

创业慧康 (300451.SZ) 医疗收入占比持续提升，持续受益行业需求释放

2020 年 09 月 21 日

——公司首次覆盖报告

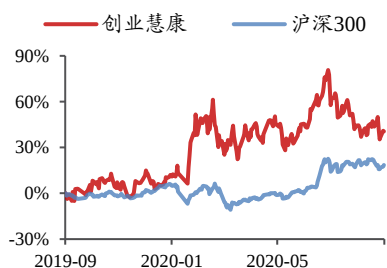
投资评级：买入（首次）
陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

日期	2020/9/21
当前股价(元)	15.38
一年最高最低(元)	28.96/14.27
总市值(亿元)	183.30
流通市值(亿元)	141.22
总股本(亿股)	11.92
流通股本(亿股)	9.18
近 3 个月换手率(%)	143.95

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 国内领先医疗 IT 解决方案提供商，首次覆盖给予“买入”评级

公司作为国内领先的医疗 IT 解决方案提供商，面对着国家医疗系统信息化升级的市场机遇和线上医疗服务运营需求上升的行业变化，公司传统业务和创新业务皆有望快速发展。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.70、5.08、6.53 亿元，EPS 为 0.31、0.43、0.55 元/股，当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 50、37、28 倍，公司 PE 低于行业同类公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

● 上半年千万级订单同比增加 50%，下半年增速有望持续

上半年受疫情影响，医疗 IT 行业整体招标情况有所递延，导致公司整体业务增速略有下滑。但根据公司半年报数据，上半年新增千万级订单 12 个，同比增长 50%，可见公司品牌力持续提升，考虑下半年疫情影响削弱和电子病历评审期的到来，医疗 IT 招标进度有望加速，我们对公司全年订单增速保持乐观。

● 政策利好行业发展，院端、公卫、医保等业务均受益

政策利好持续出台，例如互联网诊疗纳入医保支付体系、公卫加大财政投入等，涉及院端、公卫、医保端等全体系业务建设的创业慧康，有望持续受益。

1) **院端 IT：电子病历建设仍在继续。**根据医管局数据，截至 2020 年 7 月，全国 95%的三级医院电子病历评级为 2.72，仍低于平均 4 级以上的要求，因而我们预测还有 50%左右的三级医院仍需电子病历升级建设。

2) **公卫业务：2012-2019 年的我国政府卫生支出复合增长率为 10.93%，另推出抗疫特别国债用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出等，行业需求长期稳定增长。**公司半年报显示公卫项目订单总额较 2019 有大幅提升，考虑后续财政投入的增加，公卫业务有望继续增长。

3) **医保相关业务：承接国家医保平台核心包，与平安合作有望拓展省市级医保平台建设市场。**平安和公司计划在医保信息化市场展开深入合作，考虑双方均中标国家医保平台，有望发挥双方优势，形成满足国家医保平台建设要求的解决方案，共同携手推动中标省市范围的扩展。

风险提示：医疗信息化招标工作恢复不及预期的风险、人才竞争加剧风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,290	1,480	1,902	2,428	3,045
YOY(%)	11.9	14.7	28.5	27.7	25.4
归母净利润(百万元)	213	314	370	508	653
YOY(%)	30.3	47.7	17.7	37.5	28.4
毛利率(%)	49.8	53.4	54.6	55.7	56.5
净利率(%)	16.5	21.2	19.4	20.9	21.4
ROE(%)	9.3	12.1	12.9	15.3	16.8
EPS(摊薄/元)	0.18	0.26	0.31	0.43	0.55
P/E(倍)	87.2	59.0	50.15	36.48	28.40
P/B(倍)	8.0	7.2	6.3	5.5	4.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、财务：医疗业务收入增速亮眼，高毛利软件销售占比持续提升	3
2、行业：院端医疗 IT 投入持续，公卫、医保、互联网医疗等新需求持续释放	4
3、公司：齐全产品线保障竞争力，创新业务瞄准远期市场	8
4、盈利预测与投资建议	10
4.1、核心假设	10
5、风险提示	11
附：财务预测摘要	12

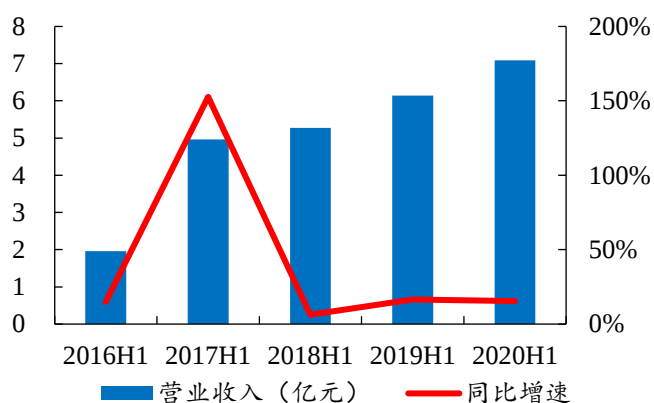
图表目录

图 1： 2020H1 公司收入增速略有下滑	3
图 2： 2020H1 公司扣非后归母净利润保持增长	3
图 3： 2020H1 公司毛利率略有下降	3
图 4： 2020H1 公司研发费用持续增加	3
图 5： 2020H1 医疗行业收入占比持续提升	4
图 6： 2020H1 医疗行业收入增速持续	4
图 7： 2020H1 华南地区收入增速明显	4
图 8： 2020H1 销售软件业务收入和占比持续增长	4
图 9： 中国医疗行业 IT 支出市场预测	5
图 10： 2018-2020 年三级医院电子评级变化	5
图 11： 2012-2019 年中国政府卫生支出统计	6
图 12： 公司产品线齐全	9
图 13： 新一代 HIS 产品“多态智联”综合平台	10
表 1： 三级公立医院绩效考核要求	5
表 1： 截止至 2020 年 8 月底中央多部门颁布公卫防控能力建设政策	6
表 2： 国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目招标情况汇总	7
表 3： 青海省医疗保障信息平台建设项目招标情况汇总	7
表 4： 医疗 IT 新经济模式受到相关政策支持	8
表 5： 公司销售体系完备，团队覆盖全国	9
表 6： 公司 PE 低于行业可比公司平均水平（截止 2020.09.14 收盘）	11

1、财务：医疗业务收入增速亮眼，高毛利软件销售占比持续提升

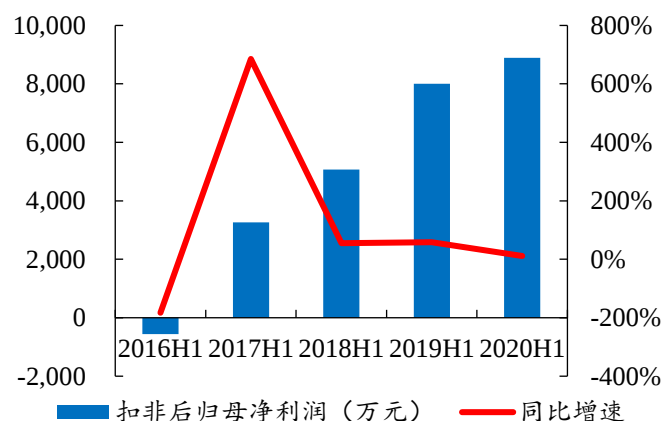
医疗卫生业务收入 5.62 亿元，同比增长 31.94%，增速亮眼，2020H1 整体实现营业收入 7.09 亿元，同比增长 15.33%；上半年归母净利润 9262.19 万元，扣非后归母为 8894.96 万元，同比增长 11.11%。整体业务增速虽受疫情有所影响略有下滑，据公司半年报数据，上半年仍新增千万级订单 12 个，同比增长 50%，凸显公司实力。

图1：2020H1 公司收入增速略有下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

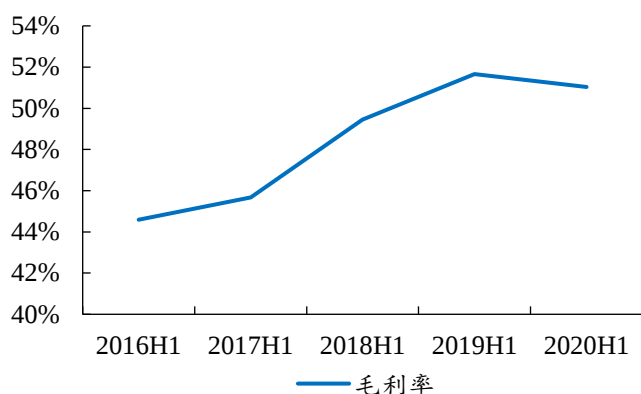
图2：2020H1 公司扣非后归母净利润保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

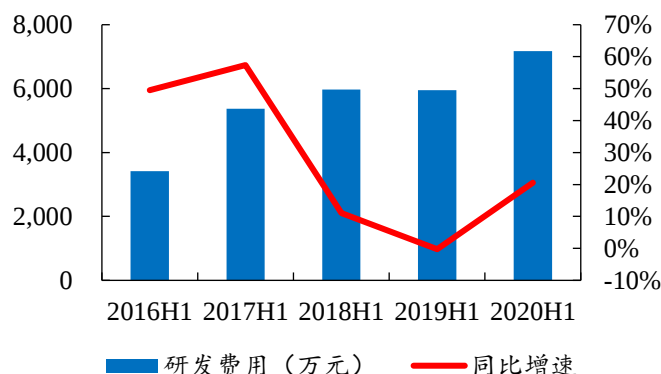
2020H1 毛利率略有下降，上半年实现毛利率 51.03%，较 2019 同期 51.66%，下滑 0.63pct。费用端，销售费用和研发费用支出未受疫情影响，公司继续推进新品研发和业务拓展，为之后的竞标工作、市场拓展奠定基础，带动后续公司营收稳健增长。

图3：2020H1 公司毛利率略有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020H1 公司研发费用持续增加

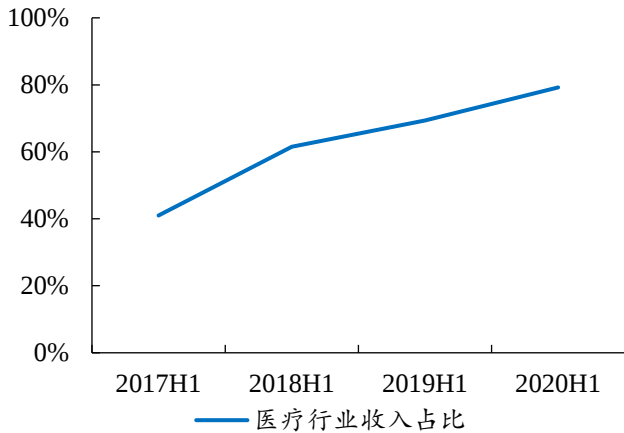


数据来源：Wind、开源证券研究所

2020H1 来自医疗行业的收入占比和收入增速持续提升，公司行业竞争力越发显著。上半年公司来自医疗行业的营业收入为 5.62 亿元，同比增长 31.94%，占收入比 79.27% 2019 年作为医疗 IT 订单快速增长的一年，公司 2019H1 医疗收入占比为 69.38%，增速为 31.36%。整体看，公司 2020H1 在疫情影响招标的情况下，医疗行业收入占比持续提升，同比增速也略高于 2019 年，公司产品竞争力持续凸显，随着

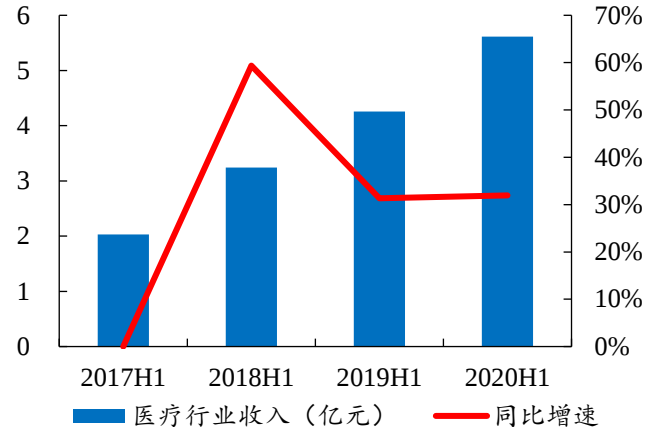
医疗行业招标的恢复，公司全年业绩有望持续增长。

图5：2020H1 医疗行业收入占比持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

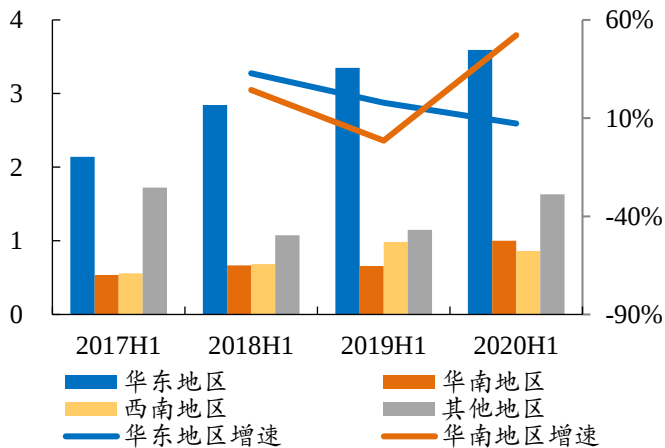
图6：2020H1 医疗行业收入增速持续



数据来源：Wind、开源证券研究所

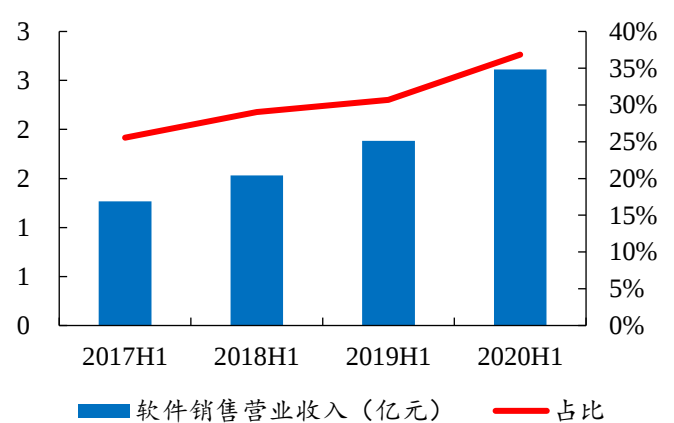
2020H1 华南地区收入增速明显，同比增长 52.21%；高毛利的软件销售业务持续增长，低毛利的系统集成收入有所下滑。分地区看，公司来自华东和华南地区的收入有所增加，其中华南地区收入增速明显。从往年历史看，华东一直是公司强势地区，华南地区今年有所突破，市场扩展效果有所体现；分业务类型看，公司上半年软件销售业务收入达到 2.61 亿，占比 36.84%，同比增长 6.13pct，体现公司在高毛利产品市场的持续突破；服务收入同比略有下滑 6.11pct，但医疗软件服务收入同比增加 9.23%；此外，上半年毛利率稍低的系统集成收入占比下降明显，整体看公司软件与服务类产品在医疗市场竞争力持续增强，核心技术和解决方案的能力受市场认可。

图7：2020H1 华南地区收入增速明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020H1 销售软件业务收入和占比持续增长



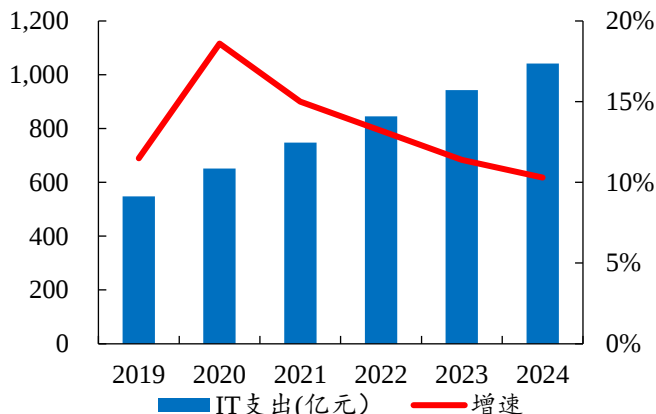
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业:院端医疗 IT 投入持续，公卫、医保、互联网医疗等新需求持续释放

一方面以评促建活动仍在继续，另一方面新冠疫情加速了创新医疗服务与应用的渗透率，两方面持续推进行业需求上行。当前医疗健康行业处于全面快发发展阶段，随着“十四五”新起点的开始，我们认为国家对医疗和公卫行业的信息化投入仍将持续，无论是政策层面持续深化医改、推进智慧医院、医联体、在线诊疗等新医疗

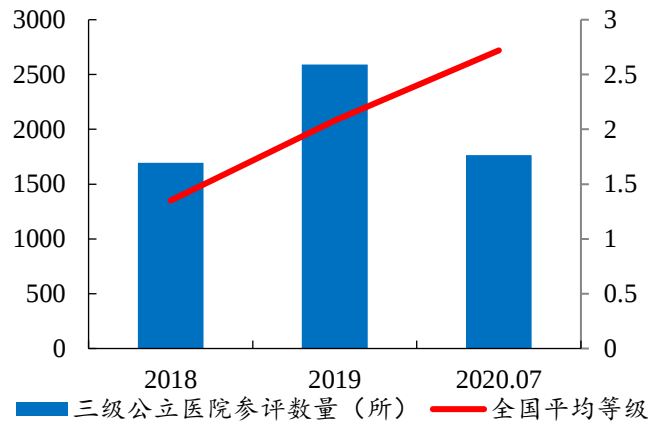
IT 需求，还是实操层面进一步推进电子病历评级、互联互通和 DRGs 系统落地，都将为院端、公卫、医保等各医疗相关领域 IT 建设市场带来更多空间与机遇。根据 IDC 数据，2019 年中国医疗行业 IT 总支出为 548.20 亿元人民币，较上一年增长 11.50%，预计到 2024 年市场规模将达到 1,041.50 亿元人民币，2019 至 2024 年的年复合增长率将为 13.70%。

图9：中国医疗行业 IT 支出市场预测



数据来源：IDC、开源证券研究所

图10：2018-2020 年三级医院电子评级变化



数据来源：国家卫健委、2018-2019 CHINC、开源证券研究所

行业需求 1)：电子病历、互联互通、医疗信息化系统维护与升级等常规院端需求仍在增长，上半年疫情影响部分省市的招标工作，下半年招标工作加速推进。近些年，国家对医疗信息化程度日益重视，以评促建的方式推动国内 HIS 发展。其中 2019 年，国家卫健委制定的《国家三级公立医院绩效考核操作手册（2019 版）》中明确医院绩效需考核电子病历的水平和建设节点，要求 2019 年，所有三级医院电子病历要达到分级评价 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。对于互联互通、智慧服务等都会被纳入医院评级中，因而医院会在评级压力下加大对相关 IT 建设需求。此外，根据医管局的统计，截至 20 年 7 月参评电子病历水平分级的三级公立医院从 994 家上升到 1764 家，参评率达 94.58%，全国平均级别从 2.22 上升至 2.72，但对于平均 4 级以上的要求仍存在一定距离。因此，我们认为一方面电子病历、互联互通等新的考核要求下的 IT 建设需求高峰期仍会持续，另一方面随着院端 IT 系统整体水平的提升，未来的运营维护需求和费用也将较过去有所增长，因而看好医疗 IT 常规性需求的增长。

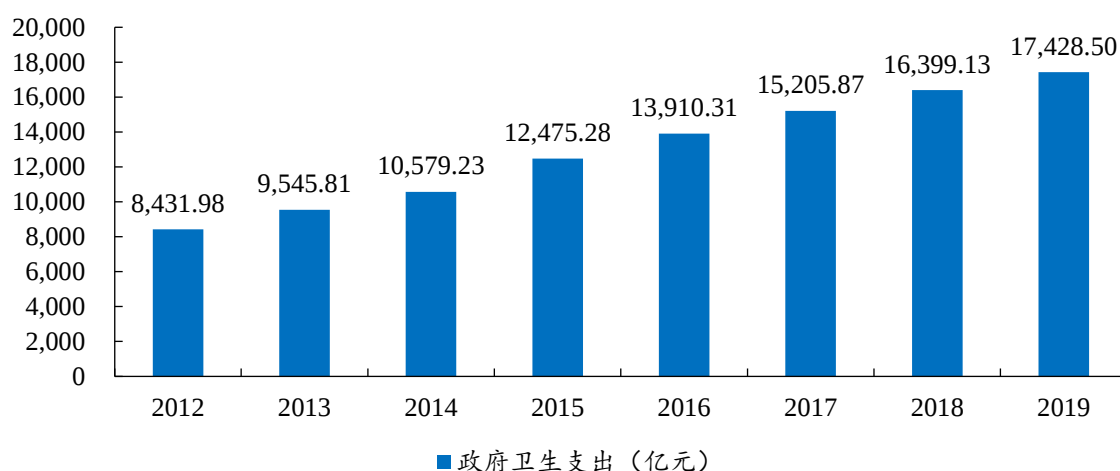
表1：三级公立医院绩效考核要求

考核指标	计算方法
电子病历应用功能水平分级	按照国家卫生健康委电子病历应用功能水平分级标准评估，具体计算方法：满足每一级别要求的基本项、选择项实现的个数，且基本项的有效应用范围超过 80%、数据质量指数超过 0.5；选择项的有效应用范围超过 50%，数据质量指数超过 0.5。同时满足以上要求和前序级别的所有要求，即为达到该级别。
门诊患者平均预约诊疗率	门诊患者平均预约诊疗率=预约诊疗人次/总诊疗人次*100%
门诊患者预约后平均等待时间	门诊患者预约后平均等待时间=进入诊室诊疗的时钟时间-到达分诊台或通过信息系统（自助机、APP 等）报到的时钟时间

资料来源：《国家三级公立医院绩效考核操作手册（2019 版）》、开源证券研究所

行业需求 2): 疫情进一步提高国家对公共卫生系统的重视, 参考非典等大型公共卫生事件后, 国家加大对公卫的建设投入的历史, 我们认为本次疫情后, 国家也将进一步加大对公卫信息化、医联体、医共体、社区医院等涉及公卫系统的财政投入, 公卫信息化建设市场有望受益。我国公卫 IT 建设通常以区县为单位进行建设, 建设费用也多来自于卫健委的财政资金。参考 12-19 年的我国政府卫生支出复合增长率为 10.93%, 可见政府的支出是长期稳定的增长, 保障公卫 IT 建设的持续。此外, 20 年以来, 中央多部门颁布多条涉及公卫防控建设的文件/政策并为其提供部分配套专项资金, 例如推出抗疫特别国债, 总规模为 1 万亿元, 主要用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出等。考虑常规地方财政会有配套资金和中央资金一起使用, 我们预计未来一段时间内的公卫体系建设将会有增量资金进入, 公卫 IT 建设市场有望受益。

图11: 2012-2019 年中国政府卫生支出统计



数据来源: 卫健委、国家统计局、开源证券研究所

表1: 截止至 2020 年 8 月底中央多部门颁布公卫防控能力建设政策

时间	机构	政策/文件	标题
2020.04.27	中央全面深化改革委员会	《关于健全公共卫生应急物资保障体系的实施方案》	全面系统提升重大突发公共卫生事件的应对能力, 包括重点加强与传染病救治相关的国家医学中心、区域医疗中心建设, 在省市两级设置重大疫情救治基地
2020.05.09	国家发展改革委、国家卫健委、国家中医药管理局	《关于印发公共卫生防控救治能力建设方案的通知》	每个省份建设 1-3 所重大疫情救治基地; 每个城市, 选择 1-2 个现有医疗机构进行改扩建, 完善城市传染病救治网络; 每个县重点改善 1 所县级医院的基础医疗设施;
2020.06.11	国家卫健委	2020 年部门预算	2020 年公共卫生专项任务经费项目共 6.1 亿元, 其中财政拨款 4.2 亿元, 其他经费 1.9 亿元
2020.06.12	国家卫健委、财政部、中医药管理局	《关于做好 2020 年基本公共卫生服务项目工作的通知》	2020.6-2020.7 国家财政部发行 1 万亿抗疫特别国债, 全部转给地方主要用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出
2020.07.06	国家发展改革委	2020 年卫生领域中央预算内投资计划	2020 年卫生领域中央预算内投资共安排 456.6 亿元, 支持全国 31 个省(自治区、直辖市)和新疆生产建设兵团加强公共卫生防控救治能力

时间	机构	政策/文件	标题
			建设。

资料来源：国家卫健委、国家发改委、中央全面深化改革委员会、开源证券研究所

行业需求 3)：医保新系统建设分包进行，一方面扩大了供应商的范围，为传统院端 HIT 厂商提供机会，另一方面成为行业需求的新增量。国家为进一步对医保支出、保内医疗情况、医疗耗材采购等进行深入管理，新设立医保局部门，并计划对原有三保系统进行迁徙、整体置同一支付管理系统，因而带来至少三个新增需求：医保接口改造、医保局及医保基金平台和医保审核系统建设。与过去招标不同，本次各省市医保建设将依据国家医保平台的建设的标准和分包设置来进行，因而预计每个平台招标将会有 8-10 家不等的供应商来分标完成需求，为原来院端 HIT 厂商提供参与医保端建设的机会，既促进院端和管理端系统的融合，又为 HIT 厂商提供市场。

表2：国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目招标情况汇总

分包	建设项目	中标商名称	中标金额
第 1 包	内部统一门户子系统、内部控制子系统	东软集团股份有限公司	259 万元
第 2 包	跨省异地就医管理子系统	四川久远银海软件股份有限公司	199 万元
第 3 包	支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	创智和宇信息技术股份有限公司	83 万元
第 4 包	药品和医用耗材招采管理子系统	厦门海西医药交易中心有限公司	168 万元
第 5 包	公共服务子系统、信用评价管理子系统	易联众信息技术股份有限公司	268 万元
第 6 包	基金运行及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统	上海金仕达卫宁软件科技有限公司	328 万元
第 7 包	宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	平安医疗健康管理股份有限公司	207.35 万元
第 8 包	基础信息管理子系统、医保业务基础子系统、应用支撑平台子系统	易联众信息技术股份有限公司、四川久远银海软件股份有限公司和创业慧康科技股份有限公司的联合体	100 万元
第 9 包	应用系统集成服务	东华软件股份公司	81.8 万元

资料来源：中国政府采购网、开源证券研究所

表3：青海省医疗保障信息平台建设项目招标情况汇总

分包	建设项目	中标商名称	中标金额
第 1 包	医保公共服务子系统	易联众信息技术股份有限公司	1498.6 万元
第 2 包	电子档案系统	楚天龙股份有限公司	1038 万元
第 3 包	医保核心业务经办系统	创智和宇信息技术股份有限公司	4970 万元
第 4 包	医保内部运行监督管理子系统	东软集团股份有限公司	3420.0204 万元
第 5 包	医保智能监管分析系统	上海金仕达卫宁软件科技有限公司	397 万元
第 6 包	医保宏观决策大数据应用系统	平安医疗健康管理股份有限公司	1288 万元
第 7 包	药品和耗材一体化管理系统	北京华招易联信息技术有限公司	297 万元
第 8 包	基金财务管理系统	北京用友政务软件股份有限公司	1193 万元
第 9 包	学习培训	北京执象科技发展有限公司	336.6 万元
第 10 包	政务中台实施	四川久远银海软件股份有限公司	678 万元
第 11 包	系统支撑软件	平安医疗健康管理股份有限公司	6658 万元
第 12 包	云监管医疗信息管理系统	联通系统集成有限公司	3388 万元
第 13 包	项目总集成服务	太极计算机股份有限公司	418 万元
第 14 包	项目监理服务	北京易柯森特科技有限公司	525.96 万元
第 15 包	项目测评	浪潮软件集团有限公司	538 万元

资料来源：中国政府采购网、开源证券研究所

行业需求 4): 互联网医疗、智慧医院、智慧服务等新兴业务随着技术成熟与渗透率提升,带来需求加速释放。一方面,疫情催生了互联网医疗、在线医疗等新兴业务的加速发展,政策支持与市场需求市场,带来相关信息化方案和建设业务的快速增长。另一方面,随着医院、公卫体系的信息化水平提升和大数据应用、物联网技术的成熟,涉及一些智能物联的智慧医院、智慧服务等的新模式也开始被市场接纳并采购。因此,我们认为未来医疗 IT 行业将受益创新业务的快速发展。

表4: 医疗 IT 新经济模式受到相关政策支持

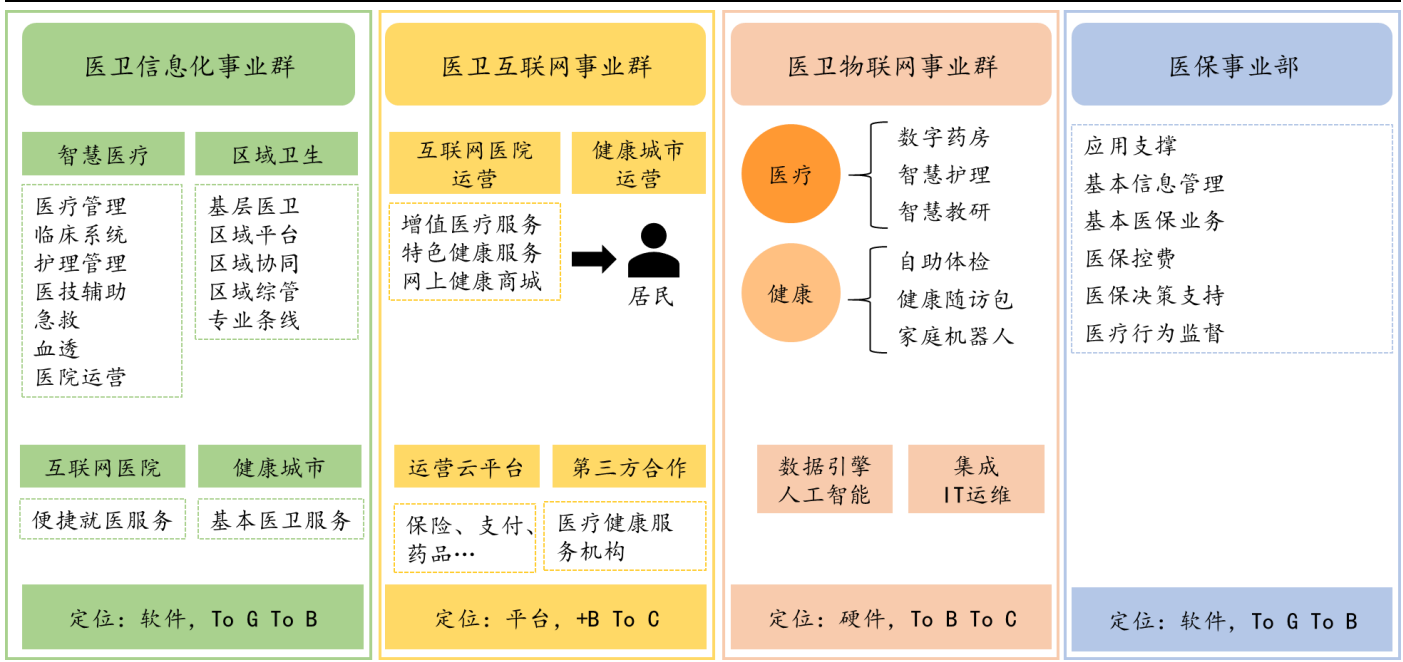
部门	时间	政策/文件	主要内容
2020.02	国家卫健委	《关于加强信息化支撑新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》	强化数据采集分析应用、积极开展远程医疗服务、规范互联网诊疗咨询服务、深化“互联网+”政务服务、加强基础和安全保障。
2020.02	国家卫健委	《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》	建立互联网诊疗服务平台。加强对各医疗机构开展互联网诊疗咨询服务的组织工作。利用多种渠道多种形式加强对发热患者互联网诊疗咨询服务的宣传。
2020.03	国家医保局、国家卫健委	《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》	明确对符合要求的互联网医疗机构为参保人提供的常见病、慢性病线上复诊服务,各地可依规纳入医保基金支付范围。互联网医疗机构为参保人在线开具电子处方,线下采取多种方式灵活配药,参保人可享受医保支付待遇。
2020.03	民政部办公厅、中央网信办秘书局、工业和信息化部办公厅、国家卫生健康委员会	《新冠肺炎疫情社区防控工作信息化建设和应用指引》	采用云服务+大数据+网格化方式,构建社区防控数据平台。支持根据相关要求实施居家医学观察的社区居民在线填报每日健康信息、症状监测信息,与基层医疗卫生机构工作人员或家庭医生开展在线互动,获得健康指导或就医指南。对接新冠肺炎患者救治医院和基层医疗卫生机构,随访监测出院患者健康状况。
2020.04	国家发改委、中央网信办	《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》	明确在卫生健康领域探索推进互联网医疗医保首诊制和预约分诊制,开展互联网医疗的医保结算、支付标准、药品网售、分级诊疗、远程会诊、多点执业、家庭医生、线上生态圈接诊等改革试点、实践探索和应用推广,加快推动医疗在线经济的全面发展。

资料来源:国家卫健委、国家发改委、开源证券研究所

3、公司:齐全产品线保障竞争力,创新业务瞄准远期市场

公司产品线围绕医卫信息化、医卫互联网、医卫物联网和医保事业部四大事业群展开,拥有 300 多个自研产品,完整的产品体系可满足大中型医院和县级以上卫生管理系统的信息化需求。公司成立以来专注医疗卫生信息化市场,秉承“创造智慧医卫,服务健康事业”的企业宗旨,以市场为导向,以客户出发,根据行业发展需求,不断完善产品线、丰富产品体系。为进一步扩大在医保信息化市场的影响力,公司新建医保事业部,后续 DRGs 和商业医疗保险信息化市场做准备。整体看,公司通过四大事业群,在稳步推进传统医卫信息化业务的同时,推动创新运营模式等新经济业务发展。

图12: 公司产品线齐全



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

竞争力 1: 深耕医疗卫生 IT 行业多年, 产品、销售体系完善, 客户、行业经验丰富, 具有一定的品牌力。公司自 1997 年成立后, 一直专注医疗卫生 IT 市场, 累计实施了近 2 万个业内项目, 具有丰富的行业经验, 覆盖行业用户达 6000 多家, 公卫项目服务全国 340 多个区县, 积累居民档案超过 2.5 亿个, 产品体系齐全。从销售渠道看, 公司设有 7 个大区市场营销服务中心及 15 个省级营销服务中心, 覆盖全国 30 个省(市)、自治区, 为客户提供本地化服务, 为市场扩展奠定销售基础。此外, 公司先后获得包括 CMMI5 认证、建筑业电子与智能化工程专业承包一级、2019 年最具行业影响力单位等多项资质与荣誉, 处于行业第一梯队。

表5: 公司销售体系完备, 团队覆盖全国

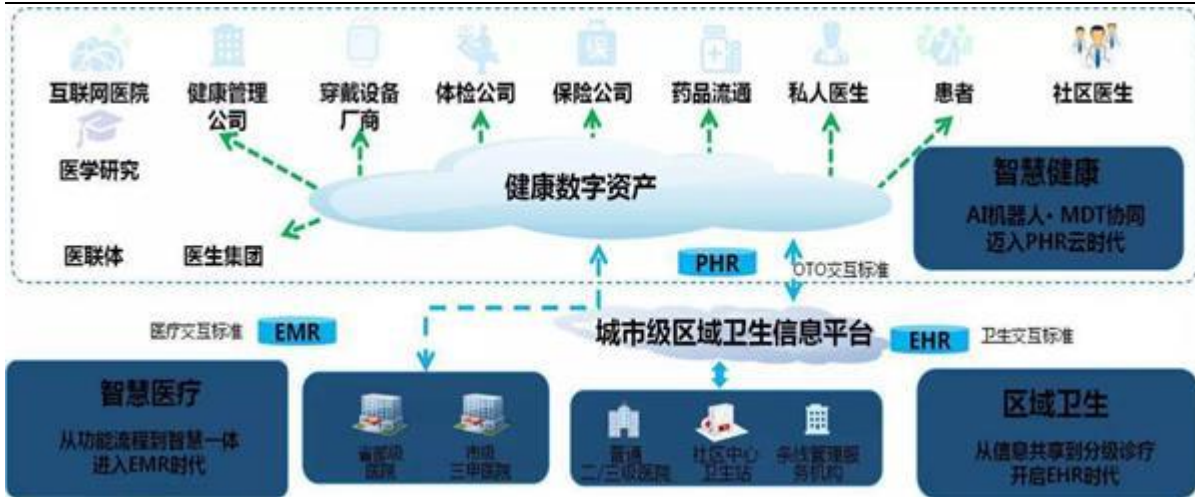
功能定位	地点	市场定位
大区市场营销服务中心	北京	北方大区 (东北三省、京津冀、山东、河南)
	上海	上海大区 (上海、新疆)
	深圳	华南大区 (广东、广西、海南)
	苏州	苏皖大区 (江苏、安徽)
	武汉	华中大区 (湖南、湖北、江西)
	成都	西部大区 (云南、贵州、甘肃、青海、陕西、重庆)
	杭州	浙闽大区 (浙江、福建)
省级营销服务中心	15 个省级城市	沈阳、天津、济南、西安、兰州、乌鲁木齐、重庆、昆明、贵阳、长沙、南昌、南宁、合肥、郑州、海口

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

竞争力 2: 研发投入持续保障产品更新迭代和公司产品力。近些年, 公司拿出每

年收入的 10%投入研发，持续获得多款发明专利和软件著作权。2020 年 1 月，公司发布新一代 HIS 产品“多态智联”，该平台可以实现医疗机构（TOB）、医卫管控机构（TOG）、医生/居民（TOC）、数据用户（TOD）的数据融入、智慧互联等功能，帮助医院实现精细化管理，帮助政府推进分级诊疗等。此外，公司在医保信息化市场推出智慧医保服务云平台、DRGs 配套产品以及相关衍生产品，力图站稳新市场。整体看，公司通过不断的研发投入和行业积累，实现对当前市场区域和未来潜在市场的布局，利用新产品和研发能力不断提升产品力，保障公司竞争力。

图13：新一代 HIS 产品“多态智联”综合平台



资料来源：公司公告、开源证券研究所

竞争力 3：联手平安集团开展多领域合作，利用现有优势推动“中山模式”、“数字病房”等创新业务发展。2020 年 7 月，中国平安关联方正式成为公司持股 5% 股东，双方在政府、医疗、互联网、健康服务运营等方面计划开展形式多样的深度合作。在创新业务方面，公司依托健康中山的特许经营权，拓展了互多个云平台的互联网运营业务，提供处方流转、商业保险理赔运营、支付、云护理等多样新业务，完善运营模式，深化标杆旗帜，推动产品闭环发展。截至 2020 年 7 月，“健康中山”平均日活跃量为近 2 万，累计生成健康档案数总数 452.1 万份，较 2019 年末增长 80%；提供全市 28 家公立医疗机构的在线挂号预约和全市 54 家医疗机构的在线支付功能。

此外，一方面公司互联网医院及区域性的互联网项目客户数量持续增长，截至 20 年 H1 参与近 100 多家医院的互联网医院的建设，同时还有 300 多家是接入公司公有云互联网医院平台和区域互联网；另一方面，公司医疗物联网业务持续稳健发展，先后在兰州大学第一医院、苏州市立医院上线了数字病房，并在深圳平乐骨伤科医院、乐清市人民医院、温州市中心医院、兰州大学第一医院、苏州市立医院五家医院打造了数字病房样板项目，为抢占医疗物联网行业市场奠定坚实基础。

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

核心假设 1：软件销售和软件服务业务受益院端和公卫端信息化系统新建和更新换代的需求，上半年因疫情延迟的招标工作在下半年加速开展，2020 年和 2021 年仍处于一个建设高峰期；配套的系统集成和其他业务受益软件销售与服务的快速发展，处于稳健增长中。

核心假设 2: 公司业务结构持续优化, 高毛利率的软件业务占比持续上升, 我们预计公司毛利率将呈现逐渐上升的状态。

核心假设 3: 我们认为随着公司业务的持续扩张, 规模效应带来员工人均创利的持续上升, 公司整体的费用率将呈现降低的状态。

4.2、盈利预测与投资建议

公司作为国内领先的医疗 IT 解决方案提供商, 面对着国家医疗系统信息化升级的市场机遇和线上医疗服务运营需求上升的行业变化, 公司传统业务和创新业务皆有望快速发展。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.70、5.08、6.53 亿元, EPS 为 0.31、0.43、0.55 元/股, 当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 50、37、28 倍, 公司 PE 低于行业同类公司平均水平, 首次覆盖给予“买入”评级。

表6: 公司 PE 低于行业可比公司平均水平 (截止 2020.09.18 收盘)

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300253	卫宁健康	432.31	5.13	7.16	9.59	84.08	60.20	44.83
300168	万达信息	301.05	2.99	4.23	5.83	101.3	71.96	52.53
002777	久远银海	72.70	2.19	2.97	3.88	33.06	24.46	18.70
	行业平均	268.69	3.44	4.79	6.43	72.81	52.21	38.69
300451	创业慧康	185.45	3.70	5.08	6.53	50.15	36.48	28.40

数据来源: Wind、开源证券研究所 (卫宁健康、万达信息、久远银海来源为 Wind 一致预期)

5、风险提示

1) 医疗信息化招标工作恢复不及预期的风险。下半年疫情发展仍存在不确定性, 考虑医疗信息化项目实施需要实地完成, 如果疫情存在反复, 仍会对公司招标和实施产生影响, 进而影响全年业绩目标的达成。

2) 人才竞争加剧的风险。人才竞争的加剧可能使得公司面临人才短期或人才成本大幅提升的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1212	1641	2204	2954	3525
现金	468	534	943	1204	1509
应收票据及应收账款	581	871	995	1387	1600
其他应收款	47	50	75	85	115
预付账款	24	36	41	58	66
存货	87	144	146	215	229
其他流动资产	5	6	6	6	6
非流动资产	1867	1949	2080	2240	2405
长期投资	174	179	185	193	200
固定资产	300	290	390	522	655
无形资产	58	192	204	218	235
其他非流动资产	1334	1288	1301	1307	1315
资产总计	3079	3590	4285	5195	5930
流动负债	711	958	1220	1695	1838
短期借款	178	203	379	610	614
应付票据及应付账款	232	281	361	440	545
其他流动负债	302	473	480	645	680
非流动负债	10	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	7	7	7	7
负债合计	721	964	1227	1701	1845
少数股东权益	37	36	49	65	83
股本	485	740	1192	1192	1192
资本公积	1201	990	620	620	620
留存收益	665	950	1266	1718	2300
归属母公司股东权益	2321	2590	3008	3429	4002
负债和股东权益	3079	3590	4285	5195	5930

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	170	80	362	340	624
净利润	220	319	383	524	672
折旧摊销	26	36	50	62	78
财务费用	8	6	9	14	17
投资损失	-9	-46	-12	-15	-18
营运资金变动	-110	-290	-68	-245	-125
其他经营现金流	35	56	0	0	0
投资活动现金流	-157	-73	-169	-208	-224
资本支出	112	120	125	153	157
长期投资	-79	-4	-7	-8	-8
其他投资现金流	-124	43	-51	-63	-75
筹资活动现金流	93	59	40	-102	-98
短期借款	78	26	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	243	254	452	0	0
资本公积增加	-299	-210	-370	0	0
其他筹资现金流	71	-10	-42	-102	-98
现金净增加额	105	66	233	30	302

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1290	1480	1902	2428	3045
营业成本	648	689	863	1076	1323
营业税金及附加	14	15	20	26	33
营业费用	119	150	196	248	311
管理费用	152	170	223	277	344
研发费用	130	138	196	238	298
财务费用	8	6	9	14	17
资产减值损失	31	-6	0	0	0
其他收益	48	51	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	46	12	15	18
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	247	357	438	594	767
营业外收入	0	2	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	246	358	437	594	766
所得税	26	40	54	70	94
净利润	220	319	383	524	672
少数股东损益	7	5	14	15	19
归母净利润	213	314	370	508	653
EBITDA	268	391	482	654	840
EPS(元)	0.18	0.26	0.31	0.43	0.55

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	11.9	14.7	28.5	27.7	25.4
营业利润(%)	22.7	44.5	22.8	35.8	29.0
归属于母公司净利润(%)	30.3	47.7	17.7	37.5	28.4
获利能力					
毛利率(%)	49.8	53.4	54.6	55.7	56.5
净利率(%)	16.5	21.2	19.4	20.9	21.4
ROE(%)	9.3	12.1	12.9	15.3	16.8
ROIC(%)	8.7	11.3	11.5	13.2	14.7
偿债能力					
资产负债率(%)	23.4	26.9	28.6	32.8	31.1
净负债比率(%)	-11.9	-12.3	-18.7	-17.2	-22.2
流动比率	1.7	1.7	1.8	1.7	1.9
速动比率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0
应付账款周转率	3.3	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.26	0.31	0.43	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.07	0.30	0.29	0.52
每股净资产(最新摊薄)	1.95	2.17	2.46	2.81	3.29
估值比率					
P/E	87.2	59.0	50.1	36.5	28.4
P/B	8.0	7.2	6.3	5.5	4.7
EV/EBITDA	68.2	46.7	37.4	27.6	21.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn