共体整体解决方案	创业健康城市云平台	运维云平台	DRGs 统一分组和服务平台
医学影像大数据智能分析平台	区域流行病防控整体解决方案	处方共享平台	数字病房	单病种质量管理与控制系统
大数据商业智能分析平台	全民健康信息平台	护理云平台	床旁智能交互系统	商业医保服务和支付平台
	智慧养老云	电商云平台		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

医疗卫生信息化又分为医院信息化和公共卫生信息化应用软件服务板块。医院信息化应用软件以电子病历为核心，通过全面集成，支持医院内部医疗信息和管理信息的数据采集、处理、存储、传输和共享。公司重要产品有“慧康云 HIS 整体解决方案”“多学科远程医疗平台”“医学影像大数据智能分析平台”和“大数据商业智能分析平台”。

公共卫生信息化方面，根据国家卫健委人口健康信息“46321”工程要求，公司帮助各地政府建设区域卫生信息化服务体系，实现卫生计生一网覆盖、居民电子健康一卡通、健康信息资源统一融合；助力开展国家医疗健康信息互联互通标准化成熟度测评。重要产品包括“智慧卫生整体解决方案”“医共体整体解决方案”“区域流行病防控整体解决方案”“全民健康信息平台”和“智慧养老云”等。

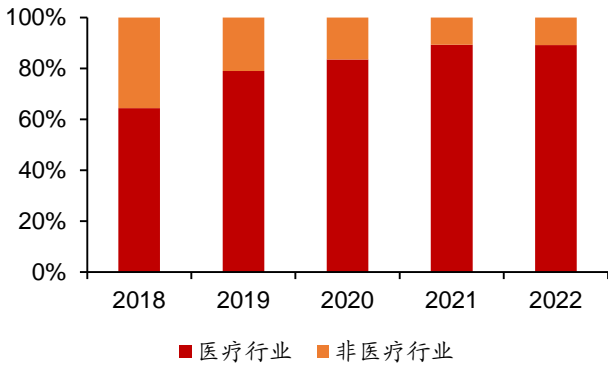
医疗卫生互联网方面，公司建设城市居民健康信息化服务体系，推动政府健康医疗信息系统和公众健康医疗数据融合、开放和共享，构建互联网医疗服务模式。创建产品包括“混合云互联网医院解决方案”“创业健康城市云平台”“处方共享平台”“护理云平台”和“电商云平台”等。

公司基于**自研智能物联**支撑平台，形成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部署。主要产品包括“医疗物联网接入基础平台”“运维云平台”“数字病房”和“床旁智能交互系统”等。

公司依托承建的国家**医保局医疗保障信息平台**核心包项目，打造省、地市级智慧医保解决方案。产品主要包括“医疗保障信息平台”“DRGs 统一分组和服务平台”“单病种质量管理与控制系统”和“商业医保服务和支付平台”等。

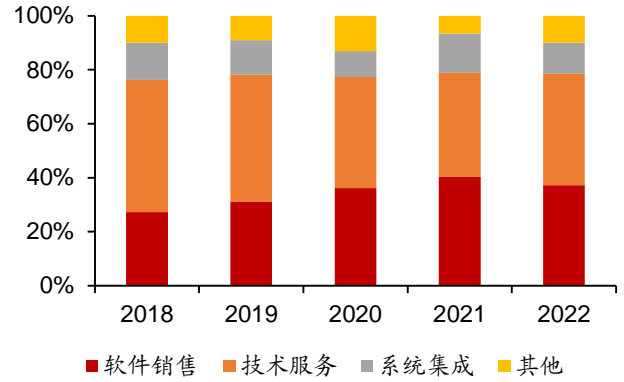
分行业来看，主营业务收入主要来源于医疗行业，占比接近 90%，近 5 年医疗行业业务毛利率超过 50%。分产品来看，软件销售与技术服务为营收主要来源，共同占比接近 80%。分地区来看，来自于华东地区的收入占比最多，占总营收比约为 50%。

图4: 从2018-2022按行业划分营收结构



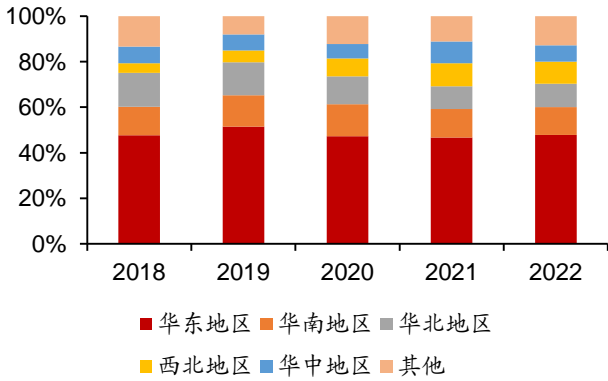
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图5: 从2018-2022按产品划分营收结构



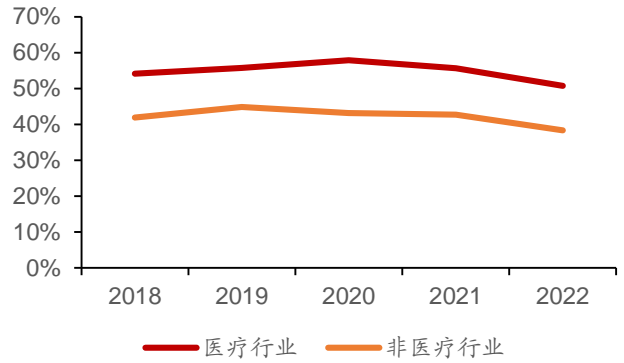
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图6: 从2018-2022按地区划分营收结构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图7: 不同细分板块主营业务毛利率情况



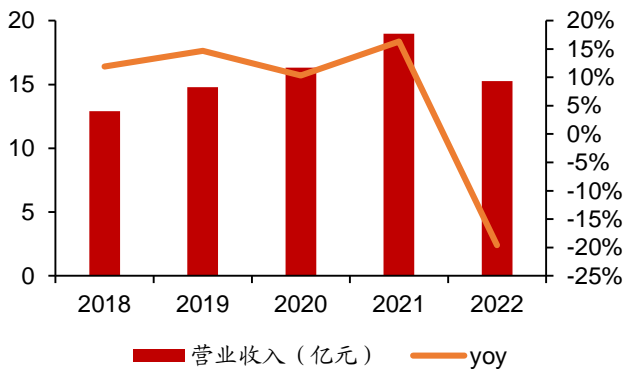
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.3 营收保持稳定增长，2022年受疫情反复影响归母净利润下滑

公司营业收入增速稳定，医疗行业主营业务增势良好。公司营业收入从2017年的11.53亿元增至2021年的18.99亿元，CAGR为13.29%。2021年公司营业收入18.99亿元，较上年同期增长16.30%；主营业务医疗行业实现营收16.96亿元，占营业收入的89%，同比增长24.35%，保持良好增长势头。2022年受疫情影响公司营业收入为15.27亿，同比下滑19.58%。

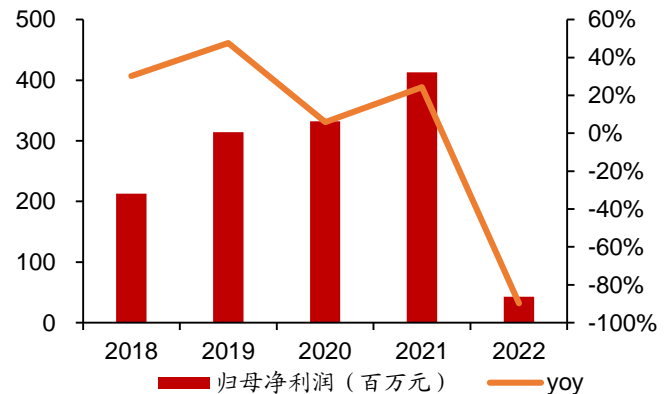
归母净利润复合增速增幅大于营收，2022年归母净利润同比下滑89.68%。2017-2021年公司归母净利润CAGR为26.12%。2022年归母净利润同比下滑89.68%，主要由于疫情的反复和宏观经济环境影响使得公司下游客户，尤其是政府客户将资源集中投入到疫情防控中，原计划的信息化投资较往年有所推迟。4Q22因疫情政策变动原因公司人员居家办公，项目实施和验收周期延长，新订单的签署推迟，公司4Q业绩较往年受到较大影响。

图8：2018-2022公司营业收入波动情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图9：2018-2022公司归母净利润波动情况

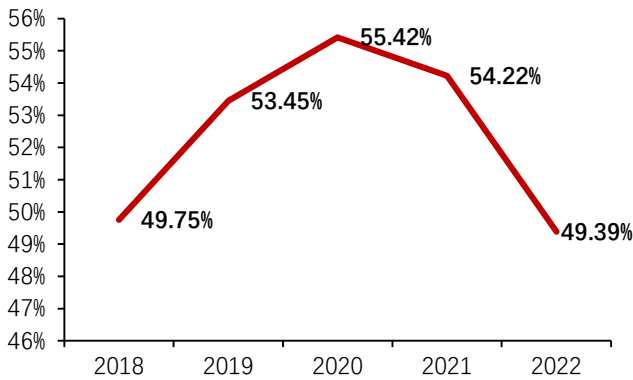


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司近5年毛利率维持50%左右，研发费用率稳步提升。2018-2022年公司毛利率在49.39%-55.42%之间波动。2022年毛利率为49.39%。公司持续加大新产品研发，采取积极经营模式，研发费用率稳步提升。2022年研发费用率为14.26%。销售费用率平稳下降，2022年销售费用率为7.64%。2018-2022年管理费用率在9.87%-12.38%之间波动。

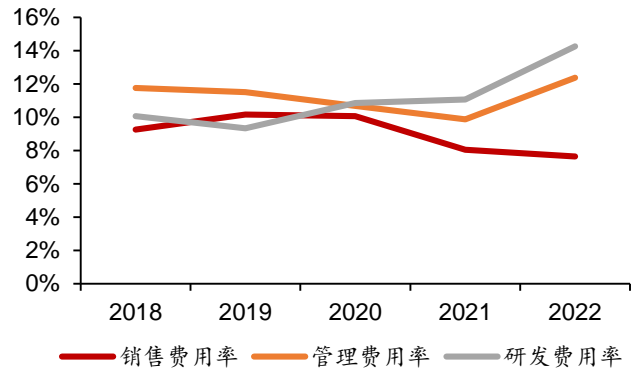
公司业务呈现明显季节性波动，收入集中在4Q确认。公司面对的医疗信息化客户主要包括公立医院和卫生管理部门，由于客户按照严格的预算管理进行集中采购，需要经过立项、审批和招标等流程。大部分项目的验收和回款集中在下半年，尤其是4Q，即为订单集中在4Q确认收入。根据过去五年的财务数据统计，4Q确认的业绩占全年收入的35%左右。4Q22受疫情影响业绩只占全年收入的25%。

图10: 2018-2022 公司毛利率波动情况



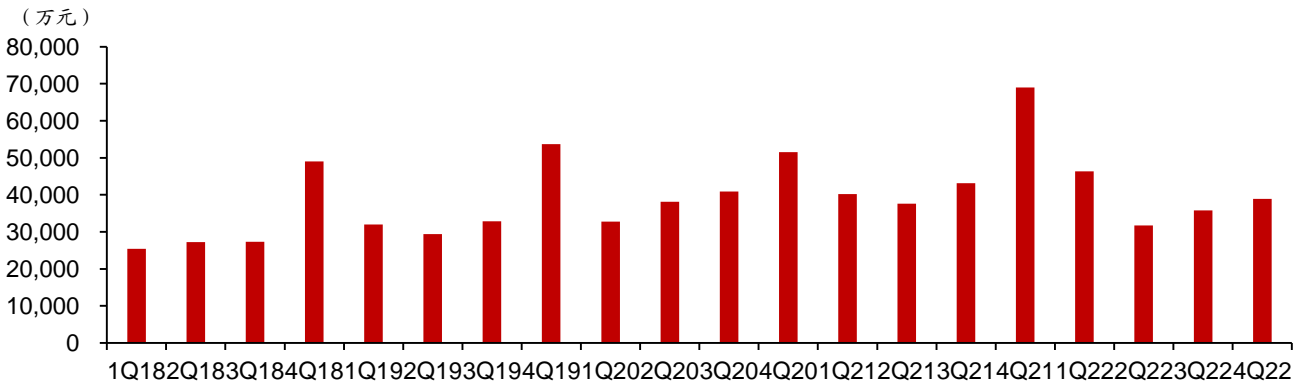
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图11: 2018-2022 公司销售、管理和研发费用率波动情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图12: 公司近五年营收按季度波动情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

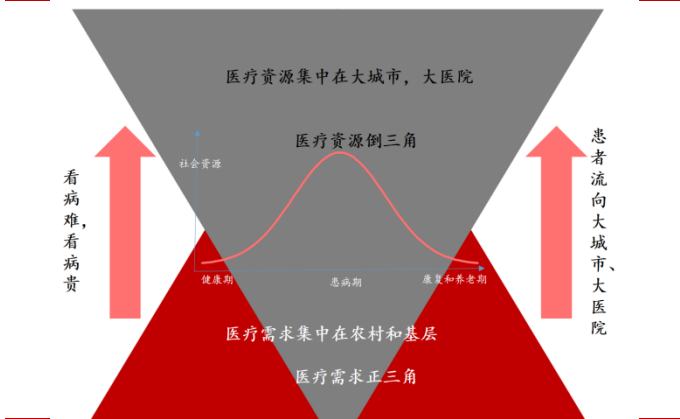
2 政策和技术发展推动医疗信息化行业蓬勃发展, 头部厂商受益

2.1 为解决医疗卫生系统痛点加强医保控费, 相关政策持续落地

当前我国医疗卫生服务系统存在三大痛点: 医疗资源分配不均、医疗人员供给不足和医疗机构内部及机构间协作效率较低。大城市、大医院的医疗资源相对集中, 与对医疗资源有大量需求的农村和基层无法匹配。在患者患病期获得的医疗资源相对充沛, 但是在患者的其它阶段如健康、康复及养老存在医疗资源匮乏。

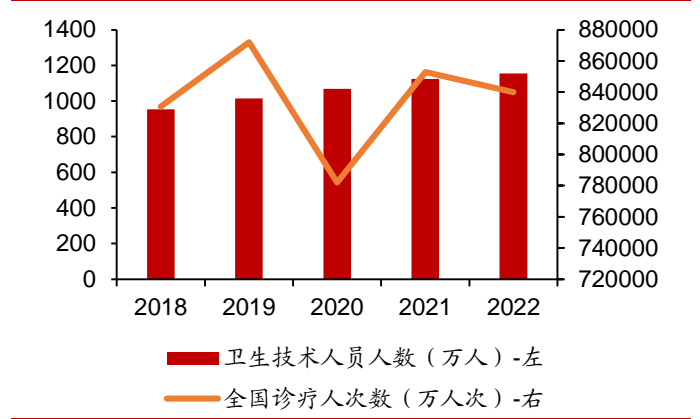
医疗人员总体供给量在千万量级, 而逐年增加的患者诊疗人次为十亿量级, 根据艾瑞咨询, 医护人员年人均诊疗人次由 2018 年的 872 下降到 2022 年的 727, 受到疫情偶发原因诊疗人次下降和医护人员稳定增长影响, 人均诊疗人次有所改善, 但医疗需求和医疗供给差异较大, 仍然存在供需错配。医疗机构内部及机构之间的协作效率较低, 医院端不同医院差异较大, 数据尚未完全打通, 医疗系统呈现碎片化, 导致患者在跨机构看病时信息难以对接。

图13: 我国医疗资源存在分配不均痛点



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

图14: 我国存在医疗人员供给不足痛点

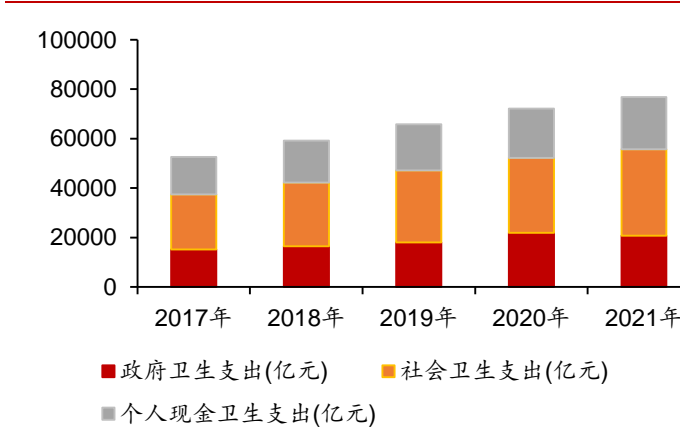


资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

我国卫生总费用逐年提升, 老龄化带来医保控费需求。根据国家统计局数据, 2021年我国卫生总费用为 7.68 万亿元, 2017-2021 年 CAGR 为 9.94%; 其中政府和社会卫生支出占总费用的 72%。卫生总费用的逐年提升利好医疗信息化建设局端和院端的投入。

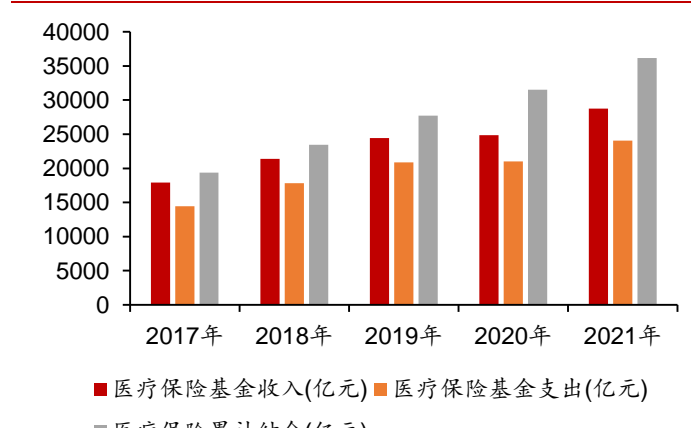
2021 年我国医保基金收入 2.87 万亿元, 2017-2021 年 CAGR 为 12.51%; 医保基金支出 2.40 万亿元, 2017-2021 年 CAGR 为 13.64%。医保基金支出增速高于医保基金收入增速。医保基金的控费需求也催生了医疗信息化的发展, 如 DRG/DIP 系统改革等。

图15: 2017-2021 年全国医疗总费用增长情况



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图16: 2017-2021 年居民医保基金收支情况



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

政府陆续出台政策对医院卫生信息化行业进行规范、支持和纵深。边际政策变化催生了医疗卫生信息化平台一体化、标准化建设的需求, 行业呈现高景气度。有利于智慧医院、公共卫生、区域医疗、医共体/医联体等领域订单的增长。

2011-2015 年医疗信息化政策萌芽, 政策散点化, 强调通用标准。2013 年 10 月《关于加快推进人口健康信息化建设的指导意见》提出“制度先行、统筹设计、强化应用、互联互通、业务协同”的原则。

2016-2020年医疗信息化政策快速发展，涉及云计算、物联网、区块链、大数据等细分领域的规则制定。2018年7月《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》提出加快推进智慧医院建设。

2021年至今医疗信息化政策纵深布局更多新场景新技术，推动行业高质量发展。2021年11月《关于公布5G+医疗健康应用试点项目的通知》确定了987个5G+医疗健康应用试点项目。

表2: 近一年医疗信息化政策梳理

时间	发布机构	政策名称	主要内容
2023/2/27	中共中央、国务院	《数字中国建设整体布局规划》	推动数字技术和实体经济深度融合，在农业、工业、金融、教育、医疗、交通、能源等重点领域，加快数字技术创新应用。发展数字健康，规范互联网诊疗和互联网医院发展。
2023/2/23	中共中央、国务院	《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	到2025年，乡村医疗卫生机构功能布局更加均衡合理，基础设施条件明显改善，智能化、数字化应用逐步普及。
2023/2/20	财政部、卫健委	《关于组织申报2023年中央财政支持公立医院改革与高质量发展示范项目的通知》	着力加强智慧医院建设。推进电子病历、智慧服务、智慧管理“三位一体”的智慧医院建设和医院信息标准化建设。
2022/12/14	中共中央、国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	积极发展“互联网+医疗健康”服务，健全互联网诊疗收费政策，将符合条件的互联网医疗服务项目按程序纳入医保支付范围。
2022/12/12	卫健委	《关于做好新冠肺炎互联网医疗服务的通知》	医疗机构可以通过互联网诊疗平台，为出现新冠肺炎相关症状的患者，在线开具治疗新冠肺炎相关症状的处方，并鼓励委托符合条件的第三方将药品配送到患者家中。
2022/11/25	中医药局	《关于印发“十四五”中医药信息化发展规划的通知》	到2025年，基本建成与中医药管理体制相适应、符合中医药自身发展规律、与医疗健康融合协同的中医药信息化体系，基础设施、人才、标准等发展基础全面夯实。
2022/11/9	卫健委、国家中医药局、国家疾控局	《“十四五”全民健康信息化规划》	到2025年，全国二级以上医院基本实现院内医疗服务信息互通共享，三级医院实现核心信息全国互通共享。建成若干区域健康医疗大数据中心与“互联网+医疗健康”示范省。
2022/10/8	卫健委	《关于印发国家重症医学中心和国家重症区域医疗中心设置标准的通知》	建设高水平信息平台，能够为临床、科研、教学和管理提供信息支撑，实现医院内部信息整合；与区域内全民健康信息平台对接，实现区域医疗信息安全共享。
2022/9/29	卫健委	《关于印发公立医院高质量发展评价指标（试行）操作手册（2022版）》	对于智慧医院建设成效设置了定量考核指标。
2022/9/28	国务院	《国务院办公厅关于扩大政务服务“跨省通办”范围进一步提升服务效能的意见》	推动更多直接关系企业和群众异地办事、应用频次高的医疗、养老、住房、就业、社保、户籍、税务等领域数据纳入共享范围，提升数据共享的稳定性、及时性。
2022/7/29	科技部、教育部、工信部、交通运输部、农业农村部、卫健委	《关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》	医疗领域积极探索医疗影像智能辅助诊断、临床诊疗辅助决策支持、医用机器人、互联网医院、智能医疗设备管理、智慧医院、智能公共卫生服务等场景。

2022/7/18	卫健委、发改委等 11 部门	《关于进一步推进医养结合发展的指导意见》	依托全民健康信息平台 and “全民工程”，建设全国老龄健康信息管理系统、全国养老服务信息系统，全面掌握老年人健康和养老状况，分级分类开展相关服务。
2022/6/15	卫健委、国家中医药局	《关于印发互联网诊疗监管细则（试行）的通知》	处方应由接诊医师本人开具，严禁使用人工智能等自动生成处方。省级卫生健康主管部门应当按照“最少可用原则”采集医疗机构的相关数据，重点包括医疗机构资质、医务人员资质、诊疗科目、诊疗病种等信息
2022/5/4	国务院	《关于印发深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务的通知》	扎实推进全国统一医保信息业务编码动态维护和深化应用。
2022/4/29	卫健委	《全国护理事业发展规划（2021-2025 年）》	充分借助云计算、大数据、物联网、区块链和移动互联网等信息化技术，结合发展智慧医院和“互联网+医疗健康”等要求，着力加强护理信息化建设。
2022/4/27	国务院	《关于印发“十四五”国民健康规划的通知》	完善传染病疫情和突发公共卫生事件监测系统，改进不明原因疾病和异常健康事件监测机制，强化公共卫生信息系统与医疗机构信息系统对接协同。
2022/4/19	卫健委、国家中医药局	《关于印发公立医院运营管理信息化功能指引的通知》	立足公立医院运营管理的内涵，统筹规划医院信息化建设。面向公立医院运营管理的要求，丰富和完善医院信息化建设。
2022/4/11	国家医保局	《关于做好支付方式管理子系统 DRG / DIP 功能模块使用衔接工作的通知》	2022 年 6 月底前，选择部分新开展 DRG / DIP 支付方式改革地区，试用全国统一医保信息平台 DRG / DIP 功能模块；2022 年 11 月底前，实现 DRG / DIP 功能模块在全国落地应用。
2022/3/31	发改委、卫健委、国家中医药局	《关于印发有序扩大国家区域医疗中心建设工作方案的通知》	国家发展改革委、国家卫生健康委、国家中医药局将国家区域医疗中心建设纳入“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案，将具备条件的建设项目纳入国家重大建设工程项目库，对项目业务用房建设、医学装备购置、信息化和科研平台建设等，分年度安排中央预算内投资予以支持。
2022/3/18	卫健委	《关于印发临床营养科建设与管理指南（试行）的通知》	医疗机构应当加强以电子病历为核心的信息化建设，将临床营养科纳入信息化建设范畴整体推进。

资料来源：政府官网，浙商证券研究所

2.2 医疗信息化已取得阶段性成果，“云数物智移”为重要转型方向

将医疗信息化行业拆分为医院、临床、区域信息化和医保信息化四个细分领域，市场规模预计破千亿。根据艾瑞咨询及 IDC 临床信息化、医院信息化、区域信息化及医保信息化市场规模预测加总，2021 年中国医疗信息化市场规模为 818 亿元，2021-2024 年 CAGR 为 24.03%，预计 2024 年市场规模达 1560 亿元。

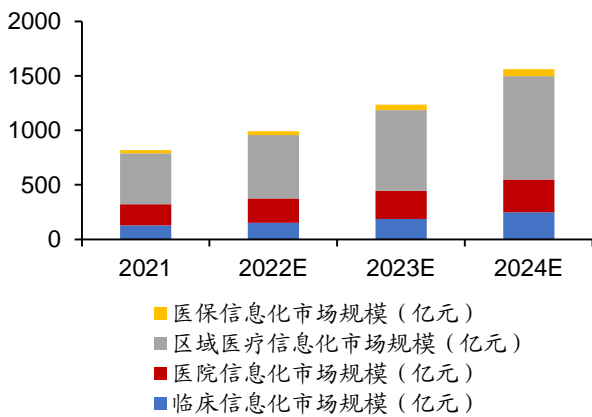
院端：医院信息化领域三级以上医院对 HRP、数智中心产品投入意愿强，三级以下医院对 HIS 系统和数智中心（尤其是集成平台）需求强，2021-2024 年 CAGR 为 15.31%；临床信息化行业增速较快，三级医院拉动核心需求增强，2021-2024 年 CAGR 为 24.67%。

委/局端：根据艾瑞咨询，2021 年 10 月《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025 年）》提出力争通过 5 年努力，全国至少 1000 家县医院达到三级医院医疗服务能力水平，区域医疗信息化市场增长潜力巨大。2021 年中国区域医疗信息化市场规模为 466 亿，2021-2024 年 CAGR 为 26.84%。

国家和省级医保系统的持续升级，市县级的医保信息系统逐步建设将会为医保信息化市场发展带来动力。根据 IDC，2021 年中国医保信息化市场规模为 29 亿元，预计到 2024 年将增长为 62 亿元，CAGR 为 29.27%。

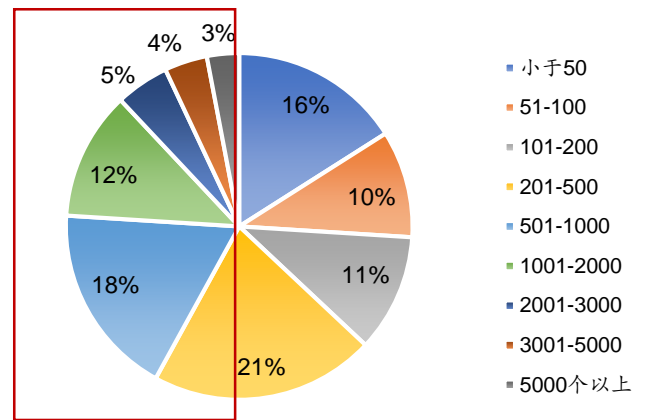
根据艾瑞咨询，2020 年中国医院各类业务终端（医院管理与保障信息系统、患者就诊管理与服务信息系统、临床信息系统等）总数超 500 个的占比近一半，中国医院信息化建设取得阶段性成果。

图 17： 2021-2024E 医疗信息化市场规模预测



资料来源：艾瑞咨询，IDC，浙商证券研究所

图 18： 2020 年中国医院各类业务应用终端总数占比情况



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

具备成本低优势，便于运维和部署的医疗云为当前医疗信息化转型重要趋势。医疗云目前主要有公有云、私有云和混合云三种部署模式。公有云主要由 IDC 或第三方提供资源，应用于医院网站的云服务，不归属于医疗机构所有。当前三级医院依然以自建私有云为主。混合云即为公有云和私有云的混合部署，应用于医院与公卫及患者互联的相关系统。

按照服务模式分为 IaaS、PaaS 和 SaaS。当前医疗云产品主要为 SaaS 产品，提供云上医疗信息化系统。包括临床应用、辅助诊疗和远程会诊等系统。院外业务为其主要的应用场景。IaaS 主要是针对医疗机构的存储和研究计算，包括存储、医疗云网络、计算和数据安全等。PaaS 主要面向区域卫生，为区域医疗机构对接提供了云平台，帮助实现数据的互联互通，包括区域医疗平台和数据分析展示平台等。

表3: 医疗云的不同部署模式

按照部署方式区分	公有云	私有云	混合云
优点	成本低, 扩展性好	内部私有云: 有利于本医疗机构内标准化云服务管理流程和安全 管理。	次要的应用和数据部署于公有云, 可利用扩展性和成本的优势; 关键应用和数据放在私有云中, 使得管理性和安全性更高。
缺点	数据的安全性、网络性能和匹配性存在 门槛	内部私有云: 在规模和资源可扩展性上有局限, 需要承担大量的资金投入和成本维护; 外部私有云: 安全性较低。	-
应用	医院网站的云服务	内部私有云: 国内主要大型综合性医院大多建立了医院内部的私有云; 外部私有云: 灾备云、影像云。	医院核心系统、与公卫及患者互联的相关系统等。

资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

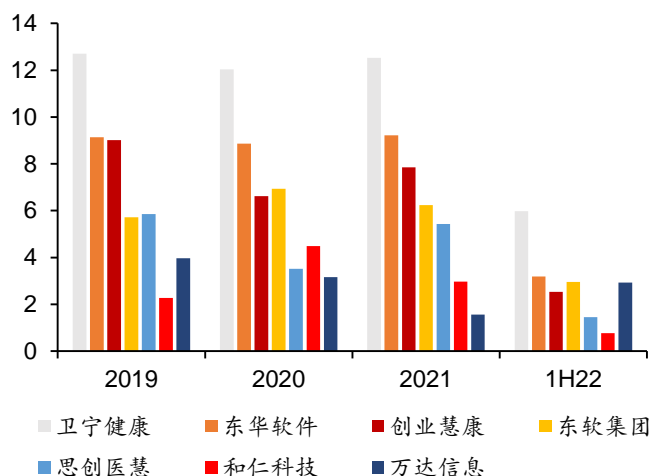
此外, 大数据、物联网、AI 和 5G 的应用也是医疗信息化未来重要的发展方向。医疗大数据能够提高医药供给的效率, 优化供应链和患者管理; 通过影像和基因测序等技术缩短临床验证周期, 助力新药快速研发; 辅助诊疗, 提升医生的诊断效率实现精准治疗。医疗物联网为智慧医疗的基础。可以通过可穿戴医疗器械或设备对数据进行采集、监测和预警, 进而对数据进行动态智能分析, 实现病人的健康管理, 提供医生辅助诊断的依据。

AI 可以应用于医疗影像、CDSS、医疗机器人、数据智能平台、智慧病案和 AI 制药等多个场景。5G 网络和终端设备的应用可以使得医疗设备和服 务突破空间限制, 实现大规模的终端接入和数据采集, 将医院大量医疗器械有效整合, 实现急救调度、患者体征实时监测等功能。5G 网络的高清传输能力可以实现远程高清会诊和 AR/VR 手术演示。

2.3 市场份额位居市场前三，具有传统医疗信息化全产品线布局

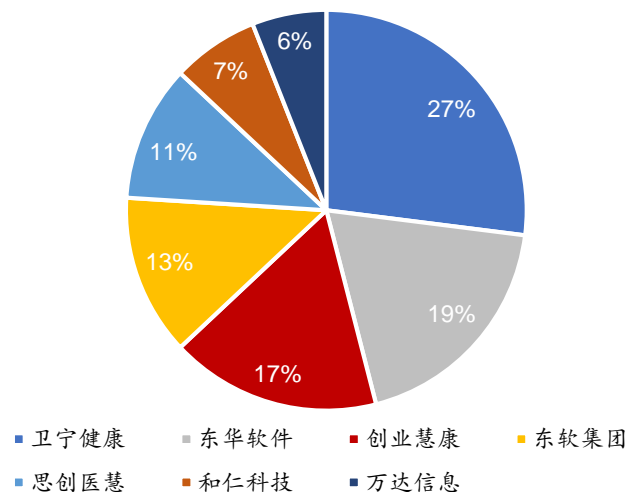
按照订单额维度，创业慧康市占率位列前三。根据华经产业研究院，依据 2019-2021 年各公司医院订单金额平均值，卫宁健康以 27% 市占率领头，东华软件、创业慧康和东软集团紧随其后分别占比 19%、17% 和 13%，思创医惠、和仁科技和万达信息分别占比 11%、7% 和 6%。

图19: 2019-1H22 我国龙头核心管理系统厂商订单份额(亿元)



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

图20: 2019-2021 年主要公司医院订单竞争格局



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

公司作为医疗信息化领先厂商，在管理信息系统、临床信息系统、医药、公共卫生、医保、互联网医疗等产品线具有全平台布局。卫宁健康、东华软件、东软集团、万达信息这些头部厂商同样实现了产品线的全栈布局。思创医惠、和仁科技和麦迪科技仍然存在产品拓展布局空间。

表4: 医疗信息化头部厂商布局对比

公司	医院管理信息系统	医院临床信息系统	医药 IT	公共卫生平台	医疗 AI	医保控费	互联网医疗
创业慧康	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
卫宁健康	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
思创医惠	✓	✓		✓	✓		✓
东华软件	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
东软集团	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
万达信息	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
和仁科技	✓	✓		✓			✓
麦迪科技		✓			✓		

资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

3 产品、客户资源积累深厚，与飞利浦协同具长期业绩增长动力

3.1 新产品持续投入研发，全线布局构筑竞争优势

医疗信息化和医疗互联网方面持续投入新产品研发。与浙江大学附属第二医院、浙江省智慧医疗创新中心就面向未来医疗业务系统、人工智能技术，构建一体化多院区无缝协同医疗融合解决方案进行战略合作。与浙江大学计算机学院等合作构建从专科电子病历到临床专科 AI 向专科医疗服务延伸。

健康城市方面“健康温州”和“健康中山”落地实施。截至 2022 年，“健康中山”APP 积累近 406 万份居民健康档案（公卫档案）；已与 15 家互联网医院（其中 4 家为三甲医院）开展合作；处方流转平台已累计上线药品近 4,000 种。“健康温州”在 APP 基础上，继续在微信小程序、支付宝小程序、公众号、门户网站、智慧健康站等载体上线，平台用户数突破 80 万，被确立为温州地区的健康医疗服务总平台。

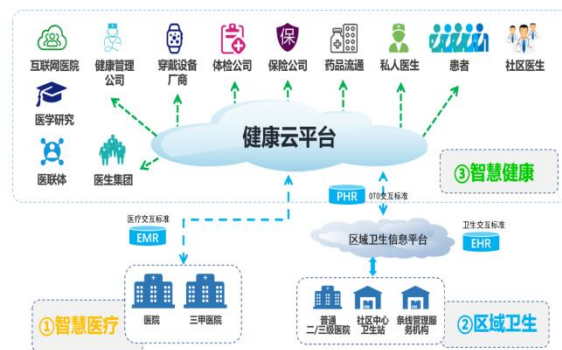
公司云化转型顺利，发布新产品 Hi-HIS。公司发布新一代的基于微服务架构的医疗信息系统（Hi-HIS）。完成“慧康云战略”关键一步，成功落地浙江某三甲医疗集团的智慧医院项目（国内首个集团医院全流程、云化医院信息系统解决方案）。系统支撑集团日均门诊量近 20,000 人次，开放总床位超过 4,000 张，日均住院人数 3,500+人，日均手术 500+台次，累计书写病历超过 400 万份，通过国家卫健委电子病历六级评测。截至 2022 年，参与互联网医院公有云（接入互联网医院平台和区域互联网）和私有云的建设的医疗机构已逾 800 家。通过处方共享云平台开展在线处方流转，已接入 200 多家医疗机构和商户。

医保业务已遍及全国十多个省市。公司为河北、天津、甘肃等十多个省市地区提供医保信息平台系统建设和服务，以及浙江省、江苏省、新疆、甘肃省等多个 DRG/DIP 系统建设。

公司物联网硬件设备实现量产，物联网接入方案落地苏州。自主研发生产的第二代硬件设备“创业 5G 智能网关”实现量产，该产品配置高，适用性强，算力强。智能、稳定地运行支持各种物联网应用，帮助医疗机构构建完整物联网体系。

公司医院病区物联网接入解决方案在苏州医院落地实施。以医护流程为基础，融入包括床旁多形态健康宣教、事项提醒、智能病房环境场景化控制等物联网技术，可接入第三方娱乐和点餐服务。通过体征采集设备自动采集记录体征数据实时监测，并利用消杀机器人和电子白板等形式形成覆盖患者服务、医疗业务及智慧管理三方面的智慧化病区应用场景。

图 21： 共同打造健康城市产业链



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.2 助力多家医院电子病历评级，打造行业标杆项目

我国以电子病历为核心的医院信息化建设具备9级评级标准。根据卫健委发布的《关于印发电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）及评价标准（试行）的通知》，以电子病历为核心开展医院信息化建设工作，为各级各类医疗机构指定了医院信息化建设的评价标准。将电子病历的应用水平划分为9个等级。

表5：中国电子病历分级

0级	未形成电子病历系统
1级	独立医疗信息系统建立
2级	医疗信息部门内部交换
3级	部门间数据交换
4级	全院信息共享，初级医疗决策支持
5级	统一数据管理，中级医疗决策支持
6级	全流程医疗数据闭环管理，高级医疗决策支持
7级	医疗安全质量管控，区域医疗信息共享
8级	健康信息整合，医疗安全质量持续提升

资料来源：《电子病历系统应用水平分级评价标准（试行）》，浙商证券研究所

我国医院电子病历评级具有持续升级需求。根据卫健委和中医药局发布的《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025年）》，到2022年，全国二级和三级公立医院电子病历应用水平平均级别分别达到3级和4级，智慧服务平均级别力争达到2级和3级。

到2025年，建成一批发挥示范引领作用的智慧医院，线上线下一体化医疗服务模式形成，医疗服务区域均衡性进一步增强。为完成2025年的目标，二级和三级医院需要做到基本实现院内医疗服务信息互通共享、核心信息全国互通共享，**即对应二级、三级医院为满足要求其电子病历等级分别要达到4级、5级水平。**

公司电子病历及区域互联互通项目的订单评级数量领先。2022年公司6级电子病历评级项目有2家通过评审，5级电子病历评级项目有3家通过评审；公司四乙及以上医院互联互通项目有15家通过评审，四甲区域互联互通项目有3家通过评审。截至2022年，公司5级、6级电子病历评级项目累计20家通过评审；五乙及以上医院互联互通“以评促建”项目累计37家通过评审，五乙及以上区域互联互通“以评促建”项目累计17家通过评审。

图22：助力上海东方医院通过电子病历5级评审，互联互通标准化成熟度测评4级甲等



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.3 飞利浦成公司第二大股东，CTASY 电子病历带来长期稳定增长动力

飞利浦为全球领先的医疗 IT 公司之一。总部位于荷兰，2021 年销售额达 172 亿欧元，在全球拥有大约 78,000 名员工，销售和服务遍布世界 100 多个国家。中国是飞利浦全球第二大市场。广泛布局结构化临床数据库、影像流程管理、智能图像存储及后处理、精准诊断辅助决策、患者数据中央站、慢病管理、家庭护理等各个临床场景。

飞利浦成为公司第二大股东，将有效形成业务战略合作和互补。根据协议，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，为公司带来新增项目，扩大公司医院客户范围。

表6：飞利浦在中国的业务重点

业务重点	主要产品
诊断影像和图像引导治疗平台	超声、CT、核磁共振、数字化 X 光机、高级分子影像系统、血管造影设备
多医疗场景关护系统设备	患者监护系统、院内外除颤设备、呼吸机、心电监护、以及采集、管理、分析患者数据的信息化系统
特殊科室智能设备即系统	心脑血管、肿瘤、呼吸等重点疾病以及放射、重症等重点科室定制化智能设备/系统软件
智慧医院运营整体解决方案	-
个人健康生活全生态系统	覆盖口腔护理、母婴健康、理容美姿、呼吸健康等多个关怀场景的飞利浦健康生活 Lab

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

飞利浦 TASY 电子病历积累超 20 年电子病历领域的经验。是一个将临床和非临床领域联结的设计所有医疗场景的全面医疗 IT 解决方案，满足患者护理和安全、医院管理、供应和财务等方面的需求，通过标准化和集中化流程提高效率。

CTASY 对比传统产品提供一体化平台，实现更先进的临床分析。1H22 与飞利浦中国战略合作，共研 CTASY 系列电子病历产品。与传统 HIS/EMR/集成平台医院核心系统三件套不同，新产品将为医疗机构提供一体化平台，涵盖所有护理场景集成解决方案，集中管理临床、组织和管理流程，实现先进临床分析，简化医院工作流程，提高护理质量和效率，降低运维成本及医疗机构信息化认证难度。

联合研发的 CTASY 主要产品将包括 China Tasy 1.0 和 China Tasy 2.0，预计发布时间分别不晚于 2024 年 1 月 31 日和 2027 年 1 月 31 日。（1）China Tasy 1.0 的正式发布日期不晚于 2024 年 1 月 31 日；（2）若公司与飞利浦后续决定开发 China Tasy 2.0，2.0 产品的正式发布日期不晚于 2027 年 1 月 31 日；（3）双方最晚于 2032 年 1 月 1 日开始探讨研究其它就电子健康病历和个人健康管理系统等医疗领域新动向深化合作的可行性。

根据协议约定，到 2025 年底，飞利浦全权负责 CTASY1.0 的销售推广。考虑到飞利浦在合作区域内的良好客户基础，自协议生效日起至 2025 年 12 月 31 日，公司授权飞利浦及其关联方为 China Tasy1.0 产品的独家经销商。

公司为开发“TASY”软件，须向飞利浦分期支付共计 1.5 亿元的许可费。2022 年 7 月底前公司支付第一笔许可费，金额为 3,000 万元；分别于 2023 年 1 月 31 日前和 2024 年 1 月 31 日前向飞利浦一次性支付第二笔许可费（人民币 7,000 万元）和第三笔许可费（人民币 5,000 万元）。

未来随着 CTASY 产品在国内加强推广，将持续为公司带来新客户，有效构建公司差异化产品竞争壁垒，将为公司带来长期收益。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

营收预测：若将医疗信息化行业分为医院端和公共卫生端，根据前文艾瑞咨询及 IDC 市场规模预测，医院端行业收入 2021-2024 年 CAGR 为 19.20%，公共卫生端行业收入复合增速为 26.99%。根据 2014 年公司公告，公司医院端收入占医疗行业整体收入的 62%，我们认为经过疫情影响，当前医院端收入依然大于公卫端收入，我们认为 2023-2025 年医院端收入和公卫端收入比例维持 6: 4。

公司在行业内技术及项目经验领先，强者恒强，未来随着 Hi-HIS 和 CTASY 等市场领先产品在国内加强推广，将为公司持续带来新的客户市场及差异化产品竞争优势。我们预测公司业务增速高于 2021 年艾瑞咨询预测的行业增速，同时由于 2022 年受疫情影响订单增速下滑 20%，Q4 有部分订单推迟到 1Q23 去确认，我们预计 2023 年会迎来较高幅度增长。

医院端订单迎来复苏，新一代 Hi-HIS 系统逐步推广，且医院端存量系统的信创改造有望带来需求提升，预计在低基数下 2023 年会有一个比较明显的增幅，并逐步回归到艾瑞咨询及 IDC 预测的行业平均增速。我们预测 2023-2025 年医院端增速分别为 35.00%/25.00%/20.00%，**公共卫生端**，公司公共卫生端营收规模小于院端收入，且公共卫生端行业平均增速高于院端行业平均增速，2022 年公司区域互联互通与医院互联互通项目得到一致好评，我们预测公司会延续大型项目先进经验，预测公司公共卫生端收入增速分别为 40.00%/30.00%/25.00%。则公司医疗行业 2023-2025 年营收增速分别为 37.00%/27.00%/22.00%。

其它业务（金融 IT 运维）保持稳定发展，我们预测 2023-2025 年其它业务营收增速分别为 10.00%/5.00%/3.00%。综上我们预测 2023-2025 年总营收分别为 20.47/25.60/30.87 亿元，同比分别增长 34.07%/25.04%/20.58%。

表7： 营业收入预测

营业收入（百万元）	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
医疗行业信息化合计	831.59	1,169.84	1,363.99	1,696.16	1,361.57	1,865.35	2,369.00	2890.17
增长率	38.49%	40.68%	16.60%	24.35%	-19.73%	37.00%	27.00%	22.00%
其他（IT 运维）	458.70	309.99	268.85	202.82	165.57	182.13	191.23	196.97
增长率	521.12%	-32.42%	-13.27%	-24.56%	-18.37%	10.00%	5.00%	3.00%
营收	1,290.29	1,479.82	1,632.84	1,898.98	1,527.14	2047.48	2560.23	3087.15
增长率	11.91%	14.69%	10.34%	16.30%	-19.58%	34.07%	25.04%	20.58%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

毛利率预测：随着医卫信息化产品迭代和业务复苏，我们预测 2023 年受员工居家办公项目延长交付消极影响消失，毛利率逐步恢复到 2021 年水平，并随着慧康云 HIS 整体解决方案的升级优化、与 AI 深度融合，通过“医疗+数据+AI”等核心要素，发挥公司在医卫行业数据生产、应用上的丰富经验，以产业合作的形式，构建 BSoftGPT 聚合平台，提升生产力曲线，实现毛利率的逐步提升。2023-2025 年医疗业务毛利率分别为 55.00%，56.00% 和 58.00%；其它（IT 运维）业务预计逐步恢复到疫情前水平，我们预计毛利率分别为

40.00%，42.00%和43.00%。我们预计2023-2025年业务综合毛利率分别为53.67%，54.95%和57.04%。

表8: 毛利率预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
医疗行业信息化	54.09%	55.73%	57.84%	55.60%	50.74%	55.00%	56.00%	58.00%
其他 (IT 运维)	41.90%	44.83%	43.10%	42.71%	38.28%	40.00%	42.00%	43.00%
综合毛利率	49.75%	53.45%	55.42%	54.22%	49.39%	53.67%	54.95%	57.04%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

费用率预测: 2022年受疫情影响销售展业活动减少, 我们预计公司持续收缩销售费用降本增效, 同时新产品CTASY的前几年的初步推广也不需要公司来做销售。我们预测2023-2025年销售费用率分别为7.50%, 7.50%和7.00%。

由于公司持续优化组织结构, 同时与飞利浦合作向其支付的许可费计入管理费用, 我们预测管理费用规模将小幅增加, 但由于公司良好的费用管理能力**管理费用率**会呈现逐步下降趋势。我们预测2023-2025年管理费用率分别为11.00%, 10.00%, 9.00%。

公司持续投入研发, 不断迭代研发慧康云和CTASY等产品, 我们认为公司研发费用规模将增加, 并在未来2年保持稳定。我们预测2023-2025年**研发费用率**分别为14.00%, 14.00%和14.00%。

表9: 费用率预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	9.26%	10.16%	10.06%	8.06%	7.64%	7.50%	7.50%	7.00%
管理费用率	11.76%	11.51%	10.69%	9.87%	12.38%	11.00%	10.00%	9.00%
研发费用率	10.06%	9.33%	10.85%	11.08%	14.26%	14.00%	14.00%	14.00%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2 投资建议与估值

估值方面，使用市盈率对公司进行估值。以行业相关性为标准，选取了医疗信息化、医保信息化、公共卫生信息化相关的产业核心标的作为对比对象，可比公司选择了：卫宁健康、嘉和美康、久远银海和山大地纬，得到 2024 年行业平均 PE 为 38 倍。

参考可比公司，考虑到公司目前处于行业领先地位，并与飞利浦联合研发本土化先进电子病历系统，公司技术布局保持领先，同时凭借传统业务积累的医院及公卫端客户资源具备行业先发优势，有望受益于未来行业集中度提升实现强者愈强。我们给予公司 2024 年行业平均 38 倍 PE。维持“买入”评级。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 20.47/25.60/30.87 亿元，同比增速分别为 34.07%/25.04%/20.58%；对应归母净利润分别为 2.82/4.52/5.36 亿元，同比增速分别为 560.23%/60.54%/18.61%，对应 EPS 为 0.18/0.29/0.35 元/股。当前股价对应 2024 年 PE 为 30 倍。我们给予公司 2024 年行业平均 38 倍 PE。维持“买入”评级。

表10: 可比公司估值（按照 2023.4.24 收盘价计算）

股票代码	公司名称	总市值(亿)	营业收入(亿)			P/E		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300253	卫宁健康	262.88	39.23	49.24	61.44	56.20	39.51	33.81
688246	嘉和美康	62.40	10.65	13.86	-	52.49	37.62	-
2777	久远银海	136.96	16.87	20.52	23.22	48.64	37.67	33.83
688579	山大地纬	65.12	6.15	7.91	10.03	47.19	36.45	28.65
均值						51.13	37.81	32.10
300451	创业慧康	136.96	20.47	25.60	30.87	48.65	30.31	25.55

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：可比公司数据来自 Wind 一致预期。

5 风险提示

核心竞争力降低风险：当前软件产品技术不断更新迭代，产品和技术的创新是一个持续而繁杂的长期工程，期间涉及非常多的不确定因素，如不能准确引领每一次行业技术革新，顺应市场需求，出现关键技术开发决策失误，可能公司导致失去技术和市场领先优势，面临核心竞争力降低风险。

市场竞争加剧风险：近年来医疗卫生体制改革持续深入推进，医疗卫生信息化领域市场空间稳步扩大，大量新的市场竞争者被吸引进入这一领域，市场竞争加剧；上市公司凭借资本市场优势，通过业务重组和企业并购等方式在医疗卫生信息化领域展开激烈竞争。公司面临市场竞争加剧风险。

CTASY 客户拓展不及预期：2025 年之前 CTASY 客户拓展交由飞利浦全权负责。飞利浦将在其现有的医疗机构客户名单中挑选出一定数量的客户作为其 CTASY 产品的独家销售客户。尽管飞利浦有较好的客户基础，并且研发的系统会和目前客户已经采购的硬件形成比较好的协同，但仍不排除飞利浦的中国客户对于 CTASY 的购买率没有达到预期的可能，即公司新拓展客户不及预期风险。

医疗信息化政策推进不及预期：尽管国家始终在不断拓展落地政策并不断纵深出台医疗信息化细分领域的考核和技术应用等政策，但是仍可能出现医疗信息化产业政策推进不及预期，各地卫健委、医保局和医院落地政策进度不一致等情况，使得行业整体增速不及预期，使得公司所在市场空间不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3313	3457	3887	4446
现金	1478	1560	1553	1714
交易性金融资产	0	61	20	27
应收账款	1391	1287	1705	2004
其它应收款	44	61	76	91
预付账款	20	34	34	41
存货	263	336	373	450
其他	117	116	126	119
非流动资产	2471	2716	2874	3045
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	209	215	222	215
固定资产	281	304	328	360
无形资产	600	702	829	992
在建工程	170	180	198	214
其他	1211	1314	1297	1264
资产总计	5784	6173	6761	7491
流动负债	1174	1281	1414	1603
短期借款	100	155	88	83
应付款项	649	613	803	965
预收账款	0	10	13	10
其他	424	504	509	545
非流动负债	8	7	8	8
长期借款	0	0	0	0
其他	8	7	8	8
负债合计	1182	1288	1422	1611
少数股东权益	8	9	11	16
归属母公司股东权益	4594	4876	5328	5864
负债和股东权益	5784	6173	6761	7491

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	145	411	255	433
净利润	41	282	454	541
折旧摊销	87	72	80	85
财务费用	(20)	(16)	(17)	(20)
投资损失	15	15	15	15
营运资金变动	(18)	(13)	(335)	(317)
其它	39	70	57	128
投资活动现金流	(299)	(401)	(214)	(285)
资本支出	(100)	(53)	(63)	(72)
长期投资	32	(6)	(7)	6
其他	(230)	(342)	(144)	(220)
筹资活动现金流	18	72	(49)	14
短期借款	100	55	(67)	(5)
长期借款	0	0	0	0
其他	(82)	16	18	19
现金净增加额	(136)	82	(8)	161

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1527	2047	2560	3087
营业成本	773	949	1153	1326
营业税金及附加	13	19	23	28
营业费用	117	154	192	216
管理费用	189	225	256	278
研发费用	218	287	358	432
财务费用	(20)	(16)	(17)	(20)
资产减值损失	212	138	91	198
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(15)	(15)	(15)	(15)
其他经营收益	43	45	43	44
营业利润	53	323	531	657
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	55	325	534	659
所得税	14	43	79	118
净利润	41	282	454	541
少数股东损益	(1)	1	2	5
归属母公司净利润	43	282	452	536
EBITDA	125.34	381.36	596.43	724.48
EPS (最新摊薄)	0.03	0.18	0.29	0.35

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-19.58%	34.07%	25.04%	20.58%
营业利润	-91.78%	509.63%	64.67%	23.69%
归属母公司净利润	-92.95%	560.23%	60.54%	18.61%
获利能力				
毛利率	49.39%	53.67%	54.95%	57.04%
净利率	2.70%	13.77%	17.74%	17.54%
ROE	0.93%	5.93%	8.84%	9.56%
ROIC	0.61%	5.32%	8.10%	8.82%
偿债能力				
资产负债率	20.43%	20.87%	21.04%	21.50%
净负债比率	8.81%	12.34%	6.57%	5.44%
流动比率	2.82	2.70	2.75	2.77
速动比率	2.60	2.44	2.49	2.49
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.34	0.40	0.43
应收账款周转率	1.16	1.45	1.53	1.42
应付账款周转率	1.37	1.54	1.69	1.55
每股指标(元)				
每股收益	0.03	0.18	0.29	0.35
每股经营现金	0.09	0.27	0.16	0.28
每股净资产	2.96	3.15	3.44	3.78
估值比率				
P/E	321.22	48.65	30.31	25.55
P/B	2.98	2.81	2.57	2.34
EV/EBITDA	86.90	32.11	20.51	16.65

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>