

分析师: 唐月

登记编码: S0730512030001

tangyue@ccnew.com 021-50586635

## 全面聚焦医疗信息化, Q4 有望迎来收入高增长

### ——创业慧康(300451)季报点评报告

#### 证券研究报告-季报点评

买入(首次)

#### 市场数据(2021-10-27)

发布日期: 2021年10月27日

收盘价(元)	7.99
一年内最高/最低(元)	11.44/7.3
沪深300指数	4963.10
市净率(倍)	2.85
流通市值(亿元)	104.73

#### 投资要点:

公司公布了三季度业绩: 前三季度公司营业收入 12.10 亿元, 同比增长 8.20%; 归母净利润 2.30 亿元, 同比增长 37.33%; 归母净利润 2.04 亿元, 同比增长 26.86%。

- 单季度来看, Q3 收入 4.31 亿元, 同比增长 5.6%, 净利润 8738 万元, 同比增长 14.6%, 扣非净利润 8742 万元, 同比增长 22.14%。2021 年公司增速较低的原因包括:

(1) 由于 2020Q4 公司开始执行新会计准则, 收入从分阶段确认变为终验后确认, 确认时点延后, 也造成了 2020Q4-2021Q3 的 4 个季度业绩增速放缓, 而 2021Q4 业绩增速将真实反映出公司的实际业绩增长能力。

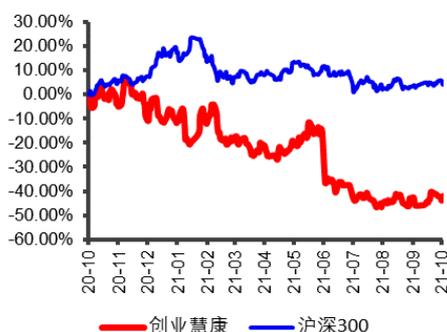
(2) 由于 2017 年收购了慧康物联(博泰服务), 公司有大量的非医疗信息化业务, 随着团队逐渐转型到医疗物联网业务当中, 原有的金融 IT 业务也占比逐步减少。因而我们看到最近几个季度, 公司虽然整体收入增速较低, 但是医疗信息化业务的增长仍然良好(前三季度公司医疗行业收入增速 22.84%), 半年报医疗行业收入占比 89%, 达到了历史新高。由于公司医疗行业毛利率明显高于非医疗行业, 所以这样的结构调整本身也促进了公司近年来毛利率的提升。

(3) 2021 年 4 月 9 日, 公司因为出售股权, 丧失了对梅清数码的控制权, 不在将其收入纳入到合并范围, 2020 年梅清数码收入 1.15 亿元, 占公司全年收入的 7%。

#### 基础数据(2021-9-30)

每股净资产(元)	2.74
每股经营现金流(元)	-0.16
毛利率(%)	54.23
净资产收益率-摊薄(%)	3.35
资产负债率(%)	14.96
总股本/流通股(万股)	154978/130931
B 股/H 股(万股)	0/0

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: Wind, 中原证券

#### 相关报告

- 1 《计算机行业 2021 年下半年策略报告: 数字化赋能经济转型》 2021-06-18

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

- 2021 年上半年, 公司发布了全新架构的全医院级产品——慧康云 2.0, 目前正在帮助 2 家三级医院上线。由于慧康云 2.0 实施效率更高, 后续的推广将对公司产品毛利率的提升和收入的增长带来积极的推动作用。
- 公司与卫宁的并购事宜暂停令市场充满了对背后原因的猜忌, 但是我们认为公司近年来在业务能力上正在加速赶超卫宁, 但是在估值水平明显低于卫宁。由于上市公司间并购只能采取吸收合并方式进行, 除去业务上、人员上的问题, 仅从价格基础来说, 收购对于公司也是不划算的。
- 10 月出台的《公立医院高质量发展促进行动(2021-2025 年)》提出“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, 智慧管理平均级别力争达到 1 级和 2 级”, 这意味着继 2018 年监管层提出电子病历和互联互通评级要求后, 也将智慧服务和智慧管理评级纳入到基本要求当中, 这有望给公司为代表的的头部 HIS 厂商带来确定性的业务增长。

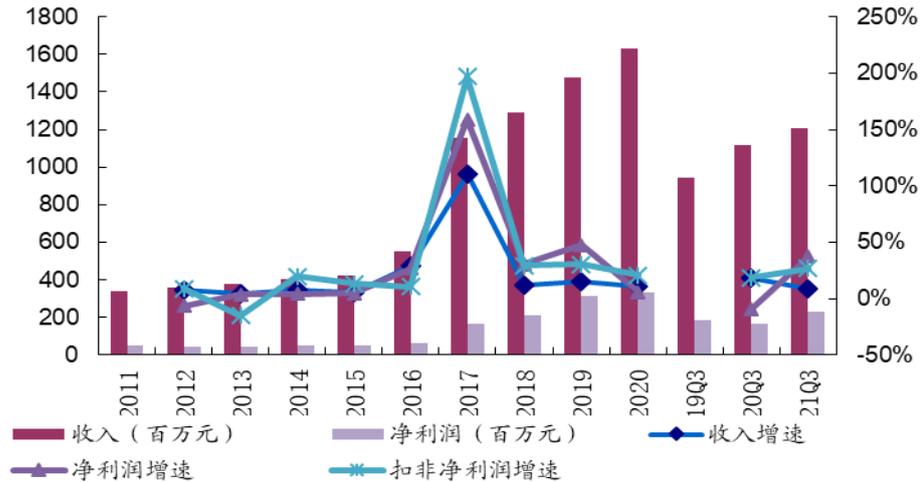
- **国家医疗体系的改革目前已经进入到深水区,但是我们认为医疗信息化的重要性却在改革中进一步凸显。**信息化手段是降低医疗支出,提升医疗服务能力和人均效率的重要保障,不论是医院端、社保端、公卫端目前都有加大医疗信息化投入的趋势,形成对头部公司的利好。
- **首次覆盖并给予对公司“买入”的投资评级。**公司业务涉及到了医院信息化、公卫信息化、互联网医疗、物联网医疗、医保信息化、健康城市、智慧养老等多个高景气度赛道,布局全面,且在新兴领域优势明显,适合长期关注。我们预计 21-23 年公司 EPS 分别为 0.30 元、0.43 元、0.58 元,按 10 月 27 日收盘价 7.99 元计算,对应 PE 为 26.52 倍、18.64 倍、13.71 倍。

**风险提示: 智慧服务和智慧管理推进进度低于预期; 疫情影响超出预期。**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,480	1,633	2,043	2,770	3,498
增长比率(%)	14.7	10.3	25.1	35.6	26.3
净利润(百万元)	314	332	467	664	903
增长比率(%)	47.7	5.8	40.5	42.3	36.0
每股收益(元)	0.20	0.21	0.30	0.43	0.58
市盈率(倍)	39.4	37.3	26.5	18.6	13.7

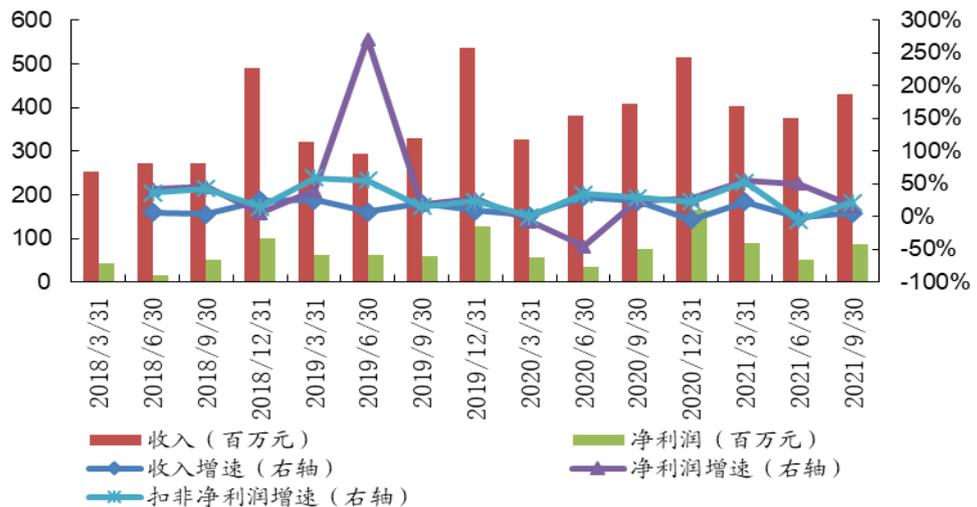
资料来源: Wind, 中原证券

图 1: 2011-2021Q3 公司收入、净利润及其增速



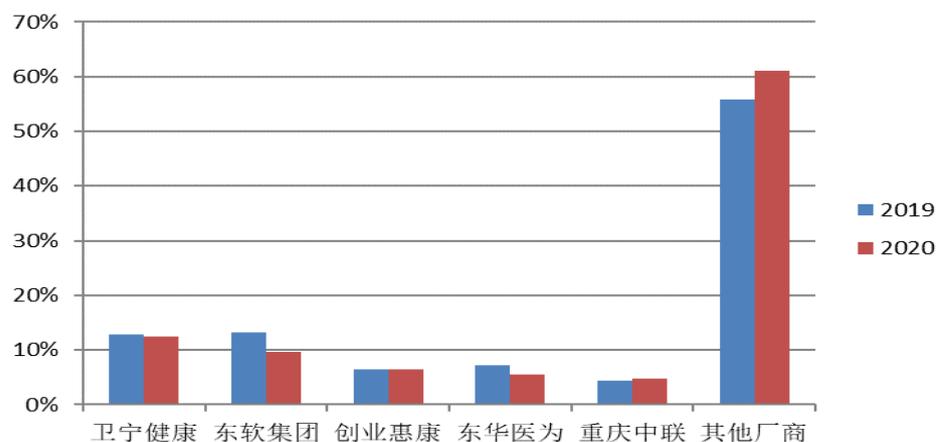
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 2018Q1-2021Q3 公司单季度收入、净利润及其增速



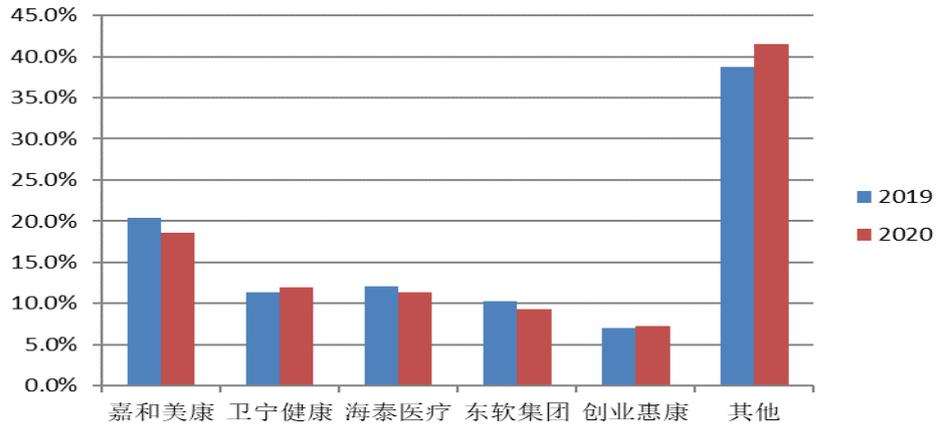
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 2019 年 vs 2020 年中国医院核心管理系统市场头部厂商份额对比



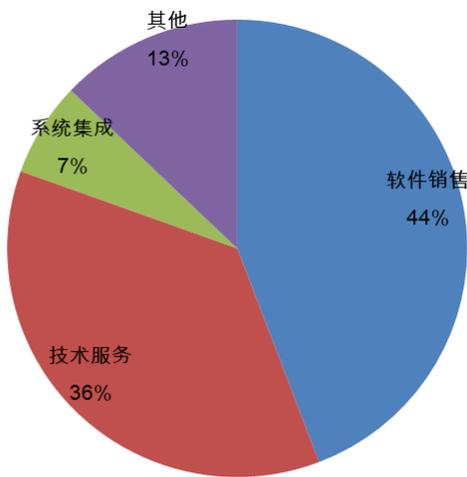
资料来源: IDC, 中原证券

图 4：2019 年 vs2020 年中国电子病历系统市场头部厂商份额对比



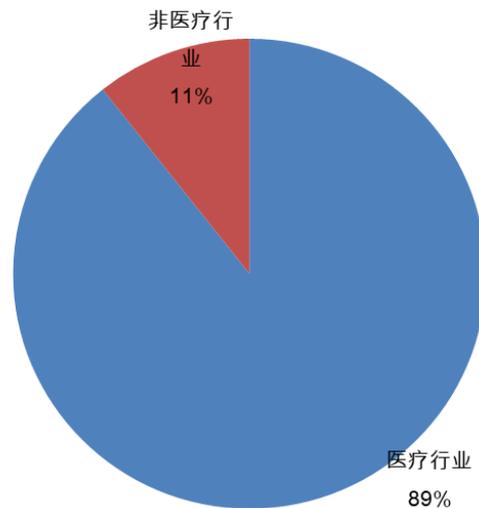
资料来源：IDC，中原证券

图 5：2021H1 公司分产品收入结构



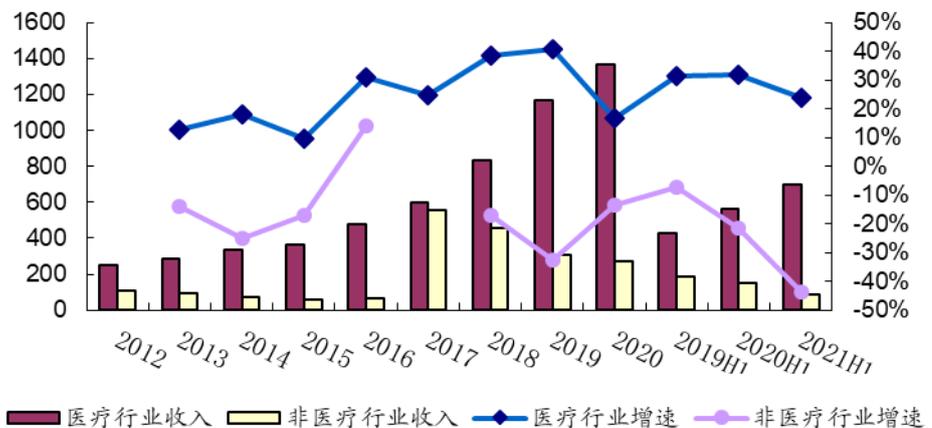
资料来源：公司公告，中原证券

图 6：2021H1 公司分行业收入结构



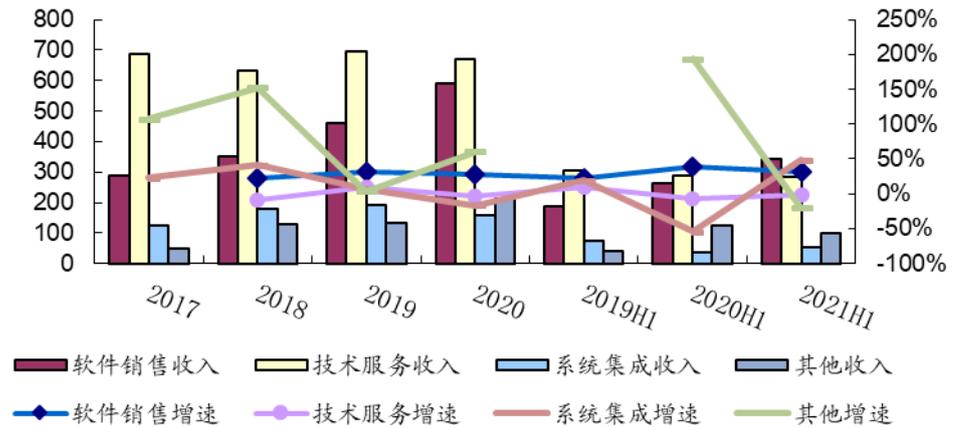
资料来源：公司公告，中原证券

图 7：2012-2021H1 公司分行业的收入及增速



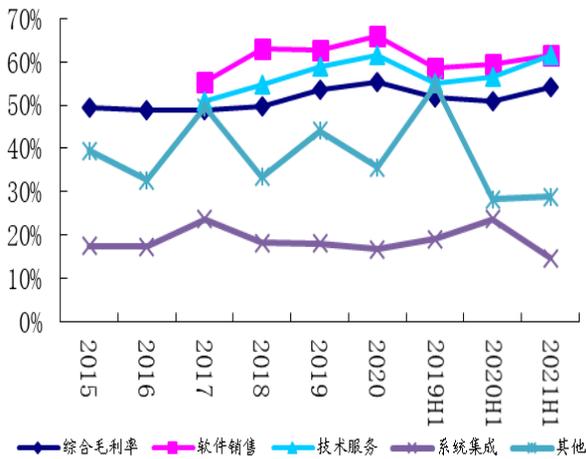
资料来源：公司公告，中原证券

图 8: 2017-2021H1 公司分业务的收入及增速



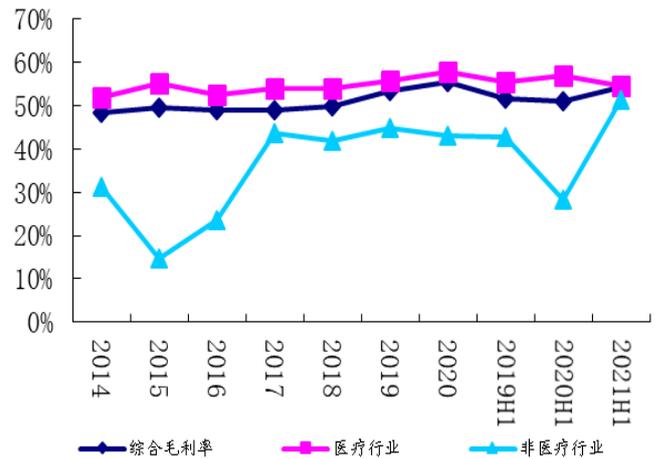
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 9: 2015-2021H1 公司分产品毛利率



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 10: 2014-2021H1 公司分行业毛利率



资料来源: 公司公告, 中原证券

表 1: 公司上市后资本运作情况

标的	投入 (亿元)	完成后持股比例	披露日期	主要产品及业务	业绩承诺
蓝天电脑	0.0024	80%	2016.4.26		2016-2018 收入不低于 3000 万、4000 万、5000 万, 2016 扣非净利润不低于 500 万元, 2017、2018 年扣非净利润增速不低于 30%
中拓信息	0.3976	80%	2016.4.26		
博泰服务 (慧康物联)	12.38	100%	2016.8.13	银行金融 IT 设备的运营服务, 医疗物联网	2016-2018 年净利润分别为 8650 万元、9950 万元、11400 万元

创源环境	0.21	35%	2016.7.19	环保监测运维服务、环保在线监控系统产品的研发和销售	2016-2018 年收入 5000 万、6000 万、7000 万，扣非净利润 800 万，1000 万，1200 万，净利润增速每年不低于 20%
	0.075	47.5%	2016.9.5		
美诺泰科	0.408	51%	2017.9.21	区域危重症分级诊疗和抢救的整体信息化解决方案	
	0.546	100%	2018.1.9		
苏州网新	-0.46	0%	2019.5.9		出让 18% 股权

资料来源：公司公告，中原证券

表 2：上市公司医疗信息化业务增速对比

公司	2021H1					2020H1			2020			
	收入	增速	两年增速	毛利率	占比	收入	增速	毛利率	收入	增速	毛利率	占比
卫宁健康	10.24	29%	56%	49%	100%	7.92	21%	49%	22.6	19%	54%	99%
东华软件*						8.23	18%	55%				
创业慧康	6.95	24%	63%	55%	89%	5.62	32%	57%	13.6	17%	58%	84%
万达信息	7.8	88%	98%	40%	44%	4.51	15%	31%	14.9	61%	25%	49%
东软集团	4.84	15%	-32%	48%	15%	4.22	-41%	47%	14.3	-20%	40%	21%
思创医惠	3.71	-6%	-26%	50%	57%	3.94	-21%	26%	8.8	20%	51%	60%
久远银海	1.77	55%	33%	72%	44%	1.14	-14%	67%	4.8	24%	61%	41%
易联众	2.19	-17%	-9%	47%	86%	2.66	10%	49%	9.2	3%	53%	88%
麦迪科技	1.51	70%	26%	65%	100%	0.89	-26%	75%	2.7	-17%	76%	88%
和仁科技	1.13	14%	-36%	54%	59%	1.55	-13%	39%	4.5	3%	43%	97%

资料来源：上市公司公告，中原证券（\*东华软件 2020 年报开始将医疗业务和金融业务合并披露）

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1641	3117	3626	4372	5221
现金	534	1584	1665	1801	2227
应收票据及应收账款	871	846	1302	1611	2068
其他应收款	50	49	75	93	120
预付账款	36	41	56	75	90
存货	144	326	256	520	445
其他流动资产	6	271	271	271	271
<b>非流动资产</b>	1949	2132	2274	2479	2670
长期投资	179	195	215	235	255
固定资产	290	289	389	540	680
无形资产	192	289	311	336	364
其他非流动资产	1288	1359	1360	1367	1371
<b>资产总计</b>	3590	5249	5900	6851	7891
<b>流动负债</b>	958	1068	1277	1637	1828
短期借款	203	163	163	163	163
应付票据及应付账款	281	360	435	626	693
其他流动负债	473	546	679	848	972
<b>非流动负债</b>	7	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	4	4	4	4
<b>负债合计</b>	964	1072	1281	1641	1832
少数股东权益	36	37	48	62	78
股本	740	1193	1550	1550	1550
资本公积	990	1874	1516	1516	1516
留存收益	950	1145	1566	2169	2986
归属母公司股东权益	2590	4140	4571	5148	5981
<b>负债和股东权益</b>	3590	5249	5900	6851	7891

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	80	271	306	487	761
净利润	319	336	478	678	920
折旧摊销	36	59	64	80	99
财务费用	6	-3	-3	-3	-5
投资损失	-46	-12	-14	-17	-20
营运资金变动	-290	-199	-219	-250	-232
其他经营现金流	56	89	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-73	-412	-192	-267	-270
资本支出	120	205	122	184	172
长期投资	-4	-44	-20	-20	-20
其他投资现金流	43	-251	-90	-103	-118
<b>筹资活动现金流</b>	59	1188	-33	-84	-65
短期借款	26	-40	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	254	453	358	0	0
资本公积增加	-210	884	-358	0	0
其他筹资现金流	-10	-108	-33	-84	-65
<b>现金净增加额</b>	66	1048	81	136	426

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1480	1633	2043	2770	3498
营业成本	689	728	903	1205	1497
营业税金及附加	15	16	20	27	34
销售费用	150	164	200	269	332
管理费用	170	175	208	277	343
研发费用	138	177	245	332	385
财务费用	6	-3	-3	-3	-5
资产减值损失	-6	-4	-5	-7	-9
其他收益	51	44	55	75	94
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	46	12	14	17	20
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	357	378	543	763	1036
营业外收入	2	0	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	358	377	543	763	1036
所得税	40	40	65	85	116
<b>净利润</b>	319	336	478	678	920
少数股东损益	5	4	11	14	16
<b>归属母公司净利润</b>	314	332	467	664	903
EBITDA	400	433	604	839	1130
EPS (元)	0.20	0.21	0.30	0.43	0.58

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	14.7	10.3	25.1	35.6	26.3
营业利润 (%)	44.5	5.9	43.9	40.4	35.8
归属母公司净利润 (%)	47.7	5.8	40.5	42.3	36.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	53.4	55.4	55.8	56.5	57.2
净利率 (%)	21.2	20.4	22.9	24.0	25.8
ROE (%)	12.1	8.1	10.3	13.0	15.2
ROIC	11.6	7.7	10.0	12.7	14.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	26.9	20.4	21.7	24.0	23.2
净负债比率 (%)	-12.3	-33.9	-32.4	-31.4	-34.0
流动比率	1.7	2.9	2.8	2.7	2.9
速动比率	1.5	2.5	2.5	2.3	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9
应付账款周转率	2.7	2.3	2.3	2.3	2.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.20	0.21	0.30	0.43	0.58
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.11	0.19	0.20	0.31	0.49
每股净资产 (最新摊薄)	1.67	2.67	2.95	3.32	3.86
<b>估值比率</b>					
P/E	39.43	37.26	26.52	18.64	13.71
P/B	4.78	2.99	2.71	2.41	2.07
EV/EBITDA	30.25	24.99	17.79	12.67	9.05

资料来源: Wind, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。