

一体两翼，聚焦医疗IT

2019年12月26日

【投资要点】

- ◆ 坚定医疗IT业务主赛道。公司以HIS（医院管理系统）起家，长期专注于医疗IT领域，形成医卫信息化事业群、医卫物联网事业群、医卫互联网事业群的“一体两翼”业务格局。通过地方分子公司拓展业务版图，通过并购博泰服务并加速医疗端业务转型，通过和区域城市合作拓展医卫互联网，定增研发智为健康云服务整体解决方案以及研发中心和营销服务体系的升级，公司不断提升在医疗IT领域主赛道的优势地位。
- ◆ 行业政策密集，医卫信息化稳步发展。近年来，医疗信息化领域的政策密集出台，尤以电子病历评级等重磅政策的推动带来行业需求释放。公司医院信息化应用软件基于HIS与CIS（临床信息化系统）建立了较为完整的产品体系，切实解决医疗IT软件产品当前存在的缺乏标准，集成困难等问题，能在产品竞争中脱颖而出。此外公司在区域卫生信息化、医疗健康大数据等领域都进行重要布局。
- ◆ 中山模式异地复制可期。医卫物联网事业群公司围绕健康城市建设和居民端运营业务，开创区域卫生信息平台建设运营中山模式，2019年作为中山区域卫生信息平台正式进入运营，着力打造健康中山服务云平台、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四大云平台。自贡基于原有项目平台搭建运营平台，打通线上线上，将有望实现中山模式的快速异地复制。公司公共卫生项目遍及全国340多个区县，未来可复制“中山模式”潜在目标较多，市场空间巨大。
- ◆ 慧康物联开启医卫物联网智慧未来。公司通过启动母子公司间的人员整合协同计划，推进慧康物联向医疗端业务转型，确立其提供以物联网技术为核心的医疗应用服务，诸如基于物联网的智慧医院等。2019年公司中标江阴市人民医院1570万元“基于物联网等信息技术的系统升级改造和服务项目”，为公司在医卫物联网领域的发展建立好的开端。

增持（首次）

东方财富证券研究所

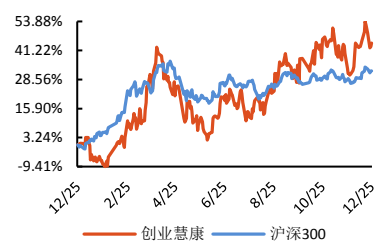
证券分析师：王好

证书编号：S1160519090001

联系人：马建华

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	13507.86
流通市值（百万元）	9970.56
52周最高/最低（元）	28.00/13.86
52周最高/最低（PE）	61.86/40.23
52周最高/最低（PB）	6.20/3.60
52周涨幅（%）	44.52
52周换手率（%）	575.83

相关研究

《三大事业群战略推进公司医疗信息化业务大发展》

2019.09.03

【投资建议】

公司形成医卫信息化事业群、医卫物联网事业群、医卫互联网事业群三大事业群，公司战略明晰，打开公司在医疗信息化领域发展空间。预计公司19/20/21年营业收入分别为16.87/21.94/27.26亿元，归母净利润分别为2.79/3.65/4.45亿元，EPS分别为0.38/0.49/0.60元，对应市盈率分别为48/37/30倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1290.29	1687.44	2193.84	2725.57
增长率(%)	11.91	30.78	30.01	24.24
EBITDA（百万元）	279.20	361.27	464.31	559.44
归母净利润（百万元）	212.68	278.69	365.33	444.95
增长率(%)	30.28	31.04	31.09	21.79
EPS(元/股)	0.29	0.38	0.49	0.60
市盈率(P/E)	63.51	48.47	36.97	30.36
市净率(P/B)	5.82	5.27	4.67	4.09
EV/EBITDA	47.34	35.30	27.11	22.04

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 公司医卫物联网事业群转型不及预期；
- ◆ 健康城市运营发展不及预期；
- ◆ 行业竞争加剧风险。

正文目录

1. 专注医疗信息化领军企业	5
1.1. 多元并购整合，聚焦医疗行业	5
1.2. 医疗 IT 行业政策密集发布，行业需求释放	7
1.3. 医疗端业务持续转型推动公司业绩高速发展	8
2. 医卫信息化主体稳固	9
2.1. 全方位支持医疗信息化	9
2.2. 医疗健康大数据升级产业发展	12
3. 医卫物联网+医卫互联网羽翼渐丰	13
3.1. 中山模式可复制性推广	13
3.2. 博泰服务更名慧康物联，聚焦医卫物联网	15
4. 盈利预测与估值	17
4.1 盈利预测	17
4.2 相对估值	18
4.3 绝对估值	19
4.4. 投资建议	19
5. 风险提示	20

图表目录

图表 1：“一体两翼”事业群	5
图表 2：创业慧康子公司	6
图表 3：募集资金投向	6
图表 4：近年来医疗 IT 行业医疗政策梳理	7
图表 5：2019-2013 年中国医疗行业市场预测	8
图表 6：公司营收与归母净利润	9
图表 7：医疗行业营收	9
图表 8：公司毛利率与净利率	9
图表 9：公司费率情况	9
图表 10：HIS 与 CIS 市场规模	10
图表 11：区域卫生信息化参与情况	10
图表 12：不同年度医疗 IT 软件产品主要问题	11
图表 13：创业慧康医院信息化	11
图表 14：区域卫生信息化平台	12
图表 15：基层医疗卫生系统	12
图表 16：大数据在健康医疗行业中的应用价值	12
图表 17：创业慧康面向医疗健康互联网及数据服务平台发展规划	13
图表 18：医卫互联网服务模块	13
图表 19：中山健康城市项目架构	14
图表 20：健康中山运营策略	14
图表 21：公司与蚂蚁金服、腾讯、联想合作	15
图表 22：博泰服务主要业务	16
图表 23：基于物联网的智慧医院	16
图表 24：数字病房	16
图表 25：慧康物联（原博泰服务）扣非归母净利润	17

图表 26: 公司各项业务营收及增速预测.....	17
图表 27: 盈利预测关键财务数据.....	18
图表 28: 创业慧康同行业估值比较（2019-12-25）.....	18
图表 29: 历史 PE（TTM）区间（2019-12-25）.....	18
图表 30: 历史 PB 区间（2019-12-25）.....	18
图表 31: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设.....	19

1. 专注医疗信息化领军企业

1.1. 多元并购整合，聚焦医疗行业

公司长期致力于医疗信息化业务发展，目前形成医卫信息化事业群、医卫物联网事业群、医卫互联网事业群的“一体两翼”业务格局。其中，医卫信息化事业群定位于软件产品服务；医卫物联网事业群公司基于自主开发的智能物联支撑平台进行医疗应用服务体系 and 战略部署，公司于 2016 年并入杭州博泰（现更名为“慧康物联”），持续慧康物联推进医卫物联网转型发展，目前来自医疗端业务占比已超过三分之一；医卫互联网事业群致力于打造“便民、惠民、智慧、智能”的“未来医疗”新模式，2018 年 12 月，公司健康中山城市级智慧健康信息平台首开先河。截至 2019 年 6 月 30 日，公司在医疗信息化领域拥有八大系列 300 多个自主研发产品，7 项国家专利。公司通过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，处于医疗卫生信息化行业第一梯队。

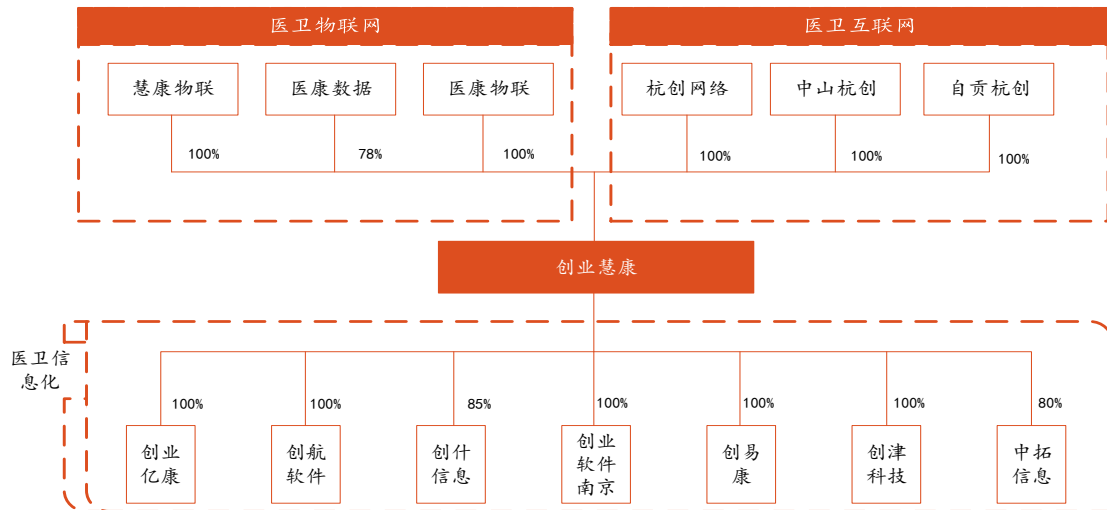
图表 1：“一体两翼”事业群



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司通过子公司推进三大事业群发展。医卫信息化方面以创业亿康、创航软件、创业软件南京等推进，并进行区域市场开拓，公司营销网络遍及全国 30 多个省、自治区及直辖市，全国客户数量达 6000 多家；医卫物联网方面以慧康物联为主；医卫互联网方面以杭创网络布局，并以中山杭创、自贡杭创等进行本地化健康信息平台运营。此外公司通过合美物业布局物业管理业务，通过梅清数码布局医疗器械业务，多元化扩充业务版图。

图表 2：创业慧康子公司



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

定增加码医疗信息化主业。2019 年 11 月 11 日，公司发布《2019 年度创业板非公开发行 A 股股票预案》，拟非公开发行不超过 1.46 亿股，募集资金总额不超过 13.18 亿元，将用于数据融合驱动的智慧健康云服务整体解决方案项目（6.85 亿元），总部研发中心扩建和区域研究院建设项目（2.38 亿元），营销服务体系扩建项目（1.00 亿元）和补充流动资金项目（2.94 亿元）。公司主要资金用于医疗信息化相关业务的研发与市场开拓，其中智慧健康云服务将各功能模块与云平台上的标准化端口连接，实现云端处理，打破数据“孤岛”，进而完成对现有医疗卫生系统的全面升级。

图表 3：募集资金投向

序号	项目名称	项目基本情况	投资总额 (万元)	拟投入募资金额 (万元)
1	数据融合驱动的智慧健康云服务整体解决方案项目	通过云应用模式的建设，开发适用于不同领域、服务特定对象的医疗云产品，包括服务区域卫生的智慧公共卫生云平台（B2G）、服务医疗机构的智慧医疗云平台（B2B）、服务个人健康管理的医疗健康服务云平台（B2C）和服务医保业务的智慧医保云平台（B2G）四大部分。	68502.34	68502.34
2	总部研发中心扩建和区域研究院建设项目	新增数据存储服务器、存储软件及测试设备和软件的数量，改善研发部门的开发及研究条件，提升产品研发及测试效率。	23795.85	23795.85
3	营销服务体系扩建项目	根据公司规模，进行总部市场营销服务中心扩建、7 个大区市场营销服务中心扩建以及 15 个省级市场营销服务中心建设，以实现公司市场营销服务网络的全面升级。	10023.56	10023.56
4	补充流动资金项目	满足公司未来业务发展对流动资金的需求，提高公司持续盈利能力，优化公司资本结构，提高公司行业竞争力。	29439.21	24939.21

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.2. 医疗 IT 行业政策密集发布，行业需求释放

近年来，医疗信息化领域的政策密集出台，医疗信息化成为政策推进的重点，行业的景气度逐年提高。其中以电子病历分级评价以及互联互通标准化成熟度测评为行业内近年重要政策推动因素，根据 IDC 的数据，2018 年中国医疗 IT 花费是 491.8 亿元，yoy+11.2%，到 2023 年医疗 IT 市场规模将达到 791.6 亿元，2018 至 2023 年 CAGR+10.0%。

图表 4：近年来医疗 IT 行业医疗政策梳理

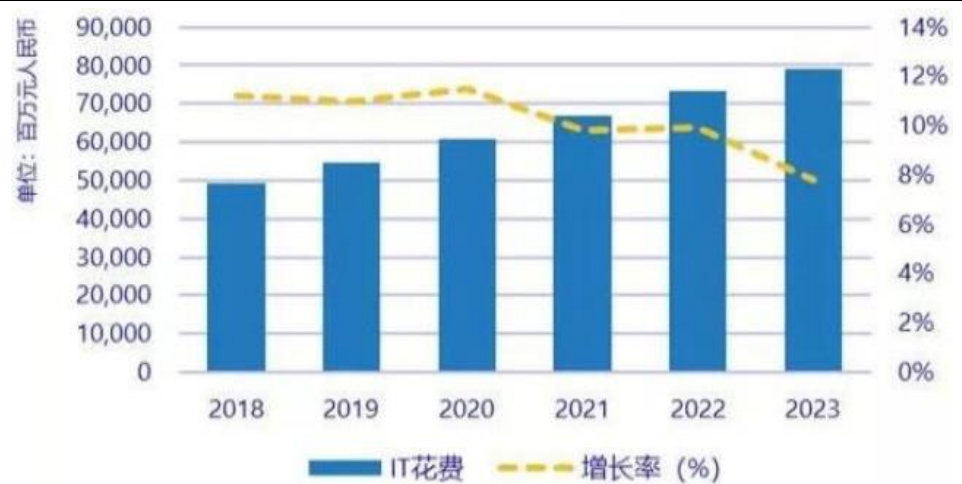
日期	政策	发文单位	内容
2019.1	《关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》	卫健委	确立了包括医疗质量、运营效率、持续发展、满意度评价 4 个方面共 55 个指标的公立医院绩效考核框架，明确电子病历分级评价为 26 国家监测指标之一，确立自 2020 年后每年 1-3 月份常规化的医院自查自评、省级年度考核、国家监测分析责任主体的考核时间节点。
2018.12	《关于印发电子病历系统应用水平分级评价管理办法（试行）及评价标准（试行）的通知》	卫健委	到 2019 年，所有三级医院要达到分级评价 3 级以上；到 2020 年，所有三级医院要达到分级评价 4 级以上，二级医院要达到分级评价 3 级以上。
2018.8	《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》	卫健委	到 2020 年，三级医院要实现电子病历信息化诊疗服务环境全覆盖；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。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。
2018.4	《全国医院信息化建设标准与规范（试行）》	卫健委	从业务应用、信息平台、基础设施、安全防护、新兴技术 5 个方面提出 262 项建设标准，为医院信息化建设评价和指导提供了实操性指南，将引导提高各级医院信息化服务水平，促进行业信息发展。
2018.4	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	国务院	健全“互联网+医疗健康”服务体系，包括“互联网+”医疗、“互联网+”公共卫生、“互联网+”家庭医生签约、“互联网+”药品供应保障、“互联网+”医疗保障结算等；完善“互联网+医疗健康”支撑体系，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。
2018.1	《关于印发进一步改善医疗服务行动计划（2018-2020 年）》	卫计委	以“互联网+”为手段，建设智慧医院。利用互联网信息技术扩展医疗服务空间和内容，不断优化医疗服务流程，加强以门诊和住院电子病历为核心的综合信息系统建设，应用智能导医分诊、智能医学影像识别、患者生命体征集中监测等新手段，提高诊疗效率；应用互联网、物联网等新技术，实现配药发药、内部物流、患者安全管理等信息化、智能化。
2017.2	《十三五全国人口健康信息化发展规划》	卫计委	大力加强人口健康信息化和健康医疗大数据服务体系建设，推动政府健康医疗信息系统和公众健康医疗数据互联互通、开放共享，消除信息壁垒和孤岛，着力提升人口健康信息化治理能

力和水平，大力促进健康医疗大数据应用发展，探索创新“互联网+健康医疗”服务新模式、新业态。

2016.10	《“健康中国2030”规划纲要》	国务院	首次将有关健康医疗产业的纲要提高至国家层级的战略，纲要明确提出到2020年健康服务业总规模达到8万亿，到2030年达到16万亿，行业前景极其广阔。
2016.6	《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》	国务院	到2020年，建成国家医疗卫生信息分级开放应用平台；基本实现城乡居民拥有规范化的电子健康档案和功能完备的健康卡。
2015.3	《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）》	国务院	加强人口健康信息化建设，到2020年，实现全员人口信息、电子健康档案和电子病历三大数据库基本覆盖全国人口并信息态更新，全面建成互联互通的国家、省、市、县四级人口健康信息平台。

资料来源：政府网站，东方财富证券研究所

图表 5：2019-2023 年中国医疗行业市场预测

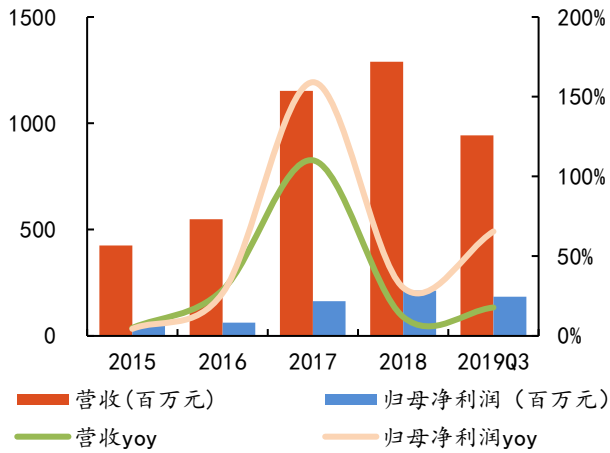


资料来源：IDC，东方财富证券研究所

1.3. 医疗端业务持续转型推动公司业绩高速发展

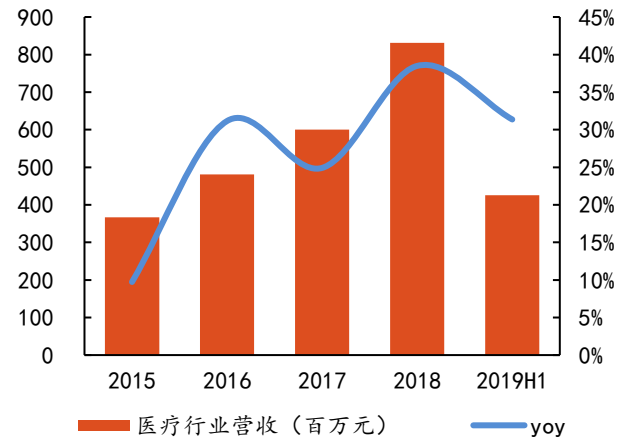
公司自上市以来，营收和归母净利润都实现高速增长。公司营收从2015年的4.26亿元增长至2018年的12.90亿元，CAGR+44.67%，2019前3Q公司实现营收9.43亿元，yoy+17.83%。公司归母净利润从2015年的0.50亿元增长至2018年的2.13亿元，CAGR+62.37%，2019前3Q公司归母净利润1.85亿元，yoy+65.49%。公司2017年营收和归母净利润大幅增加主要系并表博泰服务（现更名为“慧康物联”）所致。分业务看，公司医疗行业客户2019H1实现营收4.26亿元，同比增长31.36%。公司医卫物联网事业群转型顺利，预计19年慧康物联医疗端和金融端业务各占50%，未来将加速慧康物联的医疗业务转型。

图表 6：公司营收与归母净利润



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

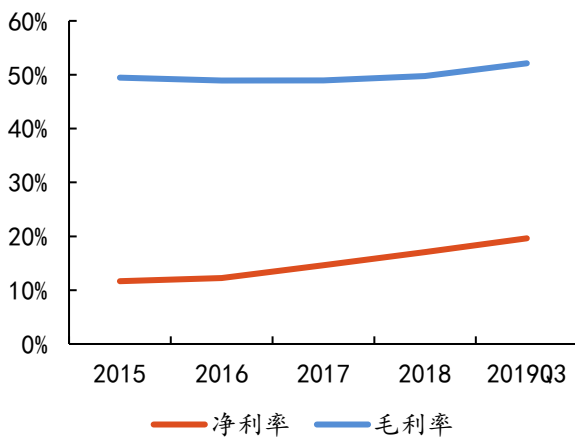
图表 7：医疗行业营收



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

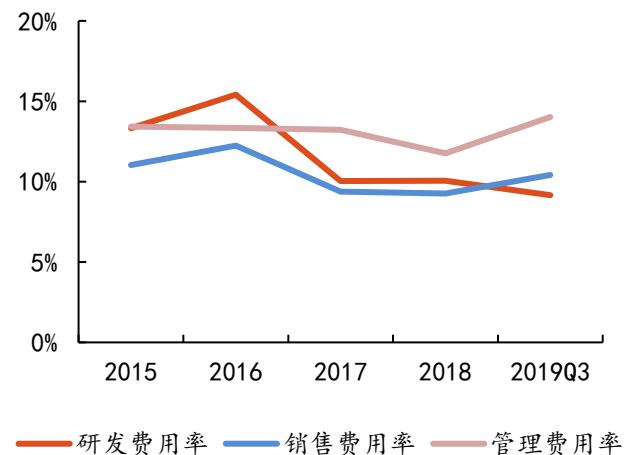
医疗行业持续提升公司利润水平。随着公司医疗端业务持续推进，公司的毛利率从 2018 年开始回升，同比提升 0.81pct，2019Q3 公司的毛利率进一步提升，达到 52.12%。公司净利率则持续攀升，从 2015 年的 11.66%到 2019Q3 的 20.14%。公司费率方面，整体趋向于下降，费用管控明显，2018 年公司研发支出进行资本化 3286.11 万元，2018 年研发投入 1.63 亿元，yoy+40.60%。

图表 8：公司毛利率与净利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 9：公司费率情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

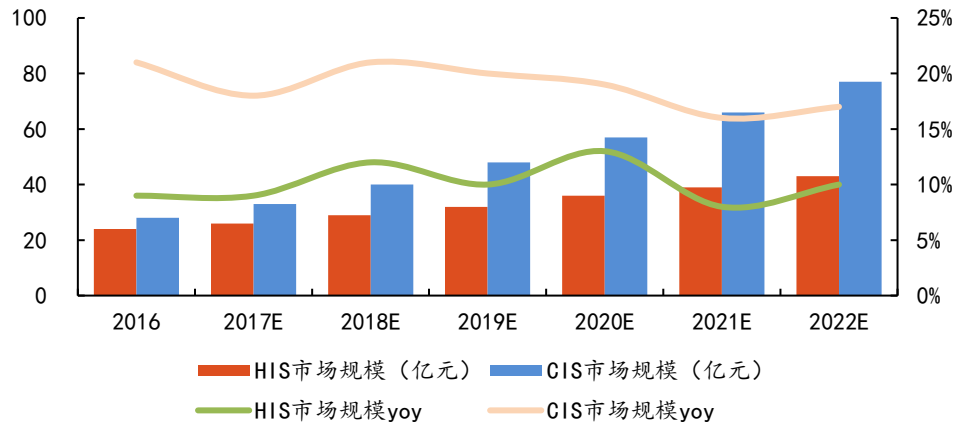
2. 医卫信息化主体稳固

2.1. 全方位支持医疗信息化

我国医院信息化系统建设高峰将从 HIS 过度到 CIS。医院信息化系统主要包括 HIS 和 CIS，HIS 是以业务管理为主，目的是实现医院事务管理，CIS 是以临床业务为主，目的是提高医疗质量和工作效率。根据前瞻产业研究院的数据，2022 年 HIS 市场规模将达到 43 亿元，2016-2020 年 CAGR+10%，2022 年

CIS 市场规模达到 77 亿元，2016-2022 年 CAGR+18%。

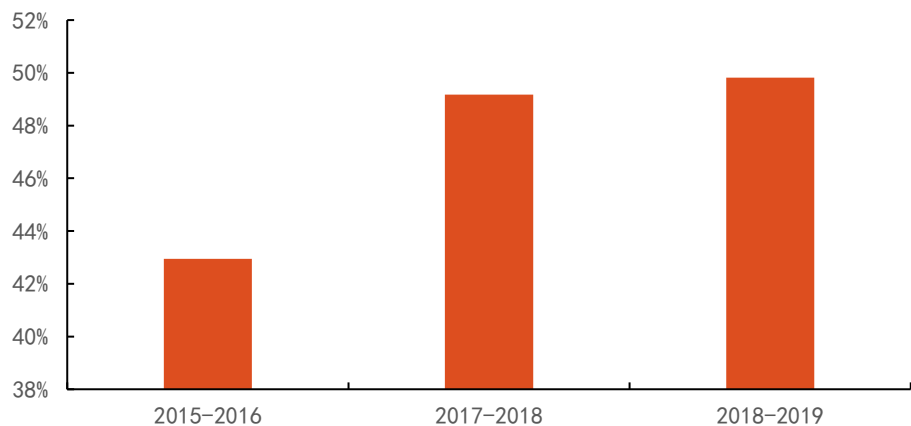
图表 10: HIS 与 CIS 市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

GMIS（区域医疗系统）是在成熟的 HIS 和 CIS 的基础上发展，整合社会医疗资源与服务，实现区域医疗卫生服务。目的是完成区域内医院与医院、医院与各级卫生行政管理机关、医疗保险等机构间的信息互联互通，消除单个机构的信息孤岛现象，以实现资源的共享和优化，以及区域医疗卫生服务的管理，区域医疗信息化的发展完成了由医院信息化到医疗信息化的广域扩展。我们根据 CHIMA 对医院区域卫生信息状况调查的数据进行整理，剔除了未作答问卷，可以发现从 2015 年到 2019 年，我国区域医疗信息化建设在逐步上升的阶段，2018-2019 年已参与区域卫生信息化的医院占比为 49.82%，整体上区域医疗卫生信息化占比较低，仍有很大的提升空间。

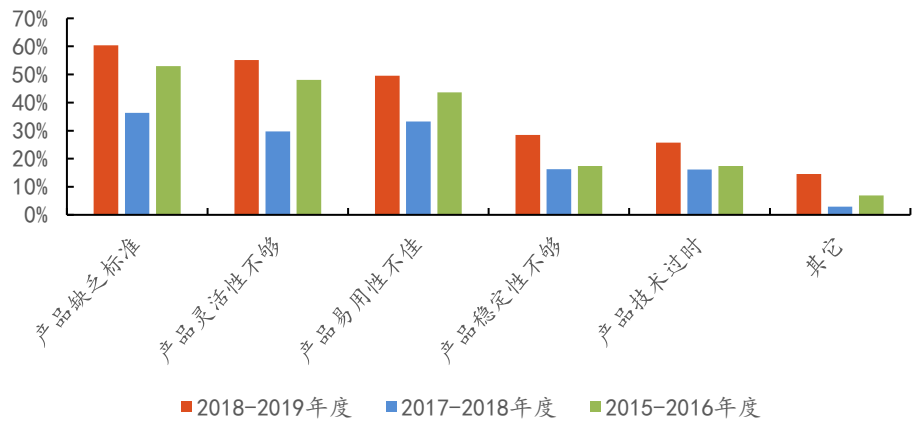
图表 11: 区域卫生信息化参与情况



资料来源：CHIMA，东方财富证券研究所

当前医疗 IT 应用软件市场上产品存在的问题根据 CHIMA 的调查，主要集中在：产品缺乏标准，集成困难；产品的灵活性不够，难以满足客户的个性化需要；产品没有真正站在客户的角度设计，易用性不佳；产品的稳定性不够，运行风险很大；产品技术层次已普遍过时等几个方面。其中尤以产品缺乏标准，集成困难为历年最为关注的问题，且重视程度进一步提升。

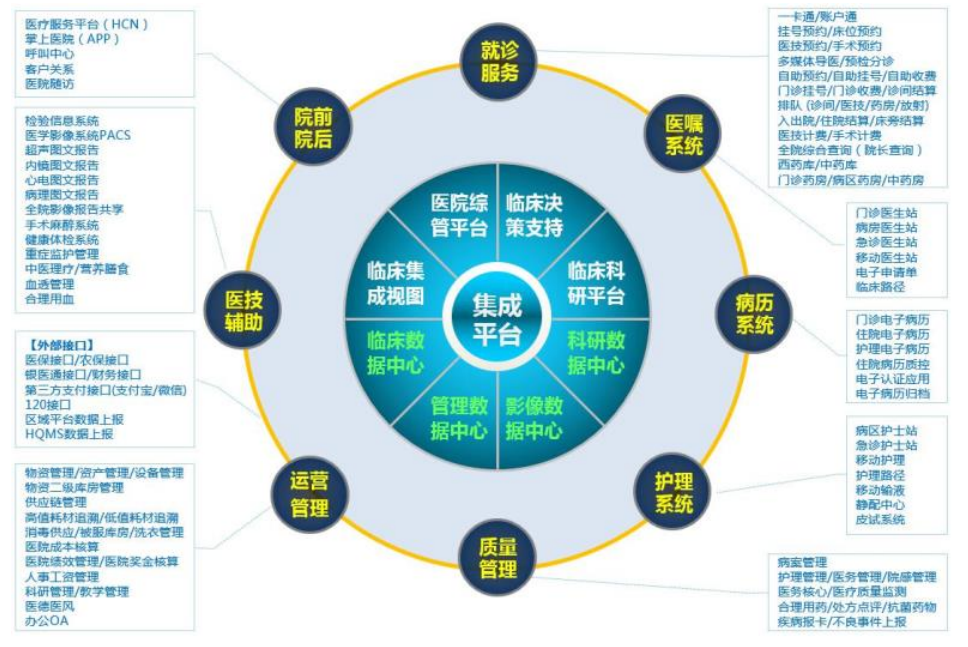
图表 12：不同年度医疗 IT 软件产品主要问题



资料来源：CHIMA，东方财富证券研究所

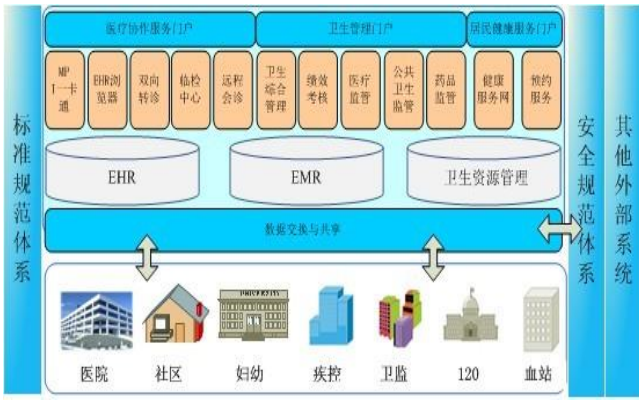
公司医院信息化应用软件基于 HIS 与 CIS 建立了较为完整的产品体系。通过集成平台，实现病人、医院、供应商的信息集成，在管理上实现人、财、物、药、设备等的管理与战略目标的集成。产品体系的综合性能切实解决医疗 HIT 软件产品当前存在的问题，有助于公司在产品竞争中脱颖而出。创业慧康公共卫生信息化应用软件产品按产品线主要分为基层卫生信息系统和区域卫生信息平台两类。截止 2019 年 6 月 30 日公共卫生项目遍及全国 340 多个区县，为 30 万基层医生提供工作平台，积累超过 2.5 亿份居民健康档案。

图表 13：创业慧康医院信息化



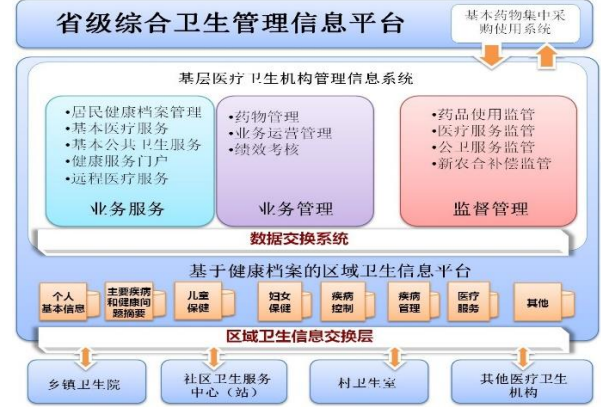
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 14：区域卫生信息化平台



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 15：基层医疗卫生系统

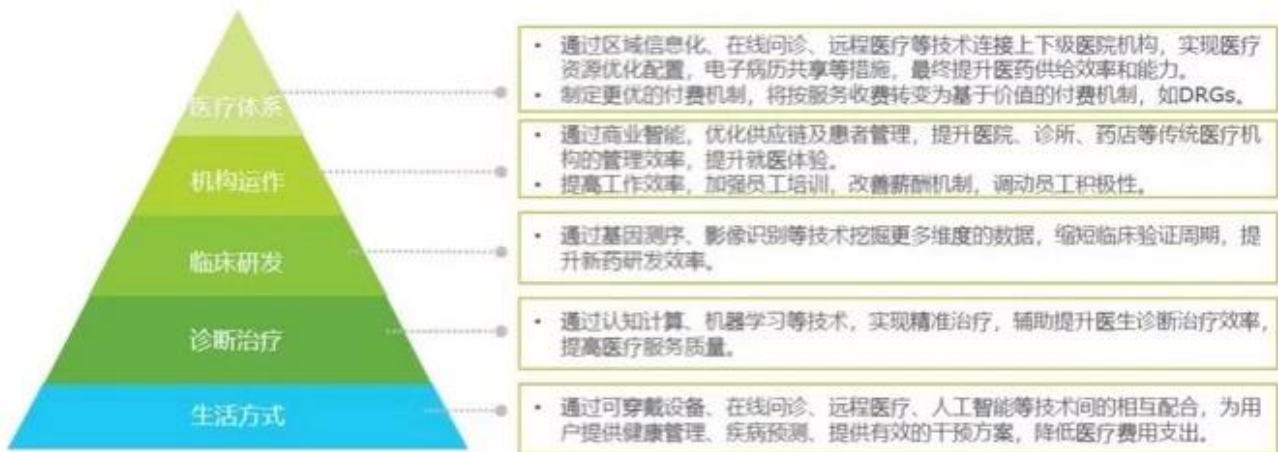


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

2.2. 医疗健康大数据升级产业发展

2016年6月24日，国务院办公厅印发《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》，首次将健康医疗大数据确定为重要的基础战略资源。在国家卫计委（原卫计委）指导下，实施“1+7+X”健康医疗大数据应用发展的总体规划，即建设一个国家数据中心，七个区域中心，并结合各地实际情况，建设若干个应用发展中心，医疗健康大数据的价值凸显，大数据技术的应用，将从体系搭建、机构运作、临床研发、诊断治疗、生活方式五个方面带来变革性的改善。

图表 16：大数据在健康医疗行业中的应用价值



资料来源：艾瑞咨询，东方财富证券研究所

公司适时确立大数据发展战略，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，公司于2017年中标福建医科大学附属协和医院“医疗大数据挖掘分析平台”项目，该项目系国内首个真正意义上能够实现实时大数据分析的医疗大数据产品的落地；2018年12月公司中标1.47亿

元福建协和医院基于大数据的智能医院建设项目。公司在医疗大数据业务方面已相继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 余家医疗卫生机构及卫生行政部门开展了合作。

图表 17：创业慧康面向医疗健康互联网及数据服务平台发展规划



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3. 医卫物联网+医卫互联网羽翼渐丰

3.1. 中山模式可复制性推广

围绕健康城市建设和居民端运营业务，通过健康城市云平台、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创新“互联网+医疗健康”业务。

图表 18：医卫互联网服务模块

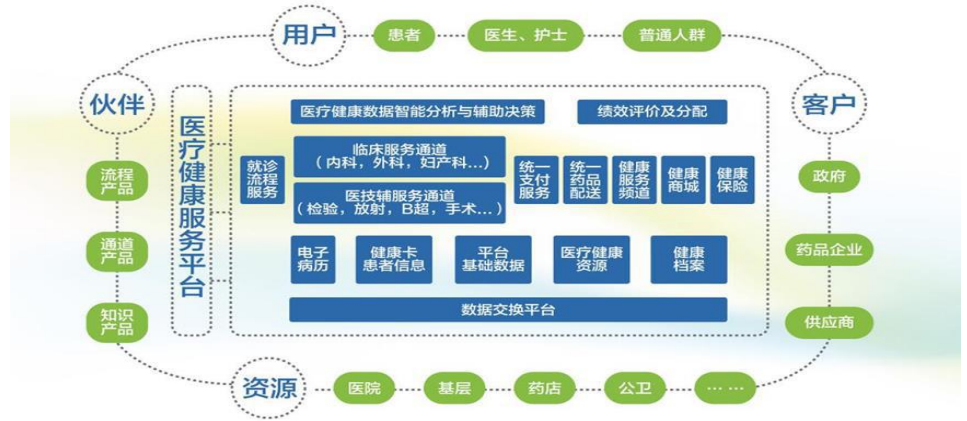


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2015 年 7 月公司中标中山市区域卫生信息平台建设运营项目，该项目由中山市政府承担该项目政府公共服务部分的投资，并授权公司 10 年的特许经营权；公司承担该项目社会运营服务部分的投资和建设任务，全权负责该项目的

营运，项目总投资额 1.13 亿元，其中中山市政府投资约 2981.96 万元。公司将依托中山市区域公共卫生信息平台数据入口，结合医疗健康服务机构、第三方社会服务机构利用平台大数据应用等增值运营服务，为中山市卫生行政部门、医疗机构、区域居民等提供综合医疗信息化支持服务。

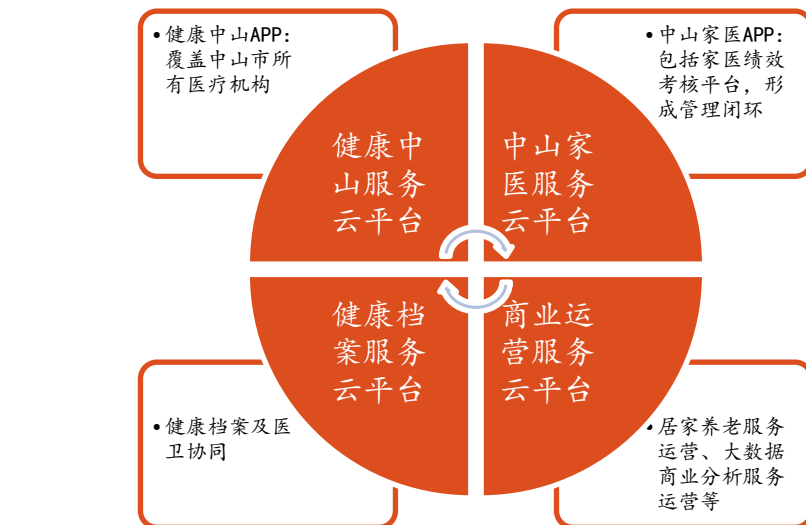
图表 19：中山健康城市项目架构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2018 年该项目顺利验收，并且自 2019 年进入到正式运营阶段，该项目将在医疗卫生信息化的基础上，建设城市健康云，建立服务通道（医疗健康服务网）和数据通道（医疗健康大数据为），着力建设四个云平台。截至到 2019 年 6 月 30 日，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，累计交易约 691.8 万次数，累计交易金额约 11.43 亿元；商业保险线上理赔平台，已接入 15 家区镇医院，通过中国平安、中国人寿等保险公司实现线上快速理赔；互联网线上问诊服务，中山市陈星海医院等中山市公立医院通过健康中山 APP 提供“互联网+云门诊服务”；此外，公司通过“网约护士”落地“互联网+护理服务”业务。

图表 20：健康中山运营策略



资料来源：HIT 专家网，东方财富证券研究所

自贡健康城市运营，开启中山模式全国化进程。2019年初，公司与自贡市签订了《全民健康信息平台建设和运营合作协议》，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，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。目前，自贡市与医院医疗数据互联互通基本完成，核心区域平台已经上线。未来，公司将重点针对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。

此外，公司围绕打造“健康城市”运营业务生态体系分别与华为、网易、蚂蚁金服、腾讯、联想达成了合作意向并签署了合作协议，通过强强联合协同、优质资源的进一步整合，助力公司在大数据、人工智能、智能医疗等创新领域的快速成长。

图表 21：公司与蚂蚁金服、腾讯、联想合作

合作对象	合作内容	协议签署日期
蚂蚁金服	未来双方将就共同打造“未来医疗”新模式的生态体系，共同打造“未来医疗”新模式的就医体验，将共同开展支付宝业务合作共同进行大数据、人工智能方面探索创新，共同推进生物识别技术在健康医疗领域落地应用等方面进行合作。	2018年6月
腾讯	(1) 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；(2) 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；(3) 融合双方产品优势，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年8月
联想	联想、创业慧康、慧康物联三方将以共同建设领先的智能设备、数字病房、穿戴设备、人工智能体系为核心，围绕“互联网+健康”领域，开展长期合作： (1) 能力互补，优化“互联网+健康”生态体系；(2) 于物联网新技术共同合作试点智慧医疗创新业务模式；(3) 共同推进物联网技术在健康医疗领域落地应用；(4) 全国范围内展开物联网业务，并共同推进优化、提升健康医疗的智能体验	2019年1月

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.2. 博泰服务更名慧康物联，聚焦医卫物联网

公司2016年斥资12.38亿元收购博泰服务100%股权，形成商誉10.81亿元。博泰服务的营收主要来源于IT运维服务收入中的金融自助设备专业技术服务业务，体现为为用户提供包括金融自助设备的健康档案管理、数据分析、维护保养、故障处理、软硬件集成维护、软硬件一体化升级、人员培训、选址安装、报废评估等全周期一体化解决方案。

图表 22：博泰服务主要业务

业务类型	主要客户	服务对象	服务内容
蚂蚁金服	银行、金融自助设备供应商、信用社等	存取款一体机、取款机、现金清分机等（覆盖品牌：OKI、迪堡、日立、NCR、御银、恒银、东方通信、德利多富）	设备的健康档案管理、数据分析、维护保养、故障处理、软硬件集成维护、软硬件一体化升级、人员培训、选址安装、报废评估等全周期一体化解决方案

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

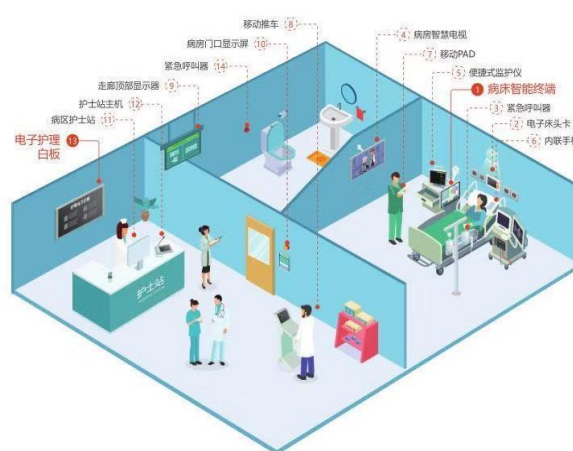
2018年，公司基于医疗物联网业务发展需要，将博泰服务更名为慧康物联，并启动母子公司间的人员整合协同计划，以医疗产业的信息技术的诊断、硬件集成维护、软件升级服务、银医互通、移动医疗、可穿戴设备等软硬件结合的医疗物联网整体解决方案领域技能培训为突破口，将慧康物联相关技术人员从金融领域技术服务向医疗物联网领域技术服务进行转型。转型后的慧康物联将在稳固原金融业务的前提下，实现向医疗端业务的发展，以IT运维服务、物联网医院建设、系统集成为主要业务，提供以物联网技术为核心的便民服务、临床应用服务、运营管理服务、健康服务等医疗应用服务。慧康物联负责公司医卫物联网事业群的业务发展，医卫物联网通过建立物联网接入基础平台，与医院信息集成平台、大数据服务平台构建起医院资源中台、业务中台和技术中台体系，建立基于物联网的智慧医院。

图表 23：基于物联网的智慧医院



资料来源：公司官微，东方财富证券研究所

图表 24：数字病房

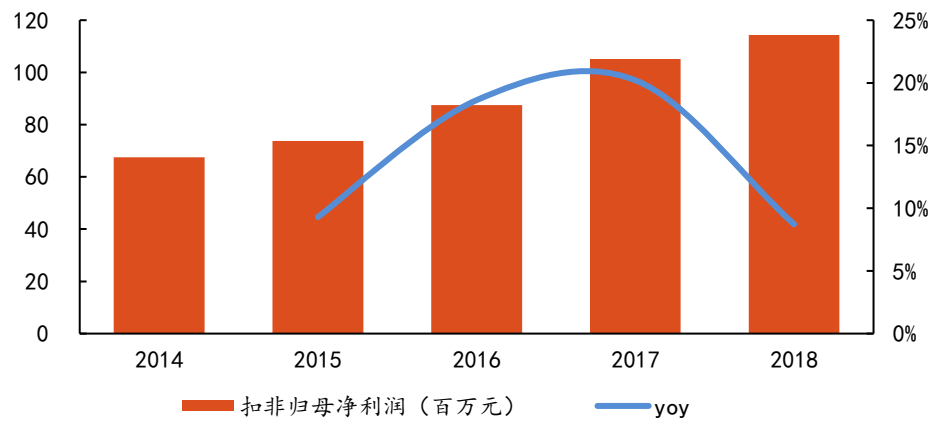


资料来源：公司官微，东方财富证券研究所

慧康物联于2017年并表，2016-2018年分别实现扣非归母净利润8745.63万元、10511.97万元、11427.94万元，合计实现30685.54万元，完成三年不低于30000万元的业绩承诺，2014-2018年CAGR+14.09%。截至到2019年中报，慧康物联三分之一的业绩已来自于医疗端，预计慧康物联2019年度的业绩构成中医疗端业务和金融端业务将各占50%。随着向医疗端业务的加速转型，预计慧康物联将会实现业绩的进一步发展。2019年公司中标江阴市人民医院1570万元“基于物联网等信息技术的系统升级改造和服务项目”。项目基于人工智能技术、物联网技术等，实现医院患者就医服务智能化、医疗管理智能化、运营管理智能化、软硬件维护一体化。该项目是卫健委2019年医院智慧服务分级评估工作开始后，公司获得的首个独立于传统医疗信息化业务，且单独中标

的医疗物联网业务千万级软件项目订单，现阶段物联网技术开始加速在医疗领域的渗透，有望成为医疗 IT 行业新的高成长业务增长点，从而进一步加速医疗卫生信息化行业整体发展。

图表 25：慧康物联（原博泰服务）扣非归母净利润



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司以医卫信息化为体，医卫互联网、医卫物联网为翼，持续推进医疗行业业务转型，医卫信息化短期受益于电子病历分级评价带来的行业高景气发展，长期将随着公司在区域卫生信息和健康大数据领域的深耕获得长期发展动力；随着中山模式的正式运营和自贡的异地复制，以及慧康物联的医疗端业务进一步转型，公司医卫互联网和医卫物联网羽翼渐丰。综上，假设医疗行业 2019-2021 收入年均增速为 45%、40%、30%；非医疗行业 2019-2021 收入年均增速为 5%、5%、5%。

图表 26：公司各项业务营收及增速预测

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
医疗行业	营收 (百万元)	480.70	600.47	831.59	1205.81	1688.13	2194.57
	yoy	31.16%	24.92%	38.49%	45%	40%	30%
非医疗行业	营收 (百万元)	67.95	552.48	458.7	481.64	505.72	531.00
	yoy	14.26%	713.07%	-16.97%	5%	5%	5%

资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 27：盈利预测关键财务数据

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1290.29	1687.44	2193.84	2725.57
增长率（%）	11.91	30.78	30.01	24.24
EBITDA（百万元）	279.20	361.27	464.31	559.44
归母净利润（百万元）	212.68	278.69	365.33	444.95
增长率（%）	30.28	31.04	31.09	21.79
EPS（元/股）	0.29	0.38	0.49	0.60
市盈率（P/E）	63.51	48.47	36.97	30.36
市净率（P/B）	5.82	5.27	4.67	4.09
EV/EBITDA	47.34	35.30	27.11	22.04

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

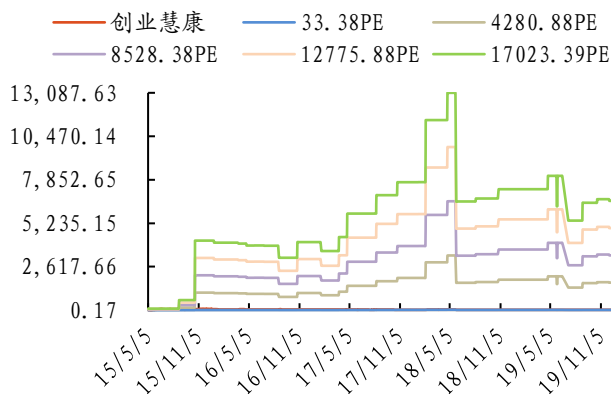
4.2 相对估值

图表 28：创业慧康同行业估值比较（2019-12-25）

股票代码	简称	总市值 (亿元)	一致性预期 PE (倍)			
			TTM	2019E	2020E	2021E
300168.SZ	万达信息	180.53	146.79	65.29	50.22	39.59
300253.SZ	卫宁健康	246.66	64.29	59.43	44.30	32.43
300078.SZ	思创医惠	109.04	69.97	53.61	41.93	29.36
603990.SH	麦迪科技	38.37	69.87	57.27	45.41	36.20
300550.SZ	和仁科技	34.35	69.49	51.32	33.82	24.26
同行业平均		121.79	84.08	57.38	43.14	32.37
300451.SZ	创业慧康	135.08	47.24	46.53	36.24	28.41

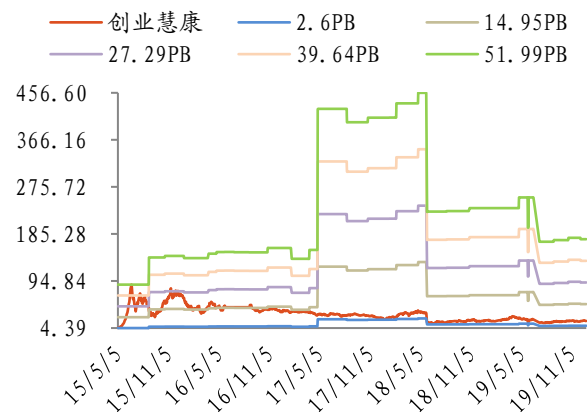
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 29：历史 PE (TTM) 区间（2019-12-25）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 30：历史 PB 区间（2019-12-25）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4.3 绝对估值

图表 31：DCF 估值模型（FCFF）的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
行业 Beta	1.02	股票 Beta	1.06
无风险利率 Rf	2.70%	TV 增长率	3.00%
市场收益 Rm	5.40%	实际税率	12.08%
风险溢价	2.70%	WACC	5.55%
资产贴现率 Ka	5.45%	股票价值	13421.12 百万
债务利率 Kd	5.00%	每股价值	18.14 元

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4.4. 投资建议

公司形成医卫信息化事业群、医卫物联网事业群、医卫互联网事业群三大事业群，公司战略明晰，打开公司在医疗信息化领域发展空间。预计公司 19/20/21 年营业收入分别为 16.87/21.94/27.26 亿元，归母净利润分别为 2.79/3.65/4.45 亿元，EPS 分别为 0.38/0.49/0.60 元，对应市盈率分别为 48/37/30 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

- ◆ 公司医卫物联网事业群转型不及预期；
- ◆ 健康城市运营发展不及预期；
- ◆ 行业竞争加剧风险。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1211.81	1930.39	2305.95	2917.68
货币资金	468.37	931.08	1096.26	1354.96
应收及预付	651.32	866.64	1056.70	1362.73
存货	87.48	128.04	148.35	195.36
其他流动资产	4.63	4.63	4.63	4.63
非流动资产	1866.74	1617.22	1773.26	1816.78
长期股权投资	174.19	195.31	217.06	238.93
固定资产	300.21	326.47	335.10	340.52
在建工程	59.84	72.86	91.91	109.85
无形资产	1180.79	997.24	1101.85	1099.17
其他长期资产	151.72	25.34	27.34	28.30
资产总计	3078.55	3547.60	4079.21	4734.45
流动负债	710.76	924.96	1110.15	1334.81
短期借款	177.50	177.50	177.50	177.50
应付及预收	533.00	747.20	932.39	1157.05
其他流动负债	0.26	0.26	0.26	0.26
非流动负债	9.79	9.79	9.79	9.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	9.79	9.79	9.79	9.79
负债合计	720.55	934.75	1119.94	1344.60
实收资本	485.46	485.46	485.46	485.46
资本公积	1200.83	1200.83	1200.83	1200.83
留存收益	665.27	907.55	1238.49	1650.07
归属母公司股东权益	2321.07	2563.35	2894.30	3305.87
少数股东权益	36.93	49.51	64.98	83.98
负债和股东权益	3078.55	3547.60	4079.21	4734.45

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1290.29	1687.44	2193.84	2725.57
营业成本	648.31	834.10	1069.94	1317.54
税金及附加	14.15	18.44	24.12	29.90
销售费用	119.47	168.74	219.38	272.56
管理费用	151.71	194.06	252.29	313.44
研发费用	129.85	160.31	215.00	272.56
财务费用	7.54	0.48	-3.22	-4.55
资产减值损失	30.72	36.91	38.44	53.67
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.73	6.13	6.76	6.88
资产处置收益	1.47	0.88	1.00	1.04
其他收益	48.15	44.64	45.81	45.42
营业利润	246.87	326.05	431.47	523.80
营业外收入	0.00	6.06	3.10	3.57
营业外支出	0.88	0.83	0.88	0.86
利润总额	245.99	331.29	433.70	526.51
所得税	25.90	40.02	52.89	62.55
净利润	220.09	291.27	380.80	463.96
少数股东损益	7.41	12.58	15.47	19.01
归属母公司净利润	212.68	278.69	365.33	444.95
EBITDA	279.20	361.27	464.31	559.44

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	169.70	272.34	384.69	367.70
净利润	220.09	291.27	380.80	463.96
折旧摊销	25.66	29.50	33.84	37.48
营运资金变动	-101.71	-78.20	-63.63	-182.04
其它	25.66	29.77	33.67	48.30
投资活动现金流	-157.03	231.39	-180.89	-71.41
资本支出	-106.14	112.67	-165.90	-56.42
投资变动	-50.89	118.72	-14.99	-14.99
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	92.72	-41.01	-38.61	-37.60
银行借款	352.50	0.00	0.00	0.00
债券融资	275.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	10.93	0.00	0.00	0.00
其他	-545.71	-41.01	-38.61	-37.60
现金净增加额	105.39	462.71	165.19	258.69
期初现金余额	361.08	468.37	931.08	1096.26
期末现金余额	466.47	931.08	1096.26	1354.96

主要财务比率

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%)				
营业收入增长	11.91	30.78	30.01	24.24
营业利润增长	22.68	32.07	32.33	21.40
归属母公司净利润增长	30.28	31.04	31.09	21.79
获利能力 (%)				
毛利率	49.75	50.57	51.23	51.66
净利率	16.48	16.52	16.65	16.33
ROE	9.16	10.87	12.62	13.46
ROIC	7.99	8.83	9.73	10.27
偿债能力				
资产负债率 (%)	23.41	26.35	27.45	28.40
净负债比率	-0.12	-0.29	-0.31	-0.35
流动比率	1.70	2.09	2.08	2.19
速动比率	1.58	1.95	1.94	2.04
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.51	0.58	0.62
应收账款周转率	2.51	2.56	2.61	2.58
存货周转率	7.31	7.74	7.74	7.67
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.38	0.49	0.60
每股经营现金流	0.35	0.56	0.79	0.76
每股净资产	4.78	5.28	5.96	6.81
估值比率				
P/E	63.51	48.47	36.97	30.36
P/B	5.82	5.27	4.67	4.09
EV/EBITDA	47.34	35.30	27.11	22.04

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。