



Research and
Development Center

医疗 IT 先行者，向城市健康运营服务迈进

—— 创业慧康（300451.sz）深度报告

2019 年 5 月 28 日

袁海宇 行业分析师
边铁城 行业分析师
蔡靖 行业分析师
王佐玉 研究助理

医疗 IT 先行者，向城市健康运营服务迈进

2019 年 05 月 28 日

本期内容提要：

- ◆ **深耕医疗信息化二十余载，从医院到区域卫生平台。** 创业慧康成立于 1997 年，在 20 多年的发展历程中，专注医疗卫生领域的信息化服务与创新。公司核心产品从一开始面向医院的管理信息系统（HIS）到拓展到医院临床信息系统（CIS）再到面向公共卫生领域的信息化产品，已经形成了较为完备的产品体系。在医疗领域主营业务的基础上，公司还通过外延并购等形式积极拓展 IT 运维服务等业务方向。目前医疗信息化软件和 IT 运维服务为公司贡献了大部分营收，系统集成业务的比重则在持续压缩。
- ◆ **政策驱动医疗 IT 市场高景气，新技术应用驱动行业集中度提升。** 根据我们的测算，未来两年以电子病历、互联网医院、DRGs 为基础的信息化建设有望带来每年百亿级的新增市场空间，将使得当前的医疗信息化市场空间得到快速提升。2017 年我国医疗行业 IT 投入占全国卫生机构卫生总费用的 0.83%，与发达国家 3%-5% 的占比相比还是存在明显差距。国内医疗 IT 领域还有很大的提升空间，未来或将达到千亿市场规模。在医疗领域信息化发展的大趋势下，互联网、大数据、人工智能等新技术正与传统医疗领域深度融合，在推动医疗信息化的内涵持续得到扩充的同时，也利好那些在新产品研发及新技术布局方面具有领先优势的头部企业，在这个过程中市场集中度有望持续提升。
- ◆ **行业景气提振公司业绩，大单数量及订单规模明显增长。** 2018 年，受益于行业整体景气度的提升，公司传统医疗卫生信息化业务取得积极进展。2018 年公司新增中标千万级大单近 20 个，相较 2017 年增长明显，其中“淄博市中心医院信息化建设项目”中标金额为 5280 万，创下公司单合同中标金额新高。2019 年初，公司中标福建协和医院 1.47 亿元智能医院建设项目，创出订单金额行业新高。2018 年公司新签合同规模相对 2017 年有着大幅度提升，同比增速在 50% 左右。2019 年一季度新签订单总额在 3.2 亿左右，同比增速超过 80%，将为今年业绩增长奠定基础。
- ◆ **进军城市健康运营服务，“中山模式”有望快速复制。** 针对区域的卫生信息化建设一直是创业慧康的强项之一，也是公司较早涉足的业务领域之一。在 2017 年至今的千万规模以上大单中即有超过 1/3 的中标项目来自于区域卫生信息化建设。在区域卫生信息化建设的基础上，公司也在持续拓展基于信息化平台的运营服务。2018 年，公司建设的“健康中山”信息平台项目顺利完成建设，“健康中山”运营平台也正式发布。2019 年初公司另与自贡市签订《全民健康信息平台建设和运营合作协议》，标志着公司“健康城市”建设和运营业务再下一城以及“中山模式”异地复制的成功。目前公司公共卫生项目已经遍及全国 340 多个区县，未来可复制“中山模式”的潜在目标较多，市场空间巨大。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计 2019~2021 年公司营业收入分别为 16.76 亿元、21.49 亿元和

证券研究报告

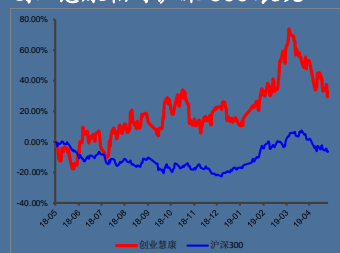
公司研究——首次覆盖

创业慧康（300451.SZ）

| | | | |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

首次评级

创业慧康相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2019.5.27）

| | |
|----------------|-------------|
| 收盘价(元) | 21.30 |
| 52 周内股价波动区间(元) | 28.00-12.57 |
| 最近一月涨跌幅(%) | -10.50 |
| 总股本(亿股) | 4.86 |
| 流通 A 股比例(%) | 100 |
| 总市值(亿元) | 103.42 |

资料来源：信达证券研发中心

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

袁海宇 行业分析师

执业编号：S1500518110001

联系电话：+86 10 83326726

邮箱：yuanhaiyu@cindasc.com

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

蔡靖 行业分析师

执业编号：S1500518060001

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

26.55 亿元，归属于母公司净利润分别为 2.71 亿元、3.52 亿元和 4.16 亿元，按最新股本 4.86 亿股计算摊薄每股收益分别为 0.56 元、0.73 元和 0.86 元，最新股价对应 PE 分别为 38 倍、29 倍和 25 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

- ◆ **股价催化剂：** 订单规模及大单量持续增长；健康城市运营服务收入上取得突破；城市健康运营服务模式拓展到更多城市。
- ◆ **风险因素：** 国家政策调整和宏观经济下行风险；商誉减值风险；市场竞争加剧风险。

| 重要财务指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入(百万元) | 1,152.95 | 1,290.29 | 1,675.77 | 2,149.18 | 2,655.27 |
| 增长率 YoY % | 110.15% | 11.91% | 29.88% | 28.25% | 23.55% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 163.24 | 212.68 | 270.76 | 352.16 | 416.04 |
| 增长率 YoY% | 159.10% | 30.28% | 27.31% | 30.06% | 18.14% |
| 毛利率% | 48.94% | 49.75% | 49.61% | 50.47% | 50.01% |
| 净资产收益率 ROE% | 11.82% | 9.76% | 11.02% | 12.72% | 13.19% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.34 | 0.44 | 0.56 | 0.73 | 0.86 |
| 市盈率 P/E(倍) | 63 | 49 | 38 | 29 | 25 |
| 市净率 P/B(倍) | 5.07 | 4.46 | 3.99 | 3.51 | 3.08 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 5 月 27 日收盘价

目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 深耕医疗信息化二十余载，信息化产品全面布局..... | 1 |
| 从医院信息化到区域卫生信息化..... | 1 |
| 信息化软件及 IT 运维服务贡献大部分营收..... | 2 |
| 股权结构稳定，大股东从未减持..... | 2 |
| 政策驱动医疗 IT 市场高景气，新技术应用驱动行业集中度提升..... | 3 |
| 政策驱动，医疗 IT 新增市场规模或超百亿..... | 3 |
| 医疗信息化提升大趋势未变，互联网医疗逐渐深入..... | 4 |
| 市场格局较分散，新技术应用驱动集中度提升..... | 6 |
| 行业景气提振公司订单规模，城市健康运营服务模式有望复制..... | 7 |
| 深耕医疗信息化二十余年，构建全面的产品体系..... | 7 |
| 受益行业景气提升，公司大单数量及规模快速增长..... | 9 |
| 进军城市健康运营服务，“中山模式”有望快速复制..... | 9 |
| 创新业务加速，研发投入保持高增长..... | 12 |
| 博泰服务增厚上市公司业绩，助力运维能力提升..... | 14 |
| 公司财务分析..... | 14 |
| 盈利预测、估值与投资评级..... | 16 |
| 盈利预测及假设..... | 16 |
| 估值与投资评级..... | 17 |
| 风险因素..... | 18 |

表 目 录

| | |
|---|----|
| 表 1: 未来两年电子病历、DRGs、互联网医院平台建设带来的新增医疗信息化需求测算..... | 4 |
| 表 2: 省级互联网医院管理细则及互联网医疗监管平台上线情况..... | 6 |
| 表 3: 创业慧康医卫信息化业务结构..... | 8 |
| 表 4: 创业慧康部分 2018 年度千万以上中标项目..... | 9 |
| 表 5: 创业慧康围绕健康城市运营业务的战略合作..... | 11 |
| 表 6: 创业慧康大数据及人工智能相关产品及方案..... | 12 |
| 表 7: 博泰服务三年业绩承诺期业绩实现情况..... | 14 |
| 表 8: 公司主营业务收入和毛利率预测..... | 16 |
| 表 9: A 股可比公司估值情况..... | 17 |

图 目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 创业慧康医疗信息化领域业务发展历程..... | 1 |
| 图 2: 2018 年度创业慧康收入结构..... | 2 |
| 图 3: 历年创业慧康收入结构变化情况..... | 2 |
| 图 4: 创业慧康股权结构图（截止 2019 年一季度末）..... | 3 |
| 图 5: 2017 年医疗信息化市场格局..... | 7 |
| 图 6: 主要医疗信息化企业研发投入合计及同比增速..... | 7 |
| 图 7: 创业慧康三大事业群业务介绍..... | 8 |
| 图 8: 创业慧康中山项目框架图..... | 10 |
| 图 9: 创业慧康研发支出情况..... | 13 |
| 图 10: 创业慧康及可比公司近三年复合研发支出增速..... | 13 |
| 图 11: 创业慧康近五年业绩表现..... | 15 |
| 图 12: 扣除博泰服务并表影响之后创业慧康近五年业绩表现..... | 15 |
| 图 13: 创业慧康毛利率及净利率（%）..... | 15 |
| 图 14: 创业慧康三项费用率（%）..... | 15 |

深耕医疗信息化二十余载，信息化产品全面布局

从医院信息化到区域卫生信息化

公司成立于 1997 年，在 20 多年的发展历程中，一贯秉持“创造智慧医卫、服务健康事业”的愿景，专注医疗卫生领域的信息化服务与创新。公司核心产品从一开始面向医院的管理信息系统（HIS）到拓展到医院临床信息系统（CIS）再到面向公共卫生领域的信息化产品，已经形成了较为完备的产品体系。在医疗领域主营业务的基础上，公司还通过外延并购等形式积极拓展业务方向。

图 1：创业慧康医疗信息化领域业务发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

截至目前，公司业务按照应用领域进行划分，主要包括医疗卫生信息化领域、基于信息技术的系统集成业务领域以及金融自助设备技术运维服务领域。其中，在医疗卫生信息化领域，公司面向医院以及一定区域提供信息化产品。医院信息化软件产品是公司的核心产品，主要是以电子病历为核心，在支持医院内部医疗信息和管理信息的数据采集、处理、存储、传输和共享的基础上，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，在价值链上实现病人、医院、供应商的信息集成；在管理链上实现人、财、物、药、设备等的管理与战略目标的集成，内容涵盖医院临床、医技、护理、科研、教学、管理等多个方面。面向一定区域的公共卫生信息化应用软件则以居民电子健康档案为核心，以区域医疗资源共享为目标，以社区和农村居民基本医疗卫生服务为重点，运用信息化的手段，为国内公共卫生领域信息化建设

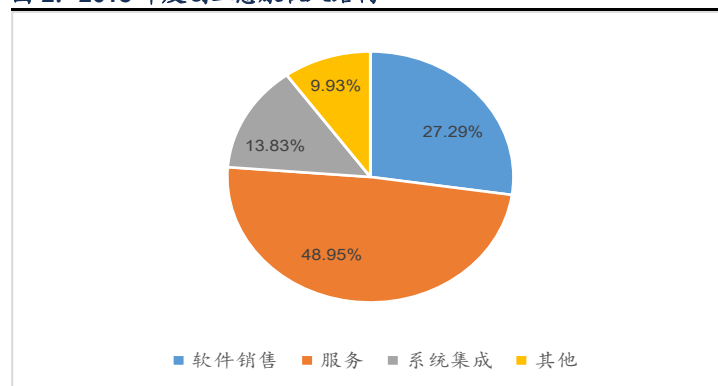
提供全面解决方案。

基于信息技术的系统集成业务主要包括计算机信息设备系统集成业务以及智能化网络布线工程集成业务。公司的 IT 运维服务即金融自助设备专业技术服务主要包括为存取款一体机、取款机、现金清分机等金融自助设备提供包括健康档案管理、数据分析、维护保养、故障处理等服务在内的一体化解决方案。公司的 IT 运维服务主要由 2017 年全资收购的子公司杭州博泰信息技术服务有限公司来承担。

信息化软件及 IT 运维服务贡献大部分营收

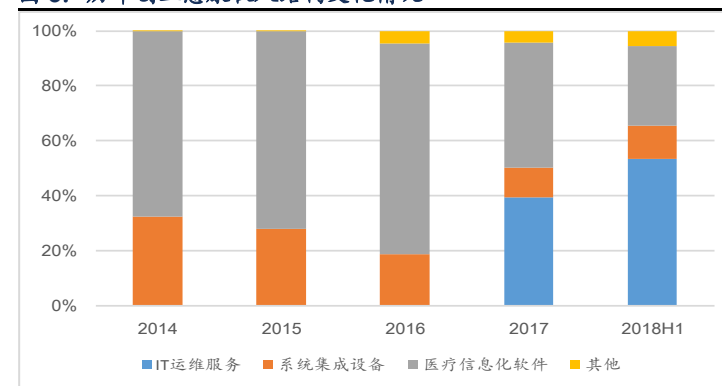
以公司 2018 年收入情况来看，软件销售占比为 27.29%，技术服务业务（IT 运维服务包括其中）占比 48.95%，这两项业务是占比最高的业务板块。此外，系统集成业务占营收比重为 13.83%，相较之前年份已经有了较大幅度下降。由于公司 2018 年年报采用了新的业务分类口径，因此无法进行历史纵向对比。参考历史分类口径来看，医疗信息化软件一直是公司主要的业务方向，从 2017 年开始 IT 运维服务在营收中也有明显贡献，系统集成业务营收比重则在持续压缩。

图 2：2018 年度创业慧康收入结构



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：历年创业慧康收入结构变化情况

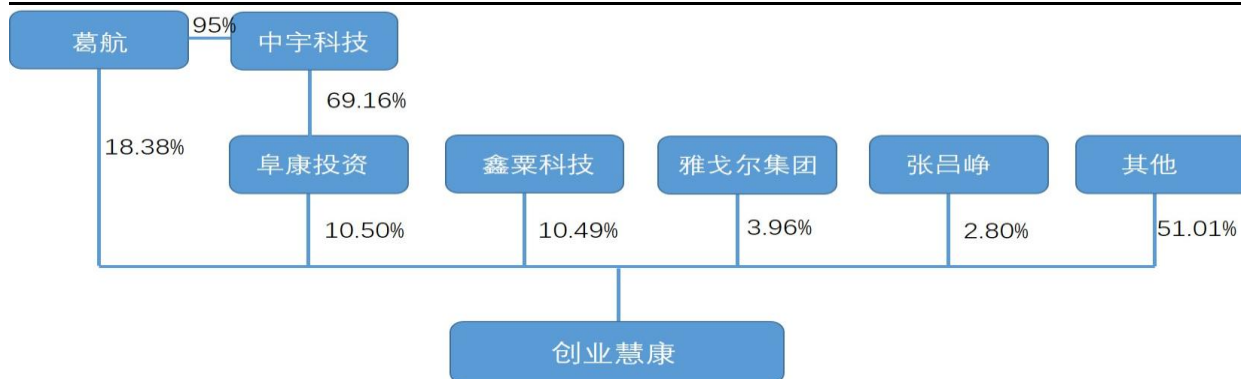


资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：由于 2018 年年报公司采用新的标准，故不具有可比性）

股权结构稳定，大股东从未减持

截至 2019 年一季度末，公司控股股东、实际控制人葛航先生持有公司股份的 18.38%。二股东杭州阜康投资有限公司持有公司股份的 10.50%，为公司实际控制人控制的公司。浙江鑫粟科技有限公司持有公司股份的 10.49%，为公司收购博泰服务过程中的新进股东。自公司上市以来，大股东葛航及其控制的阜康投资均未对所持股份进行减持，彰显了对公司长期发展的信心。

图 4：创业慧康股权结构图（截止 2019 年一季度末）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

政策驱动医疗 IT 市场高景气，新技术应用驱动行业集中度提升

政策驱动，医疗 IT 新增市场规模或超百亿

在我们于 2019 年 1 月 31 日发布的研究报告《医疗信息化景气向上，政策或驱动百亿增量需求》中，重点讲述了医疗信息化市场在相关政策驱动下有望维持较高景气度，并带动市场规模的快速扩张。我们认为，在老龄化形势日趋严峻、慢性病发病率提升的大背景下，当前医疗资源存在的不充分、不均衡等问题有扩大的趋势。此外，这也给国家医疗保障体系带来了更高的支付压力。而医疗信息化将是提高医疗资源利用效率，实现医保控费的重要途径之一。2018 年以来，国家医疗信息化领域的相关政策陆续出台，其出发点也正是解决目前医疗卫生领域的诸多问题。2018 年国家医保局的成立集中了医疗管理领域的相关职权，政策推进和落地的速度得到明显加快，给整个医疗信息化市场带来新的发展空间。根据我们的测算，未来两年以电子病历、互联网医院、DRGs 为基础的信息化建设有望带来每年百亿级的新增市场空间，将使得当前的医疗信息化市场空间得到快速提升。

表 1：未来两年电子病历、DRGs、互联网医院平台建设带来的新增医疗信息化需求测算

| | 远期信息化总投入（亿元） | 2019 年预期渗透率 | 2020 年预期渗透率 | 2019 年信息化规模（亿元） | 2020 年信息化规模（亿元） |
|---------|--------------|-------------|-------------|-----------------|-----------------|
| 电子病历 | 260 | 50% | 100% | 130 | 130 |
| DRGs | 40 | 5% | 10% | 2 | 2 |
| 互联网医院平台 | 123 | 10%/15%/20% | 20%/30%/40% | 12.3/18.45/24.6 | 12.3/18.45/24.6 |
| 合计 | 413 | - | - | 144/150/157 | 144/150/157 |

资料来源：信达证券研发中心

而根据 IDC 发布的数据显示，2017 年我国医疗行业 IT 投入规模达到 427.5 亿元人民币，同比增长 18.33%。未来每年的新增市场空间有望将显著带来目前医疗信息化市场规模的扩大。2017 年我国医疗行业 IT 投入占全国卫生机构卫生总费用的 0.83%，虽然相对 2012 年的 0.63% 有着明显提升，但与发达国家 3%-5% 的占比相比还是存在明显差距。国内医疗 IT 领域还有很大的提升空间，未来或将达到千亿市场规模。

医疗信息化提升大趋势未变，互联网医疗逐渐深入

我们认为，目前医疗信息化领域的大趋势依旧未变。而以下几个方面的细分趋势正逐渐显现：

医疗信息化由二三级医院向基层拓展

医院是我国卫生医疗机构的主体，也是信息化发展程度较高的医疗机构。国家卫健委数据显示，我国全部医疗机构诊疗服务中，医院提供了其中的 40% 以上。此前国家卫健委已经明确对二级和三级医院的电子病历建设提出了要求，目标到 2019 年，所有三级医院要达到电子病历分级评价 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。今年 4 月 28 日，国家卫健委印发《全国基层医疗卫生机构信息化建设标准与规范(试行)》，着眼未来 5-10 年全国基层医疗卫生机构信息化建设、应用和发展要求，明确了基层医疗卫生机构信息化建设的基本内容，为基层医疗卫生机构的信息化建设提供了标准。该《建设标准与规范》对基层医疗机构面对的 4 大部分 58 类共 212 项建设内容提出了具体信息化建设要求。

根据国家卫健委数据，截至 2018 年，我国基层医疗卫生机构数量约为 95 万家，同比保持 2% 左右的低速增长。但是基层医疗卫生机构依然普遍存在着信息化建设水平落后、信息系统缺乏互联互通、数据采集重复及统计口径不一等具体问题。主要原因即在于缺乏统一的信息化建设标准，使得即使基层医疗机构有信息化投入也很难发挥到提升工作效率和服务质量的作用。基层医疗卫生机构的信息化市场存在明确的增长潜力，以平均每家基层机构 10 万元的信息化投入规模进行简单估计，整体的医疗信息化市场增量也在千亿元级别。

对医疗数据质量要求持续提升，为医疗大数据应用奠定基础

患者前往医疗机构诊疗的过程是一个大量数据产生的过程。典型的数据包括患者的基本数据、电子病历、诊疗数据、医学影像数据、医保支付数据等等。医疗过程中产生的大数据具有重要价值，例如通过对医学影像大数据的分析可以开发人工智能阅片系统、通过对大量医疗机构的实时诊疗大数据分析可以及时发现疾病流行状态、通过对患者基本信息和支付数据的分析可以为其提供精准的医保和药物配送等服务、通过对患者电子病历和诊疗过程数据分析推进医保控费实现等等。

虽然医疗机构数据的互联互通和开放能够带来诸多好处，但现实情况不容乐观。当前能够实现数据互通的医院比例较低，使得大量高附加值医疗数据很难得到共享和使用。基于这样的现状，国家卫健委曾于2018年7月份印发《国家健康医疗大数据标准、安全和服务管理办法（试行）》，将医疗大数据提升到国家重要基础性战略资源的地位，目标加强健康医疗大数据服务、标准和安全，从而促进医疗健康大数据产业发展。

2019年4月份，国家卫健委、国家中医药管理局联合发布《关于启动2019年全国三级公立医院绩效考核有关工作的通知》。本次对三级医院绩效考核中明确指出要加强住院病案首页质量管理，提升首页数据质量，并使用统一的上传接口标准。同时要求全国没有参加电子病历分级评估的医院要在2019年6月底前完成电子病历应用功能水平分级标准评估。这进一步体现了国家对于医疗数据质量提升的要求，将为医疗管理领域的大数据应用奠定基础。

互联网+医疗健康服务政策要求深化，发展态势良好

2019年以来，医疗信息化领域的相关政策仍在陆续出台。例如国家卫健委印发的《医院智慧服务分级评估标准体系（试行）》，将对应用信息系统提供智慧服务的二级及以上医院按照患者诊前、诊中、诊后各环节应涵盖的基本服务内容，结合医院信息化建设和互联网环境，确定5个类别共17个评估项目进行评级。根据此评估体系将对医院智慧服务水平划分为从0到5的总共6级。其中的3级水平是“联通医院内外的智慧服务初步建立”，要求通过互联网使得电子病历的部分信息可以在医院内外进行实时共享，并初步建立院内院外、线上线下一体化的医疗服务流程。而从3级到5级主要区别体现在患者医疗信息在多大区域内能够实现互联互通。可以看到基于互联网的智慧服务已经成为医院智慧服务评价中一个较为基础性的要求。另外国家卫健委也将于今年正式启动在北京市、天津市、上海市、江苏省、浙江省、广东省的为期一年左右的“互联网+护理服务”试点工作。

在“互联网+医疗健康”领域，根据国家卫健委发布的《关于促进“互联网+医疗健康”发展情况的报告》显示，全国目前已有158家互联网医院，“互联网+医疗健康”的政策体系基本建立，行业发展态势良好。目前，全国已有19个省份依托互联网或专网建成省统一规划的远程医疗网络平台，“互联网+”医疗保障结算服务稳步推进，医保系统与国家数据共享交换平台对接，实现异地就医定点医疗机构查询共享服务。国家卫健委下一步将着力推动实现二级以上医院普遍提供线上服务、三级医院实现院内信息互通共享等“硬任务”。

目前，浙江、广东、山东、四川等省份已经完成省级互联网医疗服务监管平台以实现对互联网医院的实时监管。同时河北、宁夏等省级互联网医院管理细则也陆续出台，以促进互联网医院建设。互联网医院监管平台是为互联网医院提供监管及服务的基础，有助于互联网医院的健康快速发展。

表 2: 省级互联网医院管理细则及互联网医疗监管平台上线情况

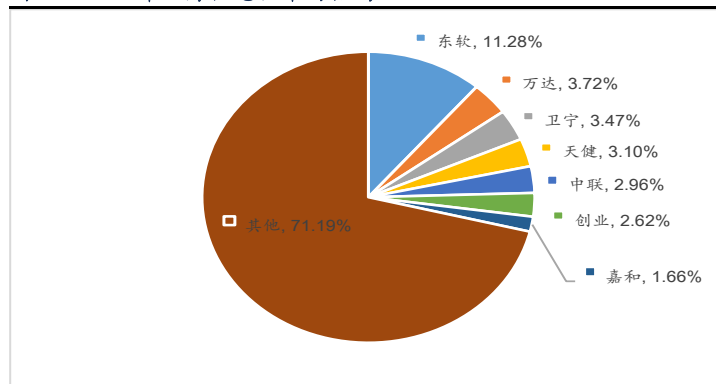
| 省份 | 互联网医院相关政策 |
|---------|--|
| 河北省 | 2019 年 1 月，河北省卫健委、省中医药管理局印发《河北省互联网医院管理办法实施细则（试行）》。 |
| 宁夏回族自治区 | 2019 年 1 月，自治区卫生健康委制定了《宁夏回族自治区互联网医院管理实施办法（试行）》。2019 年 5 月，上线运行互联网医院监管平台。 |
| 广东省 | 2019 年 4 月，广东省卫健委全面启用互联网服务监管平台。 |
| 浙江省 | 2019 年 1 月，浙江省互联网医院平台正式上线。 |
| 四川省 | 2018 年 12 月，四川省互联网医疗监管平台上线。 |
| 山东省 | 2018 年 11 月，互联网医疗服务监管平台上线运行。 |

资料来源：信达证券研发中心整理

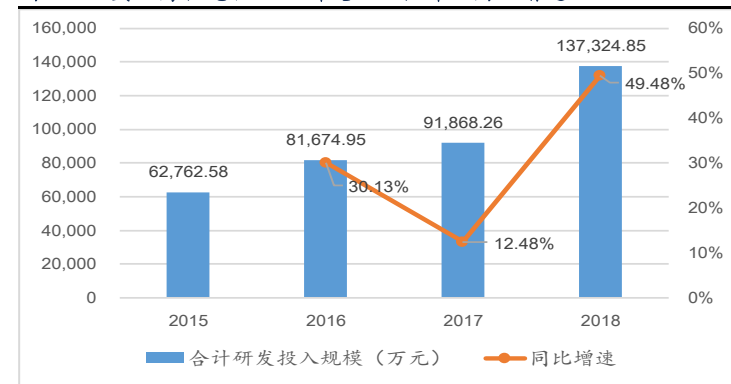
市场格局较分散，新技术应用驱动集中度提升

我们认为，传统的医疗信息化市场将受益于政策推进以及医疗机构对更为高效医疗服务需求。除此之外，随着医疗领域与互联网、大数据、人工智能等技术的深度融合，传统的医疗信息化的内涵将得到极大扩充。同时互联网也有助于为医疗信息化基础较为薄弱的基层医疗卫生机构提供信息化服务。这两个因素都有望使得医疗信息化市场规模得到持续扩大。

目前行业内厂商较多，呈现一定区域分布特征，市场份额较为分散。根据全国医疗信息化联盟统计，我国医疗信息化行业市场规模排名前七的企业占比合计 28.8%，呈现出较低的市场集中度。在医疗信息化向前快速发展的过程中，由于政策对二三级医院电子病历等级的硬性要求，医疗机构对综合服务能力以及信息系统建设能力的重视持续提升，将利好行业内头部企业市场集中度提高。另外，头部企业在新产品研发及布局方面走在行业前列，在医疗机构信息化标准逐渐得到明确和提升、基于大数据和人工智能的新一代医疗信息化产品逐渐增多、互联网医疗的商业模式得到重点支持的行业大背景下，头部企业正通过持续的研发投入来巩固其现有市场竞争力。

图 5：2017 年医疗信息化市场格局


资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 6：主要医疗信息化企业研发投入合计及同比增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：共选取 7 家 A 股医疗 IT 上市公司进行统计）

行业景气提振公司订单规模，城市健康运营服务模式有望复制

深耕医疗信息化二十余年，构建全面的产品体系

创业慧康自成立以来始终以医疗卫生信息化软件为主要业务方向，成立初期成功研发了全院级医院管理信息系统，并逐渐在江苏、浙江、东北等地得到推广。在成立初期的医院管理信息系统开发与推广期之后，公司经历了医院临床信息系统开发与推广期、公共卫生信息化开创期、新医改政策后的全面发展期等多个历史发展阶段。

截至目前，公司已经形成基于医卫信息化事业群、医卫互联网事业群和医卫物联网事业群这三大事业群的业务划分。其中，在医疗卫生信息化应用软件领域，公司拥有 300 多个自主研发产品，可以满足各大中型医院和县级以上卫生管理机构的信息需求。在医疗卫生互联网应用产品及服务领域，公司拥有健康城市云平台、互联网医院云平台、妇幼智慧云平台、护理云平台等核心产品。在医疗卫生智慧物联网领域，公司基于自主开发的智能物联支撑平台，已经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。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司全国客户数量达 6000 多家，已累计实施 1 万多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，积累超过 2.5 亿份居民健康档案。

图 7：创业慧康三大事业群业务介绍



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

在三大事业群中，医疗卫生信息化业务为公司最为核心的业务领域，包括面向医院以及公共卫生管理机构的传统信息化应用产品以及基于大数据和人工智能的医疗信息化产品。公司在传统医疗信息化领域有着完整布局，有望充分受益于未来行业规模的快速提升。

表 3：创业慧康医卫信息化业务结构

| 医卫信息化业务分类 | 业务详细分类 | 主要业务内容介绍 |
|--------------|------------|--|
| 医院信息化 | 医院管理信息系统 | 门诊管理系统、住院管理系统、药品管理系统、后勤管理系统、行政管理系统 |
| | 医院临床信息系统 | 电子病历系统、检验系统、医学影像系统、体检管理系统、合理用药系统、移动医疗系统、亿元信息集成平台 |
| 卫生管理机构信息化 | 基层卫生管理信息系统 | 居民健康档案管理系统、高血压管理系统、糖尿病管理系统、儿童保健管理系统等 |
| | 区域卫生信息平台 | 卫生数据交换平台、公共卫生管理应用系统 |
| 医疗大数据和人工智能产品 | - | 区域卫生大数据智能决策系统、医学知识图谱系统、智能医疗服务机器人解决方案、患者画像系统 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

受益行业景气提升，公司大单数量及规模快速增长

2018 年，受益于行业整体景气度的提升，公司传统医疗卫生信息化业务取得积极进展。2018 年公司新增中标千万级大单接近 20 个，其中“淄博市中心医院信息化建设项目”中标金额为 5280 万，创下公司单合同中标金额新高。2019 年初，公司中标福建协和医院 1.47 亿元智能医院建设项目，创出订单金额行业新高。而 2017 年公司中标千万以上规模订单尚不到 10 个。公司获得行业大单数量及金额都得到明显提升。

表 4：创业慧康部分 2018 年度千万以上中标项目

| 采购单位 | 项目名称 | 中标金额（万元） |
|--------------------------|-------------------------|----------|
| 淄博市中心医院 | 信息化建设项目 | 5,280 |
| 广州市天河区卫生和计划生育局 | 河区区域医疗卫生信息化（二期）项目 | 1,637 |
| 缙云县人民医院 | 信息系统建设政府采购项目 | 1,500 |
| 苏州市第九人民医院 | 信息化系统网络和安全基础建设项目 | 2,885.8 |
| 福建医科大学附属第三医院 | 信息化建设采购项目 | 1,237 |
| 临安区国瑞健康产业投资公司 | “健康临安”信息化及区域一体化建设项目 | 1,468 |
| 上海市闵行区卫生和计划生育委员会信息管理事务中心 | 闵行区卫计委捷医服务平台建设项目 | 1,729 |
| 玉溪市中医医院 | 医保医疗保险事前提醒信息系统接口开发 | 9,700 |
| 兴安盟卫生和计划生育委员会 | 计算机设备及软件 | 1,492 |
| 平潭综合实验区医院 | 福建医科大学附属协和医院平潭分院信息化建设项目 | 1,528.7 |
| 福建省龙岩市第一医院 | 信息系统升级改造项目 | 1,079 |
| 桐乡市第一人民医院 | 综合信息系统软件开发服务采购项目 | 1,500 |

资料来源：中国政府采购网、信达证券研发中心

2018 年公司在新签订单规模上也取得了显著突破，2018 年新签订单规模同比增长约 50%。2019 年一季度，公司新增订单总量大约在 3.2 亿左右，相较去年同期增速在 80% 以上。预计 2019 年全年公司新增订单规模总量仍将保持较快增长。

进军城市健康运营服务，“中山模式”有望快速复制

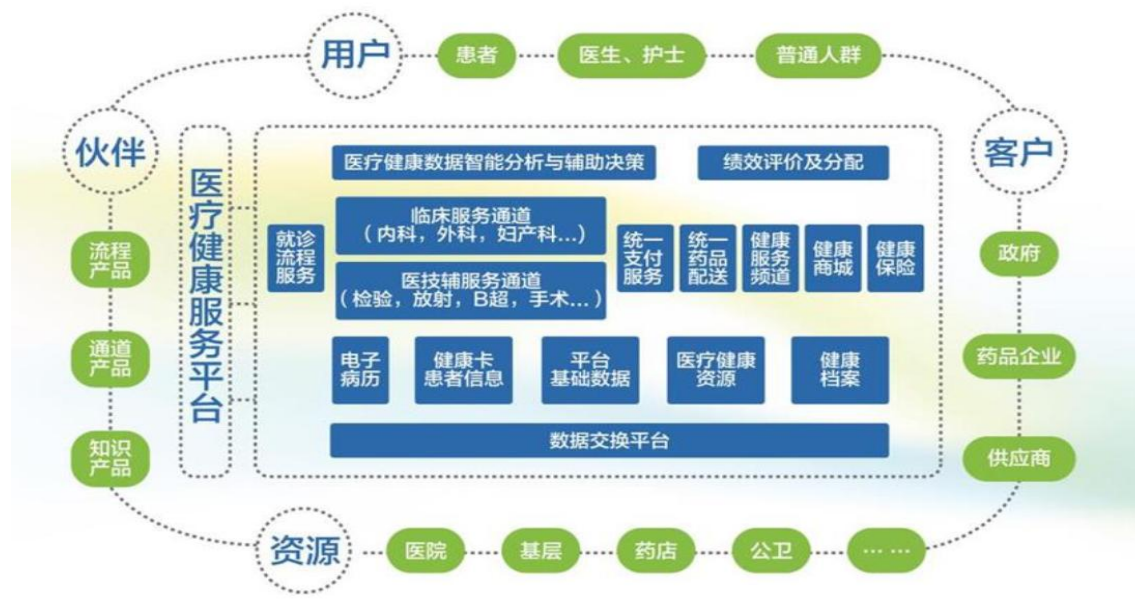
针对区域的卫生信息化建设一直是创业慧康的强项之一，也是公司较早涉足的业务领域之一。在 2017 年至今的千万规模以上大单中即有超过 1/3 的中标项目来自于区域卫生信息化建设。在区域卫生信息化建设的基础上，公司也在持续拓展基于信息化平台的运营服务。

公司于 2015 年 7 月 30 日中标成为中山市区域卫生信息平台建设营运项目的供应商，项目建设期投资总额为 11,332 万元，其中，中山市卫生和计划生育局出资约 3,000 万元。公司是中山项目唯一的承建商和总运营商，拥有 10 年特许经营权，在特许经营期内拥有对中山项目投资、运营、维护及数据使用权。

2018 年，公司建设的“健康中山”信息平台项目顺利完成建设。截至 2018 年底，中山信息平台接入了全市公立医院和社区卫生服务中心，共采集包括门诊记录、住院记录、检验报告等医疗数据 4.7 亿条，实现预约挂号 181 万次。“健康中山”项目实现了中山全市医疗健康数据的互联互通，为后续公司开展为期 10 年的以医疗大数据为核心的特许运营业务和“健康中山”模式的异地复制，奠定了坚实的基础。

2018 年公司“健康中山”运营平台也正式发布，加速推进了公司在健康城市运营业务的拓展。公司中山健康城市信息平台及运营平台的建设能够促成区域内医疗机构、药店、保险、健康服务、支付等医疗健康服务业务协同，最终形成围绕医疗服务中各个重要环节的产业联盟。根据项目规划，运营期内的相关服务内容主要包括支付服务类、药品服务类、健康服务类、导流导购类、数据产品类等 9 大类运营服务。整体而言，“健康中山”项目在实现医疗数据在区域平台上互联互通的基础上，居民可以通过手机、门户网站等实现挂号、就诊、支付等功能，后续引入的第三方市场机构也可以为居民提供更多的个性化增值服务。

图 8：创业慧康中山项目框架图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2019 年公司另与自贡市签订《全民健康信息平台建设和运营合作协议》，标志着公司“健康城市”建设和运营业务再下一城以及“中山模式”异地复制的成功。自贡市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。该项目建设及运营合作期总共为 10 年，其中建设周期约 2 年。项目中标总金额为 260 万元，建设具体包括平台数据中心、平台基础服务、数据采集共享交换、卫生综合管理系统等内容。建设完成之后，公司还负责对平台开展多元化运营服务。

公司未来将重点针对公司已有的区域平台项目的所在城市，通过在原有的区域平台项目上搭建运营平台，打通线上线下，减少建设周期和投入成本以加速异地复制。目前公司公共卫生项目已经遍及全国 340 多个区县，未来可复制“中山模式”的潜在目标较多，市场空间巨大。

同时，公司围绕打造“健康城市”运营业务生态体系分别与蚂蚁金服、腾讯、联想、平安医疗、圆心科技等厂商达成了合作意向并签署了合作协议。其中，公司与蚂蚁金服的合作聚焦在支付宝业务、生物识别技术在健康医疗领域落地等方面；与腾讯合作聚焦在健康城市整体建设运营解决方案、基于腾讯觅影人工智能应用等方面；与圆心科技的合作，双方将在电子处方流转、互联网+药品、互联网+护理、电商、商业保险等互联网+健康服务等领域进行深度融合。

表 5：创业慧康围绕健康城市运营业务的战略合作

| 合作对象 | 合作内容 | 协议签署时间 |
|-------|---|---------|
| 蚂蚁金服 | 双方将共同打造“未来医疗”新模式的生态体系；双方将共同打造“未来医疗”新模式的就医体验；双方将共同开展支付宝业务合作；双方将共同进行大数据、人工智能方面探索创新；双方将共同推进生物识别技术在健康医疗领域落地应用；双方将共同基于医疗大数据、区块链等新兴技术试点智慧金融创新业务 | 2018.6 |
| 腾讯 | 共同打造健康城市整体建设运营解决方案，推进人脸识别、电子社保卡、微信城市门户、微信支付等便民惠民服务；共同研发基于腾讯觅影人工智能、微信智慧医院的医疗卫生行业增值产品，为医院、基层医疗的人工智能可收费服务的开展搭建支持平台；共同探索以腾讯平台为核心的开放式医院信息化发展思路，提升合作站位，创新深度合作模式 | 2018.8 |
| 平安医疗 | 慢性病管理服务及健康服务保障产品设计、药品福利管理业务（PBM 业务）、保障产品服务展示、青少年儿童近视筛查 | 2018.12 |
| 美年大健康 | 引入美年大健康在线上+线下体检，疾病风险评估、健康管理等产品；通过面向各类人群的体检服务、健康管理、基因检测等服务进一步完善健康风险因素评估体系；通过面向各类人群的医疗健康服务，促进家庭医生签约服务，提高家庭医生签约率、履约率，完善居民健康档案 | 2018.12 |
| 联想 | 能力互补，优化“互联网+健康”生态体系；基于物联网新技术共同合作试点智慧医疗创新业务模式；共同推进物联网技术在健康医疗领域落地应用 | 2019.1 |
| 圆心科技 | 在电子处方流转、互联网+药品、互联网+护理、电商、商业保险等互联网+健康服务等领域进行深度融合；探索 | 2019.4 |

构建基于互联网医院的在线问诊、处方、药品配送到家的全流程服务体系

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

创业慧康与蚂蚁金服、腾讯、平安医疗、圆心科技等厂商的合作是在“健康城市”运营服务过程中引入优质第三方服务商的举措，有利于在运营服务过程中从多个层面提升服务种类和能力，增强运营服务的覆盖面和吸引力。而众业内领先企业与创业慧康的合作也是看重了公司现有的大量医疗卫生区域客户基础和以“健康中山”为代表的城市健康运营服务的逐渐展开，尤其是城市级健康运营服务在行业内具有稀缺性，成为吸引战略合作的重要原因。与更多的优质第三方合作也有利于创业慧康快速复制日渐成熟的“中山模式”，助力运营服务业务提升。

创新业务加速，研发投入保持高增长

大数据和人工智能技术在医疗领域内的应用正得到快速发展。创业慧康也在积极开拓相关业务领域，公司致力于将大数据技术与区域卫生、互联网医疗、精准医疗等领域深度结合，基于实时大数据基础平台构建了面向医疗、公卫和个人的多个大数据和人工智能产品，相关产品在国内已达到领先水平，并已在国家级、省级、市县级多个大型医院和区域卫生信息化项目中得到成功应用。目前公司已经拥有区域卫生大数据智能决策系统、医学知识图谱系统、智能医疗服务机器人解决方案、患者画像系统等具体产品及方案。

表 6：创业慧康大数据及人工智能相关产品及方案

| 相关产品 | 产品介绍 |
|---------------|--|
| 区域卫生大数据智能决策系统 | 基于大数据技术，地理信息技术，数据挖掘分析技术，将区域内不同的业务系统的繁杂海量数据和各种外部数据进行同步、转换、储存；利用人工智能数据挖掘分析技术，通过人工智能算法训练出符合主题分析所需的模型，采用数据驱动的方式将数据提炼为模型和方法，从而提升为辅助决策的技术支撑体系与知识库。 |
| 医学知识图谱系统 | 基于海量的电子病历、健康档案、诊疗指南、书籍资料、互联网信息等结构化或非结构化的医学数据，通过知识图谱引擎进行医学知识抽取、医学知识融合和医学知识加工构建完整的医学知识图谱，最后基于医学知识图谱实现医学信息检索查询、医疗知识问答和临床决策支持等人工智能应用。 |
| 智能医疗服务机器人解决方案 | 基于领先的人工智能、语音识别、语音合成和自然语言处理技术，通过人机对话方式实现情景式人机交流和互动，满足各类医疗卫生机构和家庭多场景多业务的医疗健康智能化服务需求。 |
| 患者画像系统 | 基于患者的基本医疗信息、临床诊疗信息和相关医疗健康大数据信息构造出个性化、标签化的用户模型，再通过对患者的个性化信息分析、挖掘而得出的高度精炼的特征标识，从而构建患者的精准完整的用户画像。 |

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

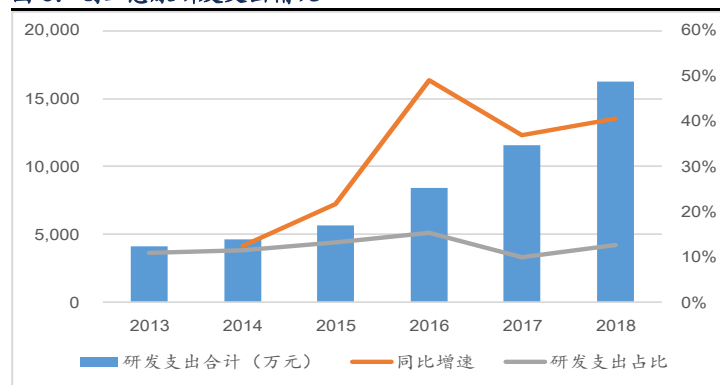
在互联网业务领域，公司拥有的产品包括健康城市云平台、互联网医院云平台、妇幼智慧云平台、电商云平台、护理云平台、聚合支付云平台、智能一站式终端服务平台、商业保险综合服务一体化解决方案等，涉及医院建设、支付、护理、商保等多个业务环节。

自 2018 年 6 月份至 2018 年底，公司医疗互联网业务群已经实现 600 多家客户的医疗信息化软件平台与支付业务实现对接，累计实现支付交易次数 1500 万笔，获得增量收益（支付返佣）约 400 万元。此外，公司积极打造“互联网医院”重塑医疗服务模式，已经成功建设 70 多家医院的互联网医院项目，典型案例包括复旦大学附属金山医院、上海东方医院等。以金山医院的“互联网医院”为例，在患者端通过移动互联网访问金山医院，实现手机终端分时段就诊预约、实时智能候诊、医药费移动支付、检查报告查询、个人健康管理等功能；医生端通过移动端的医疗工作支持服务，帮助合理规划医疗资源，减少医生的劳动强度并规范诊断内容，方便教学和学术交流，直观提升医务人员的工作效率。

公司已将互联网、大数据和人工智能等创新业务领域列为未来重点拓展方向，打造创新型智慧医疗服务生态体系。经过对创新业务领域的技术和市场的积累，公司创新业务订单快速增长并与上海市闵行卫计委、江阴市人民医院、白银市第一人民医院等 400 余家全国范围的医疗卫生机构及卫生行政部门签署了关于创新业务合作的协议及意向。2018 年公司基于大数据业务的订单总额过亿，助力公司业绩提升以及市场竞争力巩固。2019 年初，公司中标的“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”整体中标金额达到 1.47 亿元，其中软件部分同样超过 1 亿元。该项目明确提出了基于大数据分析，结合人工智能分析平台，实现就诊流程优化、临床诊疗服务、医院运营管理的智能辅助决策的目标。

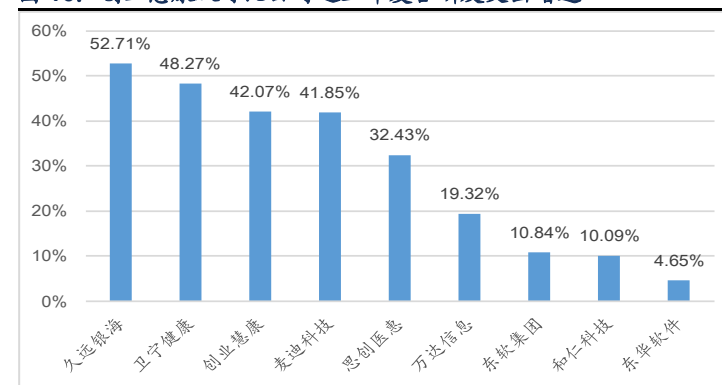
新技术的应用以及政策推进的新产品需求使得公司研发投入持续增长。2018 年公司总计研发投入约为 1.63 亿元，同比增长 40.60%，占公司营业收入的比重为 12.61%。公司新增“区域卫生大数据智能分析平台软件 V1.0”、“创业互联网医院系统软件 V2.0”等 47 项计算机软件著作权。近三年公司研发投入增速始终保持在 40% 左右，研发投入增速位居行业前列，研发投入占公司总营收的比重始终在 10% 以上。

图 9：创业慧康研发支出情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：创业慧康及可比公司近三年复合研发支出增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

博泰服务增厚上市公司业绩，助力运维能力提升

创业慧康于 2017 年初完成对杭州博泰信息技术服务有限公司（简称“博泰服务”）100%股权的收购，标的资产交易对价为 12.38 亿元。博泰服务主营业务为 IT 运维服务中的金融自助设备专业技术服务业务，主要为银行、金融自助设备供应商、信用社等客户提供针对 ATM 机的 IT 运维服务。

创业慧康对博泰服务的并购对上市公司整体的业绩增长起到积极作用。2017 和 2018 年博泰服务营业收入在上市公司营业总收入的占比分别达到 39.74%和 30.77%，净利润的占比更高，分别达到 62.79%和 53.20%。博泰服务的 IT 运维服务业务相对传统的医疗信息化业务虽然毛利率相对较低，但净利率更高，有利于提升公司整体盈利能力。2018 年杭州慧康物联网科技有限公司（原博泰服务）的净利率达到 29.50%，高于公司整体水平的 17.06%。截至 2018 年底，博泰服务已经完成其三年业绩承诺，三年累计实现净利润总额 30,685.54 万元，超过承诺的 30,000 万元。

表 7：博泰服务三年业绩承诺期业绩实现情况

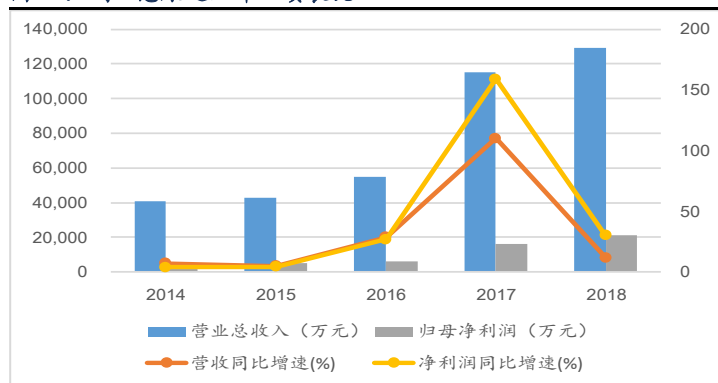
| 承诺报告期 | 承诺净利润（万元） | 实际净利润（万元） |
|------------|-----------|-----------|
| 2016-12-31 | 8650.00 | 8745.63 |
| 2017-12-31 | 9950.00 | 10511.97 |
| 2018-12-31 | 11400.00 | 11427.94 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

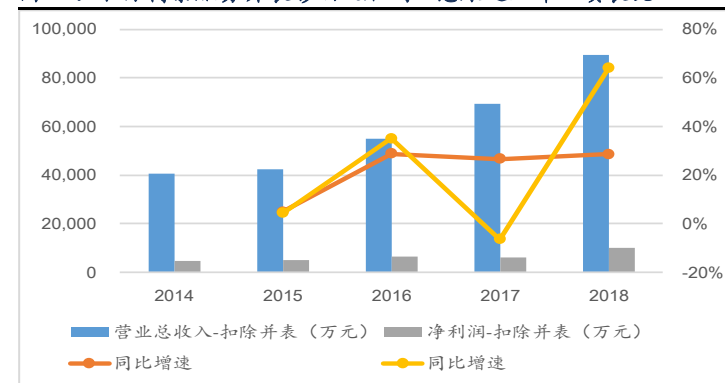
除了实现业绩方面的增厚外，在业务整合层面，一方面依托博泰服务现有的庞大且高效的服务网络、完善的客户服务应急响应机制，助力创业慧康医疗领域运维服务能力提升和客户资源的延伸拓展；另一方面，博泰服务基于创业慧康在医疗卫生健康领域的行业领先地位及优势，实现从金融领域向医疗领域的扩张。

公司财务分析

创业慧康自上市以来始终保持着业绩的稳定增长，从 2015 年至 2018 年公司营收从 4.26 亿元增长到了 12.90 亿元，归母净利润从 4,968 万元增长到了 2.12 亿元。2016 年以来，公司业绩得到快速提升，一方面是由于公司不断推出新技术及新产品以扩大市场以及行业景气度的持续提升，另一方面受益于上市以来对外并购及上下游资源整合。2017 年公司营收及归母净利润均实现翻倍增长即主要由于杭州博泰信息技术服务有限公司的并表。2019 年一季度，公司营收及归母净利润分别同比增长 25.87%和 40.62%，维持快速增长趋势。若对于 2017 及 2018 年扣除博泰服务并表的影响，公司营收及净利润依旧保持快速增长，2015 至 2018 年的年均复合增速分别为 28.00%和 27.51%。

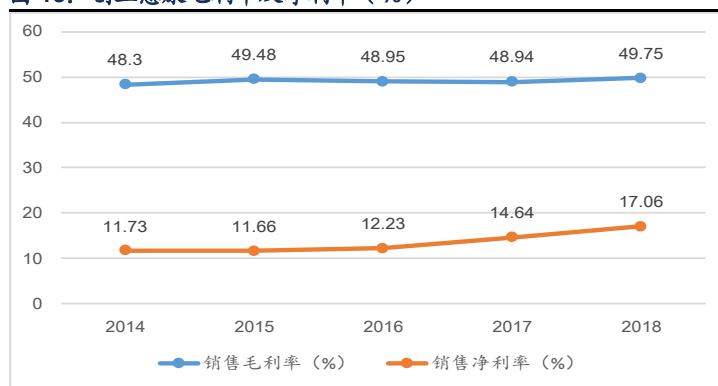
图 11: 创业慧康近五年业绩表现


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

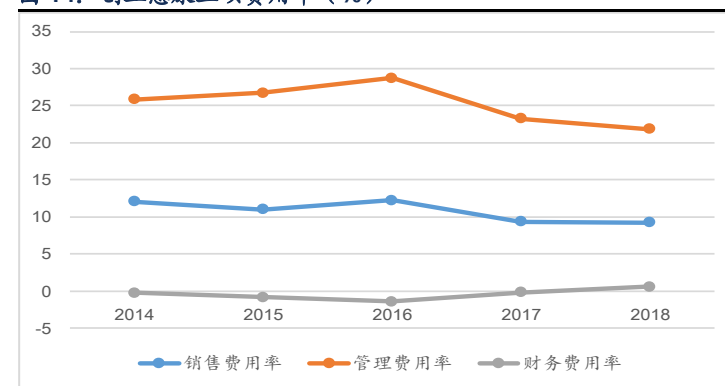
图 12: 扣除博泰服务并表影响之后创业慧康近五年业绩表现


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从主要财务指标来看, 公司销售毛利率基本保持稳定, 2018 年毛利率小幅提升到 49.75%, 达到近五年来的最高水平。公司销售净利率同样保持稳定上升趋势, 2018 年净利率达到较高的 17.06%。在费用管控层面, 销售费用率及管理费用率在近些年出现明显下降, 其中管理费用率在研发支出仍旧快速增长的背景下依旧小幅下降。2017 及 2018 年销售和管理费用率的下降受到部分博泰服务并表因素的影响。

图 13: 创业慧康毛利率及净利率 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 创业慧康三项费用率 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心;

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

- 1、医疗信息化软件业务是公司主营业务之一。我们预计由于政策对二三级医院在电子病历建设等信息化投入方面的明确要求，2019年及2020年每年新增医疗信息化投入规模均在百亿以上，意味着行业规模同比增速将在30%左右。同时由于领先企业行业集中度有望得到提升以及新技术渗透有望扩充医疗信息化内涵，我们预计创业慧康的软件销售业务增速将高于行业平均。预计未来三年软件销售业务的营收增速分别为45%、40%和30%。同时由于医疗健康大数据运营、健康城市建设运营、互联网医院建设运营等较高毛利水平的创新业务占比提升，预计软件销售业务毛利率将保持平稳提升的趋势。
- 2、服务业务包括软件开发服务和软件维护服务，博泰服务的IT运维服务也包括在其中。随着博泰服务与创业慧康原有业务在服务网络、销售渠道等方面的整合，有望延续业绩稳健增长势头。与医疗信息化相关的软件开发服务同样将受益于近两年较高的行业景气程度。我们预计未来三年服务业务整体的营收增速将分别为22%、20%和17%，毛利率将基本保持稳定。
- 3、系统集成业务主要包括计算机信息设备系统集成业务和智能化网络布线工程集成业务。系统集成业务也将受到医疗信息化市场快速提振的影响，但发展速度以及毛利率水平可能相对纯软件业务要略低。我们预计未来系统集成业务整体的营收增速将分别为35%、35%和30%，毛利率将基本保持稳定。

表 8：公司主营业务收入和毛利率预测

| | | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 软件销售 | 营业收入（百万） | 287.77 | 352.15 | 510.62 | 714.86 | 929.32 |
| | 营业收入 YOY (%) | | 22.37 | 45 | 40 | 30 |
| | 毛利率 (%) | 55.32 | 62.99 | 60.50 | 61.75 | 62.00 |
| 服务业务 | 营业收入（百万） | 687.85 | 631.62 | 770.58 | 924.69 | 1081.89 |
| | 营业收入 YOY (%) | | -8.17 | 22 | 20 | 17 |
| | 毛利率 (%) | 50.87 | 54.62 | 54 | 54.31 | 54.155 |
| 系统集成 | 营业收入（百万） | 126.61 | 178.39 | 240.83 | 325.12 | 422.65 |
| | 营业收入 YOY (%) | | 40.90 | 35 | 35 | 30 |
| | 毛利率 (%) | 23.68 | 18.18 | 19.71 | 20.52 | 19.47 |
| 其他业务 | 营业收入（百万） | 46.41 | 128.13 | 153.76 | 184.51 | 221.41 |
| | 营业收入 YOY (%) | | 176.08 | 20 | 20 | 20 |

| | | | | | | |
|----|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 毛利率 (%) | 47.82 | 34.72 | 38.30 | 40.28 | 37.77 |
| 合计 | 营业收入 (百万) | 1152.95 | 1290.29 | 1675.78 | 2149.18 | 2655.27 |

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

估值与投资评级

按照公司现有股本 (485,538,774 股), 我们预计公司 2019 年、2020 年、2021 年的摊薄 EPS 分别为 0.56、0.73、0.86 元, 对应 2019 年 5 月 27 日的收盘价 (21.30 元) 的 PE 分别为 38、29、25 倍。而根据 Wind 统计数据的一致预期, 可比 A 股上市公司 2019 和 2020 年的平均 PE 分别为 41 和 31 倍, 略高于我们对创业慧康的预计。考虑到创业慧康在医院医疗信息化产品、区域医疗信息化平台产品以及区域医疗信息化运营服务等方面业务布局的全面性和领先性, 在未来医疗信息化市场快速发展过程中具有明显竞争力。我们首次覆盖给予其“增持”投资评级。

表 9: A 股可比公司估值情况

| 证券代码 | 证券简称 | 股价 (元) | 市值 (亿元) | Pe(ttm) | PE 2019E | PE 2020E | PE2021E |
|-----------|------|--------|---------|---------|----------|----------|---------|
| 300168.SZ | 万达信息 | 13.60 | 149.53 | 61.0 | 32.7 | 27.0 | 21.8 |
| 300253.SZ | 卫宁健康 | 12.75 | 207.10 | 64.7 | 48.0 | 35.4 | 26.1 |
| 603990.SH | 麦迪科技 | 31.65 | 35.73 | 63.5 | 49.5 | 37.1 | 28.3 |
| 002777.SZ | 久远银海 | 31.40 | 54.18 | 43.6 | 34.9 | 26.0 | 19.9 |
| 300550.SZ | 和仁科技 | 46.23 | 38.74 | 88.3 | 48.0 | 32.4 | 22.6 |
| 300078.SZ | 思创医惠 | 9.72 | 78.53 | 52.4 | 38.3 | 29.2 | 22.2 |
| 600718.SH | 东软集团 | 12.97 | 161.14 | 187.4 | 37.4 | 29.2 | 25.7 |
| | 均值 | | 103.56 | 80.12 | 41.28 | 30.91 | 23.80 |
| 300451.SZ | 创业慧康 | 21.30 | 103.42 | 44.8 | 38 | 29 | 25 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 股价、市值以 2019 年 5 月 27 日收盘价为基准, 创业慧康 PE 为信达预测, 其余为 Wind 一致预期。

风险因素

- 1、国家政策调整和宏观经济下行风险。**医疗信息化市场是近年来国家政策大力支持的方向，基于国家相关政策性文件我们预计未来医疗信息化市场仍将保持较高景气度。未来如果影响医疗信息化领域的相关政策发生调整或者由于国家宏观经济下行导致医疗信息化相关投入减少，可能会使得医疗信息化市场发展受到明显影响。
- 2、对外并购重组所形成商誉的减值风险。**截至 2019 年一季度末，公司商誉总规模约为 11.08 亿元，主要是在此前并购博泰服务的过程中形成的。若未来并购标的业绩表现不及预期，可能会存在商誉减值的可能，从而影响到公司当年的净利润表现。
- 3、市场竞争加剧风险。**随着医疗信息市场空间的不断扩大，大量的市场竞争者进入这一领域，从而加剧了行业竞争。互联网巨头也通过多种形式参与到医疗信息化及互联网医疗服务的市场中来，虽然目前创业慧康和腾讯、阿里等都有业务层面合作，但不排除未来竞争加剧从而影响到公司业务持续拓展的可能。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 流动资产 | 987.75 | 1,211.81 | 1,558.52 | 1,994.74 | 2,510.90 |
| 货币资金 | 361.08 | 468.37 | 607.94 | 793.33 | 1,036.63 |
| 应收票据 | 0.00 | 1.15 | 1.50 | 1.92 | 2.38 |
| 应收账款 | 447.67 | 579.52 | 752.66 | 965.28 | 1,192.59 |
| 预付账款 | 17.34 | 23.80 | 31.00 | 39.08 | 48.73 |
| 存货 | 89.82 | 87.48 | 113.94 | 143.65 | 179.10 |
| 其他 | 71.83 | 51.48 | 51.48 | 51.48 | 51.48 |
| 非流动资产 | 1,711.24 | 1,866.74 | 1,930.75 | 2,009.80 | 2,095.23 |
| 长期股权投资 | 42.17 | 174.19 | 174.19 | 174.19 | 174.19 |
| 固定资产(合计) | 310.21 | 300.21 | 354.14 | 430.44 | 486.64 |
| 无形资产 | 23.15 | 53.66 | 65.44 | 80.63 | 93.30 |
| 其他 | 1,335.70 | 1,338.68 | 1,336.97 | 1,324.54 | 1,341.10 |
| 资产总计 | 2,698.99 | 3,078.55 | 3,489.26 | 4,004.55 | 4,606.14 |
| 流动负债 | 606.53 | 710.76 | 839.61 | 990.46 | 1,161.52 |
| 短期借款 | 100.00 | 177.50 | 177.50 | 177.50 | 177.50 |
| 应付票据 | 1.89 | 7.25 | 9.44 | 11.90 | 14.84 |
| 应付账款 | 159.53 | 224.34 | 292.19 | 368.37 | 459.29 |
| 其他 | 345.12 | 301.67 | 360.48 | 432.69 | 509.89 |
| 非流动负债 | 20.64 | 9.79 | 9.79 | 9.79 | 9.79 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 20.64 | 9.79 | 9.79 | 9.79 | 9.79 |
| 负债合计 | 627.17 | 720.55 | 849.39 | 1,000.25 | 1,171.31 |
| 少数股东权益 | 33.91 | 36.93 | 46.36 | 58.63 | 73.12 |
| 归属母公司股东权益 | 2,037.91 | 2,321.07 | 2,593.51 | 2,945.67 | 3,361.71 |
| 负债和股东权益 | 2,698.99 | 3,078.55 | 3,489.26 | 4,004.55 | 4,606.14 |

重要财务指标

单位:百万元

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 1,152.95 | 1,290.29 | 1,675.77 | 2,149.18 | 2,655.27 |
| 同比(%) | 110.15% | 11.91% | 29.88% | 28.25% | 23.55% |
| 归属母公司净利润 | 163.24 | 212.68 | 270.76 | 352.16 | 416.04 |
| 同比(%) | 159.10% | 30.28% | 27.31% | 30.06% | 18.14% |
| 毛利率(%) | 48.94% | 49.75% | 49.61% | 50.47% | 50.01% |
| ROE% | 11.82% | 9.76% | 11.02% | 12.72% | 13.19% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.34 | 0.44 | 0.56 | 0.73 | 0.86 |
| P/E | 63 | 49 | 38 | 29 | 25 |
| P/B | 5.07 | 4.46 | 3.99 | 3.51 | 3.08 |
| EV/EBITDA | 23.86 | 37.67 | 29.27 | 22.72 | 19.31 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 1,152.95 | 1,290.29 | 1,675.77 | 2,149.18 | 2,655.27 |
| 营业成本 | 588.73 | 648.31 | 844.38 | 1,064.54 | 1,327.28 |
| 营业税金及附加 | 12.96 | 14.15 | 18.38 | 23.57 | 29.12 |
| 销售费用 | 108.19 | 119.47 | 154.17 | 197.72 | 244.28 |
| 管理费用 | 268.14 | 151.71 | 189.36 | 242.86 | 300.05 |
| 研发费用 | 0.00 | 129.85 | 167.58 | 214.92 | 265.53 |
| 财务费用 | -1.98 | 7.54 | 6.66 | 7.12 | 4.15 |
| 减值损失合计 | 18.48 | 30.72 | 30.19 | 43.24 | 54.83 |
| 投资净收益 | 4.73 | 8.73 | 4.86 | 6.11 | 6.56 |
| 其他 | 38.06 | 49.62 | 43.84 | 46.73 | 45.28 |
| 营业利润 | 201.23 | 246.87 | 313.74 | 408.04 | 481.88 |
| 营业外收支 | -0.59 | -0.88 | -0.57 | -0.72 | -0.68 |
| 利润总额 | 200.64 | 245.99 | 313.17 | 407.31 | 481.20 |
| 所得税 | 31.86 | 25.90 | 32.98 | 42.89 | 50.67 |
| 净利润 | 168.78 | 220.09 | 280.19 | 364.42 | 430.53 |
| 少数股东损益 | 5.54 | 7.41 | 9.43 | 12.27 | 14.49 |
| 归属母公司净利润 | 163.24 | 212.68 | 270.76 | 352.16 | 416.04 |
| EBITDA | 220.92 | 279.19 | 359.40 | 462.93 | 544.80 |
| EPS(当年)(元) | 0.67 | 0.44 | 0.56 | 0.73 | 0.86 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 174.13 | 169.70 | 240.24 | 309.60 | 380.23 |
| 净利润 | 168.78 | 220.09 | 280.19 | 364.42 | 430.53 |
| 折旧摊销 | 21.85 | 25.66 | 34.35 | 42.75 | 51.22 |
| 财务费用 | -1.57 | 7.54 | 11.88 | 12.87 | 12.38 |
| 投资损失 | -4.73 | -8.73 | -4.86 | -6.11 | -6.56 |
| 营运资金变动 | -48.82 | -110.06 | -108.48 | -143.22 | -156.63 |
| 其它 | 38.61 | 35.20 | 27.16 | 38.88 | 49.29 |
| 投资活动现金流 | -130.04 | -157.03 | -90.46 | -111.34 | -124.55 |
| 资本支出 | -48.50 | -106.14 | -95.32 | -117.44 | -131.11 |
| 长期投资 | -90.57 | 2.71 | 4.86 | 6.11 | 6.56 |
| 其他 | 9.03 | -53.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | -1.08 | 92.72 | -10.20 | -12.87 | -12.38 |
| 吸收投资 | 61.87 | 10.93 | 1.68 | 0.00 | 0.00 |
| 借款 | 92.70 | 77.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付利息或股息 | 27.30 | 34.64 | 11.88 | 12.87 | 12.38 |
| 现金流净增加额 | 43.01 | 105.39 | 139.57 | 185.39 | 243.30 |

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 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张 华 | 010-83252088 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-83252069 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678580 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678586 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华东 | 洪 辰 | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com |
| 华南 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-83252046 | 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。