



政策护航，医疗信息化领军企业再出发

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司从成立以来就专注于医疗信息化领域，经过 20 余年的发展已经成为了医疗信息化领域的领军企业，形成了医疗信息化、医疗互联网、医疗物联网的产品布局。随着医改的逐步深入，近期医改政策频发，作为医改重要支撑的医疗信息化行业景气度逐步提升，公司作为头部企业将充分享受行业稳步增长所带来的红利。
- **政策助力开启新一轮医疗信息化景气周期。** 从 2017 年以来政策发布的密集程度来看，可以与 2009 年医改比肩，医疗信息化作为必不可少的支撑，有望在政策助推下开启新一轮景气周期。从发布的政策来看，医疗信息化主要着眼在以电子病历为核心的临床信息化系统建设、以控费为目的的医保控费系统建设、以互联网+医疗为重点的医疗信息化改进以及以医联体为载体的区域卫生信息化建设，这些政策都将有效催生医疗信息化的建设需求。
- **行业竞争有序，未来集中度有望提升。** 国内从事医疗信息化相关业务的厂商众多，根据不完全统计，从事医疗信息化相关业务的厂商数量有 1200 多家，但从毛利率水平来看，整体较为稳定，说明行业竞争有序。未来行业的发展随着并购的不断发生以及医疗信息化厂商的头部效应凸显（头部公司具备较强的综合服务能力，在拿单时有优势），行业的集中度有望进一步提升。
- **作为医疗信息化领军企业，公司竞争优势明显。** 公司不管是从业务布局的完善程度还是积累客户的数量与质量都凸显了自身的竞争优势：在业务布局方面，公司在基础的医疗信息化产品基础上，优先布局了医疗互联网以及医疗物联网业务条线，符合未来互联网化、物联网化的发展趋势；在客户方面，公司客户总数量达到 6000+家，营销网络遍布全国 30+个省市自治区，三级及以上医院达到 200 多家，区域客户覆盖 200 多个区县，340+家卫生管理机构。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.39 元、0.47 元、0.6 元，未来三年归母净利润将保持 27%的复合增长率。鉴于公司为行业内领军企业，未来将充分受益于医疗信息化行业景气度提高，参考 A 股可比公司，给予公司 2019 年 45 倍估值，对应目标价 17.55 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 医疗信息化业务竞争激烈；互联网及物联网业务拓展或不及预期。

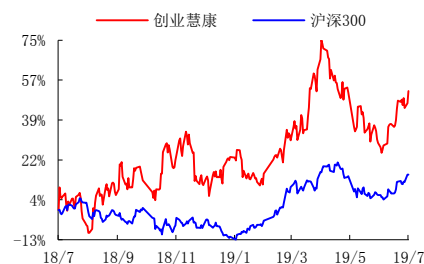
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1290.29	1668.54	2126.78	2664.27
增长率	11.91%	29.32%	27.46%	25.27%
归属母公司净利润(百万元)	212.68	287.65	340.68	435.36
增长率	30.28%	35.25%	18.43%	27.79%
每股收益 EPS(元)	0.29	0.39	0.47	0.60
净资产收益率 ROE	9.33%	10.22%	10.99%	12.55%
PE	53	40	33	26
PB	4.90	3.97	3.61	3.24

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn
联系人: 朱松
电话: 021-58352031
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.28
流通 A 股(亿股)	5.28
52 周内股价区间(元)	13.98-27.1
总市值(亿元)	113.76
总资产(亿元)	30.34
每股净资产(元)	4.91

相关研究

目 录

1 公司概况：公司为智慧医疗领域领军企业	1
2 行业分析：政策助力开启新一轮医疗信息化景气周期	2
2.1 医改深化政策频发，医疗信息化再启航	2
2.2 行业竞争有序，未来集中度有待提升	5
3 公司分析：作为领军企业，公司的竞争优势明显	8
3.1 公司产品线丰富，积累了众多优质客户	8
3.2 公司业务布局完善，将充分受益行业高景气度提高	9
4 盈利预测与估值	10
4.1 盈利预测	10
4.2 相对估值	11
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司 2018 年主营业务结构情况	1
图 2: 公司 2018 年主营业务毛利情况	1
图 3: 公司 2014 年以来营业收入及增速	1
图 4: 公司 2014 年以来净利润及增速	1
图 5: 《全国医院信息化建设标准与规范》指标体系图	4
图 6: 历年医保基金收入与支出情况	5
图 7: 2011-2020 年中国老年人口数量及预测	5
图 8: 医疗信息化行业波特五力模型分析	6
图 9: 医疗信息化产业链公司一览	6
图 10: 医疗信息化公司毛利率一览	7
图 11: 美国医疗信息化市场占比图	7
图 12: 国内医疗信息化市场占比图	7
图 13: 医疗信息化行业集中度有待提升	8
图 14: 公司“一体两翼”业务布局	10

表 目 录

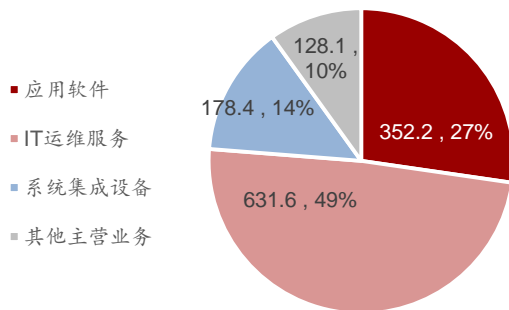
表 1: 近年医疗信息化政策一览	2
表 2: 公司产品线一览表	8
表 3: 各医疗信息化厂商客户覆盖对比表	9
表 4: 公司与同业竞争对手的主要产品布局	10
表 5: 分业务收入及毛利率	11
表 6: 可比公司估值	11
附表: 财务预测与估值	13

1 公司概况：公司为智慧医疗领域领军企业

公司自成立以来就一直专注于医疗卫生信息化领域。经过 20 年发展，公司现已成为医疗信息化行业的领军企业，营销网络遍及全国 30 多个省市，用户数量增长到 6000 多家，累计实施一万余个医疗卫生机构信息化项目。

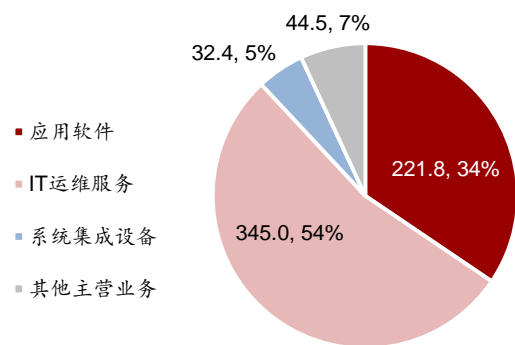
公司主营业务结构：公司主要的营收来源于应用软件（聚焦在医疗信息化领域）、IT 运维服务（集中在医疗信息化和金融 IT 领域）、系统集成设备以及其他主营业务（主要来源于梅清数码的胶片业务），分别占营收比重为 27%、49%、14%、10%。从公司的毛利结构情况来看，基本与公司的营收结构相吻合，四块业务分别贡献 34%、54%、5%、7%的毛利。

图 1：公司 2018 年主营业务结构情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

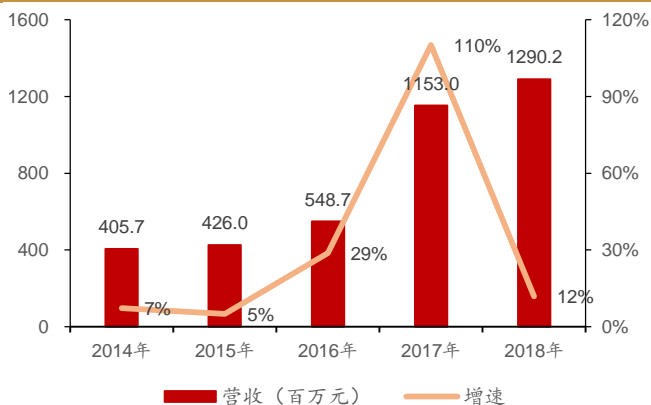
图 2：公司 2018 年主营业务毛利情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

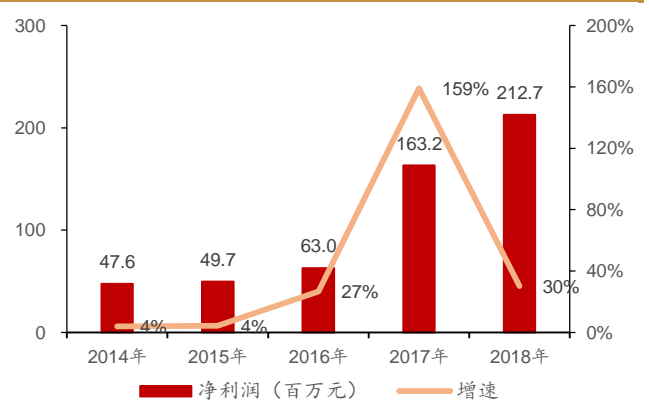
公司业绩状况：公司营业收入和净利润一直保持稳健增长，2017 年出现异动的原因在于公司收购了博泰服务（慧康物联的前身，主营金融机具运维和医疗物联网业务）100%股权并表所致。慧康物联 2017 年和 2018 年分别实现收入 4.6 亿、4.0 亿，实现净利润分别为 1.1 亿、1.2 亿，对公司的营收和增速有一定的支撑作用。

图 3：公司 2014 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告, 西南证券整理

图 4：公司 2014 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告, 西南证券整理

2 行业分析：政策助力开启新一轮医疗信息化景气周期

2.1 医改深化政策频发，医疗信息化再启航

2.1.1 医疗领域政策频发，密集程度可比肩 09 医改

自从 2009 年新医改方案推出，医疗体制改革经历近 10 年的发展已经步入深水区。从 2017 年以来政策发布的密集程度来看，可以与 2009 年医改比肩，医疗信息化作为必不可少的支撑，有望在政策助推下开启新一轮景气周期。

表 1：近年医疗信息化政策一览

时间	政策文件	详细内容
2017.1	《“十三五”全国人口健康信息化发展规划》	开展老年常见病、慢性病的健康指导。实行分级诊疗，实施家庭医生签约服务制度，推进和规范医师多点执业。
2017.1	2017 年卫生计生工作要点	完善远程医疗制度，推动构建“互联网+健康医疗”服务新模式。
2017.2	《电子病历应用管理规范（试行）》	医疗机构应用电子病历应具备电子病历的安全管理体系和安全保障机制，并保持对电子病历创建、修改、归档等操作的追溯能力。
2017.2	《关于加强基本医疗保险基金预算管理发挥医疗保险基金控费作用的意见》	全面改革支付方式，促进医疗机构和医务人员主动控制成本和费用，从源头上减轻参保人员医药费用负担。
2017.2	《关于开展新型农村合作医疗异地就医联网结算专项督查工作的通知》	以信息系统建设、结算机制为重点，查漏补缺，夯实基础，确保省内异地就医结算全面推开，跨省份就医结算试点顺利开展。
2017.4	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	三级公立医院全部参与并发挥引领作用，医改试点省份每个地级市以及分级诊疗试点城市至少建成一个有成效显著的医联体。
2017.4	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	推进三医联动、医疗控费和取消药品加成。
2017.4	《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务的通知》	所有公立医院全面取消药品加成；扩大分级诊疗试点和家庭医生签约服务；推进按病种收费工作。
2017.4	《关于征求互联网诊疗管理办法（试行）（征求意见稿）》	允许开展的互联网诊疗活动仅限于医疗机构间的远程医疗服务和基层医疗机构提供的慢性病签约服务。
2017.4	《关于推进互联网医疗服务发展的意见》（征求意见稿）	充分认识推进互联网医疗服务的意义；利用互联网技术提高医院信息化水平；加强监督管理，推动互联网医疗服务规范有序发展。
2017.4	《关于做好 2017 年城镇居民基本医疗保险工作的通知》	全面深化付费方式改革和推行医疗保险智能监控，以付费总额控制为基础推行按病种、按人头等多种方式相结合的复合付费方式。
2017.5	《深化医疗卫生体制改革 2017 年重点工作任务》	17 年 9 月底前，所有公立医院取消药品加成。协调推进管理体制、医疗价格、人事薪酬、药品流通、医保支付方式等改革。
2017.5	《关于做实做好 2017 年家庭医生签约服务工作的通知》	要加强区域信息化平台建设和基层医疗卫生机构信息管理系统建设；要建立家庭医生与签约居民的服务互动平台。
2017.7	《新一代人工智能发展规划》	推广应用人工智能治疗新模式新手段，探索包括智慧医院、智能诊疗助手、临床智能诊疗方案、智能影像识别、基因组识别等应用。
2017.6	《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》	推行以按病种付费为主的多元复合支付方式；选择部分地区开展 DRGs 试点。到 2020 年，全国范围内实施适应不同疾病、不同服务特点的多元复合式医保支付方式。

时间	政策文件	详细内容
2017.7	《国务院办公厅关于建立现代医院管理制度的指导意见》	一是完善医院管理制度，规范内部治理结构和权利运行规则，提高运行效率等；二是建立健全医院治理体系；三是加强医院党建。
2018.1	《关于印发进一步改善医疗服务行动计划（2018-2020年）的通知》	2018年起，医疗机构要建立预约诊疗制度、远程医疗制度、临床路径管理制度、检查检验结果互认制度、医务社工和志愿者制度。
2018.3	《国务院关于机构设置的通知》	组建国家医疗保障局，旨在进行三保合一，负责药品和医疗服务定价，维护和监管医保基金运营，统筹负责国内医保相关事务。
2018.4	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	一是健全“互联网+医疗健康”服务体系。二是完善“互联网+医疗健康”支撑体系。三是加强行业监管和安全保障，保障行业有序发展。
2018.4	《全国医院信息化建设标准与规范（试行）》	针对二级医院、三级医院的临床业务、医院管理等工作需要，从软硬件建设、安全保障、新兴技术应用等方面，明确医院信息化要求。
2018.7	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》	利用信息技术在就诊医疗服务、结算支付服务、患者用药服务、家庭医生服务、远程医疗服务、健康信息服务、政务共享服务、检查检验服务等方面提升便民水平。
2018.8	《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，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；到2020年，要达到分级评价4级以上，医院内实现全院信息共享，具备医疗决策支持功能。
2018.9	《关于印发互联网诊疗管理办法（试行）等3个文件的通知》	规定了互联网诊疗、互联网医院、远程诊疗的定义和职业范围以及强调了各省市互联网医疗监管平台的建设。

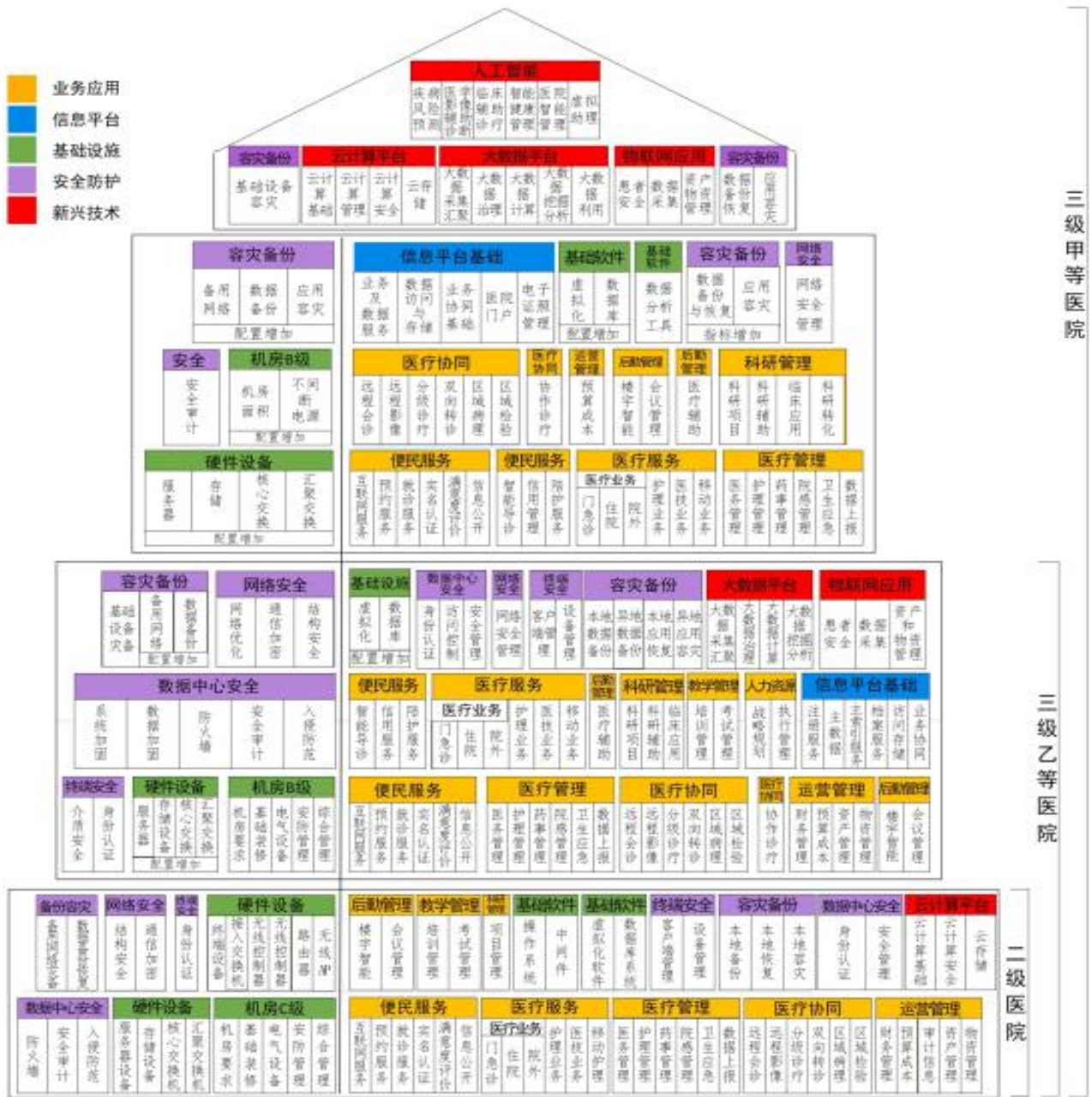
数据来源：网络资料，西南证券整理

从新一轮密集发布的政策来看，和医疗信息化相关的着眼点主要集中在以电子病历为核心的临床信息化系统建设、以控费为目的的医保控费系统建设、以互联网+医疗为重点的医疗信息化改进以及以医联体为载体的区域卫生信息化建设。这些政策的不断落实将为医疗信息化建设带来新一轮的需求。

2.1.2 全国医院信息化建设标准与规范发布

2018年9月发布的全国医院信息化建设规范与标准是国家级建设标准，在2016年《医院信息平台应用功能指引》和2017年《医院信息建设应用技术指引》的基础上，构建起了国家层面较为完整的体系框架。该标准针对三级医院和二级医院在业务应用、信息平台、基础设施、安全防护、新兴技术等方面都做出了明确详细的规定，为下一步医院信息系统的升级改造指明了方向。

图 5:《全国医院信息化建设标准与规范》指标体系图



数据来源:《全国医院信息化建设标准与规范(试行)》,西南证券整理

2.1.3 电子病历升级促进临床信息系统建设

电子病历系统作为临床信息系统的核心,承载着医疗质量与安全的关键流程与环节,同时也能够为互联网诊疗、医疗控费提供良好的信息化基础,故在医疗质量要求不断加强的当下备受重视。卫健委于2018年8月发布了《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》,明确医院电子病历建设的时间节点:到2019年,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。

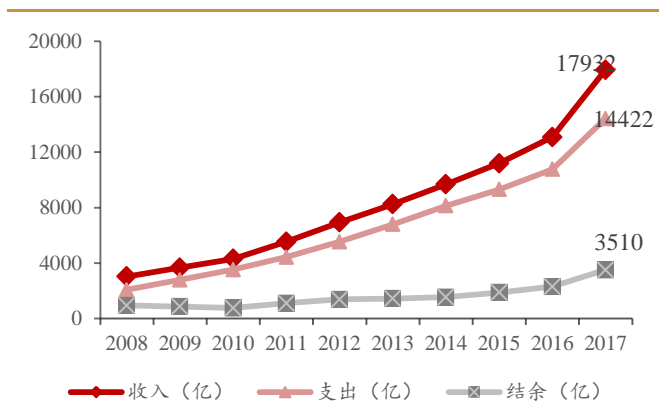
目前，卫健委发布的电子病历应用水平主要分为 9 级（0-3 级为初级水平，4-5 级为中级水平，6-8 级为高级水平），每一等级的标准包括电子病历各个局部系统的要求和医疗机构整体电子病历系统的要求。国家卫生计生委医院管理研究所副研究员舒婷近日在 2018CHINC（中华医院信息网络大会）上提到，目前三级医院电子病历平均应用水平在 2.11 级左右，二级医院平均应用水平在 0.83 级左右，总体水平仍然偏低。

2.1.4 医保基金支出承压，医保控费势在必行

根据历年人力资源和社会保障事业发展统计公报，2017 年基本医疗保险基金总收入为 17932 亿元，支出为 14422 亿元，分别比上年增长 37% 和 33.9%。年末基本医疗保险统筹基金累计结存 13234 亿元（含城乡居民基本医疗保险基金累计结存 3535 亿元），个人账户积累结存 6152 亿元。虽然从整体上来看，全国的医疗保险基金仍有结余，但我国部分地区的医保基金已经出现赤字。

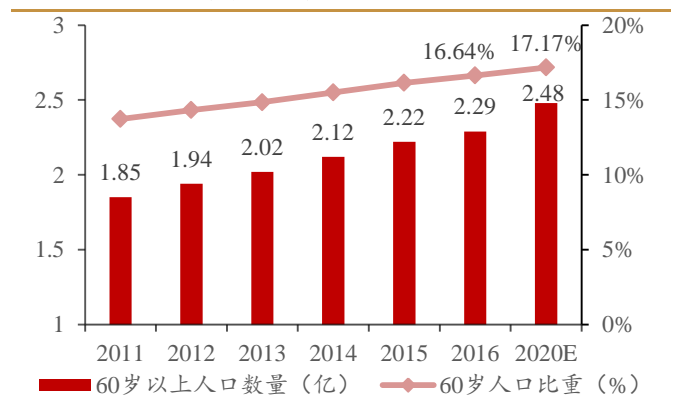
同时值得注意的是，城镇职工保险在缴足相应年限后无需再缴费，随着城镇职工老龄化对于医疗服务的需求上涨，医保基金将进一步承压。根据智研咨询预测，到 2020 年我国老年人口将达到 2.5 亿，老龄化水平达到 17.2%，届时我国将成为老年性国家。随着老年人的数量增加，医保的支出压力将进一步显现。

图 6：历年医保基金收入与支出情况



数据来源：人力资源和社会保障事业发展统计公报，西南证券整理

图 7：2011-2020 年中国老年人口数量及预测



数据来源：智研咨询，西南证券整理

在医疗费用不断上涨、医保基金压力逐渐增大的情况下，国家卫计委在推进按人头付费、按病种付费、按床日付费、总额预付等多种付费方式相结合的复合支付方式改革。其中 DRGs 也作为按病种付费的较好方式之一，被认为是最具有前景的医保预付费支付方式，可作为医院绩效评价体系的重要依据。

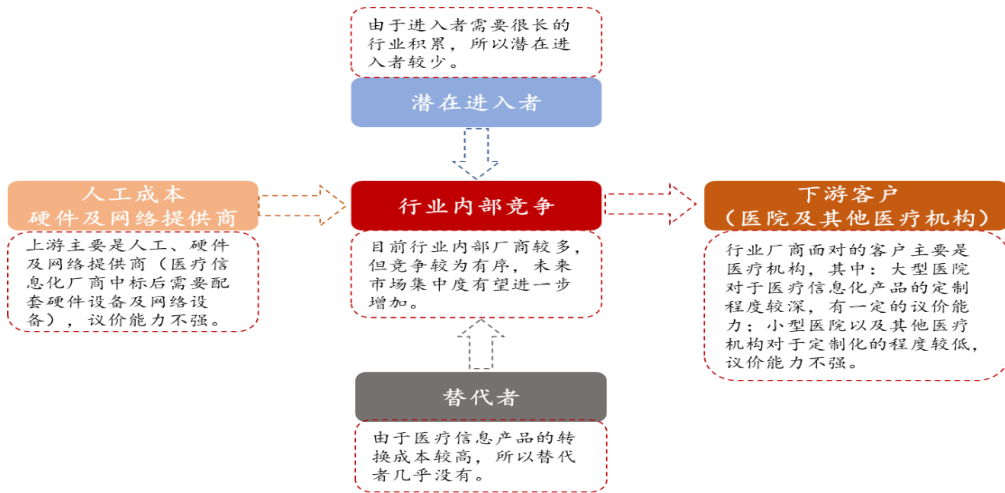
从国外的经验来看，DRGs 需要医院完善的信息化系统作为支撑。随着信息化的发展，目前国内的大医院基本都建立了以 EMR 为核心的医院信息系统 (CIS)，可以通过 EMR 自动采集患者的病历和费用信息等数据，结合地区平均费用水平以及政府财政补助，药品价格指数等因素，研究建立 DRGs 付费计算公式，对各 DRGs 组付费进行测算，制定预算标准。

2.2 行业竞争有序，未来集中度有待提升

2.2.1 产业链企业众多，行业竞争基本有序

医疗信息化产业目前正处于稳步发展状态。利用波特五力模型对行业进行分析：供给端主要包括了人工成本和相关硬件供应商（医疗信息化中标商需要配套硬件设备以搭载产品或系统），对上游的议价能力不强；潜在进入者需要长时间的医疗行业积累才能够进入该行业，目前来看威胁不大；由于医疗机构对相关信息化产品的转换成本较高，所以替代者较少；行业厂商面对的客户主要是医疗机构，其中大型医院对于医疗信息化产品的定制程度较深，有议价能力；小型医院以及其他医疗机构对于定制化的程度较低，议价能力不强。

图 8：医疗信息化行业波特五力模型分析



数据来源：西南证券

国内从事医疗信息化相关业务的厂商众多。从总量上来看，根据 H3Ci 网的不完全统计，截止 2015 年从事医疗信息化相关业务的厂商数量有 1200 多家；从产业和服务方面来看，根据不同厂商具体产品和服务的不同，我们将这些厂商主要分为四类，分别为硬件提供商、网络提供商、传统医疗 IT 提供商（国内厂商大多集中在此，主要为医院信息化提供商和区域卫生信息化提供商）以及互联网医疗提供商。

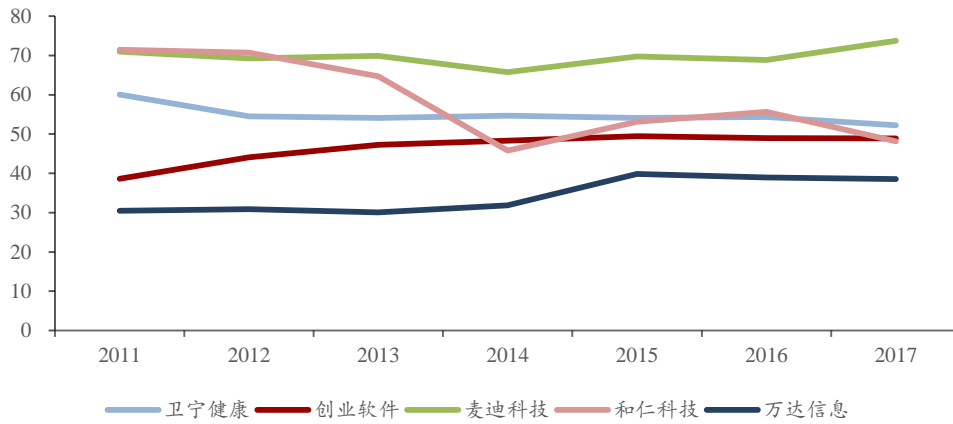
图 9：医疗信息化产业链公司一览



数据来源：西南证券整理

总体来看，国内医疗信息化厂商竞争有序。根据从事医疗信息化业务的上市公司披露的公开数据，其营收保持稳定增长态势，毛利率稳定在合理水平之间（和仁科技的毛利率波动较大主要是因为自身营收规模较小，受具体项目的影响较大）。

图 10：医疗信息化公司毛利率一览

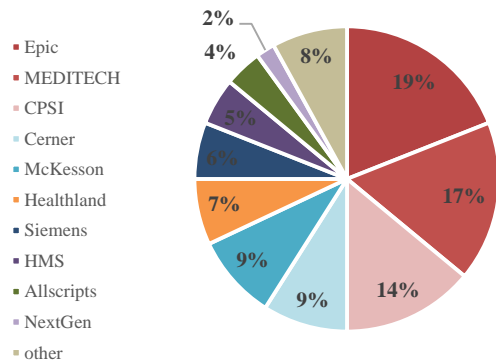


数据来源：wind，西南证券

2.2.2 医疗信息化市场集中度有待提升

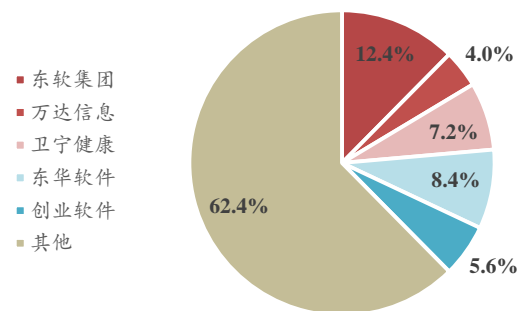
国内的医疗信息化行业目前呈现竞争分散格局，市场的集中度较低。而美国 EHR 的市场集中度较高，前九大厂商占据了 90% 的市场份额，相比之下中国的医疗信息化市场集中度有较大的提升空间。

图 11：美国医疗信息化市场占比图



数据来源：EHR，西南证券整理

图 12：国内医疗信息化市场占比图



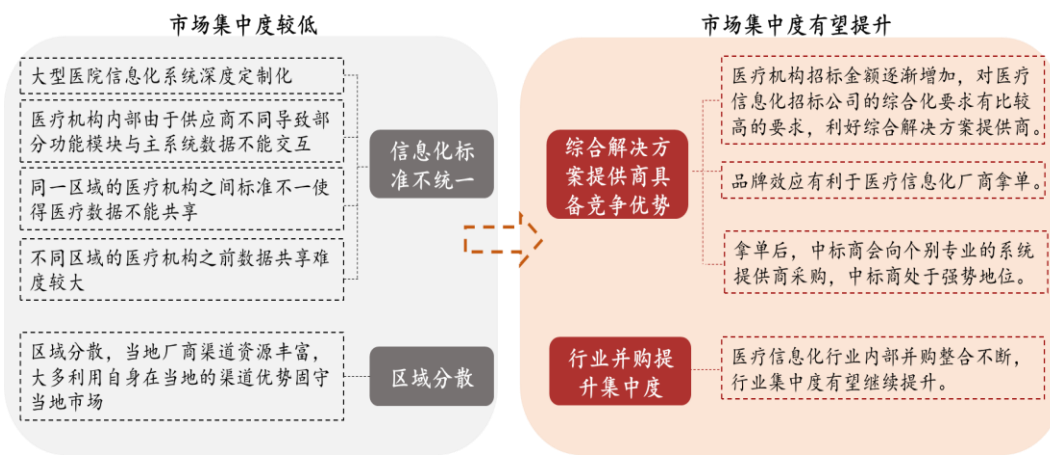
数据来源：IDC，西南证券整理

国内的医疗信息化行业集中度低，主要原因有：①信息化建设标准未统一（各个医院由于管理理念不同导致信息化系统定制程度不一；医疗机构内部由于系统厂商不同导致院内数据流动不畅；同一区域的医疗机构之间医疗数据不能共享）；②区域分散，当地厂商渠道资源丰富（很多小厂商利用自身在当地的渠道资源占据当地市场）。

从行业的未来发展来看，医疗信息化的市场集中度将逐步提升。一是因为行业内部大额订单的数量增加，下游医疗机构客户在招标时对医疗信息供应商的综合要求提高，医疗信息化综合解决方案提供商的品牌效应以及丰富的产品线能够提升自身的拿单能力；二是因为

行业内部的并购整合不断发生，尤其是行业内部相关上市公司借助资本市场力量通过收购完善自身产品线及开拓地方市场。

图 13：医疗信息化行业集中度有待提升



数据来源：西南证券

3 公司分析：作为领军企业，公司的竞争优势明显

3.1 公司产品线丰富，积累了众多优质客户

公司从成立以来就专注于医疗信息化领域，从具体的产品来看，公司的产品线较为丰富，基本覆盖了医疗领域大部分的应用领域，在应用领域方面主要分为医院卫生信息化产品系列、医疗卫生互联网应用系列、医疗卫生物联网产品系列，在每个大板块下还分为若干个二级以及三级产品目录。

表 2：公司产品线一览表

一级产品目录	二级产品目录	三级产品目录
医疗卫生信息化应用软件产品服务板块	医院信息化应用软件系列	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、行政管理系统等）。
		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、移动医疗系统、医院信息集成平台）。
	公共卫生信息化应用软件系列	基层卫生管理信息系统（基层公共卫生管理系统）。
		区域卫生信息平台
	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		
医疗卫生互联网应用产品及服务板块	健康城市云平台	就医 O2O 闭环、精确健康管理、全程个人健康档案 PHR
	互联网医院云平台	在线问诊、复诊配方、院外健康管理、远程协作
	创业慧康妇幼智慧云平台	母子健康手册、慧康孕宝 APP/微信公众号/小程序

一级产品目录	二级产品目录	三级产品目录
	创业慧康电商云平台	多租户+B2C 自主运营模式、B2B2C 自营+多商户模式
	创业慧康护理云平台	
	创业聚合支付云平台	
	智能一站式终端服务平台	门诊自助服务、住院自助服务
	商业保险综合服务一体化解决方案	
医疗卫生智慧物联网应用产品及服务板块	智慧物联支撑平台	医疗物联网接入基础平台、医疗物联网人工智能平台、医院智能综合运维管理平台
	智慧物联—便民服务	智能医疗机器人、婴儿防盗系统解决方案
	智慧物联—临床应用	数字化家庭化产房方案、数字化手术室解决方案
	智慧物联—运营管理	智能药柜应用、人员/资产定位、医疗废物管理解决方案
	智慧物联—健康服务	健康小屋

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司经过多年的发展，已经在行业内建立起了自身的品牌优势，同时积累了众多优质客户。公司目前用户数量达到 6000 多家，营销网络遍布全国 30 多个省市自治区，其中三级医院达到 200 多家，区域客户覆盖 200 多个区县，340 多家卫生管理机构，整体客户规模和客户数量在行业名列前茅。

表 3：各医疗信息化厂商客户覆盖对比表

公司名称	客户覆盖范围
创业慧康	用户总数量增长到 6000+家，营销网络遍布全国 30+个省市自治区，三级及以上医院达到 200 多家；区域客户覆盖 200 多个区县，340+家卫生管理机构。
卫宁健康	覆盖医疗机构客户近 6000 家。其中覆盖 5000 多家医院用户，其中三级及以上 400 多家；区域卫生覆盖 17 个省市，110 多个卫生管理机构。
万达信息	医疗机构客户主要集中在区域卫生领域，区域卫生市场占有率靠前。
麦迪科技	覆盖医疗机构 1300+家，其中三甲医院 400+家。
东华软件	旗下的医疗业务主要依托东华医为，医疗机构客户 500 多家。
东软集团	医疗业务累计医院客户 2000+家，覆盖全国三级医院 400+家；

数据来源：各公司年报，西南证券整理

3.2 公司业务布局完善，将充分受益行业高景气度提高

在互联网化、物联网化的趋势下，公司结合自身市场拓展和业务特点，组建了医疗信息化事业群、医卫互联网事业部和医卫物联网事业部，形成了“一体两翼”的业务布局（“一体”为医疗信息化业务，此业务为公司的核心业务，对客户的黏性较高，是其他业务的基础；“两翼”分别指医卫互联网和医卫物联网，其中医疗互联网主要以中山城市运营项目为代表，医疗物联网主要为医院提供物联网的解决方案）。

图 14: 公司“一体两翼”业务布局



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从业务布局的角度来看, 公司的业务布局较为全面。根据公开的资料显示, 麦迪科技、和仁科技、东软集团等公司的医疗产品线主要集中在医疗信息化产品方面; 卫宁健康不仅布局了医疗信息化产品, 还提前布局了医疗互联网产品; 只有公司在医疗信息化、医疗互联网和医疗物联网均有布局。我们认为丰富的产品线将有利于公司为医疗机构客户提供更加好的服务, 从而提升自身的综合服务能力。在医疗信息化高景气度的背景下, 公司强大的综合服务能力将为公司带来更多的订单, 从而对公司的业绩起到支撑作用。

表 4: 公司与同业竞争对手的主要产品布局

公司	医疗信息化产品	医疗互联网产品	医疗物联网产品
创业慧康	√	√	√
卫宁健康	√	√	
思创医惠	√		
麦迪科技	√		
和仁科技	√		

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 医疗信息化行业景气度较高, 公司在手订单饱满 (其中 2018 年年底和 2019 年初分别中标淄博医院 5280 万医疗信息化项目和福建协会医院 1.47 亿元医疗信息化项目), 随着订单逐步确认, 应用软件业务呈现较高增长;

假设 2: IT 运维服务主要由公司物联网事业群负责, 其中慧康物联的收入并入 IT 运维服务, 目前由于慧康物联的业务处于转型期 (由原来的金融机具 IT 运维逐渐转到医疗领域), 故 IT 运维服务业务的增速低于应用软件业务;

假设 3: 系统集成设备和其他主营业务由于属于医疗信息化的非主要业务, 故增速低于主体的应用软件和 IT 运维服务业务。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
应用软件	收入	352.2	493.0	665.6	885.2
	增速	22.4%	40.0%	35.0%	33.0%
	毛利率	62.99%	63.0%	62.5%	62.0%
IT 运维服务	收入	631.6	840.1	1066.9	1322.9
	增速	39.3%	33.0%	27.0%	24.0%
	毛利率	54.6%	55.0%	54.5%	54.0%
系统集成设备	收入	178.4	235.5	294.3	356.2
	增速	40.9%	32.0%	25.0%	21.0%
	毛利率	18.2%	20.0%	19.5%	19.0%
其他主营业务	收入	128.1	100.0	100.0	100.0
	增速	176.1%	-22.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	1290.3	1668.5	2126.8	2664.3
	增速	11.9%	29.3%	27.5%	25.3%
	毛利率	49.89%	51.27%	51.35%	51.42%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取 A 股卫宁健康 (300253)、和仁科技 (300550)、麦迪科技 (603990)、万达信息 (300168)、思创医惠 (300078) 等五家公司作为可比估值标的, 上述公司和创业慧康都涉及医疗信息化业务, 行业 2019-2021 年平均估值分别为 44.7、33.5、24.8 倍。

表 6: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
300253.SZ	卫宁健康	14.35	0.19	0.26	0.36	0.48	76.98	54.34	40.12	29.69
300550.SZ	和仁科技	31.51	0.50	0.69	1.02	1.46	63.02	45.64	30.87	21.53
603990.SH	麦迪科技	32.69	0.69	0.64	0.85	1.12	47.38	51.09	38.35	29.22
300168.SZ	万达信息	12.78	0.21	0.40	0.46	0.62	59.55	32.35	28.01	20.58
300078.SZ	思创医惠	10.19	0.18	0.26	0.34	0.45	56.61	39.84	30.13	22.88
平均值							60.71	44.65	33.50	24.78

数据来源: Wind, 西南证券整理

结论与评级：预计 2019-2021 年 EPS 分别 0.39 元、0.47 元、0.60 元，2019-2021 归母净利润保持 27.0% 的复合增长率。鉴于公司为国内医疗信息化领域优质企业，未来将充分享受医疗信息化行业高景气度带来的行业成长红利，参考 A 股可比公司，给予公司 2019 年 45 倍估值，对应目标价 17.55 元，首次覆盖给予“增持”评级。

5 风险提示

- 1) 医疗信息化业务竞争激烈；
- 2) 互联网及物联网业务拓展阿卡或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1290.29	1668.54	2126.78	2664.27	净利润	220.09	297.67	352.55	450.53
营业成本	648.31	818.82	1041.96	1303.40	折旧与摊销	25.66	25.44	25.44	25.44
营业税金及附加	14.15	18.24	23.38	29.22	财务费用	7.54	1.82	-1.96	-3.86
销售费用	119.47	146.83	189.28	237.12	资产减值损失	30.72	15.00	15.00	15.00
管理费用	151.71	372.08	476.40	596.80	经营营运资本变动	-108.32	-94.17	-56.84	-101.89
财务费用	7.54	1.82	-1.96	-3.86	其他	-6.00	-50.84	-23.32	-30.87
资产减值损失	30.72	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	169.70	194.92	310.87	354.35
投资收益	8.73	36.00	10.00	15.00	资本支出	-44.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-112.41	36.00	10.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-157.03	36.00	10.00	15.00
营业利润	246.87	331.75	392.72	501.59	短期借款	77.50	-120.66	-36.19	-20.66
其他非经营损益	-0.88	-1.00	-1.00	-1.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	245.99	330.75	391.72	500.59	股权融资	-56.15	300.00	0.00	0.00
所得税	25.90	33.07	39.17	50.06	支付股利	-24.26	-42.54	-57.53	-68.14
净利润	220.09	297.67	352.55	450.53	其他	95.63	-1.82	1.96	3.86
少数股东损益	7.41	10.02	11.87	15.16	筹资活动现金流净额	92.72	134.99	-91.75	-84.94
归属母公司股东净利润	212.68	287.65	340.68	435.36	现金流量净额	105.39	365.90	229.12	284.41
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	468.37	834.27	1063.39	1347.80	成长能力				
应收和预付款项	651.32	852.27	1057.40	1339.45	销售收入增长率	11.91%	29.32%	27.46%	25.27%
存货	87.48	110.38	138.86	175.07	营业利润增长率	22.68%	34.38%	18.38%	27.72%
其他流动资产	4.63	5.99	7.64	9.57	净利润增长率	30.40%	35.25%	18.43%	27.79%
长期股权投资	174.19	174.19	174.19	174.19	EBITDA 增长率	26.68%	28.18%	15.93%	25.70%
投资性房地产	3.47	3.47	3.47	3.47	获利能力				
固定资产和在建工程	360.05	343.37	326.69	310.01	毛利率	49.75%	50.93%	51.01%	51.08%
无形资产和开发支出	1166.46	1159.62	1152.77	1145.92	三费率	21.60%	31.21%	31.21%	31.16%
其他非流动资产	162.57	160.66	158.75	156.84	净利率	17.06%	17.84%	16.58%	16.91%
资产总计	3078.55	3644.21	4083.15	4662.31	ROE	9.33%	10.22%	10.99%	12.55%
短期借款	177.50	56.84	20.66	0.00	ROA	7.15%	8.17%	8.63%	9.66%
应付和预收款项	473.50	588.97	748.51	941.83	ROIC	10.02%	11.91%	12.65%	14.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.71%	21.52%	19.57%	19.64%
其他负债	69.55	85.26	105.83	129.93	营运能力				
负债合计	720.55	731.08	875.00	1071.77	总资产周转率	0.45	0.50	0.55	0.61
股本	485.46	728.31	728.31	728.31	固定资产周转率	4.23	5.72	7.73	10.31
资本公积	1200.83	1450.83	1450.83	1450.83	应收账款周转率	2.51	2.51	2.53	2.52
留存收益	665.27	910.38	1193.53	1560.76	存货周转率	7.29	8.26	8.28	8.22
归属母公司股东权益	2321.07	2866.18	3149.34	3516.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.44%	—	—	—
少数股东权益	36.93	46.95	58.81	73.98	资本结构				
股东权益合计	2358.00	2913.13	3208.15	3590.54	资产负债率	23.41%	20.06%	21.43%	22.99%
负债和股东权益合计	3078.55	3644.21	4083.15	4662.31	带息债务/总负债	24.63%	7.78%	2.36%	0.00%
					流动比率	1.70	2.50	2.62	2.70
					速动比率	1.58	2.35	2.46	2.54
					股利支付率	11.41%	14.79%	16.89%	15.65%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	280.08	359.01	416.19	523.17	每股收益	0.29	0.39	0.47	0.60
PE	53.49	39.55	33.39	26.13	每股净资产	3.19	3.94	4.32	4.83
PB	4.90	3.97	3.61	3.24	每股经营现金	0.23	0.27	0.43	0.49
PS	8.82	6.82	5.35	4.27	每股股利	0.03	0.06	0.08	0.09
EV/EBITDA	25.49	20.70	17.22	13.12					
股息率	0.21%	0.37%	0.51%	0.60%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn